



2018년 6월 19일 | Equity Research

하나금융그룹

LG유플러스 (032640)

주파수비용 증가해도 가파른 이익 성장 이어진다.

매수/TP 20,000원 유지, 이젠 5G에 본격 편승해야

LGU+에 대한 투자 의견을 매수로 유지하며 통신서비스업종 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 5G 주파수 경매가 큰 과열 없이 종료되었고, 2) 주파수관련비용 증가 우려가 크지만 5G 요금제 업셀링에 따른 매출 증가를 감안하면 올해에 이어 내년에도 높은 이익 성장을 지속할 전망이며, 3) 1Q에 이어 2Q 실적도 양호할 것으로 보여 금년도에도 높은 이익 성장이 기대되고, 4) 우수한 실적 흐름에도 불구하고 역대 Multiple 하단에 위치해 있으며, 5) 규제 리스크가 낮아지는 국면이기 때문이다. 목표가는 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 기존의 20,000원을 유지한다.

5G 주파수비용 1,188억원 증가해도 내년 순이익 15% 늘어난다
5G 주파수 경매가 종료되면서 일부 투자자들의 LGU+ 영업비용 증가에 대한 우려가 적지 않다. 2019년부터 연간 대략 1,188억원 달하는 주파수관련 무형자산상각비용 증가가 예상되기 때문이다. 올해 12월부터 5G 주파수관련 상각이 시작된다고 보면 그렇다.

하지만 2016년과 마찬가지로 투자자들의 우려와 달리 LGU+는 올해뿐만 아니라 내년에도 높은 이익 성장이 예상된다. 2019년 유무형자산상각비용이 합쳐서 2,000억원 증가한다고 해도 5G 서비스 개시 및 25% 선택약정요금할인 가입자 정체로 인해 이동전화 ARPU가 3%, 이동전화 매출액이 3,700억원 성장할 것으로 예상되며 때문이다. 여기에 최근 연간 유선 매출액 증가 폭이 2,000억 원에 달한다고 가정하면 제반 영업비용 증기를 모두 감안해도 2019년 영업이익 10%, 순이익 15% 증가는 무난해 보인다.

2016년에도 주파수 경매 이후 비용증가 우려가 컸지만 이듬해 2017년에도 LGU+는 11%에 달하는 높은 영업이익 성장률을 나타냈다. LTE 보급률이 포화된 상황에서도 그랬다. 5G 상용화가 2019년 3월이다. 5G 주파수비용 증가로 인한 LGU+의 이익 정체를 우려할 만한 상황은 전혀 아니란 판단이다.

5G 실체 드러나고 있고 규제 이슈 소멸, 이젠 적극 매수해야

투자 전략상 이젠 LGU+에 대해 적극 매수로 대응할 것을 권한다. 주파수 경매 이후 5G 실체가 드러나고 있어 5G 조기 상용화에 따른 향후 매출 증가 기대감이 높아질 것으로 판단되며 규제 이슈가 소멸되는 상황이기 때문이다. 특히 ITU 5G 표준 제정, 5G 휴대폰 칩 출시 및 장비 공급, 5G 휴대폰 출시 등 하반기 이후 5G 이벤트가 다수 발생할 것으로 예상된다는 점과 6월 지방선거, 주파수 경매 종료로 통신요금인하, 경매가 상승에 대한 우려가 제거되었다는 점을 생각해 볼 필요가 있다. 지금이 6년 전 LTE 도입 당시와 비슷한 투자 환경이라는 점을 감안할 때 보다 공격적으로 LGU+ 매수에 나설 필요가 있다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 20,000원 | CP(6월 18일): 14,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,376.24		
52주 최고/최저(원)	17,000/11,700	12,304.1	12,634.5
시가총액(십억원)	6,112.6	830.1	889.7
시가총액비중(%)	0.51	542.3	594.4
발행주식수(천주)	436,611.4		
60일 평균 거래량(천주)	1,673.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	21.3		
18년 배당금(예상,원)	450		
18년 배당수익률(예상,%)	3.21		
외국인지분율(%)	37.42		
주요주주 지분율(%)			
LG 외 2 인	36.06		
국민연금	8.85		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.2 (3.1) (15.7)		
상대	14.2 1.2 (16.2)		

Stock Price	
(천원)	LG유플러스(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
영업이익	십억원	746.5	826.3	686.4	929.8	1,356.5
세전이익	십억원	642.6	666.8	573.6	831.1	1,257.9
순이익	십억원	492.8	547.2	444.8	664.8	1,006.3
EPS	원	1,129	1,253	1,019	1,523	2,305
증감률	%	40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.3
PER	배	10.15	11.17	13.74	9.19	6.07
PBR	배	1.04	1.17	1.11	1.02	0.90
EV/EBITDA	배	3.59	3.55	4.23	2.74	2.05
ROE	%	10.63	10.88	8.29	11.59	15.78
BPS	원	11,054	11,985	12,604	13,677	15,531
DPS	원	350	400	450	450	450

(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 성도훈

02-3771-7541

dohunsung@hanafn.com

표 1. LGU+의 연간 수익 예상(구 회계 기준)

구분	16	17	18F	19F
매출액	11,451.0	12,279.4	12,083.1	12,337.8
영업이익	746.5	826.3	890.1	970.6
(영업이익률)	6.5	6.7	7.4	7.9
세전이익	642.6	667.0	777.3	871.9
순이익	492.7	547.2	604.4	697.6
(순이익률)	4.3	4.5	5.0	5.7

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: LGU+, 하나금융투자

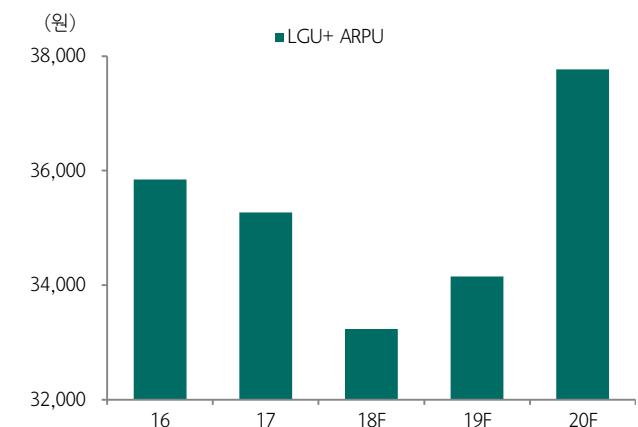
표 2. LGU+의 분기별 수익 예상(구 회계 기준)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	2,882.0	3,009.7	3,059.6	3,328.2	3,065.1	3,067.2	2,962.2	2,988.5
영업이익	202.8	208.0	214.1	201.3	245.1	225.1	226.7	193.1
(영업이익률)	7.0	6.9	7.0	6.0	8.0	7.3	7.7	6.5
세전이익	171.1	175.6	184.2	136.0	219.4	195.2	198.6	164.0
순이익	132.5	136.2	142.8	135.6	158.1	156.2	158.9	131.2
(순이익률)	4.6	4.5	4.7	4.1	5.2	5.1	5.4	4.4

주: 구 회계 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

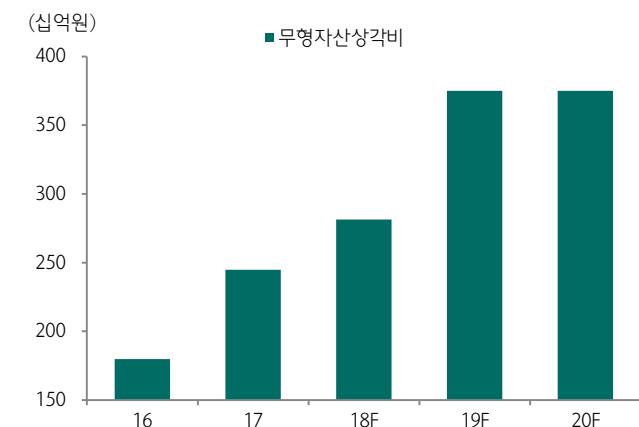
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 1. LGU+ 연간 이동전화 ARPU 전망



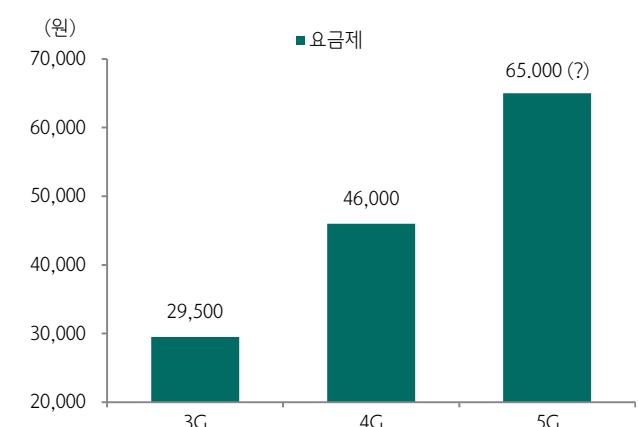
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 무형자산상각비 전망



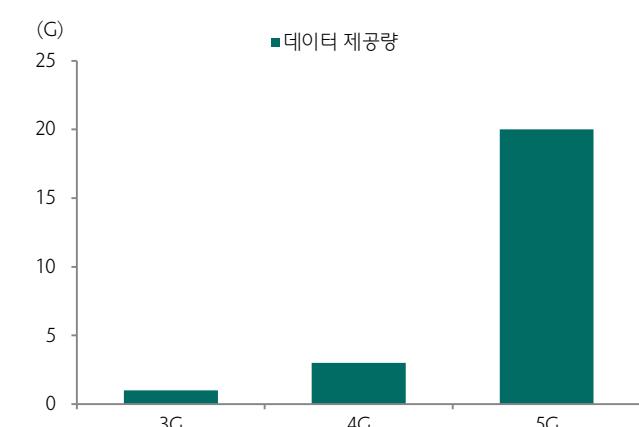
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 3. 세대별 도입 초기 주력 요금제 비교 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 세대별 도입 초기 주력 요금제 데이터 제공량 비교 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
매출원가		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익		11,451.0	12,279.4	11,772.8	12,107.6	13,197.8
판관비		10,704.6	11,453.1	11,086.4	11,177.8	11,841.3
영업이익		746.5	826.3	686.4	929.8	1,356.5
금융손익		(119.9)	(113.0)	(77.1)	(63.5)	(63.5)
증속/관계기업손익		0.5	(0.9)	0.5	0.4	0.5
기타영업외손익		15.5	(45.6)	(36.2)	(35.6)	(35.6)
세전이익		642.6	666.8	573.6	831.1	1,257.9
법인세		149.8	119.7	128.8	166.2	251.6
계속사업이익		492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
비자매주주지분 순이익		(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		492.8	547.2	444.8	664.8	1,006.3
지배주주지분포괄이익		487.4	559.6	444.8	664.9	1,006.3
NOPAT		572.4	678.0	532.3	743.8	1,085.2
EBITDA		2,400.0	2,515.3	2,377.3	3,717.8	4,282.7
성장성(%)						
매출액증가율		6.1	7.2	(4.1)	2.8	9.0
NOPAT증가율		20.1	18.4	(21.5)	39.7	45.9
EBITDA증가율		7.1	4.8	(5.5)	56.4	15.2
영업이익증가율		18.1	10.7	(16.9)	35.5	45.9
(지배주주)순이익증가율		40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.4
EPS증가율		40.2	11.0	(18.7)	49.5	51.3
수익성(%)						
매출총이익률		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률		21.0	20.5	20.2	30.7	32.5
영업이익률		6.5	6.7	5.8	7.7	10.3
계속사업이익률		4.3	4.5	3.8	5.5	7.6

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		2,619.6	3,073.0	2,870.2	3,090.6	3,309.8
금융자산		374.3	515.9	525.4	571.5	567.4
현금성자산		317.3	449.9	467.5	509.1	499.6
매출채권 등		1,853.0	2,093.6	2,048.1	2,204.1	2,394.7
재고자산		261.6	334.5	296.6	314.9	347.7
기타유동자산		130.7	129.0	0.1	0.1	0.0
비유동자산		9,369.6	8,862.5	10,027.8	10,645.1	10,025.4
투자자산		48.4	79.0	69.3	74.6	81.0
금융자산		40.6	41.1	36.0	38.8	42.1
유형자산		6,949.6	6,527.0	6,582.9	5,541.7	4,362.3
무형자산		1,192.2	957.3	2,076.5	3,729.7	4,282.9
기타비유동자산		1,179.4	1,299.2	1,299.1	1,299.1	1,299.2
자산총계		11,989.1	11,935.5	12,898.0	13,735.7	13,335.2
유동부채		3,574.4	3,664.6	4,564.6	5,003.0	3,859.3
금융부채		1,053.1	881.0	2,098.1	2,361.4	1,003.9
매입채무 등		2,355.4	2,587.6	2,298.0	2,473.1	2,686.9
기타유동부채		165.9	196.0	168.5	168.5	168.5
비유동부채		3,588.4	3,037.9	2,830.3	2,761.2	2,694.6
금융부채		2,926.1	2,460.6	2,380.6	2,300.6	2,220.6
기타비유동부채		662.3	577.3	449.7	460.6	474.0
부채총계		7,162.8	6,702.5	7,394.9	7,764.3	6,553.9
지배주주지분		4,826.1	5,232.9	5,503.0	5,971.4	6,781.2
자본금		2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금		836.9	836.9	836.9	836.9	836.9
자본조정		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액		1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금		1,414.1	1,820.6	2,090.7	2,559.1	3,368.9
비자매주주지분		0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계		4,826.3	5,233.0	5,503.1	5,971.5	6,781.3
순금융부채		3,604.9	2,825.7	3,953.3	4,090.5	2,657.1

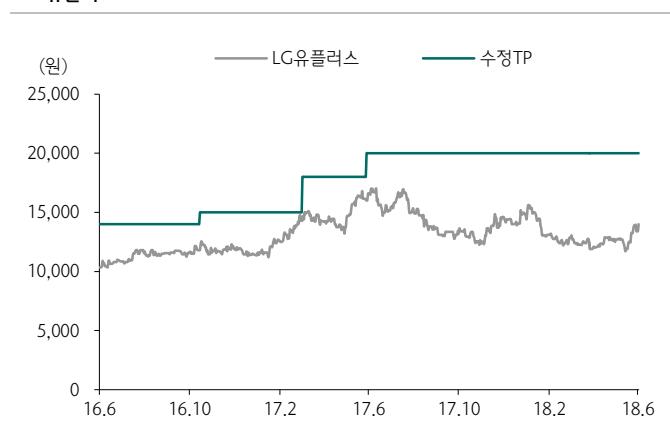
투자지표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		1,129	1,253	1,019	1,523	2,305
BPS		11,054	11,985	12,604	13,677	15,531
CFPS		5,830	6,140	5,363	8,435	9,729
EBITDAPS		5,497	5,761	5,445	8,515	9,809
SPS		26,227	28,124	26,964	27,731	30,228
DPS		350	400	450	450	450
주가지표(배)						
PER		10.1	11.2	13.7	9.2	6.1
PBR		1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
PCFR		2.0	2.3	2.6	1.7	1.4
EV/EBITDA		3.6	3.6	4.2	2.7	2.0
PSR		0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)						
ROE		10.6	10.9	8.3	11.6	15.8
ROA		4.1	4.6	3.6	5.0	7.4
ROIC		6.5	8.0	6.0	7.6	11.1
부채비율		148.4	128.1	134.4	130.0	96.6
순부채비율		74.7	54.0	71.8	68.5	39.2
이자보상배율(배)		5.2	7.1	5.9	9.0	13.1

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		2,224.8	2,279.4	1,903.3	3,464.5	3,936.3
당기순이익		492.7	547.1	444.8	664.8	1,006.3
조정		1,833.5	1,892.0	1,690.9	2,788.0	2,926.1
감가상각비		1,653.5	1,689.0	1,690.9	2,788.0	2,926.2
외환거래손익		0.4	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익		(0.5)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타		180.1	202.3	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동		(101.4)	(159.7)	(232.4)	11.7	3.9
투자활동 현금흐름		(1,492.3)	(1,358.3)	(2,848.1)	(3,409.7)	(2,311.8)
투자자산감소(증가)		5.9	(29.7)	9.7	(5.3)	(6.4)
유형자산감소(증가)		(1,271.6)	(1,172.8)	(1,500.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
기타		(226.6)	(155.8)	(1,357.8)	(1,904.4)	(805.4)
재무활동 현금흐름		(707.3)	(788.5)	962.5	(13.2)	(1,634.0)
금융부채증가(감소)		(596.0)	(637.6)	1,137.1	183.3	(1,437.5)
자본증가(감소)		(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(2.0)	1.9	0.0	0.0	0.0
배당지급		(109.2)	(152.8)	(174.6)	(196.5)	(196.5)
현금의 증감		25.1	132.6	17.6	41.7	(9.5)
Unlevered CFO		2,545.2	2,680.7	2,341.8	3,682.8	4,247.8
Free Cash Flow		941.2	1,096.9	403.3	1,964.5	2,436.3

자료: 하나금융투자
(2017년 이전은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.6.15	BUY	20,000		
17.3.20	BUY	18,000	-17.97%	-6.67%
16.11.1	BUY	15,000	-18.75%	-1.67%
16.6.27	BUY	14,000	-18.88%	-13.21%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견은 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 6월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 6월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.