

2018. 7. 27



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 16,000 원

현재주가 (7.26) 15,000 원

상승여력 6.7%

KOSPI 2,289.06pt

시가총액 65,492억원

발행주식수 43,661만주

유동주식비율 63.94%

외국인비중 36.27%

52주 최고/최저가 16,950원/11,700원

평균거래대금 273.4억원

주요주주(%)

LG 외 2 인 36.06

국민연금 10.73

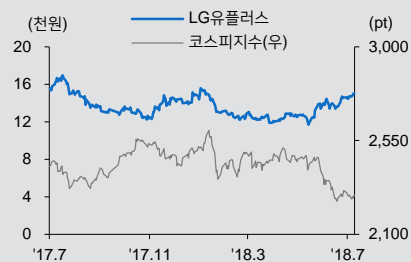
The Capital Group Companies, Inc. 외 7.67

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.9 0.0 -8.5

상대주가 15.0 12.5 -2.7

주가그래프



LG유플러스 032640

2Q18 Review:
높아진 눈 높이를 충족하는 실적

- ✓ 2Q18 영업이익 2,481억원(+19.2% YoY, 구 회계 기준)으로 시장 컨센서스 상회
- ✓ 시장 경쟁 완화로 2Q18 마케팅비용 5,130억원(-5.9% YoY) 기록하며 하향 안정화
- ✓ 홈미디어 가입자 순증과 B2B 사업 수주 확대를 통한 성장 지속
- ✓ 하반기 안정적인 실적 개선 전망. 다만, 1H19부터 반영되는 상각비 증가는 부담
- ✓ 8월 MSCI지수 재편입에 따른 수급 개선 효과로 단기 트레이딩 관점 접근 유효

2Q18 Review: 시장 컨센서스 상회

구 회계 기준 2Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 3조 392억원(+1.0% YoY), 2,481억원(+19.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,107억원)를 상회했다. IFRS 15 도입에 따른 영업이익 차이는 지난 1Q18 -574억원 대비 축소된 -370억원을 기록했다. 다소 주춤했던 무선 사업부 실적을 홈미디어와 B2B 사업 확대를 통해 만회했다. 2Q18 마케팅비용은 번호이동시장(MNP) 축소 영향에 따른 하향 안정화 기조가 유지되며 5,130억원(-5.9% YoY)을 기록했다.

성장을 이끄는 홈미디어와 B2B 사업

IPTV와 초고속인터넷 가입자 순증 효과로 홈미디어 사업 성장이 지속됐다. 'U+아 이틀나라' 서비스 이용 고객 확대와 VOD 수익의 긍정적 영향으로 IPTV는 전년 대비 +21.5% 성장했으며, 초고속인터넷 역시 기가인터넷 가입자 유입으로 +7.5% 성장했다. 지난 분기 부진했던 B2B 사업은 2Q18 글로벌 클라우드 사업자의 IDC 수주 확대와 전력 사업 수주 확대에 5,370억원(+8.6% YoY)을 기록했다.

하반기 안정적인 실적 지속 전망, 내년은?

경쟁사 대비 안정적인 무선 가입자 순증과 홈미디어 사업에서의 이익 개선 및 외형 성장은 하반기 실적에 대한 전망을 밝게 한다. 다만, 내년 상반기부터 반영되는 주파수 상각비 증가는 부담 요인이다. 설비투자(CAPEX) 규모와 무관하게 5G 상용화 시작과 함께 주파수 상각비도 증가한다. 8월 MSCI지수 재편입 시 수급 개선 효과가 기대되는 만큼 단기 트레이딩 관점에서의 접근이 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,451.1	746.5	492.8	1,129	40.3	11,054	10.1	1.0	3.6	10.6	148.4
2017	12,279.4	826.3	547.2	1,253	11.0	11,985	11.2	1.2	3.6	10.9	128.1
2018E	12,215.5	911.2	569.1	1,304	4.0	12,839	11.5	1.2	3.3	10.5	118.9
2019E	12,235.5	771.6	475.2	1,088	-16.5	13,477	13.8	1.1	3.3	8.3	114.3
2020E	12,795.4	823.8	530.6	1,215	11.7	14,242	12.3	1.1	3.0	8.8	113.2

2Q18 영업이익 2,481억원
(IFRS15 기준 2,111억원)

구 회계 기준 2Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 3조 392억원(+1.0% YoY), 2,481억원(+19.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 2,107억원)를 상회했다. IFRS 15 도입에 따른 영업이익 차이는 지난 1Q18 -574억원 대비 축소된 -370억원을 기록했다. 다소 주춤했던 무선 사업부 실적을 홈미디어와 B2B 사업 확대를 통해 만회했다. 2Q18 마케팅비용은 번호이동시장(MNP) 축소 영향에 따른 하향 안정화 기조가 유지되며 5,130억원(-5.9% YoY)을 기록했다.

표1 LG유플러스 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,039.2	3,009.7	1.0	3,065.1	-0.8	3,033.0	0.2	2,946.7	3.1
영업이익	248.1	208.0	19.2	245.1	1.2	210.7	17.7	220.2	12.7
세전이익	226.0	175.6	28.7	219.4	3.0	166.7	35.6	191.3	18.2
순이익	165.1	136.2	21.2	158.1	4.4	137.8	19.8	148.1	11.5

주: K-IFRS 1018호, 구 회계 기준

자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 IFRS 15 도입에 따른 LG유플러스 연결 손익계산서 변경 및 사유

(십억원)	구 회계 기준					IFRS15 기준		변경 사유
	2Q17	4Q17	2Q18	YoY	QoQ	2Q18	Diff.	
수익	3,009.7	3,065.1	3,039.2	1.0%	-0.8%	2,980.7	-58.5	
영업수익	2,333.6	2,309.2	2,374.4	1.8%	2.8%	2,343.2	-31.3	단말지원금 중 일부금액의 영업수익 안분 차감
단말수익	676.1	755.8	664.7	-1.7%	-12.1%	637.6	-27.2	선택약정할인금 중 일부금액의 단말수익 일시 차감
비용	2,801.7	2,820.0	2,791.1	-0.4%	-1.0%	2,769.7	-21.5	
외주용역비	87.9	82.9	100.3	14.1%	21.1%	100.9	0.6	고객센터 고객유치수수료 안분 인식
지급수수료	330.3	356.5	365.8	10.8%	2.6%	372.3	6.5	개통수수료 등 일부 고객유치 관련 비용 안분 인식
판매수수료	456.7	421.7	414.7	-9.2%	-1.6%	420.5	5.8	판매점 수수료 등 고객유치 관련 비용 안분 인식
광고선전비	98.0	97.4	108.4	10.6%	11.3%	70.3	-38.1	광고선전비 내 일부 유선상품 판촉비 차감후 영업수익 안분 차감
상품구입비	690.0	741.1	707.9	2.6%	-4.5%	711.7	3.8	일부 유선상품 단말 매출 이연에 따른 상품원가 안분 인식
영업이익	208.0	245.1	248.1	19.3%	1.2%	211.1	-37.0	

자료: LG유플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

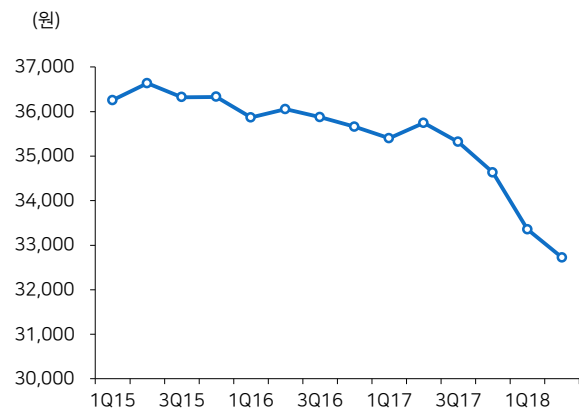
표3 LG유플러스 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	12,076.2	12,270.3	12,215.5	12,235.5	1.2%	-0.3%
영업이익	857.4	748.8	911.2	771.6	6.3%	3.0%
세전이익	745.4	655.5	784.2	642.0	5.2%	-2.1%
당기순이익	577.0	507.3	569.0	475.1	-1.4%	-6.3%

주: K-IFRS 1018호, 구 회계 기준

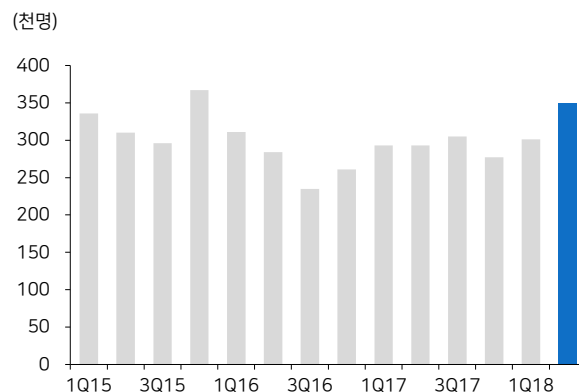
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 LG유플러스 무선 ARPU 추이



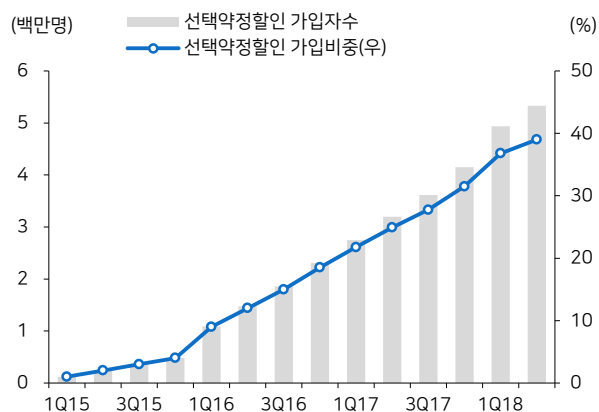
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LTE 가입자 순증 추이



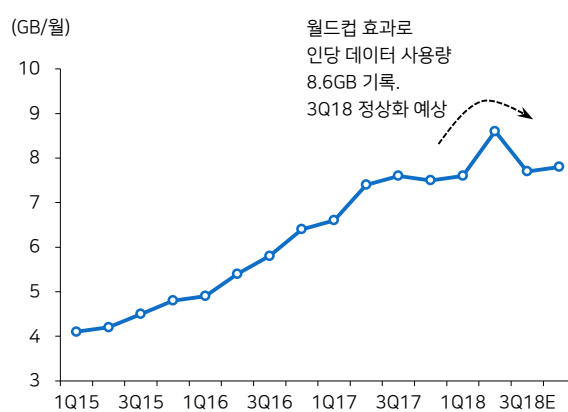
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선택약정할인 가입자 및 가입 비중 추이



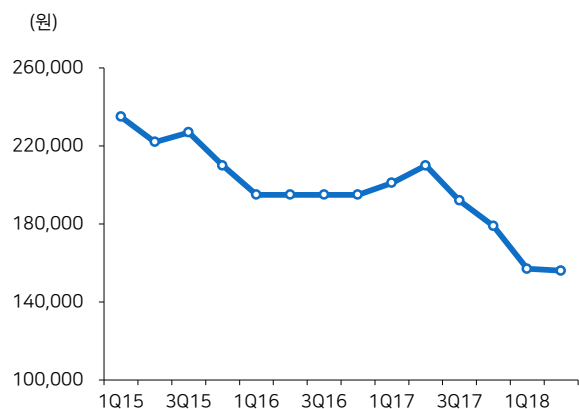
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LTE 가입자 인당 데이터 사용량 추이 및 전망



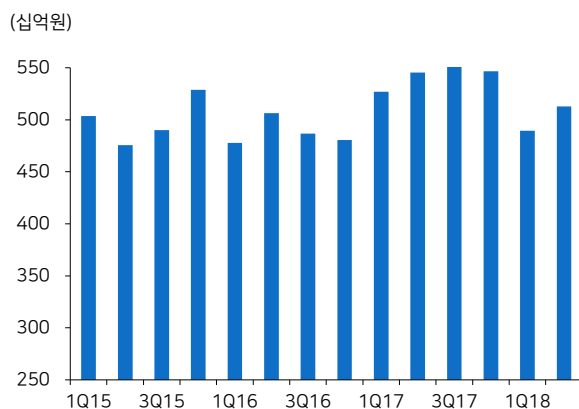
자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG유플러스 SAC(인당보조금) 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG유플러스 마케팅비용 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

하반기 안정적인 실적 전망
단, 내년 주파수 상각비 증가는
부담 요인

경쟁사 대비 안정적인 무선 가입자 순증과 홈미디어 사업에서의 이익 개선 및 외형 성장은 하반기 실적에 대한 전망을 밝게 한다. 다만, 내년 상반기부터 반영되는 주파수 상각비 증가는 부담 요인이다. 통신사업자들의 설비투자(CAPEX) 규모가 예상보다 크지 않다는 말이 위로가 될 순 없다. 그만큼 당장 기대할 만한 어플리케이션이 부재하다는 뜻이며, 이와 관련한 업셀링(Up-selling) 효과도 크지 않을 수 있다. 반면, 설비투자 규모나 5G 전용 스마트폰 출시 일정과는 무관하게 5G 상용화와 동시에 주파수 상각비는 실적에 고스란히 반영된다.

표4 LG유플러스 주파수 관련 상각비 증가 시나리오

연도	주파수	대역폭	사용기간	년수	낙찰가	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
5G 주파수 사용시기(2018년 12월)부터 상각 시																
2011	800MHz	20MHz	2011.07~2021.06	10	539.0	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	49.4	43.1	43.1
2011	1.8GHz	20MHz	2011.07~2021.06	10	194.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	11.3		
2011	2.1GHz	20MHz	2011.08~2021.07	10	445.5	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	41.6	35.6	35.6
2016	2.1GHz	20MHz	2016.04~2021.04	5	381.6				25.4	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2
2013	2.6GHz	40MHz	2013.08~2021.07	8	478.8	20.0	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	55.9	47.9	47.9
2018	3.5GHz	90MHz	2018.12~2027.12	10	809.5						6.7	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
2018	28.0GHz	400MHz	2018.12~2023.12	5	207.2						3.5	41.4	41.4	41.4	41.4	38.0
						137.8	177.7	177.7	203.2	215.9	226.1	338.3	338.3	318.7	287.2	283.7
5G 상용화 서비스(2019년 3월)부터 상각 시																
2011	800MHz	20MHz	2011.07~2021.06	10	539.0	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	53.9	49.4	43.1	43.1
2011	1.8GHz	20MHz	2011.07~2021.06	10	194.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	11.3		
2011	2.1GHz	20MHz	2011.08~2021.07	10	445.5	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6	41.6	35.6	35.6
2016	2.1GHz	20MHz	2016.04~2021.04	5	381.6				25.4	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2
2013	2.6GHz	40MHz	2013.08~2021.07	8	478.8	20.0	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	55.9	47.9	47.9
2018	3.5GHz	90MHz	2018.12~2027.12	10	809.5							64.1	81.0	81.0	81.0	81.0
2018	28.0GHz	400MHz	2018.12~2023.12	5	207.2							32.8	41.4	41.4	41.4	38.0
						137.8	177.7	177.7	203.2	215.9	215.9	312.8	338.3	318.7	287.2	295.8

주: 현재 사용 중인 주파수 대역은 2G/3G를 제외하고 사용기간 만료 시기에 80% 가격으로 재할당 받는다고 가정(음영 표시)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,451.1	12,279.4	12,215.5	12,235.5	12,795.4
매출액증가율 (%)	6.1	7.2	-0.5	0.2	4.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,451.1	12,279.4	12,215.5	12,235.5	12,795.4
판매관리비	10,704.6	11,453.1	11,304.4	11,463.9	11,971.6
영업이익	746.5	826.3	911.2	771.6	823.8
영업이익률	6.5	6.7	7.5	6.3	6.4
금융손익	-119.9	-113.0	-67.5	-51.3	-35.3
중속/관계기업손익	0.5	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.5	-45.6	-59.4	-78.3	-72.5
세전계속사업이익	642.6	666.8	784.2	642.0	716.0
법인세비용	149.8	119.7	215.2	166.9	185.5
당기순이익	492.7	547.1	569.0	475.1	530.5
지배주주지분 순이익	492.8	547.2	569.1	475.2	530.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,224.8	2,279.4	2,204.6	2,439.8	2,597.1
당기순이익(손실)	492.7	547.1	569.0	475.1	530.5
유형자산상각비	1,473.8	1,444.1	1,640.7	1,723.0	1,789.3
무형자산상각비	179.8	244.9	228.1	241.2	250.2
운전자본의 증감	-101.4	-159.7	-233.3	0.5	27.1
투자활동 현금흐름	-1,492.4	-1,358.3	-1,949.3	-2,000.2	-2,056.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,283.6	-1,182.6	-1,750.0	-1,800.0	-1,850.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-31.5	0.4	-0.1	-3.6
재무활동 현금흐름	-707.3	-788.5	15.0	-145.8	-21.9
차입금의 증감	-596.0	-637.6	189.6	50.7	174.6
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.1	132.6	270.3	293.7	518.6
기초현금	292.2	317.3	449.9	720.2	1,013.9
기말현금	317.3	449.9	720.2	1,013.9	1,532.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,619.6	3,073.0	3,329.6	3,627.6	4,265.9
현금및현금성자산	317.3	449.9	720.2	1,013.9	1,532.5
매출채권	1,567.0	1,938.2	1,928.1	1,931.3	2,019.7
재고자산	261.6	334.5	332.8	333.3	348.6
비유동자산	9,369.6	8,862.5	8,943.3	8,979.2	8,993.4
유형자산	6,949.6	6,527.0	6,636.3	6,713.3	6,774.0
무형자산	1,192.2	957.3	929.2	888.1	837.9
투자자산	48.4	79.0	78.6	78.7	82.3
자산총계	11,989.1	11,935.5	12,272.9	12,606.8	13,259.2
유동부채	3,574.4	3,664.6	3,749.8	3,940.1	4,402.6
매입채무	298.4	515.6	305.7	305.7	319.7
단기차입금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
유동성장기부채	1,038.1	866.0	1,172.9	1,359.6	1,704.6
비유동부채	3,588.4	3,037.9	2,917.6	2,782.6	2,638.5
사채	2,164.9	2,035.6	2,017.8	2,001.3	1,986.1
장기차입금	761.2	425.0	325.5	206.0	50.8
부채총계	7,162.8	6,702.5	6,667.4	6,722.7	7,041.0
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
기타포괄이익누계액	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	1,414.1	1,820.6	2,193.2	2,472.0	2,806.1
비지배주주지분	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.2
자본총계	4,826.3	5,233.0	5,605.5	5,884.2	6,218.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	26,227	28,124	27,978	28,024	29,306
EPS(지배주주)	1,129	1,253	1,304	1,088	1,215
CFPS	5,830	6,140	6,240	6,103	6,399
EBITDAPS	5,497	5,761	6,367	6,266	6,558
BPS	11,054	11,985	12,839	13,477	14,242
DPS	350	400	450	450	450
배당수익률(%)	3.1	2.9	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.1	11.2	11.5	13.8	12.3
PCR	2.0	2.3	2.4	2.5	2.3
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA	2,400.0	2,515.3	2,779.9	2,735.7	2,863.3
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.3	3.3	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	10.9	10.5	8.3	8.8
EBITDA 이익률	21.0	20.5	22.8	22.4	22.4
부채비율	148.4	128.1	118.9	114.3	113.2
금융비용부담률	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	5.2	7.1	8.3	6.8	7.0
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	6.3	6.3	6.5
재고자산회전율(x)	36.6	41.2	36.6	36.7	37.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.02	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-12.1	-9.2	
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	13,000	정지수	-11.9	-9.2	
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	13,000	정지수	-11.5	-6.5	
2016.11.01	기업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-11.6	-7.0	
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	13,500	정지수	-12.5	-7.0	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	13,500	정지수	-7.6	11.9	
2017.04.05	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.8	-12.9	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.3	-6.5	
2017.05.31	산업분석	Trading Buy	17,000	정지수	-10.8	0.0	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-10.2	0.0	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.9	-13.4	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-17.0	-13.4	
2017.11.03	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-18.1	-13.4	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.6	-5.3	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-14.2	-2.5	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-16.3	-2.5	
2018.04.17	산업브리프	Buy	16,000	정지수	-16.9	-2.5	
2018.05.08	기업브리프	Buy	16,000	정지수	-17.2	-2.5	
2018.05.28	산업분석	Buy	16,000	정지수	-17.0	-2.5	
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-16.6	-2.5	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-	-	