

LG유플러스 (032640)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	22,000원 (M)
현재주가 (1/7)	18,200원
상승여력	21%

시가총액	79,463억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	424억원
60일 평균 거래량	2,542,676주
52주 고	18,300원
52주 저	11,700원
외인지분율	41.10%
주요주주	LG 외 1 인 36.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.4	6.1	29.5
상대	5.4	18.1	58.8
절대(달러환산)	3.5	7.2	23.1

4Q Preview : 일회성 비용으로 실적 부진

일회성 비용으로 4Q 영업이익 1,552억원, 컨센서스 하회

연결 서비스 매출액(2.35조원)과 영업이익(1,552억원)은 전 분기 대비 각각 +1.0%, -31.9% 증감할 전망이다. 영업이익은 컨센서스(2,193억원)를 -29.0% 하회할 전망이다. 이동전화 ARPU는 하락세를 이어나갈 전망이지만, 무선 가입자 순증(15만명) 덕에 무선 매출액은 나름 선방할 전망이다. 회사 측 설명에 의하면 ARPU는 하락 추세가 지속되고 있으나, 월별로는 회복되고 있음을 확인했다. 2019년 상반기에는 ARPU 하락률이 급격하게 완화될 것으로 예상된다. 특히 88요금제 유지 비율이 신규가입자의 19% 이상으로 높아졌음이 확인됐다. 고가 요금제 확산 속도는 예상보다 빠르다. 영업이익 부진은 마케팅비용 증가, 주파수 관련 무형자산 상각비(12월 한달, 80억원), 일회성 비용(인건비, 인센티브)에 기인한다. 인센티브는 신임 그룹 회장 취임, 계열사 내에서도 탁월한 성과를 달성한 점이 평가됐다. 100%의 인센티브 지급 시, 인건비는 추가로 330억원 지출된다. 유선 TPS 사업군의 성장 흐름은 괜찮다. 4Q 초고속인터넷과 IPTV 가입자 순증 규모는 각각 5.2만명, 12.2만명으로 예상된다. 각각의 순증 점유율은 30%, 30% 대를 유지하고 있다. 다만 IPTV 매출액은 전 분기 대비 소폭 감소할 것이다. 3Q 홈쇼핑출수수로 소급 인식에 따른 기고 영향 때문이다.

5G와 유료방송 모멘텀은 현재 진행형

5G는 동사에게 또 다른 기회가 될 전망이다. 현재까지 알려진 정보로는 3월 요금제 & 단말기 출시를 예상하고 있고, CAPEX는 1.8~2조원(2018년 1.3조원)으로 예상된다. 3월에 발표될 5G 요금제는 4G 대비 약 10~20% 높아질 것으로 예상된다. 차별화 포인트는 아이러니 하게도 논란을 야기했던 화웨이 장비 소식이 될 수 있다. 동사는 제 3의 인증 기관을 통해 보안 문제와 관련한 철저한 점검을 준비하는 등 논란을 정면 돌파했다. 여기에 화웨이의 적극적 대응으로 통신 3사 중 가장 빠른 속도로 5G 커버리지를 확대하고 있다. 28GHz 대역까지 5G 커버리지가 확대되는 상황에서는 기지국 공급, 최적화 능력이 차이를 만들 수 있다. 화웨이를 파트너로 끌고 가는 것이 네트워크를 준비하는 입장에서는 차이를 만들 수 있는 부분이다.

유료방송 인수 관련해서는 최근 투자자들이 피로감을 호소하고 있다. 많은 관련 뉴스에 비해 진전 속도가 지나치게 느리다고 보기 때문이다. 하지만 상반기 내로는(빠르면 1Q) 결론이 내려질 것으로 예상된다. 지극히 당연하게도 LG유플러스는 굴러온 유료방송 1위 기회를 놓치지 않을 것이다.

4Q 실적 부진으로 주식을 매도할 이유가 전혀 없다. 단순히 방어적 성격의 주가 상승이 아니라, 2019~2021년 사이에 전개 될 무선 & 유료방송 사업의 변화 가능성으로 가치 평가의 변화를 기대하기 때문이다. 12개월 간 59%의 Outperform 하는 성과를 기록했으나, 이러한 흐름은 2019년에도 이어질 전망이다. Top pick을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	29,965	-10.0	0.2	31,087	-3.6
영업이익	1,553	-22.9	-31.9	2,186	-29.0
세전계속사업이익	1,037	-23.7	-50.1	1,770	-41.4
지배순이익	768	-43.4	-50.1	1,347	-43.0
영업이익률 (%)	5.2	-0.8 %pt	-2.4 %pt	7.0	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	-1.5 %pt	-2.5 %pt	4.3	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	114,510	122,794	119,490	121,164
영업이익	7,465	8,263	7,822	8,504
지배순이익	4,928	5,472	4,831	5,456
PER	9.8	11.2	16.0	14.6
PBR	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.5	3.6	4.1	3.6
ROE	10.6	10.9	8.0	7.8

자료: 유안타증권

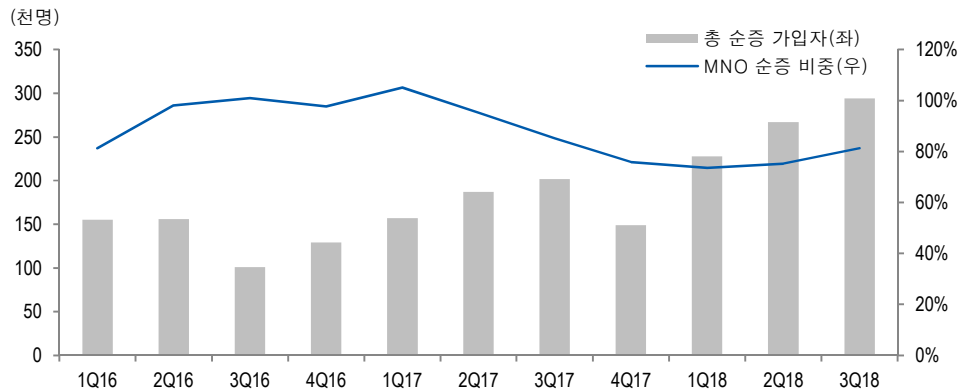
[표 1] LG유플러스 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18E	QoQ	컨센서스	차이
매출	2,882	3,010	3,060	3,328	2,980	2,981	2,992	2,996	0.1%	3,113	-3.8%
연결서비스	2,202	2,243	2,289	2,317	2,186	2,258	2,326	2,350	1.0%		
이동통신	1,366	1,402	1,407	1,396	1,335	1,341	1,351	1,329	-1.6%		
유선통신	836	841	883	921	851	917	894	940	5.1%		
TPS	421	430	450	469	441	445	483	496	2.7%		
기업	415	411	433	452	411	472	411	445	8.3%		
휴대폰판매	591	676	682	924	710	638	666	646	-3.0%		
영업이익	203	208	214	201	188	211	228	155	-31.9%	219	-29.0%
감가상각비	358	365	360	361	356	356	354	360	1.7%		
판매수수료	423	447	439	428	452	438	436	460	5.5%		
순이익	132	136	143	136	116	137	154	77	-50.0%	136	-43.4%

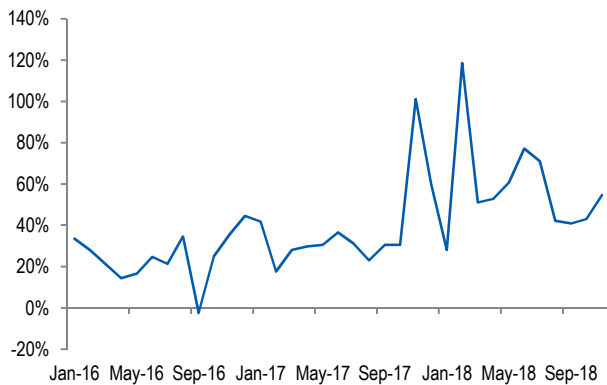
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 이동전화 가입자 순증 & MNO 가입자 순증 비중 추이



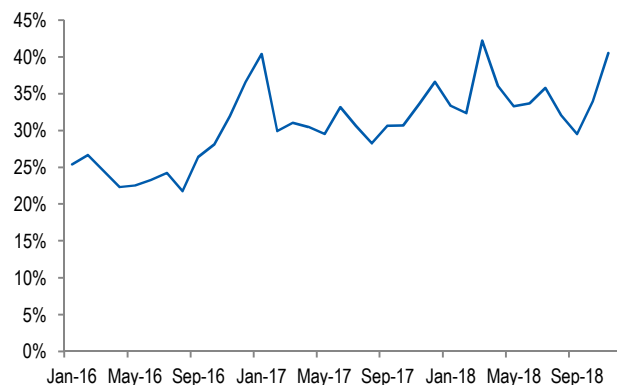
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 초고속인터넷 가입자 순증 점유율 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] IPTV 가입자 순증 점유율 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	114,510	122,794	119,490	121,164	128,675
매출원가	0	0	21,571	0	0
매출총이익	114,510	122,794	97,919	121,164	128,675
판매비	107,046	114,531	90,098	112,660	118,480
영업이익	7,465	8,263	7,822	8,504	10,195
EBITDA	24,000	25,153	24,461	26,393	28,828
영업외손익	-1,039	-1,595	-1,195	-1,024	-1,060
외환관련손익	-8	13	-5	38	-6
이자손익	-1,083	-908	-768	-893	-791
관계기업관련손익	5	-9	-5	-5	-5
기타	46	-691	-418	-165	-259
법인세비용차감전순이익	6,426	6,668	6,626	7,480	9,135
법인세비용	1,498	1,197	1,795	2,023	2,477
계속사업순이익	4,927	5,471	4,831	5,456	6,658
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,927	5,471	4,831	5,456	6,658
지배지분순이익	4,928	5,472	4,831	5,456	6,658
포괄손익	4,874	5,595	4,824	5,434	6,636
지배지분포괄이익	4,874	5,596	4,824	5,434	6,636

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	26,196	30,730	34,399	39,388	46,422
현금및현금성자산	3,173	4,499	7,300	11,107	16,676
매출채권 및 기타채권	18,530	20,936	19,532	20,376	21,515
재고자산	2,616	3,345	3,669	3,922	4,158
비유동자산	93,696	88,625	97,444	95,595	94,058
유형자산	69,496	65,270	64,364	63,955	63,801
관계기업 등 자본관련자산	78	379	395	430	466
기타투자자산	406	411	392	392	392
자산총계	119,891	119,355	131,843	134,982	140,480
유동부채	35,744	36,646	36,671	37,870	39,229
매입채무 및 기타채무	23,554	25,876	24,019	25,426	26,982
단기차입금	150	150	150	150	150
유동성장기부채	10,381	8,660	8,400	8,148	7,904
비유동부채	35,884	30,379	26,731	25,201	24,888
장기차입금	7,612	4,250	2,063	1,763	1,463
사채	21,649	20,356	18,658	17,158	16,858
부채총계	71,628	67,025	63,402	63,072	64,117
지배지분	48,261	52,329	68,440	71,909	76,361
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,369	8,369	8,369	8,369	8,369
이익잉여금	14,141	18,206	34,310	37,802	42,277
비지배지분	2	1	2	2	2
자본총계	48,263	52,330	68,442	71,910	76,363
순차입금	36,049	28,257	21,755	15,883	9,455
총차입금	39,792	33,416	29,271	27,219	26,375

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	22,248	22,794	20,268	24,241	26,093
당기순이익	4,927	5,471	4,831	5,456	6,658
감가상각비	14,737	14,441	14,261	14,289	15,033
외환손익	4	-2	3	-38	6
종속, 관계기업 관련손익	-5	9	5	5	5
자산부채의 증감	-1,014	-1,597	-18,484	-15,495	-15,503
기타현금흐름	3,598	4,472	19,652	20,024	19,895
투자활동 현금흐름	-14,923	-13,583	-25,417	-15,160	-16,168
투자자산	49	-355	-62	-40	-40
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,836	-11,826	-14,162	-14,000	-15,000
유형자산 감소	120	97	47	0	0
기타현금흐름	-2,256	-1,500	-11,240	-1,120	-1,128
재무활동 현금흐름	-7,073	-7,885	-5,895	-4,002	-3,012
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-5,984	-6,396	-4,159	-2,052	-844
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,092	-1,528	-1,746	-1,965	-2,183
기타현금흐름	2	39	11	14	15
연결범위변동 등 기타	0	0	13,847	-1,272	-1,343
현금의 증감	251	1,326	2,802	3,806	5,570
기초 현금	2,921	3,173	4,499	7,300	11,107
기말 현금	3,173	4,499	7,300	11,107	16,676
NOPLAT	7,465	8,263	7,822	8,504	10,195
FCF	8,409	10,247	-10,305	-5,402	-4,440

자료: 유안타증권

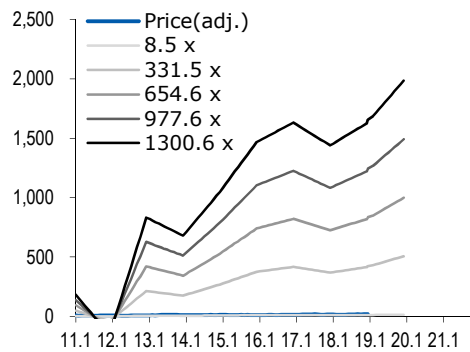
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,129	1,253	1,107	1,250	1,525
BPS	11,054	11,985	15,675	16,470	17,490
EBITDAPS	5,497	5,761	5,602	6,045	6,603
SPS	26,227	28,124	27,368	27,751	29,471
DPS	350	400	450	500	600
PER	9.8	11.2	16.0	14.6	11.9
PBR	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.5	3.6	4.1	3.6	3.1
PSR	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.1	7.2	-2.7	1.4	6.2
영업이익 증가율 (%)	18.1	10.7	-5.3	8.7	19.9
지배순이익 증가율 (%)	40.2	11.1	-11.7	12.9	22.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	81.9	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.5	6.7	6.5	7.0	7.9
자본순이익률 (%)	4.3	4.5	4.0	4.5	5.2
EBITDA 마진 (%)	21.0	20.5	20.5	21.8	22.4
ROIC	7.2	9.0	7.5	7.9	9.8
ROA	4.1	4.6	3.8	4.1	4.8
ROE	10.6	10.9	8.0	7.8	9.0
부채비율 (%)	148.4	128.1	92.6	87.7	84.0
순차입금/자기자본 (%)	74.7	54.0	31.8	22.1	12.4
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.1	7.7	9.5	12.9

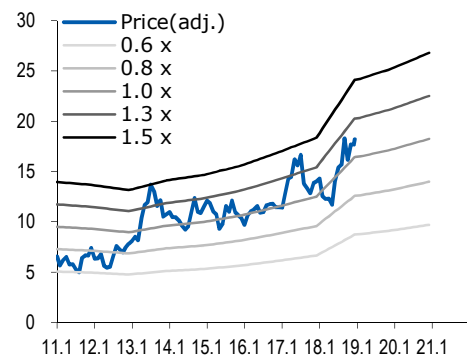
P/E band chart

(천원)

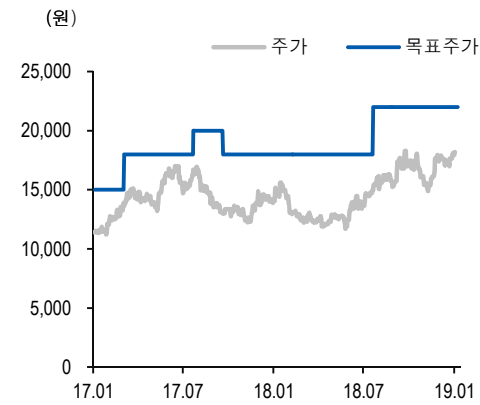


P/B band chart

(천원)



LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-11	BUY	22,000	1년		
2018-07-26	BUY	22,000	1년		
2017-09-25	BUY	18,000	1년	-25.91	-13.33
2017-07-27	BUY	20,000	1년	-26.26	-15.25
2017-03-09	BUY	18,000	1년	-16.15	-5.56
2017-02-01	1년 경과 이후		1년	-14.76	-7.67
2016-02-01	BUY	15,000	1년	-24.41	-7.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-08

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.