



하나금융그룹

2019년 2월 11일 | Equity Research

LG유플러스 (032640)

CJ헬로 인수를 대형 화재로 보긴 어려울 듯

매수/TP 23,000원 유지. 당분간 Valuation 감안한 매수로 국한

LGU+에 대한 투자 의견 매수/TP 23,000원을 유지한다. 5G 도입으로 인한 큰 수혜가 예상되는 반면 주가 반영도는 크지 않기 때문이다. 하지만 당분간은 밸류에이션상 매력도가 높은 시점에서만 제한적 매수에 참여할 것을 권한다. 1) IFRS 15 기준 높은 영업이익 성장이 예상되지만 절대 금액 측면에서는 만족할 만한 수준이 아니고, 2) CJ헬로 인수 가격 논란이 발생할 수 있으며, 3) KT와의 시가총액 경쟁에서 자유로울 수 없는 상황이기 때문이다.

CI헬로 이수 유력. 단 주가에 미칠 영향은 그리 크지 않을 듯

전주 많은 언론에서 LGU+의 CJ헬로 인수 가능성을 보도하였다. 시기적으로 보면 사실상 이번엔 인수 가능성이 높다. 통합방송법 통과 가능성도 높아졌기 때문이다. 만약 KT-스카이라이프 합산 규제 재적용이 무산된다면 LGU+는 자칫 경쟁자에게 CJ헬로를 뺏기는 과오를 범할 수도 있다. CJ헬로 입장에서도 굵직한 규제가 다수 논의 중이어서 마냥 시간을 끌 수도 없는 형국이다. 결국 언론 보도처럼 과거 SKT 매각 추진 가격보다 살짝 높은 1조원 수준에서 54%에 달하는 CJ오쇼핑 지분을 인수할 가능성이 높아졌다. 공정위-방통위-과기부 인기가 필요하지만 인수를 포기할 만한 인가 조건이 붙을 가능성은 낮다. 통합방송법이 통과되면 어차피 전국 단위로 M/S 규제가 이루어지며 양사간 합산 M/S가 높지 않기 때문이다. 하지만 투자가들의 기대와 달리 LGU+가 유료방송사업자 보유 지분 제한 규정을 의식하여 CJ헬로와 조기에 합병을 추진한다고 해도 주가에 미칠 영향은 크지 않을 전망이다. 1) MVNO 81만명, 초고속인터넷 80만명, CATV 422만명에 달하는 가입자를 한꺼번에 가져올 수 있고 가입자들의 ARPU 상승을 기대할 수 있다고 가정해도 최근 인당 유치비용을 감안하면 매수 가격이 낮다고 보기 어렵고, 2) LGU+와 CJ헬로간 시가총액 격차가 워낙 커서 양사간 합병에 따른 LGU+의 Multiple 상향 조정 효과가 미미할 것으로 판단되며, 3) CATV 가입자의 IPTV로의 전환에 따른 ARPU 상승 효과가 단기간에 나타나기 어렵기 때문이다.

CI헬로 이스는 경쟁자 각소로 이하 통신언계 하재로 파단해야

다만 통신산업 전반적으로는 경쟁자수 감소에 따른 경쟁 완화 기대감이 커질 것으로 보여 긍정적 영향이 예상된다. 특히 1) 알뜰폰 시장에서 통신 3사의 가장 큰 적수인 CJ헬로가 사업을 철수함에 따른 알뜰폰 업체들의 심리적 위축이 예상되고, 2) 가장 강력한 제 4 이동통신사업자 후보인 CATV 컨소시엄 구성이 무산될 수 있으며, 3) CATV/초고속인터넷 등 유선 시장 경쟁 완화가 기대된다는 점은 큰 호재로 평가된다.

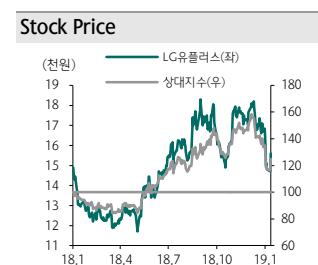
Update

BUY

| TP(12M): 23,000원 | CP(2월 8일): 15,600원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,177.05		
52주 최고/최저(원)	18,300/11,700		
시가총액(십억원)	6,811.1		
시가총액비중(%)	0.57		
발행주식수(천주)	436,611.4		
60일 평균 거래량(천주)	2,567.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	42.7		
18년 배당금(예상,원)	400		
18년 배당수익률(예상,%)	2.27		
외국인지분율(%)	40.87		
주요주주 지분율(%)			
LG 외 1인	36.05		
국민연금	9.95		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.8)	1.0	19.1
상대	(18.9)	6.7	31.7

Stock Price	
	(천원)
LG유플러스(좌)	180
상대지수(우)	100
	180
	160
	140
	120
	100
	80
	60
	40
	20
	0
	18.1 18.4 18.7 18.10 19.1



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	11,451.0	12,279.4	12,125.0	11,916.5	13,130.2
영업이익	십억원	746.5	826.3	731.0	855.4	1,217.3
세전이익	십억원	642.6	666.8	648.3	758.7	1,123.7
순이익	십억원	492.8	547.2	481.8	607.0	899.0
EPS	원	1,129	1,253	1,103	1,390	2,059
증감률	%	40.2	11.0	(12.0)	26.0	48.1
PER	배	10.15	11.17	16.00	11.22	7.58
PBR	배	1.04	1.17	1.13	0.94	0.85
EV/EBITDA	배	3.59	3.55	4.20	3.46	2.76
ROE	%	10.63	10.88	7.98	8.60	11.77
BPS	원	11,054	11,985	15,673	16,664	18,323
DPS	원	350	400	400	400	400

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



Analyst 김호진

AI catalyst 김충우
02-3771-7505

02 3771 7505
pro11@banafn.com

BA 석드호

M 8호준
02-3771-7541

dohunsiing@hanafn.com



그림 1. LGU+의 CJ헬로 인수가 큰 호재가 되기 어려운 이유

- 1 최근 통신사 인당 유치비용을 감안하면 CJ헬로 인수 가격이 낮다고 보기 어려움
- 2 LGU+와 CJ헬로간 시가총액 격차가 큰 관계로 양사간 합병에 따른 LGU+의 Multiple 상향 조정 효과 미미할 전망
- 3 CATV 가입자의 IPTV로의 전환에 따른 ARPU 상승 효과 단기간에 나타나기 어려움

자료: 하나금융투자

그림 2. LGU+의 CJ헬로 인수가 통신산업 경쟁 완화를 이끌 수 있는 이유

- 1 알뜰폰 시장에서 통신 3사의 가장 큰 적수인 CJ헬로가 사업을 철수함에 따른 알뜰폰 업체들의 심리적 위축이 예상
- 2 가장 강력한 제 4 이동통신사업자 후보인 CATV 컨소시엄 구성이 사실상 무산될 전망
- 3 CATV 업체 M&A 본격화로 CATV/초고속인터넷 등 유선 시장 경쟁 완화가 기대

자료: 하나금융투자

표 1. LGU+의 연간 수익 예상(구 회계 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	17	18P	19F	20F
매출액	12,279.4	12,367.7	12,146.7	13,330.4
영업이익	826.3	856.6	857.6	1,184.0
(영업이익률)	6.7	6.9	7.1	8.9
세전이익	666.8	774.0	761.0	1,090.4
순이익	547.1	573.5	608.8	872.3
(순이익률)	4.5	4.6	5.0	6.5

주: 구 회계 연결 기준

자료: LGU+, 하나금융투자

표 2. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,979.9	2,980.7	2,991.9	3,172.5	2,880.4	2,925.2	3,006.5	3,104.4
영업이익	187.7	211.1	228.1	104.1	201.4	195.4	220.7	237.9
(영업이익률)	6.3	7.1	7.6	3.3	7.0	6.7	7.3	7.7
세전이익	162.0	189.0	207.9	89.4	176.5	171.0	197.5	213.7
순이익	115.5	137.1	153.8	75.3	141.2	136.8	158.0	170.9
(순이익률)	3.9	4.6	5.1	2.4	4.9	4.7	5.3	5.5

주: 연결 기준

자료: LGU+, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	11,451.0	12,279.4	12,125.0	11,916.5	13,130.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,451.0	12,279.4	12,125.0	11,916.5	13,130.2
판관비	10,704.6	11,453.1	11,394.0	11,061.1	11,912.9
영업이익	746.5	826.3	731.0	855.4	1,217.3
금융순익	(119.9)	(113.0)	(88.1)	(61.6)	(58.5)
종속/관계기업순익	0.5	(0.9)	(0.2)	0.5	0.5
기타영업외순익	15.5	(45.6)	5.6	(35.6)	(35.6)
세전이익	642.6	666.8	648.3	758.7	1,123.7
법인세	149.8	119.7	166.6	151.6	224.6
계속사업이익	492.7	547.1	481.7	607.0	899.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	492.7	547.1	481.7	607.0	899.0
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	492.8	547.2	481.8	607.0	899.0
지배주주지분포괄이익	487.4	559.6	481.6	607.1	899.1
NOPAT	572.4	678.0	543.2	684.4	973.9
EBITDA	2,400.0	2,515.3	2,394.6	2,517.4	2,925.8
성장성(%)					
매출액증가율	6.1	7.2	(1.3)	(1.7)	10.2
NOPAT증가율	20.1	18.4	(19.9)	26.0	42.3
EBITDA증가율	7.1	4.8	(4.8)	5.1	16.2
영업이익증가율	18.1	10.7	(11.5)	17.0	42.3
(지배주주)순이익증가율	40.2	11.0	(12.0)	26.0	48.1
EPS증가율	40.2	11.0	(12.0)	26.0	48.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.0	20.5	19.7	21.1	22.3
영업이익률	6.5	6.7	6.0	7.2	9.3
계속사업이익률	4.3	4.5	4.0	5.1	6.8

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,129	1,253	1,103	1,390	2,059
BPS	11,054	11,985	15,673	16,664	18,323
CFPS	5,830	6,140	8,573	5,685	6,621
EBITDAPS	5,497	5,761	5,484	5,766	6,701
SPS	26,227	28,124	27,771	27,293	30,073
DPS	350	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	10.1	11.2	16.0	11.2	7.6
PBR	1.0	1.2	1.1	0.9	0.9
PCFR	2.0	2.3	2.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	3.6	3.6	4.2	3.5	2.8
PSR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	10.6	10.9	8.0	8.6	11.8
ROA	4.1	4.6	3.9	4.6	6.6
ROIC	6.5	8.0	6.1	7.1	10.1
부채비율	148.4	128.1	88.7	81.7	76.2
순부채비율	74.7	54.0	34.2	26.0	15.8
이자보상배율(배)	5.2	7.1	7.2	8.4	12.3

자료: 하나금융투자

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

대차대조표

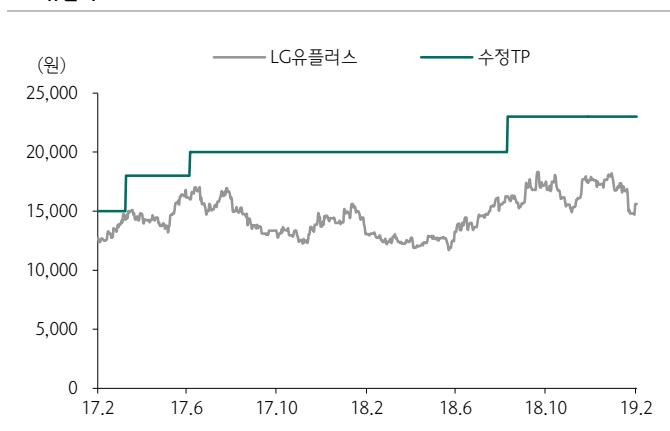
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	2,619.6	3,073.0	3,891.7	3,548.1	4,321.1
금융자산	374.3	515.9	656.0	1,011.8	1,544.2
현금성자산	317.3	449.9	593.0	950.2	1,476.7
매출채권 등	1,853.0	2,093.6	2,884.1	2,178.5	2,384.1
재고자산	261.6	334.5	351.0	357.1	392.2
기타유동자산	130.7	129.0	0.6	0.7	0.6
비유동자산	9,369.6	8,862.5	9,022.1	9,669.0	9,772.5
투자자산	48.4	79.0	75.3	73.7	80.7
금융자산	40.6	41.1	39.2	38.3	41.9
유형자산	6,949.6	6,527.0	6,138.0	5,409.4	5,034.3
무형자산	1,192.2	957.3	1,324.6	2,991.2	3,557.8
기타비유동자산	1,179.4	1,299.2	1,484.2	1,194.7	1,099.7
자산총계	11,989.1	11,935.5	12,913.8	13,217.0	14,093.6
유동부채	3,574.4	3,664.6	3,556.1	3,510.3	3,728.0
금융부채	1,053.1	881.0	943.8	930.8	917.8
매입채무 등	2,355.4	2,587.6	2,477.2	2,444.4	2,675.1
기타유동부채	165.9	196.0	135.1	135.1	135.1
비유동부채	3,588.4	3,037.9	2,514.3	2,431.0	2,365.4
금융부채	2,926.1	2,460.6	2,052.1	1,972.1	1,892.1
기타비유동부채	662.3	577.3	462.2	458.9	473.3
부채총계	7,162.8	6,702.5	6,070.4	5,941.3	6,093.4
지배주주지분	4,826.1	5,232.9	6,843.2	7,275.6	8,000.0
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
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.1	1.4	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	1,414.1	1,820.6	3,429.7	3,862.1	4,586.5
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	4,826.3	5,233.0	6,843.3	7,275.7	8,000.1
순금융부채	3,604.9	2,825.7	2,339.9	1,891.1	1,265.8

현금흐름표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,224.8	2,279.4	2,549.8	2,932.2	2,612.0
당기순이익	492.7	547.1	481.7	607.0	899.0
조정	1,833.5	1,892.0	3,043.7	1,662.0	1,708.5
감가상각비	1,653.5	1,689.0	1,663.6	1,662.0	1,708.5
외환거래손익	0.4	(0.2)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	0.9	0.3	0.0	0.0
기타	180.1	202.3	1,379.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(101.4)	(159.7)	(975.6)	663.2	4.5
투자활동 현금흐름	(1,492.3)	(1,358.3)	(1,884.6)	(2,307.5)	(1,817.8)
투자자산감소(증가)	5.9	(29.7)	4.0	1.6	(7.0)
유형자산감소(증가)	(1,271.6)	(1,172.8)	(1,111.6)	(700.0)	(1,100.0)
기타	(226.6)	(155.8)	(777.0)	(1,609.1)	(710.8)
재무활동 현금흐름	(707.3)	(788.5)	(521.7)	(267.6)	(267.6)
금융부채증가(감소)	(596.0)	(637.6)	(345.7)	(93.0)	(93.0)
자본증가(감소)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.0)	1.9	(1.4)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(109.2)	(152.8)	(174.6)	(174.6)	(174.6)
현금의 증감	25.1	132.6	143.2	357.1	526.5
Unlevered CFO	2,545.2	2,680.7	3,743.0	2,482.3	2,890.8
Free Cash Flow	941.2	1,096.9	1,433.5	2,232.2	1,512.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.8.20	BUY	23,000		
17.6.15	BUY	20,000	-30.31%	-15.00%
17.3.20	BUY	18,000	-17.97%	-6.67%
17.2.21	BUY	15,000	-9.26%	-1.67%
16.10.24	BUY	14,000	-15.32%	-8.93%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 9일

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 2019년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 2월 11일 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 얻어진 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.