2019년 8월 28일 I Equity Research

LG유플러스 (032640)

3분기 영업이익 증가 유력, CJ헬로 인가 조건 부담 없을 듯

매수/TP 23,000원 유지, 이젠 3분기 이후로 시각 전환해야

LGU+에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 올해 영업이익 감소 가능성에 대한 주가 반영이 이미 충분히 이루어졌고, 2) 3분기 영업이익 턴어라운드가 유력한 상황이며, 3) CJ헬로 인수가 확실해져 장기 매출액 성장 기대감이 높아질 전망이고, 4) 상대적으로 빠른 5G 보급률이 나타나고 있어 내년도 실적 전망을 밝게 해주고 있기 때문이다. 실적 전망치 유지로 12개월 목표가는 기존의 23,000원을 유지한다.

2Q 실적 바닥/3Q 이익 증가 유력, 경영진 목소리에 주목해야

2분기 어닝 쇼크로 LGU+의 실적 우려가 크다. 하지만 2분기 실적 바닥, 3분기 영업이익 증가 반전이 예상되므로 이제 3분기 실적을 바라본 투자 전략 설정을 추천한다. 투자가들의 우려와 달리 LGU+는 3분기에 IFRS 15 기준 연결 영업이익 1,692억원(-26% YoY, +14% QoQ)으로 전분기비 뚜렷한 실적 회복이 예상된다. 이동전화매출액 증가 폭 확대 때문이다. 8월 22일 기준 LGU+의 5G 가입자수는 70만명, 보급률 5%에 달한다. 5G 가입자 ARPU가 LGU+ 평균 ARPU보다 60% 이상 높으니 이론적으로 5G 가입자 유입으로 인한 이동전화 ARPU 상승 폭은 3%에 달한다. 따라서 경쟁사와 달리 선택약정요금할인 가입자 증가가 지속되고 있음을 감안해도 2%에 육박하는 이동전화 ARPU 상승이 예상된다. 여기에 가입자 성장률을 고려하면 3분기 이동전화매출액은 전분기대비 400억원 증가가 예상된다. 반면 감가상각비는 감가상각대상 자산과 주파수상각비용을 감안하면 정체가 불가피하며 마케팅비용은 IFRS 15 회계에서의 가입자유치비용 자산화 효과를 감안해도 2분기대비 100억원 남짓 증가에 그칠 전망이다. 9월 마케팅 경쟁 강도 심화를 감안해도 그렇다. 현 시점에서는 2분기 컨퍼런스콜에서 LGU+ 경영진이 탑라인/바텀라인의 균형 있는 성장을 강조하고 3분기 이후 점진적인 서비스매출액대비 마케팅비용 비중 하락을 전망했다는 점에 주목할 필요가 있겠다.

CJ헬로 인가 조건 양호 예상, 장기 매출 성장 기대감 높아질 듯

LGU+ CJ헬로 정부 인가가 막바지로 치닫고 있다. 공정위-과기부 승인이 요구되는데 현재 상황으로 봐선 10월 내 최종 승인이 유력해 보인다. 일부 언론에서 보도한 알뜰폰 인가 조건이 포함될 가능성도 낮다. 현실적으로 이동전화가입자를 매수할 주체가 통신사 밖에 없는데 알뜰폰 사업 보호를 위해 이 조건을 붙인다는 것이 비상식적이기 때문이다. 장기적으로 기존 CJ헬로 가입자들의 5G/IPTV로의 이동을 통한 ARPU 상승을 기할 수 있고, CJ헬로 주가 하락으로 합병비용이 크지 않을 것으로 보여 LGU+ 주가에 긍정적 영향을 미칠 것이란 판단이다.

Update

BUY

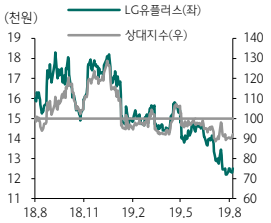
I TP(12M): 23,000원 I CP(8월 27일): 12,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,924.60
52주 최고/최저(원)	18,300/12,200
시가총액(십억원)	5,457.6
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	1,212.2
60일 평균 거래대금(십억원)	16.4
19년 배당금(예상,원)	400
19년 배당수익률(예상,%)	3.20
외국인지분율(%)	38.80
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1 인	36.05
국민연금공단	9.95

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.1)	(17.8)	(22.1)
상대	4.0	(4.5)	(7.0)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	12,664.1	13,193.9
영업이익(십억원)	704.1	802.3
순이익(십억원)	472.8	550.9
EPS(원)	1,083	1,263
BPS(원)	16,242	17,098

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,279.4	12,125.1	12,708.0	13,750.7	14,881.0
영업이익	십억원	826.3	730.9	665.4	885.4	1,255.4
세전이익	십억원	666.8	648.3	583.4	777.7	1,159.4
순이익	십억원	547.2	481.6	451.7	622.3	927.7
EPS	원	1,253	1,103	1,035	1,425	2,125
증감률	%	11.0	(12.0)	(6.2)	37.7	49.1
PER	배	11.17	16.00	12.08	8.77	5.88
PBR	배	1.17	1.12	0.77	0.72	0.67
EV/EBITDA	배	3.55	4.26	3.16	2.77	2.34
ROE	%	10.88	7.97	6.46	8.46	11.81
BPS	원	11,985	15,696	16,335	17,361	18,635
DPS	원	400	400	400	450	500

(2017년은 구 회계, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

표 1. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

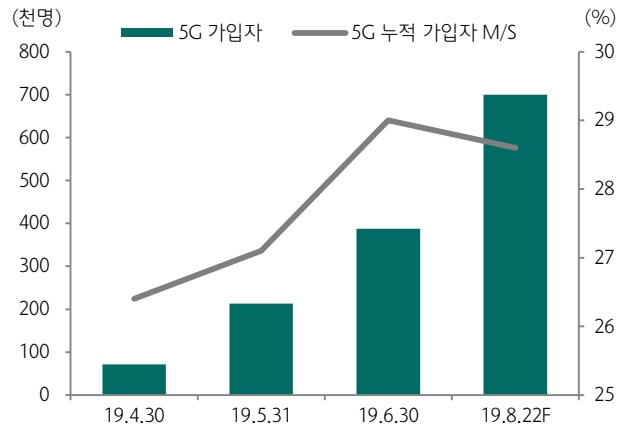
(단위: 십억원, %)

구 분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	**2,979.9**	**2,980.7**	**2,991.9**	**3,172.5**	**3,020.4**	**3,199.6**	**3,211.7**	**3,276.4**
영업이익	**187.7**	**211.1**	**228.1**	**104.1**	**194.6**	**148.6**	**169.2**	**153.0**
(영업이익률)	6.3	7.1	7.6	3.3	6.4	4.6	5.3	4.7
세전이익	162.0	189.0	207.9	89.4	175.6	132.3	146.0	128.8
순이익	**115.5**	**137.1**	**153.8**	**75.3**	**132.6**	**98.5**	**116.8**	**103.0**
(순이익률)	3.9	4.6	5.1	2.4	4.4	3.1	3.6	3.1

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: LGU+, 하나금융투자

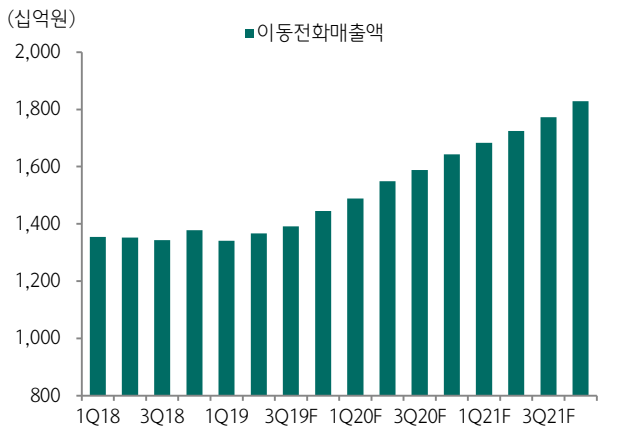
그림 1. LGU+ 월별 5G 가입자 및 M/S 추이



주: 8월 22일 데이터는 언론사 추정치

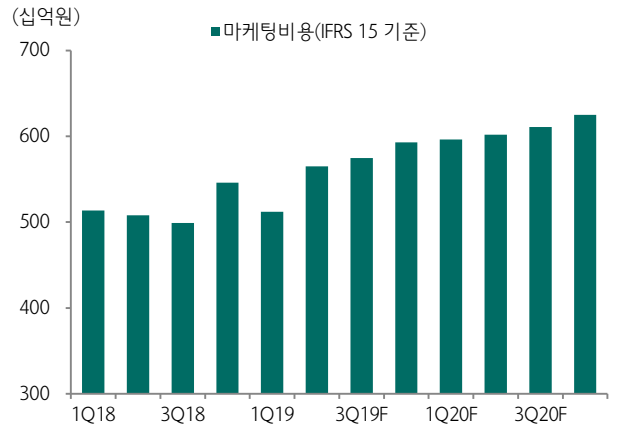
자료: 과기부, 언론매체, 하나금융투자

그림 2. LGU+ 분기별 이동전화매출액 전망



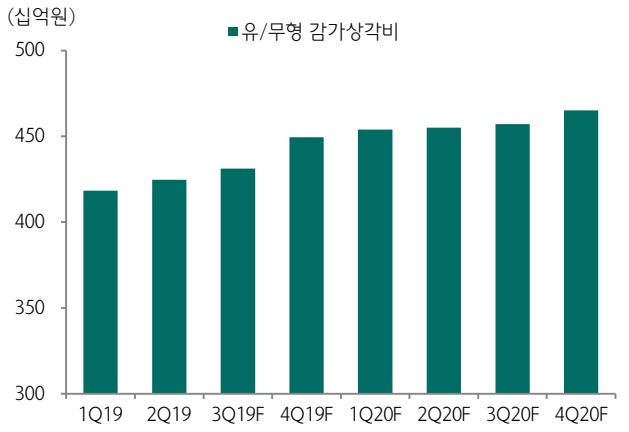
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 3. LGU+ 분기별 마케팅비용 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 4. LGU+ 분기별 유/무형 감가상각비 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**12,279.4**	**12,125.1**	**12,708.0**	**13,750.7**	**14,881.0**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,279.4	12,125.1	12,708.0	13,750.7	14,881.0
판관비	11,453.1	11,394.1	12,042.7	12,865.3	13,625.7
영업이익	**826.3**	**730.9**	**665.4**	**885.4**	**1,255.4**
금융손익	(113.0)	(92.5)	(71.6)	(73.2)	(65.6)
종속/관계기업손익	(0.9)	0.2	0.9	0.6	0.6
기타영업외손익	(45.6)	9.7	(11.3)	(35.1)	(31.0)
세전이익	**666.8**	**648.3**	**583.4**	**777.7**	**1,159.4**
법인세	119.7	166.7	131.7	155.4	231.7
계속사업이익	547.1	481.6	451.7	622.3	927.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**547.1**	**481.6**	**451.7**	**622.3**	**927.6**
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**547.2**	**481.6**	**451.7**	**622.3**	**927.7**
지배주주지분포괄이익	559.6	491.6	453.6	622.4	927.7
NOPAT	678.0	543.0	515.1	708.5	1,004.5
EBITDA	2,515.3	2,402.8	2,535.4	2,920.8	3,402.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.2	(1.3)	4.8	8.2	8.2
NOPAT증가율	18.4	(19.9)	(5.1)	37.5	41.8
EBITDA증가율	4.8	(4.5)	5.5	15.2	16.5
영업이익증가율	10.7	(11.5)	(9.0)	33.1	41.8
(지배주주)순익증가율	11.0	(12.0)	(6.2)	37.8	49.1
EPS증가율	11.0	(12.0)	(6.2)	37.7	49.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	20.5	19.8	20.0	21.2	22.9
영업이익률	6.7	6.0	5.2	6.4	8.4
계속사업이익률	4.5	4.0	3.6	4.5	6.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,253	1,103	1,035	1,425	2,125
BPS	11,985	15,696	16,335	17,361	18,635
CFPS	6,140	9,632	7,765	6,613	7,724
EBITDAPS	5,761	5,503	5,807	6,690	7,792
SPS	28,124	27,771	29,106	31,494	34,083
DPS	400	400	400	450	500
주가지표(배)					
PER	11.2	16.0	12.1	8.8	5.9
PBR	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7
PCFR	2.3	1.8	1.6	1.9	1.6
EV/EBITDA	3.6	4.3	3.2	2.8	2.3
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.9	8.0	6.5	8.5	11.8
ROA	4.6	3.7	3.2	4.4	6.4
ROIC	8.0	5.8	5.0	7.1	9.7
부채비율	128.1	103.4	99.9	85.9	81.7
순부채비율	54.0	36.8	35.7	34.7	30.6
이자보상배율(배)	7.1	7.2	6.4	7.8	11.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**3,073.0**	**4,247.2**	**3,705.9**	**3,750.0**	**4,153.8**
금융자산	516.0	447.9	555.5	375.4	428.5
현금성자산	449.9	378.6	483.9	297.5	344.8
매출채권 등	2,093.6	1,879.8	1,872.2	2,130.2	2,289.1
재고자산	334.5	455.1	399.9	453.8	485.3
기타유동자산	128.9	1,464.4	878.3	790.6	950.9
비유동자산	**8,862.5**	**9,692.7**	**10,553.9**	**10,340.7**	**10,630.8**
투자자산	79.0	89.1	600.3	605.5	610.2
금융자산	10.1	14.9	15.3	16.7	18.0
유형자산	6,527.0	6,465.8	6,819.9	6,196.2	6,465.2
무형자산	**957.3**	**1,705.7**	**2,092.5**	**2,580.7**	**2,597.1**
기타비유동자산	**1,299.2**	**1,432.1**	**1,041.2**	**958.3**	**958.3**
자산총계	**11,935.5**	**13,939.9**	**14,259.8**	**14,090.7**	**14,784.7**
유동부채	**3,664.6**	**3,833.0**	**4,025.0**	**3,867.7**	**4,071.9**
금융부채	881.0	894.8	861.3	848.3	835.3
매입채무 등	2,587.6	2,541.3	3,057.1	2,912.7	3,129.9
기타유동부채	196.0	396.9	106.6	106.7	106.7
비유동부채	**3,037.9**	**3,253.6**	**3,102.5**	**2,643.0**	**2,576.3**
금융부채	**2,460.6**	**2,076.3**	**2,239.3**	**2,159.3**	**2,079.3**
기타비유동부채	577.3	1,177.3	863.2	483.7	497.0
부채총계	**6,702.5**	**7,086.6**	**7,127.5**	**6,510.7**	**6,648.2**
지배주주지분	**5,232.9**	**6,853.3**	**7,132.2**	**7,579.9**	**8,136.4**
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	1.4	(4.8)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
이익잉여금	1,820.6	3,447.2	3,723.6	4,171.3	4,727.8
비지배주주지분	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
자본총계	**5,233.0**	**6,853.4**	**7,132.3**	**7,580.0**	**8,136.5**
순금융부채	2,825.6	2,523.2	2,545.2	2,632.2	2,486.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**2,279.4**	**2,069.4**	**2,393.9**	**1,909.9**	**2,953.9**
당기순이익	547.1	481.6	451.7	622.3	927.6
조정	1,892.0	3,489.1	2,734.9	2,035.5	2,146.7
감가상각비	1,689.0	1,671.9	1,870.0	2,035.4	2,146.6
외환거래손익	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(2.3)	(0.3)	0.0	0.0
기타	202.3	1,819.3	865.2	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(159.7)	(1,901.3)	(792.7)	(747.9)	(120.4)
투자활동 현금흐름	**(1,358.3)**	**(1,593.6)**	**(2,171.1)**	**(1,828.6)**	**(2,442.5)**
투자자산감소(증가)	(29.7)	(10.0)	(510.9)	(5.2)	(4.7)
유형자산감소(증가)	(1,172.8)	(1,214.1)	(1,213.0)	(1,100.0)	(2,100.0)
기타	(155.8)	(369.5)	(447.2)	(723.4)	(337.8)
재무활동 현금흐름	**(788.5)**	**(546.9)**	**(382.1)**	**(267.6)**	**(464.1)**
금융부채증가(감소)	(637.6)	(370.5)	129.6	(93.0)	(93.0)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.9	(1.8)	(337.1)	(0.0)	0.0
배당지급	(152.8)	(174.6)	(174.6)	(174.6)	(371.1)
현금의 증감	**132.6**	**(71.2)**	**105.3**	**(186.4)**	**47.2**
Unlevered CFO	2,680.7	4,205.4	3,390.1	2,887.1	3,372.4
Free Cash Flow	1,096.9	848.5	1,179.7	809.9	853.9

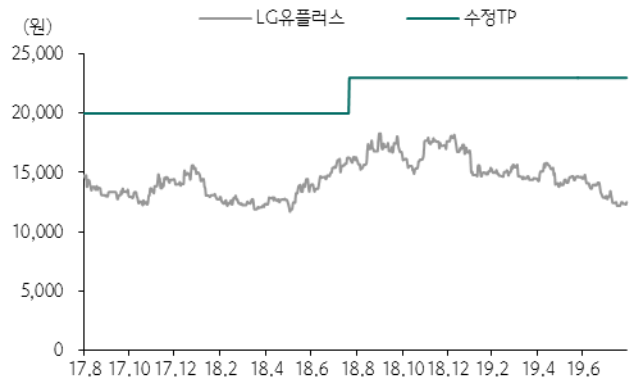
자료: 하나금융투자

(2017년은 구 회계, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.20	BUY	23,000		
17.8.28	BUY	20,000	-32.36%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-11.79%	-5.56%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **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	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 08월 28일 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.