

# LG유플러스 (032640)

## 결국 CJ헬로와 합병할 것, LGU+ 주가 상승 기대감 높아질 전망

### 매수/TP 23,000원 유지, 통신업종 Top Pick으로 제시

LGU+에 대한 투자 의견을 매수로 유지하며 통신서비스 업종 Top Pick으로 제시한다. 1) 특별한 인가 조건 없이 CJ헬로를 최종 인수하게 되었고, 2) 조기 LGU+와 CJ헬로간 합병 추진이 예상되는 데 LGU+에 유리한 구도로의 전개가 예상되며, 3) 2019년 4분기부터 괄목할만한 실적 개선이 예상되고, 4) 경영진 성향을 감안 시 2020년에도 성장과 수익 밸런스를 맞추는 경영 전략이 펼쳐질 가능성이 높기 때문이다. 12개월 목표 주가는 기존의 23,000원을 유지한다.

### CJ헬로 인수 확정, 장기 연결 영업이익 성장에 도움될 것

과기부 최종 인가로 LGU+의 CJ헬로 인수가 확정되었다. 특별한 인가 조건도 없었다. 알뜰폰 도매제공 대상 확대, 유무선 결합상품 동등 제공, CJ헬로 알뜰폰 가입자의 LG유플러스로 전환 강요/유인 금지 등이 인가 조건에 포함되었지만 투자자들의 우려가 컸던 알뜰폰 매각 조건은 포함되지 않았다. LGU+의 경우 당장 2020년부터 CJ헬로 연결 편입이 유력한데 당장 큰 기대를 갖긴 어렵겠지만 장기적으로는 기업가치 상승이 기대된다. CJ헬로 가입자들의 LGU+로의 이동에 따른 유/무선 APRU 상승이 예상되며 방송/통신 사업자간 경쟁 완화가 기대되기 때문이다. 단기적으로는 CJ헬로가 피인수 후 일시적으로 이익 감소가 나타날 수 있지만 연결로 보면 장기적으로 영업이익 증가 효과가 점차 크게 나타날 것으로 보여 LGU+에 긍정적 영향이 예상된다.

### LGU+의 경우 CJ헬로 인수 후 조기 합병 추진 가능성 높음

LGU+가 CJ헬로 인수를 확정함에 따라 2020년엔 LGU+와 CJ헬로간 합병 추진이 예상된다. 당장 큰 문제는 없지만 CJ헬로와 합병함으로써 가입자 질적 향상을 추구하기가 편리하고, 현재 LGU+와 CJ헬로간 시가총액 차이를 감안하면 합병비율도 LGU+에게 유리하게 작용될 가능성이 높기 때문이다. 순자산 규모나 주주 반발을 감안 시 소규모합병을 추진하기는 쉽지 않겠지만 주식 매수청구권 부담을 크게 줄인 상태에서 양사간 합병을 추진할 수 있을 것이라 판단이다.

### LGU+에 유리하게 합병할 것, 주가 상승 기대감 높아질 전망

일부 투자자들의 생각과는 달리 LGU+의 CJ헬로 인수는 CJ헬로보다는 LGU+에게 유리하게 작용할 공산이 크다. 과거 많은 기업 사례에서 볼 수 있듯이 CJ헬로를 인수한 LGU+가 자신에게 유리한 구조로 합병을 추진할 가능성이 높기 때문이다. 단기적으로 CJ헬로 실적이 개선되는 양상으로 나타나기도 어렵겠지만 양사간 합병 후 이익 증가 효과를 극대화하는 전략을 추진할 가능성이 높아 보인다. LGU+ 주가 상승 기대감이 높아질 전망이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 23,000원 | CP(12월 6일): 14,200원

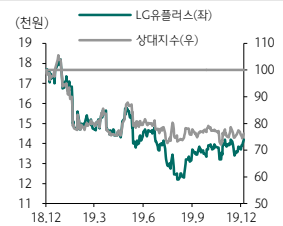
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,168.15
52주 최고/최저(원)	18,200/12,200
시가총액(십억원)	6,199.9
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	1,247.0
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
17년 배당금(예상, 원)	400
17년 배당수익률(예상, %)	2.82
외국인지분율(%)	36.65
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2인	36.05
국민연금	10.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.8 (3.4) (19.3)
상대	1.5 (6.6) (23.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	12,740.3	13,410.9
영업이익(십억원)	650.7	743.3
순이익(십억원)	427.4	502.5
EPS(원)	979	1,149
BPS(원)	16,281	17,023

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,279.4	12,125.1	12,717.9	13,695.5	14,877.5
영업이익	십억원	826.3	730.9	629.8	815.1	1,211.9
세전이익	십억원	666.8	648.3	547.3	706.6	1,115.2
순이익	십억원	547.2	481.6	418.4	565.3	892.2
EPS	원	1,253	1,103	958	1,295	2,043
증감률	%	11.0	(12.0)	(13.1)	35.2	57.8
PER	배	11.17	16.00	14.82	10.97	6.95
PBR	배	1.17	1.12	0.87	0.83	0.76
EV/EBITDA	배	3.55	4.26	3.12	2.82	2.28
ROE	%	10.88	7.97	6.00	7.75	11.38
BPS	원	11,985	15,696	16,259	17,154	18,747
DPS	원	400	400	400	450	500



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

표 1. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,020.4	3,199.6	3,244.2	3,253.7	3,302.6	3,381.9	3,447.2	3,563.8
영업이익 (영업이익률)	194.6 6.4	148.6 4.6	155.9 4.8	130.9 4.0	168.5 5.1	205.0 6.1	231.0 6.7	210.5 5.9
세전이익	175.6	132.3	136.0	103.5	143.1	177.6	204.5	181.3
순이익 (순이익률)	132.6 4.4	98.5 3.1	104.5 3.2	82.8 2.5	114.5 3.5	142.1 4.2	163.6 4.7	145.0 4.1

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

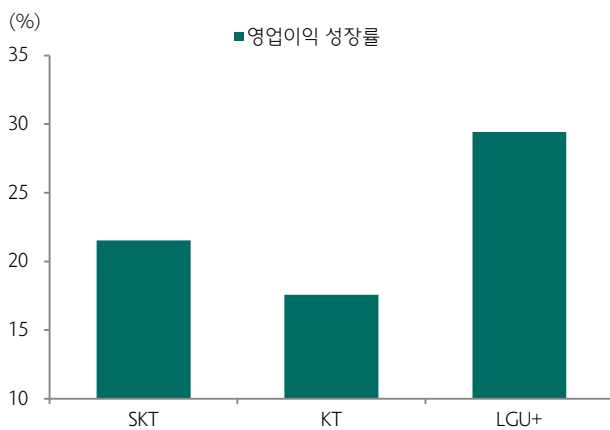
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 1. LGU+ CJ헬로 인수 영향 점검

- 1 유/무선 사업자간 요금 경쟁 완화
- 2 CJ헬로 가입자들의 유/무선 ARPU 상승
- 3 잠재적 제 4 이동통신 사업자 시장 진입 가능성 약화
- 4 알뜰폰 시장 위축 불가피
- 5 2020년 연결 편입 예상, 연결 영업이익의 8% 증가 효과 기대

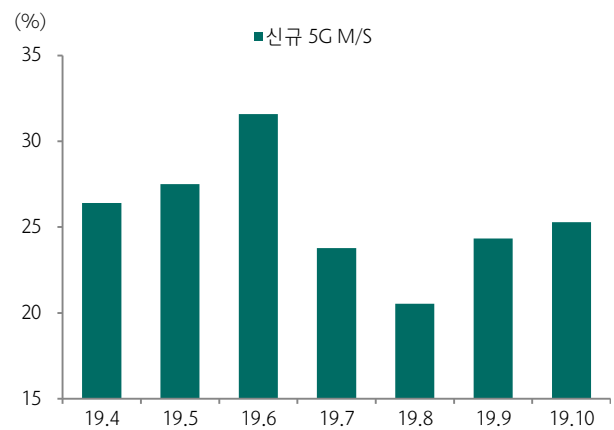
자료: 하나금융투자

그림 2. 통신 3사 2020년 연결 영업이익 성장률 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 월별 LGU+ 5G 순증 가입자 M/S 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

추정 재무제표

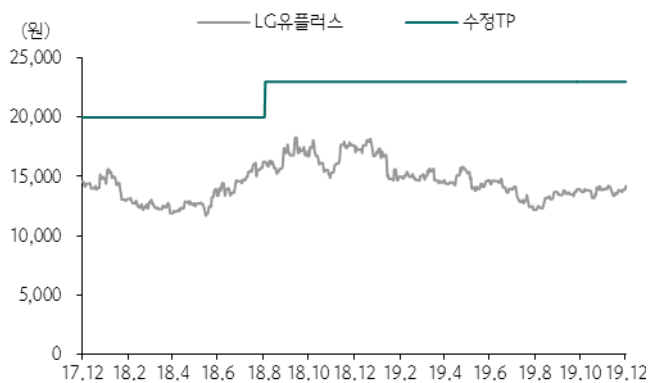
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	12,279.4	12,125.1	12,717.9	13,695.5	14,877.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12,279.4	12,125.1	12,717.9	13,695.5	14,877.5
판매비	11,453.1	11,394.1	12,088.2	12,880.5	13,665.6
영업이익	826.3	730.9	629.8	815.1	1,211.9
금융손익	(113.0)	(92.5)	(76.4)	(72.6)	(65.0)
중속/관계기업손익	(0.9)	0.2	0.0	(0.8)	(0.7)
기타영업외손익	(45.6)	9.7	(6.1)	(35.1)	(31.0)
세전이익	666.8	648.3	547.3	706.6	1,115.2
법인세	119.7	166.7	128.9	141.3	223.1
계속사업이익	547.1	481.6	418.4	565.3	892.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	547.1	481.6	418.4	565.3	892.1
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	547.2	481.6	418.4	565.3	892.2
지배주주지분포괄이익	559.6	491.6	420.3	565.3	892.2
NOPAT	678.0	543.0	481.4	652.0	969.5
EBITDA	2,515.3	2,402.8	2,667.7	2,908.5	3,522.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.2	(1.3)	4.9	7.7	8.6
NOPAT증가율	18.4	(19.9)	(11.3)	35.4	48.7
EBITDA증가율	4.8	(4.5)	11.0	9.0	21.1
영업이익증가율	10.7	(11.5)	(13.8)	29.4	48.7
(지배주주)순이익증가율	11.0	(12.0)	(13.1)	35.1	57.8
EPS증가율	11.0	(12.0)	(13.1)	35.2	57.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	20.5	19.8	21.0	21.2	23.7
영업이익률	6.7	6.0	5.0	6.0	8.1
계속사업이익률	4.5	4.0	3.3	4.1	6.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,253	1,103	958	1,295	2,043
BPS	11,985	15,696	16,259	17,154	18,747
CFPS	6,140	9,632	8,078	6,582	7,998
EBITDAPS	5,761	5,503	6,110	6,661	8,067
SPS	28,124	27,771	29,129	31,368	34,075
DPS	400	400	400	450	500
주가지표(배)					
PER	11.2	16.0	14.8	11.0	6.9
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
PCFR	2.3	1.8	1.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	3.6	4.3	3.1	2.8	2.3
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.9	8.0	6.0	7.8	11.4
ROA	4.6	3.7	3.0	4.1	6.2
ROIC	8.0	5.8	4.9	7.1	10.0
부채비율	128.1	103.4	94.5	85.5	79.8
순부채비율	54.0	36.8	29.9	26.9	22.5
이자보상배율(배)	7.1	7.2	5.8	7.1	11.4

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

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,073.0	4,247.2	3,658.7	3,947.9	4,248.1
금융자산	516.0	447.9	978.2	993.6	1,074.4
현금성자산	449.9	378.6	581.9	590.6	665.5
매출채권 등	2,093.6	1,879.8	2,283.4	2,500.9	2,688.7
재고자산	334.5	455.1	397.1	453.2	485.0
기타유동자산	128.9	1,464.4	(0.0)	0.2	0.0
비유동자산	8,862.5	9,692.7	10,151.6	9,945.7	10,472.0
투자자산	79.0	89.1	599.9	605.4	610.2
금융자산	10.1	14.9	15.2	16.7	17.9
유형자산	6,527.0	6,465.8	6,952.0	6,671.0	7,171.0
무형자산	957.3	1,705.7	1,558.5	1,628.1	1,649.7
기타비유동자산	1,299.2	1,432.1	1,041.2	1,041.2	1,041.1
자산총계	11,935.5	13,939.9	13,810.3	13,893.5	14,720.2
유동부채	3,664.6	3,833.0	4,004.0	3,761.1	3,958.8
금융부채	881.0	894.8	861.3	848.3	835.3
매입채무 등	2,587.6	2,541.3	3,036.0	2,806.2	3,016.8
기타유동부채	196.0	396.9	106.7	106.6	106.7
비유동부채	3,037.9	3,253.6	2,707.4	2,642.8	2,576.1
금융부채	2,460.6	2,076.3	2,239.3	2,159.3	2,079.3
기타비유동부채	577.3	1,177.3	468.1	483.5	496.8
부채총계	6,702.5	7,086.6	6,711.3	6,404.0	6,534.9
지배주주지분	5,232.9	6,853.3	7,098.9	7,489.5	8,185.2
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	1.4	(4.8)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
이익잉여금	1,820.6	3,447.2	3,690.3	4,081.0	4,776.7
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.0)
자본총계	5,233.0	6,853.4	7,099.0	7,489.6	8,185.2
금융부채	2,825.6	2,523.2	2,122.5	2,014.0	1,840.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,279.4	2,069.4	2,582.2	2,170.6	3,207.0
당기순이익	547.1	481.6	418.4	565.3	892.1
조정	1,892.0	3,489.1	2,902.8	2,093.4	2,310.4
감가상각비	1,689.0	1,671.9	2,037.9	2,093.4	2,310.4
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	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(159.7)	(1,901.3)	(739.0)	(488.1)	4.5
투자활동 현금흐름	(1,358.3)	(1,593.6)	(1,936.2)	(1,894.3)	(2,842.6)
투자자산감소(증가)	(29.7)	(10.0)	(510.5)	(5.5)	(4.7)
유형자산감소(증가)	(1,172.8)	(1,214.1)	(1,502.4)	(1,550.0)	(2,500.0)
기타	(155.8)	(369.5)	76.7	(338.8)	(337.9)
재무활동 현금흐름	(788.5)	(546.9)	(443.1)	(267.6)	(289.5)
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)	(398.1)	(0.0)	0.0
배당지급	(152.8)	(174.6)	(174.6)	(174.6)	(196.5)
현금의 증감	132.6	(71.2)	203.3	8.7	75.0
Unlevered CFO	2,680.7	4,205.4	3,526.8	2,874.0	3,492.0
Free Cash Flow	1,096.9	848.5	1,068.0	620.6	707.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.20	BUY	23,000		
18.1.2	BUY	20,000	-32.29%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-19.64%	-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	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 12월 15일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 12월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.