

LG유플러스 (032640)

아직은 투자 전략상 장기 매수로 국한해야

매수/Top Pick 의견 유지하지만 TP 18,000원으로 하향 조정

LGU+에 대한 투자 의견 매수, 통신서비스 업종 Top Pick 의견을 유지한다. 그나마 통신 3사 중 유일하게 2020년 통신부문 영업이익 감소 가능성이 희박한 상황이며, 가장 먼저 분기별 영업이익이 증가 전환할 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 12개월 목표주가를 18,000원으로 하향 조정한다. 가장 큰 이유는 최근 5G 가입자 유치 실적이 저조함에 따라 이동전화 ARPU 성장 및 매출액 증가 기대감이 낮아지고 있어 높은 Multiple 형성이 어려울 것으로 판단하기 때문이다. 2020년 예상 실적을 이전 수준으로 유지하지만 Target PER을 14배로 하향 적용함에 따라 목표가를 이전 대비 22% 하향 조정한다.

5G 가입자 정체, 성장성 측면에서 치명적인 문제점 발생 중

당초 하나금투 예상대로 연말/연초 국내 5G 가입자 성장 폭 둔화 양상이 심상치 않다. 국내 5G 가입자 순증 폭이 19년 12월 31만명, 20년 1월 29만명에 불과했으며, LGU+의 5G 순증가입자수도 12월/1월 각각 7만명 수준에 머물렀다. 2월 5G 순증 가입자수 역시 3사 전체로 38만명, LGU+가 9만명 수준에 불과할 것으로 보인다. 그런데 이러한 부진한 5G 가입자수는 LGU+ 주가에 부정적인 영향을 미칠 공산이 크다. 당장 1분기 실적 부진이 예상되며 올해 이동전화매출액 전망치 하향과 더불어 장기 이익 전망치 하향 조정이 나타날 수 있기 때문이다. 2020년 LGU+ 5G 보급률을 25% 미만으로 하향 조정해야 할 것으로 보이며, 1분기 이동전화매출액이 전분기비 1% 성장에 그칠 것으로 판단된다. 성장성 우려와 더불어 단기 주가 상승의 걸림돌로 작용할 공산이 커 부담이다.

높은 Multiple 형성 어려울 전망, 주가 상승에 시간 걸릴 듯

LGU+의 5G 가입자 정체는 Multiple에도 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다. 성장 기대감 저하와 더불어 5G 성공에 대한 확신이 낮아질 것이기 때문이다. 현재와 같은 5G 가입자 흐름과 이동전화 ARPU를 바탕으로 목표 PER 20배 형성을 기대하기엔 큰 무리가 따를 것으로 보인다. 단기 주가 하락 폭이 크게 나타났지만 당장 탄력적인 주가 반등이 나타나긴 어려울 전망이다. 당장 매출액/이익 측면에서 모두 뚜렷한 실적 개선 효과를 나타내기 어려운 데다가 2020년 예상 실적 기준 PER 10배, 기대배당수익률 3.1%를 감안할 때 절대저평가라고 판단하긴 이른 상황이기 때문이다. MSCI 지수 조정에 따른 외국인 매수세도 이전 기대하기 어렵다. 하반기 이후 탄력 있는 주가 상승을 기대한 장기 매수를 권고하며, 단기 11,000원~14,000원 박스권 트레이딩 전략을 추천한다.

Update

BUY

| TP(12M): 18,000원(하향) | CP(3월 2일): 12,850원

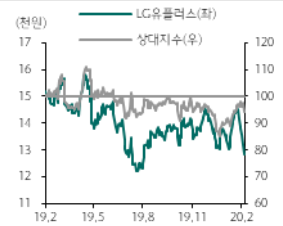
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,002.51
52주 최고/최저(원)	15,800/12,200
시가총액(십억원)	5,610.5
시가총액비중(%)	0.47
발행주식수(천주)	436,611.4
60일 평균 거래량(천주)	1,996.1
60일 평균 거래대금(십억원)	27.3
19년 배당금(예상, 원)	400
19년 배당수익률(예상, %)	2.82
외국인지분율(%)	38.51
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1인	36.05
국민연금공단	10.88
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.0) (2.7) (14.3)
상대	2.6 (4.3) (6.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	12,731.6	13,577.5
영업이익(십억원)	650.8	771.4
순이익(십억원)	433.3	520.2
EPS(원)	994	1,186
BPS(원)	16,296	17,138

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	12,279.4	12,125.1	12,758.0	13,465.2	14,634.5
영업이익	십억원	826.3	730.9	684.0	796.0	1,051.3
세전이익	십억원	666.8	648.3	571.9	687.5	954.5
순이익	십억원	547.2	481.6	439.0	550.1	763.6
EPS	원	1,253	1,103	1,005	1,260	1,749
증감률	%	11.0	(12.0)	(8.9)	25.4	38.8
PER	배	11.17	16.00	14.12	10.20	7.35
PBR	배	1.17	1.12	0.87	0.75	0.69
EV/EBITDA	배	3.55	4.26	3.19	2.81	2.44
ROE	%	10.88	7.97	6.28	7.53	9.80
BPS	원	11,985	15,696	16,307	17,167	18,516
DPS	원	400	400	400	400	450



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

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

표 1. LGU+의 분기별 수익 예상(IFRS 15 기준)

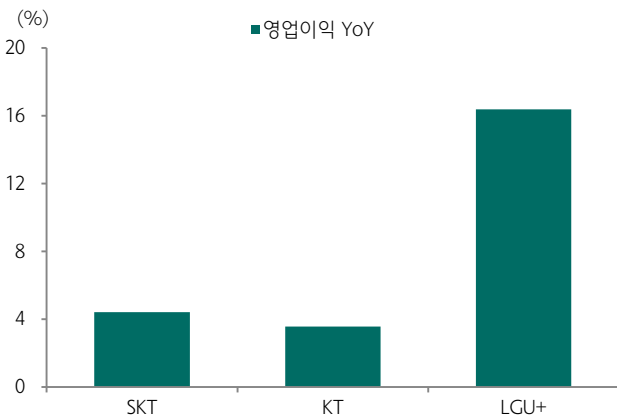
(단위: 십억원, %)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,020.4	3,199.6	3,244.2	3,293.8	3,252.9	3,318.5	3,384.6	3,509.2
영업이익 (영업이익률)	194.6 6.4	148.6 4.6	155.9 4.8	185.1 5.6	189.6 5.8	191.9 5.8	208.3 6.2	206.3 5.9
세전이익	175.6	132.3	136.0	128.0	164.2	164.5	181.8	177.1
순이익 (순이익률)	132.6 4.4	98.5 3.1	104.5 3.2	103.3 3.1	131.4 4.0	131.6 4.0	145.4 4.3	141.7 4.0

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

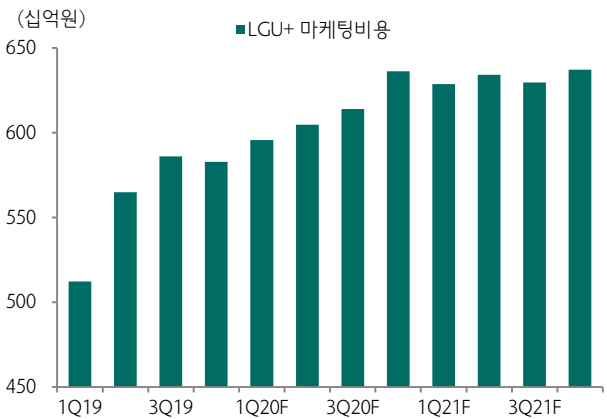
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 1. 통신 3사 2020년 연결 영업이익 성장률 비교



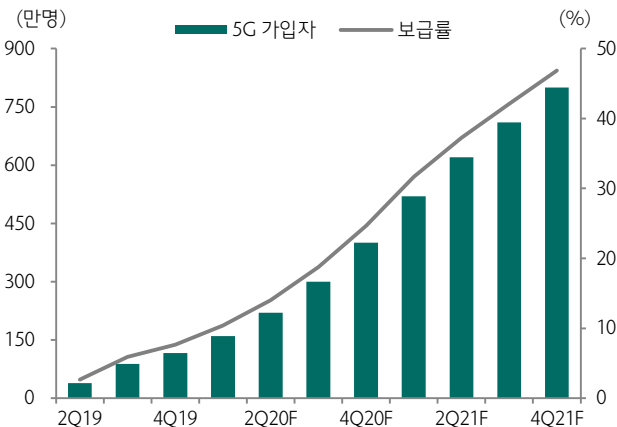
자료: 각사, 하나금융투자

그림 2. LGU+ IFRS 15 기준 분기별 마케팅비용 전망



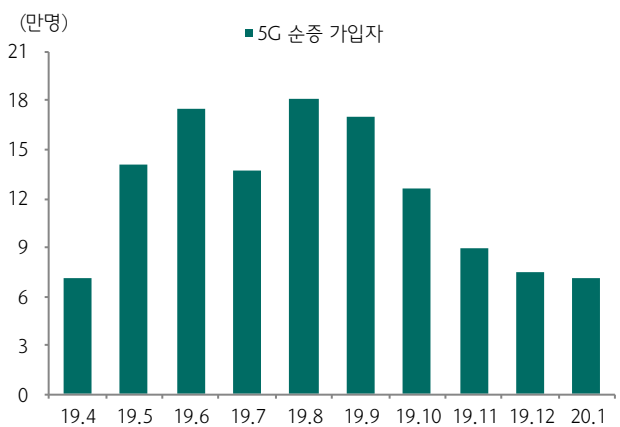
자료: LGU+, 하나금융투자

그림 3. LGU+ 5G 가입자 및 보급률 전망



자료: LGU+, 하나금융투자

그림 4. 월별 LGU+ 5G 순증 가입자 추이



자료: LGU+, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	12,279.4	12,125.1	12,758.0	13,465.2	14,634.5
매출원가	0.0	0.0	2,532.1	0.0	0.0
매출총이익	12,279.4	12,125.1	10,225.9	13,465.2	14,634.5
판매비	11,453.1	11,394.1	9,541.9	12,669.1	13,583.1
영업이익	826.3	730.9	684.0	796.0	1,051.3
금융손익	(113.0)	(92.5)	(82.4)	(72.9)	(65.3)
중속/관계기업손익	(0.9)	0.2	0.7	(0.5)	(0.5)
기타영업외손익	(45.6)	9.7	(30.4)	(35.1)	(31.0)
세전이익	666.8	648.3	571.9	687.5	954.5
법인세	119.7	166.7	132.9	137.5	190.9
계속사업이익	547.1	481.6	438.9	550.0	763.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	547.1	481.6	438.9	550.0	763.6
비배주주지분 손이익	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	547.2	481.6	439.0	550.1	763.6
지배주주지분포괄이익	559.6	491.6	441.2	550.1	763.6
NOPAT	678.0	543.0	525.0	636.8	841.1
EBITDA	2,515.3	2,402.8	2,734.3	2,949.4	3,361.7
성장성(%)					
매출액증가율	7.2	(1.3)	5.2	5.5	8.7
NOPAT증가율	18.4	(19.9)	(3.3)	21.3	32.1
EBITDA증가율	4.8	(4.5)	13.8	7.9	14.0
영업이익증가율	10.7	(11.5)	(6.4)	16.4	32.1
(지배주주)순이익증가율	11.0	(12.0)	(8.8)	25.3	38.8
EPS증가율	11.0	(12.0)	(8.9)	25.4	38.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	80.2	100.0	100.0
EBITDA이익률	20.5	19.8	21.4	21.9	23.0
영업이익률	6.7	6.0	5.4	5.9	7.2
계속사업이익률	4.5	4.0	3.4	4.1	5.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,073.0	4,247.2	4,082.1	4,049.8	4,224.0
금융자산	516.0	447.9	1,348.8	1,120.5	1,094.8
현금성자산	449.9	378.6	1,276.9	1,043.9	1,012.8
매출채권 등	2,093.6	1,879.8	2,311.5	2,462.6	2,633.7
재고자산	334.5	455.1	402.7	447.6	476.5
기타유동자산	128.9	1,464.4	19.1	19.1	19.0
비유동자산	8,862.5	9,692.7	10,807.2	10,539.6	11,065.5
투자자산	79.0	89.1	93.8	97.6	101.9
금융자산	10.1	14.9	15.4	16.4	17.6
유형자산	6,527.0	6,465.8	7,414.8	7,073.8	7,573.8
무형자산	957.3	1,705.7	1,476.0	1,545.6	1,567.2
기타비유동자산	1,299.2	1,432.1	1,822.6	1,822.6	1,822.6
자산총계	11,935.5	13,939.9	14,889.3	14,589.4	15,289.5
유동부채	3,664.6	3,833.0	4,083.9	3,477.9	3,656.9
금융부채	881.0	894.8	664.4	651.4	638.4
매입채무 등	2,587.6	2,541.3	3,356.1	2,763.1	2,955.1
기타유동부채	196.0	396.9	63.4	63.4	63.4
비유동부채	3,037.9	3,253.6	3,685.5	3,616.2	3,548.3
금융부채	2,460.6	2,076.3	3,215.4	3,135.4	3,055.4
기타비유동부채	577.3	1,177.3	470.1	480.8	492.9
부채총계	6,702.5	7,086.6	7,769.4	7,094.1	7,205.2
지배주주지분	5,232.9	6,853.3	7,119.8	7,495.2	8,084.2
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)	(7.2)	(7.2)	(7.2)
이익잉여금	1,820.6	3,447.2	3,716.2	4,091.6	4,680.6
비배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	5,233.0	6,853.4	7,119.9	7,495.3	8,084.3
순금융부채	2,825.6	2,523.2	2,531.0	2,666.3	2,599.1

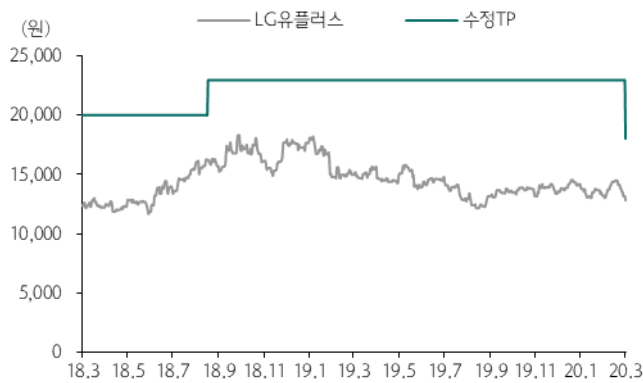
투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,253	1,103	1,005	1,260	1,749
BPS	11,985	15,696	16,307	17,167	18,516
CFPS	6,140	9,632	9,230	6,676	7,630
EBITDAPS	5,761	5,503	6,262	6,755	7,700
SPS	28,124	27,771	29,220	30,840	33,518
DPS	400	400	400	400	450
주기지표(배)					
PER	11.2	16.0	14.1	10.2	7.3
PBR	1.2	1.1	0.9	0.7	0.7
PCFR	2.3	1.8	1.5	1.9	1.7
EV/EBITDA	3.6	4.3	3.2	2.8	2.4
PSR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.9	8.0	6.3	7.5	9.8
ROA	4.6	3.7	3.0	3.7	5.1
ROIC	8.0	5.8	5.1	6.2	7.9
부채비율	128.1	103.4	109.1	94.6	89.1
순부채비율	54.0	36.8	35.5	35.6	32.1
이자보상배율(배)	7.1	7.2	6.3	7.0	9.9

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,279.4	2,069.4	2,715.7	1,925.2	3,078.2
당기순이익	547.1	481.6	438.9	550.0	763.6
조정	1,892.0	3,489.1	3,389.0	2,153.5	2,310.4
감가상각비	1,689.0	1,671.9	2,050.3	2,153.4	2,310.4
외환거래손익	(0.2)	0.2	0.3	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(2.3)	(0.6)	0.0	0.0
기타	202.3	1,819.3	1,339.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(159.7)	(1,901.3)	(1,112.2)	(778.3)	4.2
투자활동 현금흐름	(1,358.3)	(1,593.6)	(2,088.4)	(1,890.5)	(2,841.6)
투자자산감소(증가)	(29.7)	(10.0)	(4.0)	(3.8)	(4.3)
유형자산감소(증가)	(1,172.8)	(1,214.1)	(1,745.4)	(1,550.0)	(2,500.0)
기타	(155.8)	(369.5)	(339.0)	(336.7)	(337.3)
재무활동 현금흐름	(788.5)	(546.9)	270.3	(267.6)	(267.6)
금융부채증가(감소)	(637.6)	(370.5)	908.8	(93.0)	(93.0)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.9	(1.8)	(463.9)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(152.8)	(174.6)	(174.6)	(174.6)	(174.6)
현금의 증감	132.6	(71.2)	898.2	(233.0)	(31.0)
Unlevered CFO	2,680.7	4,205.4	4,030.0	2,914.9	3,331.3
Free Cash Flow	1,096.9	848.5	956.2	375.2	578.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG유플러스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.3	BUY	18,000		
18.8.20	BUY	23,000	-35.44%	-20.43%
18.3.5	BUY	20,000	-33.13%	-18.75%
17.6.8	BUY	18,000	-20.22%	-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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 3일

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 2020년 03월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 03월 03일 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.