

LG유플러스 (032640)

통신서비스

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	22,000원 (M)
현재주가 (8/6)	14,600원
상승여력	51%

시가총액	63,745억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	269억원
60일 평균 거래량	1,781,859주
52주 고	15,900원
52주 저	10,800원
외인지분율	32.96%
주요주주	LG 외 2 인 37.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	4.3	27.0
상대	(1.6)	1.4	(9.1)
절대(달러환산)	(3.7)	2.8	31.6

2Q 리뷰 : 이익 레벨 완성. 남은 과제는 배당성향 상향

2Q21 영업이익은 2,684억원으로 컨센서스 부합

연결 영업수익과 서비스매출액은 각각 3.34조원(+2.2% YoY), 2.76조원(+5.6% YoY)을 기록했다. 연결 영업이익은 2,684억원(+12.0% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 1Q 영업이익(2,756억원) 대비로는 2.5% 감소했으나, 1Q에 발생했던 200억원의 일회성 재고평가 이익을 고려하면 실질적으로 이익은 증가 추세가 유지되고 있는 셈이다.

실적 개선은 주요 사업부문의 견조한 매출 성장에 기인한다. 5G & COVID-19發 기업의 회선 수요 확대가 성장의 주 요인이다. 부문별 매출 성과는 ①무선 1.50조원(+5.7% YoY), ②스마트홈 5,387억원(+8.9% YoY), ③기업인프라 3,888억원(+12.7% YoY)을 기록했다.

영업비용(2.83조원)은 전년 동기 대비 +2.0% 증가했다. 감가상각비는 전년 동기 대비 +1.9%, 마케팅비용은 전년 동기 대비 +1.8% 증가했다. 상반기 CAPEX는 8,633억원으로 전년 동기 대비 13.7% 감소했다. 공동망 구축, 28GHz 대역에 대한 소극적인 투자 대응 기조는 유지될 것으로 전망된다.

'21년 영업이익 1조519억원으로 상향 조정

하반기에도 전년 동기 대비 5% 내외의 서비스 매출 증가율을 유지할 것으로 전망된다. 5G 신규 단말 출시, 영화 개봉에 따른 IPTV VOD 매출 확대, 홈쇼핑 송출수수료 재계약 반영 효과가 반영될 전망이다. 또한 이연된 마케팅비용 자산 규모 축소, 경쟁 완화 지속으로 하반기 마케팅비용 안정화 기조는 유지될 전망이다. LG유플러스의 '21년 영업이익 전망을 1조136억원 → 1조519억원으로 상향 조정한다.

이익 레벨은 완성형. 배당성향 상향 조정 기대

별도 기준 영업이익 규모 측면에서는 통신 3사간 차이가 거의 없다고 봐도 무방한 수준이다. '20년 기준 SKT, KT의 별도 영업이익은 각각 1.02조원, 8,782억원을 기록했다. 상반기 LG유플러스의 별도 영업이익은 5,254억원이다. 통신업의 Valuation은 기본적으로 배당수익률에 좌우된다. [별도 이익 체력 x 배당성향]이 Valuation을 결정한다고 볼 수 있다. LG유플러스의 강한 이익 체력에도 불구하고, 주가가 부진했던 이유는 낮은 배당성향(39~42%)에 있었다. 즉, 회사의 이사회가 결정할 수 있는 배당 성향에 따라 동사의 시가총액은 경쟁사 수준인 10조원 이상으로 높아질 수 있는 잠재력을 갖고 있는 셈이다. 자사주 매입과 중간배당(200원)의 실시는 주주환원 정책 변화의 시작을 시사한다. 기대가 확신으로 바뀌는 시점에서 Valuation의 격차를 줄일 것으로 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	33,455	2.2	-2.1	34,360	-2.6
영업이익	2,684	12.0	-2.6	2,662	0.8
세전계속사업이익	2,577	25.3	0.3	2,336	10.3
지배순이익	2,053	39.6	4.6	1,766	16.3
영업이익률 (%)	8.0	+0.7 %pt	-0.1 %pt	7.7	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.1	+1.6 %pt	+0.4 %pt	5.1	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	123,820	134,176	137,531	141,219
영업이익	6,862	8,862	10,519	11,195
지배순이익	4,389	4,668	7,449	7,897
PER	14.3	11.5	8.6	8.1
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.2	3.5	3.8	3.4
ROE	6.3	6.5	10.0	10.1

자료: 유안타증권

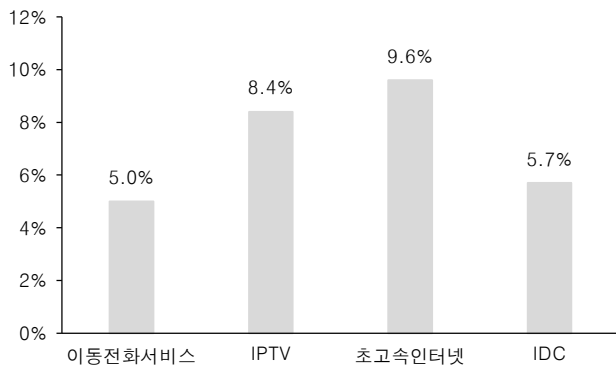
[표 1] LG 유플러스 & LG 헬로 분기 실적 요약 (연결 기준)

(단위: 억원)

LG 유플러스	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	YoY
매출액	32,726	33,410	35,173	34,168	33,455	2.2%
서비스수익	26,190	26,500	27,501	26,919	27,667	5.6%
영업이익	2,397	2,512	1,755	2,756	2,684	12.0%
순이익	1,506	4,034	-2,247	2,009	2,105	39.8%
LG 유플러스(LG 헬로 제외)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	YoY
매출액	30,025	30,793	32,501	31,596	30,735	2.4%
영업이익	2,302	2,420	1,676	2,655	2,580	12.1%
순이익	1,448	3,975	1,040	1,946	2,044	41.2%
LG 헬로비전	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	YoY
매출액	2,701	2,617	2,672	2,572	2,720	0.7%
영업이익	95	92	79	101	104	9.5%
순이익	58	59	-3,287	63	61	5.2%

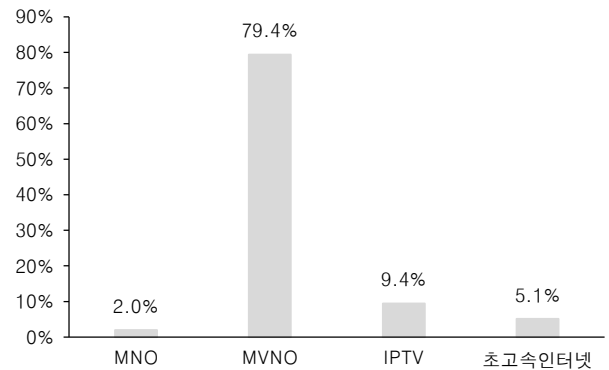
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 2Q21 부분별 서비스 매출 성장률(YoY)



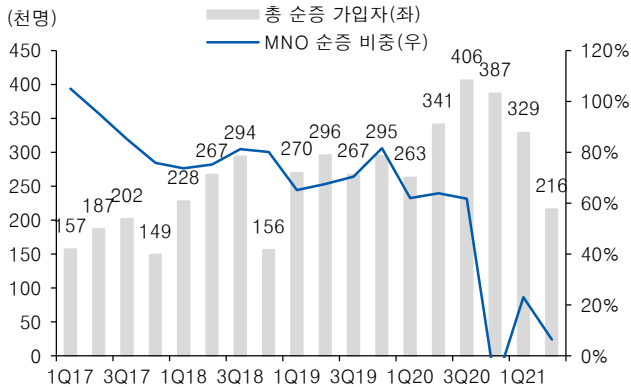
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2Q21 부분별 가입자 수 증가율 (YoY)



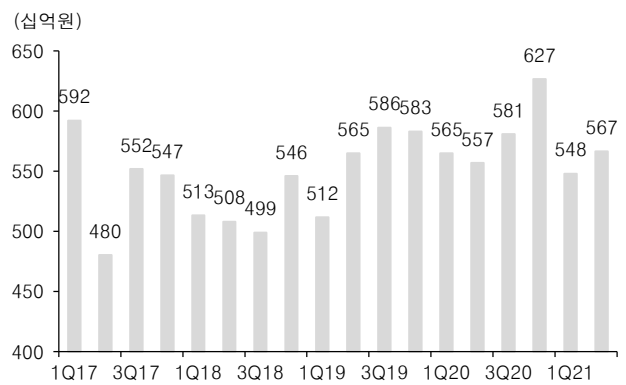
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 이동전화 가입자 순증 및 MNO 가입자 순증 비중 추이



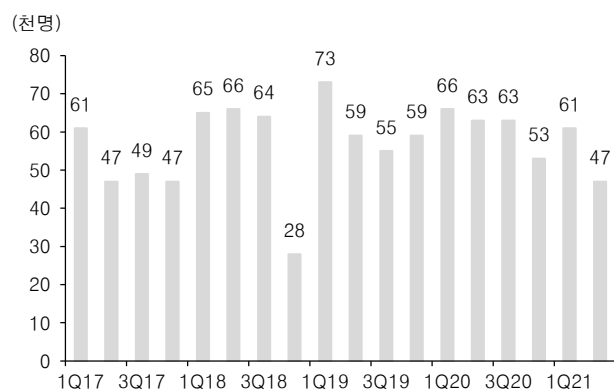
자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] LG 유플러스 마케팅수수료 추이



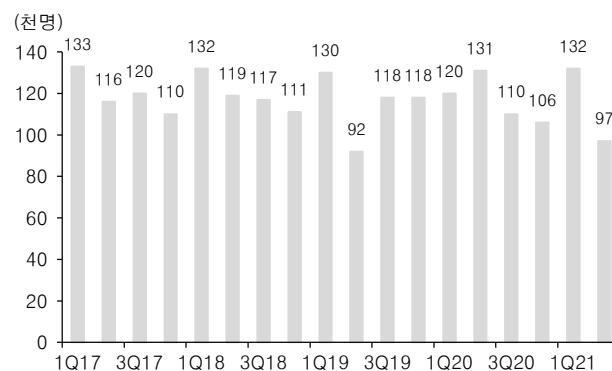
자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터
주: 1Q18부터 신뢰기준 데이터

[그림5] 초고속인터넷 가입자 순증 추이



자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림6] IPTV 가입자 순증 추이



자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

[표2] 2분기 연결 실적 Breakdown

(단위: 십억원)

	2Q20	1Q21	2Q21P	YoY	QoQ	비고
영업수익	3,273	3,417	3,346	2%	-2.1%	
- 서비스수익	2,619	2,692	2,767	6%	3%	
무선	1,425	1,497	1,506	6%	1%	
스마트홈	495	530	539	9%	2%	
전화	114	105	108	-5%	3%	
기업	345	342	389	13%	14%	
- 단말수익	654	725	579	-11%	-20%	
비용	3,033	3,141	3,077	1%	-2%	
인건비	369	401	403	9%	0%	
감가상각비	503	507	513	2%	1%	
무형자산상각비	86	88	89	5%	2%	
통신설비사용료	72	71	68	-5%	-4%	
지급임차료	16	10	12	-25%	17%	
외주용역비	65	63	67	2%	6%	
전력료	57	61	60	5%	-2%	
수선비	36	36	38	7%	5%	
접속료	124	133	134	8%	1%	
정산료	10	6	6	-37%	-3%	
지급수수료	366	379	393	7%	4%	
판매수수료	510	552	549	8%	-1%	
광고선전비	57	47	53	-7%	13%	
상품구입비	684	705	608	-11%	-14%	
경상연구비	16	14	17	4%	18%	
세금과공과	19	24	23	17%	-5%	
기타	44	42	46	5%	9%	
영업이익	240	276	268	12%	-3%	
당기순이익	151	201	210	40%	5%	

자료: LG 유플러스, 유안타증권 리서치센터

〈컨퍼런스 콜 Q&A〉

Q) 중간배당 도입한게 궁극적으로 실적 개선 감안해서, 배당규모와 배당성향 커질 수 있다는 의미인지?

- 중간 배당 DPS 200원이면 적을 수 있지만, 당사 입장에선 전년도 기준 배당했던 금액의 40% 전후를 주주환원한 것
- 현재 매출과 영업이익의 진행률을 고려하면 전년도 기준으로 해도 연간 절대 배당 규모 늘어날 것으로 예상
- 배당성향도 원래 가이드نس 기준으로 하면 30% 인데, 지난 2-3년간 배당성향 40% 전후 시 현해왔음
- 이번에도 기존 배당성향 가이드نس 상관없이 배당 적극적으로 진행 계획.
- 배당성향 가이드نس 상향 부분도 고려하겠음

Q) 디즈니플러스 제휴 내용 업데이트

- 현재 디즈니와는 양사가 긍정적으로 협상중이나, 아직 확정된 바 없음.
- 다만 디즈니가 요구하는 고객 편의성 측면에서, 유플러스의 1) 안드로이드 기반 IPTV 셋탑의 장점, 2) 집중하고 있는 20-30대 1-2인 가구와 키즈맘 타겟 세그가 양사에 전략적으로 부합, 3) 그간 해외 회사와의 마케팅 협업 성공 사례들이 좋은 평가를 받고 있음

Q) 무선 서비스 매출 잘 올라가고 있는데, ARPU로 환산해보면 성장률 높지 않음. 그 이유?

- 2Q21에는 플래그십 단말 미출시, 핸드셋 순증 규모 자체가 감소함으로써 ARPU 상승폭 다소 미흡했던게 사실
- 다만 1H21에 출시했던 투게더 결합요금제 가입비중이 점차 증가중. 고가요금제 유치 비중 늘고 있음. YoY ARPU도 3분기 동안 연속 상승 추세
- 2H21 플래그십 단말 출시하면 ARPU 개선 가능성 있음. 투게더결합 요금제의 ARPU 감소 방지 효과 기대. 전체적으로 ARPU 상승 궤도 진입 예상

Q) MVNO 가입자 확보함에 있어 어떤 긍정적인 점이 있는지? 최근 경쟁사에서도 MVNO 요금제 강화중인데 차별화 전략?

- 쿠팡, 이베이같은 비대면 제휴 채널 확보, 셀프 개통 등 온라인판매 비중 증가, KB·헬로비전·중소사업자 파트너십 강화, 신규사업자 개설 등 최근 2~3년간 CO-Marketing 전략 유효
- 최근 MVNO 시장 수요와 규모는 계속해서 증가하고 있음. 5G 가입자 시장도 증가중이어서 시장 퀄리티도 개선되고 있는 상황
- MVNO 사업은 경제성 중심하는 고객니즈 충족시키면서 유플러스 전체 성장 엔진 역할도 하고 있음. 실제로 MVNO 순증과 매출 비중이 계속 증가하고 있다는 점이 그 증거
- 경쟁사 요금제 대응 방안 관련해서는 조만간 확인할 수 있을 것

Q) 하반기 마케팅 비용 전망?

- 2년전 이때쯤 시장내 5G 출범하면서 통신3사들의 마케팅 경쟁 지출이, 아직까지도 영향 미치고 있음
- 그런 부분들이 이연이 되면서, 아마도 금년 3-4분기면 광풍 효과 끝날 것으로 보고 있음.
- 2H21 새로운 플래그십 단말들이 나온다 하더라도, 현재로선 통신3사가 수익 중심 경영. 지나치게 많은 비용 수반되는 사업 전개 안 될 것으로 예상
- 현재 서비스 전체 매출 대비 마케팅 비용 22% 수준. 최대한 유지 계획

Q) 2025년까지 비통신사업 비중 30%까지 확대 계획인데, 어떻게 키워나갈지 계획?

- 경쟁사의 비통신 사업은 기존 통신영역과 다른 완전 다른 형태의 비즈니스
- 현재 당사가 계획하고 있는 부분은 당사가 기본적으로 가지고 있는 장점을 베이스로 해서, 기존 통신사업과 연관된 비통신사업임
- 당사 장점은 계열사들의 70여개 사업장, 스마트팩토리 레퍼런스
- 계열 외에도 발전회사, 제철회사 등에서 스마트 팩토리 논의 충분히 있고 내부 레퍼런스 토대로 확장 가능. 그외에도 전반적인 스마트 산단 수요에도 사업 확대 가능성
- SI 역량 가지고 있는 CNS와 함께 스마트 시티 등 확장할 수 있는 영역 많이 있음
- 특히 최근 트렌드가 데이터 상당부분 수반될 수 밖에 없고, 클라우드 급속한 진전 통해 당사 비즈니스 통하지 않고는 하기 어려운 형태의 IDC 사업들 등 사업 확대 가능
- 헬로비전 인수통해 확보한 가입자 800만 통해, 800만 플랫폼 통한 사업 발굴. <아이들나라> 기반 여러 디지털 교육 등 기획중이며, 어드레서블 TV등 기획하고 있는 내용 수반되면 광고 수익 기회도 따라올 것
- 1등사업자들과의 제휴 등에 대해선 나름대로 강점 있다 생각. 필요하면 지분투자나 M&A도 고려

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	123,820	134,176	137,531	141,219	144,218
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	123,820	134,176	137,531	141,219	144,218
판매비	116,957	125,315	127,012	130,025	132,497
영업이익	6,862	8,862	10,519	11,195	11,721
EBITDA	27,538	32,566	34,545	35,426	35,869
영업외손익	-1,123	-5,128	-859	-920	-431
외환관련손익	-5	-16	0	0	0
이자손익	-699	-980	-674	-751	-554
관계기업관련손익	12	6	4	0	0
기타	-431	-4,138	-189	-169	122
법인세비용차감전순이익	5,739	3,733	9,661	10,275	11,290
법인세비용	1,330	1,208	2,009	2,133	2,345
계속사업순이익	4,409	2,526	7,652	8,141	8,945
중단사업순이익	-21	2,255	0	0	0
당기순이익	4,388	4,781	7,652	8,141	8,945
지배지분순이익	4,389	4,668	7,449	7,897	8,677
포괄순이익	4,023	4,791	7,666	8,141	8,945
지배지분포괄이익	4,023	4,686	7,464	7,897	8,677

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	22,526	25,486	27,893	28,837	30,070
당기순이익	4,388	4,781	7,652	8,141	8,945
감가상각비	17,570	20,260	20,510	20,715	20,632
외환손익	-1	16	-2	0	0
중속, 관계기업관련손익	-12	-6	-4	0	0
자산부채의 증감	-21,121	-25,699	-26,654	-26,922	-26,526
기타현금흐름	21,702	26,133	26,391	26,903	27,018
투자활동 현금흐름	-32,143	-26,156	-26,454	-12,388	-12,352
투자자산	-9	-84	-49	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-23,265	-27,034	-25,489	-14,000	-14,000
유형자산 감소	184	173	31	0	0
기타현금흐름	-9,053	789	-947	1,612	1,648
재무활동 현금흐름	12,201	1,572	-4,089	-5,026	-3,356
단기차입금	-50	450	500	500	2,000
사채 및 장기차입금	16,992	5,702	314	0	600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,746	-1,775	-1,994	-2,630	-3,063
기타현금흐름	-2,995	-2,805	-2,910	-2,896	-2,893
연결범위변동 등 기타	-1,626	1,618	-90	2,340	2,647
현금의 증감	957	2,518	-2,740	13,764	17,009
기초 현금	3,786	4,744	7,262	4,522	18,286
기말 현금	4,744	7,262	4,522	18,286	35,295
NOPLAT	6,862	8,862	10,519	11,195	11,721
FCF	-739	-1,549	2,404	14,837	16,070

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

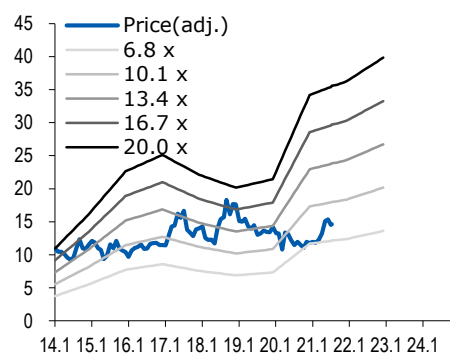
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	48,055	49,509	53,925	69,929	89,100
현금및현금성자산	4,744	7,262	4,522	18,286	35,295
매출채권 및 기타채권	19,261	20,964	27,062	27,915	28,737
재고자산	4,367	2,841	3,303	3,521	3,622
비유동자산	131,356	133,993	134,615	126,226	117,486
유형자산	88,611	99,498	103,977	97,262	90,629
관계기업 등 지분관련자산	507	553	558	558	558
기타투자자산	636	756	515	515	515
자산총계	179,411	183,502	188,540	196,154	206,586
유동부채	46,489	43,283	47,177	49,085	52,838
매입채무 및 기타채무	31,150	24,483	23,635	24,597	25,876
단기차입금	50	500	1,000	1,500	3,500
유동성장기부채	8,246	10,816	10,848	10,848	10,848
비유동부채	59,426	63,706	63,279	63,492	64,318
장기차입금	14,521	12,781	12,488	12,788	13,688
사채	29,045	33,923	34,509	34,209	33,909
부채총계	105,914	106,990	110,457	112,577	117,156
지배지분	70,809	73,749	75,261	80,557	86,200
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,369	8,369	8,369	8,369	8,369
이익잉여금	36,736	39,686	41,181	46,477	52,119
비지배지분	2,688	2,764	2,823	3,020	3,231
자본총계	73,496	76,512	78,083	83,577	89,430
순차입금	50,628	58,503	65,793	52,487	38,034
총차입금	56,358	66,672	70,998	71,498	74,098

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,005	1,069	1,706	1,809	1,987
BPS	16,218	16,891	17,362	18,584	19,886
EBITDAPS	6,307	7,459	7,912	8,114	8,215
SPS	28,359	30,731	31,500	32,344	33,031
DPS	400	450	600	700	800
PER	14.3	11.5	8.6	8.1	7.3
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	3.5	3.8	3.4	2.9
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.6	8.4	2.5	2.7	2.1
영업이익 증가율 (%)	-7.4	29.1	18.7	6.4	4.7
지배순이익 증가율 (%)	-8.9	6.4	59.6	6.0	9.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	5.5	6.6	7.6	7.9	8.1
지배순이익률 (%)	3.5	3.5	5.4	5.6	6.0
EBITDA 마진 (%)	22.2	24.3	25.1	25.1	24.9
ROIC	5.9	5.6	6.7	6.7	7.5
ROA	2.8	2.6	4.0	4.1	4.3
ROE	6.3	6.5	10.0	10.1	10.4
부채비율 (%)	144.1	139.8	141.5	134.7	131.0
순차입금/자기자본 (%)	71.5	79.3	87.4	65.2	44.1
영업이익/금융비용 (배)	6.2	5.9	9.8	8.5	10.1

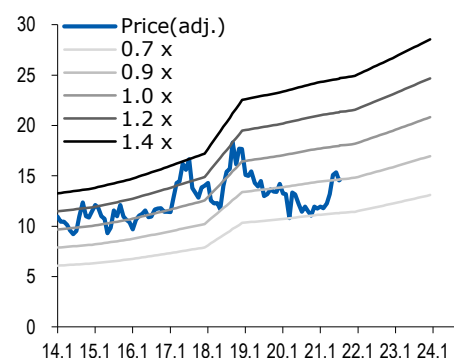
P/E band chart

(천원)

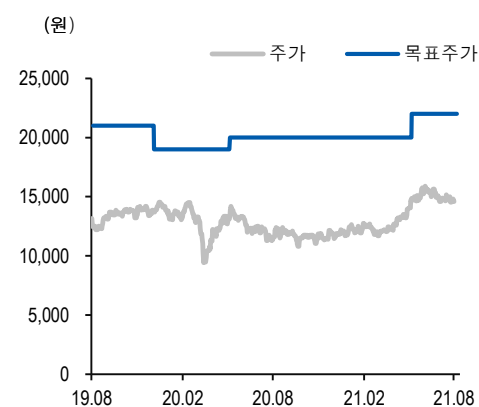


P/B band chart

(천원)



LG 유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-09	BUY	22,000	1년		
2021-05-13	BUY	22,000	1년		
2021-05-11	1년 경과 이후		1년	-27.00	-27.00
2020-05-11	BUY	20,000	1년	-38.84	-26.50
2019-12-10	BUY	19,000	1년	-34.65	-23.42
2019-01-29	BUY	21,000	1년	-32.73	-24.76

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)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-04

※해외 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.