

# LG 유플러스(032640/KS)

## 다시 쓰는 성장스토리

### 매수(유지)

T.P 14,000 원(유지)

#### Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

#### Company Data

자본금	25,740 억원
발행주식수	43,661 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	45,626 억원
주요주주	
(주)엘지(외)	36.09%
국민연금공단	7.54%
외국인지분률	37.60%
배당수익률	2.40%

#### Stock Data

주가(16/06/16)	10,450 원
KOSPI	1951.99 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	12,900 원
52주 최저가	8,920 원
60일 평균 거래대금	135 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-7.6%
6개월	-1.4%	-0.5%
12개월	11.3%	15.7%

3G 를 생략하고 선제적인 LTE 투자를 통해 실적과 주가 측면에서 높은 성장을 보인 LG 유플러스의 두 번째 성장스토리가 진행될 전망이다. 단통법 상 3년 일몰 보조금 상한제 폐지는 후발사업자의 가입자 확보에 있어 기회요인이다. 산업 평균 대비 높은 LTE 가입자 비중과 데이터 사용량을 기반으로 LG 유플러스의 실적 개선 가능성이 높다고 판단한다

#### 다시 쓰는 성장스토리

LG 유플러스의 두 번째 성장스토리가 시작될 전망이다. LG 유플러스는 2G 에서 3G 를 생략하고 선제적인 LTE 투자를 통해 2012~2013 년 가입자, 실적, 주가 등 전사적인 측면에서 높은 성장을 이룩해 왔다. 하지만 2014 년 이후 단통법 실시와 선택약정가입자 확대에 따라 가입자 및 ARPU 성장이 둔화되며 주가도 박스권에 머무르고 있다. 그럼에도 불구하고 2016 년 하반기 이후에는 LG 유플러스의 성장기조가 재확인될 것으로 예상된다

#### 가입자의 질적 성장이 성장 주도할 전망

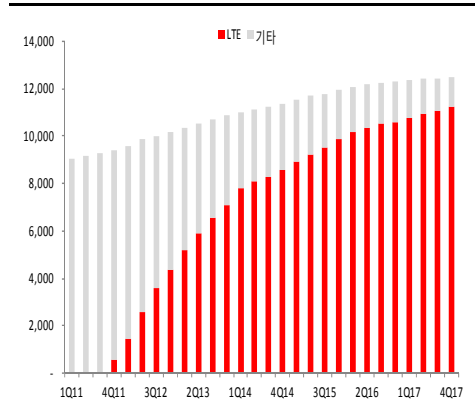
LG 유플러스의 두 번째 성장스토리는 가입자 질적 성장이 주도할 것으로 예상된다. 1Q16 말 기준 LTE 가입자 비중은 84.2%(산업평균: 72.1%), LTE 가입자 1인당 데이터 사용량은 4.9GB(산업평균: 4.68GB)로 산업 내 가장 높은 수준이다. 20% 선택약정 가입자 확대에 따라 ARPU 성장이 2015 년부터 정체된 상황이나, 마케팅 비용 절감 기조가 유지되는 가운데 데이터 사용량 증가에 따른 이용자의 요금제 상향 가능성이 높다. 또한 단통법의 보조금 상한선 폐지 논의는 번호이동 가입자 시장의 확대를 유발할 가능성이 높는데 이는 후발사업자에게 가입자 확대의 기회요인으로 작용할 것이다

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	114,503	109,998	107,952	110,227	112,442	114,546
yoy	%	5.0	-3.9	-1.9	2.1	2.0	1.9
영업이익	억원	5,421	5,763	6,323	7,213	8,117	9,633
yoy	%	327.7	6.3	9.7	14.1	12.5	18.7
EBITDA	억원	18,568	20,817	22,413	24,085	26,170	26,251
세전이익	억원	3,338	3,201	4,659	5,716	6,641	8,741
순이익(지배주주)	억원	2,795	2,282	3,514	4,370	5,077	6,682
영업이익률%	%	4.7	5.2	5.9	6.5	7.2	8.4
EBITDA%	%	16.2	18.9	20.8	21.9	23.3	22.9
순이익률	%	2.4	2.1	3.3	4.0	4.5	5.8
EPS	원	640	523	805	1,001	1,163	1,530
PER	배	16.8	22.0	12.9	10.4	9.0	6.8
PBR	배	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.1	4.8	4.1	3.8	3.5	2.7
ROE	%	7.2	5.6	8.2	9.5	10.3	12.5
순차입금	억원	40,950	49,153	46,224	41,792	40,514	19,286
부채비율	%	192.7	187.5	168.7	168.9	161.0	148.5

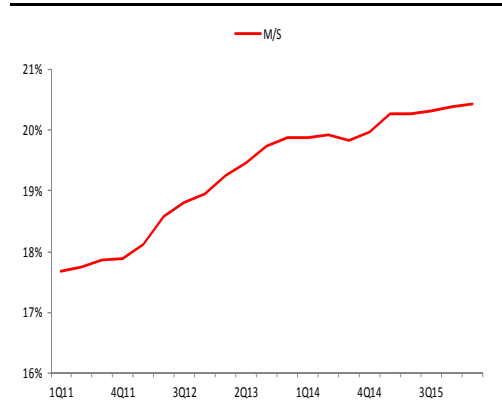
LG 유플러스 가입자의 양적/질적 성장을 예상한다. 3 위 사업자인 LG 유플러스는 선 제적인 LTE 투자를 통해 지속적으로 가입자를 확보해 왔다. 2016 년 1 분기 말 기준 LG 유플러스 가입자는 1,210 만명(M/S 20.4%)으로 이 중 LTE 가입자는 1,019 만명, LTE 가입자 비중 84.2%이다. 산업 평균 LTE 가입자 비중 72.5%를 크게 초과하는 수치이다

**LG 유플러스 가입자 추이** (단위: 천명)



자료: SK 증권 미래창조과학부

**LG 유플러스 M/S 추이**

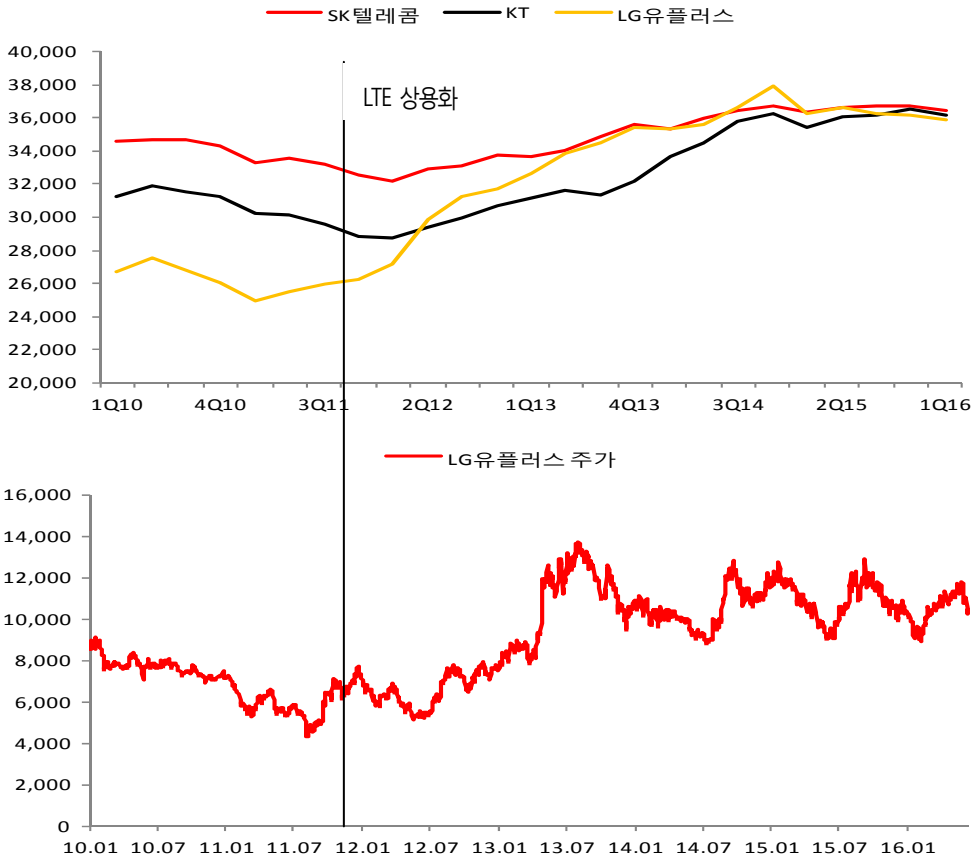


자료: SK 증권

LTE 가입자 내 M/S 는 23.7%로 전체 가입자 M/S 를 상회하고 있다. 높은 LTE 가입자 비중의 효과는 ARPU 상승으로 나타났다. LG 유플러스 1Q16 ARPU 는 35,857 원이다. 이는 LTE 서비스를 실시한 4Q11 이후 38.2%가 상승한 수치이다. SK 텔레콤과 KT 가 동일 기간 각각 9.6%, 22.0% 상승한 것 대비 월등히 높은 결과이다. LTE 가입자는 ARPU 상승으로 이어졌으며 이는 LG 유플러스 주가 상승을 견인하였다.

이동 3사 분기별 이동통신 ARPU 추이

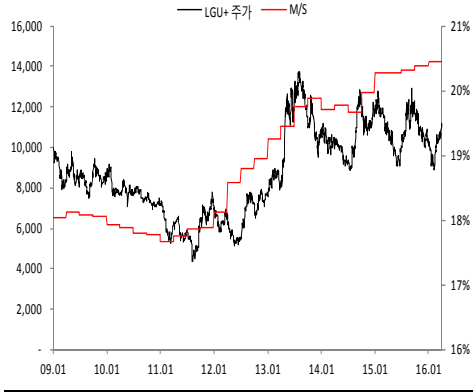
(단위: 원)



자료: SK 증권

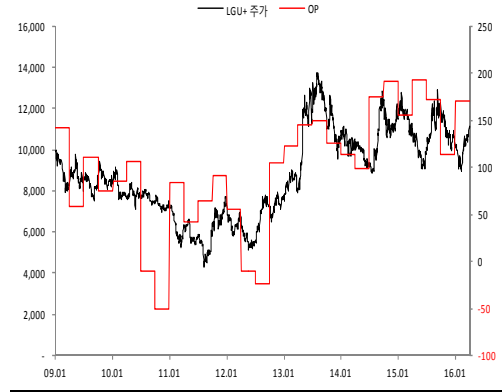
‘LTE 가입자 확대 → ARPU 증가 → 실적개선 → 주가상승’의 LG 유플러스 주가 상승 패턴은 여전히 유효한 상황이다

LG 유플러스 가입자 추이 (단위: 원)



자료: SK 증권

LG 유플러스 M/S 추이 (단위: 원, 억원)

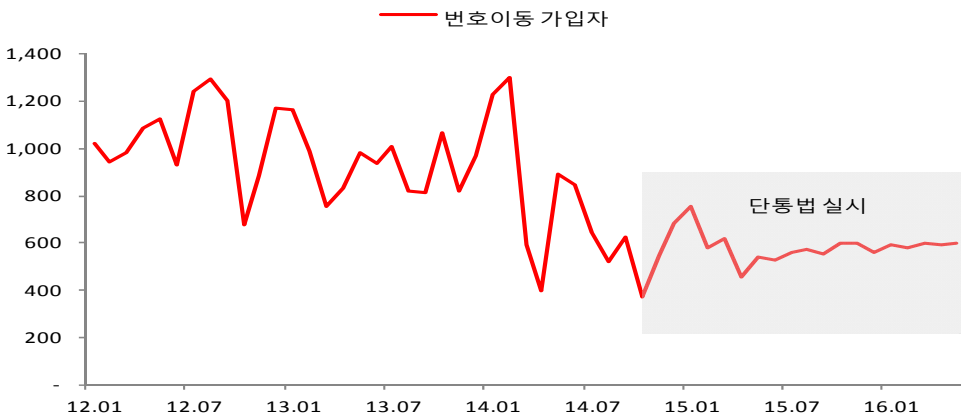


자료: SK 증권

최근 LG 유플러스 주가가 박스권에 머물러 있는 이유는 ①단통법 이후 가입자 가입자 M/S 상승속도가 둔화되었고 ②선택약정 가입자 확대에 따른 ARPU 성장이 둔화되며 실적 개선에 대한 기대감이 낮아졌기 때문이다. 하지만 2016년 하반기 이후 가입자의 양적/질적 성장이 재확인되며 실적개선을 통한 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다

번호이동 가입자 하향 안정화 추세

(단위: 천명)



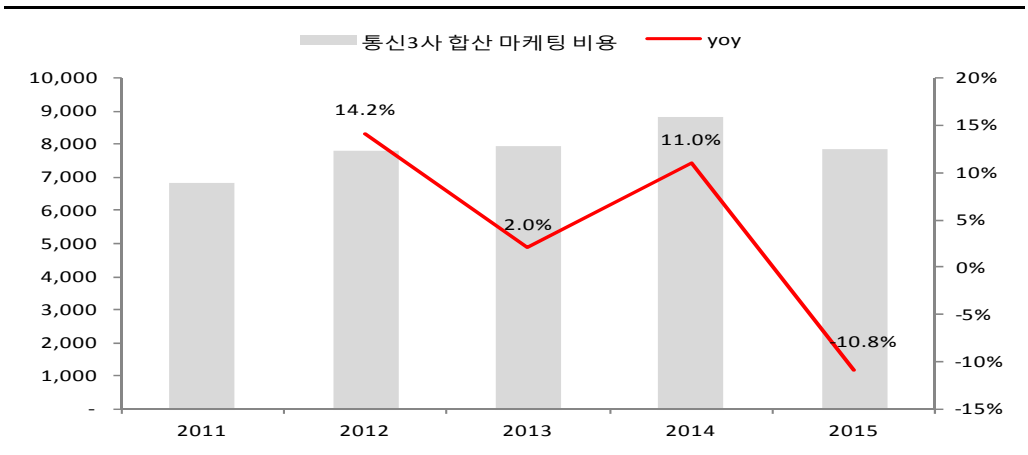
자료: 미래창조과학부

단통법의 보조금 상한제 폐지에 대한 논의가 진행 중이다. 현재 단통법 상 보조금은 33 만원을 넘지 못하게 되어 있다. 이로 인해 번호이동 가입자가 감소하고 기기변경 가입자가 확대되는 효과가 나타났다. 보조금 상한제는 3년 일몰 예정으로 20 대 국회에서 단통법 개정이 이루어지지 않더라도 2017년 9월말로 일몰된다.

단통법 보조금 상한제가 폐지된다고 하더라도 ①기기변경과 번호이동 가입자 간 보조금 차별은 불가능하며 ②20% 약정할인율이 보조금에 기반하여 산정되기 때문에 통신업체 입장에서는 보조금을 과도하게 지급할 경우 20% 약정할인율 상승에 대한 부담감이 있어 시장 우려와 같은 과도한 마케팅 비용 경쟁 가능성은 낮다고 판단한다

**통신3사 마케팅 비용 하향 안정화 전망**

(단위: 십억원)



자료 SK증권

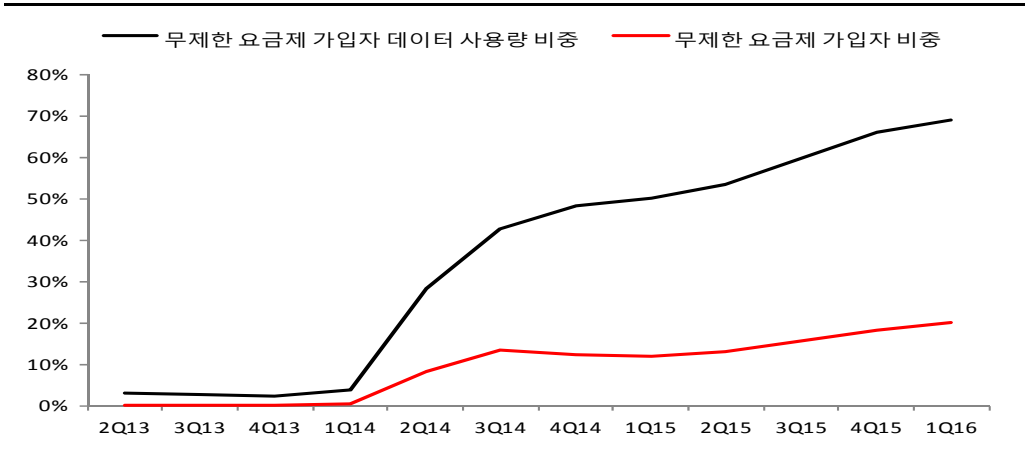
하지만 단통법 보조금 상한제 폐지는 다소간의 마케팅비용 확대로 이어질 수 있다고 판단한다. ①요금할인을 재조정에 대한 시차가 존재할 수 있어 그 기간 동안 경쟁사 대비 높은 보조금을 지급할 경우 타사 가입자를 획득할 수 있고 ②높은 보조금 지급과 동시에 고가 요금제 가입 유도를 통해 ARPU 상승이 가능할 수 있기 때문이다. 이에 따라 단통법 이후 활성화된 기기변경 위주의 마케팅 활동이 번호이동 가입자 확보에 집중된다면 후발 사업자의 가입자 확대 기회가 커질 전망이다

LG 유플러스의 경우 20%의 M/S 를 보유하고 있어 나머지 80%를 상대로 번호이동 가입자 유치가 가능해 가입자 확보 관점에서 통신 3 사 중 가장 유리하다. 추가적인 가입자 확보는 단기적으로 마케팅 비용 부담이나 고가요금제를 통해 ARPU 상승을 기대할 수 있어 LG 유플러스 입장에서는 충분히 고려해 볼 수 있는 전략이다

가입자의 질적 개선도 지속되고 있다. LG 유플러스의 LTE 가입자 비중은 84.2%이며 1 인당 데이터 사용량은 4.9GB 로 양질의 고객확보에 성공한 것으로 판단한다. 그 동안의 문제는 1 인당 데이터 사용량 대비 ARPU 가 높지 않다는 것이었는데 이유는 20% 비중의 무제한 요금제 가입자가 이미 LTE 데이터 사용량의 70%에 육박하는 데이터를 실제로 사용하고 있기 때문이다. 따라서 ARPU 가 상승하기 위해서는 무제한 요금제 가입자가 확대되거나 현재 월 데이터 사용량이 2GB 에 미치지 못하는 일반 요금제를 사용하는 이용자의 요금제 상향이 필요한 시점이다

**번호이동 가입자 하향 안정화 추세**

(단위: 십억원)



자료 SK 증권

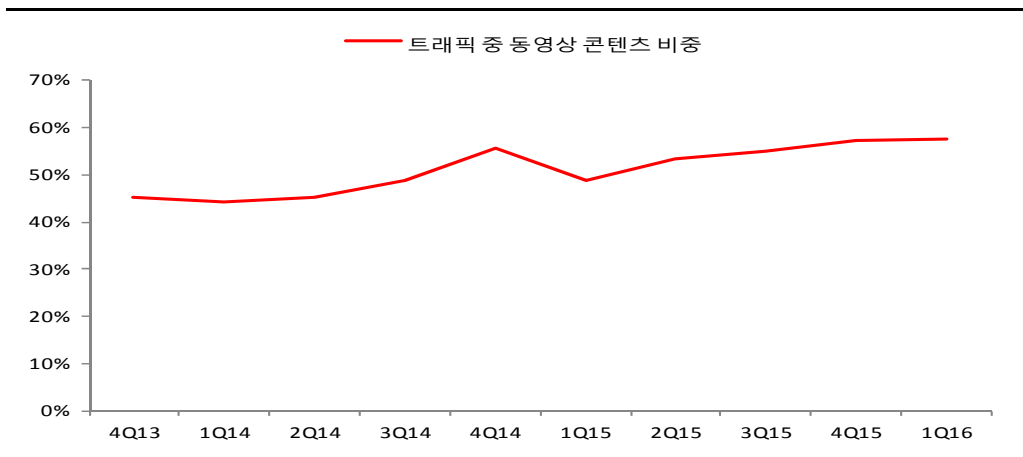
우선 무제한 요금제 가입자는 지속적으로 증가할 전망이다. 다양한 비디오 콘텐츠의 등장으로 데이터 사용량이 늘고 있기 때문이다. 콘텐츠 유형별 트래픽 규모에서 동영상 비중은 지속적으로 증가하고 있다. 또한 일반 요금제 이용자의 경우 1.3GB 를 제공하는 요금제가 35,900 원이고 일반요금제 이용자의 평균 데이터 사용량이 1.8GB 이므로 추가적인 요금제 상향 가능성이 열려 있다고 판단한다

#### LG 유플러스 주요 LTE 일반 요금제

요금제명	월정액	음성	메시지	데이터	비디오전용 데이터	혜택
데이터 299	29,900원	유무선 기본제공	기본제공	300MB	300MB	LTE비디오포털 (TV light)
데이터 359	35,900원	유무선 기본제공	기본제공	1.3GB	600MB	LTE비디오포털 (TV light)
데이터 419	41,900원	유무선 기본제공	기본제공	2.3GB	1.1GB	LTE비디오포털 (TV light)

자료: LG 유플러스

#### 모바일 트래픽 중 동영상 콘텐츠 비중 지속 확대



자료: 미래창조과학부

**LG 유플러스 분기별 실적 전망**

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2015	2016	2017
수익	2,556	2,661	2,717	2,861	2,713	2,739	2,780	2,797	10,795	11,029	11,244
영업수익	2,108	2,156	2,158	2,219	2,166	2,198	2,211	2,224	8,641	8,800	9,035
무선수익	1,299	1,336	1,333	1,350	1,321	1,344	1,352	1,361	5,318	5,377	5,545
유선수익	810	817	822	865	853	854	859	864	3,313	3,430	3,490
TPS수익	350	359	362	373	382	385	390	394	1,443	1,551	1,616
데이터수익	349	352	357	388	369	369	369	369	1,446	1,476	1,474
전화수익	101	105	103	105	101	101	101	101	414	404	400
단말수익	443	501	554	642	538	541	569	572	2,141	2,220	2,209
임대수익	4	4	4	-	-	-	-	-	13	-	-
영업비용	2,401	2,469	2,545	2,748	2,542	2,563	2,595	2,605	10,163	10,305	10,432
영업이익	155	192	172	113	171	176	186	192	632	724	812
영업이익률	6.1%	7.2%	6.3%	4.0%	6.3%	6.4%	6.7%	6.8%	5.9%	6.6%	7.2%

자료: SK 증권 LG 유플러스

LG 유플러스에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 규제환경의 변화에 따른 불확실성이 있으나 후발사업자임에도 불구하고 양질의 고객을 확보하고 있기 때문이다. 목표주가는 기존 14,000 원을 유지하며 현 주가는 2016 년 실적 기준 PER 10.4 배, EV/EBITDA 3.8 배로 절대적인 저평가 상태라 판단한다

**LG 유플러스 목표주가 산정**

(단위: 십억원 배 주 원)

구분	내용
2016년 예상 EBITDA	2,408
적용 배수*	4.3
순차입금	4,179
목표 시가총액	6,177
상장주식수	436,611,361
목표주가	14,148

자료: SK 증권

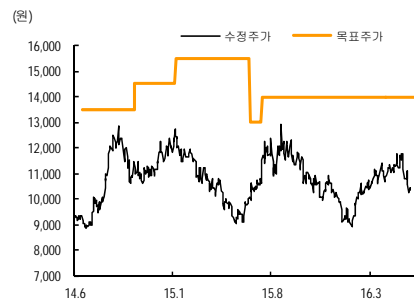
\*적용 배수는 2014~2015 년 평균 EV/EBITDA



## 대차대조표

## 손익계산서

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.20	매수	14,000원
	2016.03.16	매수	14,000원
	2016.03.07	매수	14,000원
	2016.02.02	매수	14,000원
	2015.10.28	매수	14,000원
	2015.10.05	매수	14,000원
	2015.07.31	매수	14,000원
	2015.07.06	매수	13,000원
	2015.04.05	매수	15,500원
	2015.01.26	매수	15,500원
	2015.01.13	매수	14,500원
	2014.10.28	매수	14,500원
	2014.07.09	매수	13,500원



## Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 20일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	26,971	24,899	25,992	32,290	34,950
현금및현금성자산	3,983	4,159	2,921	9,705	12,013
매출채권및기타채권	17,278	16,328	17,136	16,749	17,016
재고자산	3,945	2,760	3,648	3,566	3,623
<b>비유동자산</b>	90,779	95,228	93,518	95,682	98,654
장기금융자산	912	840	465	403	403
유형자산	63,927	72,544	72,238	76,049	79,443
무형자산	12,586	11,165	9,666	8,317	7,868
<b>자산총계</b>	117,750	120,127	119,510	127,971	133,604
<b>유동부채</b>	37,381	34,857	33,542	36,802	40,982
단기금융부채	12,370	11,289	9,438	13,243	17,047
매입채무 및 기타채무	15,040	14,266	13,546	13,241	13,451
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	40,143	43,492	41,484	43,577	41,434
장기금융부채	33,031	42,444	40,082	38,657	35,882
장기매입채무 및 기타채무	5,949	0	0	3,090	3,148
장기충당부채	376	273	387	308	268
<b>부채총계</b>	77,524	78,348	75,026	80,379	82,416
<b>지배주주지분</b>	40,209	41,771	44,480	47,590	51,188
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,366	8,371	8,371	8,371	8,371
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,175	7,644	10,358	13,632	17,399
비지배주주지분	17	7	5	3	1
<b>자본총계</b>	40,226	41,778	44,484	47,592	51,189
<b>부채외자본총계</b>	117,750	120,127	119,510	127,971	133,604

#### 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	19,652	21,816	19,526	23,674	24,811
당기순이익(손실)	2,795	2,277	3,512	4,368	5,075
비현금성항목등	17,146	20,266	20,345	20,015	21,095
유형자산감가상각비	12,043	13,344	14,341	15,301	16,606
무형자산상각비	1,103	1,710	1,748	1,571	1,448
기타	1,961	2,587	1,590	397	171
운전자본감소(증가)	-141	-421	-3,608	418	132
매출채권및기타채권의 감소(증가)	548	2,543	-2,234	1,060	-266
재고자산감소(증가)	-481	1,184	-888	82	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-936	-607	72	-5,680	211
기타	729	-3,541	-558	4,955	245
법인세납부	-148	-307	-723	-1,126	-1,491
<b>투자활동현금흐름</b>	-19,503	-22,744	-14,870	-21,228	-20,408
금융자산감소(증가)	-107	44	349	42	0
유형자산감소(증가)	-16,958	-21,357	-13,631	-20,535	-20,000
무형자산감소(증가)	-2,445	-1,745	-1,722	-1,000	-1,000
기타	8	314	134	265	592
<b>재무활동현금흐름</b>	420	1,105	-5,894	4,337	-2,096
단기금융부채증가(감소)	-10,223	-12,219	-12,118	415	3,804
장기금융부채증가(감소)	12,627	15,963	8,669	5,726	-2,775
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-655	-655	-1,092	-1,310
기타	-1,984	-1,985	-1,790	-1,804	-1,816
<b>현금의 증가(감소)</b>	570	176	-1,238	6,784	2,308
기초현금	3,414	3,983	4,159	2,921	9,705
기말현금	3,983	4,159	2,921	9,705	12,013
FCF	-1,518	-1,677	3,122	970	3,174

자료 : LG유플러스, SK증권 추정

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	114,503	109,998	107,952	110,227	112,442
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	114,503	109,998	107,952	110,227	112,442
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비외관리비</b>	109,082	104,235	101,629	103,014	104,325
영업이익	5,421	5,763	6,323	7,213	8,117
영업이익률 (%)	4.7	5.2	5.9	6.5	7.2
비영업손익	-2,083	-2,562	-1,664	-1,497	-1,476
<b>순금융비용</b>	1,512	1,707	1,506	1,372	1,275
외환관련손익	1	-8	-20	-17	-17
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	10	9	-13	-13	-13
세전계속사업이익	3,338	3,201	4,659	5,716	6,641
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	4.3	5.2	5.9
계속사업법인세	544	924	1,147	1,348	1,566
<b>계속사업이익</b>	2,795	2,277	3,512	4,368	5,075
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,795	2,277	3,512	4,368	5,075
<b>순이익률 (%)</b>	2.4	2.1	3.3	4.0	4.5
지배주주	2,795	2,282	3,514	4,370	5,077
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.44	2.07	3.26	3.96	4.51
비지배주주	0	-5	-2	-2	-2
<b>총포괄이익</b>	2,741	2,207	3,361	4,200	4,906
지배주주	2,741	2,212	3,363	4,202	4,908
비지배주주	0	-5	-2	-2	-2
EBITDA	18,568	20,817	22,413	24,085	26,170

#### 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.0	-3.9	-1.9	2.1	2.0
영업이익	327.7	6.3	9.7	14.1	12.5
세전계속사업이익	흑전	-4.1	45.6	22.7	16.2
EBITDA	22.2	12.1	7.7	7.5	8.7
EPS(계속사업)	흑전	-18.3	54.0	24.3	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.2	5.6	8.2	9.5	10.3
ROA	2.4	1.9	2.9	3.5	3.9
EBITDA마진	16.2	18.9	20.8	21.9	23.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	72.2	71.4	77.5	87.7	85.3
부채비율	192.7	187.5	168.7	168.9	161.0
순차입금/자기자본	101.8	117.7	103.9	87.8	79.2
EBITDA/이자비용(배)	8.9	9.9	11.9	13.5	14.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	640	523	805	1,001	1,163
BPS	9,209	9,567	10,187	10,900	11,724
CFPS	3,651	3,971	4,490	4,865	5,298
주당 현금배당금	150	150	250	300	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	21.5	24.6	16.0	11.8	10.2
PER(최저)	11.8	17.0	11.3	8.9	7.7
PBR(최고)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
PBR(최저)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	2.9	2.9	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA(최고)	5.8	5.1	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA(최저)	4.4	4.3	3.9	3.5	3.2