



LG유플러스 (032640)

양적성장 전략을 점검해봐야 할 때

▶ Analyst 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(유지): 13,500원

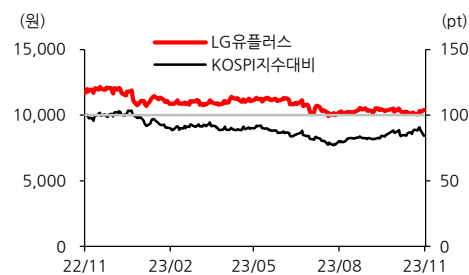
현재 주가(11/7)	10,180원
상승여력	▲32.6%
시가총액	44,447억원
발행주식수	436,611천주
52 주 최고가 / 최저가	12,150 / 9,910원
90 일 일평균 거래대금	76.61억원
외국인 지분율	39.1%
주주 구성	
LG (외 3 인)	37.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
자사주 (외 1 인)	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	-0.6	-8.3	-13.0
상대수익률(KOSPI)	-2.6	4.7	-6.0	-16.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	13,851	13,906	14,262	14,556
영업이익	979	1,081	1,081	1,116
EBITDA	3,420	3,532	3,680	3,807
지배주주순이익	712	663	695	746
EPS	1,632	1,519	1,616	1,736
순차입금	6,176	6,119	5,980	5,483
PER	8.3	7.3	6.3	5.9
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.5	3.1	2.8	2.6
배당수익률	4.0	5.9	6.4	6.7
ROE	9.5	8.4	8.3	8.5

주가 추이



LG유플러스의 3분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스와 당사 추정치를 10% 하회했습니다. 양적 성장전략에 따라 탑라인이 견조하게 성장하고 있다는 점은 긍정적입니다. 투자의견 Buy 와 목표주가 13,500 원을 유지합니다.

3Q23 Review: 영업이익 컨센서스 10% 하회

LG유플러스는 3분기 연결 매출 3조 5,811억 원(YoY +2.3%), 영업이익 2,543억 원(YoY -10.8%)을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스와 당사 추정치를 모두 10% 하회했다. 인건비와 전력비 등 제반 비용 상승이 주된 원인이다. 신규 인력 채용에 따라 HQ가 YoY 증가했으며, 전력비 또한 지난 해 말부터 3차례 인상되면서 비용 단에서 부담으로 작용했다. 사업부별로는 기업인프라(YoY +7.9%)와 모바일(YoY +2.7%)이 매출성장이 견조했으며, 마케팅비용은 3분기 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 YoY -2% 감소한 5,532억 원을 기록했다.

양적성장 전략을 점검해봐야 할 때

동사의 양적성장 전략에 대해 고민을 해봐야 할 시점이다. 동사는 MVNO/IoT 회선 점유율을 확대해왔으며, 3분기 MVNO 회선은 YoY +53.1%, IoT 회선은 YoY +71.5% 높은 증가율을 기록했다. 이에 따라 연말연초 시점에는 KT와의 가입자 순위 역전도 예상된다. 매출 둔화를 타개하기 위한 전략으로 저가 회선 시장 공략은 탑라인 관점에서는 긍정적이지만 이익기여도 관점에서는 다소 아쉬운 대목이다. 과거 2자리 수 영업이익 성장에 대한 기대치를 낮추고 장기적 관점에서 지켜볼 필요가 있다고 판단한다. MNO가 완전포화상태에 이르렀을 때 MVNO 시장에서의 우위가 경쟁력이 될 수 있으며, 가입자 풀을 바탕으로 플랫폼사업 등 신규 서비스 발굴도 가능하기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 13,500원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 13,500원을 유지한다. 목표주가 산정 기준을 12M Fwd. EBITDA에서 FY2024로 변경하였으며, 이익성장은 둔화되고 있지만 마진회손이 없다는 점에서 Target Multiple을 유지한다. 피어 밸류에이션(EV/EBITDA) 괴리율은 16%로 2019년 이후 평균(9%)을 크게 하회하고 있다. 연말 기대배당수익률은 6.4%다.

[표1] 발표치 vs. 컨센서스 vs. 한화추정치

(단위: 십억 원)

	발표치	한화추정치	차이(십억 원)	차이(%)	컨센서스	차이(십억 원)	차이(%)
매출액	3,581	3,587	-6	-0.2	3,573	8	0.2
영업이익	243	269	-26	-9.7	271	-28	-10.3
영업이익률	6.8	7.5		-0.7%p	7.6		-0.8%p

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

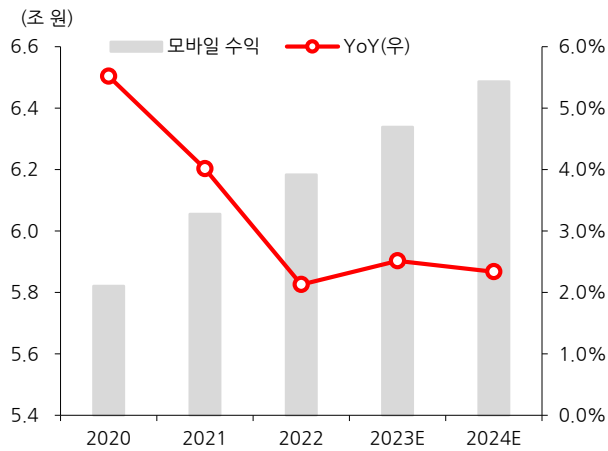
[표2] LGU+ 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	3,410	3,384	3,501	3,611	3,541	3,429	3,581	3,712	13,851	13,906	14,262	14,556
YoY(%)	-0.2	1.2	0.7	0.0	3.9	1.3	2.3	2.8	3.2	0.4	2.6	2.1
서비스수익	2,560	2,624	2,604	2,708	2,613	2,675	2,683	2,793	10,167	10,496	10,763	11,050
YoY(%)	3.6	3.3	1.7	4.4	2.0	2.0	3.0	3.1	5.5	3.2	2.5	2.7
모바일 수익	1,520	1,544	1,546	1,574	1,561	1,576	1,587	1,616	6,055	6,183	6,338	6,486
YoY(%)	1.4	2.3	1.5	3.3	2.7	2.1	2.7	2.6	4.0	2.1	2.5	2.3
스마트홈 수익	582	580	591	593	594	603	607	617	2,204	2,345	2,422	2,498
YoY(%)	9.7	7.6	3.9	4.7	2.2	4.0	2.8	4.1	9.4	6.4	3.3	3.1
전화 수익	98	98	96	102	93	92	90	90	418	393	364	356
YoY(%)	-6.3	-9.5	-6.4	-1.5	-5.6	-6.1	-5.9	-11.5	-7.9	-5.9	-7.3	-2.2
기업인프라 수익	362	405	375	444	368	409	404	474	1,493	1,585	1,656	1,726
YoY(%)	6.7	4.9	1.5	11.5	1.7	1.1	7.9	6.9	10.5	6.2	4.5	4.2
단말수익	581	496	579	629	668	488	625	652	2,638	2,285	2,433	2,440
YoY(%)	-16.2	-7.6	-12.5	-15.6	15.0	-1.6	7.9	3.6	-2.8	-13.4	6.5	0.3
영업이익	261	248	285	287	260	288	254	279	979	1,081	1,081	1,116
YoY(%)	-5.2	-7.5	3.0	81.1	-0.4	16.0	-10.8	-2.6	10.5	10.4	0.0	3.3
영업이익률(%)	7.7	7.3	8.1	7.9	7.3	8.4	7.1	7.5	7.1	7.8	7.6	7.7
당기순이익(지배)	170	162	167	164	152	213	157	173	712	663	695	746
YoY(%)	-13.5	-22.2	-20.5	68.3	-10.6	31.7	-6.1	5.6	52.6	-6.9	4.8	7.4
당기순이익률(%)	5.0	4.8	4.8	4.5	4.3	6.2	4.4	4.7	5.1	4.8	4.9	5.1

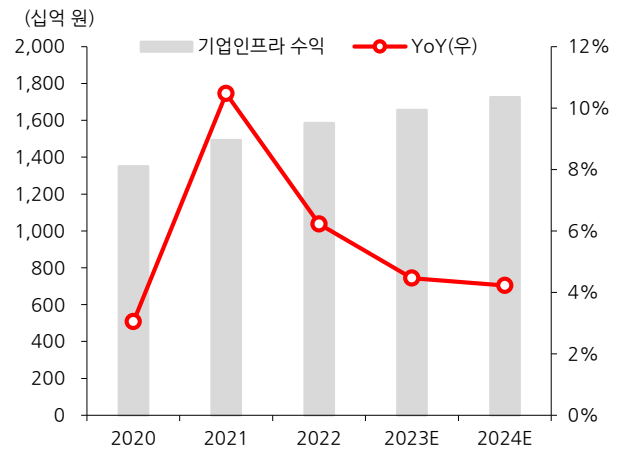
자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 모바일 사업부 수익 추이 및 전망



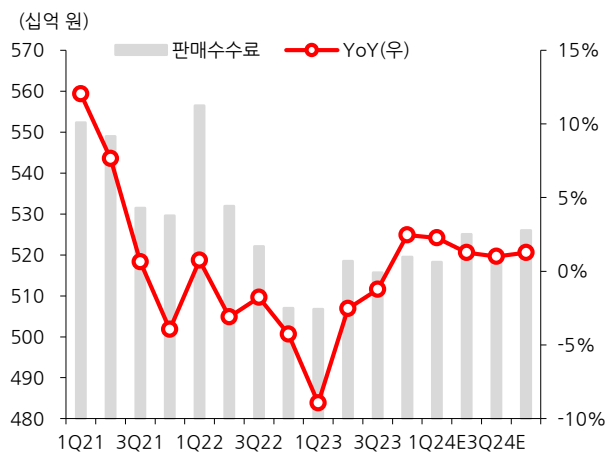
자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 기업인프라 사업부 수익 추이 및 전망



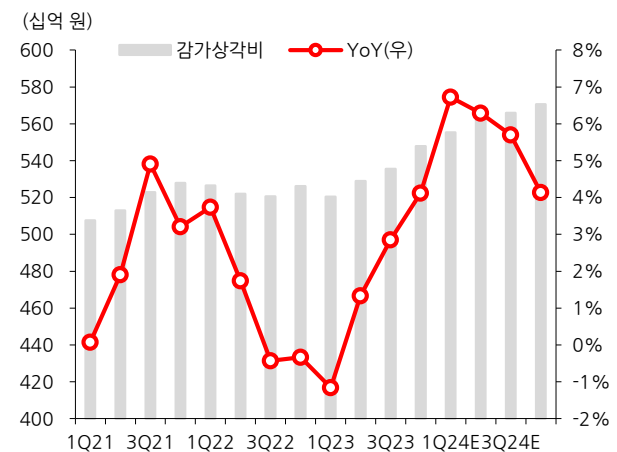
자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림3] LGU+ 연결 판매수수료 추이 및 전망



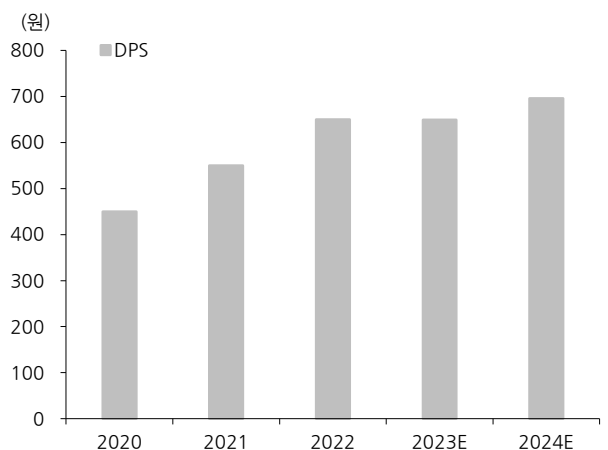
자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림4] LGU+ 연결 감가상각비 추이 및 전망



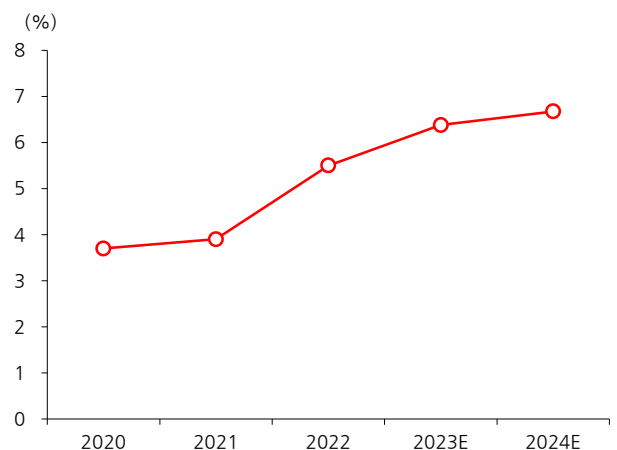
자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림5] LGU+ DPS 추이 및 전망



자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림6] LGU+ 배당수익률 추이 및 전망



자료: LGU+, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	13,418	13,851	13,906	14,262	14,556
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	886	979	1,081	1,081	1,116
EBITDA	3,257	3,420	3,532	3,680	3,807
순이자손익	-98	-98	-129	-176	-143
외화관련손익	-2	0	-1	0	0
지분법손익	1	-1	3	1	0
세전계속사업손익	373	905	857	863	943
당기순이익	478	724	663	698	745
지배주주순이익	467	712	663	695	746
증가율(%)					
매출액	8.4	3.2	0.4	2.6	2.1
영업이익	29.1	10.5	10.4	0.0	3.3
EBITDA	18.3	5.0	3.3	4.2	3.5
순이익	8.9	51.5	-8.5	5.3	6.7
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	6.6	7.1	7.8	7.6	7.7
EBITDA 이익률	24.3	24.7	25.4	25.8	26.2
세전이익률	2.8	6.5	6.2	6.0	6.5
순이익률	3.6	5.2	4.8	4.9	5.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	2,549	3,405	3,505	3,308	3,443
당기순이익	478	724	663	698	745
자산상각비	2,370	2,441	2,451	2,599	2,691
운전자본증감	-2,570	-2,014	-2,356	-1,207	-49
매출채권 감소(증가)	-41	352	23	-295	-43
재고자산 감소(증가)	153	43	14	-65	-6
매입채무 증가(감소)	-348	260	-173	358	54
투자현금흐름	-2,616	-2,945	-2,867	-3,561	-2,705
유형자산처분(취득)	-2,686	-2,238	-2,275	-2,369	-2,395
무형자산 감소(증가)	-244	-667	-552	-434	-214
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-15	-31
재무현금흐름	157	-417	-574	-129	-272
차입금의 증가(감소)	328	-30	-312	155	0
자본의 증가(감소)	-178	-387	-262	-387	-272
배당금의 지급	-178	-287	-262	-387	-272
총현금흐름	5,291	5,756	6,065	4,782	3,492
(-)운전자본증가(감소)	574	79	-262	150	49
(-)설비투자	2,703	2,251	2,288	2,376	2,395
(+)자산매각	-227	-653	-538	-427	-214
Free Cash Flow	1,787	2,772	3,500	1,829	833
(-)기타투자	1,682	1,975	2,658	1,800	64
잉여현금	105	797	842	29	769
NOPLAT	599	783	836	874	881
(+) Dep	2,370	2,441	2,451	2,599	2,691
(-)운전자본투자	574	79	-262	150	49
(-)Capex	2,703	2,251	2,288	2,376	2,395
OpFCF	-307	894	1,261	946	1,128

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,951	5,164	5,043	5,746	6,373
현금성자산	817	892	931	1,226	1,723
매출채권	2,096	1,980	1,932	2,231	2,274
재고자산	284	241	226	291	296
비유동자산	13,399	14,206	14,731	15,100	15,082
투자자산	1,909	1,707	1,816	1,833	1,897
유형자산	9,950	10,196	10,574	11,104	11,138
무형자산	1,541	2,303	2,342	2,163	2,047
자산총계	18,350	19,371	19,775	20,846	21,455
유동부채	4,328	5,074	4,818	5,344	5,425
매입채무	2,448	2,675	2,689	2,762	2,816
유동성이자부채	1,318	2,004	1,646	1,915	1,915
비유동부채	6,371	6,338	6,507	6,640	6,695
비유동이자부채	5,536	5,064	5,403	5,291	5,291
부채총계	10,699	11,412	11,325	11,984	12,120
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	3,969	4,364	4,867	5,280	5,754
자본조정	-5	-102	-112	-112	-112
자기주식	0	-100	-100	-100	-100
자본총계	7,651	7,959	8,450	8,862	9,336

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,069	1,632	1,519	1,616	1,736
BPS	16,891	17,574	18,701	19,648	20,733
DPS	450	550	650	650	680
CFPS	12,117	13,182	13,891	10,952	7,998
ROA(%)	2.6	3.8	3.4	3.4	3.5
ROE(%)	6.5	9.5	8.4	8.3	8.5
ROIC(%)	4.6	5.7	5.9	6.0	6.0
Multiples(x, %)					
PER	11.0	8.3	7.3	6.3	5.9
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	1.0	1.0	0.8	0.9	1.3
EV/EBITDA	3.4	3.5	3.1	2.8	2.6
배당수익률	3.8	4.0	5.9	6.4	6.7
안정성(%)					
부채비율	139.8	143.4	134.0	135.2	129.8
Net debt/Equity	78.9	77.6	72.4	67.5	58.7
Net debt/EBITDA	185.4	180.6	173.2	162.5	144.0
유동비율	114.4	101.8	104.7	107.5	117.5
이자보상배율(배)	5.9	6.4	6.0	4.5	5.5
자산구조(%)					
투하자본	83.3	84.3	83.9	82.7	80.1
현금+투자자산	16.7	15.7	16.1	17.3	19.9
자본구조(%)					
차입금	47.3	47.0	45.5	44.8	43.6
자기자본	52.7	53.0	54.5	55.2	56.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[LG유플러스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.11.08	2022.01.18	2022.02.03	2023.08.23	2023.08.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		21,000	21,000	21,000	유영술	13,500
일 시	2023.10.17	2023.11.08				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	13,500	13,500				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.11.08	Buy	21,000	-38.05	-29.76
2023.08.25	Buy	13,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%