

# LG유플러스(032640)

## 이동통신 ARPU 증가, 점유율 상승세 지속

2분기 실적은 마케팅비용 증가로 예상치 하회  
이동통신 가입자당 매출액은 7분기 만에 증가세 전환  
20년 수익성은 5G 매출 호조로 호전 예상

### Facts : 영업이익 예상치 하회 vs ARPU 증가세 전환

2분기 매출액은 고가의 5G 단말기 판매로 시장 예상치를 3.8% 상회했다. 하지만 영업이익은 1,486억원으로 10.4% 하회했다. 5G 가입자 유치경쟁 심화로 마케팅 비용이 전분기대비 10.3% 늘었기 때문이다. 서비스 매출액(단말기 판매 제외)은 전년동기대비 1.5% 증가했다. IPTV와 초고속인터넷이 각각 21.3%, 11% 늘어 매출 증가를 주도했다. 영업이익은 5G 관련 감가상각비와 마케팅비용이 늘어 29.6% 감소했다. 상반기 설비투자는 1조 68억원으로 전년동기대비 116.4% 늘었다. 이동통신 가입자당 매출액(ARPU)은 5G 출시로 전분기대비 0.4% 증가했다. 7분기 만의 증가세 전환으로 고무적이다.

### Pros & cons : 5G로 19년 매출 호조, 20년 수익성 회복

LG유플러스는 우월한 마케팅 역량과 M&A를 통해 성장성을 높여가고 있다. 첫째, 가입자 점유율 상승세가 이어질 전망이다. 지난 2년간 이동통신 가입자 점유율이 1.3%p 높아졌다. IPTV와 초고속인터넷 점유율도 각각 2.1%p, 1.5%p 상승했다. 6월 5G 가입자 점유율은 29%로 전체 이동통신 가입자 점유율 21.7%를 7.3%p 상회했다. 5G 시대에도 점유율 상승세가 이어지는 것이다. 둘째, IPTV는 M&A 및 제휴로 성장 여력을 높여 가고 있다. 18년 11월부터 IPTV에서 Netflix 콘텐츠를 제공해 가입자 증가세가 가속화되고 있다. 19년 4분기에 CJ헬로 인수로 유료방송 점유율이 12.2%에서 24.6%로 상승할 것이다. 규모의 경제 효과에 따른 시너지가 예상된다.

19년은 5G 관련 비용 증가로 수익성이 하락하나 20년부터는 매출이 크게 늘고 수익성이 호전될 것이다. 19년, 20년 유형, 무형자산 상각비(리스 회계변경 효과 제외)가 5G 투자로 각각 9.7%, 8.6% 증가할 전망이다. 19년 영업이익은 마케팅 비용 및 상각비 증가로 9.3% 감소할 것이다. 하지만 20년, 21년에는 서비스 매출액이 5G 영향으로 6%, 5.5% 증가하며 비용증가를 상쇄해 영업이익이 15%, 18.9% 증가할 전망이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 19,500원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/9)	1,938
주가(8/9)	12,450
시가총액(십억원)	5,436
발행주식수(백만)	437
52주 최고/최저(원)	18,300/12,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,247
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.0/39.0
주요주주(%)	LG 외 1 인 36.1
	국민연금 10.0

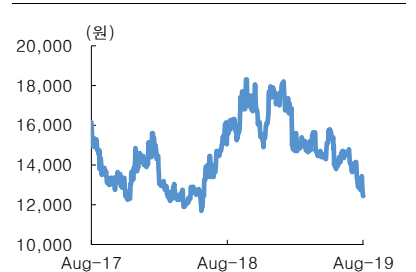
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	16.0	12.7	10.9
PBR(x)	1.1	0.8	0.7
ROE(%)	8.0	6.1	6.8
DY(%)	2.3	3.2	3.2
EV/EBITDA(x)	4.3	3.1	2.8
EPS(원)	1,103	977	1,138
BPS(원)	15,696	16,296	17,057

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.1)	(20.2)	(19.7)
KOSPI 대비(%p)	(3.6)	(9.2)	(3.8)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 양종인

jiyang@truefriend.com

**Action : 매수의견과 목표주가 19,500원 유지**

매수의견과 목표주가 19,500원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 18.2배(4G 출시 후 3년 평균을 33% 할인)를 적용해 산출했다. 5G 서비스, CJ헬로 인수 등으로 높은 성장성이 지속될 것이다. 20년부터는 매출호조로 수익성도 호전될 전망이다. 19년 예상 배당수익률이 3.2%에 달한다.

**<표 1> 2분기 실적과 컨센서스**

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	2,980.7	2,991.9	3,172.5	3,020.4	3,199.6	5.9	7.3	3,083.1
영업이익	211.1	228.1	104.1	194.6	148.6	(23.6)	(29.6)	165.8
영업이익률	7.1	7.6	3.3	6.4	4.6	(1.8)	(2.4)	5.4
세전이익	189.0	207.9	89.4	175.6	132.3	(24.7)	(30.0)	142.6
순이익	137.1	153.8	75.3	132.6	98.5	(25.7)	(28.1)	107.4

자료: LGU+, 한국투자증권, Quantiwise

**<표 2> 분기별 실적 추이 및 전망**

(단위: 천명, 십억원, 원, %)

	2018				2019F				2018	2019F	2Q19P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			QoQ	YoY Consensus	
이동통신 가입자수													
신규	854	894	918	875	903	1,023	1,026	1,026	3,541	3,978	13.3	14.4	
순증	227	267	294	157	271	296	266	266	945	1,098	9.2	10.6	
기말	13,410	13,677	13,971	14,128	14,398	14,694	14,959	15,225	14,127	15,225	2.1	7.4	
(5G)						387	761	1,114		1,114			
(LTE)	12,439	12,789	13,113	13,336	13,684	13,650	13,596	13,522	13,336	13,522	(0.2)	6.7	
(MVNO)	615	682	737	772	863	958	1,006	1,054	778	1,054	11.1	40.5	
(IoT)	1,597	1,686	1,828	1,970	2,382	2,537	2,693	2,848	1,861	2,848	6.5	50.5	
평균	13,296	13,544	13,824	14,050	14,263	14,546	14,827	15,092	13,655	14,676	2.0	7.4	
유선통신 가입자수													
IPTV	3,672	3,790	3,908	4,019	4,149	4,241	4,343	4,444	4,019	4,444	2.2	11.9	
초고속인터넷	3,881	3,946	4,010	4,038	4,111	4,170	4,229	4,289	4,022	4,289	1.4	5.7	
전화	4,598	4,566	4,539	4,511	4,459	4,415	4,372	4,329	4,485	4,303	(1.0)	(3.3)	
이동통신 ARPU													
(QoQ 증가율)	33,250	32,861	32,245	31,546	31,051	31,164	31,338	31,634	32,476	31,297	0.4	(5.2)	
	(5.9)	(1.2)	(1.9)	(2.2)	(1.6)	0.4	0.6	0.9					
매출액													
	2,979.9	2,980.7	2,991.9	3,172.5	3,020.4	3,199.6	3,214.4	3,277.8	12,125.1	12,712.2	5.9	7.3	3,083.1
서비스 매출액	2,270.0	2,343.1	2,325.7	2,405.6	2,314.4	2,378.0	2,394.9	2,458.3	9,344.5	9,545.5	2.8	1.5	
이동통신													
유선전화	1,334.6	1,341.3	1,350.8	1,411.5	1,344.7	1,374.1	1,377.9	1,407.6	5,438.2	5,504.3	2.2	2.4	
초고속인터넷	137.9	138.5	132.5	140.7	128.6	128.1	129.6	129.8	549.6	516.1	(0.4)	(7.5)	
IPTV	183.8	185.3	187.1	190.4	195.9	205.6	209.8	214.0	746.6	825.3	5.0	11.0	
상품(휴대폰)	202.1	205.5	244.2	233.6	250.2	249.2	257.7	265.0	885.4	1,022.1	(0.4)	21.3	
기타	709.9	637.6	666.2	766.9	706.0	821.6	819.5	819.5	2,780.6	3,166.7	16.4	0.0	
	1,121.5	1,110.1	1,077.3	1,196.3	1,101.0	1,242.6	1,239.4	1,261.4	4,505.3	4,844.3	12.9	11.9	
마케팅비용													
	513.4	508.0	498.9	546.1	512.2	564.8	556.4	551.8	2,066.4	2,185.2	10.3	11.2	
영업이익													
	187.7	211.1	228.1	104.1	194.6	148.6	163.9	155.8	730.9	662.9	(23.6)	(29.6)	165.8
지배주주순이익													
	115.5	137.1	153.8	75.3	132.6	98.5	105.0	90.4	481.6	426.5	(25.7)	(28.1)	107.4
EBITDA													
	604.2	626.3	640.2	532.2	689.9	651.1	689.8	714.2	2,402.8	2,745.0	(5.6)	4.0	

자료: LGU+, 한국투자증권

〈표 3〉 이동통신 가입자 순증 구성

(단위: 천명)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
순증(알뜰폰+자사 가입자)	179	189	151	230	261	292	154	271	298
알뜰폰	6	31	39	57	67	55	41	85	96
자사 가입자	173	159	112	173	194	237	112	187	203
사물인터넷(IoT)	73	72	61	106	90	142	32	87	155
자사 휴대폰	101	87	51	67	104	95	80	99	48

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 4〉 이동통신 누적, 순증 가입자 점유율

(단위: %)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
자사 누적 가입자(알뜰폰 제외) 점유율	22.2	22.3	22.4	22.5	22.5	22.7	22.8	23.0	23.0
누적 가입자(알뜰폰 포함) 점유율	20.4	20.5	20.6	20.7	20.8	21.1	21.2	21.4	21.7
자사 순증 가입자(알뜰폰 제외) 점유율	39.5	37.5	40.7	28.9	26.0	47.9	28.0	37.1	38.7

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 5〉 LGU+ 유료방송 가입자와 점유율 추이

(단위: 천명, %)

	4Q15	4Q16	4Q17	4Q18	1Q19	2Q19
유료방송	28,523	30,294	31,953	33,007	33,368	33,728
IPTV	12,698	14,071	15,389	16,599	16,963	17,325
LG 유플러스	2,658	3,062	3,546	4,019	4,149	4,241
(점유율)	9.3	10.1	11.1	12.2	12.4	12.6

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

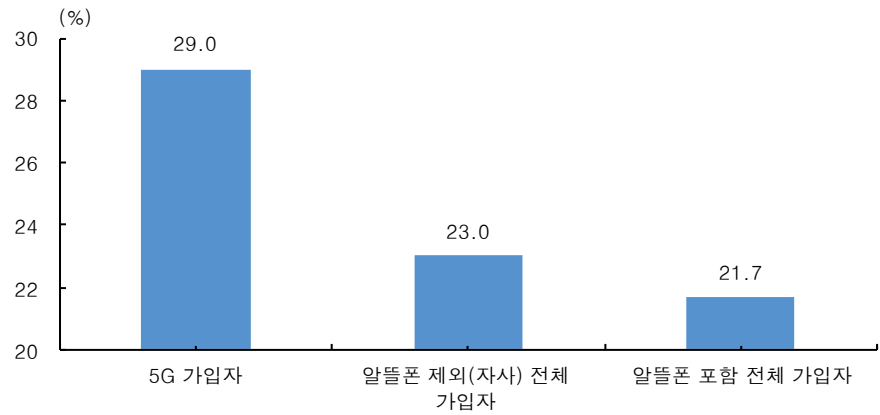
〈표 6〉 서비스별 ARPU

(단위: 원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
이동통신	35,400	35,743	35,316	33,250	32,861	32,245	31,546	31,051	31,164
IPTV	18,051	19,033	19,802	18,665	18,358	21,147	19,646	20,421	19,801
초고속인터넷	17,588	17,843	18,127	15,922	15,783	15,676	15,771	16,059	16,552
전분기대비(% QoQ)									
이동통신	1.1	(1.1)	(2.1)	(4.4)	(1.4)	(1.9)	(2.2)	(1.6)	0.4
IPTV	(0.4)	5.4	4.0	(5.7)	(1.6)	15.2	(7.1)	3.9	(3.0)
초고속인터넷	0.6	1.4	1.6	(12.2)	(0.9)	(0.7)	0.6	1.6	3.1

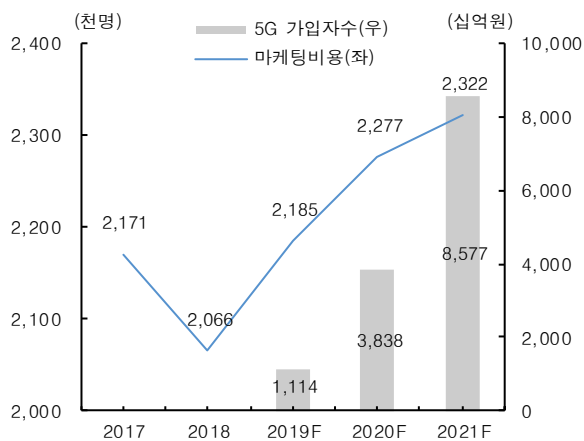
주: 2018년 이후는 IFRS-15 적용 기준  
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 6월 이동통신 가입자 점유율



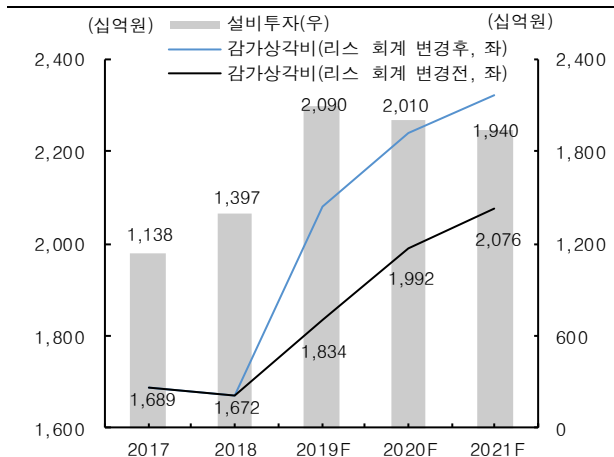
주: 전체 가입자는 2G, 4G, 5G 합산  
자료: 한국투자증권

[그림 2] 5G 가입자수와 마케팅비용



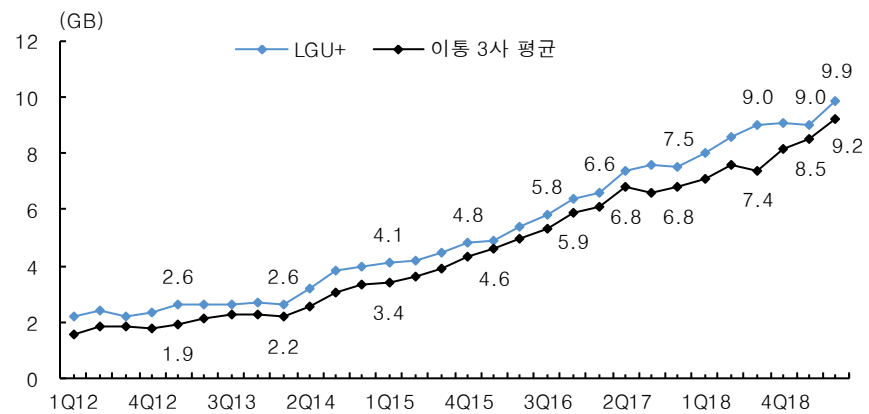
자료: LGU+, 한국투자증권

[그림 3] 설비투자과 감가상각비



자료: LGU+, 한국투자증권

[그림 4] LTE 가입자당 데이터 트래픽



자료: 과학기술정보통신부, LGU+, 한국투자증권

〈표 7〉 유료방송 사업자별 가입자 수 및 점유율

(단위: 천명, %, 십억원)

구분	사업자	가입자 수	시장점유율	방송 매출액
종합유선방송	CJ헬로	4,070	12.4	637.5
	티브로드	3,109	9.5	512.9
	딜라이브	2,012	6.1	371.8
	CMB	1,562	4.8	128.6
	현대HCN	1,360	4.2	206.5
	개별SO(9개사)	1,692	5.2	232.6
	(소계)	13,804	42.2	2,089.8
위성방송	KT스카이라이프	3,263	10.0	555.1
IPTV	KT	6,954	21.2	1,428.5
	SK브로드밴드	4,718	14.4	1,111.2
	LG유플러스	3,985	12.2	896.1
	(소계)	15,657	47.8	3,435.8
<b>합계</b>		<b>32,724</b>	<b>100.0</b>	<b>6,080.8</b>

주: 1. 2018년 기준

2. 2019년 말에 LG유플러스가 CJ헬로를 인수할 예정

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

LG유플러스는 2010년에 LG텔레콤이 LG데이콤과 그 자회사인 LG파워콤을 흡수합병해 출범. 최대주주는 (주)LG이며 36.0%의 지분 보유. 2018년 무선통신과 유선통신 매출 비중은 각각 59%, 41%. 무선통신, 초고속인터넷 시장 점유율은 각각 21.2%, 18.9%로 3위.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,073	4,247	4,437	4,548	4,747
현금성자산	450	379	381	268	280
매출채권및기타채권	2,094	1,880	1,971	2,080	2,171
재고자산	335	455	477	504	526
비유동자산	8,862	9,693	11,191	11,473	11,514
투자자산	79	89	940	992	1,035
유형자산	6,527	6,466	6,779	6,885	6,864
무형자산	957	1,706	1,970	2,012	1,960
자산총계	11,935	13,940	15,628	16,021	16,261
유동부채	3,665	3,833	4,703	4,895	4,857
매입채무및기타채무	2,588	2,541	2,664	2,812	2,935
단기차입금및단기사채	15	10	10	10	10
유동성장기부채	866	885	895	905	905
비유동부채	3,038	3,254	3,811	3,679	3,536
사채	2,036	1,726	2,226	2,026	1,826
장기차입금및금융부채	425	350	350	350	350
부채총계	6,702	7,087	8,513	8,574	8,393
지배주주지분	5,233	6,853	7,115	7,447	7,868
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,821	3,447	3,699	4,021	4,432
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,233	6,853	7,115	7,447	7,868

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	2,279	2,069	3,200	2,718	2,721
당기순이익	547	482	426	497	607
유형자산감가상각비	1,444	1,429	1,770	1,898	1,953
무형자산상각비	245	243	312	342	370
자산부채변동	(160)	(1,901)	688	(23)	(210)
기타	203	1,816	4	4	1
투자활동현금흐름	(1,358)	(1,594)	(3,533)	(2,467)	(2,313)
유형자산투자	(1,183)	(1,221)	(2,090)	(2,010)	(1,940)
유형자산매각	10	7	7	7	7
투자자산순증	(46)	(13)	(841)	(42)	(30)
무형자산순증	(148)	(395)	(577)	(384)	(318)
기타	9	28	(32)	(38)	(32)
재무활동현금흐름	(789)	(547)	335	(365)	(396)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(640)	(372)	510	(190)	(200)
배당금지급	(153)	(175)	(175)	(175)	(175)
기타	4	0	0	0	(21)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	133	(71)	3	(113)	12

주: 18년 이후 IFRS-1115, 19년 이후 IFRS-1116 적용

## 손익계산서

(단위: 십억원)

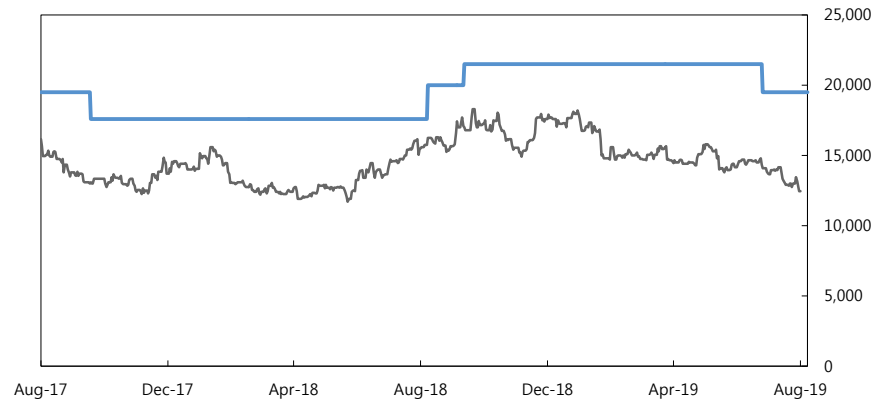
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,279	12,125	12,712	13,415	14,001
영업이익	826	731	663	762	907
금융수익	26	35	31	29	25
이자수익	26	34	31	28	25
금융비용	139	128	136	141	135
이자비용	117	101	110	115	108
기타영업외손익	(46)	10	11	12	12
관계기업관련손익	(1)	0	0	0	4
세전계속사업이익	667	648	570	662	810
법인세비용	120	167	144	166	202
연결당기순이익	547	482	426	497	607
지배주주지분순이익	547	482	426	497	607
기타포괄이익	12	10	10	10	10
총포괄이익	559	492	436	507	617
지배주주지분포괄이익	560	492	436	507	617
EBITDA	2,515	2,403	2,745	3,002	3,230

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,253	1,103	977	1,138	1,391
BPS	11,985	15,696	16,296	17,057	18,021
DPS	400	400	400	400	450
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.2	(1.3)	4.8	5.5	4.4
영업이익증가율	10.7	(11.5)	(9.3)	15.0	18.9
순이익증가율	11.1	(12.0)	(11.5)	16.5	22.3
EPS증가율	11.0	(12.0)	(11.4)	16.5	22.3
EBITDA증가율	4.8	(4.5)	14.2	9.4	7.6
수익성(%)					
영업이익률	6.7	6.0	5.2	5.7	6.5
순이익률	4.5	4.0	3.4	3.7	4.3
EBITDA Margin	20.5	19.8	21.6	22.4	23.1
ROA	4.6	3.7	2.9	3.1	3.8
ROE	10.9	8.0	6.1	6.8	7.9
배당수익률	2.9	2.3	3.2	3.2	3.6
배당성향	31.9	36.3	40.9	35.2	32.4
안정성					
순차입금(십억원)	2,826	2,523	3,027	2,946	2,731
차입금/자본총계비율(%)	63.9	43.4	48.9	44.2	39.3
Valuation(X)					
PER	11.2	16.0	12.7	10.9	9.0
PBR	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.6	4.3	3.1	2.8	2.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
LG유플러스 (032640)	2017.06.29	매수	19,500원	-23.2	-13.1
	2017.09.26	매수	17,600원	-23.4	-8.2
	2018.08.16	매수	20,000원	-19.1	-11.5
	2018.09.20	매수	21,500원	-26.7	-14.9
	2019.07.04	매수	19,500원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 9일 현재 LG유플러스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG유플러스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.