

LG유플러스 (032640)

형만큼 큰 동생

MVNO 1위 사업자를 향해

25년 MVNO 내 1위 사업자로 올라설 것으로 예상된다. 동사는 정채된 MNO 시장의 돌파구로 MVNO를 적극적으로 공략하고 있다. MVNO 시장점유율은 1Q19 10.7%에서 2Q23 33.8%까지 확대됐다. 2Q23 MVNO 내 휴대폰 점유율은 39.9%로 1위 사업자로 올라선 것으로 추정된다. 이제 IoT 회선 점유율 확대만 남았다. 23년부터 현대차와 기아를 통해 차량 관제 회선을 공급하면서 빠르게 점유율이 확대되고 있다. MVNO 내 IoT&2nd Device 점유율은 4Q22 19.1%에서 2Q23 26.1%로 두 분기만에 7%p를 확대했다. 휴대폰 가입자와 IoT 회선 증가 속도를 감안할 때 25년말 MVNO 시장점유율 43.1%로 1위 사업자로 올라설 것으로 기대된다.

24년 전망: 양적·질적 성장 지속

24년 연결 영업수익은 14.4조원(+1.8% YoY), 영업이익은 1.1조원(+5.4% YoY)으로 전망한다. 유무선 통신의 양적, 질적 성장을 바탕으로 비용 증가가 제한될 것이다. 5G 요금제 다변화에 따른 5G 전환 가속화에 따른 가입자 Mix 개선과 MVNO 휴대폰과 차량관제 회선을 중심으로 양적 성장이 예상된다. 동사는 10월 5일 온라인 너겟 요금제를 출시했다. 5G요금제의 최저 구간을 3만원으로 하향하고 요금제 16종을 신설했다. 핸드셋 기준 동사의 5G 침투율은 2Q23 59.6%로 경쟁사(SKT 63.2%, KT 67.5%)대비 낮다. 하지만 4G 가입자의 대부분이 저가 요금제로 추정돼 5G 저가 요금제 확대는 5G 전환율을 제고하는 원동력이 될 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시, 업종 Top Pick

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 예상 EBITDA에 3.1배(최근 3년 평균)를 적용해 산출했다. 주주환원 측면에서 배당수익률은 23~24년 예상 DPS 기준 6.3%이다. 12M fwd 기준 PER 6.4배, PBR 0.52배, EV/EBITDA 2.8배이다. 밴드 하단으로 과도한 저평가 구간이다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 13,000원 (I)
현재주가 (10/11) **10,340원**
상승여력 **26%**

시가총액	45,146억원
총발행주식수	436,611,361주
60일 평균 거래대금	79억원
60일 평균 거래량	772,479주
52주 고	12,150원
52주 저	9,910원
외인지분율	39.17%
주요주주	LG 외 2 인 37.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	0.7	(1.5)
상대	4.6	5.3	(11.9)
절대(달러환산)	(0.4)	(2.7)	5.6

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	35,614	1.7	3.9	35,808	-0.5
영업이익	2,709	-5.0	-6.0	2,863	-5.4
세전계속사업이익	2,089	-6.2	-15.5	2,314	-9.7
지배순이익	1,582	-5.4	-25.8	1,802	-12.2
영업이익률 (%)	7.6	-0.5 %pt	-0.8 %pt	8.0	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	-0.4 %pt	-1.8 %pt	5.0	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

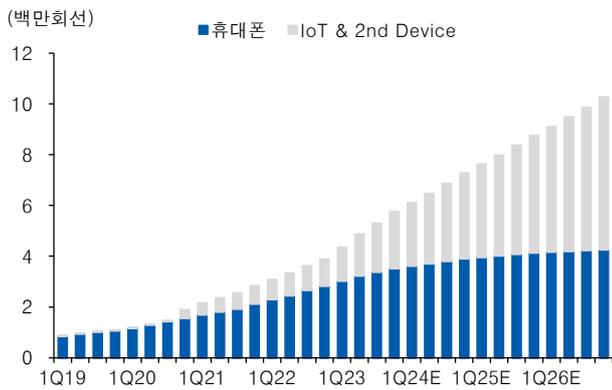
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	138,511	139,060	141,611	144,216
영업이익	9,790	10,813	10,861	11,444
지배순이익	7,123	6,631	6,903	7,257
PER	8.5	8.4	6.5	6.2
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.3	3.0	2.9
ROE	9.5	8.4	8.2	8.3

자료: 유안타증권

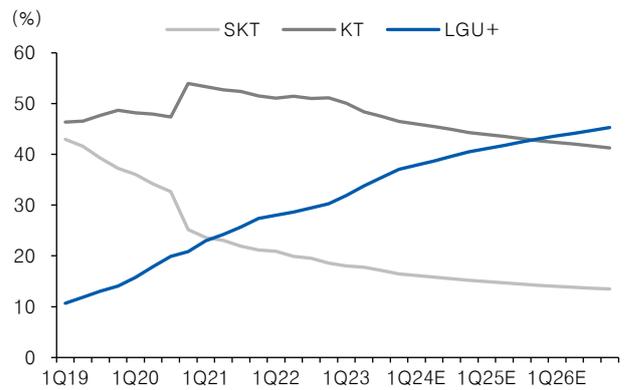
25년 MVNO 내 1위 사업자로 올라설 것으로 예상된다. 동사는 정체된 MNO 시장의 돌파구로 MVNO를 적극적으로 공략하고 있다. MVNO 시장점유율은 1Q19 10.7%에서 2Q23 33.8%까지 확대됐다. 2Q23 MVNO 휴대폰 시장점유율은 39.9%로 1위 사업자로 올라선 것으로 추정된다. 이제 IoT 회선 점유율 확대만 남았다. 23년부터 현대차와 기아를 통해 차량관계 회선을 공급하면서 빠르게 점유율이 확대되고 있다. MVNO IoT&2nd Device 시장점유율은 4Q22 19.1%에서 2Q23 26.1%로 두 분기만에 7%p를 확대했다. 휴대폰 가입자와 IoT 회선 증가 속도를 감안할 때 25년말 MVNO 시장점유율 43.1%로 1위 사업자로 올라설 것으로 기대된다.

[그림 1] LG 유플러스 MVNO 가입자 추정



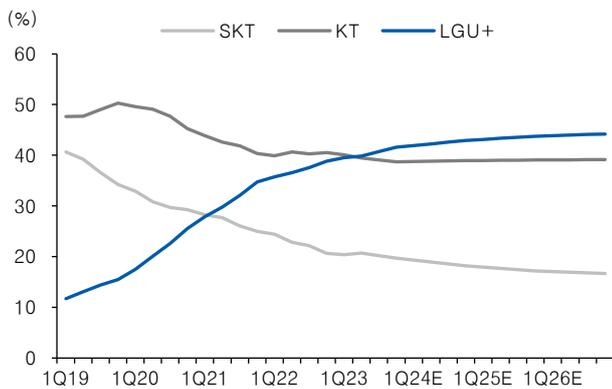
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] LG 유플러스 MVNO 시장 점유율 추이



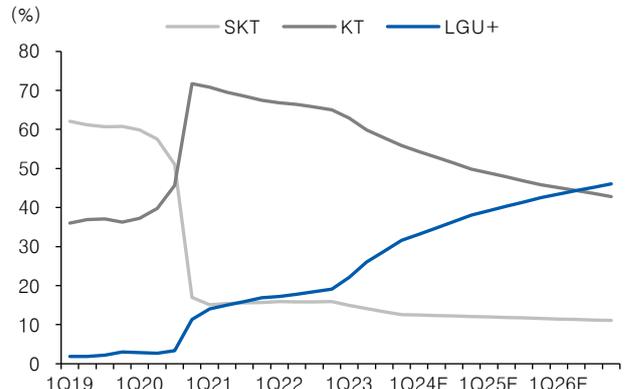
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] LG 유플러스 MVNO 휴대폰 시장점유율 전망(당사 추정)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] LG 유플러스 MVNO IoT&2nd Device 시장점유율 전망(당사 추정)



자료: 유안타증권 리서치센터

24년 연결 영업수익은 14.4조원(+1.8% YoY), 영업이익은 1.1조원(+5.4% YoY)으로 전망한다. 유무선 통신의 양적, 질적 성장을 바탕으로 비용 증가가 제한될 것이다. 5G 요금제 다변화에 따른 5G 전환 가속화에 따른 가입자 Mix 개선과 MVNO 휴대폰과 차량관제 회선을 중심으로 양적 성장이 예상된다. 동사는 10월 5일 온라인 너켓 요금제를 출시했다. 5G요금제의 최저 구간을 3만원으로 하향하고 요금제 16종을 신설했다. 핸드셋 기준 동사의 5G 보급률은 2Q23 59.6%로 경쟁사(SKT 63.2%, KT 67.5%)대비 낮다. 하지만 4G 가입자의 대부분이 저가 요금제로 추정돼 5G 저가 요금제 확대는 5G 전환율을 제고하는 원동력이 될 것이다. 비용 측면에서는 경쟁 지양 기조에 따른 마케팅비 감소 추세가 지속될 것으로 예상되며 감가상각비도 안정적인 수준에 머무를 것으로 예상된다.

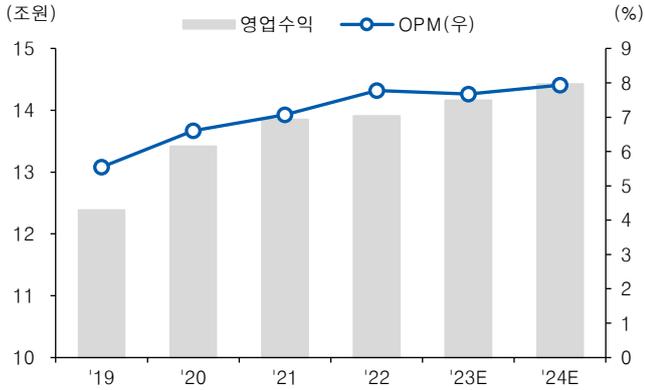
[표 1] LG 유플러스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	3,410	3,384	3,501	3,611	3,541	3,429	3,561	3,629	13,906	14,161	14,422
서비스수익	2,774	2,851	2,840	2,946	2,824	2,897	2,880	2,944	11,411	11,546	11,754
무선	1,518	1,544	1,546	1,574	1,561	1,576	1,643	1,649	6,182	6,429	6,594
스마트홈	582	580	591	593	594	603	612	611	2,345	2,421	2,490
기업	362	403	375	444	368	409	393	439	1,584	1,610	1,692
전화	98	99	95	102	93	92	90	89	395	363	348
LG 헬로비전	286	274	326	283	278	278	293	287	1,168	1,136	1,173
단말수익	636	534	661	665	717	532	681	685	2,495	2,570	2,622
영업비용	3,149	3,136	3,216	3,324	3,281	3,141	3,290	3,362	12,825	13,075	13,277
인건비	411	474	423	397	449	441	444	445	1,706	1,779	1,824
감가상각비	610	609	610	621	619	629	633	639	2,451	2,521	2,589
마케팅비용	610	568	581	591	552	555	578	595	2,350	2,325	2,342
영업이익	261	248	285	287	260	288	271	267	1,081	1,086	1,144
YoY %											
영업수익	-0.2	1.2	0.7	-0.0	3.9	1.3	1.7	0.5	0.4	1.8	1.8
서비스수익	3.1	3.0	2.0	4.2	1.8	1.6	1.4	-0.1	3.1	1.2	1.8
무선	1.4	2.3	1.5	3.3	2.8	2.1	6.3	4.7	2.1	4.0	2.6
스마트홈	9.7	7.6	3.9	4.7	2.2	4.0	3.7	3.1	6.4	3.2	2.8
기업	6.1	4.5	1.5	11.5	1.7	1.5	4.9	-1.0	6.0	1.6	5.1
전화	-6.2	-7.9	-6.5	-1.5	-5.7	-7.8	-5.2	-12.8	-5.5	-7.9	-4.4
LG 헬로비전	11.0	0.7	22.0	-0.5	-2.8	1.7	-10.2	1.6	8.1	-2.7	3.3
단말수익	-12.3	-7.8	-4.8	-15.3	12.8	-0.3	3.0	3.0	-10.3	3.0	2.0
영업비용	0.2	1.9	0.5	-3.7	4.2	0.2	2.3	1.1	-0.4	2.0	1.5
영업이익	-5.2	-7.5	3.0	81.1	-0.4	16.0	-5.0	-6.8	10.4	0.4	5.4
OPM	7.7	7.3	8.1	7.9	7.3	8.4	7.6	7.4	7.8	7.7	7.9

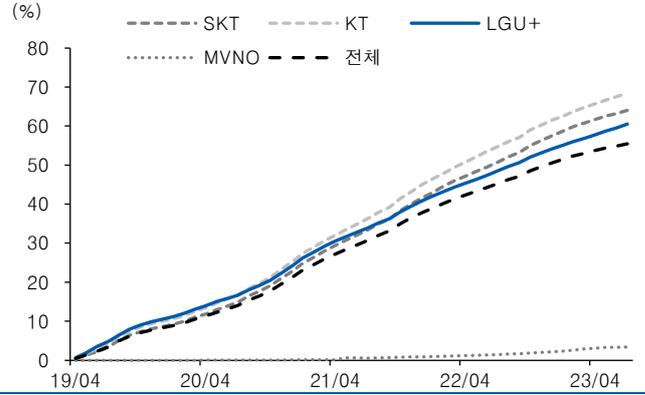
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] LG유플러스 연결 영업수익 및 영업이익률 전망



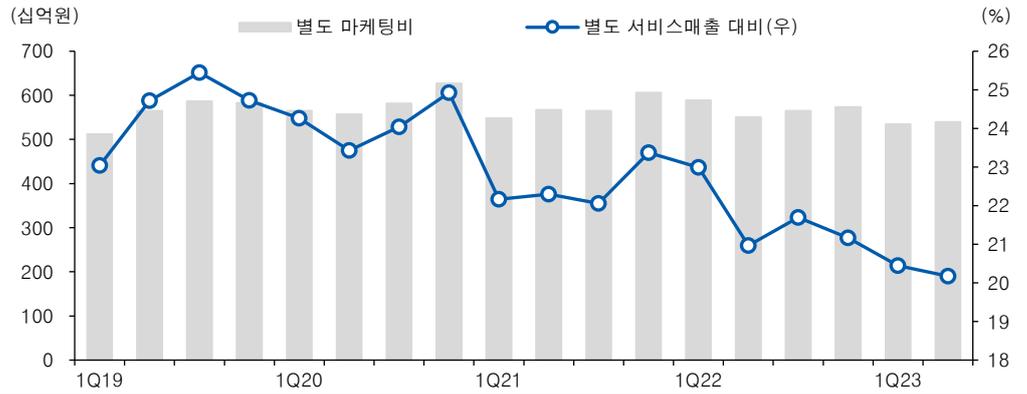
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 5G 보급률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

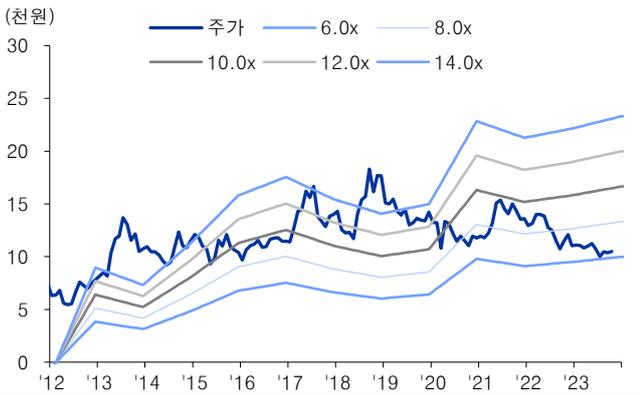
[그림 7] SK텔레콤 배당수익률 및 한국은행 기준금리 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

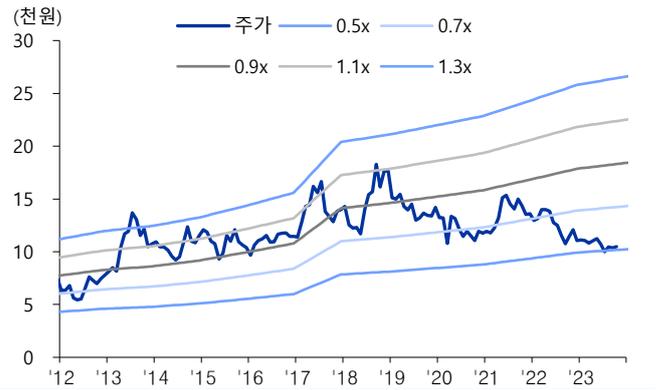
동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24년 예상 EBITDA 3,734억원에 3.1배(최근 3년 평균)를 적용해 산출했다. 무선통신에서 양적 성장을 주도하고 있는 MVNO 휴대폰과 차량관계 회선이 빠르게 증가하며 점유율 확대하면서 MVNO 전략이 효과를 보이면서 안정적이 실적 성장이 예상된다. 주주환원 측면에서 배당수익률은 23년 예상 DPS 기준 6.3%이다. 12M fwd 기준 PER 6.4배, PBR 0.52배, EV/EBITDA 2.8배이다. 모두 밴드 하단으로 과도한 저평가 구간이다.

[그림 8] LG 유플러스 12M fwd PER 밴드



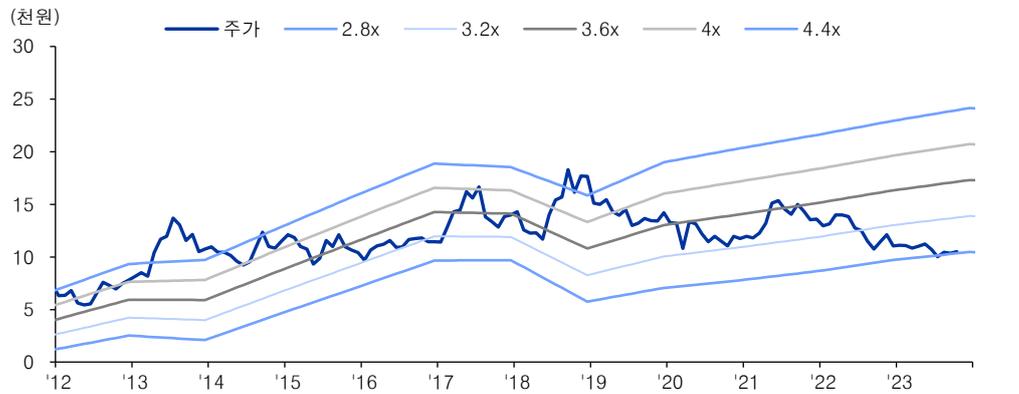
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] LG 유플러스 12M fwd PBR 밴드



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] SK 텔레콤 배당수익률 및 한국은행 기준금리 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

LG 유플러스 (032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	138,511	139,060	141,611	144,216	147,043
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	138,511	139,060	141,611	144,216	147,043
판매비	128,721	128,247	130,750	132,772	135,384
영업이익	9,790	10,813	10,861	11,444	11,659
EBITDA	34,202	35,324	35,732	36,827	37,119
영업외손익	-738	-2,244	-2,141	-2,232	-2,255
외환관련손익	-1	-14	-20	-20	-20
이자손익	-985	-1,294	-1,569	-1,343	-1,402
관계기업관련손익	23	33	0	0	0
기타	225	-970	-553	-869	-833
법인세비용차감전순이익	9,052	8,568	8,720	9,212	9,405
법인세비용	1,810	1,942	1,779	1,948	1,979
계속사업순이익	7,242	6,626	6,941	7,264	7,425
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,242	6,626	6,941	7,264	7,425
지배지분순이익	7,123	6,631	6,903	7,257	7,418
포괄순이익	6,938	7,533	7,848	8,170	8,332
지배지분포괄이익	6,819	7,499	7,813	8,134	8,295

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	34,045	35,050	35,212	36,039	36,249
당기순이익	7,242	6,626	6,941	7,264	7,425
감가상각비	20,711	20,950	21,431	21,863	22,014
외환손익	-1	-5	20	20	20
중속, 관계기업관련손익	-23	-33	0	0	0
자산부채의 증감	-20,138	-23,563	-22,535	-22,542	-22,571
기타현금흐름	26,254	31,075	29,354	29,434	29,360
투자활동 현금흐름	-29,448	-28,667	-28,209	-27,535	-25,420
투자자산	-345	-827	-154	-154	-154
유형자산 증가 (CAPEX)	-22,512	-22,884	-24,482	-23,808	-22,692
유형자산 감소	134	135	0	0	0
기타현금흐름	-6,725	-5,092	-3,574	-3,574	-2,574
재무활동 현금흐름	-4,165	-5,737	-4,968	-4,968	-4,968
단기차입금	-500	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	3,068	-284	700	700	700
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,865	-2,622	-2,836	-2,836	-2,836
기타현금흐름	-3,868	-2,831	-2,831	-2,831	-2,831
연결범위변동 등 기타	10	-3	-910	-2,905	-4,122
현금의 증감	441	643	1,124	632	1,739
기초 현금	7,262	7,703	8,346	9,470	10,102
기말 현금	7,703	8,346	9,470	10,102	11,841
NOPLAT	9,790	10,813	10,861	11,444	11,659
FCF	11,533	12,166	10,730	12,232	13,557

자료: 유안타증권

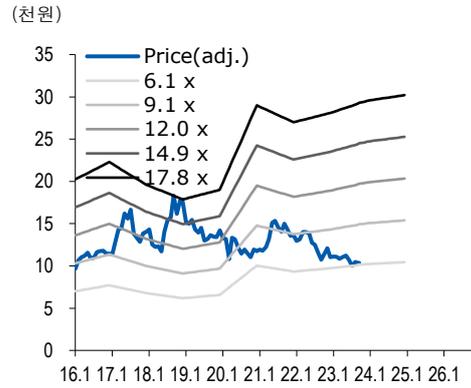
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	51,644	50,434	39,792	40,576	43,500
현금및현금성자산	7,703	8,346	9,470	9,887	11,412
매출채권 및 기타채권	19,800	19,322	18,963	19,288	19,641
재고자산	2,414	2,262	2,303	2,345	2,391
비유동자산	142,061	147,314	160,824	163,436	163,855
유형자산	101,961	105,741	108,792	110,736	111,414
관계기업등 지분관련자산	564	721	908	1,095	1,282
기타투자자산	1,046	1,762	1,762	1,762	1,762
자산총계	193,705	197,748	200,617	204,012	207,355
유동부채	50,737	48,178	45,774	45,804	45,836
매입채무 및 기타채무	26,755	26,891	26,136	26,167	26,199
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	17,746	14,272	14,272	14,272	14,272
비유동부채	63,383	65,073	65,156	65,856	66,556
장기차입금	11,031	12,156	12,356	12,556	12,756
사채	31,823	33,923	34,423	34,923	35,423
부채총계	114,120	113,251	110,929	111,659	112,392
지배지분	76,731	81,651	86,667	89,243	91,980
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,369	8,369	8,369	8,369	8,369
이익잉여금	43,641	48,665	52,774	54,443	56,273
비지배지분	2,854	2,845	3,020	3,110	3,205
자본총계	79,586	84,497	89,687	92,352	95,185
순차입금	59,467	59,000	58,576	58,859	58,035
총차입금	68,390	68,306	69,006	69,706	70,406

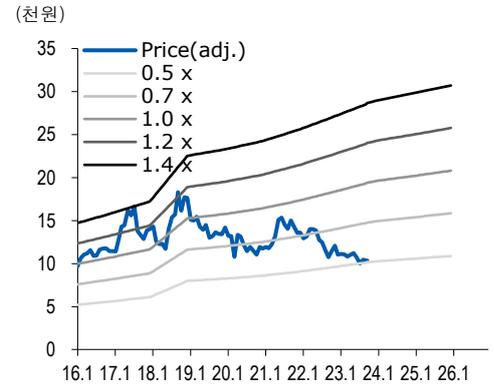
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,632	1,519	1,581	1,662	1,699
BPS	17,852	18,996	20,163	20,762	21,399
EBITDAPS	7,833	8,091	8,184	8,435	8,502
SPS	31,724	31,850	32,434	33,031	33,678
DPS	550	650	650	650	650
PER	8.5	8.4	6.5	6.2	6.1
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.3	3.0	2.9	2.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	3.2	0.4	1.8	1.8	2.0
영업이익 증가율 (%)	10.5	10.4	0.4	5.4	1.9
지배순이익 증가율 (%)	52.6	-6.9	4.1	5.1	2.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.1	7.8	7.7	7.9	7.9
지배순이익률 (%)	5.1	4.8	4.9	5.0	5.0
EBITDA 마진 (%)	24.7	25.4	25.2	25.5	25.2
ROIC	6.8	6.9	6.8	6.7	6.8
ROA	3.8	3.4	3.5	3.6	3.6
ROE	9.5	8.4	8.2	8.3	8.2
부채비율 (%)	143.4	134.0	123.7	120.9	118.1
순차입금/자기자본 (%)	77.5	72.3	67.6	66.0	63.1
영업이익/금융비용 (배)	6.4	6.0	5.1	6.1	6.0

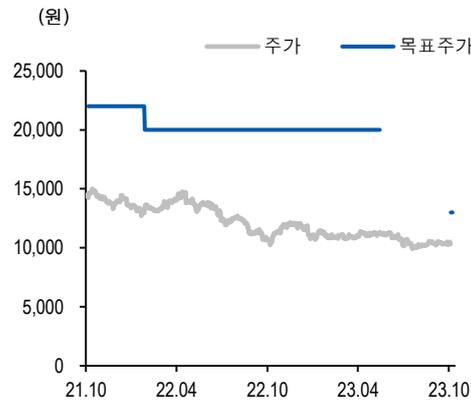
P/E band chart



P/B band chart



LG 유폴러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-10-12	BUY	13,000	1년		
2023-02-03	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-46.20	-42.95
2022-02-03	BUY	20,000	1년	-41.07	-26.25
2021-05-13	BUY	22,000	1년	-35.19	-27.73

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)	90.0
Hold(중립)	10.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-09

※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: 이승웅)
- 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.