

LG유플러스(032640)

BUY / TP 12,500원

놀라운 ARPU 상승세, 놀라운 실적

Analyst 황성진
02) 3787-2658
hsj@hmcib.com

Jr. Analyst 김영인
02) 3787-2126
youngin.kim@hmcib.com

현재주가 (4/30)	10,400원
상승여력	20.2%
시가총액	45,408억원
발행주식수	436,611천주
자본금/액면가	25,740억원/5,000원
52주 최고가/최저가	10,400원/5,130원
일평균 거래대금 (60일)	208억원
외국인지분율	21.87%
주요주주	LG 외 3 인 36.11%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	27.5 28.9 47.5
상대주가(%p)	30.1 28.9 42.7
당사추정 EPS	901원
컨센서스 EPS	678원
컨센서스 목표주가	10,624원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 기대를 크게 상회하는 1분기 실적, 매출 성장 지속, 마케팅비 지출 제한적, 영업이익 1,232억원(+85.1% YoY) 시현
- 고무적인 것은 매우 가파른 ARPU 상승세, 무선 ARPU 2.8%(QoQ) 상승, LTE 호조로 상승세 지속될 전망
- LTE로 인한 수익창출 본격화, 목표주가 12,500원으로 상향

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	91,864	2,793	846	14,689	164	-85.2	45.1	1.4	5.2	2.2
2012	109,046	1,268	-597	15,198	-122	적전	N/A	1.2	4.8	-1.6
2013F	120,455	6,617	3,936	20,582	901	흑전	11.5	1.4	3.7	10.0
2014F	128,714	8,632	5,735	22,710	1,314	45.7	7.9	1.2	3.1	13.1
2015F	134,073	9,723	6,896	23,770	1,579	20.2	6.6	1.0	2.7	14.0

* K-IFRS 연결 기준

기대치를 크게 상회하는 1분기 실적

LG유플러스의 1분기 실적이 기대치를 크게 상회하는 모습을 보였다. 1분기 매출액은 2조 8,597억원(+3.8% QoQ, +12.6% YoY)을 기록하였고, 영업이익은 1,232억원(+70.8% QoQ, +85.1% YoY)을 기록하였다. 폭발적인 LTE 가입자 증가에 따른 ARPU 증가가 매출 성장을 견인하였고, 영업정지 기간 중 마케팅 경쟁에도 불구하고, 영업정지 종료 이후 안정화된 시장 경쟁의 영향에 따라 마케팅비 집행이 제한적으로 나타나면서 호실적을 기록한 것이다. 세전이익 882억원과 당기 순이익 743억원을 기록함으로써, 전 분기 대비 모두 흑자전환 하였다. 영업외 손실폭 또한 크게 줄어들었는데 이는 단말할부채권 매각 규모 축소에 따른 영향이 가장 크게 작용하였다. 전반적으로 시장 예상치를 상회하는 호실적을 기록한 것으로 평가할 수 있다.

마케팅비 4Q 대비 7.7% 증가에 그친 4,497억원, 향후 마케팅비도 안정화 전망

시장에서 가장 우려했던 마케팅비 지출은 예상 범위를 크게 벗어나지 않았다. 1분기 순마케팅비 지출은 4,497억원으로 지난 4분기 대비 7.7% 증가하는데 그쳤다. 3사 영업정지 기간 중 시장 경쟁이 과열되었음에도 불구하고, 3월 중순 이후 시장 안정화에 따른 긍정적 영향이 작용한 것으로 보인다. 가입자당 유틸리티 비용 역시 19.5만원 수준으로 안정적으로 유지되었다. 최근 보조금 규제 강화 기조가 유지되고 있으며, 경쟁의 축이 서비스/요금 경쟁으로 전환되고 있는 점을 감안하면, 향후 마케팅비 지출 역시 안정적으로 유지될 것으로 판단된다.

〈표1〉 LG유플러스 2013년 1분기 실적 요약

(단위: 억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	1Q12	4Q12	1Q13P	(YoY)	(QoQ)	1Q13	대비	1Q13	대비
매출액	25,406	27,552	28,597	12.6%	3.8%	26,734	7.0%	28,080	1.8%
영업이익	665	721	1,232	85.1%	70.9%	926	33.0%	1,062	14.5%
세전이익	9	-156	882	9,700.0%	흑전	272	224.4%	603	46.2%
당기순이익	221	-112	743	236.2%	흑전	238	212.2%	500	48.5%

자료: LG유플러스, WISEFn, HMC투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 LG유플러스 분기실적 추이 및 전망

(단위 : 억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출액	25,406	27,877	28,212	27,552	28,597	29,986	30,422	31,451
무선수익	8,941	9,875	10,572	10,389	11,071	11,529	11,831	12,588
유선수익	7,498	7,596	7,482	7,718	7,395	7,633	7,774	7,962
TPS	2,998	2,998	2,877	2,927	2,927	3,070	3,158	3,277
데이터	3,277	3,370	3,384	3,647	3,350	3,477	3,560	3,655
전화	1,223	1,228	1,221	1,144	1,118	1,086	1,057	1,030
단말수익	8,893	10,351	10,128	9,403	10,063	10,790	10,780	10,863
영업이익	665	-15	-103	721	1,232	1,488	1,797	2,101
영업이익률	2.6%	-0.1%	-0.4%	2.6%	4.3%	5.0%	5.9%	6.7%
세전이익	9	-514	-632	-156	882	954	1,317	1,671
세전이익률	0.0%	-1.8%	-2.2%	-0.6%	3.1%	3.2%	4.3%	5.3%
순이익	221	-321	-384	-112	743	763	1,054	1,337
순이익률	0.9%	-1.2%	-1.4%	-0.4%	2.6%	2.5%	3.5%	4.3%

자료 : LG유플러스, HMC투자증권
 주 : K-IFRS 연결 기준

더욱 놀라운 것은 매우 가파른 ARPU 상승세, 1분기 ARPU 2.8%(QoQ) 상승

LG유플러스의 1분기 성과에서 가장 고무적인 것은 ARPU 상승세가 매우 가파르게 진행되고 있다는 점이다. 1분기 기준 무선 ARPU는 31,963억원으로 전 분기 대비 2.8% 성장하였다. 1분기 상대적으로 음성통화가 줄어드는 비수기임에도 불구하고, 스마트폰 가입자 증가에 따른 계절성 희석화, LTE 가입자 증가에 따른 가입자 믹스 개선 등의 이유로 높은 성장세를 보인 것이다. 이는 경쟁사 대비 우월한 상승세를 보인 것인데, LTE 가입자 비중이 가장 높다는 점을 감안하면 차별화된 ARPU 상승세는 당분간 지속될 것으로 전망된다. 참고로 1분기 현재 LTE 가입자 ARPU는 47,000원 수준이다.

최근 출시한 음성 무제한 요금제 역시 향후 ARPU 상승에 기여할 것으로 전망된다. 현재 약 30만명의 가입자가 음성 무제한 요금제에 가입하였는데, 이 중 90% 이상이 69,000원 이상 요금제에 가입하고 있는 것으로 파악되고 있다. 비록 음성 무제한에 따른 접속료 부담은 수반될 것이나, 최근 전반적인 음성 MOU가 하락하는 추세에 있다는 점을 감안하면, 접속료 증가 부담은 명목 ARPU 상승분으로 충분히 상쇄 가능할 것으로 판단된다.

유선 부문은 IPTV의 성장세가 돋보여

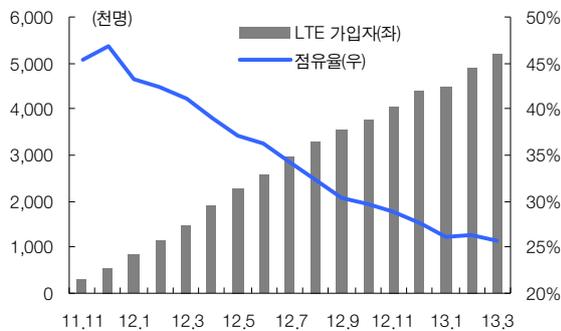
한편 유선 부문에서는 IPTV 부문의 성장세가 돋보이고 있다. 1분기 말 IPTV 가입자는 118만 명으로 전 분기 대비 11.9% 가량 증가하였다. 최근 유료방송 시장에서 결합상품 선호도가 크게 증가하면서, SO진영 대비 IPTV 진영의 경쟁력이 높아지고 있다는 점을 감안하면 TV 부문의 성장세 또한 당분간 지속될 전망이다. 최근 통신시장의 경쟁이 무선에 집중되면서, 기타 유선부문의 경쟁 안정화 국면이 꾸준히 이어지고 있어, 낮은 획득비용으로 가입자를 유인할 수 있는 긍정적 효과가 기대된다.

LTE로 인한 수익 창출이 본격화되고 있다. 목표주가 12,500원으로 상향

그 동안 시장이 LG유플러스에게 가져왔던 질문은 LTE 시장에서의 경쟁력을 유지하면서, 동시에 수익성이 개선되는 모습을 보여줄 수 있는지 여부였다. 2012년이 성장과 경쟁력 확보를 위해 LTE 가입자를 모으는데 그쳤던 시기였다면, 2013년은 누적된 LTE 가입자를 바탕으로 성장과 동시에 수익성 창출 또한 본격화되는 시기라고 정의하는 것이 타당하다. 1분기 실적에서 보여준 것은 바로 1) LTE 가입자, ARPU의 상승을 통해 성장동력은 꾸준히 유지되고 있으며, 2) 수익성 역시 개선되는 모습을 보여주고 있다는 점이다.

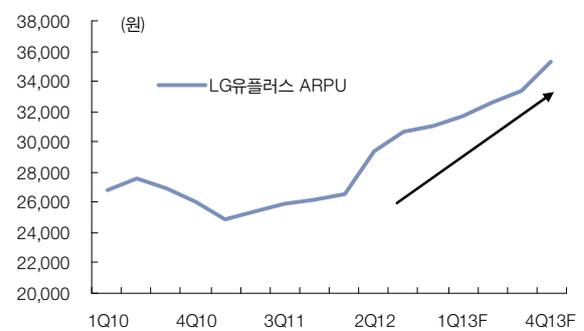
그 동안 통신업체 실적 악화의 주범으로 작용했던 마케팅비 급증 가능성 역시 제한적일 것으로 보인다. 최근 정책당국의 보조금 규제 기조와 신 요금제 출시를 통한 경쟁 패러다임의 변화 기조를 감안하면 극도로 심화된 마케팅 경쟁이 재현될 가능성은 낮기 때문이다. 한편 Overhang 이슈가 현실화될 가능성은 상존하나, 현재의 흐름이라면 크게 주가에 부정적으로 작용할 가능성은 높지 않아 보인다. LTE 모멘텀에 따른 본격적인 수익성 창출 여부에 주목해야 할 시점이다. 올해부터 배당 역시 재개될 것으로 예상된다는 점 역시 긍정적이다. LG유플러스에 대한 투자이견 BUY를 유지하며, 목표주가를 12,500원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 1,037원에 Target PE Multiple 12배를 적용한 값이다.

〈그림1〉 LTE 가입자 증가세에는 이견이 없음



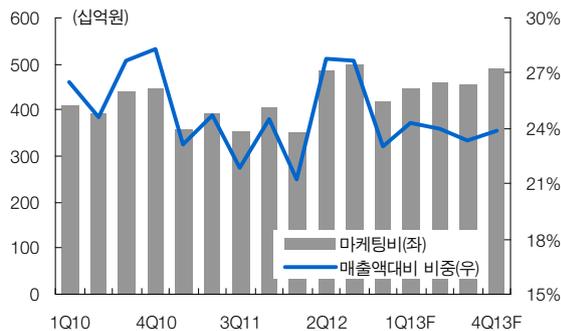
자료 : LG유플러스, HMC투자증권

〈그림2〉 무선 ARPU의 가파른 상승세



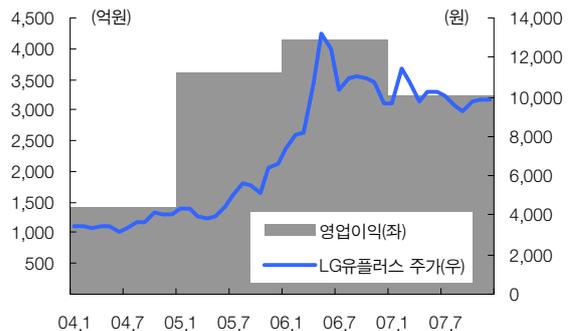
자료 : LG유플러스, HMC투자증권

〈그림3〉 마케팅비 지출 급등 가능성은 제한적



자료 : LG유플러스, HMC투자증권

〈그림4〉 04~07 MNP초창기의 주가상승에 대한 기억



자료 : LG유플러스, HMC투자증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	91,864	109,046	120,455	128,714	134,073
증가율 (%)	15.2	18.7	10.5	6.9	4.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	91,864	109,046	120,455	128,714	134,073
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	15.2	18.7	10.5	6.9	4.2
판매관리비	89,071	107,779	113,838	120,082	124,350
판매비율(%)	97.0	98.8	94.5	93.3	92.7
EBITDA	14,689	15,198	20,582	22,710	23,770
EBITDA 이익률 (%)	16.0	13.9	17.1	17.6	17.7
증가율 (%)	6.2	3.5	35.4	10.3	4.7
영업이익	2,793	1,268	6,617	8,632	9,723
영업이익률 (%)	3.0	1.2	5.5	6.7	7.3
증가율 (%)	116.0	-54.6	421.8	30.5	12.6
영업외손익	-1,120	-2,568	-1,805	-1,553	-1,207
금융수익	713	703	1,066	1,087	1,050
금융비용	1,847	3,072	2,917	2,765	2,363
기타영업외손익	14	-199	46	125	106
중속/관계기업관련손익	12	7	13	17	17
세전계속사업이익	1,685	-1,292	4,824	7,097	8,533
세전계속사업이익률 (%)	1.8	-1.2	4.0	5.5	6.4
증가율 (%)	-70.3	적전	흑전	47.1	20.2
법인세비용	838	-696	927	1,419	1,707
계속사업이익	847	-596	3,896	5,678	6,827
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	847	-596	3,896	5,678	6,827
당기순이익률 (%)	0.9	-0.5	3.2	4.4	5.1
증가율 (%)	-85.1	적전	흑전	45.7	20.2
지배주주지분 순이익	846	-597	3,936	5,735	6,896
비지배주주지분 순이익	0	1	-40	-58	-69
기타포괄이익	-223	-175	-316	0	0
총포괄이익	623	-771	3,581	5,678	6,827

(단위: 억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	2,976	18,747	20,619	20,481	19,708
당기순이익	847	-596	3,896	5,678	6,827
유형자산 상각비	9,345	10,972	13,106	13,299	13,344
무형자산 상각비	2,551	2,959	860	778	703
외환손익	5	-4	-3	-15	0
운전자본의 감소(증가)	-10,731	4,405	2,506	511	-1,408
기타	959	1,011	254	230	242
투자활동으로인한현금흐름	-16,937	-19,856	-14,829	-13,780	-13,317
투자자산의 감소(증가)	-11	-79	-133	-28	-35
유형자산의 감소	293	245	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,565	-19,458	-15,041	-13,501	-13,001
기타	-3,654	-564	345	-251	-281
재무활동으로인한현금흐름	9,774	3,334	-3,750	-6,705	-3,555
차입금의 증가(감소)	10,467	6,928	-3,200	-2,500	-1,200
사채의 증가(감소)	-2,935	-398	-4,750	-500	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,514	-649	0	-655	-655
기타	3,756	-2,547	4,200	-3,050	-1,700
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4,187	2,225	2,039	-4	2,836
기초현금	5,375	1,188	3,414	5,453	5,449
기말현금	1,188	3,414	5,453	5,449	8,285

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	26,232	25,729	28,366	29,154	33,003
현금성자산	1,188	3,414	5,453	5,449	8,285
단기투자자산	341	404	460	478	498
매출채권	19,073	15,708	15,089	15,668	16,337
재고자산	3,722	3,464	4,514	4,687	4,887
기타유동자산	1,908	2,739	2,851	2,872	2,995
비유동자산	84,253	85,158	85,399	84,868	83,875
유형자산	56,315	60,788	62,723	62,925	62,582
무형자산	11,539	8,908	8,086	7,308	6,605
투자자산	957	1,043	1,189	1,235	1,287
기타비유동자산	15,442	14,419	13,401	13,400	13,401
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	110,485	110,887	113,765	114,022	116,878
유동부채	39,604	35,375	41,947	39,953	37,574
단기차입금	2,700	500	700	400	0
매입채무	6,374	4,566	5,241	5,442	5,674
유동성장기부채	10,243	9,718	13,718	10,968	9,668
기타유동부채	20,287	20,591	22,288	23,143	22,232
비유동부채	32,287	38,027	30,753	27,981	27,045
사채	12,363	11,965	7,215	6,715	6,715
장기차입금	13,598	20,590	17,390	14,890	13,690
장기금융부채 (리스포함)	265	201	201	201	201
기타비유동부채	6,061	5,271	5,947	6,175	6,439
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	71,892	73,402	72,700	67,934	64,618
지배주주지분	38,578	37,468	41,089	46,168	52,410
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,366	8,366	8,366	8,366	8,366
자본조정 등	-7,039	-41	-41	-41	-41
기타포괄이익누계액	-103	-70	-386	-386	-386
이익잉여금	11,613	3,474	7,410	12,490	18,731
비지배주주지분	16	17	-23	-80	-150
자본총계	38,594	37,485	41,066	46,088	52,260

(단위: 원,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	165	-122	892	1,300	1,564
EPS(지배순이익 기준)	164	-122	901	1,314	1,579
BPS(자본총계 기준)	5,256	6,545	7,554	8,882	10,457
BPS(지배자본 기준)	5,252	6,541	7,559	8,900	10,491
DPS	150	0	150	150	150
PER(당기순이익 기준)	44.8	N/A	11.7	8.0	6.6
PER(지배순이익 기준)	45.1	N/A	11.5	7.9	6.6
PBR(자본총계 기준)	1.4	1.2	1.4	1.2	1.0
PBR(지배자본 기준)	1.4	1.2	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(Reported)	5.2	4.8	3.7	3.1	2.7
배당수익률	2.0	0.0	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준) 증가율	-85.2	적전	흑전	45.7	20.2
EPS(지배순이익 기준) 증가율	-85.2	적전	흑전	45.7	20.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.2	-1.6	9.9	13.0	13.9
ROE(지배순이익 기준)	2.2	-1.6	10.0	13.1	14.0
ROA	0.9	-0.5	3.5	5.0	5.9
안정성 (%)					
부채비율	186.3	195.8	177.0	147.4	123.6
순차입금비율	97.5	104.5	81.1	59.1	41.1
이자보상배율	1.7	0.6	3.1	4.5	6.0

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/05/04	BUY	8,500	12/08/01	BUY	8,500
11/07/15	BUY	7,500	12/08/28	BUY	8,500
11/08/01	BUY	7,500	12/09/03	BUY	10,000
11/09/02	BUY	7,000	12/10/09	BUY	10,000
11/10/19	BUY	8,500	12/11/02	BUY	10,000
11/10/28	BUY	8,500	13/01/14	BUY	10,000
11/11/02	BUY	8,500	13/01/31	BUY	10,000
12/01/18	BUY	8,500	13/03/20	BUY	10,000
12/01/31	BUY	8,500	13/04/12	BUY	10,000
12/04/19	BUY	8,500	13/04/18	BUY	10,000
12/05/10	BUY	8,500	13/05/02	BUY	12,500
12/06/14	BUY	8,500			

▶ 최근 2년간 LG유플러스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 황성진, 김영인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.