



 **LG전자**

 **LG이노텍**

 **LG디스플레이**

 **LG화학**

 **LG생활건강**

 **LG생명과학**

 **LG U+**

자회사로 풀어보는 LG

지주/통신서비스. 최관순 | 3773-8812

제약. 하태기 | 3773-8872

반도체/디스플레이. 김영우 | 3773-9244

에너지/화학. 손지우 | 3773-8827

화장품/생활소비재. 이승욱 | 3773-9015

휴대폰/전기전자. 박형우 | 3773-8889

Contents

Summary	2
1. LG(003550/KS)	3
2. LG 전자(066570/KS)	22
3. LG 이노텍(011070/KS)	32
4. LG 디스플레이(034220/KS)	39
5. LG 화학(051910/KS)	46
6. LG 생활건강(051900/KS)	50
7. LG 생명과학(068870/KS)	56
8. LG 유플러스(032640/KS)	60

지주회사 LG 의 저평가 요인 해소 전망

지주회사 LG 주가는 NAV 대비 할인율이 40%를 상회하는 저평가가 지속되고 있다. LG 저평가의 이유는 ① 국내 최초 지주회사로서, 승계 등의 이슈가 부각되지 않는 안정적인 지배구조를 유지하고 있으며 ② 자회사의 산업 내 지배력이 타 지주사 대비 낮은 편이고 ③ 단기적으로 자회사의 상장이슈가 없는 등 Hidden Value 부재에 기인한다. 하지만 2016년 하반기부터 비상장 자회사의 실적개선과 상장 자회사의 신규 비즈니스 성장성이 확대됨에 따라 LG의 저평가 요인이 해소되고 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다

비상장 자회사의 실적개선

LG 비상장 자회사인 LG CNS는 효율적인 비용통제와 ESS(Energy Storage System), 전기차 충전인프라 등 신규 비즈니스 확대로 2016년 실적 턴어라운드가 예상되며, 서브원은 사이언스파크, LG 디스플레이 파주공장 등 건설부문의 높은 성장세가 지속되고 있고, LG 실트론은 300mm 웨이퍼 출하량 확대의 제품 믹스 개선효과로 실적 개선 가능성이 높다고 판단한다

상장자회사의 성장동력 확대

2016년부터 열릴 2세대 전기차 시장에서 압도적인 원가경쟁력과 고객사를 보유하고 있는 LG 화학과 VC(Vehicle Components) 사업부에서 17조 원의 수주잔고를 확보하고 향후 3년간 연평균 37%의 매출성장이 예상되는 LG 전자는 본격적인 전기차 관련 성과가 확인될 것으로 예상한다. '후'와 '숨' 등 화장품 중심으로 매출성장이 기대되는 LG 생활건강, 필러와 당뇨병치료제의 고성장과 바이오시밀러 신약 개발이 진행중인 LG 생명과학, 가입자 양적/질적 개선이 예상되는 LG 유플러스 등 대부분 상장 계열사의 성장 잠재력이 높다고 판단한다

LG(003550/KS)

자회사로 풀어보는 LG

매수(유지)

T.P 91,000 원(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

타 지주사 대비 높은 할인율로 거래되고 있는 LG는 전기차, 신재생에너지 등의 신규 포트폴리오 구축을 통해 장기 성장 동력을 확보하였으며, 비상장 자회사의 실적 개선과 더불어 상장 자회사의 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다. 이에 따라 지주회사 LG의 NAV 대비 할인율은 점진적으로 축소될 전망이며, 주가 상승이 탄력을 받을 것으로 예상한다

LG의 NAV 대비 할인율 축소 전망

LG의 NAV 대비 할인율은 40%를 상회하는데 이는 타 지주사 대비 높은 할인율이다. 자회사의 산업 내 낮은 시장 지배력과 Hidden Value 부재에 기인한다. 하지만 신재생에너지, 전기차 등의 그룹 포트폴리오 개선으로 그룹 성장동력을 확보하고 있으며, 비상장 자회사의 실적 개선과 상장자회사의 주가 상승 가능성이 확대됨에 따라 LG의 할인율은 점차 축소될 전망이다

전기차, LG 성장 포트폴리오의 핵심

LG의 신규 포트폴리오 중 전기차 관련 그룹 내 수직계열화에 주목할 필요가 있다. 2016년 현재 LG 전자와 LG 이노텍의 전기차 관련 수주잔고는 각각 17조원, 6.2조원인데 향후 두 자릿수 성장을 예상한다. 단기적인 이익 기여 시기는 다소 지연되겠으나 수년간 정체된 LG 그룹 포트폴리오에 높은 성장을 기대할 수 있는 부분이 추가된다는 측면에서 의미 있다고 판단한다

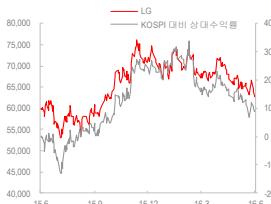
자회사 실적 개선과 밸류에이션 매력

주요 자회사의 실적개선이 예상되는 가운데 PER 9.7 배, PBR 0.8 배라는 LG 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 전망한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	97,992	98,654	99,682	106,526	114,107	119,390
yoy	%	1.1	0.7	1.0	6.9	7.1	4.6
영업이익	억원	11,539	10,441	11,380	13,591	14,223	14,944
yoy	%	-6.3	-9.5	9.0	194	4.7	5.1
EBITDA	억원	14,778	13,469	14,470	16,515	16,836	17,055
세전이익	억원	10,790	9,557	10,754	13,008	13,852	14,801
순이익(지배주주)	억원	8,961	8,445	9,442	11,414	12,161	13,000
영업이익률%	%	11.8	10.6	11.4	12.8	12.5	12.5
EBITDA%	%	15.1	13.7	14.5	15.5	14.8	14.3
순이익률	%	8.5	8.5	9.5	10.8	10.7	11.0
EPS	원	5,808	4,770	5,369	6,490	6,915	7,391
PER	배	11.0	12.8	13.2	9.7	9.1	8.5
PBR	배	1.0	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	8.5	9.0	9.3	6.6	5.8	5.1
ROE	%	7.8	7.0	7.5	8.5	8.5	8.5
순차입금	억원	7,618	10,486	6,726	-4,261	-16,323	-27,815
부채비율	%	36.7	37.7	36.2	34.9	34.1	33.8

주가 및 상대수익률

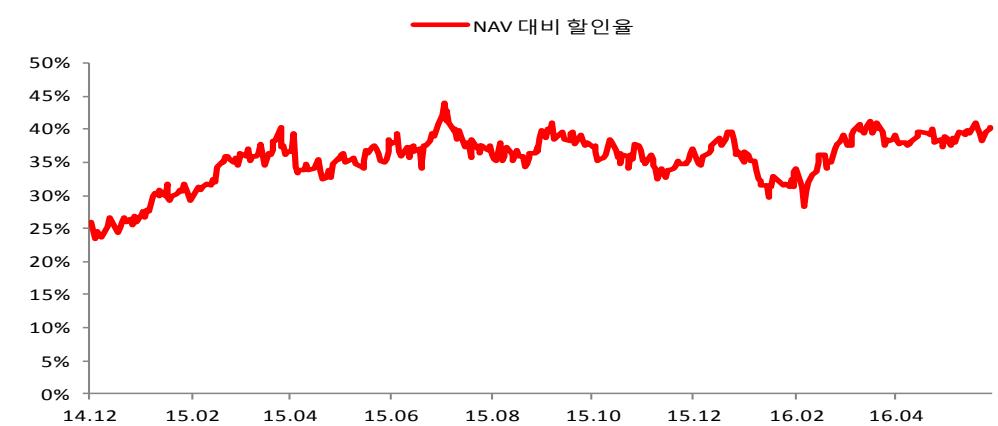


주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-5.7%
6개월	-12.8%	-12.0%
12개월	5.0%	9.2%

1. Valuation

현재 LG 의 주가는 NAV 대비 40%를 상회하는 할인율로 거래되고 있다. LG 가 전통적으로 NAV 대비 높은 할인을 받는 것은 ① 국내 최초 지주회사로서, 승계 등의 이슈가 부각되지 않는 안정적인 지배구조를 유지하고 있으며 ② 자회사의 산업 내 지배력이 타 지주사 대비 낮은 편이고 ③ 단기적으로 자회사의 상장이슈가 없는 Hidden Value 부재 때문이다

LG NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

하지만 LG 의 모든 할인요건을 고려한다고 하더라도 현주가는 현저하게 저평가되어 있다고 판단한다. LG 그룹의 전기차와 신재생 포트폴리오는 향후 그룹 성장 동력이 될 가능성이 높으며, 비상장 자회사의 실적 개선, 상장자회사의 주가 상승이 지주회사 현재 주가에 반영되지 않았다고 판단하기 때문이다

LG 의 목표주가로 91,000 원을 유지한다. NAV 대비 30% 할인을 적용했으며 비상장사는 장부가치, 상장사는 시가총액을 적용하여 산정하였다. 특히 비상장 자회사인 LG CNS, 서브원 등은 현재 6,000 억원을 하회하는 장부가치 이상의 가치로 평가할 수 있고 중장기적으로 상장 가능성도 있어 LG 의 Hidden Value 라고 판단한다

LG 목표주가 산정		(단위: 억원, 주, 원)
구분	내용	
자체사업 가치		26,092
자회사 가치		128,822
순차입금		-3,586
적정 시가총액		158,499
발행주식수		172,557,131
목표주가		91,853
현주가		62,700
상승여력		46.5%

자료: SK 증권

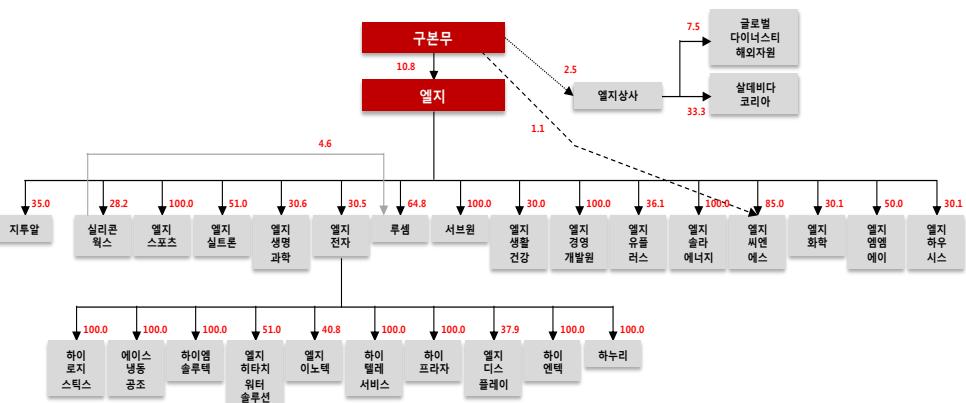
주1: 자체사업가치는 2016년 예상 브랜드로열티에 10배 적용하여 산정

주2: 순차입금은 2016년 3월말 LG 별도 기준

LG 보유 자회사 가치					(단위: 억원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LG전자	87,715	33.7%		29,534
	LG화학	172,305	33.5%		57,774
	LG하우시스	11,299	33.5%		3,789
	LG생활건강	165,709	34.0%		56,391
	LG생명과학	12,184	30.4%		3,708
	LG유플러스	45,626	36.0%		16,446
	지투알	1,410	35.0%		493
	실리콘웍스	5,701	33.1%		1,886
	LG자사주	108,193	0.1%		59
비상장	LG MMA		50.0%	1,154	1,154
	LG실트론		51.0%	2,396	2,396
	루셈		64.8%	294	294
	LG CNS		85.0%	3,305	3,305
	서브원		100.0%	2,501	2,501
	LG경영개발원		100.0%	172	172
	LG스포츠		100.0%	1,061	1,061
	LG Holdings Japan Co., Ltd.		100.0%	1,910	1,910
	기타			1,161	1,161
합계					184,031
할인율					30%
자회사 가치					128,822

자료: SK 증권

LG 그룹 지배구조 요약



자료: SK 증권

2. 실적전망

2016년 LG 실적은 매출액 10조 6,526 억원(6.9% YoY), 영업이익 1조 3,591 억원(19.4% YoY, OPM: 12.8%)으로 예상한다. 실적 개선은 지주부문의 배당금 수익확대와 LG CNS의 텐어라운드에 기인한다

LG 분기별 실적 전망											(단위: 억원)
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	21,539	24,151	25,910	28,082	23,524	25,991	27,663	29,348	99,682	106,526	114,107
LG지주회사	3,033	875	902	931	3,465	881	908	940	5,741	6,193	6,667
배당금수익	2,144	-	-	-	2,609	-	-	-	2,144	2,609	2,951
상표권사용수익	633	616	644	675	603	622	649	683	2,568	2,556	2,681
임대수익	256	259	258	256	253	259	259	257	1,028	1,028	1,034
LG CNS 계열	5,832	7,970	8,856	13,355	6,582	8,281	9,307	13,475	36,014	37,645	38,691
서브원 계열	11,536	11,673	12,300	12,895	12,158	12,443	12,902	13,178	48,403	50,682	52,561
LG실트론 계열	2,255	2,191	2,390	2,319	2,375	2,255	2,507	2,460	9,154	9,596	9,865
루센	719	400	400	346	306	283	277	294	1,865	1,160	1,097
LG경영개발원	173	197	217	180	171	205	230	201	768	808	811
LG솔라에너지	34	40	36						109	-	-
LG스포츠	22	181	215	49	36	202	228	53	466	519	560
LG HoldingsJapan.	19	19	19	20	22	19	21	20	77	82	91
단순합계	23,623	23,546	25,334	30,095	25,114	25,451	27,288	31,561	102,597	109,414	117,009
연결조정 효과	-2,083	605	575	-2,013	-1,590	541	375	-2,213	-2,916	-2,888	-2,902
영업이익	1,999	3,419	3,732	2,229	3,292	3,800	3,584	3,014	11,380	13,691	14,196
LG지주회사	2,639	395	419	495	3,047	420	484	521	3,948	4,471	4,778
LG CNS 계열	-196	16	267	751	-47	306	167	1,240	838	1,666	1,681
서브원 계열	364	320	378	279	359	285	347	433	1,341	1,424	1,467
LG실트론 계열	-141	7	103	86	13	68	85	50	55	216	373
루센	21	8	4	0	-11	6	3	6	32	4	10
LG경영개발원	-4	-2	15	4	-5	2	11	17	14	25	20
LG솔라에너지	16	22	18						56	-	-
LG스포츠	-88	71	101	-108	-73	71	81	-84	-24	-5	64
LG HoldingsJapan.	15	14	-2	4	17	6	7	12	31	42	40
단순합계	2,626	851	1,303	1,511	3,300	1,164	1,184	2,195	6,291	7,843	8,433
연결조정 효과	-626	2,569	2,429	718	-8	2,637	2,400	819	5,089	5,848	5,763

자료: SK증권 LG

3. 지주부문 전망

1) 배당금수익

별도의 사업부가 없는 순수 지주회사인 LG의 별도 기준 매출은 배당금 수익과 브랜드로열티, 임대수익으로 구성되는데 이 중 배당금 수익은 자회사 실적과 보유 지분율에 연동하게 된다. 2015년 LG의 배당금 수익(2016년 1분기 인식)은 2,609 억원이다. 이는 전년 2,144 억원 대비 21.7% 증가한 수치이다. LG화학, LG생활건강, LG유플러스 등의 주요 계열사 실적 개선에 따라 배당이 증가하였기 때문이다.

LG 주요 계열사 현금배당 현황 추이			
업체	2013	2014	(단위: 원) 2015
LG전자	200	400	400
LG화학	4,000	4,000	4,500
LG하우시스	1,800	1,800	1,800
LG생활건강	3,750	4,000	5,500
LG생명과학	-	-	-
LG유플러스	150	150	250
지투알	200	200	200
실리콘웍스	600	600	1,000
LG CNS	170	170	90
서브원	5,200	4,000	5,426
LG실트론	-	-	-
LG MMA	12,500	16,000	12,500

자료 SK증권

2016년에도 배당금 수익 증가를 예상한다. 자회사 실적이 양호할 것으로 예상하기 때문이다. LG전자를 비롯한 대부분의 자회사 지배주주 순이익이 2015년 대비 개선될 전망이며 이는 LG의 배당금수익 확대로 이어질 전망이다. 자회사 실적 개선으로 인해 2015년 2,609 억원을 기록한 배당금 수익은 2016년 2,951 억원으로 전년 대비 13.1% 증가할 전망이다

LG 주요 배당금 수익 현황				(단위: 원, 억원)
업체	주당배당금	LG 지분율	LG 배당금 수익	
LG전자	400	33.7%	220	
LG화학	4,500	33.5%	1,000	
LG하우시스	1,800	33.5%	54	
LG생활건강	5,500	34.0%	292	
LG생명과학	-	30.4%	-	
LG유플러스	250	36.0%	393	
지투알	200	35.0%	12	
실리콘웍스	1,000	33.1%	54	
LG CNS	90	85.0%	67	
서브원	5,426	100.0%	280	
LG실트론	-	51.0%	-	
LG MMA	12,500	50.0%	150	

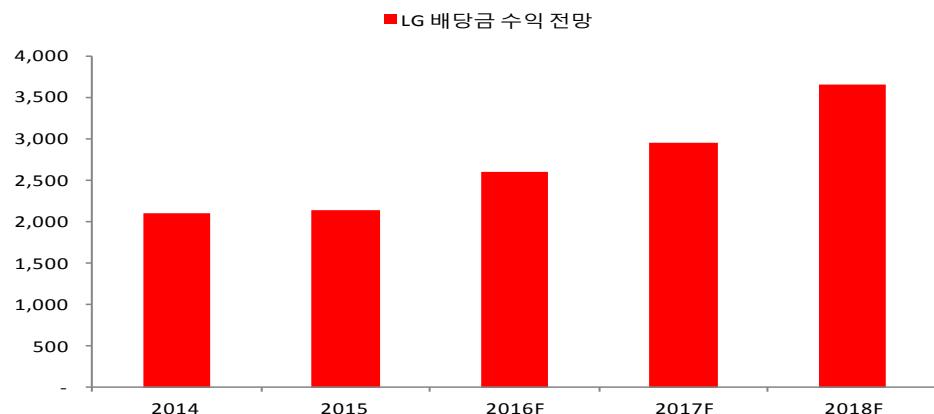
자료: SK증권

LG 주요 자회사 지배주주 당기순이익 전망				(단위: 억원)
	2015년 지배주주 당기순이익	2016년 지배주주 당기순이익	증가율	
LG전자	1,244	8,461	580.1%	
LG화학	11,530	14,972	29.9%	
LG하우시스	718	980	36.5%	
LG생활건강	4,604	5,991	30.1%	
LG생명과학	115	253	119.6%	
LG유플러스	3,514	4,229	20.3%	
지투알	116	121	4.3%	

자료: FnGuide

지속적으로 배당금 수익 확대 전망

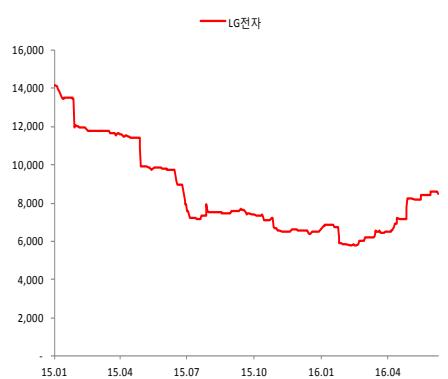
(단위: 억원)



자료: SK증권

16년 LG 전자 순이익 전망치 추이

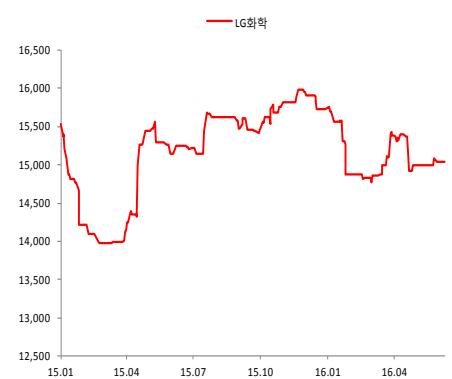
(단위: 억원)



자료: FnGuide

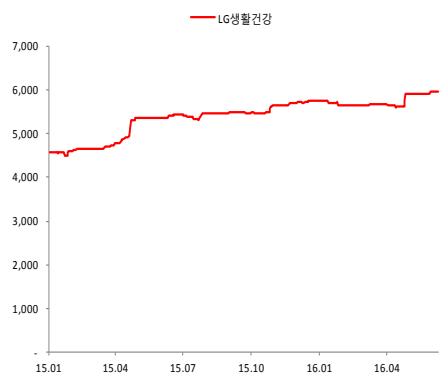
16년 LG화학 순이익 전망치 추이

(단위: 억원)



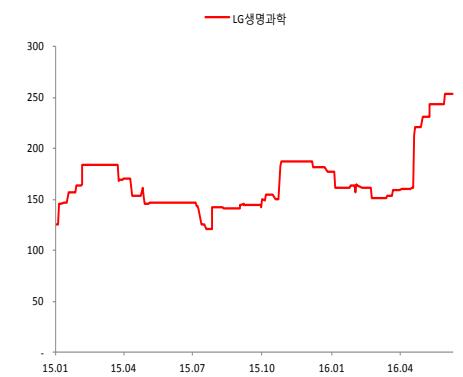
자료: FnGuide

16년 LG 생활건강 순이익 전망치 추이 (단위 : 억원)



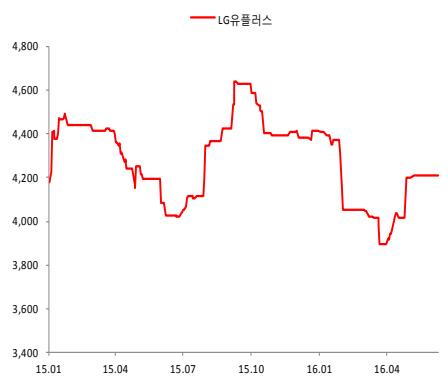
자료 : FnGuide

16년 LG 생명과학 순이익 전망치 추이 (단위 : 억원)



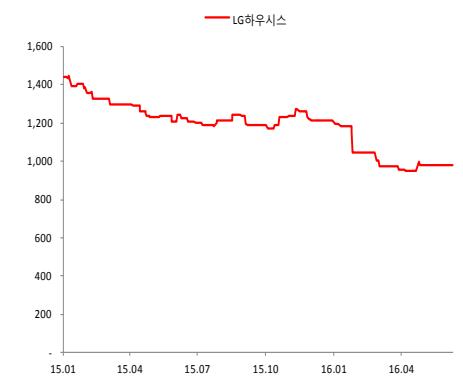
자료 : FnGuide

16년 LG 유플러스 순이익 전망치 추이 (단위 : 억원)



자료 : FnGuide

16년 LG 하우시스 순이익 전망치 추이 (단위 : 억원)



자료 : FnGuide

2) 브랜드로열티

계열사 매출의 0.2%를 수취하는 브랜드로열티(상표권사용수익)는 2016년에도 전년 수준이 유지될 전망이다. 자회사 매출에 기반하여 수취하는 브랜드로열티는 대부분 자회사 매출 증가가 예상됨에도 불구하고 LG 디스플레이와 LG 이노텍 등 전자계열 손자회사의 매출 감소가 예상되어 전년 수준에 머무를 전망이다. 2016년 브랜드로열티 매출액은 전년 대비 0.5% 감소한 2,556 억원으로 추정하며 2017년에는 2,681 억 원(4.9% yoy)으로 소폭 증가할 전망이다

LG 계열사 매출 및 LG 브랜드로열티 전망										(단위: 억원)	
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
브랜드로열티	633	616	644	675	603	622	649	683	2,568	2,556	2,681
자회사 합계	323,399	323,132	332,791	341,768	308,151	326,133	335,262	345,689	1,321,090	1,315,235	1,379,654
LG전자	139,944	139,257	140,288	145,601	133,621	145,639	145,082	148,572	565,090	572,914	596,211
LG화학	49,150	50,732	51,777	50,406	48,741	52,458	53,117	52,875	202,066	207,190	223,173
LG하우시스	6,314	7,241	7,189	6,942	6,758	7,631	7,521	7,376	27,686	29,286	30,714
LG생활건강	13,019	13,110	13,868	13,287	15,194	15,098	16,163	15,018	53,285	61,472	64,569
LG생명과학	837	1,036	1,271	1,362	1,198	1,176	1,282	1,449	4,505	5,105	5,453
LG유플러스	25,560	26,614	27,168	28,611	27,128	27,431	27,735	28,144	107,952	110,437	113,351
지투알	750	1,023	1,178	1,842	870	1,166	1,277	2,061	4,793	5,374	5,815
LG디스플레이	70,223	67,076	71,582	74,957	59,892	60,451	65,245	71,150	283,839	256,738	265,062
LG이노텍	15,413	14,471	15,588	15,909	11,950	12,142	14,813	16,129	61,381	55,035	62,696
실리콘웍스	868	1,245	1,593	1,653	1,590	1,564	1,664	1,704	5,358	6,522	7,182
LG MMA	1,321	1,327	1,290	1,197	1,210	1,378	1,363	1,211	5,134	5,162	5,426

자료: SK 증권, FnGuide

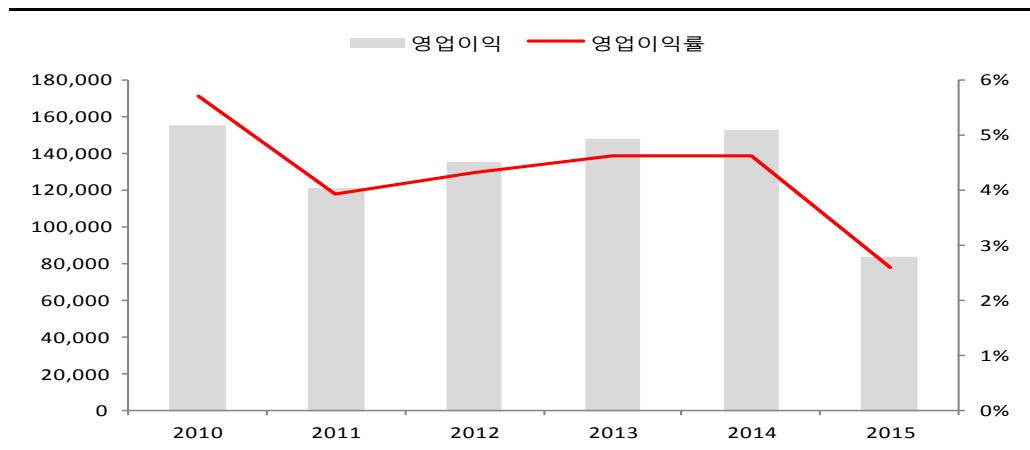
4. 비상장 자회사 전망

1) LG CNS

LG CNS는 국내 경기둔화에 따른 IT 서비스 부문 투자위축과 대기업의 공공부문 수주 제한 영향으로 2015년 영업이익이 전년 대비 45.3% 감소하였다. 하지만 LG CNS의 실적은 점진적으로 회복될 것으로 예상한다. 그 이유는 ①경쟁 IT 서비스업체 대비 계열사 매출 비중이 낮아 본원적 경쟁력을 보유하고 있는 것으로 판단되며 ②인력 효율화 등의 비용 통제에 따른 영업이익 개선이 가능하고 ③ESS(Energy Storage System) 등 신재생에너지, 전기차 충전인프라 등 신규 비즈니스를 통한 성장 동력 확보가 이루어지고 있기 때문이다. 2016년 LG CNS 계열의 매출과 영업이익은 각각 4.5%, 86.8% 증가한 3조 7,645 억원, 1,566 억원(OPM: 4.2%)으로 예상한다

LG CNS 영업이익 추이

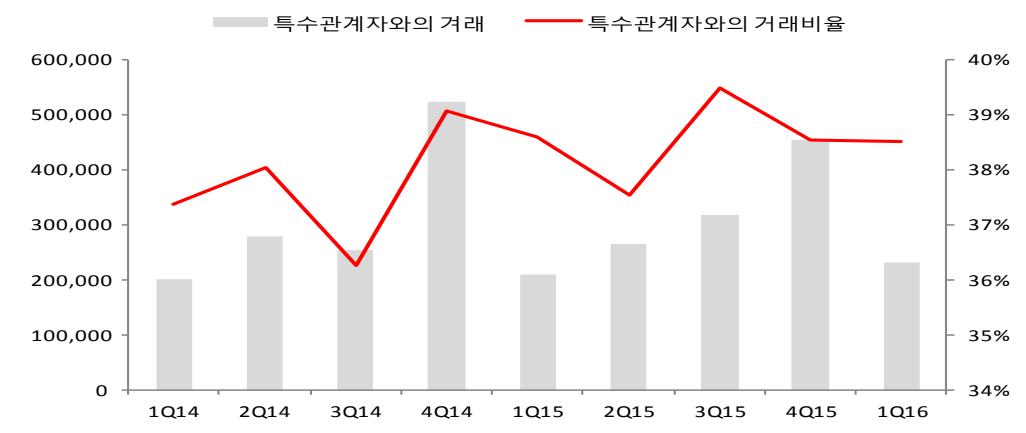
(단위: 백만원)



자료: LG CNS

LG CNS 특수관계자와의 거래 추이

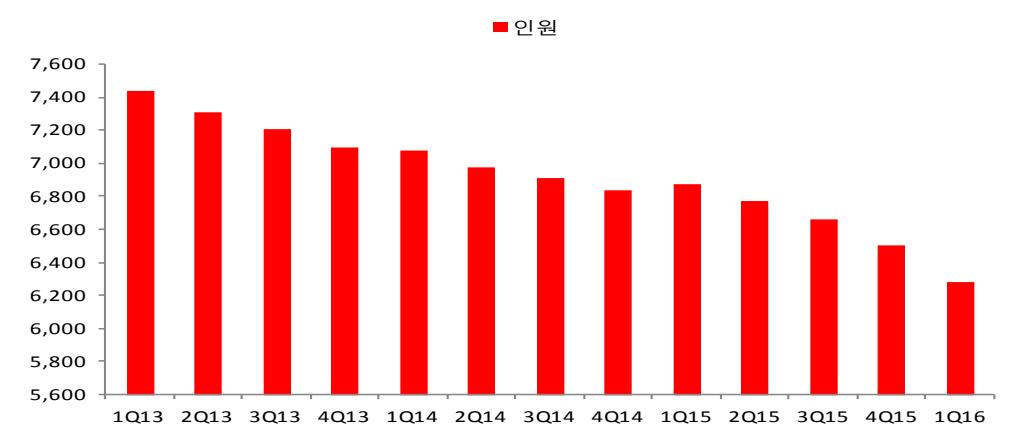
(단위: 백만원)



자료 LG CNS

LG CNS 인원 수 추이

(단위: 명)



자료 LG CNS

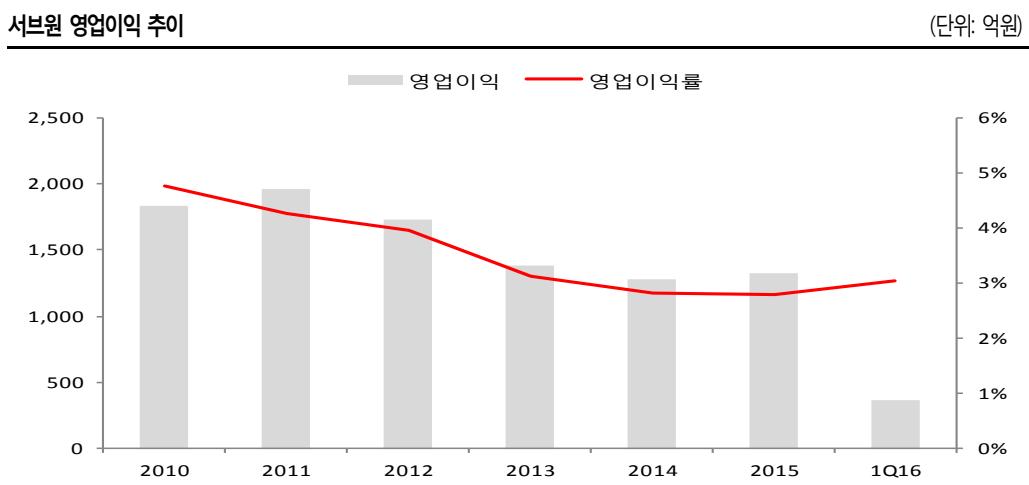
2) 서브원

서브원은 LG 그룹 내 MRO(잔량구매관리사업) 사업과 건물관리, 건설업 등을 영위하고 있는 업체이다. 중국 등을 포함한 MRO 부분의 안정적 성장과 더불어 건물관리(FM: Facility Management), 건설업의 성장이 지속되고 있다. 특히 서브원은 LG 솔라에너지의 합병을 통해 기존 MRO 매출 이외의 태양광발전 사업에 본격적으로 참여함으로써 향후 신규 성장동력 확보가 가능할 전망이다

서브원 분기별 주요 매출 현황										(단위: 억원)
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	
전략구매관리사업	7,849	8,093	8,881	9,138	8,158	8,202	8,806	9,317	8,593	
FM(Facility Management)사업	1,299	1,483	1,448	1,756	1,394	1,517	1,539	1,762	1,454	
건설사업	919	1,031	1,107	1,793	1,515	1,575	1,648	1,473	1,741	
레저사업	294	245	209	243	339	258	252	290	366	

자료: 서브원

서브원 매출은 그룹의 소모성자재구매 비중이 높았으나 MRO 플랫폼을 통해 해외 매출을 확대해 나가고 있다. 현지 물류센터 구축을 통해 중국과 베트남에서의 의미있는 성과가 창출되고 있다. 특히 건설업 부문에서는 LG 디스플레이 파주 CAPA 증설과 사이언스 파크 건설 등으로 의미있는 반등이 가능할 전망이다



자료: 서브원

2016년 서브원의 매출은 5조 682 억원(4.2% yoy), 영업이익 1,424 억원(6.2% yoy, OPM: 2.8%)으로 전망한다. 서브원의 경우 장부가치가 2,501 억원(100% LG 보유)으로 유사 업종의 아이마켓코리아와 비교 시 장부가 두배 이상의 가치를 보유하고 있는 것으로 판단한다

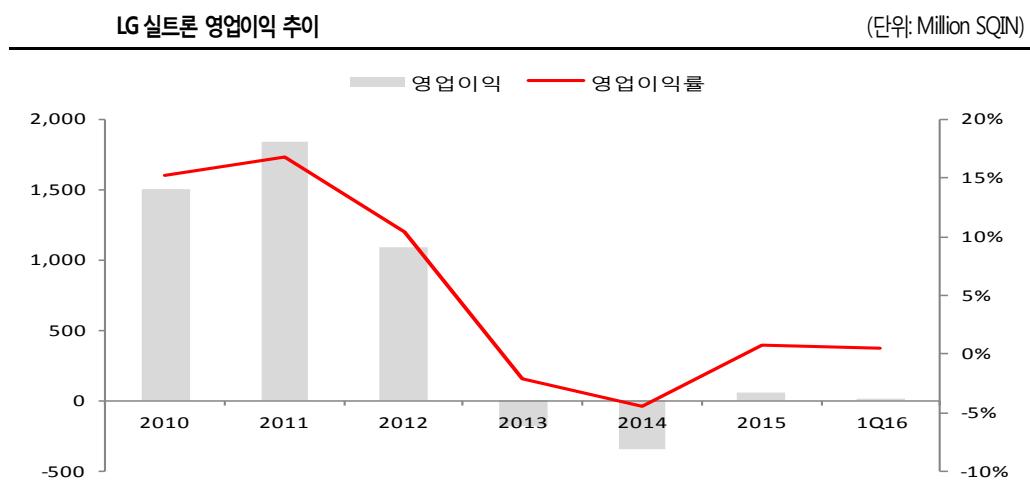
아이마켓코리아와 서브원 비교		(단위: 억원)
	아이마켓코리아	서브원
매출액	31,439	47,670
영업이익	637	1,325
지배주주순이익	416	830
자본총계	4,490	8,057
시가총액(장부가액)*	4,655	2,501

자료: SK 증권

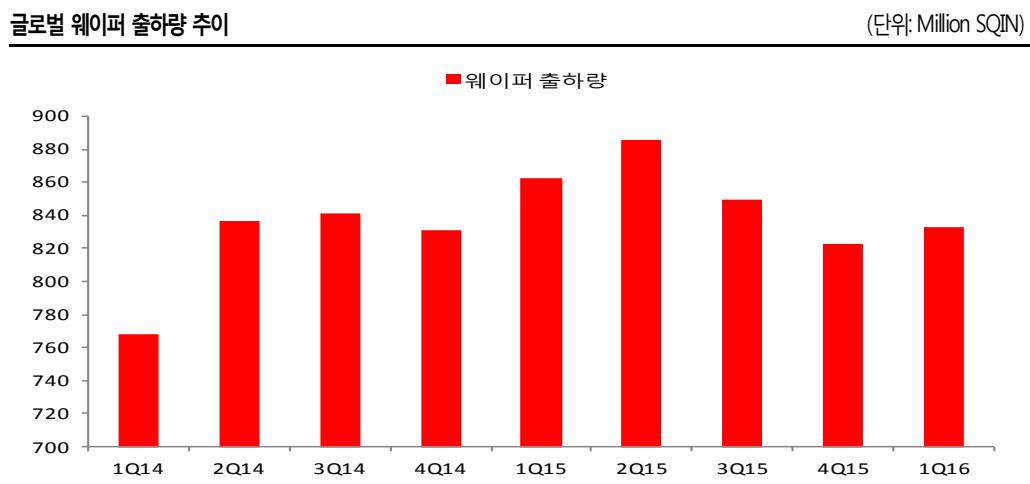
*: 아이마켓코리아는 현재 시가총액, 서브원은 장부가액. 나머지는 모두 2015년말 기준

3) LG 실트론

LG 실트론은 반도체 업황 부진에 따라 성장이 정체되고 있다. 2016년 1분기 글로벌 반도체 매출은 783억 달러로 전 분기 대비 5.5%, 전년 동기 대비 5.8% 감소하였다. 이러한 업황은 웨이퍼를 생산하는 LG 실트론의 실적에도 부정적인 영향을 미쳤다. 하지만 비용통제와 300mm 웨이퍼 생산량 확대에 따른 제품 믹스 개선으로 실적 개선을 예상한다. 2016년 LG 실트론의 매출액은 9,596억 원(4.8% YoY), 영업이익 216억 원(292.6% YoY, OPM: 2.3%)으로 예상한다.

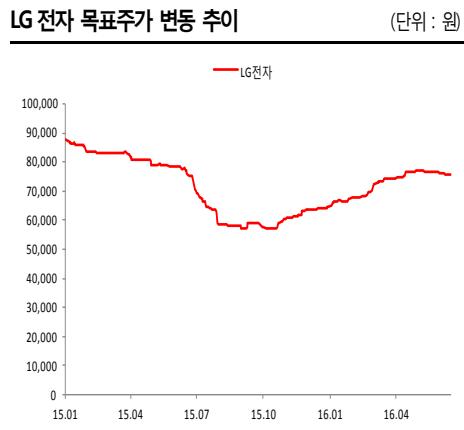


자료 SK증권

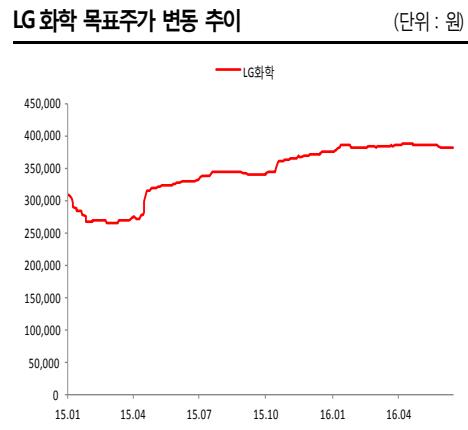


자료 SK증권

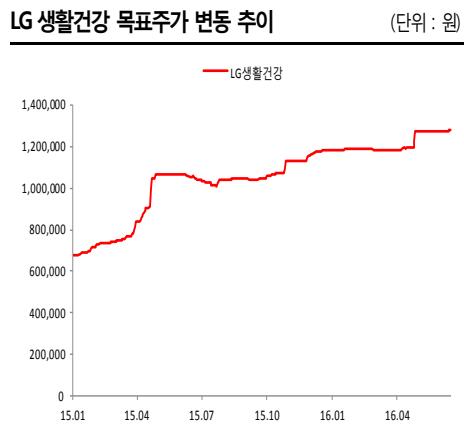
5. 주요 상장 자회사 목표주가 컨센서스 추이 및 NAV 기여도



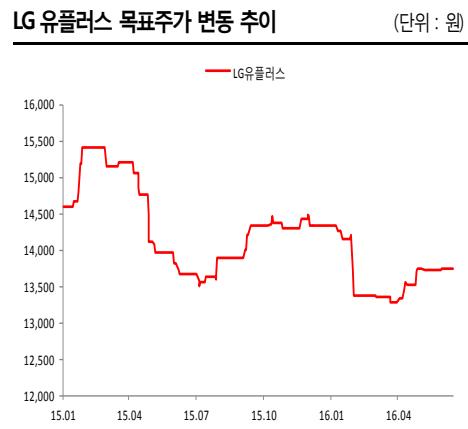
자료 : FnGuide



자료 : FnGuide

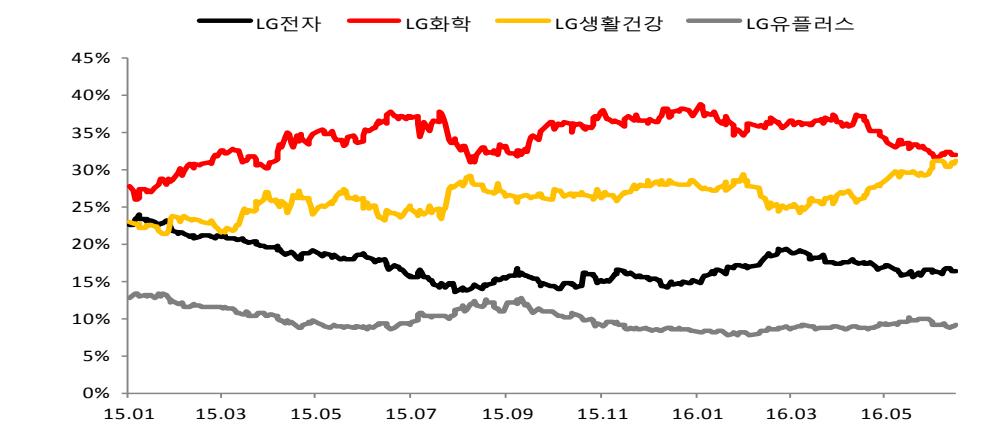


자료 : FnGuide



자료 : FnGuide

LG 주요 자회사의 NAV 기여도 추이

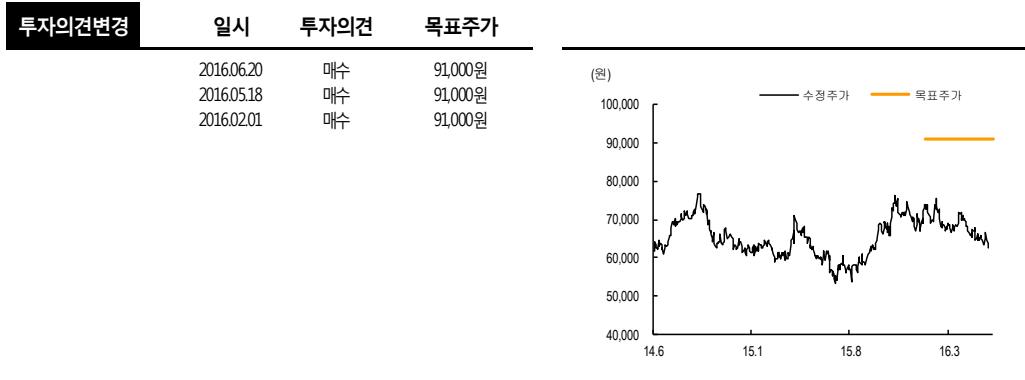


자료: SK 증권

LG 주요 자회사 당기순이익 전망

	2014A	2015A	2016F	2017F
LG전자	5,014	2,491	9,717	10,203
LG화학	8,540	11,485	14,727	18,388
LG하우시스	636	712	969	928
LG생활건강	3,546	4,704	5,997	6,716
LG생명과학	-20	114	281	210
LG유플러스	2,277	3,512	4,246	4,571
지투알	95	116	176	231
실리콘웍스	322	485	562	596
단순합계	20,410	23,619	36,676	41,844

자료: SK 증권



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	37,097	38,512	41,556	53,884	68,109
현금및현금성자산	6,821	4,972	8,704	20,320	32,382
매출채권및기타채권	22,586	25,996	24,595	25,704	27,533
재고자산	3,304	3,077	3,435	3,590	3,846
비유동자산	128,405	134,815	139,678	137,934	135,509
장기금융자산	1,100	1,039	931	955	955
유형자산	23,624	24,777	24,713	22,786	20,372
무형자산	1,564	1,345	1,166	1,020	924
자산총계	165,502	173,327	181,234	191,818	203,618
유동부채	26,597	28,968	27,126	31,144	32,796
단기금융부채	6,050	6,864	4,919	7,951	7,951
매입채무 및 기타채무	18,840	16,489	16,066	16,790	17,985
단기충당부채	235	241	364	381	408
비유동부채	17,852	18,501	21,025	18,424	18,941
장기금융부채	11,493	11,964	14,280	11,288	11,288
장기매입채무 및 기타채무	2,171	0	0	161	161
장기충당부채	110	127	277	290	332
부채총계	44,449	47,469	48,152	49,568	51,737
지배주주지분	117,564	122,519	129,755	138,840	148,373
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,654	23,627	23,617	23,615	23,615
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	85,748	91,532	98,717	107,631	117,205
비지배주주지분	3,489	3,339	3,327	3,410	3,507
자본총계	121,053	125,858	133,082	142,250	151,880
부채와자본총계	165,502	173,327	181,234	191,818	203,618

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	6,632	4,758	7,494	14,073	15,024
당기순이익(손실)	8,309	8,343	9,438	11,503	12,250
비현금성항목등	454	-74	-1,131	2,746	4,587
유형자산감가상각비	2,997	2,738	2,816	2,687	2,415
무형자산상각비	242	290	275	237	199
기타	1,963	775	1,123	414	95
운전자본감소(증가)	-887	-2,231	526	1,361	-209
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,067	-2,519	718	959	-1,829
재고자산감소(증가)	786	301	-473	-173	-256
매입채무 및 기타채무의증가감소	108	1,079	-246	-5,273	1,195
기타	-714	-1,092	527	5,848	681
법인세납부	-1,243	-1,279	-1,338	-1,537	-1,603
투자활동현금흐름	-3,841	-5,258	-1,669	532	404
금융자산감소(증가)	-1,485	-226	-397	975	0
유형자산감소(증가)	-3,227	-3,557	-2,562	-655	0
무형자산감소(증가)	-456	-269	-102	-103	-103
기타	1,328	-1,206	1,391	315	507
재무활동현금흐름	-1,043	-1,305	-2,097	-2,995	-3,366
단기금융부채증가(감소)	-1,832	-1,138	-1,834	-235	0
상기금융부채증가(감소)	3,350	2,297	2,173	300	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,817	-1,785	-1,785	-2,287	-2,587
기타	-744	-678	-650	-3,060	-779
현금의 증가(감소)	1,738	-1,846	3,729	11,616	12,062
기초현금	5,084	6,821	4,975	8,704	20,320
기말현금	6,821	4,975	8,704	20,320	32,382
FCF	9,923	9,113	12,000	13,966	14,878

자료 : LG, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	97,992	98,654	99,682	106,526	114,107
매출원가	81,847	83,619	83,410	88,648	95,206
매출총이익	16,145	15,035	16,272	17,878	18,901
매출총이익률 (%)	16.5	15.2	16.3	16.8	16.6
판매비와관리비	4,606	4,594	4,892	4,286	4,678
영업이익	11,539	10,441	11,380	13,591	14,223
영업이익률 (%)	11.8	10.6	11.4	12.8	12.5
비영업순익	-749	-884	-626	-584	-371
순금융비용	552	605	607	509	272
외환관련손익	-34	9	47	-3	-3
관계기업투자등 관련손익	-24	8	2	0	0
세전계속사업이익	10,790	9,557	10,754	13,008	13,852
세전계속사업이익률 (%)	11.0	9.7	10.8	12.2	12.1
계속사업법인세	1,227	1,271	1,316	1,505	1,603
계속사업이익	9,563	8,287	9,438	11,503	12,250
중단사업이익	-1,254	56	0	0	0
*법인세효과	1	0	0	0	0
당기순이익	8,309	8,343	9,438	11,503	12,250
순이익률 (%)	8.5	8.5	9.5	10.8	10.7
지배주주	8,961	8,445	9,442	11,414	12,161
지배주주구속 순이익률(%)	9.14	8.56	9.47	10.71	10.66
비지배주주	-653	-103	-4	89	89
총포괄이익	7,410	6,594	9,003	11,471	12,217
지배주주	8,042	6,741	9,005	11,373	12,120
비지배주주	-632	-147	-3	98	98
EBITDA	14,778	13,469	14,470	16,515	16,836

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	1.1	0.7	1.0	6.9	7.1
영업이익	-6.3	-9.5	9.0	19.4	4.7
세전계속사업이익	-7.0	-11.4	12.5	21.0	6.5
EBITDA	-6.3	-8.9	7.4	14.1	1.9
EPS(계속사업)	2.8	-17.9	12.5	20.9	6.5
수익성 (%)					
ROE	7.8	7.0	7.5	8.5	8.5
ROA	5.1	4.9	5.3	6.2	6.2
EBITDA마진	15.1	13.7	14.5	15.5	14.8
안정성 (%)					
유동비율	139.5	133.0	153.2	173.0	207.7
부채비율	36.7	37.7	36.2	34.9	34.1
순차입금/자기자본	6.3	8.3	5.1	-3.0	-10.8
EBITDA/이자비용(배)	18.9	15.7	18.1	21.2	21.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,808	4,770	5,369	6,490	6,915
BPS	66,846	69,664	73,778	78,944	84,364
CFPS	6,937	6,524	7,126	8,152	8,400
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,300	1,500	1,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.2	16.1	14.2	11.6	10.9
PER(최저)	10.4	11.2	9.9	9.7	9.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7
PCR	9.2	9.4	9.9	7.7	7.5
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.1	10.0	8.0	7.1
EV/EBITDA(최저)	8.1	8.0	7.2	6.6	5.8

LG 전자(066570/KS)

MC 가 부진해도, VC 가 기대된다

매수(유지)

T.P 67,000 원(유지)

Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

G5 의 출하부진으로 MC 사업부의 추가적인 실적 악화 가능성은 대비가 필요하다. 다만 H&A 와 HE 가 견조한 실적을 이어가며 MC 의 적자를 만회할 전망이다. 향후 LG 전자의 미래는 전장부품과 OLED TV 라고 생각한다. 따라서 VC 사업부의 수주 증가 추세와 HE 사업부 내 OLED 비중 증대에 주목이 필요하다.

2Q16, 견조한 가전과 TV, 부진한 스마트폰

2Q16 실적은 매출액 14.3 조원(YoY+ 33%), 영업이익 5,622 억원(YoY+ 130%)을 전망한다. 가전 사업부가 에어컨 성수기를 맞이해 1Q16 에 이어서 높은 수익성을 이어가고, TV 사업부도 패널 원가 상승폭이 예상보다 높지 않아 견조한 실적이 예상된다. 문제는 무선 사업부다. 주력 플래그십 모델 G5 의 본격적인 확판으로 흑자전환을 기대했으나, 초기 출하량이 기대보다 저조해 1Q16 에 이어 또 다시 적자를 기록할 것으로 전망된다.

주어진 과제는 ①MC 수익성 회복, ②OLED TV 확판, ③VC 흑자전환

① MC 의 적자는 하반기에도 이어질 전망이다. 수익성 개선을 위해 중장기적인 전략이 요구된다. ② HE 사업부 내, OLED TV 비중은 10% 수준으로 전분기 대비 소폭 증가했으며, 향후 65 인치 TV 확판으로 OLED 매출 비중은 지속적으로 상승할 전망이다. ③ 성장동력인 전장부품의 수주잔액 및 매출액은 지속적으로 증가하고 있지만 이익 정상화까지는 2~3 년의 시간이 소요될 것이다.

MC 부진하지만, 타사업부들이 이를 만회할 것

가전과 TV 의 견조한 실적이 MC 의 적자를 만회할 전망이다. 다만 G5 의 출하부진에 따른 MC 의 추가적인 실적 악화 가능성은 대비가 필요하다.

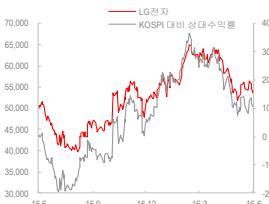
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	567,723	590,408	565,090	576,212	610,360	631,741
yoY	%	3.0	4.0	-4.3	2.0	5.9	3.5
영업이익	억원	12,490	18,286	11,923	18,767	22,247	27,778
yoY	%	2.7	46.4	-34.8	57.4	18.5	24.9
EBITDA	억원	31,772	37,697	31,250	38,975	46,288	53,054
세전이익	억원	5,895	12,183	5,931	11,327	12,123	19,689
순이익(지배주주)	억원	1,768	3,994	1,244	7,008	7,568	12,890
영업이익률%	%	22	31	21	33	3.6	4.4
EBITDA%	%	5.6	6.4	5.5	6.8	7.6	8.4
순이익률	%	0.4	0.9	0.4	1.4	1.4	2.2
EPS	원	1,024	3,188	709	3,875	4,185	7,128
PER	배	66.5	18.5	75.9	13.8	12.8	7.5
PBR	배	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.2	5.0	5.6	4.6	3.8	3.2
ROE	%	1.5	3.4	1.1	5.9	6.1	9.6
순차입금	억원	64,883	67,312	60,473	62,589	59,801	53,057
부채비율	%	180.0	185.3	179.7	184.2	185.4	177.6

Stock Data

주가(16/06/16)	53,600 원
KOSPI	1951.99 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	64,900 원
52주 최저가	39,800 원
60일 평균 거래대금	508 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	-10%
6개월	3.7%	4.6%
12개월	6.6%	10.7%

1. LG 전자 스마트폰 사업이 나아갈 길

1) G5, 제품전략은 성공, 그러나 SCM의 실패

LG 전자 MC(Mobile Communications, 스마트폰 등)사업부 2Q16 실적은 -1,209 억 원으로 1Q16 -2,022에 이어 영업적자가 지속될 전망이다. 가전사업은 높은 영업이익률을 기록 중이고, TV 사업은 OLED TV라는 신성장동력을 마련한 상황이기에, 스마트폰 사업의 부진이 더욱 아쉽다.

2 분기 MC 사업부의 부진은 G5의 저조한 출하량 때문이다. 3 월 MWC에서 공개됐던 G5는 모듈케이스 기반의 G5&프렌즈 제품전략은 성공적이었으나, 공개일과 출시일의 간격이 너무 길었고, 이후 SCM(Supply Chain Management, 부품 공급망 관리)에도 실패했다고 평가한다.

G5의 초기 생산차질은 메탈 모듈케이스 생산 방식이었던 다이캐스팅(Die-casting, 주조)의 낮은 수율에서 비롯됐다. 다이캐스팅은 CNC와 함께 가장 많이 사용되는 메탈케이스 생산공법이다. CNC는 개별 생산으로 생산시간이 길지만 수율이 90%를 상회하는 반면, 다이캐스팅은 대량생산이 가능하지만 상대적으로 수율이 낮다. 과거 삼성전자의 다이캐스팅 케이스 채용 스마트폰들도 초기에는 50%대의 수율에서 생산을 시작했었다. LG 전자는 G5 생산에서 다이캐스팅의 수율이 낮다는 특성을 충분히 고려하지 못했으며, 모듈방식으로 인한 생산의 어려움까지 겹쳤고, 이에 따라 초기 생산은 30% 수준의 수율에서 시작됐던 것으로 보인다. 결국 G5는 생산량 부족으로 초기 수요 대응에 실패했다.

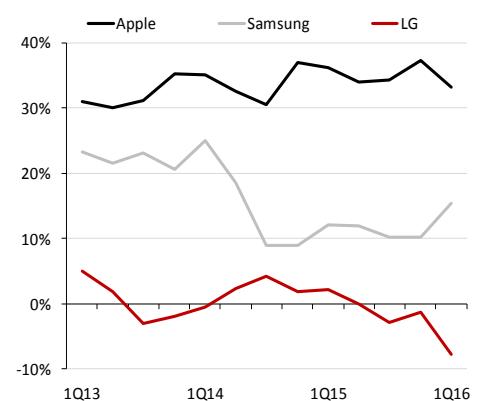
MC의 하반기 사업환경도 녹록하지 않을 전망이다. 과거 플래그십 제품이 히트하지 못한 경우, MC 사업부는 3 분기에 부진한 실적을 기록했었다. 더욱이 4Q16에는 삼성전자와 애플이 각각 홍채인식모듈 또는 듀얼카메라를 마케팅포인트로 하는 신규 플래그십의 확판을 계획 중이기에 경쟁 심화도 예상된다. LG 전자가 하반기에 스마트폰에서 삼성, 애플 대비 경쟁력을 확보하기 위해서는 플래그십 V20(가칭)에 '글래스일체형 지문인식모듈' 이상의 제품 전략이 필요하고 판단한다.

LG 전자 하이엔드 스마트폰의(G5, V20) 출하량을 2016년 920만대, 2Q16 320만대로 전망했었다. 그러나 초기수요 대응이 실패함에 따라 향후 예상출하량을 2016년 780만대, 2Q16 230만대로 하향한다.

2) 삼성전자 전략으로 풀어보는 LG MC 사업부의 수익성 개선방안

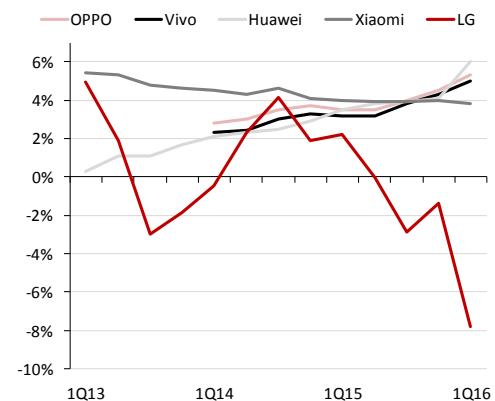
LG 전자 MC 사업의 2Q16 영업이익률은 -3.4%로 추정한다. 아직까지는 하반기에도 이익률이 크게 개선될 요소가 보이지 않는다. 저조한 LG 전자의 스마트폰 수익성은 삼성전자와 Apple 을 차치하고, 중화권 업체들과 비교하더라도 우려되는 수준이다. 1Q16에 Apple 과 삼성전자의 스마트폰 사업 영업이익률은 각각 33%와 15%를 기록 했었다. 그리고 중화권의 세컨티어(2nd-Tier) 업체들도 4~6% 수준으로 견조한 이익 을 시현했다. 반면 LG 전자는 세컨티어 업체들과 유사한 수량의 스마트폰을 출하했음에도 불구하고 큰 폭의 영업적자를 기록했다. LG 전자는 스마트폰 사업의 수익성 개선이 절실하다. MC 사업부의 실적 개선 방안을 2016년 상반기 스마트폰 이익 반등에 성공한 삼성전자 스마트폰 사업 전략에서 찾아보고자 한다.

Apple, 삼성전자, LG 전자 OPM 비교



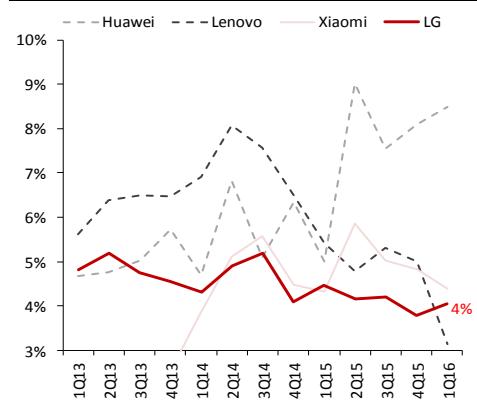
자료: SA, SK 증권

OPPO, VIVO, Huawei, Xiaomi, LG 전자 OPM 비교



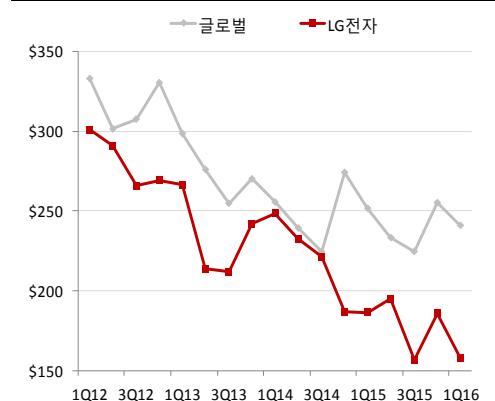
자료: SA, SK 증권

LG 전자 스마트폰 시장점유율 추이



자료: SA, SK 증권

LG 전자 스마트폰 ASP 추이



자료: SA, SK 증권

A. 스마트폰 브랜드 개발 통한 마케팅 효율화 및 라인업의 디자인/기능 일관성 확보

삼성전자는 2015년부터 스마트폰 라인업을 S, Note, A, E, C, J, On, Z 시리즈로 분류하고 있다. 그리고 모든 시리즈를 갤럭시라는 브랜드명으로 묶어 S의 프리미엄 브랜드 이미지를 중저가 제품으로 녹여내는 마케팅 전략을 펼친다. 중저가 스마트폰들도 삼성의 갤럭시라는 브랜드파워를 갖게 되는 것이다.

LG 전자도 최근 G, V, K, X, Stylus 등으로 스마트폰 라인업 정비를 시작했다. 그러나 같은 K 시리즈 또는 같은 X 시리즈 내에서마저 제품의 디자인 및 기능의 일관성을 찾기 어렵기에 모델 통합 효과가 높지 않을 것으로 예상된다. 또한, '옵티머스'라는 스마트폰 브랜드의 폐지로 과연 G 및 V의 프리미엄 이미지 홍보에 집행된 대규모 마케팅 비용이 LG 전자의 중저가 제품 이미지 강화까지 이어질지 의문이다. 따라서 마케팅 효율화를 위한 스마트폰 라인업들의 디자인 일관성 확보와 시그니처, 갤럭시 등과 같은 LG만의 독자적인 스마트폰 브랜드 구축이 요구된다.

효과적인 스마트폰 라인업 정비는 생산원가 절감에도 기여할 것이다. 삼성전자의 경우, 4Q14에 A 시리즈, 2Q15에 J 시리즈를 출시했고, 생산되는 중저가 스마트폰에서 A와 J 라인업 비중을 지속적으로 증대시키고 있다. 삼성전자는 2016년 상반기에 전년대비 스마트폰 출하량이 늘지 않은 상황에서 이익률을 4%p 끌어올렸다. 이런 수익성 상승은 갤럭시 S7 조기 출시 효과 외에도 중저가 스마트폰 생산에서의 표준화부품 채용으로 인한 원가 절감 효과가 나타난 것으로 판단된다.

LG 전자, 같은 K 시리즈임에도 디자인이 상이한 K8(좌)과 K5(우)



자료: LG 전자, SK 증권

B. 베트남/인도 생산비중 확대

LG 전자는 신흥시장에서의 스마트폰 생산비중 확대를 통한 인건비 절감이 불가피하다. 삼성전자의 경우, 이미 지난 2015년 베트남 생산비중이 35%에 달했고, 전체 해외 생산비중은 90%를 상회했을 것으로 추산한다. 현재 베트남 생산 비중은 40% 초중반 수준으로 상승한 것으로 예상된다. 삼성은 낮은 생산원가로 판가경쟁력을 보유한 중국 업체들과 경쟁하기 위해 베트남 생산 비중을 확대했고 이미 1Q16부터 그 효과가 나타나고 있는 것이다.

반면 LG 전자는 여전히 국내에서의 스마트폰 생산 비중이 50% 이상이다. 현재 MC 사업부는 스마트폰 사업에서 작지 않은 영업적자를 기록하고 있다. 따라서 산업 성장이 끝났다고 판단되는 스마트폰의 해외 생산라인에 대규모 투자가 쉽지 않을 것이다. 그러나 향후에도 IoT, 웨어러블, 자율주행자동차, 드론 등 New Technology로 일컬어지는 산업들의 중심에는 스마트폰이 위치하고 있을 것이다. MC 사업부는 스마트폰 사업의 수익성을 반드시 정상화시켜야 하고, 원가절감을 위한 생산라인 이전은 필수적이다.

C. 지속적인 신규아이템 개발

스마트폰 산업은 성장이 끝났다. 향후 글로벌 IT 산업은 New Technology 기술을 선도하는 업체가 주도권을 가져가게 될 것이다. 최근 삼성전자와 중화권 제조사들은 모바일 사업과 밀접한 분야에서 웨어러블, VR, 폴더블디바이스, 3D 카메라 등의 신제품 개발에 박차를 가하고 있다.

지난 3월 MWC에서 LG 전자는 스마트폰 사업을 시작한 이래 처음으로 가장 주목받는 스마트폰 제조사로 등극했었다. 이는 G5에 채용한 모듈형 케이스 때문이다. 결과적으로, 초기 수요에 걸맞은 초도 생산량을 확보하지 못해 수요 대응에 실패하며 G5의 판매는 예상보다 부진하지만, 당시 MWC에서 LG 전자를 바라보는 산업의 눈은 바뀌었었다. 과거에도 커브드 패널을 채용한 G Flex와 최초로 듀얼카메라를 채용했던 옵티머스3D 등의 시도는 출하량 면에서는 아쉬웠을지 몰라도 LG 전자 제품이 시장을 선도한다는 이미지를 피력하는 데는 충분했었다. LG는 과거 스마트폰 산업에 늦게 진입하며 현재까지도 시장지배력 확대에 고전 중이다. 스마트폰 이후 차세대 IT 디바이스가 무엇이 될지는 미지수지만, 과거 스마트폰 사업시작이 늦었던 것과 같은 실수를 반복하지 않기 위해 지속적으로 선제적인 신규 제품개발 및 출시가 요구된다.

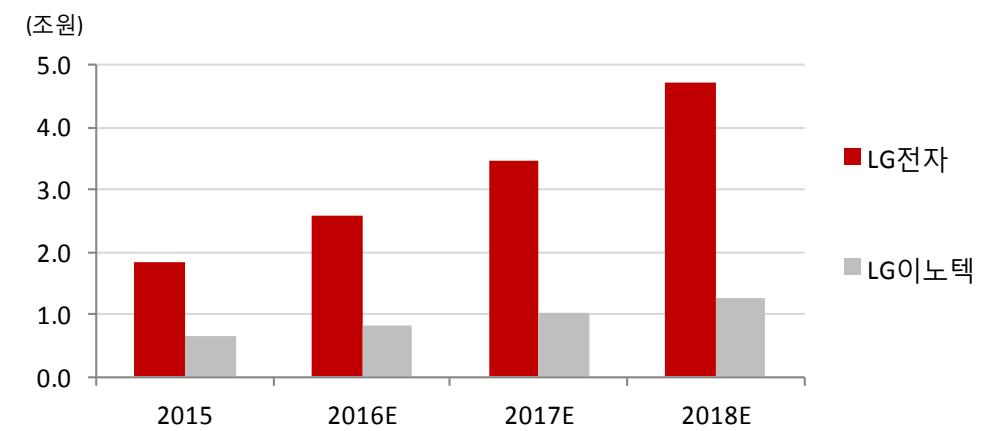
2. LG 그룹의 미래는 전장부품, 그 중심은 LG 전자

자동차 생산원가에서 전장부품이 차지하는 비중은 2010년 30%에서 2020년에는 50%로 상승할 전망이다. 그리고 전장부품 시장 매출규모는 2015년 2,390억 달러에서 2020년 3,000억 달러로 성장이 예상(출처: Strategy Analytics)된다. 또한 향후 전기차의 보급이 가속화되고 자율주행차가 개발되면, 전장부품의 수요는 더욱 증가할 것이다. 성장이 예상되는 전장 산업에서 LG 그룹의 사업확대 전략에 주목한다.

현재 LG 전자 VC(Vehicle Components)사업부의 수주잔고는 약 17조원 수준으로 예상된다. 그리고 VC 사업의 매출액은 향후 3년간 연평균 37% 성장하며, 2015년 1.8조원에서 2018년 4.7조원으로 증가가 전망된다. 특히 2016년 하반기부터는 4Q16에 출시되는 GM의 Bolt EV로의 부품 공급이 본격화되어 실적 성장을 견인할 것이다.

다만 이익 정상화까지는 2~3년의 시간이 소요될 것이다. VC 사업부의 R&D 투자 확대 및 생산라인 증설 계획에 따라 비용증가가 예상되기 때문이다. 이미 VC 사업부는 지난 1년간 직원 수를 1Q15 2,381명에서 1Q16 3,625명(YoY +52%)으로 늘리며 R&D를 강화중이다. 또한 설비투자(CAPEX)는 2015년 2,072억원에서 2016년 3,319억원(YoY +60%)으로 확대 집행이 전망되고 있다.

LG 전자, LG 이노텍의 전장관련 매출 성장 전망



자료: SK증권 추정

3. 실적추정

LG 전자의 2Q16 실적은 매출액 14.3 조원(YoY+ 33%), 영업이익 5,622 억원(YoY+ 130%)을 전망한다. 가전(H&A)사업부가 에어컨 성수기를 맞이해 1Q16에 이어서 높은 수익성을 이어가고, TV(HE)사업부도 패널 원가 상승폭이 예상보다 높지 않아 견조한 실적이 기대된다. OLED TV 비중은 10% 수준으로 전분기 대비 소폭 증가했으며, 65인치 TV 판매 확대로 OLED 매출 비중은 지속적으로 상승할 전망이다. 문제는 무선 사업부(MC)다. 주력 플래그십 모델 G5의 본격적인 확판으로 흑자전환을 기대했으나, 초기 출하량이 예상보다 크게 저조하여. 1Q16에 이어 또 한번 적자 시현이 예상된다.

LG 전자 실적 추정치										(단위: 억원)	
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	
매출액	139,063	138,221	139,315	144,529	133,621	143,238	143,550	155,804	561,128	576,212	
HE	44,367	39,348	42,864	47,397	43,334	41,393	44,518	52,812	173,976	182,057	
MC	35,084	35,448	32,801	36,701	29,632	35,711	33,549	40,024	140,034	138,916	
H&A	40,631	44,853	41,534	38,295	42,195	47,092	42,392	38,357	165,313	170,036	
VC	3,826	4,508	4,786	5,204	5,929	6,153	6,584	7,045	18,324	25,710	
독립사업부/기타	3,141	3,094	5,040	4,517	3,937	4,018	5,292	4,743	15,792	17,990	
LG이노텍	12,014	10,970	12,290	12,415	8,594	8,871	11,215	12,823	47,689	41,503	
영업이익	3,052	2,441	2,940	3,490	5,052	5,622	3,982	4,112	11,923	18,768	
HE	-62	-827	370	1,092	3,352	2,475	2,081	2,076	573	9,984	
MC	568	-192	-963	-609	-2,022	-1,209	-1,300	-520	-1,196	-5,051	
H&A	2,295	2,918	2,456	2,148	4,078	4,712	2,728	1,984	9,817	13,502	
VC	-24	-15	-8	97	-158	-101	-130	-104	50	-492	
독립사업부/기타	-402	90	486	279	-197	-50	132	42	453	-73	
LG이노텍	677	467	599	483	-1	-205	470	634	2,226	898	
영업이익률	2.2%	1.8%	2.1%	2.4%	3.8%	3.9%	2.8%	2.6%	2.1%	3.3%	
HE	-0.1%	-2.1%	0.9%	2.3%	7.7%	6.0%	4.7%	3.9%	0.3%	5.5%	
MC	1.6%	-0.5%	-2.9%	-1.7%	-6.8%	-3.4%	-3.9%	-1.3%	-0.9%	-3.6%	
H&A	5.6%	6.5%	5.9%	5.6%	9.7%	10.0%	6.4%	5.2%	5.9%	7.9%	
VC	-0.6%	-0.3%	-0.2%	1.9%	-2.7%	-1.6%	-2.0%	-1.5%	0.3%	-1.9%	
독립사업부/기타	-12.8%	2.9%	9.6%	6.2%	-5.0%	-1.2%	2.5%	0.9%	2.9%	-0.4%	
LG이노텍	5.6%	4.3%	4.9%	3.9%	0.0%	-2.3%	4.2%	4.9%	4.7%	2.2%	

자료 SK증권

Peer Group Table

HE Peer Group Table

Compay	Mkt Cap	P/E (x)				P/B (x)				ROE(%)			
		Mil \$	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E
PANASONIC	21,661	22.5	20.3	12.1	10.4	1.8	2.0	1.1	1.0	9%	11%	9%	10%
TCL	850	7.9	6.7	7.8	7.4	2.2	1.8	1.4	1.3	31%	26%	20%	18%
HISENSE	3,114	10.7	17.3	12.4	11.2	1.4	2.2	1.6	1.4	14%	13%	13%	13%
SKYWORTH	1,813	9.5	5.5	6.4	6.0	1.1	1.3	0.8	0.8	12%	25%	13%	13%
PIONEER	776	148.3	5.5	18.7	12.1	1.1	0.8	0.8	0.8	1%	17%	4%	7%
CHANGHONG	3,141	364.1	N/A	111.5	59.5	1.5	2.2	1.7	1.6	0%	-15%	2%	3%
HAIER	8,253	9.9	N/A	10.9	10.1	2.3	N/A	2.0	1.7	27%	18%	18%	17%

자료: Bloomberg, SK 증권

HE Peer Group Table

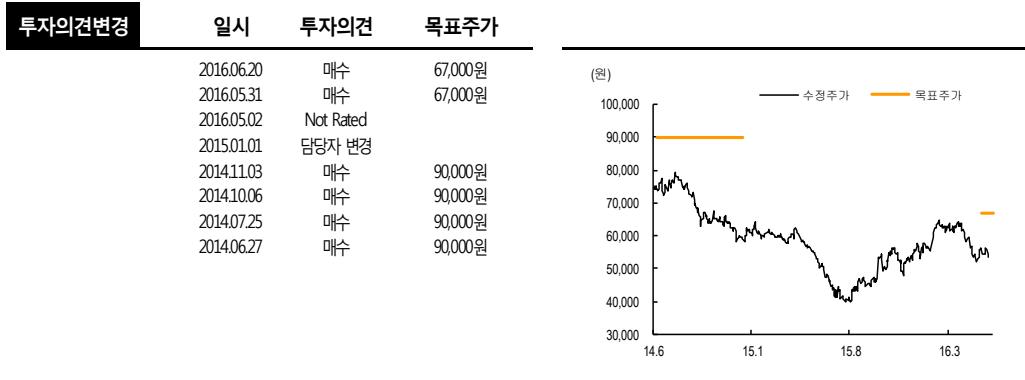
Compay	Mkt Cap	P/E (x)				P/B (x)				ROE(%)			
		Mil \$	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E
Panasonic	21,661	22.5	20.3	12.1	10.4	1.8	2.0	1.1	1.0	9%	11%	9%	10%
Electrolux	8,443	29.2	37.7	14.9	13.1	4.0	3.9	3.7	3.2	15%	10%	28%	27%
Whirlpool	13,255	16.7	12.7	11.8	10.2	3.1	2.4	N/A	N/A	13%	16%	20%	N/A
Phillips	24,744	96.6	54.0	15.8	13.3	2.0	1.9	1.8	1.7	4%	6%	11%	13%
Flextronics	6,706	13.3	13.0	9.9	8.9	2.5	3.0	2.2	1.9	17%	27%	22%	21%
Hon Hai	37,659	9.9	8.6	9.0	8.7	1.4	1.3	1.1	1.0	15%	15%	13%	13%
GE	277,847	23.6	35.9	20.1	17.2	2.0	3.0	3.3	3.8	12%	-5%	15%	18%

자료: Bloomberg, SK 증권

HE Peer Group Table

Compay	Mkt Cap	P/E (x)				P/B (x)				ROE(%)			
		Mil \$	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E	'17E	'14	'15	'16E
Blackberry	3,687	N/A	49.6	N/A	N/A	1.5	1.7	1.2	1.4	-90%	-9%	-4%	-5%
Apple	542,629	15.6	12.4	12.0	10.8	5.3	5.4	4.3	3.9	34%	46%	38%	38%
HTC	1,881	78.9	N/A	N/A	N/A	1.5	1.0	1.1	1.2	2%	-21%	-15%	-12%
ZTE	7,834	17.5	19.0	8.8	8.3	1.9	2.1	0.9	0.8	11%	12%	11%	11%
Huawei	1,446	101.5	N/A	27.9	21.8	3.7	N/A	2.8	2.5	4%	6%	11%	12%
Tianyu	794	62.7	145.5	43.5	31.5	3.1	7.2	3.4	3.2	5%	5%	8%	10%
Kyocera	18,871	19.2	20.9	24.2	22.9	0.9	1.1	0.9	0.9	5%	6%	4%	4%

자료: Bloomberg, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	163,251	174,827	163,976	175,788	184,372
현금및현금성자산	26,453	22,444	27,102	30,471	31,060
매출채권및기타채권	74,546	81,059	74,499	79,719	84,348
재고자산	48,388	57,113	48,727	52,141	55,169
비유동자산	192,030	195,857	199,163	211,681	224,964
장기금융자산	3,234	3,023	2,651	1,487	1,487
유형자산	103,420	105,969	104,603	115,204	124,650
무형자산	13,637	13,943	14,733	14,555	14,467
자산총계	355,281	370,684	363,139	387,469	409,336
유동부채	150,140	156,806	147,797	161,599	166,616
단기금융부채	30,336	25,821	23,400	28,482	25,767
매입채무 및 기타채무	77,360	88,063	81,747	87,475	92,555
단기충당부채	6,637	7,143	5,759	6,166	6,526
비유동부채	78,247	83,967	85,507	89,510	99,306
장기금융부채	61,990	64,895	65,710	65,487	66,003
장기매입채무 및 기타채무	175	136	57	64	72
장기충당부채	9,988	10,014	10,743	11,507	12,186
부채총계	228,387	240,773	233,304	251,109	265,922
지배주주지분	117,392	117,194	116,266	121,998	128,201
자본금	9,042	9,042	9,042	9,042	9,042
자본잉여금	29,018	29,227	29,227	29,227	29,227
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	88,855	90,810	90,165	95,769	102,519
비자매주주지분	9,502	12,717	13,569	14,363	15,213
자본총계	126,894	129,911	129,835	136,361	143,414
부채와자본총계	355,281	370,684	363,139	387,469	409,336

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	25,084	23,758	29,375	35,193	41,245
당기순이익(손실)	2,227	5,014	2,491	7,968	8,528
비현금성항목등	45,876	47,214	42,614	34,791	37,759
유형자산감가상각비	15,437	15,180	15,140	15,887	19,638
무형자산상각비	3,844	4,231	4,187	4,321	4,403
기타	20,154	20,712	18,833	8,094	6,975
운전자본감소(증가)	-18,536	-23,395	-11,633	-4,292	-937
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2,025	-9,190	3,136	-5,218	-4,629
재고자산감소(증가)	-2,963	-12,313	4,616	-3,876	-3,028
매입채무 및 기타채무의증가감소	3,882	12,836	-4,056	2,896	5,079
기타	-17,430	-14,528	-15,330	1,906	1,641
법인세납부	-4,482	-5,275	-4,098	-3,273	-4,106
투자활동현금흐름	-23,069	-23,035	-17,857	-31,115	-33,242
금융자산감소(증가)	822	274	444	124	0
유형자산감소(증가)	-20,547	-20,653	-16,657	-26,984	-29,085
무형자산감소(증가)	-3,985	-4,005	-4,816	-4,315	-4,315
기타	641	1,350	3,172	61	158
재무활동현금흐름	2,857	-3,755	-6,551	-382	-7,414
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	-1,572	-2,715
장기금융부채증가(감소)	7,255	1,378	-806	5,675	516
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-585	-735	-1,090	-729	-819
기타	-3,813	-4,398	-4,654	-4,480	-4,396
현금의 증가(감소)	4,603	-4,009	4,658	3,369	589
기초현금	21,850	26,453	22,444	27,102	30,471
기말현금	26,453	22,444	27,102	30,471	31,060
FCF	6,795	2,157	13,409	1,379	5,642

자료 : LG전자, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	567,723	590,408	565,090	576,212	610,360
매출원가	435,962	452,991	436,351	442,165	473,045
매출총이익	131,762	137,416	128,739	134,047	137,314
매출총이익률 (%)	23.2	23.3	22.8	23.3	22.5
판매비와관리비	119,271	119,131	116,817	115,280	115,068
영업이익	12,490	18,286	11,923	18,767	22,247
영업이익률 (%)	2.2	3.1	2.1	3.3	3.6
비영업손익	-6,595	-6,103	-5,992	-7,441	-10,123
순금융비용	2,905	3,262	3,588	3,485	3,595
외환관련손익	-3,295	-4,412	-4,225	-1,382	-1,214
관계기업투자등 관련손익	1,260	3,048	3,812	1,421	1,662
세전계속사업이익	5,895	12,183	5,931	11,327	12,123
세전계속사업이익률 (%)	1.0	2.1	1.1	2.0	2.0
계속사업법인세	3,585	5,398	3,402	3,359	3,595
계속사업이익	2,311	6,785	2,530	7,968	8,528
중단사업이익	-84	-1,772	-38	0	0
*법인세효과	-46	-534	-7	0	0
당기순이익	2,227	5,014	2,491	7,968	8,528
순이익률 (%)	0.4	0.9	0.4	1.4	1.4
지배주주	1,768	3,994	1,244	7,008	7,568
지배주주구속 순이익률(%)	0.31	0.68	0.22	1.22	1.24
비자매주주	459	1,020	1,247	960	960
총포괄이익	194	968	1,008	7,311	7,872
지배주주	-339	-37	-200	6,461	7,022
비자매주주	533	1,005	1,209	850	850
EBITDA	31,772	37,697	31,250	38,975	46,288

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	3.0	4.0	-4.3	2.0	5.9
영업이익	2.7	46.4	-34.8	57.4	18.5
세전계속사업이익	7.5	106.7	-51.3	91.0	7.0
EBITDA	5.9	18.7	-17.1	24.7	18.8
EPS(계속사업)	100.4	211.4	-77.8	446.6	8.0
수익성 (%)					
ROE	1.5	3.4	1.1	5.9	6.1
ROA	0.6	1.4	0.7	2.1	2.1
EBITDA마진	5.6	6.4	5.5	6.8	7.6
안정성 (%)					
유동비율	108.7	111.5	111.0	108.8	110.7
부채비율	180.0	185.3	179.7	184.2	185.4
순자금/자기자본	51.1	51.8	46.6	45.9	41.7
EBITDA/이자비용(배)	8.4	9.0	6.9	8.9	10.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,024	3,188	709	3,875	4,185
BPS	64,917	64,808	64,294	67,464	70,894
CFPS	11,640	12,943	11,376	15,050	17,480
주당 현금배당금	200	400	400	450	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	88.3	24.8	90.7	16.8	15.5
PER(최저)	63.2	18.3	56.1	13.4	12.4
PBR(최고)	14	1.2	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	1.0	0.9	0.6	0.8	0.7
PCR	5.9	4.6	4.7	3.6	3.1
EV/EBITDA(최고)	7.3	6.0	6.2	5.1	4.2
EV/EBITDA(최저)	6.0	5.0	4.8	4.5	3.7

LG 이노텍(011070/KS)

어려운 시기가 끝나가고 있다

매수(유지)

T.P 110,000 원(유지)

Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

해외 전략거래선의 스마트폰 판매부진으로 2Q16 실적은 영업손실을 기록할 전망이다. 그러나 하반기에는 듀얼카메라 공급에 따른 카메라모듈 판가상승으로 본격적인 실적 개선이 기대된다. 단기실적은 부진하지만, 어려운 시기가 끝나가고 있으므로, 향후 1년의 관점에서 매수전략이 유효하다.

2Q16 실적 부진, 해외 전략거래선의 스마트폰 판매부진 때문

LG 이노텍은 2Q16에 매출액 1.16조원(YoY-20%), 영업손실 -205억원(YoY 적자전환)을 기록할 것으로 전망된다. 적자전환의 이유는 해외고객사의 스마트폰 판매부진으로 광학솔루션(카메라모듈) 사업의 적자폭이 2분기에도 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 그러나 하반기에는 듀얼카메라 공급에 따른 카메라모듈 판가상승으로 본격적인 실적 개선이 기대된다.

듀얼카메라 매출액 증가 효과 2016년 하반기부터 발생

LG 이노텍 카메라모듈 사업은 2016년 하반기에 듀얼카메라 효과로 전년대비 매출 6,240억원, 영업이익 312억원 증가가 예상된다. 듀얼카메라 공급량은 2017년에도 더욱 늘어나 실적에 긍정적일 전망이다.

단기 실적보다는 향후 1년을 바라본 투자전략

2Q16은 부진하지만, 3Q16부터 듀얼카메라 공급이 본격화되면, 주가에는 하반기와 2017년 실적에 대한 기대감이 반영될 것으로 예상한다. 어려운 시기가 끝나가고 있다. 2Q16 실적 우려에 따른 주가 조정이 나타날 시점에, 향후 1년의 관점에서 매수전략이 유효하다고 판단한다.

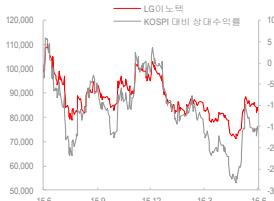
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	62,115	64,661	61,381	55,275	62,317	63,009
yoY	%	16.9	4.1	-5.1	-10.0	12.7	1.1
영업이익	억원	1,362	3,140	2,237	891	2,028	2,419
yoY	%	761	130.6	-28.8	-60.2	127.5	193
EBITDA	억원	6,655	8,485	7,060	5,062	6,006	6,294
세전이익	억원	220	1,916	1,221	450	1,587	1,896
순이익(지배주주)	억원	155	1,127	951	420	1,484	1,772
영업이익률%	%	2.2	4.9	3.6	1.6	3.3	3.8
EBITDA%	%	10.7	13.1	11.5	9.2	9.6	10.0
순이익률	%	0.3	1.7	1.6	0.8	2.4	2.8
EPS	원	770	4,761	4,018	1,777	6,268	7,487
PER	배	108.6	23.6	24.5	46.7	132	111
PBR	배	1.3	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	5.3	4.5	4.5	5.4	4.2	3.7
ROE	%	1.2	7.5	5.5	2.4	8.1	9.0
순차입금	억원	17,582	10,631	7,009	5,857	3,615	1,499
부채비율	%	247.9	161.1	121.8	116.7	101.2	93.9

Stock Data

주가(16/06/16)	82,900 원
KOSPI	1951.99 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	110,500 원
52주 최저가	71,000 원
60일 평균 거래대금	175 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.8%	11.7%
6개월	-15.5%	-14.7%
12개월	-18.7%	-15.5%

1. 듀얼카메라 수혜 시나리오

1) 하반기 LG 이노텍의 이익개선 강도 분석

해외 주요 고객사는 9월에 출시할 플래그십의 대형패널 모델에 듀얼카메라의 채용이 유력하고, 기존 듀얼카메라를 공급하기로 했던 Sony의 모듈사업 철수로 LG 이노텍은 하반기 고객사의 듀얼카메라 수요에 독점적으로 대응할 것으로 예상된다. 고객사의 신규 플래그십은 듀얼카메라를 활용한 동영상의 줌기능을 강조할 것으로 전망된다. 당초 이번 듀얼카메라에서 3D 맵핑 기술을 선보일 것으로 기대했으나, 현재 기술수준의 듀얼모듈과 AP로는 정교한 심도인식이 어려운 것으로 파악된다.

LG 이노텍의 해외 고객사향 하반기 듀얼카메라 공급수량은 3,120 만대로 전망되고, 해당 듀얼카메라의 싱글카메라 대비 판가 상승은 약 20,000 원 수준으로 추산된다. 따라서 LG 이노텍은 2016년 하반기에 듀얼카메라 효과로 전년대비 6,240 억원의 매출 증가 및 312 억원의 영업이익 증가가 가능할 것이다.

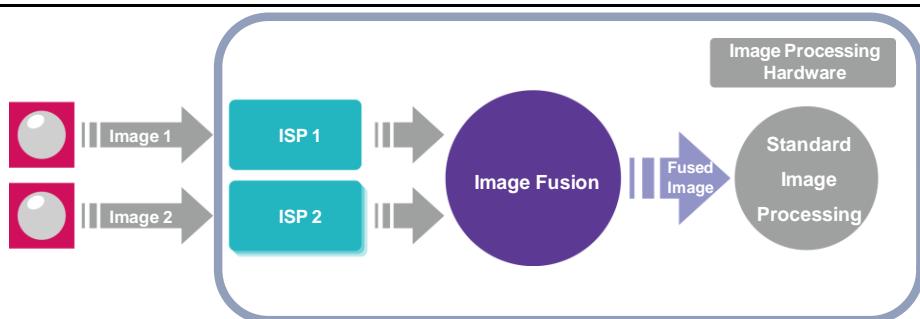
LG 이노텍의 현재 시가총액은 1조 9,620 억원으로 최근 저점대비(2016/5/9) 약 3,000 억원 커졌다. 이로 보아, 하반기 듀얼카메라 공급에 따른 실적 개선 효과는 이미 주가에 반영됐다고 판단한다. 이제는 2017년 실적에 대한 고민이 필요하다.

해외 주요고객사 신규 플래그십 모델별 생산 비중

	일반 모델 (일반)	플러스(가칭)모델 (대형)
카메라 Type	싱글카메라	듀얼카메라
초도생산 내 비중 전망	60%	40%

자료: SK 증권

듀얼카메라의 원리



자료: Corephotonics, SK 증권

2) LG 이노텍의 2017년 듀얼카메라 출하 전망 (해외고객사향)

2017년에 해외고객사는 2.2 억대의 스마트폰을 출하할 것으로 전망한다. 이 중 1.7 억대는 2016, 2017년 출시되는 신규 플래그십이고, 나머지 5천만대는 2014, 2015년 출시모델 또는 중저가모델일 것으로 예상된다.

2017년에 판매될 1.7 억대의 신규 플래그십 중에서 듀얼카메라가 채용되는 플러스 (가칭)모델 비중은 50%(8,500 만대)로 전망한다. 판가상승효과는 내년에도 이어질 것이고, LG 이노텍의 듀얼카메라 공급 점유율이 70%라고 가정하면, 2017년 듀얼카메라에 따른 LG 이노텍의 매출증가 효과는 전년대비 약 5,900 억원으로 추정된다.

듀얼카메라를 기반으로 2016년 하반기와 2017년 LG 이노텍의 뚜렷한 실적개선이 기대되기는 하지만, 중장기적 관점에서는 글로벌 경쟁사들의 움직임에도 주목이 필요하다. Sony의 카메라모듈사업 철수는 지진으로 인한 생산라인 피해만이 아니다. Sony는 한발 더 나아가 텁스센싱(심도인식)카메라 시장 선도를 목표하고 있는 것이다. Sony 외에도 Intel, Google, Qualcomm, Apple, Lenovo 등 글로벌 IT 업체들은 센서카메라 기술 개발에 집중하고 있다.

LG 이노텍 및 LG 전자는 텁스센싱카메라 분야에서는 기술준비가 미진하다고 판단된다. LG 전자 스마트폰은 과거 여러 차례 카메라에 초점을 맞춘 마케팅을 펼쳐왔고, 실제로 다수의 LG 스마트폰들은 시장에서 카메라 성능을 높게 평가받았었다. 향후에도 카메라 시장에서의 기술선도력을 유지하기 위해서는 텁스센싱카메라에 대한 기술준비가 절실하게 요구된다.

듀얼카메라 vs 센서카메라

	듀얼카메라	텐스센싱카메라
크기 (Width x Height)	25 mm x 15 mm	102 mm x 10 mm
판가	\$20 ~ \$40	\$50 ~ \$100
기능	이미지/영상 품질 개선	3D 심도인식
주요 업체	Apple, 삼성, LG	Intel, Google, Sony

자료: SK증권

2. 신규 전장부품 수주는 우상향 트렌드 지속

LG 이노텍의 차량용 부품 누적 수주잔액은 지속적으로 증가하고 있다. 2015년 연말 기준 6.2 조원을 보유하고 있었고, 2016년에는 상반기보다 하반기에 수주가 집중되며, 신규수주가 약 3조원이 늘어날 것으로 예상된다. 이에 따라 2016년 연말 수주잔고는 8.2조원을 기록할 전망이다.

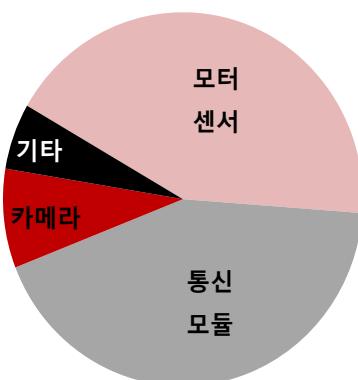
늘어나는 수주에 따라 LG 이노텍의 매출액도 동반 성장이 예상된다. 전장부품 매출액은 2016년 8,171 억원(YoY+ 26%), 2017년 1조 252 억원(YoY+ 25%)을 기록하는 등 향후 수년간 최소 연간 20% 이상의 성장률을 이어갈 전망이다.

전장부품 내 매출 비중은 모터센서와 통신모듈이 약 80%를 차지하고 그 외 카메라모듈, BMS, LED 등이 약 20%를 구성하고 있는 것으로 추정한다.

LG 이노텍 전장부품 관련			
	신규수주	매출액	누적 수주잔액
2014	1.5	0.5	4.3
2015	2.8	0.6	6.2
2016E	3.0	0.8	8.2
2017E	3.5	1.0	10.5

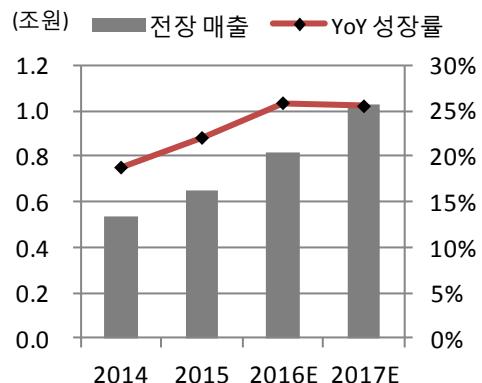
자료: LG 이노텍, SK 증권

LG 이노텍 전장부품내 제품별 매출 비중



자료: LG 이노텍, SK 증권

LG 이노텍 전장 매출 추이



자료: LG 이노텍, SK 증권

3. 실적추정

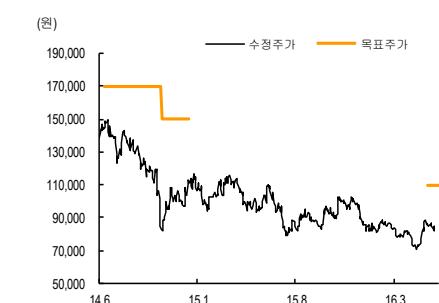
LG 이노텍은 2Q16 애 매출액 1,16 조원(YoY-20%), 영업손실 -205 억원(YoY 적자 전환)을 기록할 것으로 전망된다. 광학솔루션(카메라모듈) 사업 실적은 해외고객사의 판매부진으로 2분기에도 저조할 전망이다. 본격적인 실적 개선은 듀얼카메라 공급이 확대되는 하반기에 가능할 것으로 전망한다.

LG 이노텍 실적 추정치 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	15,413	14,471	15,588	15,909	11,950	11,649	14,711	16,965	61,381	55,275
광학솔루션	7,119	7,061	7,747	8,311	4,454	4,264	7,060	9,277	30,238	25,055
기판소재	3,831	3,568	3,704	3,583	3,200	2,994	3,130	3,194	14,686	12,518
LED	2,210	1,973	1,887	1,781	1,721	1,837	1,874	1,809	7,851	7,241
전장&부품	2,621	2,346	2,731	2,795	2,792	2,932	3,123	3,240	10,493	12,087
영업이익	690	489	607	451	4	-205	465	627	2,237	891
광학솔루션	462	452	521	379	-117	-281	210	358	1,814	170
기판소재	470	372	395	342	312	213	295	295	1,580	1,116
LED	-330	-376	-366	-381	-244	-205	-154	-125	-1,453	-728
전장&부품	89	42	56	110	53	68	114	99	296	334
영업이익률	4.5%	3.4%	3.9%	2.8%	0.0%	-1.8%	3.2%	3.7%	3.6%	1.6%
광학솔루션	6.5%	6.4%	6.7%	4.6%	-2.6%	-6.6%	3.0%	3.9%	6.0%	0.7%
기판소재	12.3%	10.4%	10.7%	9.6%	9.8%	7.1%	9.4%	9.2%	10.8%	8.9%
LED	-14.9%	-19.1%	-19.4%	-21.4%	-14.2%	-11.1%	-8.2%	-6.9%	-18.5%	-10.1%
전장&부품	4.1%	2.8%	3.4%	3.0%	4.1%	2.3%	3.7%	3.0%	2.8%	2.8%

자료 Dart, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.20	매수	110,000원
	2016.05.31	매수	110,000원
	2016.04.28	Not Rated	
	2015.01.01	담당자 변경	
	2014.11.03	매수	150,000원
	2014.10.06	매수	170,000원
	2014.09.04	매수	170,000원
	2014.07.25	매수	170,000원
	2014.06.30	매수	170,000원



Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	20,068	20,820	17,889	18,097	17,961
현금및현금성자산	3,996	3,965	3,603	2,866	2,908
매출채권및기타채권	11,641	12,619	10,835	11,555	11,419
재고자산	3,761	3,536	3,031	3,232	3,194
비유동자산	25,744	23,467	21,254	20,364	20,051
장기금융자산	235	360	345	344	344
유형자산	21,049	18,976	16,473	15,139	14,491
무형자산	1,678	1,810	2,070	2,241	2,367
자산총계	45,813	44,288	39,143	38,461	38,013
유동부채	16,294	16,466	12,955	15,082	14,365
단기금융부채	6,329	4,949	3,660	5,170	4,570
매입채무 및 기타채무	8,155	9,652	7,759	8,275	8,178
단기충당부채	113	164	133	142	140
비유동부채	16,350	10,857	8,538	5,632	4,752
장기금융부채	15,273	9,654	6,983	3,583	1,983
장기매입채무 및 기타채무	113	78	8	13	18
장기충당부채	0	0	0	7	14
부채총계	32,644	27,323	21,493	20,714	19,117
지배주주지분	13,169	16,965	17,651	17,748	18,896
자본금	1,009	1,183	1,183	1,183	1,183
자본잉여금	8,722	11,336	11,336	11,336	11,336
기타자본구성요소	-3	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	3,557	4,511	5,220	5,467	6,856
비자매주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	13,169	16,965	17,651	17,748	18,896
부채와자본총계	45,813	44,288	39,143	38,461	38,013

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,162	7,940	7,171	4,917	6,037
당기순이익(손실)	220	1,916	1,221	412	1,484
비현금성항목등	6,965	6,773	6,510	4,827	4,522
유형자산감가상각비	4,935	4,983	4,429	3,738	3,515
무형자산상각비	358	362	395	432	463
기타	765	797	1,244	332	238
운전자본감소(증가)	-1,723	-452	-340	-119	354
매출채권및기타채권의감소(증가)	-228	-913	1,937	-951	135
재고자산감소(증가)	1,029	238	514	-202	38
매입채무 및 기타채무의증가감소	-1,663	973	-1,896	1,189	-97
기타	-861	-750	-896	-156	278
법인세납부	-301	-297	-220	-203	-323
투자활동현금흐름	-3,958	-2,974	-2,992	-3,376	-3,425
금융자산감소(증가)	36	-117	-16	-1	0
유형자산감소(증가)	-3,661	-2,443	-2,525	-2,836	-2,867
무형자산감소(증가)	-450	-556	-542	-588	-588
기타	117	141	92	50	31
재무활동현금흐름	-733	-5,025	-4,542	-2,274	-2,570
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	-600	-600
장기금융부채증가(감소)	164	-4,400	-4,025	-1,302	-1,600
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-59	-83	-95
기타	-898	-625	-458	-371	-275
현금의 증가(감소)	468	-32	-362	-737	42
기초현금	3,528	3,996	3,965	3,603	2,866
기말현금	3,996	3,965	3,603	2,866	2,908
FCF	-184	4,957	3,989	1,205	2,488

자료 : LG이노텍, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	62,115	64,661	61,381	55,275	62,317
매출원가	55,215	56,033	53,654	48,216	53,443
매출총이익	6,900	8,629	7,727	7,059	8,874
매출총이익률 (%)	11.1	13.3	12.6	12.8	14.2
판매비와관리비	5,538	5,489	5,490	6,168	6,846
영업이익	1,362	3,140	2,237	891	2,028
영업이익률 (%)	22	4.9	3.6	1.6	3.3
비영업손익	-1,141	-1,224	-1,016	-442	-441
순금융비용	934	657	396	310	249
외환관련손익	16	52	-16	25	46
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	220	1,916	1,221	450	1,587
세전계속사업이익률 (%)	0.4	3.0	2.0	0.8	2.6
계속사업법인세	65	789	270	29	103
계속사업이익	155	1,127	951	420	1,484
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	155	1,127	951	420	1,484
순이익률 (%)	0.3	1.7	1.6	0.8	2.4
지배주주	155	1,127	951	420	1,484
지배주주구속 순이익률(%)	0.25	1.74	1.55	0.76	2.38
비자매주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	259	1,006	745	180	1,243
지배주주	259	1,006	745	180	1,243
비자매주주	0	0	0	0	0
EBITDA	6,655	8,485	7,060	5,062	6,006

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	16.9	4.1	-5.1	-10.0	12.7
영업이익	76.1	130.6	-28.8	-60.2	127.5
세전계속사업이익	흑전	770.1	-36.3	-63.2	252.8
EBITDA	21.3	27.5	-16.8	-28.3	18.7
EPS(계속사업)	흑전	517.9	-15.6	-55.8	252.8
수익성 (%)					
ROE	12	7.5	5.5	2.4	8.1
ROA	0.3	2.5	2.3	1.1	3.9
EBITDA마진	10.7	13.1	11.5	9.2	9.6
안정성 (%)					
유동비율	123.2	126.4	138.1	120.0	125.0
부채비율	247.9	161.1	121.8	116.7	101.2
순차입금/자기자본	133.5	62.7	39.7	33.0	19.1
EBITDA/이자비용(배)	6.5	11.0	15.3	13.9	21.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	770	4,761	4,018	1,777	6,268
BPS	65,287	71,681	74,578	74,988	79,840
CFPS	27,012	27,348	24,398	19,397	23,075
주당 현금배당금	0	250	350	400	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	136.9	31.5	29.1	54.9	15.6
PER(최저)	90.9	17.3	19.7	40.0	11.3
PBR(최고)	1.6	2.1	1.6	1.3	1.2
PBR(최저)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	3.1	4.1	4.0	4.3	3.6
EV/EBITDA(최고)	6.0	5.6	5.1	6.1	4.8
EV/EBITDA(최저)	4.9	3.4	3.8	4.8	3.7

LG 디스플레이(034220/KS)

저점은 통과, 성수기가 돌아온다

매수(유지)

T.P 29,000 원(유지)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

LG 디스플레이 주가가 연일 약세를 보이고 있다. Apple은 2017년부터 삼성디스플레이 구매 비중이 증가하게 될 것이고, 대형 LCD 산업의 미래는 중국이 이끌어갈 가능성이 높아 보인다. 그러나 6월부터 iPhone7에 들어갈 LCD 패널 공급이 시작되고, 3Q LCD 패널가격은 안정세를 찾을 것이며, 대규모 적자에 허덕였던 OLED TV용 모듈의 흑자 전환도 3Q에는 기대해 볼 수 있을 것이다.

iPhone7 출시로 모바일 매출 및 영업이익 호전 기대

Apple의 iPhone은 2년 주기로 디자인이 바뀐다. 그리고 2016년 3분기에는 iPhone7이 출시된다. 2분기 Apple의 재고 조정으로 최악의 상황을 지나고 있는 동사의 모바일 부문은, 3분기 본격적인 회복세를 맞이하게 될 것이다.

TV용 LCD 패널가격 안정세 및 OLED 흑자 전환 가능성 고조

글로벌 TV 수요는 여전히 주식시장의 눈높이를 맞추지 못하고 있다. 그러나 TV의 대형화 추세는 유효하며, 하반기 8.5G LCD Capa 증가는 제한적이다. 따라서 TV용 LCD 패널가격은 안정세를 유지하며 일부 Size에서는 패널가격 상승이 기대된다. 그동안 대규모 적자를 기록했던 OLED TV 모듈도 수율 개선에 힘입어 3분기에는 흑자전환을 기대해 볼 수 있을 것이다.

투자의견 매수 및 목표주가 29,000 원 유지

동사의 투자의견 매수 및 목표주가 29,000 원을 유지한다. 미래에 대한 불확실성이 남아있는 것은 사실이지만, 3분기 동사의 경영실적은 급속도로 호전될 수 있을 것이다. 업황 저점은 이미 통과했으며, 다가올 성수기를 기대해 보자.

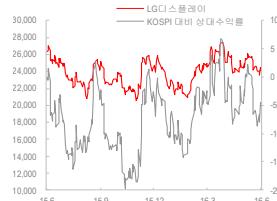
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	27,033	26,456	28,384	25,883	26,331	26,811
yoy	%	-8.1	-2.1	7.3	-8.8	1.7	1.8
영업이익	십억원	1,163	1,357	1,626	576	600	839
yoy	%	27.5	16.7	19.8	-64.6	4.3	39.7
EBITDA	십억원	4,998	4,850	5,001	4,249	4,557	4,660
세전이익	십억원	830	1,242	1,434	562	652	775
순이익(지배주주)	십억원	426	904	967	436	497	596
영업이익률%	%	4.3	5.1	5.7	2.2	2.3	3.1
EBITDA%	%	18.5	18.3	17.6	16.4	17.3	17.4
순이익률%	%	1.6	3.5	3.6	1.8	2.0	2.3
EPS	원	1,191	2,527	2,701	1,219	1,390	1,664
PER	배	21.3	133	9.1	19.8	173	14.5
PBR	배	0.9	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	2.2	3.0	2.3	2.8	2.5	2.3
ROE	%	41	82	8.2	3.6	4.0	4.7
순차입금	십억원	1,579	1,829	1,697	2,442	1,794	1,076
부채비율	%	101.1	94.9	77.7	83.7	84.1	86.7

Stock Data

주가(16/06/16)	24,100 원
KOSPI	1951.99 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	27,400 원
52주 최저가	20,600 원
60일 평균 거래대금	350 억원

주가 및 상대수익률



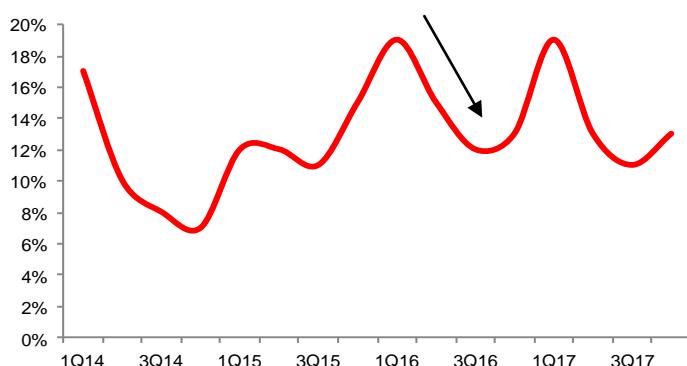
주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14%	-0.6%
6개월	-2.2%	-14%
12개월	-8.7%	-51%

3Q 모멘텀 집중, 추가적인 주가하락보다 상승에 무게

LG 디스플레이의 중장기적 성장에 대한 리스크는 여전하다. Apple 은 삼성의 Flexible OLED를 채택할 것이고, 대형 LCD 산업의 주도권은 중국으로 넘어가게 될 것이다. 그러나 Apple 의 iPhone7 은 여전히 LCD를 사용한다.

한편 6 월부터 동사의 모바일 부문은 개선되기 시작하였다. TV 는 하반기 성수기 진입으로 수요가 개선되는 가운데, 4 분기 삼성디스플레이 7G Fab 의 일부가 폐쇄되면 안정적인 패널 수급 상황이 이어지게 될 것이다. 동사 입장에서 성장이 기대되는 유일한 희망인 OLED TV 용 모듈도, 수율개선에 따른 흑자 전환이 3 분기 후반에는 가능할 전망이다. 모바일, LCD, OLED 의 모멘텀이 집중된 3 분기를 기대하며, 추가적인 주가 하락보다 상승에 무게를 둔 Trading Buy 전략이 유효할 것으로 기대해 본다.

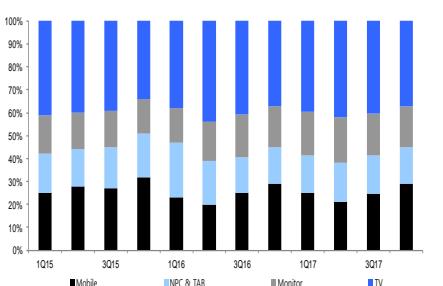
대형 LCD 수급은 하반기 성수기 진입 및 제한적인 공급 증가로 4 분기까지 안정화될 것으로 전망



자료: SK 증권

LGD 제품별 매출 비중 추이 및 전망

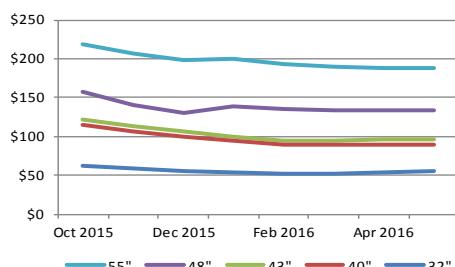
(단위: %)



자료: LG 디스플레이, SK 증권

SDC 공급 감소로 TV 용 패널가 안정화

(단위: USD)



자료: IHS, SK 증권

3분기 Apple 매출 증가, TV 패널가 안정화, OLED TV 부문 흑자 전환 등 모멘텀 집중

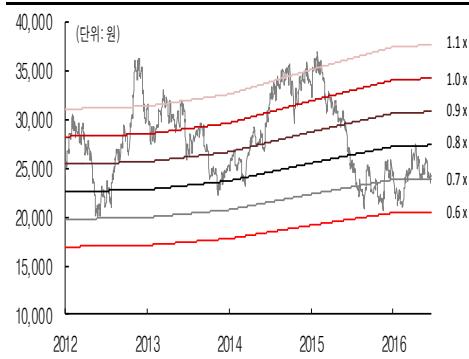
(단위:)

(단위:십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
매출액	7,022	6,708	7,158	7,496	5,989	6,109.2	6,659	7,125	6,199	6,323
YoY	25.7%	12.2%	9.3%	-10.1%	-14.7%	-8.9%	-7.0%	-4.9%	3.5%	3.5%
QoQ	-15.8%	-4.5%	6.7%	4.7%	-20.1%	2.0%	9.0%	7.0%	-13.0%	2.0%
매출원가	5,661	5,568.0	6,111	6,730	5,363	5,474	5,820	6,192	5,517	5,589
매출총이익	1,361	1,140	1,047	766	626	635	839	933	682	733
GPM(%)	19.4%	17.0%	14.6%	10.2%	10.5%	10.4%	12.6%	13.1%	11.0%	11.6%
SG&A	617	652.1	717	735	587	580	586	705	603	582
매출원가+판관비	6,278	6,220	6,828	7,465	5,950	6,054	6,406	6,897	6,120	6,171
매출액 대비										
매출원가비중	80.6%	83.0%	85.4%	89.8%	89.5%	89.6%	87.4%	86.9%	89.0%	88.4%
판관비중	8.8%	9.7%	10.0%	9.8%	9.8%	9.5%	8.8%	9.9%	9.7%	9.2%
매출원가+판관비 비중	89.4%	92.7%	95.4%	99.6%	99.3%	99.1%	96.2%	96.8%	98.7%	97.6%
영업이익	743.9	488.4	330.1	60.6	39.5	55.1	253.1	228.0	79.3	151.7
영업이익률	10.6%	7.3%	4.6%	0.8%	0.7%	0.9%	3.8%	3.2%	1.3%	2.4%
법인세 차감전 순이익										
법인세율	624	507.1	272	31	(8)	67	261	242	90	164
법인세비용	23.7%	28.5%	27.0%	145.0%	114.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	476	363	198	(14)	1	54	209	193	72	131
당기순이익률	6.8%	5.4%	2.8%	-0.2%	0.0%	0.9%	3.1%	2.7%	1.2%	2.1%
지배주주지분	458	335	189	(13)	1	51	199	184	69	125
발행주식수	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700
자기주식수	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유동주식수	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700
EPS (당기순이익)	1330	1013	555	(39)	3	150	584	540	201	366
EPS (지배주주 포괄순익)	1281	936	528	(37)	3	143	557	515	192	349

(단위:십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	108%	100%	104%	100%
Mobile	25%	28%	27%	32%	23%	20%	27%	29%	26%	21%
NPC & TAB	17%	16%	18%	19%	24%	19%	17%	16%	17%	17%
Monitor	17%	16%	16%	15%	15%	17%	20%	18%	20%	20%
TV	41%	40%	39%	34%	38%	44%	44%	37%	41%	42%
매출액										
Mobile	1,756	1,878	1,933	2,399	1,378	1,222	1,798	2,066	1,612	1,328
NPC & TAB	1,194	1,073	1,288	1,424	1,437	1,161	1,132	1,140	1,054	1,075
Monitor	1,194	1,073	1,145	1,124	898	1,039	1,332	1,283	1,240	1,265
TV	2,879	2,683	2,792	2,549	2,276	2,688	2,930	2,636	2,542	2,656

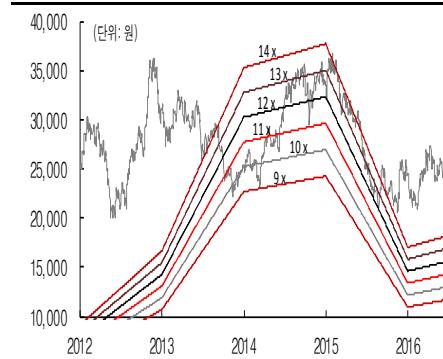
자료 SK 증권

LG 디스플레이 P/B Band 추이 및 전망



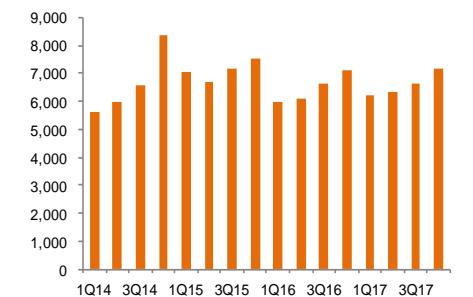
자료: LG 디스플레이, SK 증권

LG 디스플레이 P/E Band 추이 및 전망



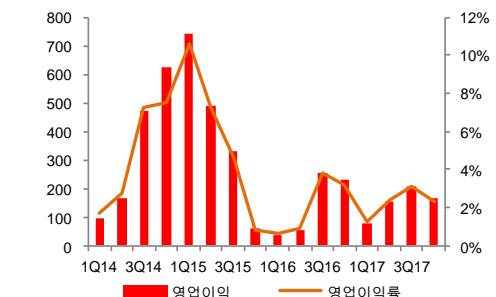
자료: LG 디스플레이, SK 증권

LGD 매출 추이 및 전망, 3분기 회복 (단위: 십억원)



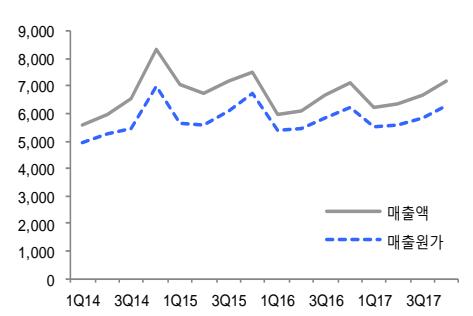
자료: LG 디스플레이, SK 증권

LGD 영업이익은 3분기 큰 폭으로 회복 (단위: 십억원, %)



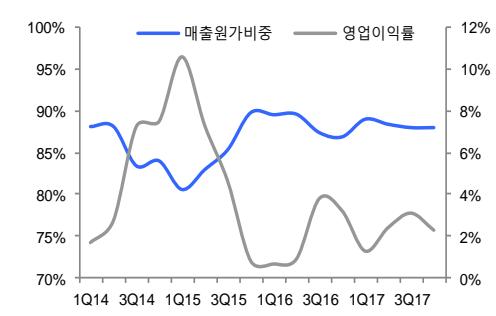
자료: LG 디스플레이, SK 증권

Tight 한 원가 관리로 수익성 유지 (단위: 십억원)



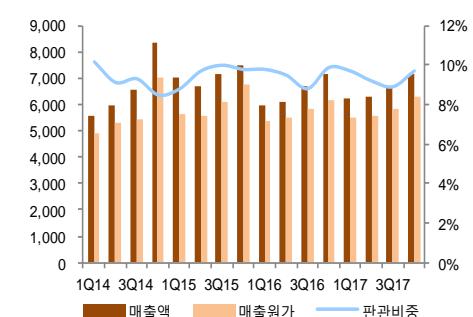
자료: LG 디스플레이, SK 증권

뛰어난 원가절감 능력으로 영업이익 개선 (단위: %)



자료: LG 디스플레이, SK 증권

매출액, 매출원가, 판관비중 추이 및 전망 (단위: 억원, %)



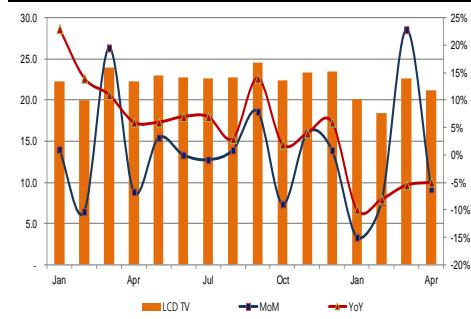
자료: LG 디스플레이, SK 증권

프리미엄 시장을 석권한 65" Signature OLED TV



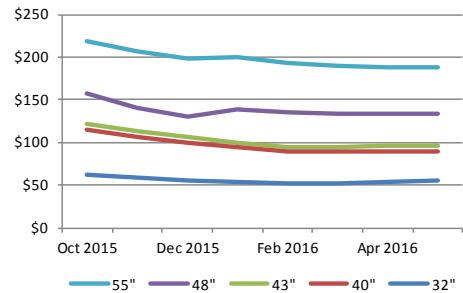
자료: LG 전자, SK 증권

TV용 LCD 패널 출하량 및 성장률 추이 (단위: M, %)



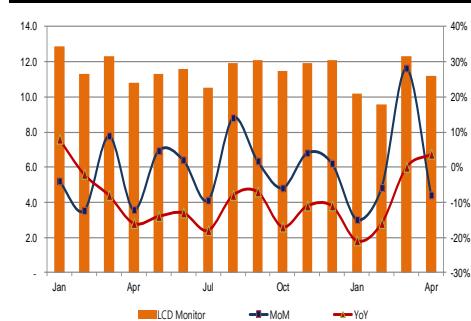
자료 LG 디스플레이, SK 증권

삼성 공급차질과 수요 회복으로 패널가 안정화 (단위: USD)



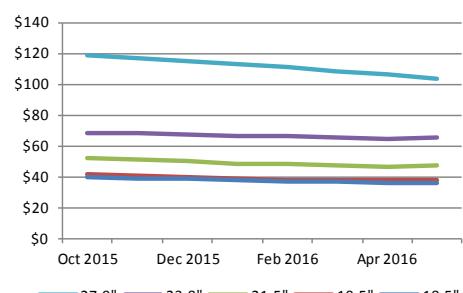
자료 LG 디스플레이, SK 증권

MNT용 LCD 패널 출하량 및 성장률 추이 (단위: M, %)



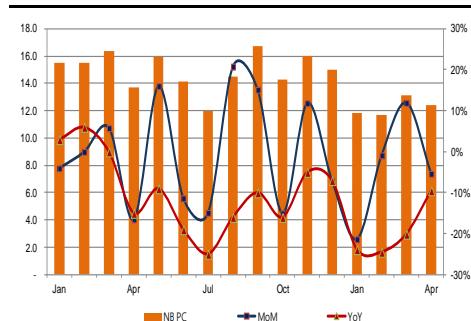
자료 LG 디스플레이, SK 증권

PC 수요 부진으로 모니터 가격은 다소 하락 (단위: USD)



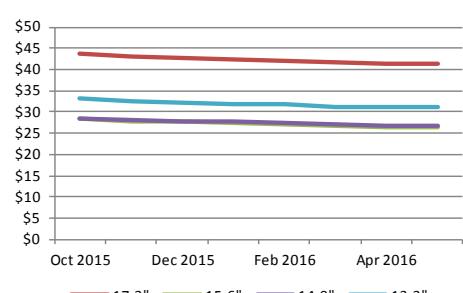
자료 LG 디스플레이, SK 증권

NPC용 LCD 패널 출하량 및 성장률 추이 (단위: M, %)

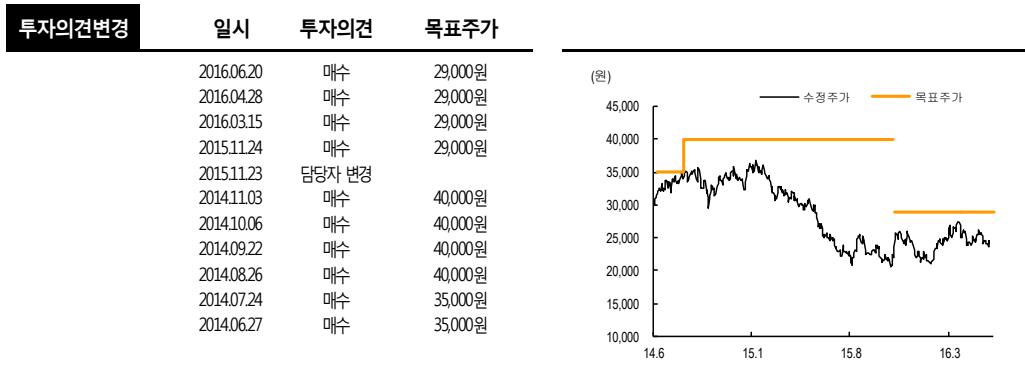


자료 LG 디스플레이, SK 증권

Notebook용 패널가 추가 하락은 제한적 (단위: USD)



자료 LG 디스플레이, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(김영우)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	7,732	9,241	9,532	9,511	10,335
현금및현금성자산	1,022	890	752	1,253	2,035
매출채권및기타채권	3,208	3,546	4,188	3,981	4,006
재고자산	1,933	2,754	2,352	2,235	2,250
비유동자산	13,984	13,726	13,046	14,103	13,732
장기금융자산	17	15	24	68	68
유형자산	11,808	11,403	10,546	11,798	11,490
무형자산	468	577	839	669	598
자산총계	21,715	22,967	22,577	23,615	24,067
유동부채	6,789	7,550	6,607	5,796	5,952
단기금융부채	908	968	1,416	862	987
매입채무 및 기타채무	4,454	4,900	4,264	4,054	4,079
단기충당부채	201	194	110	104	105
비유동부채	4,129	3,634	3,265	4,966	5,039
장기금융부채	2,995	3,279	2,808	4,433	4,443
장기매입채무 및 기타채무	40	13	8	8	8
장기충당부채	5	8	12	11	11
부채총계	10,918	11,184	9,872	10,762	10,991
지배주주지분	10,611	11,431	12,193	12,332	12,532
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,663	7,455	8,159	8,415	8,734
비자매주주지분	186	352	512	521	544
자본총계	10,797	11,783	12,705	12,853	13,077
부채와자본총계	21,715	22,967	22,577	23,615	24,067

현금흐름표

월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	3,721	2,992	2,805	4,117	4,502
당기순이익(손실)	419	917	1,023	456	522
비현금성항목등	4,818	4,379	4,361	3,908	4,035
유형자산감가상각비	3,598	3,222	2,969	3,216	3,557
무형자산상각비	236	270	406	457	399
기타	616	554	587	226	423
운전자본감소(증가)	-1,356	-2,193	-2,166	-196	25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-252	-921	-1,061	36	-25
재고자산감소(증가)	457	-824	405	116	-14
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-1,400	160	-1,130	-31	26
기타	-162	-609	-380	-317	38
법인세납부	-159	-111	-414	-51	-80
투자활동현금흐름	-4,468	-3,412	-2,673	-4,596	-3,508
금융자산감소(증가)	-949	-223	-258	164	0
유형자산감소(증가)	-3,433	-2,943	-1,918	-4,509	-3,250
무형자산감소(증가)	-183	-353	-294	-328	-328
기타	97	107	-204	77	70
재무활동현금흐름	-564	237	-311	966	-211
단기금융부채증가(감소)	-1,210	-682	-968	-558	125
상기금융부채증가(감소)	659	941	876	1,658	10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-179	-179	-179
기타	-14	-21	-40	-134	-168
현금의 증가(감소)	-1,317	-132	-138	501	782
기초현금	2,339	1,022	890	752	1,253
기말현금	1,022	890	752	1,253	2,035
FCF	-1,288	-313	760	-638	846

자료 : LG디스플레이 SK증권 정정

손익계산서

월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	27,033	26,456	28,384	25,883	26,331
매출원가	23,525	22,667	24,070	22,848	23,258
매출총이익	3,508	3,788	4,314	3,034	3,072
매출총이익률 (%)	13.0	14.3	15.2	11.7	11.7
판매비와관리비	2,345	2,431	2,689	2,459	2,472
영업이익	1,163	1,357	1,626	576	600
영업이익률 (%)	4.3	5.1	5.7	2.2	2.3
비영업손익	-333	-115	-192	-14	52
순금융비용	119	61	71	84	98
외환관련손익	24	-4	-34	212	-275
관계기업투자등 관련손익	25	14	42	-10	2
세전계속사업이익	830	1,242	1,434	562	652
세전계속사업이익률 (%)	3.1	4.7	5.1	2.2	2.5
계속사업법인세	411	325	411	105	130
계속사업이익	419	917	1,023	456	522
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	419	917	1,023	456	522
순이익률 (%)	1.6	3.5	3.6	1.8	2.0
지배주주	426	904	967	436	497
지배주주구속 순이익률(%)	1.58	3.42	3.41	1.69	1.89
비자매주주	-7	13	57	20	25
총포괄이익	397	843	1,003	337	403
지배주주	404	820	940	318	379
비자매주주	-7	23	63	19	24
EBITDA	4,998	4,850	5,001	4,249	4,557

주요투자지표

월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	-8.1	-21	7.3	-8.8	1.7
영업이익	27.5	16.7	19.8	-64.6	4.3
세전계속사업이익	81.1	49.6	15.5	-60.8	16.2
EBITDA	-7.1	-3.0	3.1	-15.0	7.2
EPS(계속사업)	82.7	112.2	6.9	-54.9	14.0
수익성 (%)					
ROE	4.1	8.2	8.2	3.6	4.0
ROA	1.8	4.1	4.5	2.0	2.2
EBITDA마진	18.5	18.3	17.6	16.4	17.3
안정성 (%)					
유동비율	113.9	122.4	144.3	164.1	173.7
부채비율	101.1	94.9	77.7	83.7	84.1
순차입금/자기자본	14.6	15.5	13.4	19.0	13.7
EBITDA/이자비용(배)	31.5	44.2	39.2	30.3	27.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,191	2,527	2,701	1,219	1,390
BPS	29,655	31,948	34,076	34,465	35,024
CFPS	11,907	12,287	12,136	11,487	12,447
주당 현금배당금	0	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	14.2	13.7	22.5	19.7
PER(최저)	18.7	9.1	7.6	17.2	15.1
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8
PBR(최저)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	2.1	2.7	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA(최고)	2.8	3.2	3.2	3.1	2.8
EV/EBITDA(최저)	2.0	2.2	2.0	2.6	2.3

LG 화학(051910/KS)

전기차 LG의 선봉장

매수(유지)

T.P 400,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

LG 화학은 2010년 이후 열린 전기차 시장에서 absolute No.1 배터리 업체로서의 위상을 굳혀오고 있으며, 2016년 하반기부터 시작될 2세대 시장에서도 본격적으로 두각을 나타내게 될 것이다. 한 번 충전에 322km를 가는 Chevy Bolt가 판매를 시작하기 때문이다. 이후 추가 수주에 대한 기대감도 높다. 전기차는 초기 단계인 만큼 마진 확보보다 top-line의 성장에 더 주목한다

전기차 배터리의 absolute No.1

LG 화학은 2010년 이후 열린 전기차 시장에서 absolute No.1 입지를 굳혀오고 있다. 물량 측면에는 1세대 시장에서 Panasonic에 뒤쳐졌지만, 이는 Tesla에 들어가는 소형전지 물량(소형전지 power train은 메이저 전기차 업체 중 Tesla만 사용)과 일부 일본업체의 폐쇄적 수주 행태 때문이다. 그러나 미국/유럽/중국 등 다양한 고객을 확보하고 있고 cost 측면에서 압도적 1등인 만큼 차후 전기차 보급 확대시 성장성이 더욱 높아질 것이다

“Game changer”, Bolt의 등장을 주목하라

SK증권 리서치센터는 지속적으로 2016년부터 2세대 전기차 시장이 열릴 것으로 강조하고 있다. 그리고 그 신호탄은 1번 충전에 322km를 갈 수 있는 Chevy Bolt가 될 것으로 보고 있다. 올 하반기부터 출시가 예상되는데, 해당 배터리 기술을 바탕으로 Nissan, Volkswagen 같은 기타 전기차 메이저의 추가 수주도 가능할 것이다

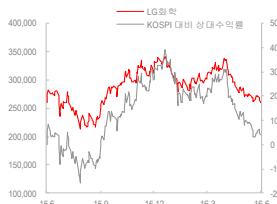
마진이 아니라 top-line의 성장을 주목할 때

마진 확보여력에 대한 논란이 있지만, 전기차는 초기 시장인 만큼 영업이익 확보 여부보다는 매출액 증대 여부가 더욱 중요한 것으로 판단한다

영업실적 및 투자지표

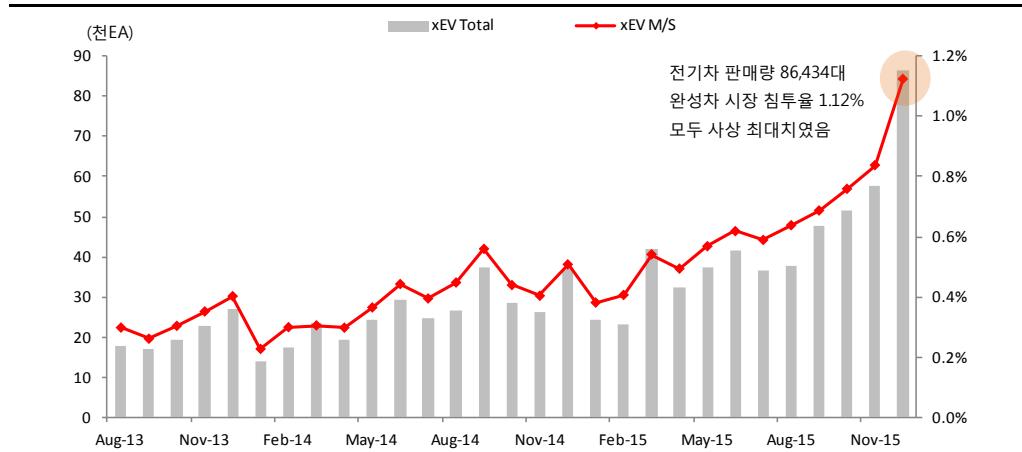
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	23,143.6	22,577.8	20,206.6	18,900.3	17,988.4	19,642.2
yoy	%	(0.5)	(2.4)	(10.5)	(6.5)	(4.8)	9.2
영업이익	십억원	1,743.0	1,310.8	1,823.6	1,888.0	1,997.7	2,206.9
yoy	%	(8.8)	(24.8)	39.1	3.5	5.8	10.5
EBITDA	십억원	2,788.3	2,461.0	3,079.7	3,190.8	3,300.6	3,509.7
세전이익	십억원	1,601.3	1,159.9	1,549.6	1,881.5	2,024.2	2,255.5
순이익(지배주주)	십억원	1,266.0	867.9	1,153.0	1,481.4	1,593.7	1,775.8
영업이익률%	%	7.5	5.8	9.0	10.0	11.1	11.2
EBITDA%	%	12.0	10.9	15.2	16.9	18.3	17.9
순이익률%	%	6.9	5.1	7.7	10.0	11.3	11.5
EPS	원	18.637	12.631	16.932	22.353	24.048	26.796
PER	배	161	143	194	12.0	11.2	10.0
PBR	배	1.9	1.1	2.0	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	7.9	5.7	7.6	5.6	5.1	4.6
ROE	%	11.4	7.3	9.2	10.9	10.7	11.0
순차입금	십억원	884	1,066	(139)	(1,616)	(2,584)	(3,515)
부채비율	%	48.8	47.8	41.8	36.2	33.8	31.8

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-7.5%
6개월	-18.9%	-18.2%
12개월	0.2%	4.1%

2015년까지 글로벌 전기차 판매량과 완성차 시장 내 판매비중 추이



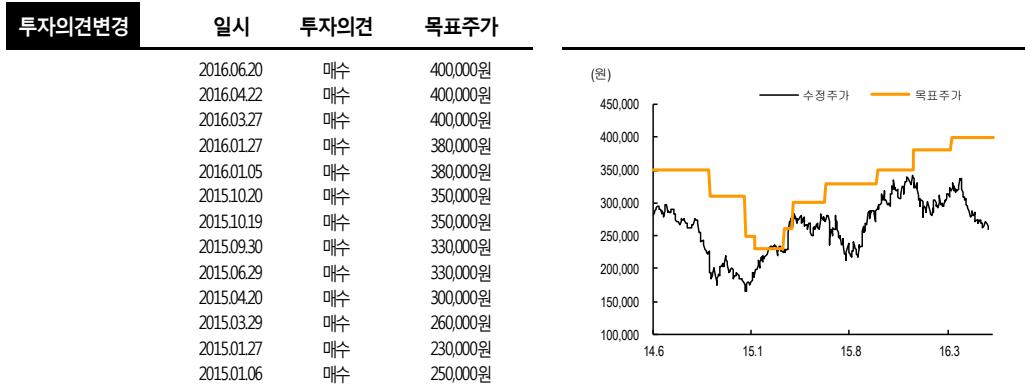
자료: InsideEV, EVsales, Bloomberg, SK 증권

1세대 No.1 전기차 Nissan LEAF 와 2세대 “Game Changer” Chevy Bolt의 비교

Nissan LEAF vs Chevrolet BOLT

	Nissan LEAF	Chevy Bolt
타입	Hatchback	CUV
엔진	BEV	BEV
마력(PS)	109.0	200
토크(kg-m)	25.9	20.4
제로백(s)	11.9	6.5
최고속(km/h)	150.0	145.0
배터리(kwh)	24.0	60.0
항속거리(km)	135.0	330.0
중량(kg)	1,500	1,625
전장(m)	4.45	4.17
축거(m)	2.70	2.60
전폭(m)	1.77	1.77
전고(m)	1.55	1.59
가격(USD)	28,800	30,000 ↓

자료: 각 사, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(손지우)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
유동자산	5,277	6,292	7,256	8,082	9,848
현금및현금성자산	1,107	1,368	1,379	1,543	2,513
매출채권및기타채권	2,347	2,591	3,229	3,314	3,753
재고자산	1,598	2,182	2,475	2,541	2,877
비유동자산	5,253	6,382	8,029	9,104	10,043
장기금융자산	22	5	7	22	22
유형자산	4,775	5,872	7,376	8,325	9,187
무형자산	162	180	207	224	233
자산총계	10,531	12,673	15,286	17,186	19,891
유동부채	3,907	4,277	4,724	4,752	5,144
단기금융부채	1,833	1,641	1,838	1,790	1,790
매입채무 및 기타채무	1,775	2,124	2,453	2,518	2,852
단기충당부채	5	5	7	7	8
비유동부채	697	552	854	1,590	1,822
장기금융부채	613	482	689	1,235	1,235
장기매입채무 및 기타채무	29	48	41	0	0
장기충당부채	0	0	2	2	3
부채총계	4,604	4,830	5,578	6,342	6,966
지배주주지분	5,809	7,703	9,553	10,708	12,794
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본구성요소	-480	-16	-16	-16	-16
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	4,836	6,254	8,053	9,293	11,494
비자매주주지분	117	140	154	136	131
자본총계	5,927	7,844	9,708	10,844	12,925
부채와자본총계	10,531	12,673	15,286	17,186	19,891

현금흐름표

월 결산(십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
영업활동현금흐름	2,301	2,562	2,297	2,419	2,718
당기순이익(손실)	1,971	2,818	2,797	1,865	2,201
비현금성항목등	635	695	846	1,012	1,369
유형자산감가상각비	568	654	741	825	923
무형자산상각비	17	18	16	19	20
기타	201	43	81	71	-59
운전자본감소(증가)	280	-528	-656	-38	-313
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-660	-156	-534	-141	-439
재고자산감소(증가)	60	-534	-276	-73	-336
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	910	125	172	1,044	333
기타	-31	37	-20	-869	129
법인세납부	-586	-423	-689	-420	-538
투자활동현금흐름	-1,033	-1,595	-2,249	-2,402	-1,749
금융자산감소(증가)	3	0	-2	-16	0
유형자산감소(증가)	-1,062	-1,612	-2,191	-1,800	-1,785
무형자산감소(증가)	-23	-24	-27	-29	-29
기타	48	41	-30	-557	65
재무활동현금흐름	-450	-706	-25	155	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-158	-348	389	546	0
자본의증가(감소)	-2	0	0	0	0
배당금의 지급	-211	-280	-319	-295	0
기타	-80	-78	-95	-75	0
현금의 증가(감소)	593	261	11	164	970
기초현금	514	1,107	1,368	1,379	1,543
기말현금	1,107	1,368	1,379	1,543	2,513
FCF	1,136	959	14	542	789

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
매출액	15,521	19,471	22,676	23,330	25,819
매출원가	12,261	15,473	18,595	19,933	21,616
매출총이익	3,260	3,999	4,081	3,397	4,202
매출총이익률 (%)	21.0	20.5	18.0	14.6	16.3
판매비와관리비	1,018	1,159	1,264	1,392	1,576
영업이익	2,241	2,840	2,817	2,006	2,627
영업이익률 (%)	14.4	14.6	12.4	8.6	10.2
비영업순익	-226	-3	-39	-62	159
순금융비용	85	35	40	44	-65
외환관련손익	40	-11	37	-34	0
관계기업투자등 관련손익	-20	55	15	16	35
세전계속사업이익	2,015	2,818	2,797	1,961	2,786
세전계속사업이익률 (%)	13.0	14.5	12.3	8.4	10.8
계속사업법인세	443	619	627	387	585
계속사업이익	1,572	2,200	2,170	1,574	2,201
중단사업이익	-33	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,539	2,200	2,170	1,574	2,201
순이익률 (%)	9.9	11.3	9.6	6.8	8.5
지배주주	1,509	2,158	2,138	1,565	2,201
지배주주구속 순이익률(%)	9.72	11.08	9.43	6.71	8.52
비자매주주	31	42	32	9	0
총포괄이익	1,469	2,197	2,188	1,454	2,081
지배주주	1,449	2,155	2,148	1,450	2,086
비자매주주	20	42	40	4	-5
EBITDA	2,826	3,512	3,573	2,849	3,570

주요투자지표

월 결산(십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
성장성 (%)					
매출액	6.6	25.5	16.5	2.9	10.7
영업이익	69.7	26.7	-0.8	-28.8	31.0
세전계속사업이익	70.1	39.9	-0.8	-29.9	42.1
EBITDA	47.8	24.3	1.7	-20.3	25.3
EPS(계속사업)	81.2	44.7	-0.9	-26.8	40.7
수익성 (%)					
ROE	28.2	31.9	24.8	15.5	18.7
ROA	15.2	19.0	15.5	9.7	11.9
EBITDA마진	18.2	18.0	15.8	12.2	13.8
안정성 (%)					
유동비율	135.1	147.1	153.6	170.1	191.5
부채비율	77.7	61.6	57.5	58.5	53.9
순차입금/자기자본	20.9	9.5	11.7	8.9	-0.1
EBITDA/이자비용(배)	27.2	57.3	53.2	51.7	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,179	29,205	28,930	21,173	29,782
BPS	78,609	104,242	129,276	144,893	173,120
CFPS	27,403	38,300	39,169	32,583	42,538
주당 현금배당금	3,500	4,000	4,000	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.5	13.8	19.6	20.5	11.5
PER(최저)	3.6	6.9	9.9	12.5	7.8
PBR(최고)	3.2	3.9	4.4	3.0	2.0
PBR(최저)	0.9	1.9	2.2	1.8	1.4
PCR	8.3	10.2	8.1	10.1	7.0
EV/EBITDA(최고)	6.7	8.2	11.3	10.9	6.7
EV/EBITDA(최저)	2.6	4.2	5.9	6.8	4.7

LG 생활건강(051900/KS)

아름다움과 꿈을 실현하는 생활문화 기업

매수(유지)

T.P 1,250,000 원(유지)

Analyst

이승우

sulee@sk.com

02-3773-9015

LG 생활건강의 대표 브랜드 '후'가 국내외에서 높은 성장을 이어가는 가운데, 중국 소비자들의 호응으로 '숨'의 성장세도 가속화되며 화장품 사업 성장을 견인하고 있다. 2016년에도 면세점을 중심으로 한 Prestige 라인의 높은 성장이 예상되며, 프리미엄 제품의 중국인 선호도가 점차 높아지고 있음에 주목한다. 또한 생활용품의 경우에도 헤어 및 스킨케어의 성장이 기대된다.

'후'와 '숨'을 중심으로 중국 점유율 확대

화장품 사업은 대표 브랜드 '후'가 국내외에서 높은 성장중인데 중국 소비자들의 호응으로 '숨'의 성장세도 가속화되고 있다. 생활용품 사업은 Personal Care 와 Home Care 모두 고른 성장을 나타내고 있다. 또한 국내에서는 신성장 채널인 드럭스토어, 편의점, 온라인에서 긍정적인 흐름이 이어지고 있고, 지난해 말 시작된 중국 현지 Hair & Body Care 사업 역시 신제품 출시를 통해 빠르게 시장에 진입하고 있고 음료사업부는 기존 브랜드의 안정적인 성장이 나타나고 있다.

2016년 화장품을 중심으로 지속되는 성장세

2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 15%, 18.3% 성장한 6조 1,288억 원, 8,090억 원으로 추정한다. 화장품 부문의 경우 면세 채널 확대, 중국 등 해외채널 증가에 따라 높은 성장이 기대된다. 지난 해 화장품 부분의 온 면세점과 '후' 브랜드의 높은 성장에 기인한다. 2016년에도 면세점을 중심으로 한 Prestige 라인의 높은 성장이 예상되는 가운데, 프리미엄 제품의 중국인 선호도가 점차 높아지고 있어 수혜가 예상된다. 생활용품의 경우에는 헤어 및 스킨케어의 성장이 기대된다. 지난 해 헤어케어 '리엔' 브랜드의 중국 판매가 시작되었으며, 올해 리엔 이외 브랜드의 중국 투입이 예상된다. 투자의견 매수와 목표주가 1,250,000 원을 유지한다.

Stock Data

주가(16/06/16)	1,061,000 원
KOSPI	1951.99 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	1,102,000 원
52주 최저가	704,000 원
60일 평균 거래대금	351 억원

주가 및 상대수익률



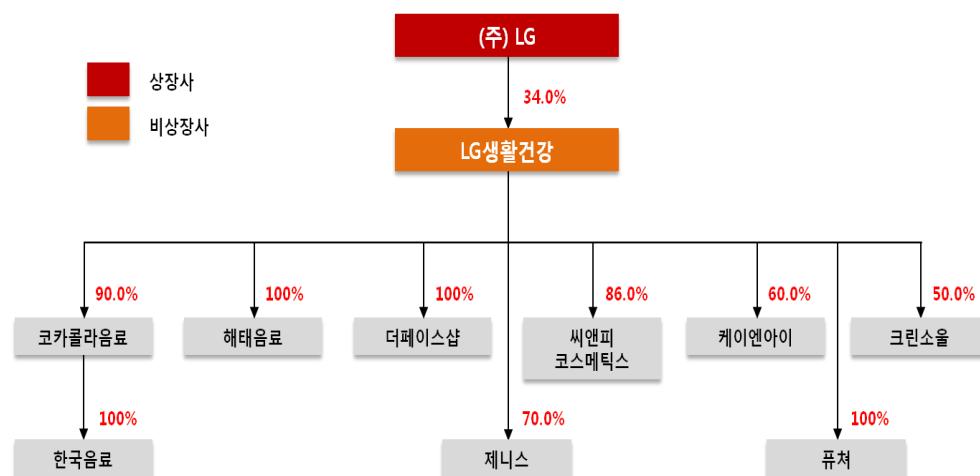
주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.5%	2.4%
6개월	3.5%	4.4%
12개월	44.4%	50.0%

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	억원	43,263	46,770	53,285	61,288	71,707
yoY	%	11.0	8.1	13.9	15.0	17.0
영업이익	억원	4,964	5,110	6,841	8,090	9,680
yoY	%	11.4	3.0	33.9	18.3	19.7
EBITDA	억원	6,067	6,322	8,112	10,026	11,831
세전이익	억원	4,735	4,802	6,448	7,934	9,585
순이익(지배주주)	억원	3,573	3,494	4,604	5,798	7,008
영업이익률%	%	11.5	10.9	12.8	13.2	13.5
EBITDA%	%	14.0	13.5	15.2	16.4	16.5
순이익률	%	8.5	7.6	8.8	9.5	9.8
EPS	원	20.166	19.722	25.982	32.723	39.556
PER	배	27.2	31.6	40.4	31.8	26.3
PBR	배	6.9	6.7	9.1	7.2	5.8
EV/EBITDA	배	16.7	17.8	22.6	18.0	14.8
ROE	%	27.4	22.9	25.1	25.3	24.5
순차입금	억원	9,762	8,522	6,333	3,323	-1,871
부채비율	%	132.8	124.1	99.2	74.1	60.4

1. LG 그룹에서 Health, Beauty, Refreshing 을 담당하고 있는 LG 생활건강

LG 생활건강은 2001년 LG 화학에서 분사된, 생활용품 및 화장품 제조 및 판매 사업을 영위하는 종합 소비재 업체이다. 종속회사인 코카콜라음료(주)와 해태음료(주)는 비알콜성 음료를 제조 판매하고 있으며, (주)더페이스샵, Ginza Safety Inc., Everlife Co.,Ltd.는 화장품, 건강기능식품 등을 판매하고 있다. 2015년 말 기준 국내 시장에서 화장품 2위(매출비중 45.9%), 생활용품 1위(매출비중 30%), 음료 2위(매출비중 24.1%)의 지위를 유지하고 있다.

LG 생활건강 계열사 현황



자료: LG 생활건강, SK 증권

기존 화장품, 생활용품, 음료사업부를 지난 해 사업 전문성 강화를 위해 총 5개 사업부(럭셔리 화장품, 프리미엄화장품, 퍼스널케어, 홈케어, 음료)로 개편하였고, 이후 균형 잡힌 성장이 나타나고 있다.

2. '후'와 '숨'을 중심으로 점유율 확대

'후'와 '숨'이 국내외에서 높은 성장을 이어가며 LG 생활건강 화장품 사업부문의 매출 성장을 이끌어가고 있다.

동사의 궁중 화장품 '후'는 시진핑 주석의 부인 평리위안 여사와 중국 인기배우인 안젤라 베이비가 애용한다고 알려지며 중국에서 인기몰이 중이다. 후는 아모레퍼시픽의 설화수보다 늦게 출시되었으나, 고가정책, 화려한 디자인으로 좋은 반응을 얻고 있다. 특히 동사의 한방화장품 연구소는 왕실의 궁중처방을 적용해 왕과 왕후의 처방전이라 는 마케팅으로 시장 점유율을 높여가고 있다.

궁중비방의 더 히스토리 오브 '후'



자료: LG 생활건강, SK 증권

자연발효 지혜를 담은 고기능 화장품 'sum 37'



자료: LG 생활건강, SK 증권

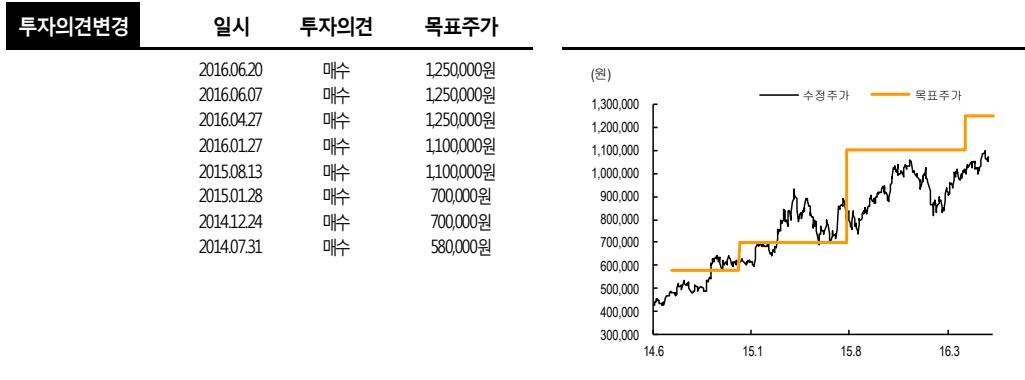
자연발효 화장품 브랜드인 '숨 37°' 역시 높은 성장을 나타내고 있다. 특히 중국에서 눈부신 성과가 나타나고 있는데 최근에는 중국 최대 전자상거래업체인 알리바바의 B2C 쇼핑몰 티몰에 플래그쉽스토어를 열고 본격적인 판매를 시작했다. 또한 지난 4~5월 항저우(杭州) 우린인타이(銀泰)백화점과 상하이(上海) 지우광(久光)백화점에 입점한 데 이어 오는 7월에는 베이징(北京) 한광백화점에도 입점 예정이다.

생활용품 사업은 Personal Care 와 Home Care 모두 고른 성장을 나타낸 가운데, 특히 6 대 카테고리의 시장 점유율 증가가 나타나고 있다. 또한 국내에서는 신성장 채널인 드럭스 토어, 편의점, 온라인에서 긍정적 흐름이 이어지고 있고, 지난해 말 시작된 중국 현지 Hair & Body Care 사업도 신제품 출시를 통해 빠르게 시장에 진입하고 있다. 음료사업부는 기존 브랜드의 안정적인 성장을 기반으로 신제품 포트폴리오의 성과가 나타나고 있다.

3. 화장품을 중심으로 지속되는 성장추세

2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 15%, 18.3% 성장한 6조 1,288 억원, 8,090 억원으로 추정한다. 화장품 부문의 경우 면세 채널 확대, 중국 등 해외채널 증가에 따라 높은 성장이 기대된다. 지난 해 화장품 부분의 성장을 이끈 요인은 면세점과 ‘후’ 브랜드다. 2016년에도 면세점을 중심으로 한 Prestige 라인의 높은 성장이 예상되는 가운데, 프리미엄 제품의 중국인 선호도가 점차 높아지고 있어 수혜가 예상된다. 생활용품의 경우에는 헤어 및 스킨케어의 성장이 기대된다. 지난 해 헤어케어 ‘리엔’ 브랜드의 중국 판매가 시작되었으며, 올해 리엔 이외 브랜드의 중국 투입이 예상된다. 투자의견 매수와 목표주가 1,250,000 원을 유지한다.

분기별 실적 추이 및 전망										단위: 십억
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	1,302	1,311	1,387	1,329	5,328	1,519	1,508	1,595	1,506	6,129
Healthy (생활용품)	416	368	454	359	1597	419	452	478	452	1,801
Beautiful (화장품)	610	596	565	678	2449	797	693	733	692	2915
Refreshing (음료)	276	347	368	291	1282	304	363	384	362	1413
영업이익	178	168	190	147	684	234	199	224	153	809
OPM(%)	13.7	12.8	13.7	11.1	12.8	15.4	13.2	13.9	11.2	13.2
Healthy (생활용품)	52	39	68	27	186	54	54	61	42	211
Beautiful (화장품)	109	95	78	108	390	157	113	128	87	485
Refreshing (음료)	17	34	44	13	108	22	31	35	24	113



Compliance Notice

- 작성자(이승우)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	9,811	12,143	13,311	15,208	20,193
현금및현금성자산	1,430	3,381	3,969	4,031	7,536
매출채권및기타채권	4,236	4,269	4,361	5,630	6,588
재고자산	3,756	4,113	4,413	4,881	5,354
비유동자산	24,540	26,141	28,835	30,368	31,591
장기금융자산	32	31	62	61	61
유형자산	10,221	11,024	12,901	14,064	15,016
무형자산	12,859	13,461	13,803	14,038	13,938
자산총계	34,351	38,283	42,146	45,577	51,784
유동부채	9,817	10,357	11,595	10,450	10,981
단기금융부채	3,977	3,690	3,727	1,442	442
매입채무 및 기타채무	3,832	4,161	4,204	4,813	5,631
단기충당부채	94	105	127	145	169
비유동부채	9,780	10,842	9,398	8,975	8,592
장기금융부채	7,340	8,396	6,885	6,387	5,887
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	233	180	177	197	229
부채총계	19,597	21,198	20,993	19,425	19,573
지배주주지분	14,089	16,374	20,373	25,355	31,395
자본금	886	886	886	886	886
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본구성요소	-731	-791	-967	-971	-971
자기주식	-709	-709	-709	-709	-709
이익잉여금	14,147	16,890	20,662	25,421	31,234
비자매주주지분	665	711	780	797	817
자본총계	14,754	17,085	21,153	26,152	32,212
부채와자본총계	34,351	38,283	42,146	45,577	51,784

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,242	4,910	6,605	6,163	9,084
당기순이익(손실)	3,657	3,546	4,704	5,704	6,840
비현금성항목등	2,731	3,058	3,673	4,287	4,733
유형자산감가상각비	967	1,055	1,108	1,770	1,988
무형자산상각비	136	157	163	167	163
기타	364	364	440	56	52
운전자본감소(증가)	-919	-319	-161	-1,958	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-440	110	-20	-812	-957
재고자산감소(증가)	-487	-323	-212	-467	-473
매입채무 및 기타채무의증가감소	416	33	15	154	818
기타	-408	-139	57	-833	608
법인세납부	-1,226	-1,375	-1,611	-1,870	-2,485
투자활동현금흐름	-4,885	-2,723	-3,395	-2,971	-2,848
금융자산감소(증가)	0	-58	-131	-76	0
유형자산감소(증가)	-1,295	-1,768	-2,851	-2,841	-2,870
무형자산감소(증가)	-73	-55	-63	-63	-63
기타	-3,516	-843	-350	9	85
재무활동현금흐름	1,463	-227	-2,616	-3,139	-2,732
단기금융부채증가(감소)	-2,386	-2,761	-3,148	-2,319	-1,000
장기금융부채증가(감소)	4,986	3,477	1,524	-500	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의지급	-634	-639	-677	-923	-1,005
기타	-503	-304	-317	-320	-227
현금의증가(감소)	778	1,950	589	62	3,504
기초현금	652	1,430	3,381	3,969	4,031
기말현금	1,430	3,381	3,969	4,031	7,536
FCF	2,781	3,508	4,298	4,181	6,125

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	43,263	46,770	53,285	61,011	71,383
매출원가	20,318	21,018	22,262	25,015	29,267
매출총이익	22,944	25,752	31,023	35,997	42,116
매출총이익률 (%)	53.0	55.1	58.2	59.0	59.0
판매비와관리비	17,980	20,641	24,182	28,065	32,693
영업이익	4,964	5,110	6,841	7,931	9,423
영업이익률 (%)	11.5	10.9	12.8	13.0	13.2
비영업손익	-230	-308	-393	-156	-98
순금융비용	343	321	253	224	141
외환관련손익	114	38	-46	-8	-8
관계기업투자등 관련손익	36	55	72	25	0
세전계속사업이익	4,735	4,802	6,448	7,776	9,325
세전계속사업이익률 (%)	10.9	10.3	12.1	12.7	13.1
계속사업법인세	1,078	1,256	1,744	2,072	2,485
계속사업이익	3,657	3,546	4,704	5,704	6,840
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,657	3,546	4,704	5,704	6,840
순이익률 (%)	8.5	7.6	8.8	9.4	9.6
지배주주	3,573	3,494	4,604	5,681	6,818
지배주주구속 순이익률(%)	8.26	7.47	8.64	9.31	9.55
비자매주주	83	51	100	22	22
총포괄이익	2,785	3,025	4,943	5,929	7,065
지배주주	2,703	2,975	4,846	5,909	7,045
비자매주주	83	50	97	20	20
EBITDA	6,067	6,322	8,112	9,868	11,573

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	11.0	8.1	13.9	14.5	17.0
영업이익	11.4	3.0	33.9	15.9	18.8
세전계속사업이익	10.0	1.4	34.3	20.6	19.9
EBITDA	9.5	4.2	28.3	21.7	17.3
EPS(계속사업)	17.6	-2.2	31.7	23.4	20.0
수익성 (%)					
ROE	27.4	22.9	25.1	24.9	24.0
ROA	11.8	9.8	11.7	13.0	14.1
EBITDA마진	14.0	13.5	15.2	16.2	16.2
안정성 (%)					
유동비율	99.9	117.2	114.8	145.5	183.9
부채비율	132.8	124.1	99.2	74.3	60.8
순자기자본/자기자본	66.2	49.9	29.9	13.1	-4.9
EBITDA/이자비용(배)	16.3	16.9	24.7	32.1	51.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,166	19,722	25,982	32,066	38,480
BPS	79,516	92,417	114,985	143,104	177,193
CFPS	26,388	26,558	33,154	42,995	50,617
주당 현금배당금	3,750	4,000	5,500	6,000	6,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	34.0	32.6	40.7	34.4	28.6
PER(최저)	24.1	21.5	23.0	25.4	21.2
PBR(최고)	8.6	7.0	9.2	7.7	6.2
PBR(최저)	6.1	4.6	5.2	5.7	4.6
PCR	20.8	23.5	31.7	24.7	21.0
EV/EBITDA(최고)	20.1	18.4	22.6	19.3	16.0
EV/EBITDA(최저)	15.1	12.8	13.2	14.3	11.8

LG 생명과학(068870/KS)

주력 제품 성장과 신제품가세로 기업가치 증가

매수(유지)

T.P 92,000 원(상향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

LG 생명과학의 영업실적 개선과 미래 성장 잠재력을 반영하여 목표주가를 92,000 원으로 상향 조정한다. 이브아르, 제미글로 등이 주력 품목으로 성장했고 하반기부터는 5 가혼합백신이 가세할 전망이다. 영업실적 개선과 함께 바이오시밀러 등의 신약개발도 진행되고 있어 미래 성장 잠재력이 커지고 있는 것으로 평가한다.

주력 품목 매출 호조로 영업실적 개선

LG 생명과학은 과거 신약개발에 회사의 역량을 집중했지만 영업실적에서 큰 성과를 내지 못했었다. 그러나 최근 경영전략 방향을 영업실적과 신약개발에 동시에 포커스한 결과, 매출과 이익이 증가하고 있다. 필리 이브아르, 당뇨병치료제 제미글로 등이 제품이 매출 고성장을 견인하는 중이다.

하반기 5 가 혼합백신 출시 예정

필리 제품 이브아르는 중국시장에서 성장 잠재력이 높다. 이브아르 수출액은 금년 1 분기에 53 억원으로 전년동기대비 140% 성장했다. 당뇨병치료제 제미글로도 대응제약이 마케팅하면서 104 억원(+121.3%)으로 급성장 중이다. 그외 유트로핀(웨소증치료제), 폴리트롭(불임치료제) 등이 안정적으로 성장하고 있다. 하반기에는 5 가혼합백신(디프테리아, 파상풍, 백일해, B 형간염, 뇌수막염) 유펜타가 출시된다. 금년 매출 100 억원 이상 기대되는 품목이며 2017년에는 해외 입찰(유니세프 등) 확대를 통해서 매출이 급성장할 것으로 전망된다.

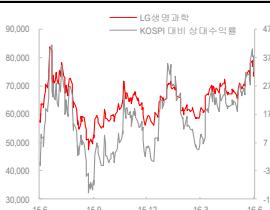
목표주가 92,000 원으로 상향 조정

동사의 목표주가를 92,000 원으로 상향 조정한다. 실적개선과 미래 성장 잠재력을 반영한 결과이다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,173	4,256	4,505	5,181	5,538	5,965
yoY	%	2.8	2.0	5.9	15.0	6.9	7.7
영업이익	억원	144	162	252	446	432	465
yoY	%	-5.6	12.5	55.6	76.8	-3.1	7.7
EBITDA	억원	403	480	616	887	883	851
세전이익	억원	51	21	139	330	316	353
순이익(지배주주)	억원	33	-21	115	269	257	287
영업이익률%	%	3.5	3.8	5.6	8.6	7.8	7.8
EBITDA%	%	9.7	11.3	13.7	17.1	15.9	14.3
순이익률	%	0.8	-0.5	2.5	5.2	4.7	4.8
EPS	원	194	-125	686	1,600	1,531	1,709
PER	배	209.3	N/A	88.4	46.0	48.0	43.0
PBR	배	2.7	2.5	4.0	4.4	4.0	3.7
EV/EBITDA	배	23.0	18.6	21.7	17.4	173	17.5
ROE	%	1.3	-0.8	4.6	10.0	8.7	8.9
순차입금	억원	2,230	2,576	2,975	2,891	2,751	2,368
부채비율	%	141.3	161.8	174.4	172.7	162.3	152.6

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.6%	9.5%
6개월	24.6%	25.7%
12개월	27.4%	32.4%

LG 생명과학 R&D Pipe line

구분	제품	적응증	연구	전임상	임상			NDA ¹⁾
					P I	P II	P III	
Vaccine	LBVC	Poliomyelitis prevention	●					
	LBVD	D/T/P/HBV/M/IPV prevention		●				
	LBVE	Pneumonia prevention		●				
Biologics	Follitropin (Global)	Infertility					●	
	Espogen (Global)	Anemia of CRF ²⁾						●
Biosimilar	LBEC0101	Rheumatoid Arthritis					●	
	LBAL	Rheumatoid Arthritis					●	
NME ³⁾	LC280126	Myocardial Infarction				●		
IMD ⁴⁾	ZemiStatin	Diabetes / Hyperlipidemia					●	
Medical Device	YVOIRE Soft Plus	Aesthetic filler						●
	YVOIRE Intensive Plus	Aesthetic filler		●				

1) New Drug Application

2) Chronic Renal Failure, 만성신부전증

3) New Molecular Entity, 신물질

4) Incrementally modified drug, 개량신약

자료: LG 생명과학

주가밸류에이션	(단위: 억원)
Forward EBITDA	771
EBITDA multiple(배)	22
사업가치	16,960
글로벌 신약가치 : 10% 프리미엄	1,696
합계	18,656
순차입금	3,112
기업가치	15,544
발행주식수(주)	168,132,06
적정주가(원)	92,450

자료: SK 증권

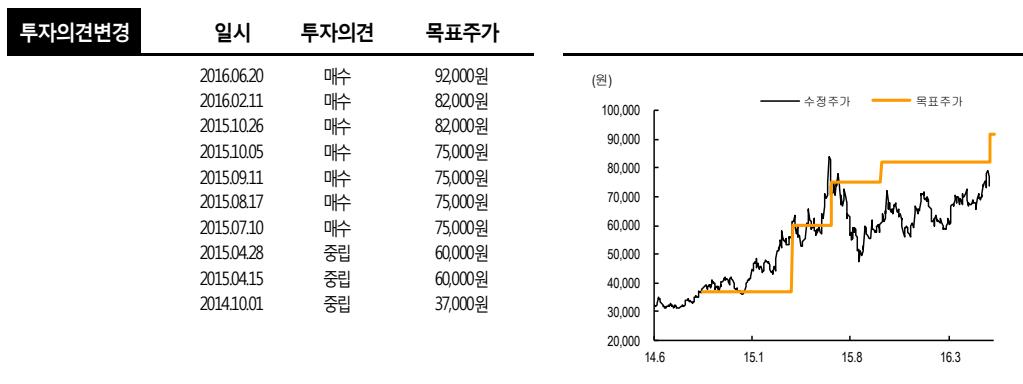
주 1: EBITDA는 1분기 로열티 수입 부분 50% 차감 반영

주 2: 최근 4년 평균 EV/EBITDA multiple 22.5 배, 10% 할인 반영

분기별 요약 영업실적

(억원)	2015					2016E		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	837	1,036	1,271	1,362	1,198	1,224	1,369	1,390
영업이익	-41	34	189	70	171	60	90	89
세전이익	-64	12	160	31	149	27	55	63
순이익	-50	9	132	24	121	22	45	52
YoY (%)								
매출액	-6.0	4.9	18.9	4.0	43.2	18.1	7.8	2.1
영업이익	적지	흑전	239.2	-54.9	흑전	75.2	-52.6	27.2
세전이익	적지	흑전	622.2	-66.2	흑전	130.9	-65.3	99.3
순이익	적지	흑전	544.1	-43.3	흑전	168.6	-65.5	117.4

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(하태기)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	2,329	2,618	2,546	3,209	3,531
현금및현금성자산	244	503	241	559	699
매출채권및기타채권	1,059	1,062	1,050	1,207	1,290
재고자산	998	1,029	1,197	1,376	1,471
비유동자산	3,791	3,913	4,524	4,524	4,557
장기금융자산	18	18	14	14	14
유형자산	3,040	3,045	3,539	3,395	3,300
무형자산	350	479	612	741	864
자산총계	6,120	6,531	7,070	7,734	8,088
유동부채	1,663	975	1,612	2,437	2,517
단기금융부채	817	287	602	1,276	1,276
매입채무 및 기타채무	662	504	737	848	906
단기충당부채	11	12	11	13	14
비유동부채	1,920	3,062	2,882	2,461	2,488
장기금융부채	1,657	2,793	2,615	2,173	2,173
장기매입채무 및 기타채무	58	53	39	39	39
장기충당부채	12	13	16	19	21
부채총계	3,583	4,037	4,494	4,898	5,005
지배주주지분	2,534	2,491	2,574	2,833	3,080
자본금	841	841	841	841	841
자본잉여금	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	237	192	290	559	816
비자매주주지분	2	3	2	3	3
자본총계	2,537	2,495	2,576	2,836	3,083
부채와자본총계	6,120	6,531	7,070	7,734	8,088

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	259	267	554	615	718
당기순이익(손실)	51	21	139	297	258
비현금성항목등	428	566	579	624	625
유형자산감가상각비	230	285	330	393	395
무형자산상각비	30	33	34	48	56
기타	91	157	123	28	1
운전자본감소(증가)	-204	-306	-150	-254	-106
매출채권및기타채권의 감소(증가)	48	6	15	-161	-83
재고자산감소(증가)	-95	-29	-167	-180	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-70	-94	37	85	58
기타	-87	-189	-36	2	13
법인세납부	-15	-14	-13	-52	-58
투자활동현금흐름	-785	-512	-918	-372	-466
금융자산감소(증가)	-7	5	-24	1	0
유형자산감소(증가)	-701	-319	-726	-200	-300
무형자산감소(증가)	-88	-205	-178	-178	-178
기타	10	8	10	5	13
재무활동현금흐름	360	504	102	76	-113
단기금융부채증가(감소)	-19	19	96	-42	0
장기금융부채증가(감소)	472	600	113	205	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-93	-115	-107	-87	-113
현금의 증가(감소)	-171	260	-262	318	140
기초현금	415	244	503	241	559
기말현금	244	503	241	559	699
FCF	-545	-557	-186	221	219

자료 : LG생명과학, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	4,173	4,256	4,505	5,181	5,538
매출원가	2,170	2,250	2,317	2,611	2,835
매출총이익	2,004	2,006	2,188	2,570	2,702
매출총이익률 (%)	48.0	47.1	48.6	49.6	48.8
판매비와관리비	1,860	1,844	1,936	2,124	2,271
영업이익	144	162	252	446	432
영업이익률 (%)	3.5	3.8	5.6	8.6	7.8
비영업손익	-93	-140	-113	-115	-116
순금융비용	81	92	95	100	100
외환관련손익	-6	3	2	-14	-14
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	51	21	139	330	316
세전계속사업이익률 (%)	1.2	0.5	3.1	6.4	5.7
계속사업법인세	18	41	25	61	58
계속사업이익	33	-20	114	270	258
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	33	-20	114	270	258
순이익률 (%)	0.8	-0.5	2.5	5.2	4.7
지배주주	33	-21	115	269	257
지배주주구속 순이익률(%)	0.78	-0.49	2.56	5.19	4.65
비자매주주	0	1	-2	1	1
총포괄이익	8	-42	82	259	248
지배주주	8	-43	83	259	247
비자매주주	0	1	-2	1	1
EBITDA	403	480	616	887	883

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	2.8	2.0	5.9	15.0	6.9
영업이익	-5.6	12.5	55.6	76.8	-3.1
세전계속사업이익	-37.1	-57.5	547.4	137.7	-4.3
EBITDA	8.8	19.1	28.3	43.9	-0.4
EPS(계속사업)	-61.8	적전	흑전	133.3	-4.3
수익성 (%)					
ROE	1.3	-0.8	4.6	10.0	8.7
ROA	0.6	-0.3	1.7	3.6	3.3
EBITDA마진	9.7	11.3	13.7	17.1	15.9
안정성 (%)					
유동비율	140.0	268.6	158.0	131.7	140.3
부채비율	141.3	161.8	174.4	172.7	162.3
순차입금/자기자본	87.9	103.3	115.5	102.0	89.2
EBITDA/이자비용(배)	4.5	4.8	6.0	8.4	7.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	194	-125	686	1,600	1,531
BPS	15,074	14,817	15,312	16,850	18,320
CFPS	1,736	1,768	2,852	4,223	4,214
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	318.6	N/A	122.5	49.3	51.5
PER(최저)	199.8	N/A	54.3	36.5	38.1
PBR(최고)	4.1	3.0	5.5	4.7	4.3
PBR(최저)	2.6	2.1	2.4	3.5	3.2
PCR	23.4	20.5	21.3	17.4	17.4
EV/EBITDA(최고)	31.7	21.6	28.1	18.4	18.3
EV/EBITDA(최저)	22.2	16.7	15.4	14.6	14.5

LG 유플러스(032640/KS)

다시 쓰는 성장스토리

매수(유지)

T.P 14,000 원(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

3G를 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 2G에서 3G를 생략하고 선제적인 LTE 투자를 통해 2012~2013년 가입자, 실적, 주가 등 전사적인 측면에서 높은 성장을 이룩해 왔다. 하지만 2014년 이후 단통법 실시와 선택약정가입자 확대에 따라 가입자 및 ARPU 성장이 둔화되며 주가도 박스권에 머무르고 있다. 그럼에도 불구하고 2016년 하반기 이후에는 LG 유플러스의 성장기조가 재확인될 것으로 예상한다

가입자의 질적 성장이 성장 주도할 전망

LG 유플러스의 두 번째 성장스토리는 가입자 질적 성장이 주도할 것으로 예상한다. 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 2015년부터 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 높은데 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
순차입금부채비율	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

주가 및 상대수익률

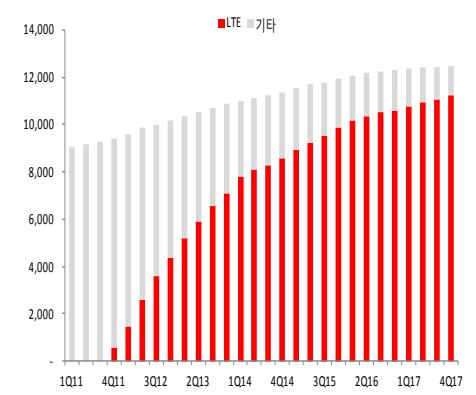


주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-7.6%
6개월	-14%	-0.5%
12개월	11.3%	15.7%

LG 유플러스 가입자의 양적/질적 성장을 예상한다. 3 위 사업자인 LG 유플러스는 선제적인 LTE 투자를 통해 지속적으로 가입자를 확보해 왔다. 2016년 1분기 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

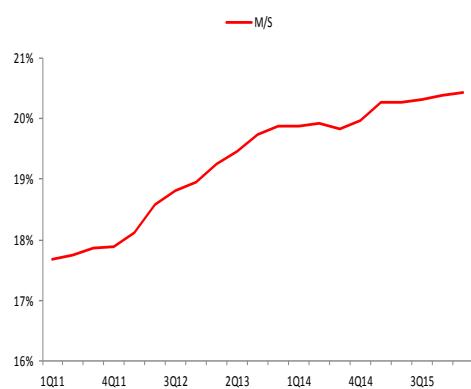
LG 유플러스 가입자 추이

(단위: 천명)



자료: SK 증권 미래창조과학부

LG 유플러스 M/S 추이

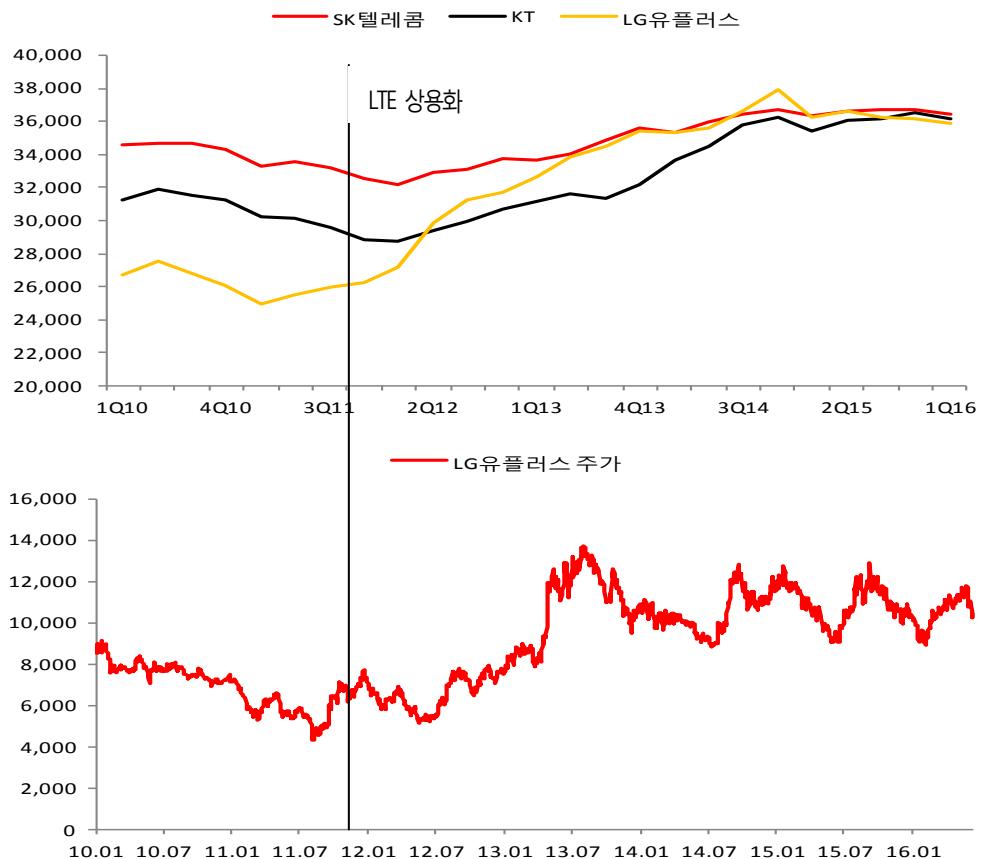


자료: SK 증권

LTE 가입자 내 M/S는 23.7%로 전체 가입자 M/S를 상회하고 있다. 높은 LTE 가입자 비중의 효과는 ARPU 상승으로 나타났다. LG 유플러스 1Q16 ARPU는 35,857 원이다. 이는 LTE 서비스를 실시한 4Q11 이후 38.2%가 상승한 수치이다. SK 텔레콤과 KT가 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)

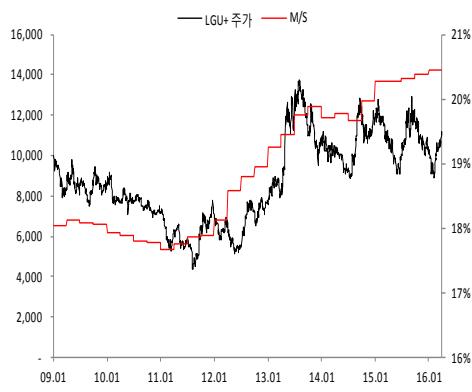


자료: SK 증권

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

LG 유플러스 가입자 추이

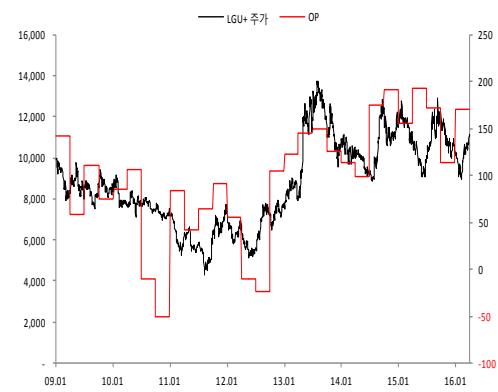
(단위: 원)



자료 SK 증권

LG 유플러스 M/S 추이

(단위: 원, 억원)

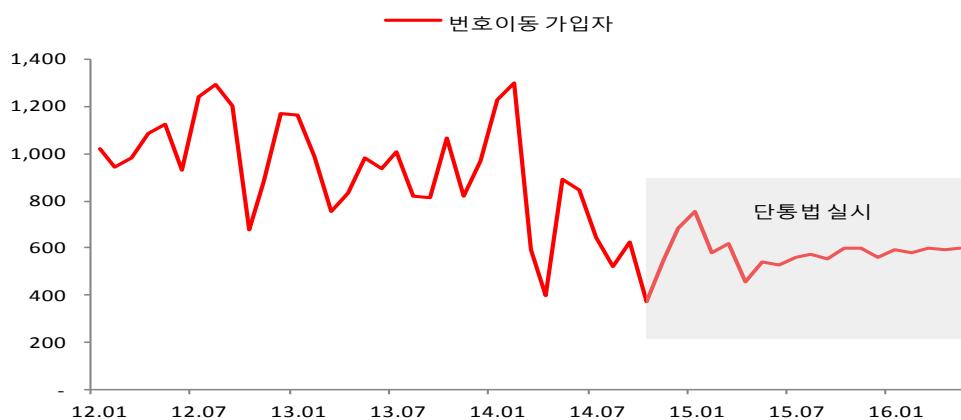


자료 SK 증권

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)



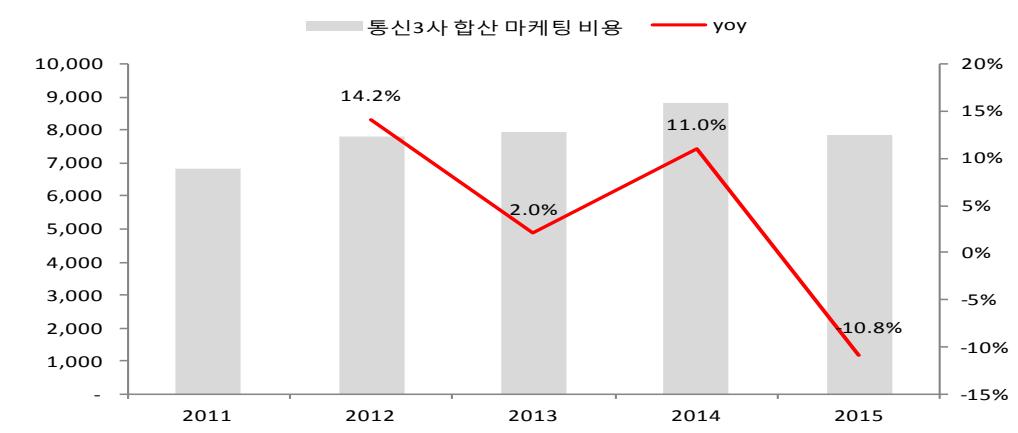
자료 미래창조과학부

단통법의 보조금 상한제 폐지에 대한 논의가 진행중이다. 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 폐지된다면 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

통신 3사 마케팅 비용 하향 안정화 전망

(단위: 십억원)



자료: SK증권

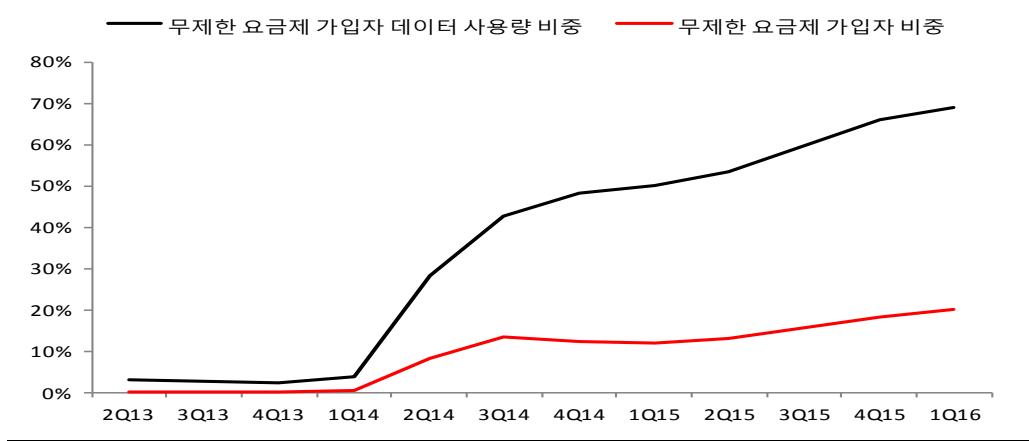
하지만 단통법 보조금 상한제 폐지는 다소간의 마케팅비용 확대로 이어질 수 있다고 판단한다. ①요금할인율 재조정에 대한 시차가 존재할 수 있어 그 기간 동안 경쟁사 대비 높은 보조금을 지급할 경우 타사 가입자를 획득할 수 있고 ②높은 보조금 지급과 동시에 고가 요금제 가입 유도를 통해 ARPU 상승이 가능할 수 있기 때문이다. 이에따라 단통법 이후 활성화된 기기변경 위주의 마케팅 활동이 번호이동 가입자 확보에 집중된다면 후발 사업자의 가입자 확대 기회가 커질 전망이다

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. 그동안의 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 SK증권

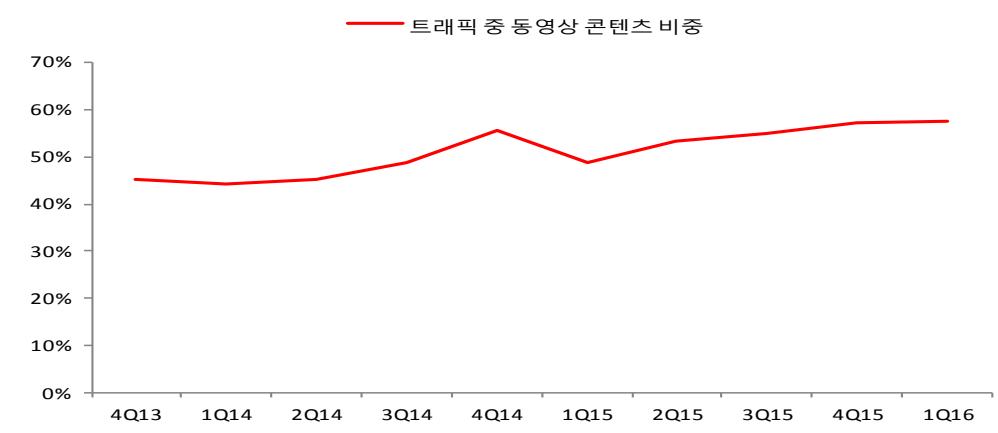
우선 무제한 요금제 가입자는 지속적으로 증가할 전망이다. 다양한 비디오 콘텐츠의 등장으로 데이터 사용량이 늘고 있기 때문이다. 콘텐츠 유형별 트래픽 규모에서 동영상이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하고 있다. 또한 일반 요금제 이용자의 경우 1.3GB 를 제공하는 요금제가 35,900 원이고 일반요금제 이용자의 평균 데이터 사용량이 1.8GB 이므로 추가적인 요금제 상향 가능성이 열려 있다고 판단한다

LG 유플러스 주요 LTE 일반 요금제

요금제명	월정액	음성	메시지	데이터	비디오전용 데이터	혜택
데이터 29.9	29,900원	유무선 기본제공	기본제공	300MB	300MB	LTE비디오포털 (TV light)
데이터 35.9	35,900원	유무선 기본제공	기본제공	1.3GB	600MB	LTE비디오포털 (TV light)
데이터 41.9	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 투자의견 매수를 유지한다. 규제환경의 변화에 따른 불확실성이 있으나 후발사업자임에도 불구하고 양질의 고객을 확보하고 있기 때문이다. 목표주가는 기존 14,000 원을 유지하며 현 주가는 2016년 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 2014~2015년 평균 EV/EBITDA



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 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%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	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
비유동자산	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
자산총계	117,750	120,127	119,510	127,971	133,604
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	77,524	78,348	75,026	80,379	82,416
지배주주지분	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
비자매주주지분	17	7	5	3	1
자본총계	40,226	41,778	44,484	47,592	51,189
부채와자본총계	117,750	120,127	119,510	127,971	133,604

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	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
투자활동현금흐름	-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
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	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

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	114,503	109,998	107,952	110,227	112,442
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	114,503	109,998	107,952	110,227	112,442
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	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
순금융비용	1,512	1,707	1,506	1,372	1,275
외환관련손익	1	-8	-20	-17	-17
관계기업투자등 관련손익	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
계속사업이익	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
순이익률 (%)	2.4	2.1	3.3	4.0	4.5
지배주주	2,795	2,282	3,514	4,370	5,077
지배주주기록 순이익률(%)	2.44	2.07	3.26	3.96	4.51
비자매주주	0	-5	-2	-2	-2
총포괄이익	2,741	2,207	3,361	4,200	4,906
지배주주	2,741	2,212	3,363	4,202	4,908
비자매주주	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
상장성 (%)					
매출액	5.0	-3.9	-1.9	2.1	2.0
영업이익	327.7	63	9.7	14.1	12.5
세전계속사업이익	흑전	-41	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
수익성 (%)					
ROE	7.2	5.6	8.2	9.5	10.3
ROA	24	1.9	2.9	3.5	3.9
EBITDA마진	16.2	18.9	20.8	21.9	23.3
안정성 (%)					
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
주당지표 (원)					
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
Valuation지표 (배)					
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