

2018/04/27

# LG전자(066570)

## 기다리던 ZKW

### ■ 프리미엄 TV의 놀라운 수익성

1Q18 실적에서 주목할 점은 TV라고 판단된다. HE 사업부의 영업이익률은 14%로, TV 세트업체로서는 이례적인 수준의 수익성을 달성했다.

패널 가격 하락으로 원가 절감이 이어졌으며, OLED TV도 40만대 가량 출하된 것으로 추정되어 예상을 뛰어넘은 것으로 보인다. LGD의 OLED 패널 공급만 원활히 이루어진다면 연간 200만대 판매도 가능할 것으로 전망된다. 사실 OLED TV만으로는 이 같은 수익성이 설명이 어려운 것으로 생각되는데, LCD TV 역시 프리미엄 위주의 제품 믹스 개선으로 통상적인 업계 평균 수익성을 크게 상회한 것으로 추정된다. 사업 체질 개선이 다시 한번 확인된 분기라는 판단이다.

### ■ ZKW 인수를 통해 판로를 개척

이번 1Q18 확정 실적 발표와 더불어 LG전자는 ZKW 지분의 70%를 1조원에 인수할 것임을 공시했다. 나머지 30%는 (주)LG가 인수에 참여한다. 인수 자금은 보유 현금과 연중 발생하는 현금흐름을 통해 조달할 예정이며, 인수 클로징 시점은 4분기로 예상된다.

ZKW가 비상장사인 관계로 재무구조 및 EBITDA를 확인할 수 없지만 매출액 규모 및 수익성을 감안 시 인수 가격은 적정한 것으로 판단된다. ZKW는 '17년 연간 매출액 12.6억유로 (한화 1.65조원), 영업이익률 8%로 약 1,300억원의 영업이익을 창출했다. 매출액 규모가 비슷한 동종업체인 이치코와 에스엘의 '18년 실적 기준 평균 P/E는 11.2배 (이치코 15.4배, 에스엘 8.2배) 수준이다.

이 같은 경쟁사의 평균 배수에 더해, 1) 현 시점에서 ZKW의 연간 영업이익 창출능력, 2) 할로겐 → LED 헤드램프로 교체되는 시장 환경 하, 최근 5년간 연평균 20%의 높은 외형성장을 보이고 있다는 점, 3) 경영권 프리미엄 등을 감안했을 때 인수가 적정 수준인 것으로 판단된다.

이번 인수의 가장 큰 의의는 LG전자를 포함한 LG그룹이 ZKW의 고객사 네트워크를 활용해 각 계열사들이 생산하는 부품들을 패키지 형식으로 공급할 수 있는 통로를 마련하게 됐다는 점이다. ZKW는 프리미엄 브랜드 이미지를 지닌 업체로서, BMW, Audi, Mercedes Benz 등 주요 완성차 업체들

전기전자 고의영  
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

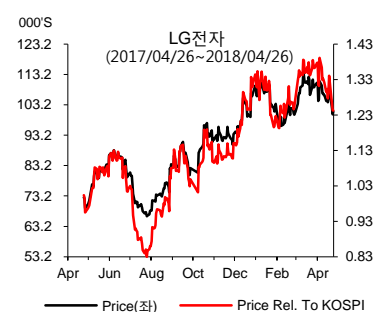
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	143,000원
종가 (2018/04/06)	101,000원

#### Stock Indicator

자본금	904십억원
발행주식수	18,083만주
시가총액	17,243십억원
외국인지분율	34.5%
배당금(2016)	850원
EPS(2017E)	11,129원
BPS(2017E)	86,035원
ROE(2017E)	14.0%
52주 주가	66,500~113,500원
60일평균거래량	730,846주
60일평균거래대금	76.8십억원

#### Price Trend



을 고객사로 보유 중이다.

## ■ 자동차 부품 사업의 가치 반영이 이루어질 것으로 전망

지난 4월 21일 ZKW 인수 타진 소식이 언론을 통해 알려진 이후 LG전자의 주가는 7.3% 하락했다. '17년 8월 동 이슈가 부각된 이후 근 8개월만에 나온 공시이므로 차익실현 욕구가 자극된 것으로 보인다.

이 같은 주가 조정에 따라 '18년 실적 기준 밸류에이션은 P/E 9.1배, PBR 1.17배 ('18년 ROE 14%)까지 하락했다. 월풀 (P/E 10.0배), 일렉트로룩스 (P/E 13.6배), 하이얼 (P/E 13.1배) 등 글로벌 가전 및 TV 업체들의 '18년 기준 배수를 감안하면, LG전자 밸류에이션 상에 본업인 TV와 가전의 가치 정도만 반영이 되었다 해도 무방한 수준이라 판단된다.

ZKW 인수에 따라 LG전자 자동차 부품 사업의 성장성이 한층 더 부각된 만큼 그에 따른 사업 가치도 점진적으로 반영될 수 있을 것으로 판단된다. VC사업부와 ZKW의 매출액을 합산할 시 '18년 5.7조원 (VC 3.8조원) → '19년 7.3조원 (VC 5.0조원) → '20년 9.5조원 (VC 6.8조원)으로 큰 폭의 외형 성장이 기대된다. 기존 계획이 현재 수주 기준 2020년 7조원 매출 달성이었음을 감안하면, 달성 시점을 1년가량 앞당기게 되는 것이다.

당장의 이익가시성도 확보된다. '17년 연간 VC사업부의 영업이익은 -1,069억원(영업이익률 -3.2%)이었고, '18년은 -690억원 (영업이익률 -1.8%)으로 전망된다. ZKW의 '18년 영업이익 1,500억원(영업이익률 8%)을 가정해보면, 2018년부터 당장 자동차부품 사업에서 이익 창출이 가능해지는 모습이다.

가전과 TV로 주가의 하방은 확보되었다. ZKW 인수를 시작으로, 이제는 자동차부품에 대한 가치 반영이 점진적으로 이루어질 것으로 전망된다.

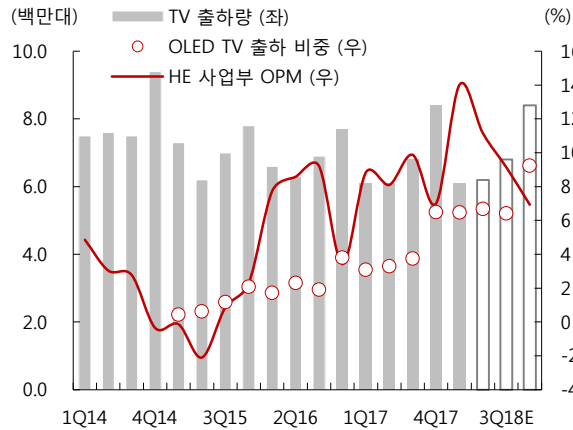
&lt;표 1&gt; LG 전자 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(p)	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>											
H&A	4,505	5,040	4,781	4,190	4,924	5,450	4,978	4,330	18,515	19,682	20,659
%YoY	-	-	-	-	9.3%	8.1%	4.1%	3.3%	10.4%	6.3%	5.0%
HE	3,836	3,670	4,059	4,868	4,118	4,164	4,498	5,179	16,433	17,958	19,651
%YoY	-	-	-	-	7.4%	13.4%	10.8%	6.4%	5.8%	9.3%	9.4%
VC	847	840	833	818	840	823	1,048	1,126	3,339	3,838	5,048
%YoY	-	-	-	-	-0.8%	-2.1%	25.9%	37.7%	24.3%	14.9%	31.5%
MC	2,986	2,565	2,684	2,923	2,159	2,596	2,597	2,804	11,158	10,156	9,861
%YoY	-	-	-	-	-27.7%	12%	-3.3%	-4.1%	-4.8%	-9.0%	-2.9%
B2B	519	532	642	669	643	662	741	777	2,362	2,823	3,164
%YoY	-	-	-	-	23.7%	24.5%	15.5%	16.2%	11.5%	19.5%	12.1%
기타	589	840	915	928	980	924	961	956	3,272	3,820	3,992
%YoY	-	-	-	-	66.3%	10.0%	5.0%	3.0%	63.1%	16.8%	4.5%
합계 (LG이노텍 제외)	13,282	13,487	13,914	14,396	13,662	14,619	14,823	15,172	55,079	58,277	62,375
%YoY	6.1%	2.2%	14.5%	10.5%	2.9%	8.4%	6.5%	5.4%	8.3%	5.8%	7.0%
LG이노텍	1,375	1,064	1,310	2,568	1,461	1,230	1,469	2,445	6,317	6,605	7,623
%YoY	60.0%	30.1%	20.5%	46.2%	6.2%	15.6%	12.2%	-4.8%	39.7%	4.5%	15.4%
<b>전사합계</b>	<b>14,657</b>	<b>14,551</b>	<b>15,224</b>	<b>16,964</b>	<b>15,123</b>	<b>15,849</b>	<b>16,292</b>	<b>17,617</b>	<b>61,396</b>	<b>64,882</b>	<b>69,997</b>
<b>%YoY</b>	<b>9.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.7%</b>	<b>3.2%</b>	<b>8.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>7.9%</b>
<b>영업이익</b>											
H&A	511	449	411	77	553	521	422	128	1,449	1,624	1,636
%OPM	11.4%	8.9%	8.6%	1.8%	11.2%	9.6%	8.5%	3.0%	7.8%	8.3%	7.9%
HE	327	282	391	336	577	464	411	359	1,337	1,811	1,768
%OPM	8.5%	7.7%	9.6%	6.9%	14.0%	11.2%	9.1%	6.9%	8.1%	10.1%	9.0%
VC	-16	-19	-31	-45	-17	-19	-9	-24	-110	-69	-14
%OPM	-1.8%	-2.2%	-3.7%	-5.5%	-2.0%	-2.3%	-0.9%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	-0.3%
MC	0	-140	-381	-216	-136	-143	-153	-120	-737	-552	-542
%OPM	0.0%	-5.4%	-14.2%	-7.4%	-6.3%	-5.5%	-5.9%	-4.3%	-6.6%	-5.4%	-5.5%
B2B	27	23	55	48	79	65	65	61	152	270	258
%OPM	5.2%	4.2%	8.5%	7.1%	12.3%	9.8%	8.8%	7.9%	6.4%	9.6%	8.2%
기타	6	47	40	29	43	42	52	18	122	155	149
%OPM	1.1%	5.6%	4.4%	3.1%	4.4%	4.5%	5.4%	1.9%	3.7%	4.1%	3.7%
합계 (LG이노텍 제외)	856	643	485	228	1,100	930	788	422	2,212	3,240	3,256
%OPM	6.4%	4.8%	3.5%	1.6%	8.0%	6.4%	5.3%	2.8%	4.0%	5.6%	5.2%
LG이노텍	65	21	31	138	8	-29	55	156	255	190	379
%OPM	4.7%	2.0%	2.4%	5.4%	0.6%	-2.4%	3.8%	6.4%	4.0%	2.9%	5.0%
<b>전사합계</b>	<b>922</b>	<b>664</b>	<b>516</b>	<b>366</b>	<b>1,108</b>	<b>901</b>	<b>844</b>	<b>577</b>	<b>2,467</b>	<b>3,430</b>	<b>3,635</b>
<b>%OPM</b>	<b>6.29%</b>	<b>4.56%</b>	<b>3.39%</b>	<b>2.16%</b>	<b>7.33%</b>	<b>5.68%</b>	<b>5.18%</b>	<b>3.28%</b>	<b>4.02%</b>	<b>5.29%</b>	<b>5.19%</b>

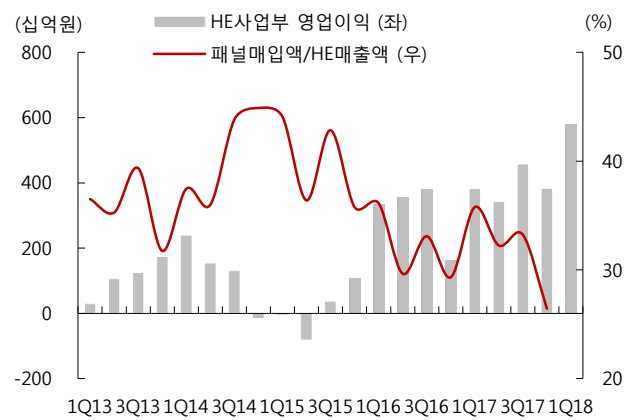
자료: LG전자, 하이투자증권 | 주: '17년 YoY 성장률 공백은 1Q18 기점으로 B2B 사업부 신설로 인한 사업부 조정 결과 데이터의 연속성이 없어졌기 때문

<그림 1> OLED 등 고부가 TV의 출하 비중 확대에 따라 HE 사업부의 수익성 레벨이 High-single 이상으로 상향



자료: LG전자, 하이투자증권 | 주: '17년 1분기 이후 OPM은 ID사업이 제외된 수치

<그림 2> HE 사업부 매출액 대비 패널 매입액 비중: ASP 증가에 따른 외형확대와 패널가격 하락효과가 반영되는 모습



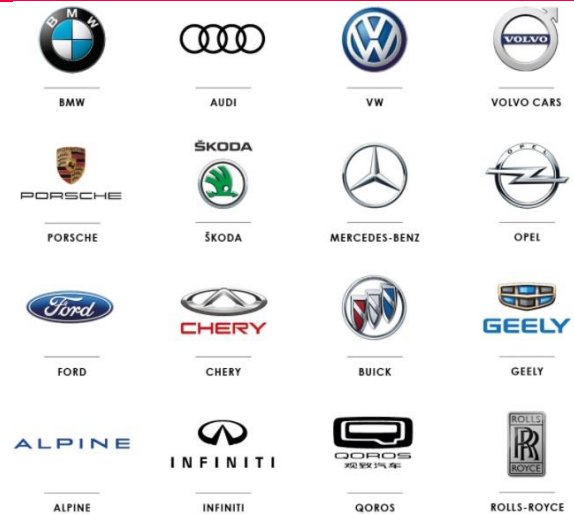
자료: LG전자, 하이투자증권

<그림 3> ZKW의 헤드램프 제품 라인업



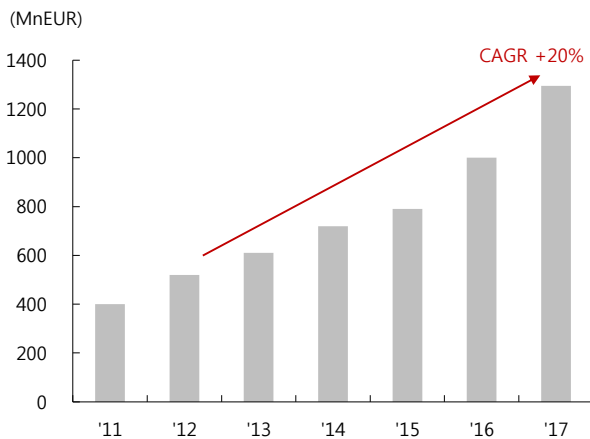
자료: ZKW, 하이투자증권

<그림 4> ZKW의 주요 고객군



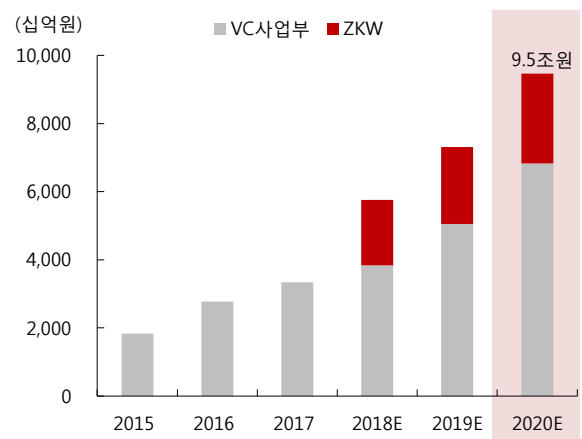
자료: ZKW, 하이투자증권

<그림 5> ZKW 매출액 추이: 할로겐 → LED 램프 교체수요를 바탕으로 급속한 성장 시현



자료: ZKW, 하이투자증권

<그림 6> 2020년 LG 전자의 자동차부품 사업 매출액은 9.5조원에 이를 것으로 전망



자료: LG전자, 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; VC 사업부 관련 이벤트와 LG 전자의 주가 흐름



자료: Dataguide, 하이투자증권

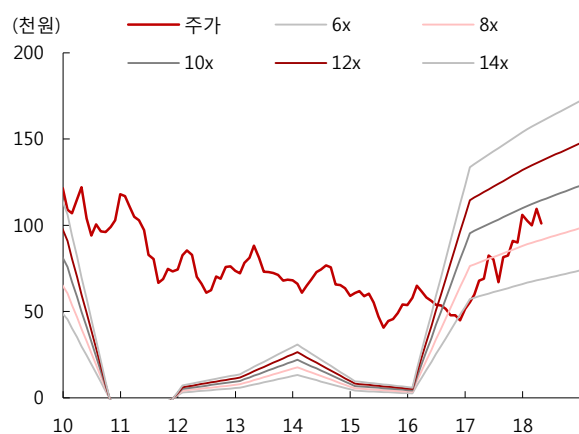
&lt;표 2&gt; LG 전자 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 자본총계	15,558	2018년 예상치
② 발행주식수 (보통주)	163,648	
- BPS	95,070	① / ②
③ Target Multiple	1.5	'10년 이후 PBR 상단 배수 평균의 10% 할증
- 적정주가	141,655	② * ③
④ 목표주가	143,000	
⑤ 현재주가	101,000	
상승여력	42%	④ / ⑤ - 1

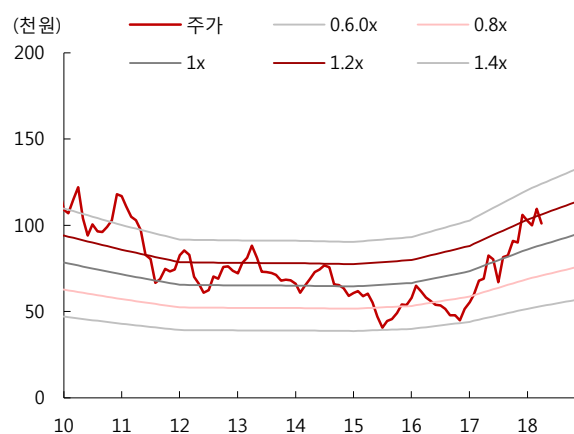
자료: 하이투자증권

&lt;그림 8&gt; LG 전자 12개월 선행 PER 밴드



자료: Fnguide, 하이투자증권

&lt;그림 9&gt; LG 전자 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Fnguide, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,195	19,578	20,546	21,326
현금 및 현금성자산	3,351	3,463	2,951	2,631
단기금융자산	109	109	109	109
매출채권	9,005	9,320	10,058	10,685
재고자산	5,908	6,226	6,943	7,390
비유동자산	22,026	22,664	23,535	24,422
유형자산	11,801	12,484	13,232	14,006
무형자산	1,855	1,824	1,889	1,928
자산총계	41,221	42,242	44,082	45,749
유동부채	17,536	18,221	19,370	20,594
매입채무	8,138	8,405	9,028	9,730
단기차입금	314	220	154	123
유동성장기부채	1,047	995	829	584
비유동부채	9,011	6,907	5,631	3,747
사채	5,225	3,867	3,035	1,821
장기차입금	2,864	2,120	1,675	1,005
부채총계	26,547	25,129	25,001	24,341
지배주주지분	13,224	15,558	17,407	19,606
자본금	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923
이익잉여금	10,964	12,904	15,072	17,438
기타자본항목	-1,567	-1,173	-1,493	-1,659
비지배주주지분	1,449	1,555	1,673	1,802
자본총계	14,674	17,113	19,080	21,407

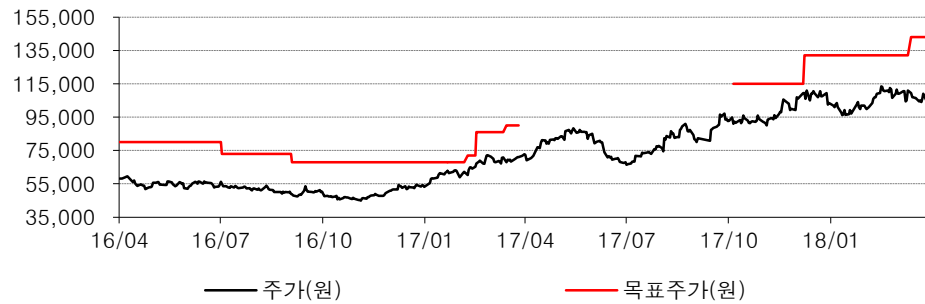
포괄손익계산서	(단위:십억원/%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	61,396	64,882	69,997	74,647
증가율(%)	10.9	5.7	7.9	6.6
매출원가	46,738	47,785	51,527	55,311
매출총이익	14,659	17,097	18,471	19,336
판매비와관리비	12,190	13,667	14,836	15,517
연구개발비	273	288	311	332
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,469	3,430	3,635	3,819
증가율(%)	84.5	38.9	6.0	5.1
영업이익률(%)	4.0	5.3	5.2	5.1
이자수익	95	98	84	75
이자비용	367	281	222	139
지분법이익(손실)	667	-14	58	75
기타영업외손익	-230	-307	-307	-307
세전계속사업이익	2,558	2,824	3,146	3,422
법인세비용	689	706	786	856
세전계속이익률(%)	4.2	4.4	4.5	4.6
당기순이익	1,870	2,118	2,359	2,567
순이익률(%)	3.0	3.3	3.4	3.4
지배주주귀속 순이익	1,726	2,012	2,241	2,438
기타포괄이익	-436	-192	-189	-159
총포괄이익	1,434	1,926	2,170	2,408
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,166	6,992	6,635	7,640
당기순이익	1,870	2,118	2,359	2,567
유형자산감가상각비	1,335	1,631	1,755	1,890
무형자산상각비	433	519	508	527
지분법관련손실(이익)	667	-14	58	75
투자활동 현금흐름	-2,583	-3,015	-3,289	-3,442
유형자산의 처분(취득)	-1,947	-2,314	-2,503	-2,664
무형자산의 처분(취득)	-642	-488	-574	-565
금융상품의 증감	166	-	-	-
재무활동 현금흐름	841	-2,322	-1,581	-2,233
단기금융부채의증감	-	-146	-232	-276
장기금융부채의증감	958	-2,103	-1,276	-1,884
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-68	-68	-68	-68
현금및현금성자산의증감	335	113	-513	-320
기초현금및현금성자산	3,015	3,351	3,463	2,951
기말현금및현금성자산	3,351	3,463	2,951	2,631

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,543	11,129	12,395	13,483
BPS	73,129	86,035	96,260	108,418
CFPS	19,318	23,018	24,909	26,850
DPS	850	850	850	850
Valuation(배)				
PER	11.1	9.1	8.1	7.5
PBR	1.4	1.2	1.0	0.9
PCR	5.5	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA	5.7	3.7	3.4	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.7	14.0	13.6	13.2
EBITDA 이익률	6.9	8.6	8.4	8.4
부채비율	180.9	146.8	131.0	113.7
순부채비율	40.8	21.2	13.8	3.7
매출채권회전율(x)	7.2	7.1	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	11.1	10.7	10.6	10.4

자료 : LG 전자, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG전자)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-07-28	Buy	73,000	6개월	-29.0%	-26.2%
2016-09-29	Buy	68,000	6개월	-23.8%	-7.2%
2017-03-06	Buy	72,000	6개월	-10.4%	-9.3%
2017-03-14	Buy	86,000	6개월	-19.5%	-16.0%
2017-04-10	Buy	90,000	6개월	-13.3%	1.1%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	115,000	1년	-16.5%	-4.8%
2018-01-03	Buy	132,000	1년	-20.0%	-14.0%
2018-04-09	Buy	143,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-