



▲ 은행/지주

Analyst 윤경완
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

LG 003550

불편한 동행

- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 100,000 원으로 소폭 하향 조정
- ✓ 안정적인 지배구조 + 미약한 비상장 자회사 모멘텀 → 투자자들의 무관심 유발
- ✓ 지난 4월 ZKW 인수로 그룹 내 전장부품 사업 관련 수직계열화 강화
- ✓ 공격적인 M&A 행보를 보이고 있다는 점은 긍정적이나 가시적 성과 확인이 필요
- ✓ NAV 대비 할인율 50% 상회 → 추가적인 Downside risk는 제한적

Buy

적정주가 (12개월)	100,000 원
현재주가 (5.30)	73,900 원
상승여력	35.3%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	127,520억원
발행주식수	17,256만주
유동주식비율	53.27%
외국인비중	33.75%
52주 최고/최저가	94,900원/72,600원
평균거래대금	197.0억원
주요주주(%)	
연암학원 외 31 인	46.68
국민연금	7.99
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.9 -18.8 -10.1
상대주가	-4.9 -16.5 -12.5

주가그래프



주력 자회사와의 주가 동조화

순수 지주회사가 주식 시장에서 주목 받기 위한 조건은 1) 비상장 자회사 모멘텀, 2) 지배구조 개편 과정에서의 투자 기회 제공, 3) 그룹 컨트롤 타워로서의 역할 부각이다. 일찌감치 완성된 안정적인 지배구조 체제는 되려 투자자들의 무관심을 유발하고 있으며, 비상장 자회사(LG CNS, 서브원)의 실적 개선도 NAV에 미치는 영향이 극히 미미하다. 지주사내 높은 할인율을 적용 받으며, 주력 자회사(LG 전자, LG 화학)와 높은 주가 동조화 현상을 보이고 있는 근본적인 이유이다.

가시적인 성과 확인 필요

지난 4월 26일, LG 와 LG 전자는 오스트리아 차량용 헤드램프 업체인 ZKW 를 1.45 조원에 인수했다. 그룹 차원에서 집중 육성하고 있는 자동차 전장부품 사업 관련 수직계열화를 완성시키기 위함이다. 과거 M&A에 소극적이던 모습과 달리 미래 성장 동력 확보를 위한 공격적인 행보를 지속하고 있다는 점은 긍정적이다. 다만 주식 관점에서 컨트롤 타워로서의 역할이 부각되며 NAV 대비 할인율이 축소되기 위해서는 가시적인 성과 확인이 필요하다.

적정주가 100,000 원으로 하향 조정

자체 모멘텀이 부재한만큼 단기 주가의 향방은 LG 전자와 LG 화학에 후행할 가능성이 높다. 그러나 1) 공정거래법 개정 가능성 등 외부 환경 변화에 따른 지배구조 불확실성이 없고, 2) NAV 대비 할인율이 50%를 상회하고 있는 만큼 추가적인 Downside risk는 제한적이다. 주요 상장 자회사 지분가치 하락을 반영해 적정주가를 소폭 하향 조정하며, 투자의견 Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,673.9	1,322.7	1,074.8	6,203	15.7	78,889	9.7	0.8	7.0	8.0	37.1
2017	11,841.1	2,185.8	2,395.9	13,859	123.7	90,990	6.6	1.0	6.4	16.0	33.8
2018E	12,204.7	2,296.5	1,984.1	11,472	-17.2	100,971	6.4	0.7	4.9	11.8	31.1
2019E	13,063.0	2,387.3	2,050.9	11,860	3.5	111,332	6.2	0.7	4.4	11.0	28.7
2020E	13,723.7	2,487.3	2,135.8	12,352	4.1	122,176	6.0	0.6	3.9	10.4	26.5

표1 NAV Valuation Table

(심의원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치				22,536	5월 30일 종가
LG전자	33.7	15,726.6	5,295		
LG화학	33.3	23,330.8	7,769		
LG생활건강	34.0	20,897.1	7,111		
LG유플러스	36.0	5,261.2	1,894		
LG상사	24.7	1,027.1	254		
LG하우시스	33.5	634.9	213		
2) 비상장사 지분가치				4,802	
LG CNS	85.0	330.5	2,554.9	2,172	장외주가 준용
서브원	100.0	250.1		1,580	18년 예상 순이익 PER 10배 적용
기타				1,051	18년 3월말 기준
3) 영업가치				3,755	
브랜드로열티				2,471	영구성장률 3%, WACC 10% 가정
임대료				1,285	영구성장률 2%, WACC 10% 가정
4) 순차입금				-743	별도기준
5) NAV				31,837	
6) 할인율 (%)				45%	45% 할인율 적용
7) Target NAV				17,510	
7) 유통주식수 (주)	172,463,342				보통주 기준
8) 주당 NAV				101,531	
9) 적정주가 (원)				100,000	
10) 현재주가 (원)				73,900	5월 30일 종가
11) 상승여력 (%)				35.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

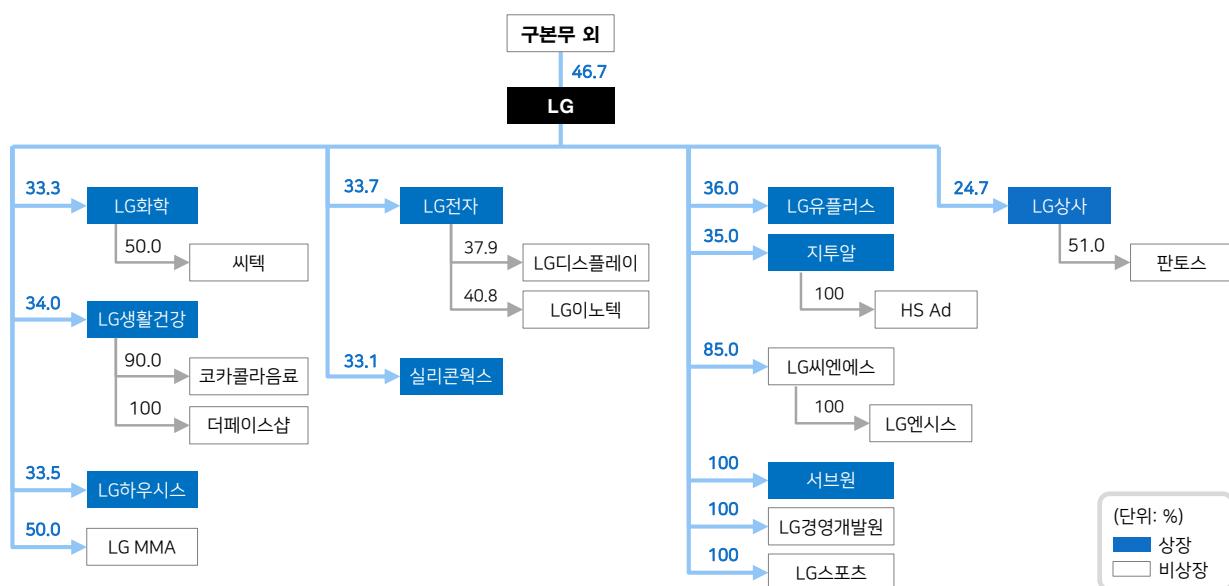
표2 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	FY17	FY18E	FY19E
매출액	2,643	2,899	3,003	3,332	2,850	2,944	3,069	3,342	11,877	12,205	13,063
% YoY	23.9%	18.4%	23.0%	20.0%	7.8%	1.6%	2.2%	0.3%	21.2%	2.8%	7.0%
1) 일반매출	1,984	2,287	2,465	3,072	2,274	2,356	2,474	2,845	9,808	9,949	10,551
2) 지분법손익	504	443	385	245	473	459	465	382	1,577	1,780	1,994
3) 기타손익	155	168	153	15	103	128	130	116	491	476	517
매출원가	1,951	2,231	2,330	2,821	2,143	2,314	2,425	2,652	9,333	9,534	10,266
매출총이익	691	668	673	511	707	630	644	690	2,544	2,671	2,797
GP Margin	26.2%	23.0%	22.4%	15.3%	24.8%	21.4%	21.0%	20.6%	21.4%	21.9%	21.4%
판관비	85	100	96	92	93	92	99	91	373	375	410
% YoY	-19.2%	6.7%	-7.4%	-5.2%	8.7%	-7.9%	3.4%	-1.2%	-6.7%	0.4%	9.4%
영업이익	606	568	577	419	615	538	545	598	2,171	2,296	2,387
% YoY	82.7%	36.9%	80.1%	62.0%	1.4%	-5.2%	-5.6%	42.8%	63.7%	5.8%	4.0%
OP Margin	22.9%	19.6%	19.2%	12.6%	21.6%	18.3%	17.8%	17.9%	18.3%	18.8%	18.3%
영업외손익	164	1	407	-17	12	7	-1	-16	555	1	-1
세전이익	772	569	985	402	626	545	544	582	2,727	2,297	2,387
법인세비용	39	41	164	84	70	68	68	73	328	279	298
당기순이익	753	542	835	305	556	477	476	509	2,436	2,019	2,088
지배주주	748	529	822	297	554	465	469	496	2,396	1,984	2,051
% YoY	154.2%	49.5%	209.4%	84.4%	-26.0%	-12.1%	-43.0%	67.1%	122.9%	-17.2%	3.4%
NP Margin	28.3%	18.3%	27.4%	8.9%	19.4%	15.8%	15.3%	14.9%	20.2%	16.3%	15.7%
비지배주주	6	13	13	8	2	12	8	13	40	34	37

주: 2017년은 연결재무제표기준영업(잠정)실적 기타공시첨부서류 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG그룹 지배구조('18년 3월말 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG (003550)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,673.9	11,841.1	12,204.7	13,063.0	13,723.7
매출액증가율 (%)	-2.9	22.4	3.1	7.0	5.1
매출원가	7,960.8	9,293.9	9,533.5	10,265.8	10,796.4
매출총이익	1,713.1	2,547.2	2,671.2	2,797.3	2,927.2
판매관리비	390.3	361.3	374.7	409.9	439.9
영업이익	1,322.7	2,185.8	2,296.5	2,387.3	2,487.3
영업이익률	13.7	18.5	18.8	18.3	18.1
금융손익	-25.3	-25.7	-16.2	-16.2	-16.2
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.9	581.1	17.2	15.5	14.0
세전계속사업이익	1,290.5	2,741.3	2,297.5	2,386.6	2,485.1
법인세비용	187.1	328.6	279.1	298.3	310.6
당기순이익	1,091.3	2,435.6	2,018.4	2,088.3	2,174.4
지배주주지분 순이익	1,074.8	2,395.9	1,984.1	2,050.9	2,135.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	878.2	1,058.4	2,517.8	2,526.3	2,644.7
당기순이익(손실)	1,091.3	2,435.6	2,018.4	2,088.3	2,174.4
유형자산감가상각비	269.6	229.4	363.0	386.8	421.5
무형자산상각비	27.2	28.1	24.8	20.4	16.9
운전자본의 증감	-87.1	-54.9	144.6	30.8	31.9
투자활동 현금흐름	-343.8	-689.3	-2,692.2	-1,418.4	-1,548.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-274.5	-292.1	-1,222.0	-617.0	-595.0
투자자산의 감소(증가)	-631.4	-1,804.9	-1,661.7	-873.5	-923.4
재무활동 현금흐름	-275.5	-139.8	-230.6	-421.5	-385.6
차입금증감	-37.8	-487.4	-1.9	-192.9	-156.9
자본의증가	3.3	0.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가	258.6	213.8	-405.0	686.4	710.3
기초현금	870.4	1,129.0	1,342.9	937.9	1,624.3
기말현금	1,129.0	1,342.9	937.9	1,624.3	2,334.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,663.1	5,367.8	4,989.8	5,972.6	6,902.7
현금및현금성자산	1,129.0	1,310.0	938.0	1,624.4	2,334.6
매출채권	2,551.4	3,023.3	3,116.2	3,335.3	3,504.0
재고자산	322.9	110.0	143.0	164.4	172.8
비유동자산	14,826.3	16,279.9	18,570.8	19,550.1	20,636.1
유형자산	2,481.4	1,911.5	2,557.6	2,676.8	2,850.3
무형자산	114.0	94.4	77.6	64.2	53.3
투자자산	11,070.2	12,875.0	14,536.7	15,410.2	16,333.6
자산총계	19,489.4	21,647.7	23,560.6	25,522.7	27,538.8
유동부채	3,567.3	3,943.6	4,273.1	4,459.4	4,584.2
매입채무	1,635.4	2,261.6	2,331.1	2,495.0	2,621.2
단기차입금	190.8	59.1	94.1	103.1	101.1
유동성장기부채	507.0	320.7	505.7	424.7	352.7
비유동부채	1,702.1	1,524.6	1,318.3	1,234.4	1,179.9
사채	827.7	867.5	619.5	535.5	467.5
장기차입금	352.1	145.4	171.4	134.4	119.4
부채총계	5,269.4	5,468.2	5,591.3	5,693.8	5,764.2
자본금	879.4	879.4	879.4	879.4	879.4
자본잉여금	2,364.9	2,365.6	2,365.6	2,365.6	2,365.6
기타포괄이익누계액	-159.6	-250.4	-250.4	-250.4	-250.4
이익잉여금	10,792.1	13,010.4	14,765.8	16,588.1	18,495.2
비지배주주지분	345.7	177.0	211.3	248.7	287.3
자본총계	14,220.1	16,179.5	17,969.3	19,828.9	21,774.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당테이터(원)					
SPS	56,062	68,621	70,728	75,703	79,531
EPS(지배주주)	6,203	13,859	11,472	11,860	12,352
CFPS	5,355	5,934	15,433	16,228	16,904
EBITDAPS	9,386	14,159	15,556	16,195	16,955
BPS	78,889	90,990	100,971	111,332	122,176
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.2	1.4	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	6.6	6.4	6.2	6.0
PCR	11.2	15.3	4.8	4.6	4.4
PSR	1.1	1.3	1.0	1.0	0.9
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EBITDA	1,619.6	2,443.2	2,684.2	2,794.5	2,925.7
EV/EBITDA	7.0	6.4	4.9	4.4	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	16.0	11.8	11.0	10.4
EBITDA 이익률	16.7	20.6	22.0	21.4	21.3
부채비율	37.1	33.8	31.1	28.7	26.5
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	29.1	57.9	71.5	79.9	96.2
매출채권회전율(x)	4.1	4.2	4.0	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	29.0	54.7	96.5	85.0	81.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관리사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

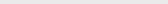
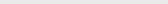
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG (003550) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.20	산업분석	Buy	105,000	은경완	-17.6	-9.6	(원)  LG
2018.05.31	기업브리프	Buy	100,000	은경완	-	-	(원)  적정주가

