

LG화학

BUY(유지)

051910 기업분석 | 화학

| | | | | | |
|----------|----------|-------------|----------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 470,000원 | 현재주가(07/24) | 353,500원 | Up/Downside | +33.0% |
|----------|----------|-------------|----------|-------------|--------|

2019. 07. 25

자동차 전지 수익성 개화(開化)에 대비

News

2Q19 영업이익 2,675억원, 추정치 하회: LG화학의 2Q 영업이익은 2,675억원(QoQ-2.9%/YoY-62%)으로 DB 추정치 3,190억원을 하회했다. 추정치를 하회한 이유는 전지 부문의 부진 때문이다. ESS관련 총당금은 500억원으로 예상과 유사했지만 폴란드 신규 공장의 급격한 증설, 그에 따른 초기 수율 불안에 따른 비용 증가분 약 700억원이 추가 반영되면서 적자 폭이 전망치를 상회했다. 석유화학은 대산공장 트러블 등의 기회비용 약 600억원이 반영되었지만 예상치와 유사한 수준이었다.(3,822억원) 첨단소재는 IT소재 출하량 증가로 190억원을 시현했다.(OPM 1.5%, QoQ+154억원)

Comment

하반기 자동차 전지 수익성 개화(開化)에 대비: 3Q 영업이익은 5,267억원(QoQ+96.9%/YoY-12.6%)으로 개선될 것으로 전망한다. 화학 spread는 여전히 부진하지만 보수 관련 일회성 비용이 제거되면서 석유화학은 소폭 이익이 개선될 것으로 판단된다. 중요한 것은 전지의 가파른 수익성 개선이 예상된다는 점이다. 상반기 폴란드 신규 공장의 수율 불안으로 자동차 전지의 적자 폭이 커졌음에도 불구하고 자동차 전지 5조원 매출, 연간 BEP 상회의 가이드는 유지되었다. DB 추정치 기준 상반기 자동차 전지 매출은 2조원, 영업이익률은 -7.8%다. 하반기 이익 개선으로 연간 BEP를 상회한다면 하반기 자동차 전지 매출 3조원에 영업이익률은 5%에 육박하게 됨을 뜻한다. 대규모 ESS 총당금도 사라지는 하반기 전지 부문의 가파른 이익 개선세를 기대할 필요가 있다.

Action

자동차 전지 no.1이 창출할 수 있는 이익 수준이 드러날 시기. 비중확대: 당사는 18.11월 2차전지 심층 보고서를 통해 LG화학의 기술력을 바탕으로 한 대규모 수주, 발 빠른 투자로 경쟁업체 대비 압도적인 원가경쟁력을 갖출 것이라 전망했다.(도표2 참조) 상반기 수율 문제로 부진했지만 하반기는 그 경쟁력이 실제 수익성으로 드러날 시점이다. 전지라는 확실한 매출/이익 성장동력을 보유한 LG화학에 집중할 필요가 있다고 판단하며, 투자의견 Buy, 목표주가 47만원, top-picks를 유지한다.

| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | | Stock Data | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|----------|-----------|--------|--------|--------|--|------------------|-------|----|----|-----|------|-----|------|-----|------|-----|-----|------|
| (단위: 십억원, 원 배, %) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| FYE Dec | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 52주 최저/최고 | 307,000/394,500원 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 25,698 | 28,183 | 29,527 | 36,172 | 40,064 | KOSDAQ /KOSPI | 660/2,082pt | | | | | | | | | | | | |
| (증가율) | 24.4 | 9.7 | 4.8 | 22.5 | 10.8 | 시가총액 | 249,544억원 | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 2,928 | 2,246 | 1,553 | 2,479 | 2,851 | 60일-평균거래량 | 167,949 | | | | | | | | | | | | |
| (증가율) | 47.0 | -23.3 | -30.8 | 59.6 | 15.0 | 외국인지분율 | 39.0% | | | | | | | | | | | | |
| 지배주주순이익 | 1,945 | 1,473 | 884 | 1,622 | 1,913 | 60일-외국인지분율변동추이 | +0.0%p | | | | | | | | | | | | |
| EPS | 26,903 | 20,203 | 11,969 | 22,210 | 26,223 | 주요주주 | LG 외 6인 33.4% | | | | | | | | | | | | |
| PER (H/L) | 15.8/9.2 | 22.1/14.9 | 29.5 | 15.9 | 13.5 | | | | | | | | | | | | | | |
| PBR (H/L) | 2.1/1.2 | 2.1/1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | <table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>1.4</td> <td>-2.2</td> <td>7.0</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>3.6</td> <td>3.4</td> <td>17.1</td> </tr> </tbody> </table> | | 주가상승률 | 1M | 3M | 12M | 절대기준 | 1.4 | -2.2 | 7.0 | 상대기준 | 3.6 | 3.4 | 17.1 |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 12M | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 절대기준 | 1.4 | -2.2 | 7.0 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 상대기준 | 3.6 | 3.4 | 17.1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA (H/L) | 7.5/4.3 | 9.7/7.0 | 9.5 | 7.2 | 6.1 | | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 11.4 | 8.0 | 5.3 | 6.9 | 7.1 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 12.9 | 8.9 | 5.1 | 8.9 | 9.9 | | | | | | | | | | | | | | |

도표 1. LG화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19P | 3Q19E | 4Q19E | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 연결 매출액 | 6,554 | 7,052 | 7,235 | 7,343 | 6,639 | 7,177 | 7,648 | 8,063 | 28,183 | 29,527 | 36,172 |
| %YoY | 1.0 | 10.5 | 13.1 | 14.2 | 1.3 | 1.8 | 5.7 | 9.8 | 9.7 | 4.8 | 22.5 |
| %QoQ | 1.9 | 7.6 | 2.6 | 1.5 | -9.6 | 8.1 | 6.6 | 5.4 | | | |
| 석유화학 | 4,100 | 4,403 | 4,384 | 4,101 | 3,749 | 3,936 | 3,800 | 3,805 | 16,988 | 15,291 | 15,847 |
| 첨단소재 | 1,107 | 1,137 | 1,222 | 1,247 | 1,234 | 1,254 | 1,241 | 1,243 | 4,713 | 4,971 | 5,103 |
| 전지 | 1,245 | 1,494 | 1,704 | 2,077 | 1,650 | 2,009 | 2,771 | 3,182 | 6,520 | 9,612 | 15,643 |
| 팜한농 | 237 | 188 | 92 | 83 | 228 | 170 | 83 | 79 | 600 | 560 | 577 |
| 생명과학 | 131 | 151 | 135 | 158 | 144 | 154 | 138 | 161 | 575 | 597 | 626 |
| 연결 영업이익 | 651 | 703 | 602 | 290 | 275 | 268 | 527 | 484 | 2,246 | 1,553 | 2,479 |
| %YoY | -18.3 | -3.2 | -23.7 | -52.9 | -57.7 | -62.0 | -12.6 | 67.0 | -23.3 | -30.8 | 59.6 |
| %QoQ | 5.8 | 8.1 | -14.3 | -51.9 | -4.9 | -2.9 | 96.9 | -8.2 | | | |
| 석유화학 | 598 | 663 | 528 | 242 | 399 | 382 | 410 | 342 | 2,031 | 1,533 | 1,596 |
| 첨단소재 | 29 | 20 | 31 | -8 | 4 | 19 | 23 | -1 | 71 | 45 | 90 |
| 전지 | 2 | 27 | 84 | 96 | -148 | -128 | 125 | 180 | 209 | 29 | 833 |
| 팜한농 | 45 | 11 | -19 | -23 | 38 | 9 | -14 | -21 | 15 | 12 | 15 |
| 생명과학 | 7 | 16 | 13 | 14 | 12 | 11 | 8 | 10 | 50 | 41 | 49 |
| 영업이익률 | 9.9 | 10.0 | 8.3 | 3.9 | 4.1 | 3.7 | 6.9 | 6.0 | 8.0 | 5.3 | 6.9 |
| 기초소재 | 14.6 | 15.1 | 12.1 | 5.9 | 10.6 | 9.7 | 10.8 | 9.0 | 12.0 | 10.0 | 10.1 |
| 첨단소재 | 2.6 | 1.7 | 2.5 | -0.7 | 0.3 | 1.5 | 1.9 | -0.1 | 1.5 | 0.9 | 1.8 |
| 전지 | 0.2 | 1.8 | 4.9 | 4.6 | -9.0 | -6.4 | 4.5 | 5.7 | 3.2 | 0.3 | 5.3 |
| 팜한농 | 19.2 | 6.1 | -20.4 | -27.3 | 16.8 | 5.4 | -17.0 | -27.0 | 2.6 | 2.1 | 2.6 |
| 생명과학 | 5.3 | 10.5 | 9.8 | 8.6 | 8.2 | 7.1 | 6.0 | 6.0 | 8.6 | 6.8 | 7.8 |

자료: LG화학, DB금융투자

도표 2. LG화학 자동차용 전지의 규모의 경제 효과 분석: R&D비용 비중과 인건비 비중 감소 효과에 주목

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 비고 |
|-------------|-----|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 연말 Capacity | GWh | 7.5 | 18.0 | 36.0 | 62.0 | 99.0 | 연말 기준 DB 추정 |
| 출하량 | GWh | 3.8 | 8.5 | 17.0 | 34.4 | 75.5 | 연간 기준 DB 추정 |
| 자동차전지 매출 | 십억원 | 1,170 | 1,778 | 2,744 | 5,177 | 9,757 | LG화학 수익 추정(DB 모델) |
| R&D비용 | 십억원 | 152 | 164 | 192 | 250 | 325 | 16~17년 전지 전체 R&D 비용의 55%, 18년 60% 가정(IR 자료 참조) |
| % 매출액 대비 | | 13.0 | 9.2 | 7.0 | 4.8 | 3.3 | 19년 이후 YoY+30% 가정 |
| Dep | 십억원 | 149 | 172 | 285 | 567 | 1,062 | 12~16년까지 투자된 전지 capex의 70%가 자동차라 가정 |
| % 매출액 대비 | | 12.7 | 9.7 | 10.4 | 11.0 | 10.9 | 17년 전지 신규/증설 capex 70%를 자동차로 가정 18년 자동차용 capex 9천억 가정 19년 이후 650억원/GWh capex 가정 18년 총 감가상각연수 8년→20년 6년 가정 |
| 인건비 | 십억원 | 190 | 226 | 268 | 348 | 453 | 전지 직원 중 자동차 직원 비중 16년 55%→18년 62% 가정 |
| % 매출액 대비 | | 16.3 | 12.7 | 9.8 | 6.7 | 4.6 | 19년부터 YoY+30% 가정(사업보고서 참조) |
| 재료비 및 기타 | 십억원 | 819 | 1,334 | 2,058 | 3,883 | 7,318 | 재료비 및 기타 비중을 매출액 대비 75% 가정 |
| % 매출액 대비 | | 70.0 | 75.0 | 75.0 | 75.0 | 75.0 | 단, 16년 비중은 메탈 가격 급등 전으로 70% 가정 |
| 단순 영업이익 추정 | 십억원 | -140.0 | -117.9 | -58.7 | 129.2 | 599.5 | 규모의 경제 효과 산출 위한 단순 영업이익 추정 |
| 영업이익률 | | -12.0 | -6.6 | -2.2 | 2.5 | 6.1 | 19년 상반기 폴란드 수출 문제 대두로 19년 수익성 괴리 커짐 |
| 모델 반영 영업이익 | 십억원 | -100.1 | -79.6 | -49.2 | -7.5 | 533.5 | LG화학 전지 실제 수익 추정(DB 모델 반영 수치) |
| 영업이익률 | | -8.6 | -4.5 | -1.8 | -0.1 | 5.5 | |

자료: LG화학, Dart, DB 금융투자

대차대조표

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 유동자산 | 11,206 | 12,089 | 12,639 | 13,110 | 13,718 |
| 현금및현금성자산 | 2,249 | 2,514 | 2,982 | 2,220 | 2,115 |
| 매출채권및기타채권 | 4,690 | 4,664 | 4,897 | 5,935 | 6,447 |
| 재고자산 | 3,352 | 4,289 | 4,218 | 4,521 | 4,713 |
| 비유동자산 | 13,836 | 16,856 | 20,479 | 21,482 | 21,146 |
| 유형자산 | 11,211 | 13,839 | 17,570 | 18,570 | 18,319 |
| 무형자산 | 1,823 | 2,006 | 1,992 | 1,996 | 1,910 |
| 투자자산 | 352 | 424 | 331 | 331 | 331 |
| 자산총계 | 25,041 | 28,944 | 33,118 | 34,592 | 34,863 |
| 유동부채 | 6,645 | 7,274 | 7,470 | 8,074 | 7,966 |
| 매입채무및기타채무 | 4,213 | 5,133 | 5,330 | 5,933 | 6,325 |
| 단기차입금및단기차채 | 958 | 1,254 | 1,254 | 1,254 | 754 |
| 유동성장기부채 | 493 | 359 | 359 | 359 | 359 |
| 비유동부채 | 2,058 | 4,348 | 7,748 | 7,448 | 6,448 |
| 사채및장기차입금 | 1,566 | 3,685 | 7,085 | 6,785 | 5,785 |
| 부채총계 | 8,703 | 11,622 | 15,219 | 15,522 | 14,414 |
| 자본금 | 391 | 391 | 391 | 391 | 391 |
| 자본잉여금 | 2,274 | 2,275 | 2,275 | 2,275 | 2,275 |
| 이익잉여금 | 14,039 | 14,994 | 15,494 | 16,580 | 17,879 |
| 비자배주주지분 | 170 | 239 | 316 | 401 | 481 |
| 자본총계 | 16,339 | 17,322 | 17,899 | 19,070 | 20,449 |

손익계산서

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 매출액 | 25,698 | 28,183 | 29,527 | 36,172 | 40,064 |
| 매출원가 | 20,134 | 22,837 | 23,788 | 28,564 | 31,532 |
| 매출총이익 | 5,564 | 5,346 | 5,740 | 7,608 | 8,531 |
| 판매비 | 2,635 | 3,100 | 4,186 | 5,128 | 5,680 |
| 영업이익 | 2,928 | 2,246 | 1,553 | 2,479 | 2,851 |
| EBITDA | 4,330 | 3,733 | 3,430 | 4,577 | 5,187 |
| 영업외손익 | -364 | -306 | -238 | -232 | -229 |
| 금융손익 | -79 | -157 | -96 | -211 | -208 |
| 투자손익 | 7 | 5 | 20 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -292 | -154 | -162 | -21 | -21 |
| 세전이익 | 2,564 | 1,940 | 1,316 | 2,246 | 2,622 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,022 | 1,519 | 960 | 1,707 | 1,993 |
| 자배주주지분순이익 | 1,945 | 1,473 | 884 | 1,622 | 1,913 |
| 비자배주주지분순이익 | 77 | 47 | 77 | 85 | 80 |
| 총포괄이익 | 1,876 | 1,433 | 960 | 1,707 | 1,993 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 24.4 | 9.7 | 4.8 | 22.5 | 10.8 |
| 영업이익 | 47.0 | -23.3 | -30.8 | 59.6 | 15.0 |
| EPS | 43.5 | -24.9 | -40.8 | 85.6 | 18.1 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 영업활동현금흐름 | 3,181 | 2,125 | 3,083 | 3,229 | 4,136 |
| 당기순이익 | 2,022 | 1,519 | 960 | 1,707 | 1,993 |
| 현금유출이없는비용및수익 | 1,867 | 2,212 | 2,308 | 2,848 | 3,173 |
| 영업활동관련자산상감비용 | 1,402 | 1,487 | 1,877 | 2,097 | 2,336 |
| 영업관련자산부채변동 | -715 | -1,264 | 170 | -787 | -401 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -971 | 52 | -232 | -1,038 | -512 |
| 재고자산의감소 | -396 | -959 | 71 | -303 | -192 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 328 | 165 | 197 | 603 | 392 |
| 투자활동현금흐름 | -1,640 | -3,639 | -5,342 | -3,049 | -1,957 |
| CAPEX | -2,253 | -4,219 | -5,500 | -3,000 | -2,000 |
| 투자자산의순증 | 3 | -67 | 113 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | -737 | 1,794 | 2,728 | -942 | -2,284 |
| 사채및차입금의 증가 | 154 | 2,325 | 3,400 | -300 | -1,500 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 1,139 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -386 | -494 | -460 | -383 | -537 |
| 기타현금흐름 | -29 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 775 | 264 | 468 | -762 | -105 |
| 기초현금 | 1,474 | 2,249 | 2,514 | 2,982 | 2,220 |
| 기말현금 | 2,249 | 2,514 | 2,982 | 2,220 | 2,115 |

주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당이익(원) | | | | | |
| EPS | 26,903 | 20,203 | 11,969 | 22,210 | 26,223 |
| BPS | 206,544 | 218,227 | 224,617 | 238,480 | 255,082 |
| DPS | 6,000 | 6,000 | 5,000 | 7,000 | 8,000 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | 15.1 | 17.2 | 29.5 | 15.9 | 13.5 |
| P/B | 2.0 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 7.8 | 9.5 | 7.2 | 6.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 11.4 | 8.0 | 5.3 | 6.9 | 7.1 |
| EBITDA마진 | 16.9 | 13.2 | 11.6 | 12.7 | 12.9 |
| 순이익률 | 7.9 | 5.4 | 3.3 | 4.7 | 5.0 |
| ROE | 12.9 | 8.9 | 5.1 | 8.9 | 9.9 |
| ROA | 8.9 | 5.6 | 3.1 | 5.0 | 5.7 |
| ROIC | 14.9 | 9.7 | 5.2 | 7.7 | 8.6 |
| 안정성및기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 53.3 | 67.1 | 85.0 | 81.4 | 70.5 |
| 이자보상배율(배) | 29.3 | 16.6 | 7.3 | 9.6 | 11.5 |
| 배당성향(배) | 20.5 | 27.2 | 35.9 | 28.3 | 27.7 |

자료: LG 화학 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

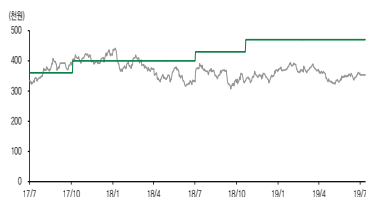
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LG화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | | 일자 | 투자자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|----------|-------|---------|--------|-------|----|-------|------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 17/04/10 | Buy | 360,000 | -9.4 | 13.2 | | | | | |
| 17/10/27 | Hold | 400,000 | -2.9 | 10.4 | | | | | |
| 18/06/25 | Buy | 400,000 | -18.0 | -12.9 | | | | | |
| 18/07/25 | Buy | 430,000 | -17.9 | -9.1 | | | | | |
| 18/11/13 | Buy | 470,000 | - | - | | | | | |

주: *표는 담당자 변경