



하나금융그룹

2020년 8월 4일 | Equity Research

# LG(003550)

## 대규모 현금을 활용한 주주가치 제고 가능성 기대

### 지금 LG는 포트폴리오 조정을 통한 현금 확보 중

최근 LG는 상장 자회사부터 비상장 자회사까지 전 계열사에 걸친 사업 포트폴리오 조정을 단행. 그룹 전체 자회사를 아우르는 적극적인 포트폴리오 조정을 통해 LG의 주요 자회사 4개사가 확보한 현금은 2017년 이후 내역만 합산하더라도 약 2.7조원을 상회. 지주회사 차원에서도 자회사 및 사업부의 현금화를 진행. 서브원 지분을 일부 정리하고 LG CNS 지분 35%를 매각해 현재 약 1.7조원의 우량한 순현금을 보유 중

### 투자를 통한 NAV 확대 Vs. 배당을 통한 주주 환원

LG의 현금 활용 방법에 시장의 귀추가 주목되고 있음. 1) 투자를 통한 NAV 확대 또는 2) 배당을 통한 주주 환원의 두 가지 방식 모두 주주가치 제고 측면에서 긍정적. LG는 투자형지주회사는 아니지만 투자 재원이 확보된 만큼 전향적인 태도 변화가 기대되는데 최근 LG의 행보를 고려시 사업 포트폴리오 확장이 예상되는 곳은 단연 전기차와 자율주행차 분야. CVC의 제한적 보유가 가능해짐에 따라 펀드투자→직접투자→인수합병 과정을 통해 비교적 안전한 방식으로 국내외 전반에 걸친 포트폴리오 확장이 가능. 넉넉한 현금을 활용해 배당 확대를 통한 주주환원정책을 펼칠 가능성도 배제할 수 없음. 지난 3년 간 LG의 DPS는 꾸준한 우상향 기조를 보여왔는데 최대주주의 상속세 재원 마련 이슈도 있는 만큼 배당 확대의 명분과 유인은 충분한 상황. 구광모 회장의 연간 상속세 납부 규모 등을 고려시 올해 DPS는 적어도 약 250원 이상 상향 가능

### 투자의견 매수와 목표주가 124,000원으로 커버리지 재개

LG에 대한 투자의견 매수와 목표주가 124,000원을 제시하며 커버리지를 재개. 목표 시가총액(NAV)은 영업가치 2.2조원, 상장자회사가치 14.9조원, 비상장자회사가치 2.6조원에 순현금 1.7조원을 합산한 SOTP valuation 방식을 적용해 산출. 현재 LG의 실질 NAV 대비 할인율은 61.5%로 2012년 이후의 평균 할인율 48.8%를 크게 상회. 또한 LG 제외 주요 5개 지주회사 평균 할인율 46.5%보다도 높은 수준. 지분법 반영 자회사들의 실적 개선이 2분기 뿐만 아니라 하반기에도 기대되는데다 서브원 매각대금이 1분기에 배당수익으로 유입됨에 따라 연간 1.5조원에 육박하는 영업이익을 시현할 수 있을 것으로 추정. 가격 매력만큼은 현저히 높다고 판단

### Initiation

# BUY

| TP(12M): 124,000원(신규) | CP(8월 3일): 74,800원

### Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,251,04		
52주 최고/최저(원)	80,100/46,250	7,019.6	7,468.2
시가총액(십억원)	12,907.3	1,632.2	1,875.6
시가총액비중(%)	1.07	순이익(십억원)	1,603.0
발행주식수(천주)	172,557.1	EPS(원)	9,052
60일 평균 거래량(천주)	335.0	BPS(원)	9,247
60일 평균 거래대금(십억원)	23.5		113,881
20년 배당금(예상, 원)	2,450		120,817
20년 배당수익률(예상, %)	3.28		
외국인지분율(%)	34.74		
주요주주 지분율(%)			
최대원 외 28 인	46.21		
국민연금공단	7.64		
주가상승률	1M 6M 12M		
1M	4.2		
6M	7.2		
12M	4.8		
절대	(0.4)		
상대	0.9 (7.0)		

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	7,743.4	6,575.3	6,661.0	7,010.1	7,201.3
영업이익	십억원	1,821.3	1,024.1	1,495.6	1,689.9	1,684.8
세전이익	십억원	1,773.2	1,011.1	2,119.2	1,725.3	1,732.9
순이익	십억원	1,863.9	1,079.9	1,935.4	1,545.8	1,552.6
EPS	원	10,598	6,141	11,004	8,789	8,828
증감률	%	(22.2)	(42.1)	79.2	(20.1)	0.4
PER	배	6.60	12.02	6.80	8.51	8.47
PBR	배	0.68	0.69	0.66	0.62	0.59
EV/EBITDA	배	6.25	10.30	6.79	5.27	4.65
ROE	%	10.96	5.87	9.95	7.50	7.15
BPS	원	102,354	107,063	114,058	120,397	126,726
DPS	원	2,000	2,200	2,450	2,500	2,550



Analyst 최정우, CFA  
02-3771-3643  
cuchoi@hanafn.com

RA 강승원  
02-3771-3454  
seungwonkang@hanafn.com

# CONTENTS

---

<b>1. 대규모 현금을 활용한 주주가치 제고 가능성 기대</b>	<b>2</b>
1) 사실상 우리나라 최초의 지주회사 LG	2
2) 대규모 현금 활용 방법에 따라 NAV 할인폭 축소 가능	3
<b>2. 지금 LG는 포트폴리오 조정을 통한 현금 확보 중</b>	<b>4</b>
1) 자회사의 비주력 사업 정리를 통한 포트폴리오 최적화	4
2) 지주회사 차원에서도 진행되고 있는 자회사 및 사업부의 현금화	6
<b>3. 투자를 통한 NAV 확대 Vs. 배당을 통한 주주 환원</b>	<b>7</b>
1) 전기차로, 나아가 자율주행차로	7
2) CVC 법인 통과는 NAV 추가 확장을 용이하게 한다는 점에서 긍정적	9
3) 배당을 확대할 만한 명분과 유인은 충분하다	11
<b>4. 목표주가 산출 및 실적 전망</b>	<b>13</b>
1) Valuation	13
2) 2분기 및 향후 실적 전망	14

## 1. 대규모 현금을 활용한 주주가치 제고 가능성 기대

## 1) 사실상 우리나라 최초의 지주회사 LG

LG는 2000년대 이후 국내 대기업집단들이 지주회사로 전환하는데 있어 실질적인 시발점으로 작용

1972년 금호실업이 우리나라에 최초로 지주회사 제도를 도입한 이래 2000년대 이후 국내 대기업집단들이 지주회사로 전환하는 데 있어 실질적인 시발점으로 작용한 것은 LG그룹의 사례이다. LG는 IMF 사태 직후인 2001년 지주회사로 전환을 시작해 2003년 지주회사 체제를 완성한 우리나라 최초의 지주회사이다. 당시 LG그룹은 IMF 사태 이후 소수 지분에 의한 순환출자 방식으로 계열사를 보유하는 것이 자칫하면 줄도산을 야기해 지배구조 불안정성을 확대할 수 있다는 인식을 공유하면서 지주회사로의 전환을 시도한 것으로 판단된다.

LG는 화학부문 지주회사 LGCI와  
전자 부문 지주회사 LGEI를 합병해  
통합지주회사로 출범

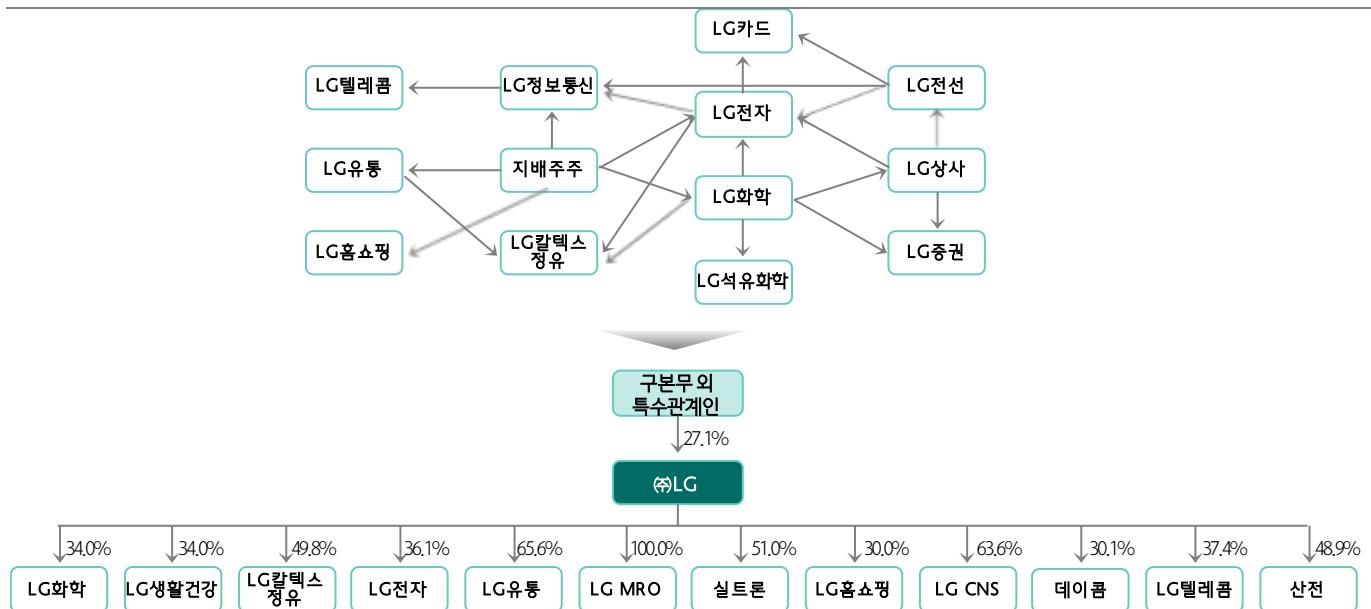
LG는 크게 5단계의 과정을 거쳐 지주회사 전환을 완료했다. 단계별로 살펴보면 1) 화학 부문에서 지주회사 역할을 이행하던 LG화학을 지주회사인 LGCI와 사업자회사인 LG화학, LG 생활건강으로 인적분할하고 2) LG유통의 부동산관리 부문을 LG MRO로 인적분할한 뒤 3) 전자 부문의 지주회사 격이었던 LG전자를 지주회사인 LGEI와 사업자회사인 LG전자로 인적분할했다. 4) 이후 LGCI와 LGEI는 공개매수 형태로 자회사 지분을 취득한 후 유상증자를 통해 주주들에게 주식을 교부했다. 5) 마지막으로 지주회사의 자회사 지분을 요건을 충족한 두개 지주회사를 흡수합병(존속회사 LGCI)함으로써 2003년 3월 지주회사 LG가 출범하게 되었다. 지주회사 전환 이후 LG전선 관련 계열사들이 분리된 것이 LS(주)이며, GS(주)가 LG(주)로부터 인적분할을 통해 법적으로 LG(주)와 분리 독립됨으로써 범 LG그룹이 탄생했다.

표 1. LG그룹의 지주회사 설립 과정

단계	내용
1단계	화학 부문 지주회사 LGCI 설립
2단계	LG유통 분할 후 LG MRO 설립
3단계	전자 부문 지주회사 LGEI 설립
4단계	지주회사의 자회사 지분을 요건 총족 지주회사의 자회사 지분을 요건 총족 위해 LGCI와 LGEI는 자회사 지분을 공개매수 형태로 취득한 후 유상증자를 통해 주식 교부
5단계	통합지주회사 LG 출범과 범 LG그룹 탄생 LGCI와 LGEI의 합수합병(존속회사 LGCI) 이후 LS그룹과 GS그룹 분리

자료: 하나금융투자

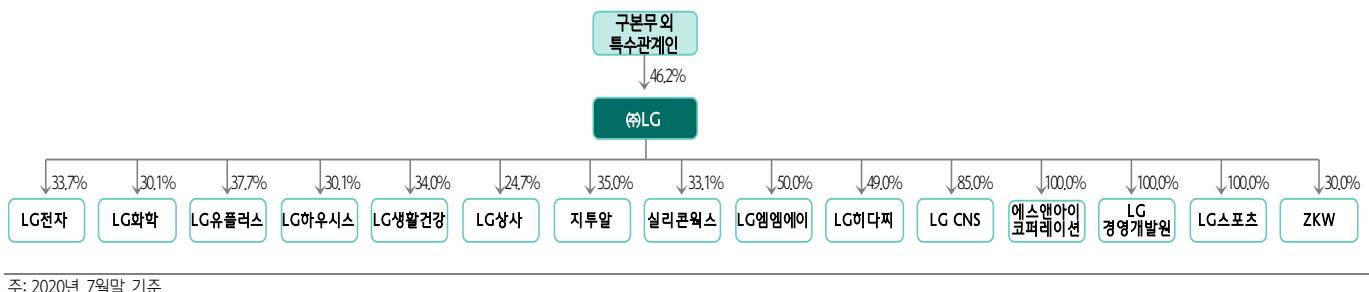
그림 1. LG 지주회사 체제 전환 전후 지배구조



주: 지주회사 체제 전환 후 지배구조 및 지분율은 합병 직후인 2003년 2분기말 기준

자료: 하나금융투자

그림 2. 현재 LG 지배구조



LG의 실질 NAV 대비 할인율은 61.5%로 상장자회사 가치의 절반도 반영하지 못하는 수준

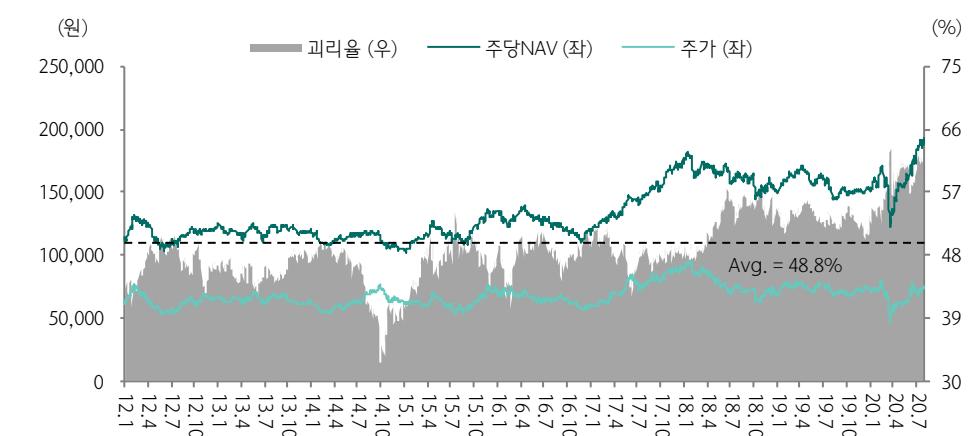
## 2) 대규모 현금 활용 방법에 따라 NAV 할인 폭 축소 가능

현재 LG의 실질 NAV 대비 할인율은 약 61.5%로 실질 NAV 대비 절반 이상 할인되어 평가 받고 있는데 이는 2012년 이후 LG의 평균 할인율인 48.8%를 크게 상회하는 수준이다. 사실 SK처럼 명확하게 투자형 지주회사를 표방하거나, 롯데지주와 같은 경영권 이슈 발생 등 주가의 베타를 일시적으로 확대시킬 수 있는 특수한 이벤트가 생기지 않는 한 최근 대부분의 순수지주회사들은 NAV 대비 상당폭 할인되어 거래되는 것이 일반적인 현상이기는 하다. 그럼에도 불구하고 비상장자회사 가치와 영업가치를 제외한 상장자회사 시가총액의 절반 정도도 반영하지 못하고 있는 LG의 현재의 할인율 수준은 지나치게 과도하다고 판단된다.

비주력 사업부와 자회사 정리에 따른 대규모 현금 유입. 이를 활용하는 과정에서 할인율 축소 가능

LG의 실질 NAV 대비 할인율은 LG를 제외한 주요 5개 지주회사 평균 할인율 46.5%와 비교하더라도 높은 수준이다. 이처럼 높은 할인율을 적용받는 배경에는 ‘뚜렷한 특징이 없는 지주회사’라는 시장의 인식이 크게 작용하고 있는 것으로 판단된다. 1) SK처럼 IPO가 기대되는 유망 비상장자회사 라인업을 갖추지는 못하고 있으며 2) 계열 상장 자회사들도 시장지배력이 뚜렷하게 우월적 지위에 있는 것도 아닌데다 3) 경영권은 상대적으로 안정적인 편이어서 주가 상승을 야기할 수 있는 지배구조 관련 이벤트 발생 가능성도 낮기 때문이다. 하지만 최근 비주력 사업부와 자회사를 정리하면서 LG에 대규모 현금이 유입되고 있는데 이러한 점은 NAV 할인율 타개할 수 있는 트리거로 작용할 수 있을 전망이다. 결국 1) 투자 확대를 통한 NAV 확대와 2) 배당을 통한 주주 환원 등 대규모 현금을 활용한 주주가치 극대화 가능성 등이 LG의 주요 투자포인트로 볼 수 있다.

그림 3. LG 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



주: 상장자회사 지분가치를 할인하지 않은 실질 NAV 기준

자료: 하나금융투자

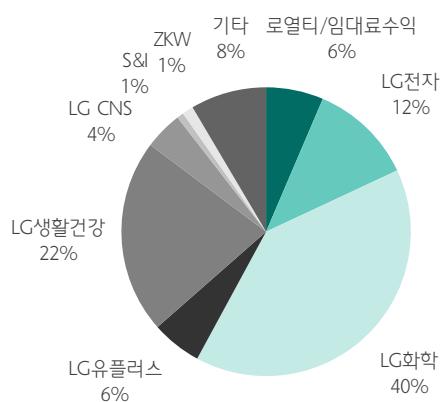
## 2. 지금 LG는 포트폴리오 조정을 통한 현금 확보 중

### 1) 자회사의 비주력 사업 정리를 통한 포트폴리오 최적화

최근 LG는 전 계열사에 걸친 사업 포트폴리오 조정을 단행

LG의 상장자회사 가운데 NAV에서 유의미한 비중을 차지하고 있는 자회사는 4개 회사로 LG화학(39.9%), LG생활건강(21.7%), LG전자(11.6%), LG유플러스(5.6%) 등이 있다. 그 외에 비상장자회사로는 LG CNS(4.3%), ZKW(1.3%) 등이 전체 NAV에서 유의미한 비중을 나타내고 있다. 최근 LG는 상장자회사부터 비상장자회사까지 전 계열사에 걸친 사업 포트폴리오 조정을 단행하고 있으며 이러한 과정에서 막대한 양의 현금을 확보하고 있는 중이다.

그림 4. LG NAV 구성요소



주: 2020년 7월 31일 종가 기준, 상장자회사 지분가치를 할인하지 않은 실질 NAV 기준  
자료: 하나금융투자

LG는 셋톱박스 사업, 반도체 웨이퍼 사업, 수처리 사업, 연료전지 사업 등을 정리

LG가 소위 ‘군살 빼기’에 본격적으로 나선 것은 LG전자의 셋톱박스 사업부 매각부터이다. OTT 플랫폼 등이 빠르게 성장하고 있는데다 스마트TV를 통해 셋톱박스 없이도 케이블TV 와 IPTV의 구축이 가능해짐에 따라 셋톱박스 시장 위축이 예상됐었고, 가전과 전장부품 등 우량 사업 위주로 사업 포트폴리오를 재편하고자 하는 움직임에 따라 LG전자는 셋톱박스 사업부를 프랑스의 방송·영상 기술업체인 테크니컬러에 매각한 바 있다. 또한 그룹 주력 포트폴리오에서 빗겨나 있는 실트론을 SK에 매각하며 LG의 ‘선택과 집중’ 전략을 다시금 재확인했다. 뿐만 아니라 2018년에는 LG전자가 수처리 사업 관련 핵심 분야 중 하나인 멤브레인(수처리 막) 사업을 LG화학으로 이관해 정리 수순을 밟은 데 이어 이듬해에는 수처리 사업 관련 자회사인 하이엔텍과 LG히타치워터솔루션을 조선기자재업체인 테크로스에 매각함으로서 주력 사업 포트폴리오가 아닌 수처리 사업을 완전히 정리했고, 2019년 2월 연료전지 자회사인 LG퓨얼셀시스템즈도 청산했다.

ATM 사업과 LCD 사업, 전자결제 사업도 매각하며 전 자회사들의 비주력 사업부를 정리

이외에도 2017년 LG CNS는 금융자동화 사업부(ATM 사업부)를 LCD기기 제조업체인 에이텍에 매각했으며, LG의 ‘탈 LCD’ 전략에 따라 올해 2월 LG화학이 LCD 편광판 사업을 중국 화학소재업체인 산산에 매각한 데 이어 LG디스플레이를 올해 안에 국내 LCD TV 생산라인을 정리할 예정이다. 또한 LG유플러스도 전자결제(PG) 사업부를 토스에 매각하는 등 LG는 최근 들어 전 자회사들의 비주력 사업부를 정리함으로써 지주 차원에서 본격적으로 포트폴리오 믹스 조정에 나서는 모습이다.

2017년 이후 사업부 정리를 통해  
주요 자회사가 확보한 현금은  
2.7조원을 상회

LG의 포트폴리오 믹스 재조정은 현재 진행형이다. 최근 LG전자는 태양광 사업 철수를 결정하고 해당 사업부를 매각하기 위해 주관사와 자문사 선정을 진행하고 있으며, LG하우시스도 지속된 적자에 시달리고 있는 자동차소재사업부를 매각하기 위해 원매자를 물색하고 있다. 이처럼 그룹 전체 자회사를 아우르는 적극적인 포트폴리오 조정을 통해 LG의 주요 자회사인 4개사가 확보한 현금은 2017년 이후의 내역만 합산하더라도 2.7조원을 상회한다.

표 2. 2017년 이후 LG 주요 자회사들의 포트폴리오 조정 내역

(단위: 십억원)

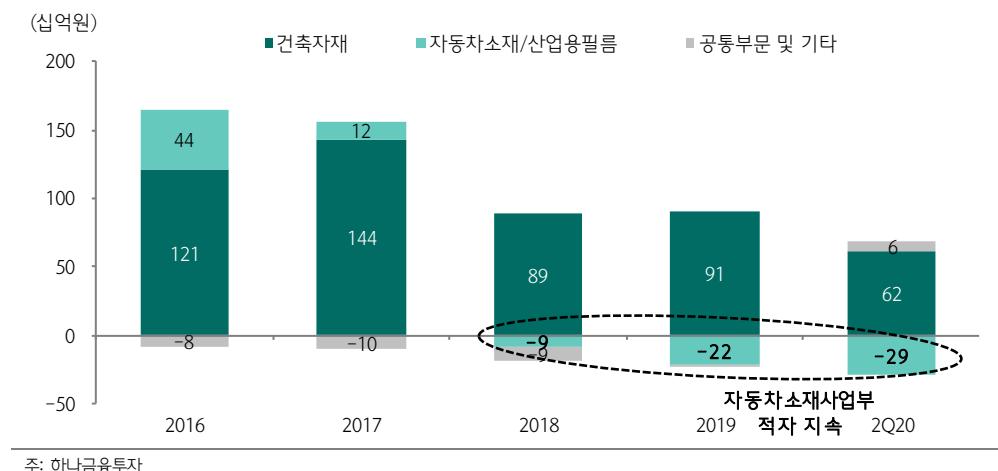
날짜	내용	매각/청산액
Jun-17	LG전자, 셋톱박스 사업부 테크니컬리에 매각	57
Sep-17	LG CNS, 금융자동화 사업부 에이티에 매각	42
Aug-18	LG전자, 멤브레인 사업 LG화학으로 이관	2
Sep-19	LG전자, 하이엔텍과 LG하우시스 테크로스에 매각	228
Feb-19	LG전자, LG퓨얼셀시스템즈 청산	1,300
Jun-20	LG화학, LCD 편광판 사업 매각	735
Aug-20	LG유플러스, 전자결제 사업부 토스에 매각	365
LG디스플레이, 올해 안에 국내 LCD TV 생산라인 정리 예정		
LG전자, 태양광 사업부 매각 예정		?
LG하우시스, 자동차소재사업부 매각 예정		
<b>합계</b>		<b>2,729</b>

자료: 하나금융투자

LG하우시스의 자동차소재사업부  
매각 계획은 전적으로 수익성을  
고려한 결정

LG는 전장사업을 중심으로 포트폴리오를 재구성하고 있는데, 자동차 내·외장재를 생산하는 LG하우시스의 자동차소재 사업부 매각은 LG의 포트폴리오 믹스와 양립하지 않는 계획처럼 보인다. 하지만 LG하우시스의 자동차소재 사업부는 지난 2018년도부터 지속적으로 영업적자를 기록해 자동차소재 사업부의 적자폭을 주력사업인 건축자재 사업부가 메워주고 있는 구조를 띠고 있다. 따라서 LG하우시스의 자동차소재 사업부 매각 계획은 전적으로 수익성을 고려한 결정이며 핵심사업인 건축자재 사업에 집중하겠다는 의미로 해석된다.

그림 5. LG하우시스 사업부문별 영업이익 추이



MRO 사업부를 정리하고 LG CNS 보유 지분 일부를 매각하는 등  
지주회사 차원에서도 포트폴리오  
조정 중

## 2) 지주회사 차원에서도 진행되고 있는 자회사 및 사업부의 현금화

자회사 및 사업부의 현금화는 지주회사 차원에서도 진행되고 있다. LG는 2018년 당시 자회사 서브원의 MRO 사업부문을 매각 및 현금화하기 위해 서브원을 존속법인 에스엔아이코퍼레이션과 MRO 사업을 영위하는 자회사인 서브원으로 물적분할한 뒤 2019년 5월 에스엔아이코퍼레이션이 보유 중이던 서브원 지분 중 60.1%를 6,041억원에 매각한 바 있다. 뿐만 아니라 지난 4월에는 LG가 보유하고 있던 IT 서비스 자회사인 LG CNS의 보유 지분 85% 중 35%를 맥쿼리자산운용에 매각함으로써 현금 1.0조원을 확보했다.

표 3. 서브원 지분 매각 개요

(단위: 주, %, 백만원)

처분 전 S&I 소유주식수 및 지분비율	총발행주식수(주)	2,000,000
	소유주식수(주)	2,000,000
	지분비율(%)	100.0
처분내역	처분주식수(주)	1,202,000
	<b>처분금액(백만원)</b>	<b>604.1</b>
	처분비율(%)	60.1
처분후 S&I 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	798,000
	지분비율(%)	39.9

자료: 하나금융투자

표 4. LG CNS 지분 매각 개요

(단위: 주, %, 백만원)

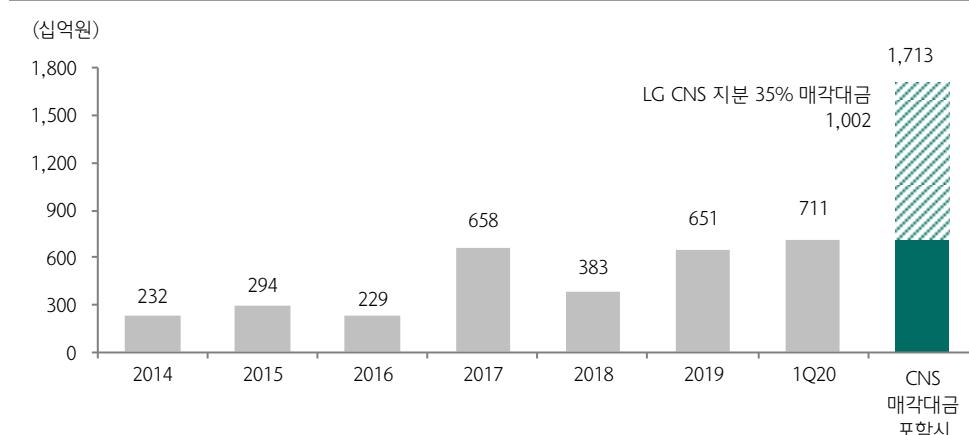
처분 전 S&I 소유주식수 및 지분비율	총발행주식수(주)	87,197,353
	소유주식수(주)	74,076,292
	지분비율(%)	85.0
처분내역	처분주식수(주)	30,519,074
	<b>처분금액(백만원)</b>	<b>1,001.9</b>
	처분비율(%)	35.0
처분후 S&I 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	43,557,218
	지분비율(%)	50.0

자료: 하나금융투자

자회사와 사업부 처분으로 LG는  
1.7조원의 역대 최대 수준의  
순현금을 보유 중

연이은 자회사 및 사업부 처분으로 인해 LG는 역대 최대 수준의 순현금을 보유하고 있는 상황이다. 2020년 3월말 기준 LG는 별도 기준 약 7,114억원의 순현금을 가지고 있었는데 금번 LG CNS 지분 35% 매각대금 1.0조원까지 포함할 경우 LG의 순현금은 1.7조원을 상회하는 수준으로 증가하게 된다. LG를 제외한 주요 5개 지주회사의 합산 총차입금이 10.9조원에 육박한다는 점을 감안하면 LG의 순현금 규모는 상당히 우량한 수준이라고 할 수 있다.

그림 6. LG 순현금 규모 추이



주: 하나금융투자

### 3. 투자를 통한 NAV 확대 Vs. 배당을 통한 주주 환원

#### 1) 전기차로, 나아가 자율주행차로

현금을 활용한 투자와 배당 모두  
주주가치 측면에서 긍정적

거의 2조원에 육박하는 현금을 가지고 있는 LG의 두둑한 지갑이 어디에, 어떻게 열릴지에 대해 시장의 귀추가 주목되고 있다. 일반적으로 투자자들이 지주회사에 기대하는 현금 활용 방법은 1) 투자를 통한 NAV 확대 또는 2) 배당을 통한 주주 환원 등의 두 가지로 양분될 텐데 이 가운데 어떠한 방식으로 현금을 활용하던지 간에 주주가치 제고라는 측면에서는 긍정적일 수 밖에 없다.

LG는 투자형 지주회사는 아니지만  
현금 여력이 확보된 만큼 전향적인  
태도 변화 기대

사실 LG는 한국의 대표적인 투자형 지주회사라고 일컬어지는 SK처럼 적극적으로 지분 투자에 나서는 방식으로 포트폴리오를 확장해 나가는 지주회사는 아니다. 하지만 1.7조원이라는 막대한 현금 여력이 확보된 만큼 추후 전향적인 태도 변화를 기대해볼 수 있다.

최근 LG의 행보를 볼 때 사업 포트  
폴리오 확장이 예상되는 분야는 단연  
전기차

만약 LG가 1.7조원의 자금을 가지고 투자를 통한 NAV 확대에 활용한다면 기존에 보유하고 있는 다양한 포트폴리오 가운데 과연 어떠한 사업 포트폴리오의 확장을 노리고 있을까? 이는 LG 주요 계열사들이 비주력 포트폴리오를 매각해 벌어들인 돈의 일부를 사용한 곳을 추적해 보면 쉽게 유추해 볼 수 있다. 1) 2018년 8월 오스트리아 자동차 헤드램프 제조업체 ZKW 지분 30% 인수(LG전자 70%, LG 30%), 2) 2018년 10월과 2019년 1월 LG화학의 총 3.3조원 규모(제1공장 0.6조원+소형공장 0.6조원+제2공장 2.1조원) 중국 배터리 공장 증설 투자 결정, 3) 2019년 12월 LG화학과 GM의 전기차 배터리 셀 합작법인 설립, 4) 2020년 LG전자의 VS사업부(자동차부품솔루션 사업부) 6,070억원 투자 결정 등 최근 LG의 차세대 신성장 포트폴리오는 전기차 분야이다. 실제로 LG전자가 연간 VS사업부에 집행한 투자액은 2017년을 기점으로 크게 증가했으며 전체 투자액 중에서 VS사업부에 투자한 금액이 차지하는 비중도 증가하고 있는 추세이다. 이처럼 LG는 LG화학의 전기차용 배터리 – LG전자의 배터리팩과 전기차 구동장치 및 전장부품 – LG디스플레이의 차량용 디스플레이 – ZKW의 차량용 헤드램프로 이어지는 LG 계열사간의 유기적인 전기차 포트폴리오를 통해 전기차 산업에서의 성장 동력을 확보를 도모하고 있다.

그림 7. LG전자 VS사업부 연간 투자집행액 추이



주: 2018년 투자집행액은 ZKW 지분 70% 인수대금 9.8조원을 제외한 숫자  
자료: LG전자, 하나금융투자

그림 8. LG전자 사업부별 투자집행액 비중 추이



주: 2018년 투자집행액은 ZKW 지분 70% 인수대금 9.8조원을 제외한 숫자  
자료: LG전자, 하나금융투자

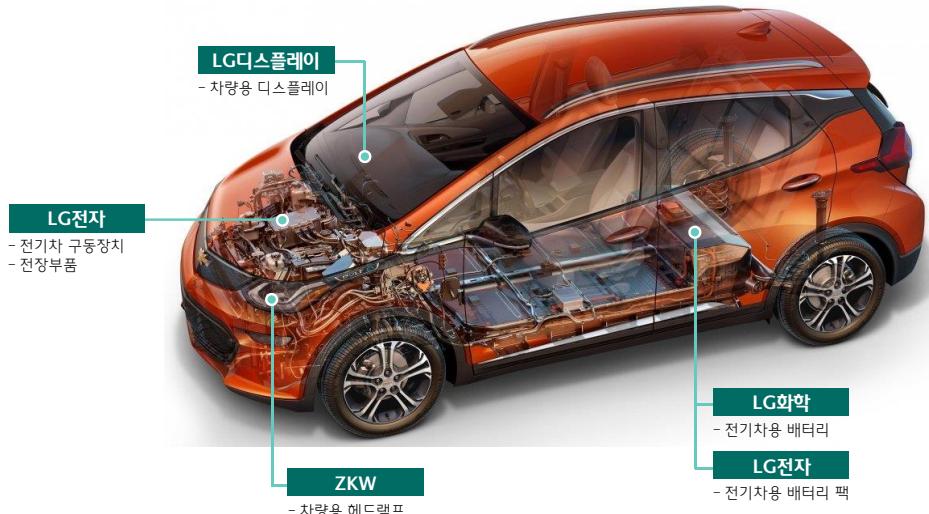
표 5. 2018년 이후 LG의 전기차 관련 주요 투자 내역

(단위: 십억원)

날짜	내용	투자액
Aug-18	LG와 LG전자, ZKW 지분 각각 30%, 70% 인수	1,406
Oct-18	LG화학, 2023년까지 단계적으로 중국 배터리 제2공장 투자 결정	2,100
Jan-19	LG화학, 2020년까지 단계적으로 중국 배터리 제1공장과 소형 배터리공장 투자 결정	1,200
Dec-19	LG화학, GM과 전기차 배터리 셀 합작법인 설립	1,044
2020년	LG전자, VS사업부 신규 투자 결정	607
합계		6,358

자료: 하나금융투자

그림 9. LG 주요 자회사들의 전기차 포트폴리오



자료: 하나금융투자

LG의 전장부품 라인업에  
LG유플러스의 5G 기술을 융합하면  
자율주행차 시장으로의 확장 가능

LG는 전 계열사를 아울러 전장부품 라인업을 완벽하게 구비하고 있는 만큼 LG의 전장부품 제조 기술력에 LG유플러스의 5G 기술을 염으면 자율주행차 시장으로의 확장도 머지않아 가능할 것으로 전망된다. 자율주행차가 대중화될 경우 교통정보 등 방대한 양의 데이터를 실시간으로 관제탑과 주고받아야 하는데 이러한 데이터를 실시간으로 송수신해 자율주행차가 한 치의 오차 없이 주행할 수 있도록 기능하는 5G의 초저지연성은 자율주행의 시대에서 필수적인 기능이다. 이때 LG유플러스가 보유하고 있는 5G 통신망은 LG가 전기차에서 나아가 자율주행차 분야로 포트폴리오를 확장할 때 핵심적인 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다.

ZKW 지분 인수는 자율주행차 시장  
으로의 확장을 위한 포석

또한 자율주행차 시대에 빠질 수 없는 것이 '자동차의 눈'이라고 불리는 헤드램프이다. 최근 센서가 램프 모듈에 자리하는 사례가 늘고 있는데 궁극적으로는 헤드라이트에 센서를 통합하는 작업들이 촉진될 것으로 예상된다. 따라서 이러한 흐름에 발맞춰 글로벌 전장 사업업체들은 특히 램프 모듈 분야에 주목하고 있다. 자율주행 시대로 가면 램프가 여러 역할을 수행할 수 있어 규모가 급격히 커질 것으로 전망되기 때문이다. 따라서 LG전자의 VS사업부 투자가 본격화되기 시작한 2018년에 LG가 LG전자와 함께 오스트리아 자동차 헤드램프 제조업체 ZKW 지분을 인수한 것은 LG가 전기차를 넘어 자율주행차까지 포트폴리오 믹스를 확대하고자 하는 포석으로 해석이 가능하다.

## 2) CVC 법인 통과는 NAV 추가 확장을 용이하게 한다는 점에서 긍정적

LG는 해외에 CVC를 두고 있으며 현재까지 CVC를 통해 17개 스타트업에 약 4,600만달러를 투자

지주회사의 직접적인 지분 투자가 부담스러울 경우 CVC를 통한 벤처 투자 방식을 활용할 수도 있다. 현재 일반지주회사는 국내에서는 CVC를 보유할 수 없기 때문에 LG와 SK 등 일반지주회사들은 해외에 우회적으로 CVC를 설립해 스타트업에 투자해왔는데 LG도 이와 같은 방식을 활용해 해외에 CVC를 두고 있는 몇 안 되는 지주회사 중 하나이다. 2018년 6월 LG의 주요 5개 계열사가 총 4억 2,500만달러(한화 약 5,100억원)를 출자한 펀드를 운용하기 위해 미국 실리콘밸리에 설립한 CVC LG테크놀로지벤처스는 AI, 모빌리티, 바이오·소재 등 신성장 사업들을 영위하고 있는 스타트업들에 적극적으로 투자하고 있다. LG테크놀로지벤처스는 현재까지 17개 스타트업에 약 4,600만달러(한화 약 550억원)을 투자했다.

LG테크놀로지벤처스의 투자 분야는 LG의 신성장 포트폴리오인 전기차·자율주행차와 그 궤를 같이 함

LG테크놀로지벤처스가 설립 아래 집중적으로 투자하고 있는 전기차 배터리 관련 스타트업과 자율주행차의 머리를 담당하는 AI 기술 관련 스타트업은 LG의 전기차 및 자율주행차 포트폴리오와 그 궤를 같이 한다. 가장 다양하게 스타트업에 투자를 집행한 분야인 VR·AR도 자율주행차 포트폴리오에 있어 핵심적인 기술이다. VR·AR 기술은 자율주행차 소프트웨어의 시뮬레이터로도 활용되며 3D 정밀지도나 자율주행차의 주행 과정을 영상화하는 과정에서도 사용될 수 있기 때문이다.

표 6. LG테크놀로지벤처스 포트폴리오

사업분야	회사	사업내용
VR·AR	4D Replay	4차원 특수영상 제작 솔루션
	AmazeVR	VR 비디오 공유 플랫폼
	eyecandylab	AR, VR 관련 솔루션
	8i	AR, VR 관련 솔루션
바이오	Spatial	AR 협업 플랫폼
	Arcellx	면역세포 플랫폼
	Amwell	원격의료 플랫폼
AI	Lygos	합성생물학 플랫폼
	Deep Instinct	딥러닝 기반 보안 솔루션
	MakinaRocks	제조업 특화 AI 솔루션
배터리	H2O.ai	데이터 모델링 플랫폼
	Element Energy	배터리 성능 향상 기술
	Forge Nano	배터리 재료 및 공정
모빌리티	Optodot	차세대 리튬이온 배터리 기술
	May Mobility	자율주행 운송 플랫폼
	Ridecell	모빌리티 공유 소프트웨어 플랫폼
	SideChef	식료품 배달 서비스 플랫폼

자료: 하나금융투자

LG는 국내 CVC 설립에  
관심을 확대하는 것으로 알려짐

정부의 CVC 법안이 통과된다면  
펀드투자→직접투자→M&A를 통해  
비교적 안전한 방식으로 포트폴리오  
확장이 가능해질 것

최근 정부가 CVC의 제한적 보유를 허용하도록 공정거래법 개정안을 발표한 가운데 해외에 CVC를 둔 LG의 행보가 주목된다. 최근 언론에 따르면 CVC 도입이 수면 위에 오르기 시작하자 LG는 국내 중대형 VC들과 연쇄적으로 접촉을 시도해 VC 운영에 대한 자문을 구하고 있을 정도로 국내 CVC 설립에 관심을 확대하고 있는 것으로 알려져 있다.

CVC를 통한 벤처 투자의 장점은 상대적으로 자본 부담이 덜하다는 점이다. 만약 일반지주회사의 국내 CVC 설립이 허용된다면 비교적 적은 자본으로 LG의 유관 포트폴리오에 이전보다 적극적으로 투자하는 것이 가능해진다. CVC를 통한 펀드 투자로 해당 기업과 LG의 기존 자회사와의 시너지가 확인될 경우 자주회사가 직접 지분을 사들여 자회사로 편입하거나 기존 계열사와의 인수합병 등을 추진할 수도 있다. 즉, LG로서는 펀드투자→직접투자→인수합병 과정을 통해 비교적 안전한 방식으로 국내외 전반에 걸친 포트폴리오 확장이 가능해질 수 있게 된다.

표 7. 일반지주회사의 CVC 제한적 도입방안

세부항목	추진방안
① 기본 방안	일반지주회사 CVC 제한적 보유 허용
② 설립	형태 중소기업창업투자회사 + 신기술사업금융업자
	지분구조 일반지주회사가 지분 100%를 보유한 완전자회사
	부채비율 자기자본의 200% 내외로 제한
③ 부작용 방지	업무범위 "투자" 행위 (여신 등 타 금융업 금지)
	외부자금 조달 펀드 조성금액의 최대 40% 내에서 허용
	투자의무 해외투자 20%로 제한, 설립유형별 소관법* 적용 * (중소기업창업투자회사) 총자산의 40% 이상 창업·벤처기업 투자 (신기술사업금융업자) 신기술사업자에만 투자
④ 모니터링	투자금지 소속 기업집단 총수일가 지분보유 기업, 계열회사, 대기업집단
	CVC 출자자 현황, 투자실적, 자금대차관계, 특수관계인과 거래현황 등에 대해 공정위에 정기적 보고
	⑤ 기타 투자받은 중소·벤처기업의 계열회사 편입 유예기간 확대 (7년→10년)
⑥ 입법방안	공정거래법 개정

자료: 금융위원회, 하나금융투자

### 3) 배당을 확대할 만한 명분과 유인은 충분하다

최근 DPS의 우상향 기조와 넘쳐나는 배당 재원을 고려하면 배당 확대도 기대해볼 만

더불어 넉넉한 현금을 활용해 배당 확대를 통한 주주환원정책을 펼칠 가능성도 배제할 수 없다. LG의 경우 2019년 주주명부폐쇄일(12월 27일) 기준 시기배당률은 약 2.9%로 3% 수준에도 미치지 못해 배당 매력이 두드러지는 지주회사는 아니다. 하지만 최근 3년간 주당배당금이 지속적으로 우상향 추세를 보이고 있는데다 배당 재원도 넘쳐나는 만큼 올해에도 추가적인 DPS 상승세를 기대해볼 만하다. 우리는 올해 LG의 주당배당금을 2,450원으로 추정하고 있는데 현 주가 기준 예상 배당수익률은 약 3.3% 수준이다.

최대주주의 상속세 재원 마련이 배당 확대의 또 다른 명분이 될 수도 있음

최대주주의 상속세 재원 마련이 배당 확대의 또 다른 명분이 될 수도 있다. 2018년 구광모 회장은 LG 지분 8.8%와 LG CNS 지분 1.1%를 상속받은데 이어 지난 6월에는 LG 지분 0.9%를 추가로 상속받았다. 이에 구광모 회장이 납부해야 하는 잔여 상속세는 2020년 기준 약 5,494억원 규모로 추정되며(총 8,063억원 중 기납부분 제외) 상속일 기준 향후 5년 동안 연부연납하기로 함에 따라 2023년까지 연간 약 1,344억원 규모의 상속세를 납부해야 할 것으로 예상된다. 구광모 회장이 LG와 LG CNS로부터 수취하는 배당액 약 617억원(2019년 말 기준)을 제외하면 연간 약 727억원의 추가 재원이 필요한 상황이다.

구광모 회장의 연간 상속세 납부액을 고려시 올해 DPS는 적어도 250원 이상 상향 가능

물론 주식담보대출 등의 방안을 활용할 수도 있겠지만 어쨌든 구광모 회장이 최대주주로 있는 LG의 배당금 역시 상속세 납부 재원으로 일부 활용될 공산이 크다. 727억원의 추가 재원 중 약 10% 정도는 LG로부터 수취하는 배당금으로 추가 충당한다고 가정할 경우 약 250원 가량의 DPS 성장이 가능하다. 올해 DPS가 전년대비 250원 상향된다고 가정하더라도 배당 성향은 약 21.7% 정도에 불과해 지난해 배당성향인 34.3%에 비해 그렇게 높은 수준은 아니다. 따라서 이후 추가적인 배당 성장도 기대해볼 수 있다.

표 8. 구광모 회장 연간 납부 상속세 추정

(단위: 주, 백만원, 원)

	상속주식수	지분율	상속 후 구광모 지분율	금액	상속세 또는 배당금				
2018년 LG 지분 상속	15,122,169	8.76	15.00	1,193,673	716,204				
	연간 납부 상속세 (2023년까지 5년간 연부연납)				119,367				
	잔여 상속세 (2회 납부)				477,469				
2018년 LG CNS 지분 상속	972,600	1.12	1.12	31,929	19,157				
	연간 납부 상속세 (2023년까지 5년간 연부연납)				3,193				
	잔여 상속세 (2회 납부)				12,772				
2020년 LG 지분 상속	1,648,887	0.94	15.95	118,225	70,935				
	연간 납부 상속세 (2025년까지 5년간 연부연납)				11,823				
	잔여 상속세 (1회 납부)				59,113				
총 연간 납부 상속세					134,383				
총 잔여 상속세					549,353				
배당재원 (2019년말 기준)									
					LG 60,568				
					LG CNS 1,109				
					계 61,676				
2023년까지 잔여 연간 납부 상속세					72,706				
잔여 연간 납부 상속세의 약 10%를 LG 배당금으로 충당시 LG 주당배당금					2,450				

주 1: 구본모 LG 지분 상속액은 1차 상속세 납부신고액을 기준으로 역산, 구광모 LG CNS 상속액은 맥쿼리PE 지분매각가 반영해 추산, 구자경 상속금액은 상속일(6/26) 종가 반영해 추산

주 2: 지분율은 보통주 기준

주 3: LG와 LG CNS로부터 수취하는 배당재원은 2019년말 기준

자료: 하나금융투자

그림 10. LG 주당배당금 전망

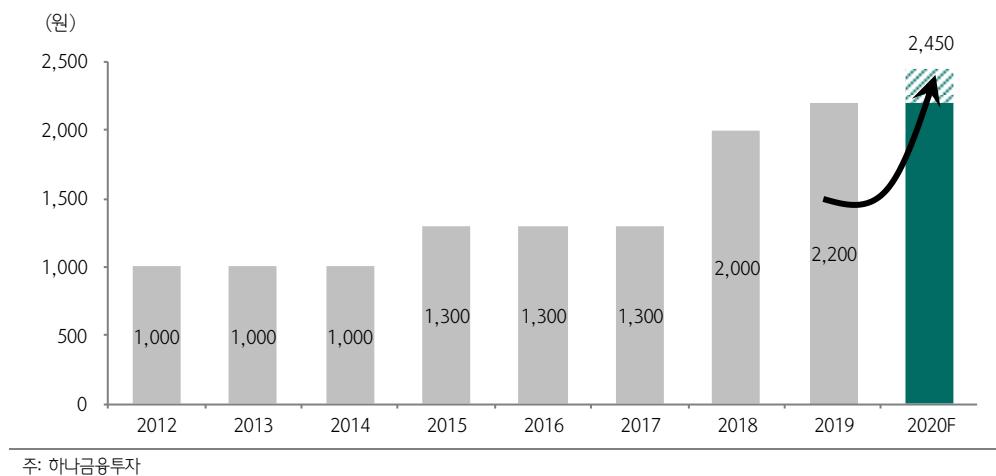


그림 11. LG 배당성향 추이 및 전망

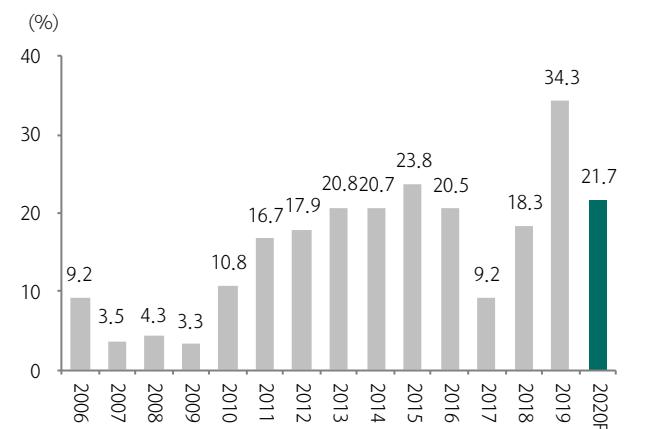
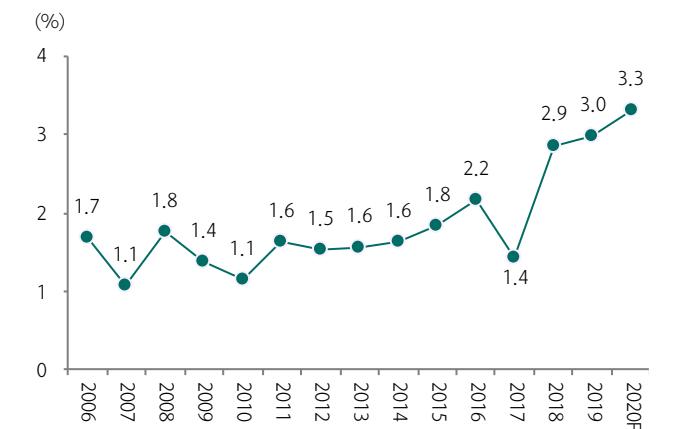


그림 12. LG 배당수익률 추이 및 전망



## 4. 목표주가 산출 및 실적 전망

### 1) Valuation

투자의견 매수,  
목표주가 124,000원 제시

목표 NAV 21.4조원은 영업가치  
2.2조원, 상장자회사 가치 14.9조원,  
비상장자회사 가치 2.6조원에 순현금  
1.7조원을 합산해 산출

LG에 대한 투자의견 매수와 목표주가 124,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 SOTP Valuation 방식을 적용해 산출한 목표 NAV 21.4조원을 기준으로 한 1주당 가치이다.

목표 NAV 21.4조원은 영업가치 2.2조원, 상장 자회사 가치 14.9조원(실제 지분가치 27.1조원 대비 45% 할인 적용), 비상장 자회사 가치 2.6조원에 LG CNS 지분 35% 매각대금 1.0조원을 포함한 순현금 1.7조원을 합산해 산출했다. 영업가치는 로열티수익 1.4조원과 0.7조원을 합산했으며, 상장 자회사 가치는 LG전자, LG화학, LG생활건강, LG유플러스 등 LG의 8개 주요 상장 자회사 시가총액을 지분율만큼 반영해 합산가액을 45% 할인 적용했다 (상장 자회사에 적용하는 기본 30% 할인율 감안 후 15%p 추가 할인. 과거 LG의 할인율이 지주회사 평균 대비 15%p 높았던 점을 감안). 비상장 자회사 가치는 LG CNS의 경우 지난 4월 맥쿼리PE에 지분 35%(매각대금 1.0조원)를 매각할 당시 적용된 매각가액을 바탕으로 기업가치를 산정했으며 여타 비상장 자회사들은 장부가액을 반영했다.

표 9. LG SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 주, %)

구분	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
영업가치	로열티		1,441	4.3	
	임대료		708	2.1	
	소계		2,150	6.4	
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중
	LG전자	33.7	11,570	3,895	11.6
	LG화학	33.3	40,096	13,367	39.9
	LG유플러스	37.7	4,999	1,883	5.6
	LG생활건강	34.0	21,413	7,288	21.7
	LG하우시스	33.5	561	188	0.6
	LG상사	24.7	585	145	0.4
	실리콘웍스	33.1	781	258	0.8
	지투알	35.0	83	29	0.1
비상장자회사	소계		27,053	80.7	
	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중
	LG CNS	50.0	331	1,430	4.3 맥쿼리PE로 지분 35% 매각 약 1.0조원 반영
	S&I	100.0	250	250	0.7
	ZKW	30.0	420	420	1.3
	기타	0.0	505	505	1.5
	소계		2,605	7.8	
지분가치 합계			29,657	88.5	
자기주식			7	0.0	
순차입금(별도)			-1,713	-5.1	LG CNS 지분 35% 매각대금 1.0조원 포함
실질 NAV			33,527	100.0	
목표 NAV			21,354	63.7	상장자회사 가치 45% 할인 적용
발행주식수			172,557,131		
목표주가			124,000		
현재가 (8/3)			74,800		
Upside Potential			65.8		

주: 상장자회사 시가총액은 7월 31일 종가 기준  
자료: 하나금융투자

## 2) 2분기 및 향후 실적 전망

LG 2분기 매출액 1.6조원,  
영업이익 3,041억원으로 추정

LG의 2분기 매출액은 전년동기와 비슷한 1조 6,195억원, 영업이익은 전년동기대비 약 12.2% 증가한 3,041억원으로 추정된다. 주요 연결자회사인 LG CNS는 2분기에도 양호한 실적이 지속되고, S&I코퍼레이션의 경우는 1분기와 마찬가지로 2분기에도 전년동기대비 다소 매출액이 감소하겠지만 영업이익률 개선을 통해 수익성 방어에 나설 것으로 전망된다. LG전자와 LG화학, LG유플러스 등 주요 지분법 인식 자회사들의 2분기 실적 또한 개선 추세를 보일 것으로 예상됨에 따라 지분법이익은 전년동기대비 67.5%나 증가한 2,746억원을 시현할 것으로 추정된다. 한편 지분법이익 증가를 견인하는 주요 자회사들이 수익성은 개선되지만 매출액은 전년동기대비 감소하는 양상을 보일 것으로 예상되어 지주회사의 로열티수익은 다소 감소할 전망이다. 따라서 2분기 지주 별도 기준 매출액(배당·상표권·임대수익)은 941억원으로 전년동기대비 약 4.2% 감소할 것으로 추정된다.

LG화학 실적 성장세는 2분기에 이어  
하반기까지 지속될 전망

자회사별로 살펴보면 지주회사의 NAV 기여도가 39.9%로 가장 높은 LG화학의 경우 석유화학과 전지 부문의 실적 호조로 2분기 중 큰폭 개선된 실적을 시현했다. 특히 전지 부문에서 폴란드 공장의 수율 개선과 원통형 배터리 수요 증가로 최초 흑자 전환을 달성한 점이 고무적이다. 하반기 중 전지 부문의 추가 실적 개선이 실적 호조를 견인할 것으로 기대된다.

표 10. LG화학 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	6,639	7,177	7,347	7,461	7,116	6,935	8,534	8,344
영업이익	275	268	380	-28	236	572	582	576
(영업이익률)	4.1	3.7	5.2	-0.4	3.3	8.2	6.8	6.9
세전이익	280	193	244	-156	149	470	489	496
지배주주순이익	194	68	129	-78	21	382	327	236
(순이익률)	2.9	0.9	1.7	-1.0	0.3	5.5	3.8	2.8

주: 연결 기준

자료: 하나금융투자

LG생활건강의 2분기 영업이익은  
3,033억원 시현해 소폭이나마 증익

LG생활건강은 2분기 중 전년동기대비 0.6% 증가한 3,033억원의 영업이익을 시현해 COVID-19 사태로 큰폭의 감익을 겪고 있는 유통·화장품 업체들 가운데 유일하게 전년동기대비 소폭이나마 증익하는 모습을 보였다. LG생활건강의 하반기 실적은 중국 현지 법인의 성장률의 면세점 부진 상쇄 가능성과 글로벌 브랜드의 경쟁 완화 여부에 좌우될 전망이다.

표 11. LG생활건강 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	1,875	1,833	1,965	2,013	1,896	1,783	1,910	1,792
영업이익	322	301	312	241	334	303	311	237
(영업이익률)	40.1	34.3	40.1	13.4	17.6	17.0	16.3	13.2
세전이익	307	287	304	194	320	277	287	204
지배주주순이익	224	208	213	133	231	200	207	152
(순이익률)	24.6	22.6	21.2	12.4	12.2	11.2	10.8	8.5

주: 연결 기준

자료: 하나금융투자

LG전자 2분기 매출액은 12.8조원, 영업이익은 4,931억원으로 수익성 개선 돌보였던 편

LG전자는 2분기 실적에서 매출액은 12조 8,340억원, 영업이익은 4,931억원을 발표하며 매출액은 컨센서스를 하회했지만 H&A사업부와 HE사업부의 영업이익률이 양호한 수준을 유지함에 따라 영업이익은 컨센서스를 대폭 상회하는 등 수익성 측면에서는 오히려 개선된 모습을 보여줬다. 코로나 환경하에서도 양호한 수익성을 보여준 만큼 2020년에는 사상 최대인 연간 2.8조원의 영업이익을 시현할 것으로 전망된다.

표 12. LG전자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	14,915	15,629	15,701	16,061	14,728	12,834	16,916	18,369
영업이익	892	665	828	171	1,090	495	775	470
(영업이익률)	6.0	4.3	5.3	1.1	7.4	3.9	4.6	2.6
세전이익	746	240	481	-818	1,389	148	577	278
지배주주순이익	565	97	271	-807	1,025	57	383	192
(순이익률)	3.8	0.6	1.7	-5.0	7.0	0.4	2.3	1.0

주: 연결 기준

자료: 하나금융투자

LG유플러스는 2분기에도 큰 폭 성장한 실적 시현 전망. 연간 영업이익 8,000억원 달성을 드

LG유플러스는 어닝 서프라이즈를 기록했던 1분기와 마찬가지로 2분기에도 전년동기대비 큰 폭 성장한 실적을 시현할 것으로 전망된다. 2분기 실적 호조의 주 요인은 5G 전략 단말기 출시가 없었음에도 5G 가입자수가 증가하고 마케팅비용 증가세가 둔화될 것으로 예상되기 때문이다. 상반기 영업이익은 전년동기대비 약 26.8% 가량 증가하면서 올해 연간으로는 8,000억원에 달하는 영업이익을 달성을 공산이 크다.

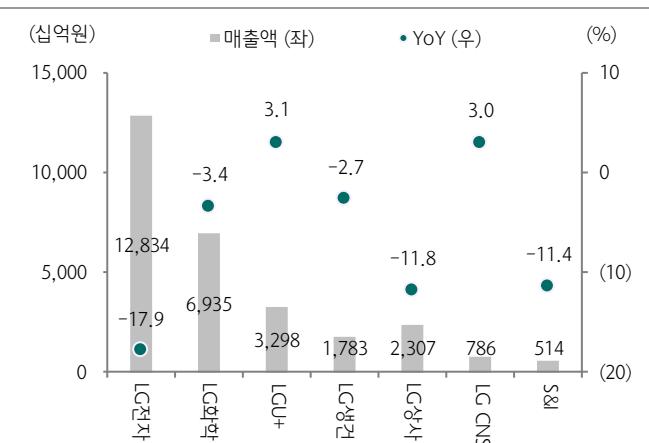
표 13. LG유플러스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,020	3,200	3,244	3,294	3,287	3,298	3,351	3,439
영업이익	195	148	156	185	220	215	217	188
(영업이익률)	6.4	4.6	4.8	5.6	6.7	6.5	6.5	5.5
세전이익	175	61	64	69	167	169	177	191
지배주주순이익	133	98	105	103	149	150	152	127
(순이익률)	4.4	3.1	3.2	3.1	4.5	4.6	4.5	3.7

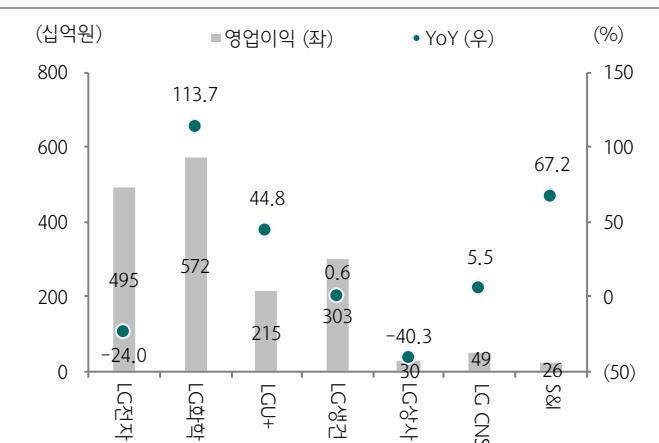
주: 연결 기준

그림 13. LG 주요 자회사 2분기 매출액 및 증감율 전망



주: 연결 기준, LG전자·LG화학·LG생활건강·LG상사는 전망치가 아닌 실제치  
자료: 하나금융투자

그림 14. LG 주요 자회사 2분기 영업이익 및 증감율 전망

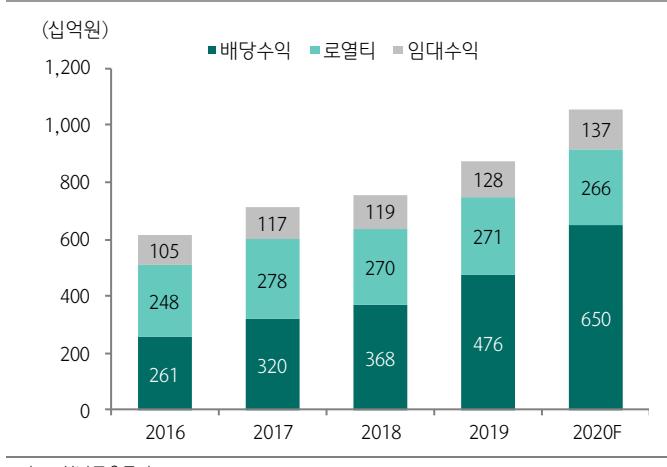


주: 연결 기준, LG전자·LG화학·LG생활건강·LG상사는 전망치가 아닌 실제치  
자료: 하나금융투자

LG는 지분법이익이 2019년의 부진에서 벗어나며 연간 매출액과 영업이익 모두 전년대비 개선 기대

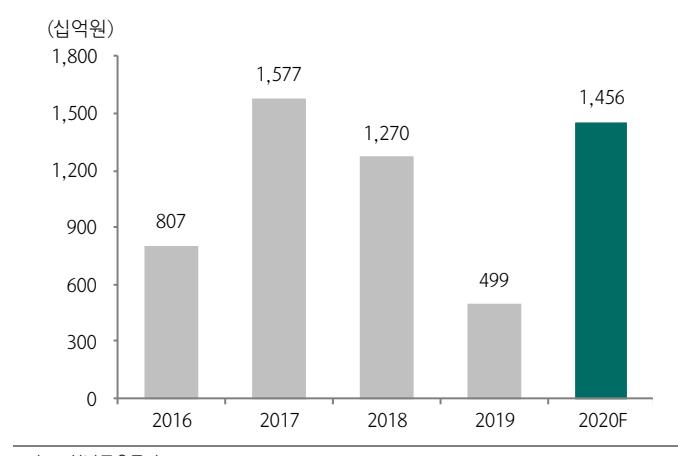
LG의 올해 연간 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 1.3%, 46.0% 증가한 6조 6,6610억 원과 1조 4,956억원으로 전망된다. 주요 연결자회사인 LG CNS의 이익 흐름은 여전히 견조할 것이고, S&I코퍼레이션은 전년대비 적어지는 매출액을 원가 절감을 통해 수익성 방어에 나설 공산이 크다. 지분법 이익의 경우 지난해 4분기 중 LG전자와 LG화학 등을 중심으로 대규모 적자가 발생하면서 연간 지분법이익이 큰폭 감소했던 데 반해 올해는 1분기 중 대규모 어닝 서프라이즈를 기록한 LG전자를 비롯해 LG화학과 LG생활건강, LG유플러스 등 주요 지분법 반영 자회사들의 수익성이 모두 전년대비 개선되는 모습을 보일 것으로 예상됨에 따라 연간 지분법이익은 1조 4,561억원을 시현해 2019년의 부진에서 벗어날 수 있을 것으로 추정된다. 별도 기준으로는 계열사들이 수익성이 개선되지만 매출단에서는 전년대비 감소하는 모습이 지속됨에 따라 지주회사 로열티수익에는 다소 부정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 다만 지난 1분기 중 S&I코퍼레이션으로부터 서브원 지분 60.1% 매각대금을 대규모 배당으로 수취함에 따라 배당수익 증가가 이를 충분히 상쇄하고도 남을 것으로 판단된다.

그림 15. LG 별도 기준 매출액 구성 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

그림 16. LG 지분법이익 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

표 14. LG 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	1,585	1,620	1,612	1,844	1,956	1,637	1,617	1,800
Change(% yoy)	-2.6	0.0	-3.8	11.5	23.4	1.1	0.3	-2.4
매출원가	888	1,249	1,227	1,574	881	1,248	1,269	1,587
% of 매출액	56.0	77.1	76.1	85.4	45.0	76.2	78.5	88.1
Change(% yoy)	-18.7	-1.5	-0.4	-3.1	-0.8	-0.1	3.4	0.4
매출총이익	698	371	385	270	1,076	389	348	214
GPM	44.0	22.9	23.9	14.6	55.0	23.8	21.5	11.9
Change(% yoy)	30.3	5.3	-13.1	858.3	54.2	5.0	-9.7	-18.8
판관비	90	67	53	18	99	75	52	13
% of 매출액	5.7	4.1	3.3	1.0	5.0	4.6	3.2	0.7
Change(% yoy)	24.3	-17.5	-39.0	-81.2	10.1	11.8	-2.1	19.6
영업이익	608	304	332	252	879	315	296	201
OPM	38.3	18.8	20.6	13.7	44.9	19.2	18.3	11.1
Change(% yoy)	31.2	12.2	-6.7	흑자전환	44.6	3.5	-10.9	-20.4

## I. 부문별 매출액

1. 배당	650	0	0	0	938	0	0	0
2. 상표권	63	59	70	74	71	68	78	82
1. LG (별도)	3. 임대	32	36	35	34	34	38	36
소계	745	94	105	108	1,044	106	115	118
2. LG CNS	682	834	878	1,243	702	859	905	1,280
3. S&I Corp.	350	522	467	652	350	507	428	611
4. 기타	22	53	49	35	21	55	50	38
단순합계	1,799	1,502	1,500	2,038	2,117	1,527	1,497	2,047
1. LG전자	345	19	129	64	395	22	148	74
2. LG화학	7	127	109	79	153	149	144	143
3. LG유플러스	55	57	57	48	60	65	73	68
지분법이익	4. LG생활건강	78	68	70	52	91	79	81
	5. LG하우시스	2	1	6	2	2	1	2
	6. 기타	46	3	10	22	14	11	17
	소계	533	275	382	267	715	327	470
지분법이익 제외 연결조정		-746	-158	-269	-461	-876	-216	-350
연결매출액		1,585	1,620	1,612	1,844	1,956	1,637	1,800

## II. 부문별 영업이익

1. LG(별도)	696	35	51	45	966	37	56	46
2. LG CNS	26	52	56	84	47	52	62	81
3. S&I Corp.	20	26	24	35	19	28	27	36
4. 기타	-12	-11	-12	-9	-5	-14	-12	-13
단순합계	731	101	119	154	1,026	102	132	151
지분법이익	533	275	382	267	715	327	470	378
지분법이익 제외 연결조정	-656	-72	-169	-169	-862	-114	-307	-328
연결영업이익	608	304	332	252	879	315	296	201

주: 연결자회사 실적은 내부거래 제거 전 기준

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서					
	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>7,743.4</b>	<b>6,575.3</b>	<b>6,661.0</b>	<b>7,010.1</b>	<b>7,201.3</b>
매출원가	5,619.4	5,216.7	4,944.6	5,081.6	5,272.4
매출총이익	2,124.0	1,358.6	1,716.4	1,928.5	1,928.9
판관비	302.7	334.6	220.7	238.7	244.2
<b>영업이익</b>	<b>1,821.3</b>	<b>1,024.1</b>	<b>1,495.6</b>	<b>1,689.9</b>	<b>1,684.8</b>
금융손익	(10.0)	(7.9)	18.4	35.4	48.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	601.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(38.0)	(5.1)	3.9	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>1,773.2</b>	<b>1,011.1</b>	<b>2,119.2</b>	<b>1,725.3</b>	<b>1,732.9</b>
법인세	(49.1)	203.9	175.1	172.5	173.3
계속사업이익	1,822.4	807.2	1,944.1	1,552.7	1,559.6
증단사업이익	60.5	299.6	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,882.9</b>	<b>1,106.8</b>	<b>1,944.1</b>	<b>1,552.7</b>	<b>1,559.6</b>
비지배주주지분 순이익	19.0	26.8	8.7	7.0	7.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,863.9</b>	<b>1,079.9</b>	<b>1,935.4</b>	<b>1,545.8</b>	<b>1,552.6</b>
지배주주지분포괄이익	1,777.4	1,184.9	2,003.8	1,545.7	1,552.6
NOPAT	1,871.7	817.6	1,372.1	1,520.9	1,516.3
EBITDA	1,997.2	1,200.2	1,662.1	1,836.1	1,813.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(34.6)	(15.1)	1.3	5.2	2.7
NOPAT증가율	(2.7)	(56.3)	67.8	10.8	(0.3)
EBITDA증가율	(18.3)	(39.9)	38.5	10.5	(1.2)
영업이익증가율	(16.7)	(43.8)	46.0	13.0	(0.3)
(지배주주)순이익증가율	(22.2)	(42.1)	79.2	(20.1)	0.4
EPS증가율	(22.2)	(42.1)	79.2	(20.1)	0.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.4	20.7	25.8	27.5	26.8
EBITDA이익률	25.8	18.3	25.0	26.2	25.2
영업이익률	23.5	15.6	22.5	24.1	23.4
계속사업이익률	23.5	12.3	29.2	22.1	21.7

대차대조표					
	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>4,613.1</b>	<b>3,939.1</b>	<b>5,409.2</b>	<b>6,978.3</b>	<b>8,226.9</b>
금융자산	1,404.2	1,907.0	3,140.2	4,762.5	6,011.1
현금성자산	1,054.3	1,337.1	2,507.1	4,144.3	5,392.8
매출채권 등	2,780.4	1,534.7	1,711.6	1,671.3	1,671.3
재고자산	116.1	62.4	69.6	68.0	68.0
기타유동자산	312.4	435.0	487.8	476.5	476.5
<b>비유동자산</b>	<b>18,222.8</b>	<b>18,495.6</b>	<b>18,502.1</b>	<b>17,999.4</b>	<b>17,870.8</b>
투자자산	14,595.4	15,125.7	15,265.4	14,908.9	14,908.9
금융자산	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
유형자산	1,877.7	1,640.1	1,532.2	1,400.9	1,284.8
무형자산	99.8	109.7	94.4	79.3	66.9
기타비유동자산	1,649.9	1,620.1	1,610.1	1,610.3	1,610.2
<b>자산총계</b>	<b>22,835.9</b>	<b>22,434.6</b>	<b>23,911.3</b>	<b>24,977.7</b>	<b>26,097.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,039.5</b>	<b>2,244.8</b>	<b>2,453.4</b>	<b>2,407.7</b>	<b>2,407.7</b>
금융부채	234.7	379.5	381.4	381.4	381.4
매입채무 등	2,346.0	1,472.1	1,641.8	1,603.2	1,603.2
기타유동부채	458.8	393.2	430.2	423.1	423.1
<b>비유동부채</b>	<b>1,631.9</b>	<b>1,168.8</b>	<b>1,212.6</b>	<b>1,202.7</b>	<b>1,202.7</b>
금융부채	1,285.1	792.5	792.9	792.9	792.9
기타비유동부채	346.8	376.3	419.7	409.8	409.8
<b>부채총계</b>	<b>4,671.4</b>	<b>3,413.6</b>	<b>3,666.1</b>	<b>3,610.5</b>	<b>3,610.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>17,998.7</b>	<b>18,827.0</b>	<b>20,057.2</b>	<b>21,172.1</b>	<b>22,285.1</b>
자본금	879.4	879.4	879.4	879.4	879.4
자본잉여금	2,365.5	2,363.1	2,363.1	2,363.1	2,363.1
자본조정	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
기타포괄이익누계액	(292.4)	(112.4)	(44.4)	(44.4)	(44.4)
이익잉여금	15,048.6	15,699.3	16,861.4	17,976.4	19,089.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>165.8</b>	<b>194.0</b>	<b>188.1</b>	<b>195.1</b>	<b>202.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>18,164.5</b>	<b>19,021.0</b>	<b>20,245.3</b>	<b>21,367.2</b>	<b>22,487.2</b>
순금융부채	115.5	(735.1)	(1,965.9)	(3,588.2)	(4,836.7)

## 투자지표

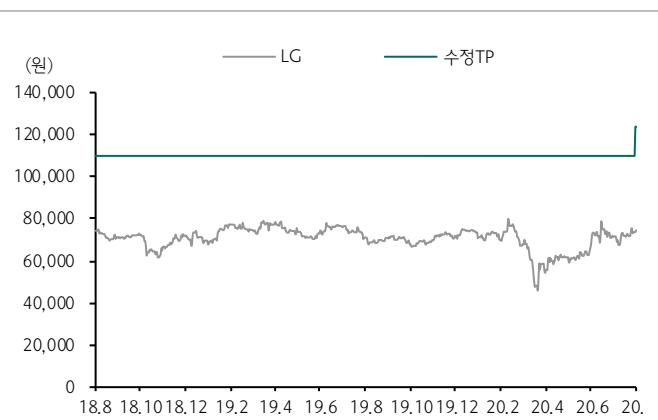
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,598	6,141	11,004	8,789	8,828
BPS	102,354	107,063	114,058	120,397	126,726
CFPS	5,314	4,484	6,604	10,464	10,335
EBITDAPS	11,356	6,824	9,450	10,440	10,310
SPS	44,028	37,387	37,874	39,859	40,946
DPS	2,000	2,200	2,450	2,500	2,550
<b>주가지표(배)</b>					
PER	6.6	12.0	6.8	8.5	8.5
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PCFR	13.2	16.5	11.3	7.1	7.2
EV/EBITDA	6.2	10.3	6.8	5.3	4.7
PSR	1.6	2.0	2.0	1.9	1.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.0	5.9	10.0	7.5	7.1
ROA	8.4	4.8	8.4	6.3	6.1
ROIC	75.1	33.6	65.1	77.1	82.8
부채비율	25.7	17.9	18.1	16.9	16.1
순부채비율	0.6	(3.9)	(9.7)	(16.8)	(21.5)
이자보상배율(배)	46.2	27.2	45.7	51.6	51.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표					
	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>494.9</b>	<b>818.7</b>	<b>842.9</b>	<b>1,696.5</b>	<b>1,688.2</b>
당기순이익	1,882.9	1,106.8	1,944.1	1,552.7	1,559.6
조정	(932.2)	(266.7)	(945.0)	146.2	128.6
감가상각비	175.9	176.1	166.4	146.2	128.6
외환거래손익	3.4	(4.1)	(5.5)	0.0	0.0
지분법손익	(1,266.9)	(855.5)	(1,134.0)	0.0	0.0
기타	155.4	416.8	28.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(455.8)	(21.4)	(156.2)	(2.4)	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(658.6)</b>	<b>(34.0)</b>	<b>714.9</b>	<b>371.4</b>	<b>0.0</b>
투자자산감소(증가)	(1,720.4)	(530.3)	461.5	356.5	0.0
유형자산감소(증가)	(235.8)	(59.3)	(11.3)	0.0	0.0
기타	1,297.6	555.6	264.7	14.9	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(126.4)</b>	<b>(508.8)</b>	<b>(394.3)</b>	<b>(430.8)</b>	<b>(439.6)</b>
금융부채증가(감소)	125.1	(347.7)	2.4	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(20.1)	199.3	(9.8)	0.0	0.0
배당지급	(231.4)	(358.0)	(386.9)	(430.8)	(439.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>(288.6)</b>	<b>282.8</b>	<b>1,170.0</b>	<b>1,637.2</b>	<b>1,248.6</b>
Unlevered CFO	934.6	788.5	1,161.5	1,840.4	1,817.6
Free Cash Flow	231.4	756.4	831.3	1,696.5	1,688.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

LG



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.8.4	BUY	124,000		
20.8.3	담당자변경			
19.1.31	BUY	110,000	-35.30%	-27.18%
17.11.20	BUY	115,000	-32.11%	-17.48%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  - BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  - Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  - Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  - Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 3일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 8월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.