



BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원
주가(9/6): 251,500원
시가총액: 179,832원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/6)	2,066.53pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	341,500원	217,000원
등락률	-26.35%	15.90%
수익률	절대	상대
1W	2.0%	-0.4%
6M	-15.6%	-20.1%
1Y	13.5%	3.6%

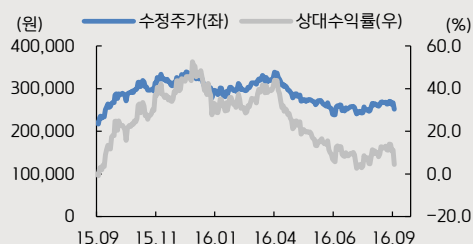
Company Data

발행주식수	73,900천주
일평균 거래량(3M)	253천주
외국인 지분율	41.26%
배당수익률(16E)	1.79%
BPS(16E)	190,453원
주요 주주	엘지 외 3인 33.53%
	국민연금관리공단 9.99%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	202,066	209,840	253,551	236,430
보고영업이익	18,236	20,978	23,610	24,587
핵심영업이익	18,236	20,978	23,610	24,587
EBITDA	30,797	32,032	35,484	37,288
세전이익	15,496	18,450	21,356	22,091
순이익	11,485	14,058	16,035	16,587
지배주주지분순이익	11,530	14,115	16,096	16,650
EPS(원)	15,602	19,100	21,781	22,531
증감률(%YoY)	32.8	22.4	14.0	3.4
PER(배)	21.1	13.2	11.5	11.2
PBR(배)	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.6	5.5	5.0	4.5
보고영업이익률(%)	9.0	10.0	9.3	10.4
핵심영업이익률(%)	9.0	10.0	9.3	10.4
ROE(%)	9.1	10.3	10.8	10.3
순부채비율(%)	-0.4	-2.6	-1.6	-7.6

Price Trend



LG화학 (051910)

신규 성장동력인가? 신규 인큐베이팅 대상인가?



역시 모범생은 모범생이다. LG화학은 화학 메가트렌드를 명확히 인식하며 중장기적으로 전사 수익성 및 안정성 확보를 위해 사업포트폴리오를 선제적으로 조정하고 있다. 향후 동사는 화학과 전자소재에 이어 바이오를 사업의 한 축으로 육성할 것으로 판단된다. 다만 동사는 듀폰/바이엘과 같이 바이오 기업으로 구조전환형이 아닌 BASF/스미토모 등처럼 사업 다각화를 목적으로 한 전략적 육성형으로 보인다.

>>> 바이오 사업, 다각화를 목적으로 전략적 육성 전망

언론 보도 및 공시에 따르면 LG화학은 LG생명과학에 대한 합병에 대해 다양한 방안을 검토 중인 것으로 보인다. 구체적인 내용이 아직 최종 공시 완료 및 결정이 되지 않아, 명확한 투자 의사 판단을 하기는 어려운 상황이다. 다만 동사의 이번 LG생명과학 합병 검토는 최근 농화학 업체의 M&A 대규모 진행 및 중국 업체의 관련 업체 인수 검토 증가에 따른 바이오 사업의 급격한 환경 변화에 대응하고, 기존에 인수한 팜한농과 시너지 효과 등을 종합적으로 고려한 바이오 사업 확대 전략의 일환으로 보인다.

한편 어제 동사 주가 하락은 LG생명과학 흡수합병에 따른 막대한 합병 금액 부담 우려, 바이오 기업 특성 상 향후 경쟁력 확보를 위하여 과도한 R&D 비용 및 Capex가 수반될 것이라는 투자자들의 의심 때문으로 보인다. 하지만 어제 LG생명과학 시가총액만큼의 동사 주가 하락은 과도해 보인다. 그 이유는 1) 동사는 작년과 올해 양호한 영업환경을 바탕으로 올해 추정 기준 2.8조 원의 현금을 보유할 것으로 예상되는 등 흡수합병을 추진한다고 하더라도 재무구조의 급격한 훼손은 제한될 전망이다이며, 2) 성장성과 수익성이 높은 바이오 사업이 추가되면서 밸류에이션 측면에서 프리미엄이 확보될 수도 있기 때문이다. 참고로 세계 주요 화학업체의 농약을 포함한 바이오부문 이익률은 20%를 상회하고 있어, 화학 사이클 저점 시 이익 방어 효과가 생길 수 있다. 3) 또한 LG생명과학을 합병한다면 기존에 인수한 팜한농/아그로텍과 협업을 통하여 농약 관련 밸류체인 통합 등의 시너지 효과가 발생할 가능성이 크다.

동사는 종합화학기업의 특성을 유지하면서, 팜한농 인수 및 이번 LG생명과학 합병 추진으로 바이오 사업을 신규 성장동력으로 적극적으로 육성할 것으로 전망된다. 이에 향후 동사는 바이오부문의 매출액을 전사의 10~20%까지 끌어 올릴 것으로 보인다. 대표적으로 BASF, Sumitomo Chemical, Mitsubishi Chemical 등이 이런 다각화를 목적으로 한 전략형 육성 업체이다. 다만 경쟁사 사례를 고려하면 바이오 사업은 경제성 있는 규모의 사업으로 육성하기 위해서는 상당한 비용의 투입이 요구되며, 연구개발에 대한 장기적인 시각이 필요하다. 또한 현재 동사 규모의 열위를 고려하면 추가 인수/합병을 하지 않으면 단기적으로는 바이오부문 실적의 큰 증익은 제한적으로 보인다.

>>> 기초소재(화학)부문, 고부가 제품에 사활을 걸다

동사는 카자흐스탄 에탄크래커 등 업스트림에 대한 투자 철수/실패 이후 작년과 올해 양호한 Cash Flow 등을 활용해 바이오 등 비화학부문 비중을 확대하고 있으며, 화학부문은 향후 도래할 화학 사이클 저점을 선제적으로 대비 및 향후 중국/중동 등과 범용 제품 경쟁 심화를 고려하여 고부가 제품 중심으로 사업구조를 고도화하고 있다.

동사는 엘라스토머, ABS/EP, 고부가 합성고무 제품 등의 신증설을 통하여 현재 3조원대의 고부가 제품 매출액을 2020년까지 7조원대로 확대할 것으로 목표하고 있다. 각 사항을 좀 더 부연하면 아래와 같다.

- 폴리올레핀: 동사는 2018년까지 대산 공장에 약 4,000억원을 투자하여 20만톤 규모의 엘라스토머 공장을 증설할 계획이다. 이에 현재 연산 9만톤의 생산능력은 2018년에 2배 이상 증가하며, 다우케미칼/엑슨모빌에 이어 세계 3위권 엘라스토머 업체에 등극할 전망이다. 엘라스토머는 고무와 플라스틱의 성질을 모두 보유한 탄성중합체로 자동차용 범퍼나 신발 바닥, 건물 차음재 등에 합성고무 대신 사용되는 고부가 합성수지이다. 동사는 원재료, 촉매, 공정기술, 최종 제품까지 수직계열화를 이미 구축하였다. 한편 CMR 등에 따르면 세계 엘라스토머 시장은 2015년 2.4조원에서 2020년 3.5조원 규모로 성장할 것으로 전망되는 고성장세가 이어지고 있는 것으로 보인다.

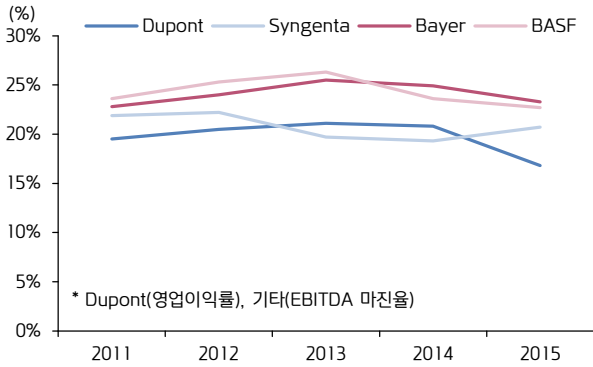
- ABS/EP: 동사는 자동차 및 IT소재에 적용되는 고 기능성 ABS/EP 제품도 확대할 계획이다. 현재 ABS의 경우 국내/중국 공장의 생산능력을 고려 시 현재 세계 시장점유율 1위를 기록하고 있고, 향후 시장 지위를 더욱 확대하기 위하여 올해 1월 여수공장의 생산능력을 15만톤 증설하였으며, 추가적으로 중국 화남 ABS 공장의 생산량도 현재 15만톤에서 30만톤까지 확대할 계획이다. 한편 EP 분야의 경우 자동차 시장을 중심으로 한 신제품 개발 및 기술력이 있는 업체를 인수하여 경쟁력 확보를 할 것으로 판단된다. 비록 인수를 철회하였지만 동사의 미국의 CST 매각 본입찰 참여가 그 의지의 반영으로 보인다.

- SAP/합성고무: 동사 SAP는 코오롱에서 사업을 양수한 후 2년을 주기로 라인을 추가 하며 경쟁 업체 대비 규모의 경제 효과를 누리고 있으며, 향후 고객 맞춤형 제품 확대로 현재 공급 과잉 상황을 타계할 전망이다. 또한 합성고무는 SSBR 및 NBL 등 고부가/친환경 제품 비중을 확대하며 범용 합성고무 공급 과잉 상황에 대비할 전망이다.

- 유망 신소재: 동사는 마곡 연구소 건설 등 기초소재 분야 R&D 투자 확대로 차량 경량화 EP 및 다양한 스마트 기기에 활용되는 CNT 등 유망 신소재 개발을 적극 추진할 전망이다.

동사는 고부가 제품 중심으로 화학부문 사업구조를 고도화하는 한편, NCC의 지속적 증설을 통한 규모의 경제 효과 및 에너지 원단위 감소 등 기존 사업의 경쟁력 강화도 동시에 모색하고 있다. 참고로 동사의 여수 공장은 세계 NCC 최초로 3,000대Kcal 에너지 원단위를 달성했다. 이는 세계 평균인 7,500kcal 대비 차별화된 수치이다.

세계 주요 화학업체 바이오부문 이익률 추이



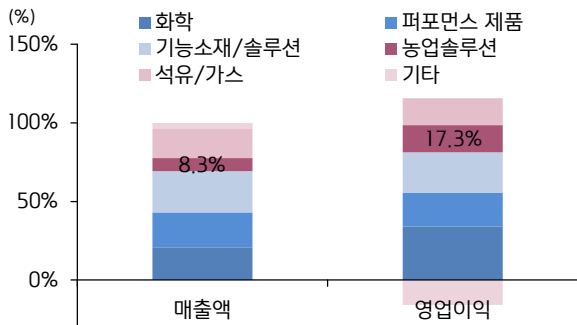
자료: 각사, 키움증권 리서치

BASF의 화학 혁신을 위한 Megatrends 예시



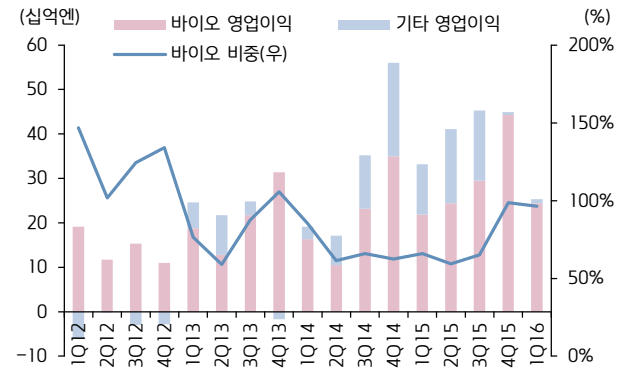
자료: BASF, 키움증권 리서치

BASF 사업부문별 실적 비중 현황



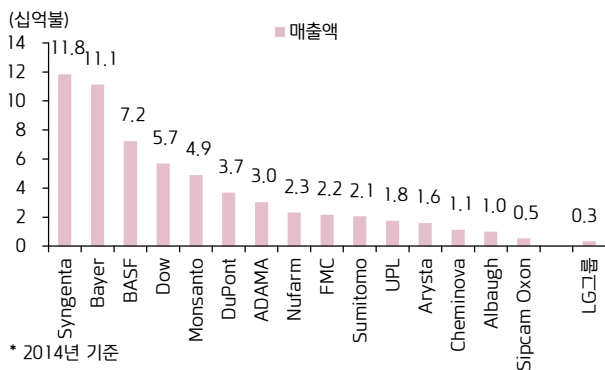
자료: BASF, 키움증권 리서치

Sumitomo Chemical 영업이익 추이



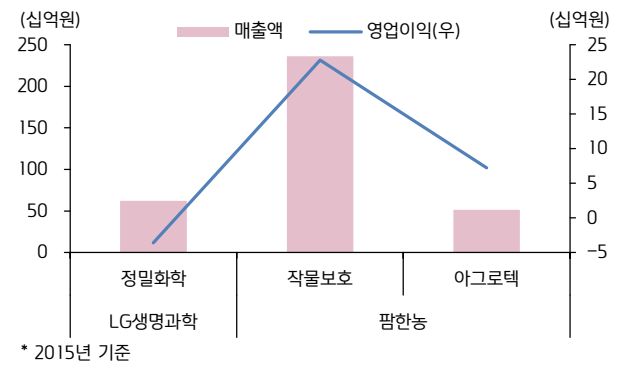
자료: Sumitomo Chemical, 키움증권 리서치

세계 주요 농약기업 매출액 현황



자료: Phillips McDougall, 키움증권 리서치

LG그룹 농약 관련 실적 현황



자료: LG생명과학, 팜한농, 키움증권 리서치

LG화학 기초소재(화학) 분야 사업전략

구분	내용
고부가사업 확대	현재 3조원대 매출액을 2020년까지 7조원대로 확대
	- PO: 엘라스토머 증설 등 2020년까지 고부가 비중 60%로 확대
	- ABS/EP: 자동차/IT 용 특화제품 개발, 기술력있는 업체 M&A 추진
	- SAP: 고효율 속도 제품 등 지역/고객 맞춤형 제품 개발 확대
기존 사업 경쟁력 강화	- 합성고무: 친환경 고부가 제품 중심으로 사업구조 전환
	- 탄소나노튜브, 슈퍼 EP 등 유망 신소재 육성
	- NCC 사업의 혁신활동으로 세계 1등 에너지 원단위 지속 강화
	- 안정적 원료 확보 위한 에틸렌 생산규모 확대 적극 검토
	- 총력 마케팅 통한 인도, 동남아시아 등 전략 시장 내 입지 강화

자료: LG화학, 키움증권 리서치

엘라스토머 적용 분야



자료: LG화학, 키움증권 리서치

LG화학 여수 공장 전경



자료: LG화학, 키움증권 리서치

LG화학 대산 공장 전경



자료: LG화학, 키움증권 리서치

LG화학 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
매출액	4,915.0	5,073.2	5,177.7	5,040.6	4,874.1	5,219.2	5,337.7	5,552.9	22,577.8	20,206.6	20,984.0
석유화학	3,608.0	3,801.2	3,791.6	3,431.7	3,512.0	3,652.8	3,470.9	3,561.8	17,264.4	14,632.5	14,197.5
정보전자소재	675.5	667.6	710.3	710.6	627.2	649.6	856.4	952.0	2,807.4	2,764.0	3,085.1
전지	706.6	690.2	768.9	984.7	814.4	809.0	1,090.5	1,119.1	2,852.6	3,150.4	3,833.1
영업이익	361.8	563.4	546.3	352.0	457.7	612.5	567.8	459.8	1,310.8	1,823.6	2,097.8
%OP	7.4%	11.1%	10.6%	7.0%	9.4%	11.7%	10.6%	8.3%	5.8%	9.0%	10.0%
석유화학	321.3	589.2	484.4	282.0	466.2	649.1	566.4	454.2	1,117.3	1,676.9	2,135.9
정보전자소재	36.7	16.8	51.7	41.2	-8.0	-14.5	3.3	11.3	158.1	146.4	-7.9
전지	3.9	-42.4	10.2	28.9	-0.3	-31.2	18.0	14.4	64.9	0.6	0.9

자료: LG화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	225,778	202,066	209,840	253,551	236,430
매출원가	195,739	165,405	169,463	194,224	185,254
매출총이익	30,039	36,660	40,377	59,326	51,176
판매비및일반관리비	16,931	18,425	19,399	35,716	26,589
영업이익(보고)	13,108	18,236	20,978	23,610	24,587
영업이익(핵심)	13,108	18,236	20,978	23,610	24,587
영업외손익	-1,509	-2,739	-2,528	-2,254	-2,495
이자수익	455	375	417	466	478
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	4,310	4,537	6,819	6,594	6,546
이자비용	792	581	833	1,117	1,369
외환손실	4,461	5,487	8,109	7,998	7,961
관계기업지분법손익	196	-1,289	-465	0	0
투자및기타자산처분손익	-250	-823	-80	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-14	-1	-69	-64	-63
기타	-955	529	-209	-135	-126
법인세차감전이익	11,599	15,496	18,450	21,356	22,091
법인세비용	3,058	4,011	4,392	5,321	5,504
유효법인세율 (%)	26.4%	25.9%	23.8%	24.9%	24.9%
당기순이익	8,540	11,485	14,058	16,035	16,587
지배주주지분순이익(억원)	8,679	11,530	14,115	16,096	16,650
EBITDA	24,610	30,797	32,032	35,484	37,288
현금순이익(Cash Earnings)	20,042	24,046	25,112	27,909	29,288
수정당기순이익	8,735	12,096	14,207	16,099	16,650
증감율(% YoY)					
매출액	-2.4	-10.5	3.8	20.8	-6.8
영업이익(보고)	-24.8	39.1	15.0	12.5	4.1
영업이익(핵심)	-24.8	39.1	15.0	12.5	4.1
EBITDA	-11.7	25.1	4.0	10.8	5.1
지배주주지분 당기순이익	-31.4	32.8	22.4	14.0	3.4
EPS	-31.4	32.8	22.4	14.0	3.4
수정순이익	-32.2	38.5	17.4	13.3	3.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	19,944	31,721	24,530	20,761	32,382
당기순이익	11,599	15,496	14,058	16,035	16,587
감가상각비	11,176	12,152	10,687	11,545	12,406
무형자산상각비	326	409	367	329	296
외환손익	288	665	1,290	1,404	1,415
자산처분손익	309	974	80	0	0
지분법손익	-196	-110	465	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,667	2,085	-1,306	-7,345	2,877
기타	-1,891	51	-1,111	-1,207	-1,198
투자활동현금흐름	-19,907	-16,978	-18,280	-20,936	-17,810
투자자산의 처분	-420	-100	-399	-2,246	880
유형자산의 처분	107	1,637	0	0	0
유형자산의 취득	-14,113	-16,334	-17,800	-18,690	-18,690
무형자산의 처분	-501	-595	0	0	0
기타	-4,980	-1,586	-81	0	0
재무활동현금흐름	-4,377	-7,575	5,541	6,088	5,919
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,534	-4,517	8,900	9,345	9,345
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,999	-3,094	-3,313	-3,313	-3,313
기타	156	37	-46	56	-114
현금및현금성자산의순증가	-4,110	7,169	11,791	5,914	20,490
기초현금및현금성자산	13,991	9,880	17,049	28,840	34,754
기말현금및현금성자산	9,880	17,049	28,840	34,754	55,244
Gross Cash Flow	21,611	29,637	25,836	28,106	29,505
Op Free Cash Flow	4,873	11,232	12,926	9,449	21,475

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	81,468	86,556	101,021	121,971	136,571
현금및현금성자산	9,880	17,049	28,840	34,754	55,244
유동금융자산	7,813	10,012	10,397	12,563	11,714
매출채권및유동채권	35,537	35,886	37,267	45,030	41,989
재고자산	27,112	23,386	24,285	29,344	27,363
기타유동비금융자산	1,127	223	232	280	261
비유동자산	99,808	99,231	105,391	112,337	117,981
장기매출채권및기타비유동채권	777	1,139	1,182	1,429	1,332
투자자산	5,231	3,308	2,678	2,562	2,314
유형자산	86,995	88,672	95,785	102,930	109,215
무형자산	5,250	5,019	4,652	4,322	4,027
기타비유동자산	1,555	1,094	1,094	1,094	1,094
자산총계	181,276	185,787	206,412	234,307	254,553
유동부채	48,090	47,990	49,005	54,713	52,477
매입채무및기타유동채무	24,815	22,998	23,883	28,858	26,909
단기차입금	17,497	18,446	18,446	18,446	18,446
유동성장기차입금	4,560	3,062	3,062	3,062	3,062
기타유동부채	1,219	3,484	3,614	4,347	4,060
비유동부채	10,527	6,762	15,628	25,093	34,299
장기매입채무및비유동채무	546	295	307	371	346
사채및장기차입금	7,278	5,079	13,979	23,324	32,669
기타비유동부채	2,703	1,388	1,342	1,398	1,284
부채총계	58,618	54,752	64,633	79,805	86,776
자본금	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
주식발행초과금	8,974	8,974	8,974	8,974	8,974
이익잉여금	106,906	115,325	126,155	138,962	152,320
기타자본	1,824	1,920	1,920	1,920	1,920
지배주주지분자본총계	121,399	129,915	140,745	153,552	166,910
비지배주주지분자본총계	1,259	1,121	1,035	950	867
자본총계	122,659	131,035	141,780	154,502	167,776
순차입금	11,643	-474	-3,750	-2,484	-12,781
총차입금	29,336	26,587	35,487	44,832	54,177

투자지표

(단위: 원, 배, %)

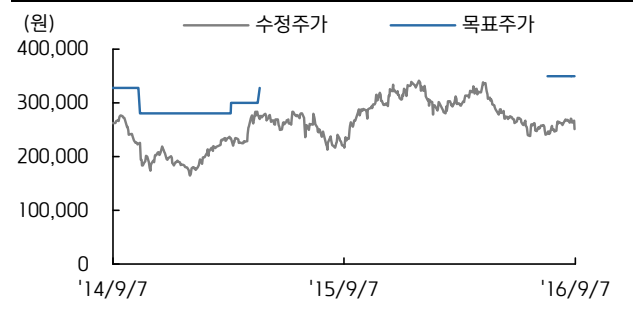
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	11,745	15,602	19,100	21,781	22,531
BPS	164,275	175,798	190,453	207,783	225,859
주당EBITDA	33,302	41,673	43,346	48,016	50,458
CFPS	27,121	32,539	33,981	37,766	39,633
DPS	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500
주가배수(배)					
PER	15.4	21.1	13.2	11.5	11.2
PBR	1.1	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.7	7.6	5.5	5.0	4.5
PCFR	6.7	10.1	7.4	6.7	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	9.0	10.0	9.3	10.4
영업이익률(핵심)	5.8	9.0	10.0	9.3	10.4
EBITDA margin	10.9	15.2	15.3	14.0	15.8
순이익률	3.8	5.7	6.7	6.3	7.0
자기자본이익률(ROE)	7.1	9.1	10.3	10.8	10.3
투하자본이익률(ROIC)	7.6	10.6	16.1	16.7	16.4
안정성(%)					
부채비율	47.8	41.8	45.6	51.7	51.7
순차입금비율	9.5	-0.4	-2.6	-1.6	-7.6
이자보상배율(배)	16.6	31.4	25.2	21.1	18.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	5.7	5.7	6.2	5.4
재고자산회전율	8.6	8.0	8.8	9.5	8.3
매입채무회전율	9.5	8.5	9.0	9.6	8.5

- 당사는 9월 6일 현재 'LG화학 (051910)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
LG화학 (051910)	2014/10/20	Buy(Maintain)	281,000원
	2014/11/07	Buy(Maintain)	281,000원
	2014/12/12	Buy(Maintain)	281,000원
	2015/01/27	Buy(Maintain)	281,000원
	2015/03/13	Buy(Maintain)	300,000원
	2015/04/27	Buy(Maintain)	328,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	350,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	350,000원
	2016/09/07	Buy(Maintain)	350,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%