

LG 화학(051910/KS)

걱정한다고 안 열릴 전기차시장이 아니다

매수(유지)

T.P 380,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

4 분기 영업이익은 추정치에 부합하는 수준이었음. 화학의 감익이 있었지만 전기차배터리 를 필두로 한 전지 사업부의 성장이 눈에 띄었음. 1 분기는 4 분기와 크게 다르지 않은 3,634 억원의 실적 예상함. 최근 중국 관련한 2 개 이슈(전기버스에 LFP 배터리만 보조금 지원, 2020 년 보조금 완전 폐쇄)로 주가 조정 발생했지만, 그 요인과 달리 동사의 높은 기술력과 전기차 시장의 빠른 확대는 이어지고 있음. 커버리지 전체 top pick 의견 유지함

4Q15 영업이익 3,520 억원(QoQ -35.6% / YoY +52.0%)

SK 증권 리서치센터 추정치 3,631 억원 대비 3.1% 소폭 하회하는, 사실상 기대에 부합한 실적 수준으로 판단함. 다만 전분기대비로는 낙폭이 크게 발생했는데, 가장 큰 원인은 2015년 연간 실적을 견인해온 화학 사업부가 slow down 하였기 때문임. 영업이익 2,820 억원으로서 전분기대비 41.8% 감익되었음. 그러나 전기차용 중대형 배터리의 성장성을 등에 업은 2 차 전지가 매출액 9,847 억원(QoQ + 28.1%) / 영업이익 289 억원(QoQ + 183.3%)으로 기대 이상의 실적을 시현하여 실적 낙폭을 상쇄시켜주었음. LG 화학은 이에 대하여 ‘상당한 수준의 개선’이라는 표현을 사용하였음.

1Q16 영업이익 3,634 억원(QoQ +3.2% / YoY +0.4%) 추정

1 분기 영업이익은 전분기와 크게 다름없는 실적을 시현할 것으로 판단함. 화학은 유가급락/비수기 영향 등으로 가격 약세가 지속적으로 나타나고 있음. 또한 1 분기는 기타 분기대비 설 연휴/2 월 효과 등으로 영업일수가 적다는 것도 감안해야 함. 다만 전기차배터리를 바탕으로 한 2 차 전지의 성장성은 유효할 것으로 판단함.

목표주가 380,000 원 / 커버리지 전체 top pick 의견 유지

이익 조정폭이 크지 않고 전기차배터리의 absolute no.1 업체로서의 성장성도 유지되고 있는 만큼 목표주가와 투자의견 유지함. 최근 중국 전기버스에 LFP 방식만 지원 할 수 있다는 소식, 이후 러우지웨이 중국 재정부장의 “2020년 이후 전기차 보조금 전면 폐쇄 계획” 언급으로 전일 동사의 주가 조정폭 크게 나타났음. 그러나 중요한 것은 LG 화학의 전기차배터리 가치를 이끄는 핵심은 \$145/kwh에 불과한 낮은 배터리 가격(연결되는 높은 기술력)과 GM Bolt로 대변되는 2016년 2 세대 전기차 시장의 개막에 따른 가파른 시장확대 기대감이라는 것을 잊어서는 안 됨. 전기버스가 없다고, 그리고 보조금이 없다고 전기차 시장이 안 열리는 것은 아님. 단기 sentiment 의 악재는 있었지만 여전히 동사의 성장성과 기술력 감안할 때 top pick 의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	십억원	23,263.0	23,143.6	22,577.8	20,206.6	18,858.9	19,239.2
yoy	%	2.6	(0.5)	(2.4)	(10.5)	(6.7)	2.0
영업이익	십억원	1,910.3	1,743.0	1,310.8	1,823.6	1,696.4	2,058.6
yoy	%	(32.2)	(8.8)	(24.8)	39.1	(7.0)	21.4
EBITDA	십억원	2,783.9	2,788.3	2,461.0	3,069.6	2,959.2	3,321.4
세전이익	십억원	1,880.5	1,601.3	1,159.9	1,610.0	1,738.3	2,141.9
순이익(지배주주)	십억원	1,494.5	1,266.0	867.9	1,220.0	1,364.5	1,681.4
영업이익률%	%	8.2	7.5	5.8	9.0	9.0	10.7
EBITDA%	%	12.0	12.0	10.9	15.2	15.7	17.3
순이익률	%	8.1	6.9	5.1	8.0	9.2	11.1
EPS	원	22,085	18,637	12,631	18,409	20,590	25,372
PER	배	14.9	16.1	14.3	17.8	13.5	11.0
PBR	배	2.3	1.9	1.1	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	8.7	7.9	5.7	7.9	6.7	5.7
ROE	%	14.8	11.4	7.3	9.8	10.2	11.5
순차입금 부채비율	십억원	1,585	884	1,066	628	(539)	(1,494)
%		54.0	48.8	47.8	41.8	37.5	34.6

3Q15 실적 review

(단위: %, 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차0 (a/b)
매출액	5,372.3	4,915.0	5,073.2	5,177.7	5,040.6	-6.2	-2.6	4,932.0	4,742.1	6.3
영업이익	231.6	361.8	563.4	546.3	352.0	52.0	-35.6	388.4	363.1	-3.1
세전이익	222.1	324.1	492.9	439.7	353.3	59.1	-19.7	387.8	367.2	-3.8
지배순이익	110.1	242.8	349.4	350.4	277.3	151.8	-20.9	296.6	288.3	-3.8
영업이익률	4.3	7.4	11.1	10.6	7.0	2.7	-3.6	7.9	7.7	-0.7
세전이익률	4.1	6.6	9.7	8.5	7.0	2.9	-1.5	7.9	7.7	-0.7
지배주순이익률	2.1	4.9	6.9	6.8	5.5	3.5	-1.3	6.0	6.1	-0.6

자료: SK 증권 Fnguide

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
매출액	22,577.8	19,908.1	17,798.0	22,577.8	20,206.6	18,858.9	0.0%	1.5%	6.0%
YoY %	(24)	(11.8)	(10.6)	(24)	(10.5)	(6.7)			
영업이익	1,310.8	1,834.7	1,834.9	1,310.8	1,823.6	1,696.4	0.0%	-0.6%	-7.6%
YoY %	(24.8)	40.0	0.0	(24.8)	39.1	(7.0)			
EBITDA	2,461.0	3,080.8	3,097.8	2,461.0	3,069.6	2,959.2	0.0%	-0.4%	-4.5%
YoY %	(11.7)	25.2	0.6	(11.7)	24.7	(3.6)			
순이익	867.9	1,230.9	1,487.2	867.9	1,220.0	1,364.5	0.0%	-0.9%	-8.2%
YoY %	(31.4)	41.8	20.8	(31.4)	40.6	11.8			

자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	4,742.1	4,409.4	4,475.0	4,443.1	5,040.6	4,980.0	4,639.9	4,609.3	6.3%	12.9%	3.7%	3.7%
YoY %	(11.7)	(10.3)	(11.8)	(14.2)	(6.2)	1.3	(8.5)	(11.0)				
QoQ %	(8.4)	(7.0)	1.5	(0.7)	(2.6)	(1.2)	(6.8)	(0.7)				
영업이익	363.1	445.3	460.1	477.7	352.0	363.4	454.2	451.6	-3.1%	-18.4%	-1.3%	-5.5%
YoY %	56.8	23.1	(18.3)	(12.6)	52.0	0.4	(19.4)	(17.3)				
QoQ %	(33.5)	22.6	3.3	38	(35.6)	3.2	250	(0.6)				
EBITDA	678.8	761.0	775.9	793.4	667.7	679.1	769.9	767.3	-1.6%	-10.8%	-0.8%	-3.3%
YoY %	27.1	13.7	(10.9)	(8.0)	25.1	14	(11.5)	(11.0)				
QoQ %	(21.3)	12.1	2.0	2.3	(22.5)	1.7	134	(0.3)				
순이익	288.3	358.2	372.0	388.8	277.3	288.2	365.0	365.4	-3.8%	-19.5%	-1.9%	-6.0%
YoY %	161.7	47.5	6.5	11.0	151.8	18.7	4.5	4.3				
QoQ %	(17.7)	24.2	3.9	4.5	(20.9)	3.9	266	0.1				

자료: LG 화학, SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
ROE(지배주주지분)	11.7%	ROE(지배주주지분)	7.3%	9.8%	11.0%	10.7%	10.6%
Terminal Growth	3.0%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	11.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.92						
4Q15E BPS(지배주주지분)	181,202						
Target Price	348,442						

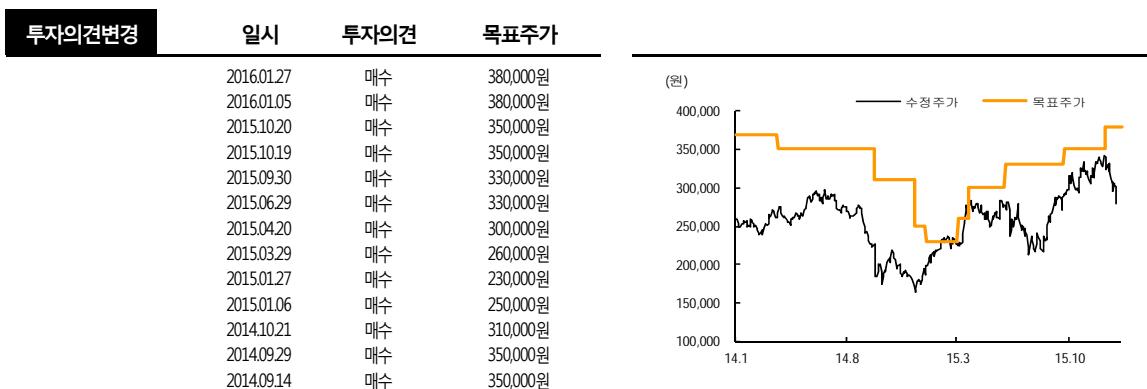
자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
EPS(지배주주지분)	12,631	20,124	24,906	26,586	28,774
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	23,238				
1Q16E EPS	20,124				
1Q17E EPS	24,906				

Multiple	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	20.0	21.0
TP by weighted EPS	278,855	302,093	325,331	348,569	371,807	395,045	418,283	441,521	464,759	487,997
TP by 4Q15E EPS	241,491	261,616	281,740	301,864	321,988	342,113	362,237	382,361	402,485	422,610
TP by 4Q16E EPS	298,871	323,777	348,683	373,589	398,495	423,401	448,306	473,212	498,118	523,024

자료: LG 화학, SK 증권

**Compliance Notice**

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 27일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	8,032	8,147	8,243	8,911	10,093
현금및현금성자산	1,399	988	1,191	2,359	3,314
매출채권및기타채권	3,305	3,351	3,287	3,018	3,140
재고자산	2,564	2,711	2,456	2,256	2,346
비유동자산	9,415	9,981	10,121	10,367	10,643
장기금융자산	6	34	25	25	25
유형자산	8,560	8,700	8,968	9,214	9,490
무형자산	263	525	498	498	498
자산총계	17,446	18,128	18,364	19,278	20,736
유동부채	4,598	4,809	4,531	4,375	4,446
단기금융부채	2,207	2,206	2,121	2,121	2,121
매입채무 및 기타채무	2,080	2,362	1,918	1,762	1,833
단기충당부채	2	5	4	4	4
비유동부채	1,123	1,053	884	884	884
장기금융부채	804	728	617	617	617
장기매입채무 및 기타채무	76	55	31	31	31
장기충당부채	17	23	25	25	25
부채총계	5,721	5,862	5,416	5,259	5,330
지배주주지분	11,597	12,140	12,831	13,901	15,288
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본구성요소	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
이익잉여금	10,173	10,691	11,320	12,390	13,777
비지배주주지분	129	126	117	117	117
자본총계	11,726	12,266	12,949	14,019	15,406
부채와자본총계	17,446	18,128	18,364	19,278	20,736

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,183	1,994	2,881	3,038	2,910
당기순이익(손실)	1,601	1,160	1,534	1,365	1,681
비현금성항목등	1,247	1,437	1,628	1,367	1,367
유형자산감가상각비	1,045	1,150	1,246	1,263	1,263
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(202)	(287)	(382)	(104)	(104)
운전자본감소(증가)	(287)	(167)	(15)	307	(139)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(94)	(20)	91	258	(117)
재고자산감소(증가)	64	(147)	255	200	(91)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(277)	228	(384)	(151)	68
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,310)	(1,991)	(1,619)	(1,509)	(1,539)
금융자산감소(증가)	(0)	(0)	2	0	0
유형자산감소(증가)	(1,353)	(1,401)	(1,517)	(1,509)	(1,539)
무형자산감소(증가)	(41)	(50)	(51)	0	0
기타	83	(540)	(53)	0	0
재무활동현금흐름	(199)	(438)	(1,041)	(295)	(295)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	110	(153)	(437)	0	0
자본의증가(감소)	8	11	0	0	0
배당금의 지급	308	300	604	295	295
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	678	(411)	203	1,168	955
기초현금	721	1,399	988	1,191	2,359
기밀현금	1,399	988	1,191	2,359	3,314
FCF	1,056	543	1,067	1,429	1,184

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	23,144	22,578	20,207	18,859	19,239
매출원가	19,835	19,574	16,558	15,445	15,429
매출총이익	3,309	3,004	3,648	3,414	3,811
매출총이익률 (%)	14.3	13.3	18.1	18.1	19.8
판매비와관리비	1,566	1,693	1,825	1,717	1,752
영업이익	1,743	1,311	1,824	1,696	2,059
영업이익률 (%)	7.5	5.8	9.0	9.0	10.7
비영업손익	(142)	(151)	(214)	42	83
순금융비용	40	54	45	77	112
외환관련손익	3	(15)	(50)	0	0
관계기업투자등 관련순익	5	20	(28)	47	53
세전계속사업이익	1,601	1,160	1,610	1,738	2,142
세전계속사업이익률 (%)	6.9	5.1	8.0	9.2	11.1
계속사업법인세	331	306	391	374	461
계속사업이익	1,271	854	1,219	1,365	1,681
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,271	854	1,219	1,365	1,681
순이익률 (%)	5.5	3.8	6.0	7.2	8.7
지배주주	1,266	868	1,220	1,365	1,681
지배주주기속 순이익률(%)	5.5	3.8	6.0	7.2	8.7
비지배주주	5	(14)	(1)	0	0
총포괄이익	1,269	825	1,301	1,365	1,681
지배주주	1,263	838	1,297	1,376	1,696
비지배주주	7	(13)	4	(12)	(14)
EBITDA	2,788	2,461	3,070	2,959	3,321

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	(0.5)	(2.4)	(10.5)	(6.7)	2.0
영업이익	(8.8)	(24.8)	39.1	(7.0)	21.4
세전계속사업이익	(14.8)	(27.6)	38.8	8.0	23.2
EBITDA	0.2	(11.7)	24.7	(3.6)	12.2
EPS(계속사업)	(15.6)	(32.2)	45.7	11.8	23.2
수익성 (%)					
ROE	11.4	7.3	9.8	10.2	11.5
ROA	7.5	4.8	6.7	7.2	8.4
EBITDA/이자비용(배)	12.0	10.9	15.2	15.7	17.3
안정성 (%)					
유동비율	174.7	169.4	181.9	203.7	227.0
부채비율	48.8	47.8	41.8	37.5	34.6
순자본/자기자본	7.5	8.7	4.9	(3.8)	(9.7)
EBITDA/이자비용(배)	0.0	(0.1)	0.3	(0.0)	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,637	12,631	18,409	20,590	25,372
BPS	154,673	158,025	166,723	181,202	199,969
CFPS	32,860	28,625	35,535	35,108	38,956
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.1	14.3	17.8	13.5	11.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.9	1.1	2.0	1.5	1.4
PBR(최저)					
PCR	9.1	6.3	9.2	7.9	7.1
EV/EBITDA(최고)	7.9	5.7	7.9	6.7	5.7
EV/EBITDA(최저)	4.2	5.9	6.8	4.7	2.8