

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	3,695 억원
발행주식수	7,390 만주
자사주	37 만주
액면가	5,000 원
시가총액	160,045 억원
주요주주	
(주)엘지(외3)	33.53%
국민연금공단	8.72%
외국인지분률	37.20%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/10/30)	241,500 원
KOSPI	201942 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	341,500 원
52주 최저가	230,500 원
60일 평균 거래대금	681 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.2%	1.5%
6개월	-20.3%	-21.0%
12개월	-23.3%	-22.5%

LG 화학 (051910/KS | 매수(유지) | T.P 300,000 원(유지))

GM BOLT 출시, 그리고 역사적 저점의 PBR

2 세대 전기차 시장의 시발점임과 동시에 전기차 M/S 확대를 견인할 수 있는 GM BOLT 가 곧 출시를 앞두고 있음. 그리고 BOLT 의 성능개선(항속거리 급증)에 있어서 핵심 중 하나는 LG 화학의 2 세대 배터리임. 이를 토대로 BOLT 판매 증대 외 추가수주 기대감도 가질 수 있음. 동사의 PBR 은 다양한 우려로 역사적 저점인 1 배에 근접해 있는데, BOLT 출시 효과를 감안할 때 현재의 낮은 주가 수준은 크게 부담스럽지 않은 것으로 판단함

BOLT 의 핵심은 LG 화학의 2 세대 배터리

본문 상에서 여러 차례 설명했듯이, 그리고 GM 의 전임 CEO Dan Ackerson 이 직접 “The increased electric range is coming, in part, from advances in battery chemistry”라고 친절히 설명을 해줬듯이 BOLT 성능개선의 핵심에는 LG 화학의 2 세대 배터리가 있음. 1 세대 대비 에너지밀도(density, Ah)를 4 배 가까이 증대시킴과 동시에 논란은 있지만 \$145/kwh 밖에 안 되는, 즉 소형 배터리보다도 낮은 수준의 가격을 제시한 것이 결정적이었음. BOLT 가 본문에서의 예상대로 2 세대 전기차의 시발점으로서 시장 점유율 확대를 이끌어낼 경우, 동사에게 오는 이익/추가수주/모멘텀의 수혜는 더욱 높아질 것임

역사적 저점 부근의 PBR 이라면 덜 고민되지 않을까?

2005 년 이후 LG 화학의 PBR 은 저점 1.0 배, 고점 4.0 배 사이를 움직였음. 통상 LG 화학의 PBR 이 타사대비 높다는 평가가 있지만, PBR 은 valuation 공식 상 ROE 의 함수이기 때문에, 지속적으로 10%에 근접해 있는 현재 ROE 레벨에서는 타사대비 비교가 의미 없음. 참고로 2010 년 ROE 는 32.6%였으며, 그럼에도 불구하고 현재 순현금 상황이 유지됨을 인지해야 함(부채를 끌어서 ROE 를 높인 경우가 아님). 만약 valuation 이 고점 영역에 있다면 아직은 가시화되지 않은 BOLT 효과를 반영시킬 지 우려할 수 있지만, 이미 역사적 저점 부근인 1.0 배에 근접한 현 레벨에서는 부담 높아 보이지 않음.

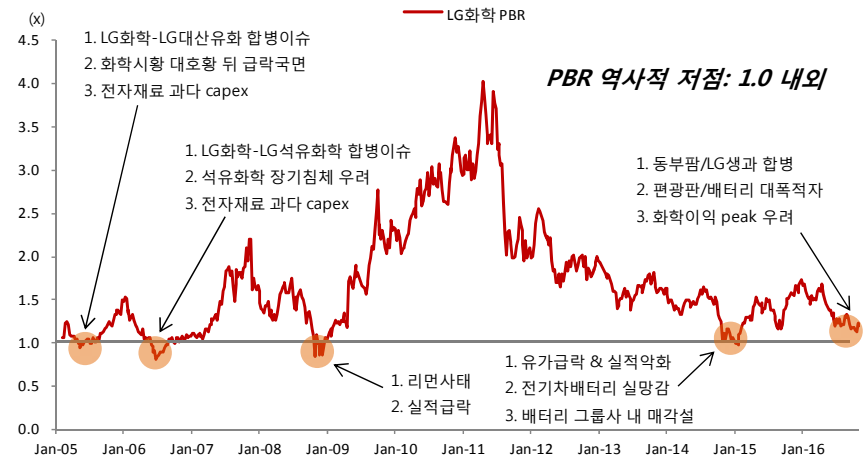
목표주가 300,000 원 / 투자 의견 매수 유지

잇따른 합병(동부파/ LG 생과)에 대한 의구심, 편광판/전지의 실적악재 등을 반영한 주가는 충분히 하락한 것으로 판단함. 새롭게 열릴 전기차 시대의 수혜주 의미 부각 필요.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	23,143.6	22,577.8	20,206.6	20,219.9	20,360.6	22,307.2
yoy	%	(0.5)	(2.4)	(10.5)	0.1	0.7	9.6
영업이익	십억원	1,743.0	1,310.8	1,823.6	1,857.2	1,749.6	2,014.7
yoy	%	(8.8)	(24.8)	39.1	1.8	(5.8)	15.2
EBITDA	십억원	2,788.3	2,461.0	3,079.7	3,180.2	3,084.4	3,349.6
세전이익	십억원	1,601.3	1,159.9	1,549.6	1,619.9	1,746.8	2,040.3
순이익(지배주주)	십억원	1,266.0	867.9	1,153.0	1,265.7	1,376.4	1,607.7
영업이익률%	%	7.5	5.8	9.0	9.2	8.6	9.0
EBITDA%	%	12.0	10.9	15.2	15.7	15.1	15.0
순이익률	%	6.9	5.1	7.7	8.0	8.6	9.1
EPS	원	18,637	12,631	16,875	19,098	20,770	24,260
PER	배	16.1	14.3	19.5	12.6	11.6	10.0
PBR	배	1.9	1.1	2.0	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	7.9	5.7	7.6	5.4	5.1	4.4
ROE	%	11.4	7.3	9.2	9.5	9.7	10.5
순차입금	십억원	884	1,066	(139)	(172)	(1,611)	(2,678)
부채비율	%	48.8	47.8	41.8	45.9	42.4	40.4

역사적 저점에 근접한 LG 화학 PBR



자료 : Dataguidepro, SK 증권

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	3Q17E	3Q18E	3Q19E	3Q20E
ROE(지배주주지분)	10.6%	ROE(지배주주지분)	9.2%	9.1%	9.8%	9.8%	9.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.56						
2Q17E BPS(지배주주지분)	187,588						
Target Price	293,184						

자료: LG 화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	16,875	20,078	23,149	25,326	26,801
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	22,414				
3Q17E EPS	20,078				
3Q18E EPS	23,149				

Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0
TP by weighted EPS	224,138	246,552	268,966	291,379	313,793	336,207	358,621	381,035	403,449	425,862
TP by 3Q17E EPS	200,776	220,854	240,931	261,009	281,086	301,164	321,241	341,319	361,397	381,474
TP by 3Q18E EPS	231,489	254,638	277,787	300,935	324,084	347,233	370,382	393,531	416,680	439,829

자료: LG 화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

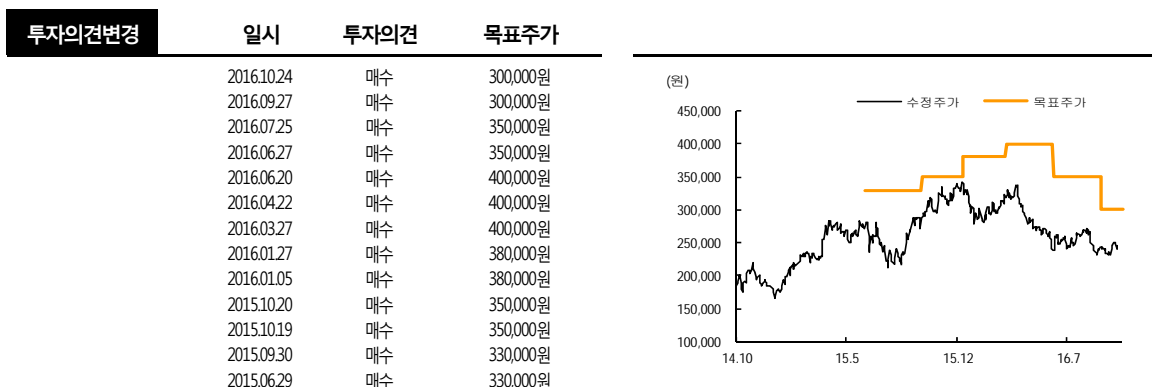
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	20,206.6	20,620.7	20,490.0	20,206.6	20,219.9	20,360.6	0.0%	-1.9%	-0.6%
YoY %	(10.5)	2.0	(0.6)	(10.5)	0.1	0.7			
영업이익	1,823.6	1,902.0	1,808.3	1,823.6	1,857.2	1,749.6	0.0%	-2.4%	-3.2%
YoY %	39.1	4.3	(4.9)	39.1	1.8	(5.8)			
EBITDA	3,079.7	3,225.0	3,143.1	3,079.7	3,180.2	3,084.4	0.0%	-1.4%	-1.9%
YoY %	25.1	4.7	(2.5)	25.1	3.3	(3.0)			
순이익	1,153.0	1,355.1	1,423.6	1,153.0	1,265.7	1,376.4	0.0%	-6.6%	-3.3%
YoY %	32.8	17.5	5.1	32.8	9.8	8.8			

자료: LG 화학, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	5,342.8	5,184.6	5,146.5	5,249.0	5,054.1	5,072.5	5,210.7	5,258.8	-5.4%	-2.2%	1.2%	0.2%
YoY %	3.2	2.9	5.6	0.6	(2.4)	0.6	6.9	0.8				
QoQ %	2.4	(3.0)	(0.7)	2.0	(3.2)	0.4	2.7	0.9				
영업이익	455.4	376.4	477.2	470.4	460.9	326.1	509.3	460.6	1.2%	-13.4%	6.7%	-2.1%
YoY %	(16.6)	6.9	4.2	(23.2)	(15.6)	(7.4)	11.3	(24.8)				
QoQ %	(25.6)	(17.3)	26.8	(1.4)	(24.7)	(29.2)	56.2	(9.5)				
EBITDA	789.1	710.1	810.9	804.1	794.6	659.8	843.0	794.3	0.7%	-7.1%	4.0%	-1.2%
YoY %	(8.5)	4.8	4.0	(15.0)	(7.8)	(2.6)	8.1	(16.0)				
QoQ %	(16.6)	(10.0)	14.2	(0.8)	(16.0)	(17.0)	27.8	(5.8)				
순이익	349.9	288.5	372.4	369.1	299.9	249.1	397.1	361.0	-14.3%	-13.7%	6.6%	-2.2%
YoY %	(0.2)	37.2	9.6	(2.1)	(14.4)	18.4	16.9	(4.2)				
QoQ %	(7.2)	(17.5)	29.1	(0.9)	(20.4)	(16.9)	59.4	(9.1)				

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 24 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,147	8,656	9,320	10,633	12,345
현금및현금성자산	988	1,705	2,191	3,630	4,697
매출채권및기타채권	3,351	3,364	3,236	3,169	3,511
재고자산	2,711	2,339	2,644	2,590	2,868
비유동자산	9,981	9,923	10,705	10,388	10,169
장기금융자산	34	37	91	91	91
유형자산	8,700	8,867	9,220	8,903	8,684
무형자산	525	502	752	752	752
자산총계	18,128	18,579	20,025	21,022	22,514
유동부채	4,809	4,799	5,586	5,543	5,765
단기금융부채	2,206	2,151	2,953	2,953	2,953
매입채무 및 기타채무	2,362	2,173	2,109	2,066	2,287
단기충당부채	5	10	13	13	13
비유동부채	1,053	676	715	715	715
장기금융부채	728	508	336	336	336
장기매입채무 및 기타채무	55	2	7	7	7
장기충당부채	23	27	133	133	133
부채총계	5,862	5,475	6,301	6,258	6,480
지배주주지분	12,140	12,991	13,643	14,683	15,953
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	10,691	11,533	12,131	13,171	14,442
비지배주주지분	126	112	81	81	81
자본총계	12,266	13,104	13,724	14,763	16,034
부채외자본총계	18,128	18,579	20,025	21,022	22,514

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,994	3,172	2,764	2,905	2,674
당기순이익(손실)	1,160	1,550	1,470	1,371	1,602
비현금성항목등	1,437	1,658	1,553	1,458	1,458
유형자산감가상각비	1,150	1,256	1,323	1,335	1,335
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(287)	(402)	(230)	(123)	(123)
운전자본감소(증가)	(167)	208	108	75	(386)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(20)	6	127	64	(329)
재고자산감소(증가)	(147)	373	(306)	54	(278)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	228	(241)	102	(43)	221
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(1,991)	(1,698)	(1,555)	(1,018)	(1,115)
금융자산감소(증가)	(0)	(10)	(3)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,401)	(1,470)	(1,188)	(1,018)	(1,115)
무형자산감소(증가)	(50)	(59)	(37)	0	0
기타	(540)	(159)	(327)	0	0
재무활동현금흐름	(438)	(757)	(708)	(331)	(331)
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(153)	(452)	(36)	0	0
자본의증가(감소)	11	164	0	0	0
배당금의 지급	300	309	678	331	331
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(438)	717	486	1,439	1,067
기초현금	1,399	988	1,705	2,191	3,630
기말현금	988	1,705	2,191	3,630	4,697
FCF	543	1,452	1,564	1,773	1,378

자료 : LG화학, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	22,578	20,207	20,220	20,361	22,307
매출원가	19,574	16,541	16,321	16,534	18,017
매출총이익	3,004	3,666	3,899	3,826	4,290
매출총이익률 (%)	133	181	193	188	192
판매비와관리비	1,693	1,842	2,042	2,077	2,275
영업이익	1,311	1,824	1,857	1,750	2,015
영업이익률 (%)	58	90	92	86	90
비영업손익	(151)	(274)	(237)	(3)	26
순금융비용	54	45	48	89	118
외환관련손익	(15)	(95)	(58)	0	0
관계기업투자등 관련손익	20	(129)	(51)	(9)	(10)
세전계속사업이익	1,160	1,550	1,620	1,747	2,040
세전계속사업이익률 (%)	5.1	7.7	8.0	8.6	9.1
계속사업법인세	306	401	359	376	439
계속사업이익	854	1,149	1,261	1,371	1,602
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	854	1,149	1,261	1,371	1,602
순이익률 (%)	3.8	5.7	6.2	6.7	7.2
지배주주	868	1,153	1,266	1,376	1,608
지배주주귀속 순이익률(%)	3.8	5.7	6.3	6.8	7.2
비지배주주	(14)	(4)	(5)	(5)	(6)
총포괄이익	825	1,144	1,266	1,371	1,602
지배주주	838	1,147	1,275	1,382	1,614
비지배주주	(13)	(2)	(9)	(11)	(12)
EBITDA	2,461	3,080	3,180	3,084	3,350

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(2.4)	(10.5)	0.1	0.7	9.6
영업이익	(24.8)	39.1	1.8	(5.8)	15.2
세전계속사업이익	(27.6)	33.6	4.5	7.8	16.8
EBITDA	(11.7)	25.1	3.3	(3.0)	8.6
EPS(계속사업)	(32.2)	33.6	13.2	8.8	16.8
수익성 (%)					
ROE	7.3	9.2	9.5	9.7	10.5
ROA	4.8	6.3	6.5	6.7	7.4
EBITDA마진	10.9	15.2	15.7	15.1	15.0
안정성 (%)					
유동비율	169.4	180.4	166.8	191.8	214.1
부채비율	47.8	41.8	45.9	42.4	40.4
순차입금/자기자본	8.7	(1.1)	(1.3)	(10.9)	(16.7)
EBITDA/이자비용(배)	(0.1)	0.4	0.0	(0.0)	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,631	16,875	19,098	20,770	24,260
BPS	158,025	168,089	173,009	187,081	204,271
CFPS	28,625	35,286	37,435	36,648	39,464
주당 현금배당금	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.3	19.5	12.6	11.6	10.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	2.0	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)					
PCR	6.3	9.3	6.5	6.6	6.1
EV/EBITDA(최고)	5.7	7.6	5.4	5.1	4.4
EV/EBITDA(최저)	4.2	5.9	6.8	4.7	2.8