

## LG화학(051910)

Above

In line

Below

## 중립(유지)

## 어닝 서프라이즈, 그러나 상승여력은 제한적

## Stock Data

KOSPI(4/19)	2,138
주가(4/19)	270,500
시가총액(십억원)	19,095
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	326,500/219,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	63,815
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.1/37.1
주요주주(%)	LG 외 4인
국면연금	8.2

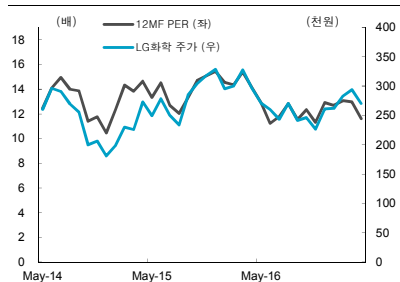
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	15.0	9.8	9.0
PBR(x)	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	9.5	14.5	13.9
DY(%)	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA(x)	5.8	4.5	4.1
EPS(원)	17,417	27,517	29,955
BPS(원)	188,807	201,041	230,988

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.2)	10.6	(17.2)
상대주가(%p)	(2.0)	5.9	(23.5)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## What's new : 어닝 서프라이즈

LG화학 1분기 영업이익은 전분기 대비 73% 증가한 7,969억원으로 추정치와 컨센서스를 각각 32%, 15% 상회했다. 석유화학부문 영업이익이 전분기 대비 45% 늘어나며 어닝 서프라이즈를 견인했다. 1분기 석유화학부문 영업이익 기여도는 전체 영업이익의 92%에 달했다. 1분기 전사 영업이익 차이의 약 74%가 화학부문 실적과 추정치 간의 괴리에서 발생했다. 정보전자소재 부문 또한 예상과 달리 실적 턴어라운드를 보였다. 전체 영업이익과 추정치 간 차이의 24% 가량이 정보전자소재 부문에서 발생했다. 석유화학 및 정보전자소재 부문의 실적 개선을 감안해 2017년 영업이익 추정치를 15% 상향한 3조 363억원으로 조정한다.

## Positives : 업스트림 제품이 깜짝 실적의 주요인

석유화학부문 영업이익은 전분기 대비 45% 개선돼 추정치를 24% 상회했다. 매출이 예상보다 늘어났기 때문(추정치 7% 상회)이다. 특히, LG화학은 컨퍼런스콜을 통해 석유화학부문 이익 개선의 대부분이 업스트림인 NCC/PO에 의해 이뤄졌음을 밝혔다. NCC/PO 매출이 추정치를 15% 상회한 점이 어닝 서프라이즈의 주요 원인이다. 여기에 정보전자소재 부문 또한 4분기 영업적자(영업이익률 -2%)에서 1분기 흑자(영업이익률 4%)로 돌아섰다. 1) 엔화 약세로 인해 원재료비가 100억원 가량 줄었고, 2) 수율 개선으로 유리기관 사업부의 적자폭이 축소됐으며, 3) 1분기 평가 하락 또한 미미한 수준이었기 때문이다.

## Negatives : 배터리부문 적자폭 전분기 대비 확대

주요 value driver인 배터리부문은 아쉬운 실적을 기록했다. 4분기 영업적자 37억원에서 104억원으로 적자폭이 확대됐다. LG화학은 배터리 부문의 분기 단위 적자가 1분기보다 더 늘어날 가능성은 희박하다고 밝혔다. 그러나 기존과 달리 턴어라운드 시점에 대한 가이던스를 제시하지 않았다. 올 해 배터리부문 영업이익은 기존 996억원일 것으로 추정했으나, 285억원의 적자를 기록할 것으로 전망을 하향 조정한다. 자동차용 배터리의 평가 하락세인 반면 원재료 가격은 높아지고 있어, 수익 개선 가시성이 낮기 때문이다.

## 결론 : 밸류에이션 매력 부재, 향후 상승여력 제한적

LG화학에 대한 중립 의견을 유지한다. 실적 상황 조정에도 불구하고, SotP 밸류에이션 상현 주가 대비 상승여력은 제한적이다. 현재 높은 peer multiple을 받는 배터리 및 바이오 부문 실적은 미미하거나 실망스러운 수준으로, 기업 가치에 크게 기여하지 못하고 있다. 2분기 화학제품 스프레드가 전분기 대비 축소될 것으로 보이고, 3분기 집행될 바이오 사업의 중장기 capex 플랜이 주요 불확실성으로 작용해 주가에 부담으로 작용할 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	5,737	6,487	13.1	6,230	17.7	33.1	26,788	24,125
영업이익	603	797	32.1	692	72.6	74.1	3,036	2,509
영업이익률	10.5	12.3	1.8pt	11.1	3.9pt	2.9pt	11.3	10.4
세전이익	573	698	21.9	642	95.0	65.1	2,837	2,280
순이익	434	531	22.5	480	97.7	56.4	2,153	1,737

이도연 3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

〈표 1〉 LG화학 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	4,874	5,219	5,054	5,512	6,487	6,438	6,860	7,003	20,659	26,788	28,213
영업이익	458	612	460	462	797	686	830	723	1,992	3,036	3,208
영업이익률 (%)	9.4	11.7	9.1	8.4	12.3	10.7	12.1	10.3	9.6	11.3	11.4
순이익	340	377	296	269	530	495	605	524	1,281	2,153	2,344
<b>증가율 (% YoY)</b>											
매출액	(0.8)	2.9	(2.4)	9.3	33.1	23.4	35.7	27.1	2.2	29.7	5.3
영업이익	26.5	8.7	(15.8)	31.2	74.1	12.0	80.5	56.7	9.2	52.4	5.7
순이익	39.9	7.9	(15.6)	27.8	56.0	31.2	104.5	94.9	11.1	68.1	8.9
<b>증가율 (% QoQ)</b>											
매출액	(3.3)	7.1	(3.2)	9.1	17.7	(0.7)	6.6	2.1			
영업이익	30.0	33.8	(24.9)	0.4	72.6	(13.9)	21.0	(12.9)			
순이익	61.5	10.9	(21.6)	(9.0)	97.1	(6.7)	22.2	(13.3)			
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)						682	633	548		2,509	2,604
						0.5	31.2	32.0		21.0	23.2
<b>KIS 추정 영업이익 변화 (%)</b>						29.3	8.9	(4.1)		14.6	2.7

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 LG화학: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>4,874</b>	<b>5,219</b>	<b>5,054</b>	<b>5,512</b>	<b>6,487</b>	<b>6,438</b>	<b>6,860</b>	<b>7,003</b>	<b>20,659</b>	<b>26,788</b>	<b>28,213</b>
화학	3,512	3,653	3,525	3,758	4,495	4,396	4,781	4,814	14,447	18,486	19,396
NCC/PO	1,156	1,221	1,131	1,161	1,362	1,469	1,604	1,607	4,669	6,042	6,562
PVC	489	508	496	542	588	611	650	635	2,035	2,483	2,683
ABS/EP	1,175	1,219	1,171	1,256	1,548	1,403	1,524	1,497	4,821	5,971	6,012
아크릴/SAP	345	331	357	391	435	409	458	481	1,424	1,783	1,906
고무/특수수지	347	374	370	408	563	504	546	594	1,499	2,207	2,233
정보전자소재	627	650	641	739	726	728	763	797	2,656	3,014	2,797
LiB	814	809	879	1,059	999	1,051	1,034	1,104	3,562	4,189	4,863
<b>영업이익</b>	<b>458</b>	<b>612</b>	<b>460</b>	<b>462</b>	<b>797</b>	<b>686</b>	<b>830</b>	<b>723</b>	<b>1,992</b>	<b>3,036</b>	<b>3,208</b>
화학	466	649	517	506	734	623	805	717	2,139	2,880	2,985
정보전자소재	(8)	(15)	(16)	(16)	29	25	30	12	(55)	96	56
LiB	(0)	(31)	(14)	(4)	(10)	(7)	(4)	(7)	(49)	(29)	71
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>9.4</b>	<b>11.7</b>	<b>9.1</b>	<b>8.4</b>	<b>12.3</b>	<b>10.7</b>	<b>12.1</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>	<b>11.3</b>	<b>11.4</b>
화학	13.3	17.8	14.7	13.5	16.3	14.2	16.8	14.9	14.8	15.6	15.4
정보전자소재	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(2.2)	4.0	3.4	3.9	1.6	(2.1)	3.2	2.0
LiB	(0.0)	(3.9)	(1.6)	(0.3)	(1.0)	(0.7)	(0.4)	(0.6)	(1.4)	(0.7)	1.5

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 LG화학: SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	가정	
사업가치		18,988
- 석유화학	FY17 수정 EV/EBITDA 3.0x	11,673
- 디스플레이 소재	FY17 수정 EV/EBITDA 6.3x	2,770
- 배터리	FY17 수정 EV/EBITDA 10.1x	3,578
- 바이오	FY17 수정 EV/EBITDA 9.8x	968
투자유가증권		274
총자산가치		19,262
순부채 (payment guarantee 포함)		2,306
비지배주주 지분		16,956
순자산가치		102
발행주식수 (천 주)		70,592
<b>적정주가 (원)</b>		<b>238,759</b>

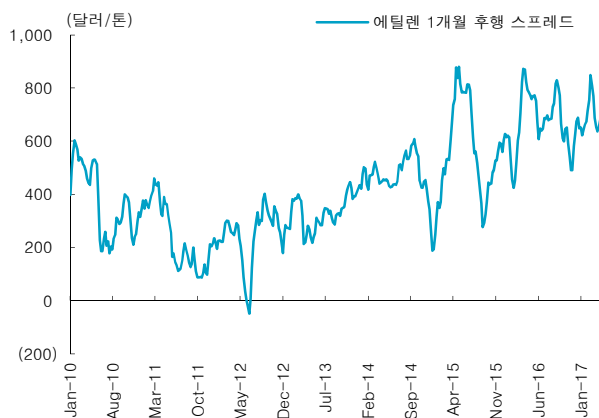
자료: 한국투자증권

&lt;표 4&gt; LG화학 글로벌 경쟁업체의 2017년 EV/EBITDA

디스플레이 소재 업체		LIB 업체		바이오 업체	
Nitto Denko	9.2	GS Yuasa	5.4	Amgen Inc	10.4
Chimei Innolux	3.1	Panasonic	4.6	Gilead Sciences	5.3
Sumitomo Chem	5.9	Samsung SDI	2.6	Celgene Corp	12.2
LG Chem	5.3	BYD	10.4	Biogen Inc	9.6
Hitachi Chem	6.7	LG Chem	5.3	Abbott Labs	11.3
JSR	8.5	Hitachi	5.1		
Corning	7.8	Tesla Motor	37.6		
Asahi Glass	5.3				
NEG	5.1				
평균	6.3		10.1		9.8

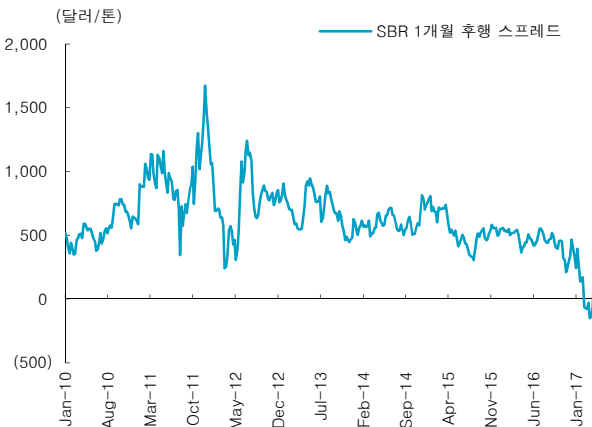
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 1개월 후행 스프레드



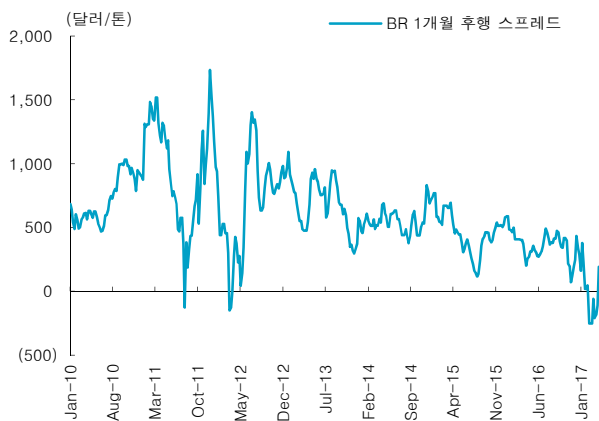
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 2] SBR 1개월 후행 스프레드



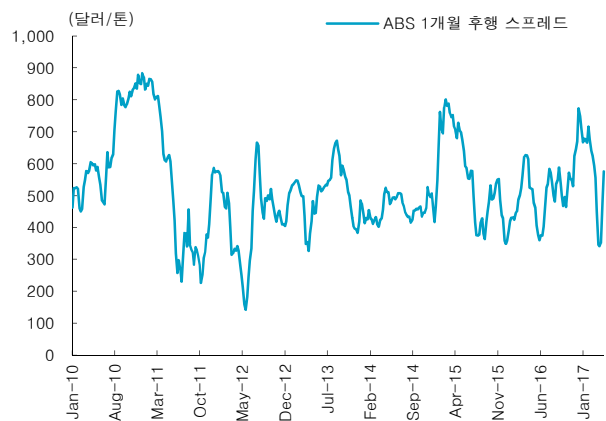
자료: KITA, 씨스کم, 한국투자증권

[그림 3] BR 1개월 후행 스프레드



자료: KITA, 씨스کم, 한국투자증권

[그림 4] ABS 1개월 후행 스프레드



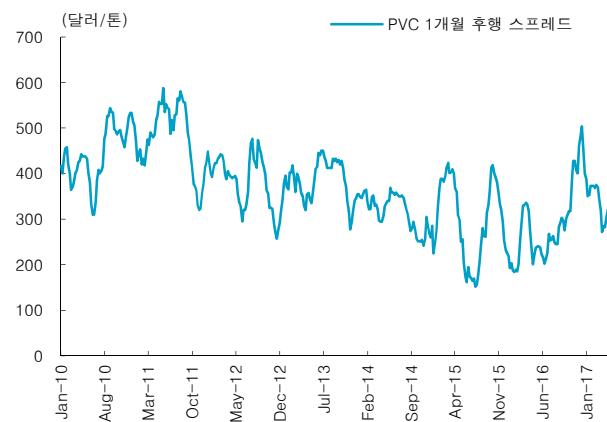
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 5] PS 1개월 후행 스프레드



자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 6] PVC 1개월 후행 스프레드



자료: 씨스켄, 한국투자증권

<표 5> 석유화학 업체 global peer

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
LG화학	17,356	21.0	15.0	9.8	32.9	11.1	58.0	1.9	1.4	1.3	9.2	9.5	14.5	1.4	1.9	1.8
롯데케미칼	10,246	8.3	6.8	4.5	575.8	85.0	41.8	1.1	1.4	1.0	14.2	21.7	24.6	1.0	1.1	1.1
금호석유	2,014	12.2	31.3	17.0	27.7	(38.5)	75.4	1.1	1.7	1.5	7.6	4.6	7.5	1.5	1.0	1.0
평균		13.8	17.7	10.5	212.1	19.2	58.4	1.4	1.5	1.3	10.3	12.0	15.5	1.3	1.3	1.3
해외																
BASF	87,927	16.3	18.6	16.4	(22.6)	10.7	13.2	2.1	2.7	2.5	13.6	14.3	15.4	4.1	3.3	3.5
Dow	74,949	14.7	16.9	15.0	121.6	(43.6)	12.6	2.7	2.7	2.9	36.7	17.2	18.6	3.3	3.0	3.2
Formosa Petro	33,676	15.9	16.9	16.6	423.2	28.1	1.8	2.8	3.5	3.3	18.7	21.0	19.4	NA	4.7	4.7
Formosa Chem & Fibre	17,945	15.7	13.9	12.9	162.2	42.4	7.2	1.5	1.8	1.7	9.8	11.8	12.5	NA	4.8	5.5
Eastman	11,482	9.3	11.7	10.7	13.5	18.0	9.0	2.5	2.5	2.3	22.8	23.1	22.5	2.5	2.4	2.6
Mitsubishi Chem	11,516	16.9	45.1	7.9	89.1	(55.4)	470.4	1.0	1.3	1.1	6.5	3.0	16.5	1.9	1.7	2.2
PTT Global Chem	9,504	11.0	14.3	11.2	33.4	12.2	27.9	1.0	1.4	1.3	9.0	9.8	11.4	5.6	3.5	4.3
Mitsui Chemicals	5,029	22.4	15.7	9.4	NM	1.0	66.1	1.0	1.3	1.2	4.5	8.3	14.5	1.3	1.5	2.2
Hanwha Chemical	3,610	23.6	5.4	5.4	217.9	298.9	1.1	1.0	0.8	0.7	4.2	15.2	13.5	0.6	1.0	1.4
TSRC	893	31.6	22.5	15.0	(53.6)	128.6	50.4	1.0	1.7	1.6	3.3	7.3	10.7	NA	3.9	5.8
평균		17.9	18.0	11.6	125.9	47.8	71.8	1.6	1.9	1.8	12.8	13.0	15.5	2.5	2.9	3.5

주: 2017년 4월 19일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	8,147	8,656	9,227	10,581	11,894
현금성자산	988	1,705	1,474	793	1,962
매출채권및기타채권	3,376	3,399	3,759	4,490	4,588
재고자산	2,711	2,339	2,965	3,706	3,716
비유동자산	9,981	9,923	11,260	12,301	13,346
투자자산	523	331	349	362	375
유형자산	8,700	8,867	9,680	10,751	11,822
무형자산	525	502	832	789	750
자산총계	18,128	18,579	20,487	22,882	25,240
유동부채	4,809	4,799	5,447	5,878	5,892
매입채무및기타채무	2,449	2,243	2,888	3,368	3,377
단기차입금및단기사채	1,750	1,840	1,634	1,634	1,634
유동성장기부채	456	311	579	35	21
비유동부채	1,053	676	989	1,168	1,168
사채	299	200	40	40	40
장기차입금및금융부채	428	308	638	813	809
부채총계	5,862	5,475	6,436	7,046	7,060
지배주주지분	12,140	12,991	13,937	15,722	18,067
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
이익잉여금	10,691	11,533	12,463	14,248	16,592
비지배주주지분	126	112	114	114	114
자본총계	12,266	13,104	14,051	15,836	18,180

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	1,994	3,172	2,517	3,077	4,028
당기순이익	854	1,149	1,281	2,186	2,368
유형자산감가상각비	1,118	1,215	1,282	1,673	1,673
무형자산상각비	33	41	54	63	60
자산부채변동	(167)	161	(382)	(837)	(64)
기타	157	607	281	(9)	(10)
투자활동현금흐름	(1,991)	(1,698)	(1,737)	(2,989)	(2,817)
유형자산투자	(1,411)	(1,633)	(1,399)	(2,762)	(2,762)
유형자산매각	11	164	18	18	18
투자자산순증	(42)	(10)	3	(0)	(0)
무형자산순증	(50)	(59)	(74)	(20)	(20)
기타	(498)	(159)	(285)	(224)	(52)
재무활동현금흐름	(438)	(757)	(1,007)	(770)	(41)
자본의증가	16	4	13	0	0
차입금의순증	(153)	(452)	(674)	(369)	(18)
배당금지급	(300)	(309)	(346)	(368)	(390)
기타	(0)	(0)	(0)	(33)	366
기타현금흐름	23	0	(3)	0	0
현금의증가	(411)	717	(231)	(682)	1,170

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

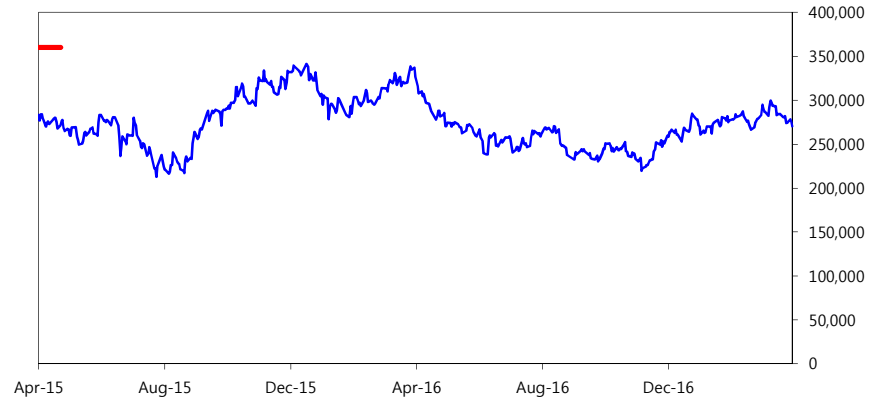
	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	22,578	20,207	20,659	26,788	28,213
매출원가	19,574	16,541	16,595	21,171	22,297
매출총이익	3,004	3,666	4,064	5,616	5,916
판매관리비	1,693	1,842	2,072	2,580	2,708
영업이익	1,311	1,824	1,992	3,036	3,208
금융수익	127	152	180	23	33
이자수익	45	38	40	21	31
금융비용	169	234	300	79	74
이자비용	79	58	77	73	68
기타영업외손익	(129)	(202)	(208)	(153)	(85)
관계기업관련손익	20	11	(4)	13	13
세전계속사업이익	1,160	1,550	1,660	2,840	3,096
법인세비용	306	401	379	654	728
연결당기순이익	854	1,149	1,281	2,186	2,368
지배주주지분순이익	868	1,153	1,281	2,153	2,344
기타포괄이익	(29)	(4)	(6)	0	0
총포괄이익	825	1,144	1,275	2,186	2,368
지배주주지분포괄이익	838	1,147	1,278	2,153	2,344
EBITDA	2,461	3,080	3,329	4,773	4,942

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	11,798	15,674	17,417	27,517	29,955
BPS	164,485	176,007	188,807	201,041	230,988
DPS	4,000	4,500	5,000	5,000	5,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(2.4)	(10.5)	2.2	29.7	5.3
영업이익증가율	(24.8)	39.1	9.2	52.4	5.7
순이익증가율	(31.4)	32.8	11.1	68.1	8.9
EPS증가율	(31.5)	32.9	11.1	58.0	8.9
EBITDA증가율	(11.7)	25.1	8.1	43.4	3.5
수익성(%)					
영업이익률	5.8	9.0	9.6	11.3	11.4
순이익률	3.8	5.7	6.2	8.0	8.3
EBITDA Margin	10.9	15.2	16.1	17.8	17.5
ROA	4.8	6.3	6.6	10.1	9.8
ROE	7.3	9.2	9.5	14.5	13.9
배당수익률	2.2	1.4	1.9	1.8	1.8
배당성향	33.9	28.7	28.7	18.1	16.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,164	(47)	662	725	(510)
차입금/자본총계비율(%)	23.9	20.3	20.6	15.8	13.7
Valuation(X)					
PER	15.3	21.0	15.0	9.8	9.0
PBR	1.1	1.9	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.8	7.7	5.8	4.5	4.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG 화학(051910)	2015.05.12	중립	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 19일 현재 LG화학 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG화학 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.