

LG화학(051910)

전지부문 turnaround 임박

주력사업부의 희비 교차

3분기 영업이익 추정치를 4,357억원으로 9% 하향한다. 석유화학 부문의 영업이익 추정치를 3,906억원으로 17% 낮췄기 때문이다. 무역분쟁으로 경기민감 제품 군인 ABS, PS 등의 시황이 4월 이후 지속적으로 악화되고 있다. 9월, 10월 최대 성수기를 앞두고 무역분쟁의 불확실성이 재차 확대된 것과 10월초 중국 국경절을 앞두고 환경을 위해 중국 공장 전반에 걸쳐 가동률을 조정할 수 있는 점도 석유화학 상황에는 부정적이다. 그러나 주가와 기업가치를 좌우하는 전지부문의 영업이익은 519억원으로 기존 추정치인 119억원에서 대폭적으로 상향했다.

터널의 끝에 다다른 전지

전지부문은 3분기에 흑자전환하며 과도기적 일회성 손실구간은 마무리될 전망이다. 첫째, ESS 사업이 정상화된다. 화재로 발생한 충당금 및 생산 기회손실 1,700억원이 상반기 실적의 주요 적자요인이었다. 충당금 환입 여부는 아직 불투명하나 정부조사에서 화재사고에 대한 귀책사유가 없는 것으로 결론지어졌다. 3분기는 일회성 요인 없이 실적이 정성화될 전망이다. 둘째, 자동차 전지 생산설비의 수출이 4분기면 90% 이상 도달하며 정성화될 전망이다. 신규 폴란드 공장의 낮은 수출이 (70% 수준) 2분기 자동차 전지사업 700억원 비용증가의 원인이었다. 새롭게 접목된 광폭, 고속 생산기술의 초기 생산비용 증가분은 3분기 감소 후 4분기에는 사라질 전망이다. 마지막으로 소형 전지는 실적이 대폭적으로 개선될 전망이다. 소형 공구, 이륜차 및 전기자전거 등에 이어 Tesla향 수요도 대폭적으로 증가할 전망이다. 원통형 생산능력은 하반기까지 작년대비 70~80% 증가될 전망으로 하반기에 이어 2020년까지 자동차 전지 다음으로 고속성장을 이어나갈 것이다.

주가는 결국 전지가 좌우

본격적인 전지부문 실적 turnaround에 앞서 매수를 권고한다. 전지부문은 SotP 기준 사업가치 비중이 올해 55%에서 내년이면 76%로 확대될 전망이다. 주가와 사업가치는 결국 전지부문이 좌우한다. 자동차 전지의 생산능력이 폴란드 공장의

매수(유지)

목표주가: 421,000원(유지)

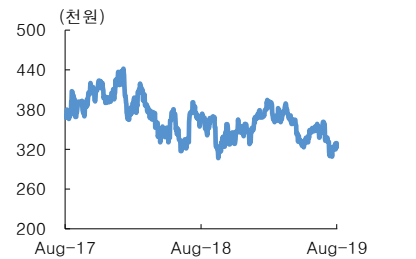
Stock Data

KOSPI(8/26)	1,916
주가(8/26)	323,500
시가총액(십억원)	22,837
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	394,500/307,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	61,309
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.3/38.4
주요주주(%)	LG 외 6 인 33.4
	국민연금공단 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	(16.2)	(11.6)
KOSPI 대비(%p)	4.4	(2.3)	4.8

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	25,698	2,928	1,945	25,367	45.6	4,330	16.0	7.1	1.9	12.9	1.5
2018A	28,183	2,246	1,473	19,217	(24.2)	3,733	18.1	7.7	1.6	8.9	1.7
2019F	29,135	1,374	775	10,117	(47.4)	3,152	32.0	9.6	1.4	4.5	1.9
2020F	34,784	1,743	1,068	13,951	37.9	3,920	23.2	8.1	1.4	6.0	1.9
2021F	35,652	1,557	905	11,821	(15.3)	3,729	27.4	8.7	1.3	5.0	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

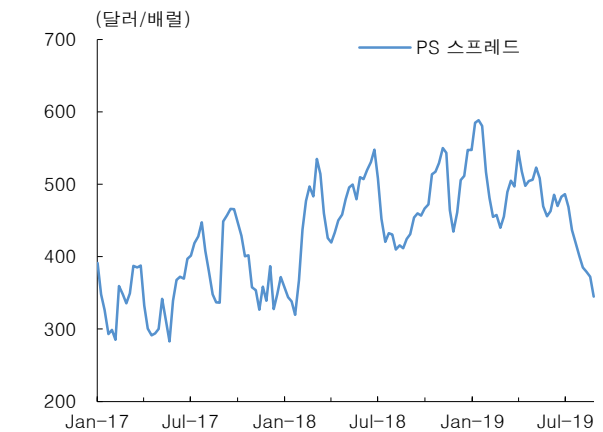
정상가동과 함께 70GWh로 작년 말 대비 100% 증가하고 내년이면 100GWh에 도달한다. 규모의 경제에 더불어 타이트한 수급으로 자동차 전지 가격 협상력도 높아지고 있다. 과거 대비 이익창출 가능성은 큰 폭으로 확대되었다. 원통형 전지 역시 Tesla향 상승잠재력이 추가될 전망이다. 따라서 사업가치관점에서 비중이 하락하고 있는 화학의 변동성보다는 전지부문의 성장성에 초점을 맞출 시기다.

[그림 1] 부진한 수요로 ABS spot 스프레드 축소



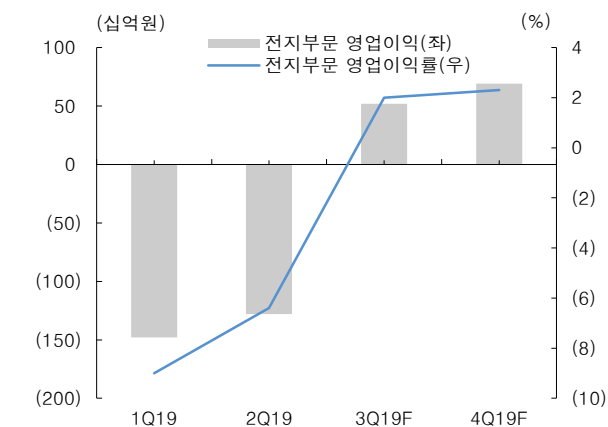
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 2] 무역분쟁 부담으로 PS spot 스프레드 역시 축소



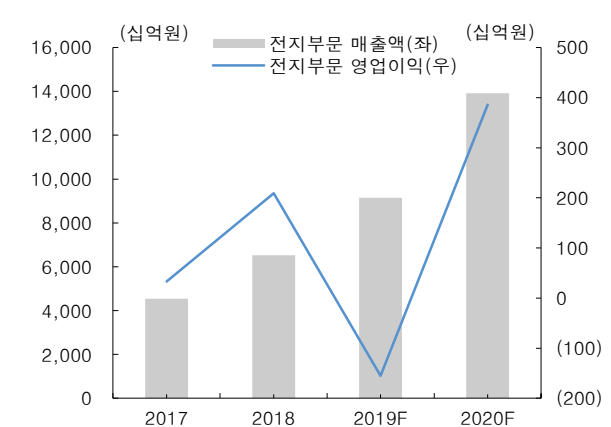
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 3] 일회성 비용 소멸로 3분기 흑자 전환



자료: 한국투자증권

[그림 4] 규모의 경제와 수율 개선으로 이익 대폭 개선



자료: 한국투자증권

<표 1> 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	29,407	29,135	(0.9)	34,177	34,784	1.8
영업이익	1,444	1,374	(4.9)	1,738	1,743	0.3
영업이익률	4.9	4.7	(0.2)	5.1	5.0	(0.1)
세전이익	1,261	1,164	(7.7)	1,502	1,443	(4.0)
순이익	846	775	(8.5)	1,112	1,068	(4.0)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	6,554	7,052	7,235	7,343	6,639	7,177	7,413	7,906	25,698	28,183	29,135	34,784
영업이익	651	703	602	290	275	268	436	396	2,928	2,246	1,374	1,743
영업이익률(%)	9.9	10.0	8.3	3.9	4.1	3.7	5.9	5.0	11.4	8.0	4.7	5.0
순이익	531	478	343	120	194	68	272	240	1,945	1,473	775	1,068
증가율(% YoY)												
매출액	1.0	10.5	13.1	14.2	1.3	1.8	2.5	7.7	24.4	9.7	3.4	19.4
영업이익	(18.3)	(3.2)	(23.7)	(52.9)	(57.7)	(62.0)	(27.7)	36.6	47.0	(23.3)	(38.8)	26.8
순이익	(0.0)	(17.2)	(34.1)	(62.0)	(63.4)	(85.7)	(20.8)	100.1	51.8	(24.3)	(47.4)	37.8
증가율(% QoQ)												
매출액	1.9	7.6	2.6	1.5	(9.6)	8.1	3.3	6.7				
영업이익	5.8	8.1	(14.3)	(51.9)	(4.9)	(2.9)	62.9	(9.2)				
순이익	68.3	(10.1)	(28.1)	(65.0)	61.9	(65.0)	299.2	(11.6)				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							481 (9.4)	509 (22.3)			1,557 (11.7)	2,412 (27.7)
KIS 추정 영업이익 변화(%)							(8.7)	(6.8)			(4.9)	0.3

주: 순이익은 지배주주지분순이익 기준
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	6,554	7,052	7,235	7,343	6,639	7,177	7,413	7,906	25,698	28,183	29,135	34,784
화학	4,359	4,671	4,649	4,357	3,749	3,936	3,790	3,791	17,427	18,036	15,266	16,049
- NCC/PO	1,326	1,401	1,386	1,183	1,136	1,270	1,226	1,239	5,222	5,296	4,870	5,187
- PVC	605	596	611	622	596	538	566	571	2,288	2,434	2,271	1,897
- ABS/EP	1,580	1,728	1,678	1,549	1,170	1,228	1,161	1,141	6,220	6,535	4,700	5,232
- 아크릴/SAP	427	468	477	495	447	461	423	420	1,706	1,868	1,752	1,917
- 고무/특수수지	420	478	497	508	400	440	414	419	1,991	1,903	1,673	1,816
첨단소재	760	782	847	872	1,234	1,254	1,088	1,156	3,062	3,261	4,732	4,827
전자	1,245	1,494	1,704	2,077	1,650	2,009	2,534	2,959	4,539	6,520	9,152	13,908
영업이익	651	703	602	290	275	268	436	396	2,928	2,246	1,374	1,743
화학	637	705	548	242	399	382	391	351	2,809	2,131	1,523	1,350
첨단소재	(10)	(22)	12	(9)	4	19	22	10	111	(28)	55	52
전자	2	27	84	96	(148)	(128)	52	69	33	209	(155)	386
기타	22	(6)	(42)	(40)	21	(6)	(29)	(35)	(25)	(66)	(48)	(45)
영업이익률(%)	9.9	10.0	8.3	3.9	4.1	3.7	5.9	5.0	11.4	8.0	4.7	5.0
화학	14.6	15.1	11.8	5.6	10.6	9.7	10.3	9.3	16.1	11.8	10.0	8.4
첨단소재	(1.3)	(2.8)	1.4	(1.0)	0.3	1.5	2.0	0.9	3.6	(0.9)	1.2	1.1
전자	0.2	1.8	4.9	4.6	(9.0)	(6.4)	2.0	2.3	0.7	3.2	(1.7)	2.8

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	2019F	2020F
사업가치		24,021	42,147
- 석유화학	수정 EV/EBITDA 3.5x	7,625	7,089
- 리튬이온 배터리	수정 EV/EBITDA 20.4x	13,253	31,859
- 정보전자소재	수정 EV/EBITDA 5.1x	1,239	1,254
- 바이오	수정 EV/EBITDA 10.7x	1,904	1,944
투자유가증권		303	318
총자산가치		24,324	42,465
순부채		6,416	7,506
순자산가치		17,908	34,959
비지배주주 지분		102	103
발행주식수(천 주)		70,592	70,592
적정주가(원)		252,237	493,775
적정주가(원) - 2019F*0.5+2020F*0.5			373,006
목표주가(원)			421,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

기초소재사업, 전지사업, 첨단소재 및 재료사업, 생명과학을 하는 화학업체이며, 주력 제품은 기초소재 사업부문.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	11,206	12,089	13,563	13,820	13,544
현금성자산	2,249	2,514	2,929	2,773	2,842
매출채권및기타채권	4,690	4,664	4,161	4,776	5,900
재고자산	3,352	4,289	5,194	4,802	5,426
비유동자산	13,836	16,856	20,997	23,391	25,411
투자자산	352	424	303	318	335
유형자산	11,211	13,839	17,762	20,212	22,283
무형자산	1,823	2,006	2,087	2,015	1,947
자산총계	25,041	28,944	34,561	37,211	38,955
유동부채	6,645	7,274	8,067	9,193	9,507
매입채무및기타채무	4,213	5,133	5,372	6,287	6,444
단기차입금및단기사채	958	1,254	976	966	956
유동성장기부채	493	359	413	440	468
비유동부채	2,058	4,348	8,703	9,619	10,604
사채	1,047	2,703	5,831	6,281	6,081
장기차입금및금융부채	546	1,036	2,206	2,698	3,909
부채총계	8,703	11,622	16,770	18,812	20,111
지배주주지분	16,169	17,083	17,588	18,196	18,641
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,274	2,275	2,275	2,275	2,275
기타자본	(363)	(374)	(179)	(179)	(179)
이익잉여금	14,039	14,994	15,304	15,912	16,356
비지배주주지분	170	239	286	393	391
자본총계	16,339	17,322	17,791	18,399	18,844

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,181	2,125	2,318	3,932	3,343
당기순이익	2,022	1,519	829	1,111	942
유형자산감가상각비	1,305	1,379	1,651	2,050	2,049
무형자산상각비	97	108	127	127	123
자산부채변동	(715)	(1,264)	(492)	588	275
기타	472	383	203	56	(46)
투자활동현금흐름	(1,640)	(3,639)	(6,375)	(4,555)	(4,175)
유형자산투자	(2,253)	(4,219)	(5,574)	(4,500)	(4,120)
유형자산매각	403	442	0	0	0
투자자산순증	(31)	(91)	139	0	0
무형자산순증	(90)	(108)	(207)	(56)	(55)
기타	331	337	(733)	1	0
재무활동현금흐름	(737)	1,794	3,769	475	551
자본의증가	0	47	0	0	0
차입금의순증	(349)	2,241	4,092	978	1,047
배당금지급	(386)	(494)	(460)	(460)	(460)
기타	(2)	0	137	(43)	(36)
기타현금흐름	(29)	(15)	704	(8)	351
현금의증가	775	264	415	(156)	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

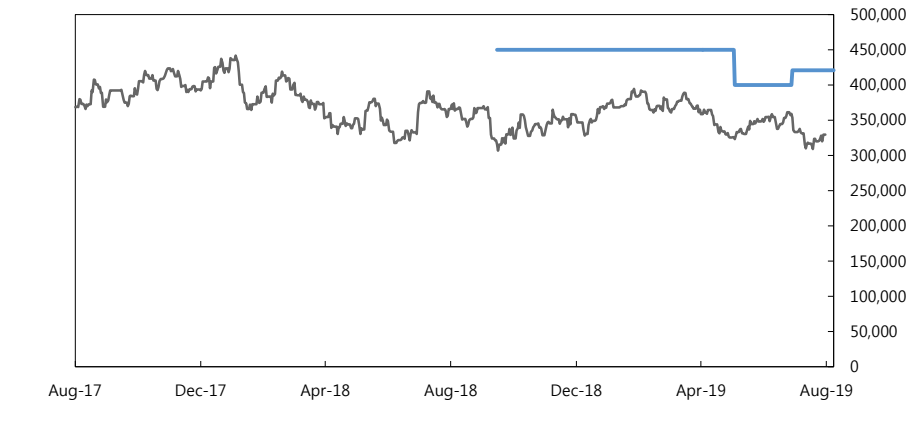
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	25,698	28,183	29,135	34,784	35,652
매출원가	20,134	22,837	24,138	28,974	29,906
매출총이익	5,564	5,346	4,997	5,810	5,746
판매관리비	2,635	3,100	3,623	4,067	4,189
영업이익	2,928	2,246	1,374	1,743	1,557
금융수익	240	210	313	57	54
이자수익	30	48	50	54	51
금융비용	320	367	489	550	581
이자비용	100	136	222	283	315
기타영업외손익	(292)	(154)	(51)	177	177
관계기업관련손익	7	5	18	16	16
세전계속사업이익	2,564	1,940	1,164	1,443	1,223
법인세비용	542	421	336	332	281
연결당기순이익	2,022	1,519	829	1,111	942
지배주주지분순이익	1,945	1,473	775	1,068	905
기타포괄이익	(146)	(86)	0	0	0
총포괄이익	1,876	1,433	829	1,111	942
지배주주지분포괄이익	1,808	1,388	775	1,068	905
EBITDA	4,330	3,733	3,152	3,920	3,729

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,367	19,217	10,117	13,951	11,821
BPS	211,079	222,761	228,158	234,554	240,260
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.4	9.7	3.4	19.4	2.5
영업이익증가율	47.0	(23.3)	(38.8)	26.8	(10.7)
순이익증가율	51.8	(24.3)	(47.4)	37.8	(15.2)
EPS증가율	45.6	(24.2)	(47.4)	37.9	(15.3)
EBITDA증가율	30.1	(13.8)	(15.6)	24.4	(4.9)
수익성(%)					
영업이익률	11.4	8.0	4.7	5.0	4.4
순이익률	7.6	5.2	2.7	3.1	2.5
EBITDA Margin	16.9	13.2	10.8	11.3	10.5
ROA	8.9	5.6	2.6	3.1	2.5
ROE	12.9	8.9	4.5	6.0	5.0
배당수익률	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9
배당성향	23.6	31.2	59.4	43.1	50.8
안정성					
순차입금(십억원)	266	2,813	6,372	7,453	8,385
차입금/자본총계비율(%)	18.6	31.0	52.5	55.9	59.9
Valuation(X)					
PER	16.0	18.1	32.0	23.2	27.4
PBR	1.9	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.1	7.7	9.6	8.1	8.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
LG화학 (051910)	2016.09.06	중립	—	—	—
	2017.09.06	1년경과	—	—	—
	2018.09.06	1년경과	—	—	—
	2018.10.10	매수	450,000원	-20.9	-12.3
	2019.05.29	매수	400,000원	-13.4	-9.6
	2019.07.24	매수	421,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 26일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 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 높게 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.