

LG화학(051910)

중립(유지)

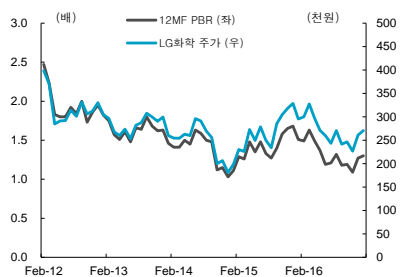
Stock Data

KOSPI(1/19)	2,073
주가(1/19)	270,500
시가총액(십억원)	19,095
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	338,500/219,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	63,556
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.1/36.5
주요주주(%)	LG 외 4인
국민연금	8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.2	4.4	(11.9)
상대주가(%p)	2.6	1.7	(21.6)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q16 Preview: 양호하지만 다소 아쉬운 실적

4분기 영업이익의 추정치 하향

LG화학의 4분기 추정 영업이익은 전분기와 유사한 4,617억원이다. 기존 4분기 영업이익의 추정치 대비 32% 하향했고, 2016년 추정 영업이익 또한 10% 하향한 1조 9,919억원(전년 대비 9% 증가)으로 전망한다. 1) 합성고무, 엔지니어링 플라스틱과 같은 다운스트림 제품 마진의 축소, 2) 연말 전자소재 부문의 손실, 3) 팜한농의 계절적 비수기를 감안해 실적 전망을 하향 조정했다. 통상 4분기가 비수기라는 점을 감안하면 추정 영업이익이 높아 보일 수 있으나, 화학제품 전반의 가격 강세나 업스트림 비중이 큰 롯데케미칼과 비교했을 때는 다소 아쉬운 실적이다.

업스트림 가격 강세로 일부 다운스트림 제품 마진 축소

다운스트림 스프레드 약세를 감안해 화학부문의 4분기 영업이익의 추정치를 27% 하향한 5,210억원으로 조정한다. 4분기 산업 전반センチ먼트의 개선뿐 아니라 공급도 타이트해 화학 제품 가격은 대폭 상승했다. 그러나 end user로 직결되는 다운스트림 제품(최종제품)이나 커스터마이징 및 특수 화학 제품의 경우, 원재료 비용 상승과 업스트림 제품 대비 둔화된 최종수요 탓에 심각한 마진 악화에 직면해있다. 금주 발표된 12월 국내 SBR, BR 수출 데이터 또한 기대치를 밑돌아, 4분기 BR과 SBR 스프레드를 각각 23%, 16% 하향한다. 또한, 한 때 고마진을 누렸던 엔지니어링 플라스틱의 경우, 부타디엔, SM 등의 원재료 가격 폭등으로 마진이 20~30% 이상 악화된 것으로 추정된다. 4분기 PE, MEG, SM 등의 범용 플라스틱 마진 또한 기존 전망 대비 2~17% 하향한다.

상대적으로 낮은 실적 가시성

전자소재 부문의 연말 비용 발생, 팜한농의 계절적 수요 비수기를 감안해 4분기 추정 영업이익을 각각 60억, 150억원 하향 조정한다. 전자소재 부문의 경우 TFT-LCD 출하량 성장세가 둔화되고, 중국 정부의 한국산 배터리에 대한 보조금 배제로 인해 실적 가시성이 매우 낮은 상황이다.

상승여력은 제한적

주가의 주요 상승동력인 리튬이온 배터리, 디스플레이 소재 및 바이오 사업의 불확실성이 존재하는 가운데, 화학 시장 호조세는 이미 주가에 반영된 것으로 판단해 LG화학에 대한 중립 의견을 유지한다. SotP 밸류에이션 기준 적정주가는 248,947원으로 상승여력은 제한적이다. 각 사업부별로 global peer들의 EV/EBITDA 평균을 산출해 멀티플을 적용했다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	22,578	1,311	868	11,798	(31.5)	2,461	15.3	5.8	1.1	7.3	2.2
2015A	20,207	1,824	1,153	15,674	32.9	3,080	21.0	7.7	1.9	9.2	1.4
2016F	20,696	1,992	1,338	18,203	16.1	3,322	14.3	5.8	1.4	10.0	1.7
2017F	23,598	2,858	2,076	26,528	45.7	4,218	10.2	4.7	1.4	14.1	1.7
2018F	25,827	3,573	2,642	33,755	27.2	4,930	8.0	3.5	1.2	15.6	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

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	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F
매출액	4,874	5,219	5,054	5,548	5,370	5,722	6,238	6,268	20,696	23,598
영업이익	458	612	460	462	513	647	883	815	1,992	2,858
영업이익률 (%)	9.4	11.7	9.1	8.3	9.6	11.3	14.2	13.0	9.6	12.1
순이익	340	377	296	326	365	467	647	597	1,338	2,076
증가율 (% YoY)										
매출액	(0.8)	2.9	(2.4)	10.1	10.2	9.6	23.4	13.0	2.4	14.0
영업이익	26.5	8.7	(15.8)	31.2	12.0	5.7	92.0	76.5	9.2	43.5
순이익	39.9	7.9	(15.6)	55.1	7.4	24.0	118.8	82.9	16.1	55.1
증가율 (% QoQ)										
매출액	(3.3)	7.1	(3.2)	9.8	(3.2)	6.6	9.0	0.5		
영업이익	30.0	33.8	(24.9)	0.4	11.1	26.2	36.5	(7.7)		
순이익	61.5	10.9	(21.6)	10.3	11.9	28.1	38.4	(7.8)		
컨센서스 추정 영업이익				481	587	625	580	544	2,004	2,277
차이 (%)				(4.0)	(12.7)	3.5	52.3	49.9	(0.6)	25.5
KIS 추정 영업이익 변화 (%)				(31.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	(9.7)	0.0

자료: 한국투자증권

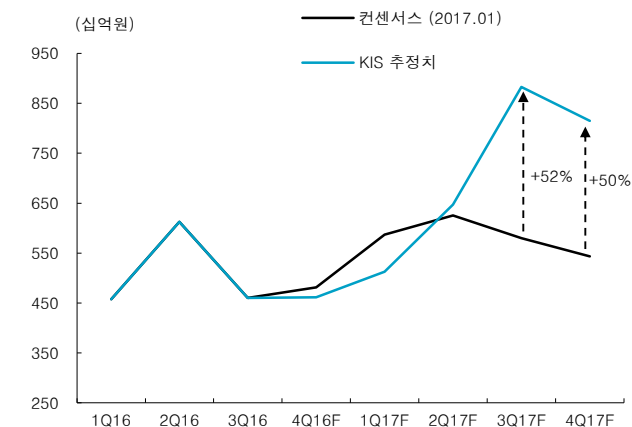
<표 2> 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F
매출액	4,874	5,219	5,054	5,548	5,370	5,722	6,238	6,268	20,696	23,598
화학	3,512	3,653	3,525	3,936	3,870	4,180	4,610	4,540	14,626	17,200
NCC/PO	1,156	1,221	1,131	1,223	1,201	1,343	1,527	1,510	4,731	5,582
PVC	489	508	496	572	528	566	664	617	2,065	2,376
ABS/EP	1,175	1,219	1,171	1,348	1,306	1,374	1,484	1,451	4,913	5,615
아크릴/SAP	345	331	357	400	382	461	491	515	1,434	1,850
고무/특수수지	347	374	370	393	452	435	444	446	1,483	1,777
정보전자소재	627	650	641	650	578	603	648	678	2,568	2,507
LiB	814	809	879	956	915	935	980	1,049	3,458	3,879
영업이익	458	612	460	462	513	647	883	815	1,992	2,858
화학	466	649	517	521	523	651	837	764	2,154	2,775
정보전자소재	(8)	(15)	(16)	(15)	(10)	(4)	2	3	(54)	(9)
LiB	(0)	(31)	(14)	(8)	(2)	(1)	50	54	(54)	101
영업이익률 (%)	9.4	11.7	9.1	8.3	9.6	11.3	14.2	13.0	9.6	12.1
화학	13.3	17.8	14.7	13.2	13.5	15.6	18.2	16.8	14.7	16.1
정보전자소재	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(2.3)	(1.8)	(0.7)	0.4	0.5	(2.1)	(0.4)
LiB	(0.0)	(3.9)	(1.6)	(0.8)	(0.2)	(0.1)	5.1	5.1	(1.5)	2.6

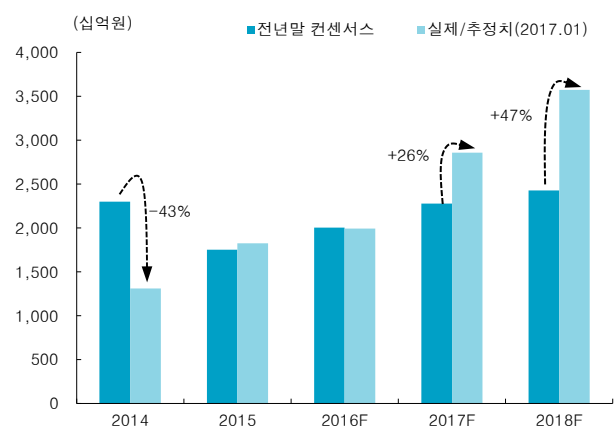
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기 영업이익 컨센서스 vs. 한국투자증권 추정치



자료: 한국투자증권

[그림 2] 연간 영업이익 컨센서스 vs. 한국투자증권 추정치



주: 2016~18F 전년말 컨센서스(진한 파랑) 숫자의 경우 현재 컨센서스를 의미

자료: 한국투자증권

<표 3> LG화학: SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치		18,365
- 석유화학	2017 수정 EV/EBITDA 3.5x	12,481
- 디스플레이 소재	2017 수정 EV/EBITDA 5.9x	1,535
- 배터리	2017 수정 EV/EBITDA 8.9x	3,562
- 바이오	2017 수정 EV/EBITDA 9.7x	786
투자유가증권		284
총자산가치		18,649
순부채(지급보증 포함)		973
총 순자산가치		17,675
비지배주주 지분		102
발행주식수(천주)		70,592
적정주가(원)		248,947

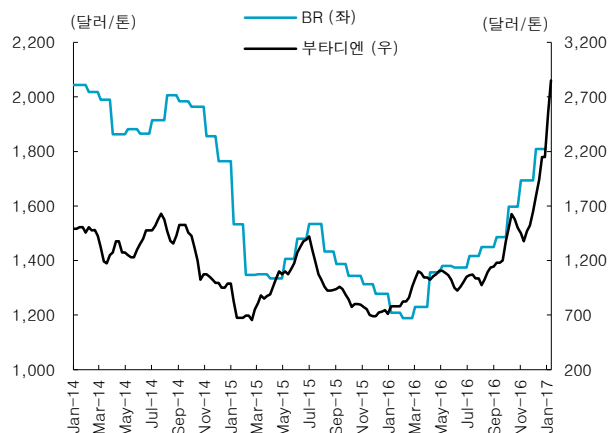
자료: 한국투자증권

<표 4> LG화학 글로벌 경쟁업체의 2017년 EV/EBITDA

디스플레이 소재 업체		LiB 업체		바이오 업체	
Nitto Denko	8.9	GS Yuasa	5.3	Amgen Inc	9.6
Chimei Innolux	2.9	Panasonic	4.6	Gilead Sciences	5.2
Sumitomo Chem	5.7	Samsung SDI	1.4	Celgene Corp	12.4
LG Chem	4.7	BYD	9.9	Biogen Inc	10.0
Hitachi Chem	5.9	LG Chem	4.7	Abbott Labs	11.2
JSR	7.9	Hitachi	5.0		
Corning	7.2	Tesla Motor	31.8		
Asahi Glass	5.1				
NEG	4.9				
평균	5.9		8.9		9.7

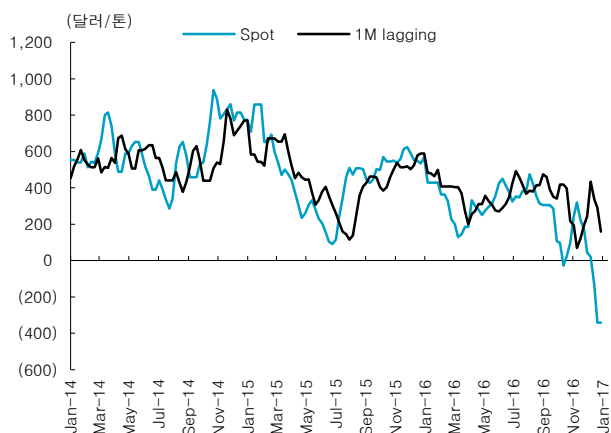
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 3] 부타디엔, BR 가격 추이



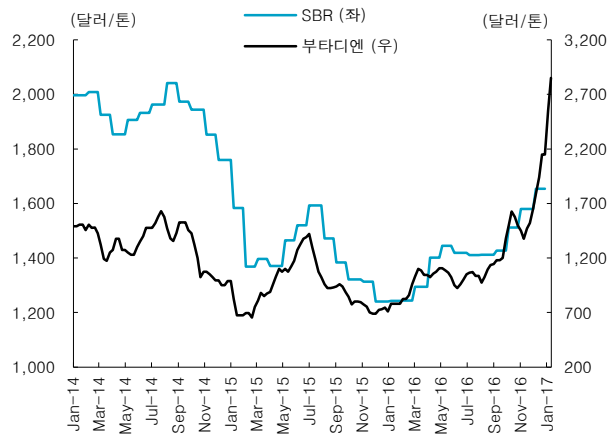
자료: 씨스캠, KITA, 한국투자증권

[그림 4] BR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



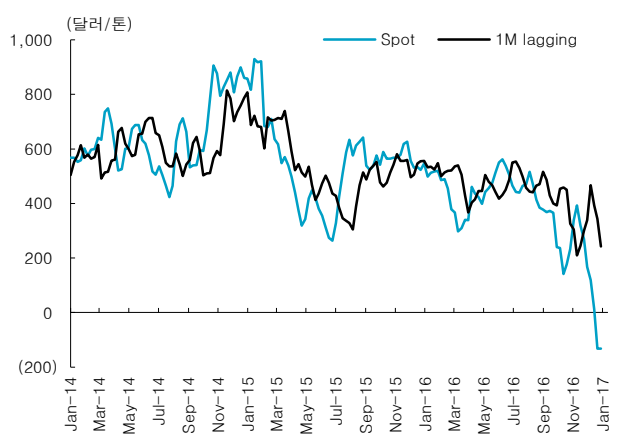
자료: 씨스캠, KITA, 한국투자증권

[그림 5] 부타디엔, SBR 가격 추이



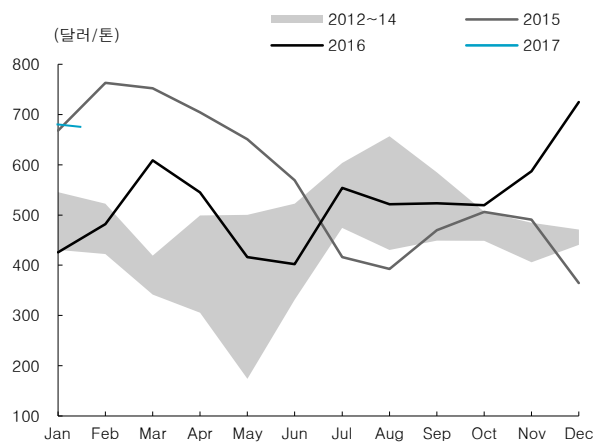
자료: 씨스캠, KITA, 한국투자증권

[그림 6] SBR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



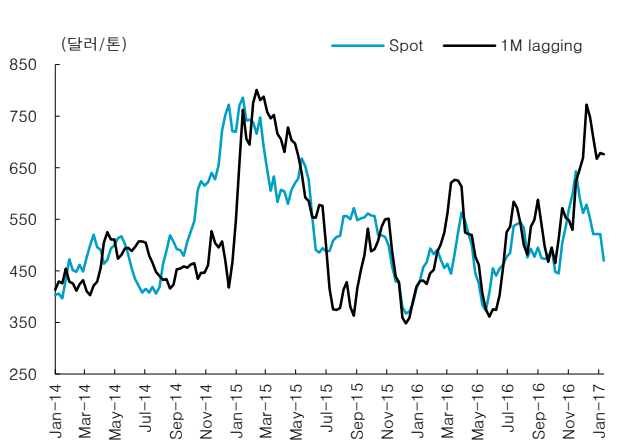
자료: 씨스캠, KITA, 한국투자증권

[그림 7] ABS 월 평균 스프레드 - 1개월 후행



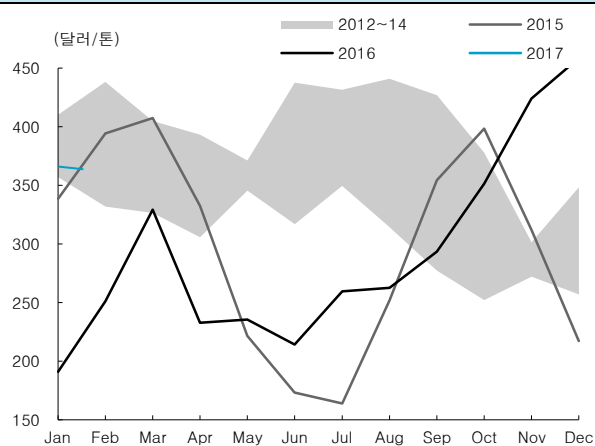
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 8] ABS 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



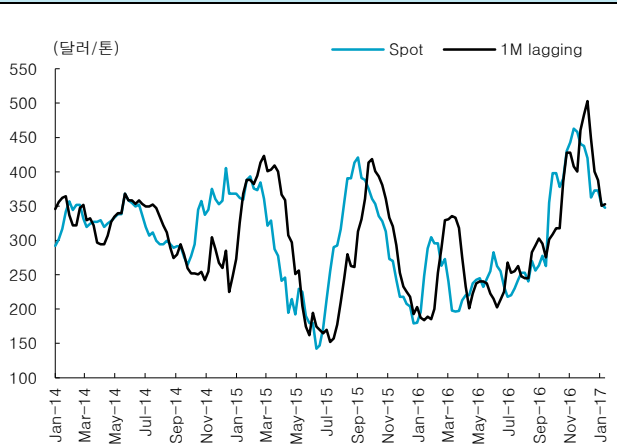
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 9] PVC 월 평균 스프레드 - 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 10] PVC 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	8,147	8,656	10,129	11,713	14,422
현금성자산	988	1,705	1,990	2,705	4,973
매출채권및기타채권	3,376	3,399	3,501	3,953	4,167
재고자산	2,711	2,339	3,020	3,226	3,353
비유동자산	9,981	9,923	10,779	10,833	10,888
투자자산	523	331	368	375	381
유형자산	8,700	8,867	9,304	9,386	9,467
무형자산	525	502	752	718	686
자산총계	18,128	18,579	20,908	22,546	25,310
유동부채	4,809	4,799	5,869	5,583	5,706
매입채무및기타채무	2,449	2,243	2,601	2,773	2,860
단기차입금및단기사채	1,750	1,840	2,287	2,287	2,287
유동성장기부채	456	306	557	35	21
비유동부채	1,053	676	1,041	1,219	1,219
사채	299	200	402	402	402
장기차입금및금융부채	428	308	271	483	517
부채총계	5,862	5,475	6,910	6,803	6,925
지배주주지분	12,140	12,991	13,884	15,608	18,220
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	12,540	14,264	16,556
비지배주주지분	126	112	114	135	165
자본총계	12,266	13,104	13,998	15,743	18,385

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	1,994	3,172	1,950	2,942	3,817
당기순이익	854	1,149	1,340	2,097	2,669
유형자산감가상각비	1,118	1,215	1,277	1,305	1,305
무형자산상각비	33	41	53	55	52
자산부채변동	(167)	208	(912)	(495)	(199)
기타	156	559	192	(20)	(10)
투자활동현금흐름	(1,991)	(1,698)	(2,200)	(1,552)	(1,196)
유형자산투자	(1,411)	(1,633)	(1,878)	(1,550)	(1,550)
유형자산매각	11	164	164	164	164
투자자산순증	(42)	(10)	(157)	(1)	321
무형자산순증	(50)	(59)	(304)	(20)	(20)
기타	(499)	(160)	(25)	(145)	(111)
재무활동현금흐름	(438)	(757)	534	(676)	(353)
자본의증가	16	4	0	0	0
차입금의순증	(153)	(452)	867	(304)	25
배당금지급	(300)	(309)	(331)	(331)	(351)
기타	(1)	0	(2)	(41)	(27)
기타현금흐름	23	0	0	0	0
현금의증가	(411)	717	285	715	2,268

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

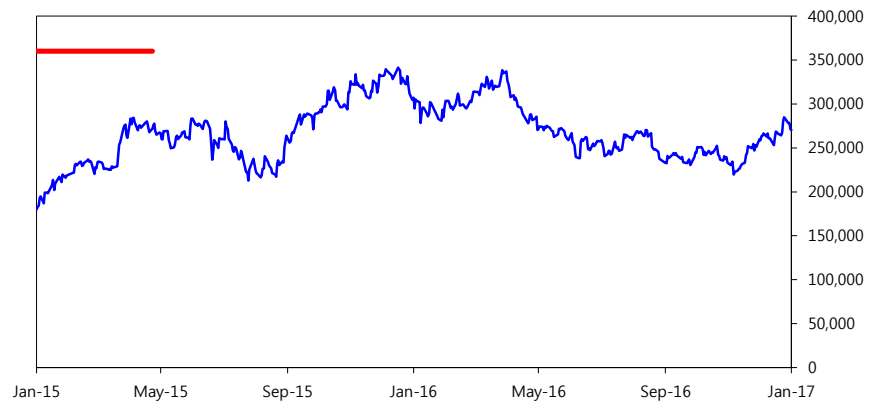
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	22,578	20,207	20,696	23,598	25,827
매출원가	19,574	16,541	16,653	18,471	19,803
매출총이익	3,004	3,666	4,043	5,127	6,023
판매관리비	1,693	1,842	2,051	2,269	2,451
영업이익	1,311	1,824	1,992	2,858	3,573
금융수익	127	152	401	52	81
이자수익	45	38	41	45	74
금융비용	169	234	499	87	82
이자비용	79	58	76	79	75
기타영업외손익	(129)	(202)	(157)	(89)	(89)
관계기업관련손익	20	11	(5)	6	7
세전계속사업이익	1,160	1,550	1,732	2,741	3,489
법인세비용	306	401	392	644	820
연결당기순이익	854	1,149	1,340	2,097	2,669
지배주주지분순이익	868	1,153	1,338	2,076	2,642
기타포괄이익	(29)	(4)	(114)	(1)	324
총포괄이익	825	1,144	1,226	2,096	2,993
지배주주지분포괄이익	838	1,147	1,224	2,075	2,963
EBITDA	2,461	3,080	3,322	4,218	4,930

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	11,798	15,674	18,203	26,528	33,755
BPS	164,485	176,007	188,091	199,583	232,953
DPS	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(2.4)	(10.5)	2.4	14.0	9.4
영업이익증가율	(24.8)	39.1	9.2	43.5	25.0
순이익증가율	(31.4)	32.8	16.1	55.1	27.3
EPS증가율	(31.5)	32.9	16.1	45.7	27.2
EBITDA증가율	(11.7)	25.1	7.9	27.0	16.9
수익성(%)					
영업이익률	5.8	9.0	9.6	12.1	13.8
순이익률	3.8	5.7	6.5	8.8	10.2
EBITDA Margin	10.9	15.2	16.1	17.9	19.1
ROA	4.8	6.3	6.8	9.7	11.2
ROE	7.3	9.2	10.0	14.1	15.6
배당수익률	2.2	1.4	1.7	1.7	1.7
배당성향	33.9	28.7	24.8	16.9	13.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,164	(47)	511	(769)	(3,161)
차입금/자본총계비율(%)	23.9	20.3	25.2	19.7	16.8
Valuation(X)					
PER	15.3	21.0	14.3	10.2	8.0
PBR	1.1	1.9	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.8	7.7	5.8	4.7	3.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 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 배주자는 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.