

LG화학(051910)

Above

In line

Below

종립(유지)

분기 실적은 2분기가 peak

Stock Data

KOSPI(7/19)	2,430
주가(7/19)	318,500
시가총액(십억원)	22,484
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	326,500/219,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	73,205
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.3/37.8
주요주주(%)	LG 외 4인 33.4
	국민연금 8.2

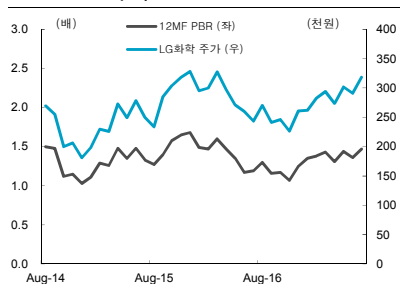
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	15.0	11.6	12.0
PBR(x)	1.4	1.5	1.3
ROE(%)	9.5	13.8	11.7
DY(%)	1.9	1.6	1.6
EV/EBITDA(x)	5.8	5.5	5.3
EPS(원)	17,417	27,345	26,452
BPS(원)	188,807	213,171	239,019

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.2	17.7	23.0
상대주가(%p)	11.7	0.5	2.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new: 어닝 서프라이즈

LG화학의 2분기 영업이익은 7,269억원으로 전분기 대비 9% 감소해, 우리 추정치와 컨센서스를 각각 16%, 6% 상회했다. 2분기 영업이익의 94%를 차지한 석유화학부문의 실적이 좋았던 것이 어닝 서프라이즈를 이끌었다. 배터리부문의 경우 1분기 영업적자에서 2분기 흑자전환에 성공했다(영업이익률 -1.0%에서 0.7%로 개선). 그러나 전사 영업이익에서 차지하는 비중이 여전히 미미하고, 자동차전지의 경우 적자를 이어갔다. 2분기 순이익은 추정치와 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 외화평가이익이 발생했고, 유효법인세율도 19%로 낮게 적용됐기 때문이다.

Positives: 다운스트림 호조로 화학부문 이익은 양호

2분기 석유화학부문의 영업이익은 전분기 대비 소폭(-7%) 줄었다. 업스트림 스프레드가 전분기 대비 크게 축소됐음에도 불구하고 영업이익은 추정치를 21% 상회했다. 6월 합성고무, ABS, PVC 등 다운스트림 스프레드가 대폭 개선되면서 석유화학부문의 호실적을 이끌었다. LG화학은 컨퍼런스콜을 통해 3분기 업스트림 약세에도 불구하고, ABS, PVC 마진이 높게 유지되며 화학부문은 견조한 이익 수준을 이어갈 것이라고 전망했다. 그러나 중국을 중심으로 재고축적과 함께 상대적으로 비싼 원재료들의 재고확보가 이뤄져, 다운스트림 제품들의 마진은 이미 5년내 고점에 도달했다. 다운스트림 스프레드의 기술적 반등은 거의 마무리된 것으로 보이며, 합성고무 등 공급과잉 영향으로 향후 스프레드는 축소될 가능성이 높다.

Negatives: 석유화학 외 사업부 이익은 전분기 대비 전반적으로 감소

석유화학을 제외한 나머지 사업부들의 합산 영업이익은 630여억원으로 전분기 대비 30% 줄었다. 2분기 배터리부문이 흑자전환에 성공했지만, 팜한농의 경우 비수기로 이익이 줄었기 때문이다. 하반기 배터리와 정보전자소재 부문 이익은 양호한 수준을 이어갈 것으로 예상된다. 그러나 팜한농의 적자전환 가능성과 바이오 부문의 R&D 비용 증가를 감안할 때, 화학부문 외 사업부들의 합산 영업이익은 상반기 대비 줄어든 전망이다.

결론: 하반기 이익은 상반기 대비 줄어든 것

2분기 실적을 반영해 2017년 영업이익 추정치를 8% 상향했다. 그러나 밸류에이션은 여전히 고평가 상태로 중립 의견을 유지하며, 차익 실현할 것을 추천한다. 1) 분기 실적은 2분기가 정점이고, 2) 다운스트림 마진은 향후 축소될 것이며, 3) 8월 바이오사업의 capex 계획 또한 발표가 예정돼 향후 주가에 부담으로 작용할 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	6,141	6,382	3.9	6,177	(1.6)	22.3	25,906	24,812
영업이익	629	727	15.6	686	(8.8)	18.7	2,891	2,707
영업이익률	10.2	11.4	1.2pt	11.1	(0.9)	(0.3)	11.2	10.9
세전이익	591	730	23.4	629	4.5	45.9	2,726	2,483
순이익	445	577	29.7	477	8.6	53.1	2,091	1,870

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	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	4,874	5,219	5,054	5,512	6,487	6,382	6,599	6,438	20,659	25,906	27,480
영업이익	458	612	460	462	797	727	713	652	1,992	2,891	2,787
영업이익률 (%)	9.4	11.7	9.1	8.4	12.3	11.4	10.8	10.1	9.6	11.2	10.1
순이익	340	377	296	269	531	577	514	469	1,281	2,091	2,023
증가율 (% YoY)											
매출액	(0.8)	2.9	(2.4)	9.3	33.1	22.3	30.6	16.8	2.2	25.4	6.1
영업이익	26.5	8.7	(15.8)	31.2	74.1	18.7	55.0	41.2	9.2	45.2	(3.6)
순이익	39.9	7.9	(15.6)	27.8	56.4	53.1	73.8	74.5	11.1	63.2	(3.3)
증가율 (% QoQ)											
매출액	(3.3)	7.1	(3.2)	9.1	17.7	(1.6)	3.4	(2.4)			
영업이익	30.0	33.8	(24.9)	0.4	72.6	(8.8)	(1.9)	(8.5)			
순이익	61.5	10.9	(21.6)	(9.0)	97.7	8.6	(11.0)	(8.7)			
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)							671	576		2,707	2,764
							6.2	13.1		6.8	0.8
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							5.2	11.3		7.5	(4.4)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 LG화학: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	4,874	5,219	5,054	5,512	6,487	6,382	6,599	6,438	20,659	25,906	27,480
화학	3,512	3,653	3,525	3,758	4,495	4,319	4,408	4,253	14,447	17,476	18,002
NCC/PO	1,156	1,221	1,131	1,161	1,362	1,291	1,440	1,420	4,669	5,512	5,926
PVC	489	508	496	542	588	572	632	601	2,035	2,393	2,556
ABS/EP	1,175	1,219	1,171	1,256	1,548	1,491	1,512	1,380	4,821	5,931	5,970
아크릴/SAP	345	331	357	391	435	427	395	409	1,424	1,665	1,666
고무/특수수지	347	374	370	408	563	537	430	444	1,499	1,974	1,883
정보전자소재	627	650	641	739	726	747	763	832	2,656	3,069	2,985
LiB	814	809	879	1,029	999	1,120	1,224	1,154	3,532	4,498	5,648
영업이익	458	612	460	462	797	727	713	652	1,992	2,891	2,787
화학	466	649	517	506	735	686	672	630	2,139	2,722	2,568
정보전자소재	(8)	(15)	(16)	(16)	29	23	30	13	(55)	96	62
LiB	(0)	(31)	(14)	(4)	(10)	8	11	9	(49)	17	87
영업이익률 (%)	9.4	11.7	9.1	8.4	12.3	11.4	10.8	10.1	9.6	11.2	10.1
화학	13.3	17.8	14.7	13.5	16.3	15.9	15.2	14.8	14.8	15.6	14.3
정보전자소재	(1.3)	(2.2)	(2.5)	(2.2)	4.0	3.1	3.9	1.6	(2.1)	3.1	2.1
LiB	(0.0)	(3.9)	(1.6)	(0.4)	(1.0)	0.7	0.9	0.8	(1.4)	0.4	1.5

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 LG화학: SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	가정	
사업가치		17,992
- 석유화학	FY17 수정 EV/EBITDA 3.5x	12,263
- 디스플레이 소재	FY17 수정 EV/EBITDA 6.3x	2,293
- 배터리	FY17 수정 EV/EBITDA 7.4x	2,322
- 바이오	FY17 수정 EV/EBITDA 11.3x	968
투자유가증권		264
총자산가치		18,256
순부채 (payment guarantee 포함)		635
비지배주주 지분		17,621
순자산가치		102
발행주식수 (천 주)		70,592
적정주가 (원)		248,178

주: 배터리부문 밸류에이션에 적용한 EV/EBITDA 7.4배는 Tesla, Johnson Cntl 제외된 global peer 평균 값

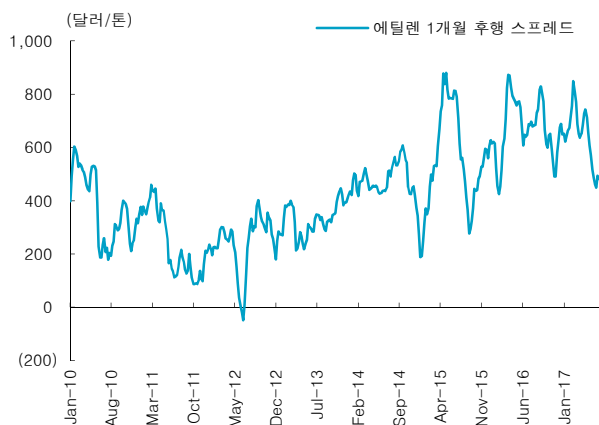
자료: 한국투자증권

<표 4> LG화학 글로벌 경쟁업체의 2017년 EV/EBITDA

디스플레이 소재 업체		LIB 업체		바이오 업체	
Nitto Denko	9.0	GS Yuasa	5.5	Amgen Inc	12.0
Chimei Innolux	1.9	Panasonic	5.7	Gilead Sciences	6.6
Sumitomo Chem	5.3	Samsung SDI	12.4	Celgene Corp	13.7
LG Chem	5.7	BYD	12.0	Biogen Inc	10.0
Hitachi Chem	6.9	LG Chem	5.7	Abbott Labs	14.1
JSR	6.9	Hitachi	3.2		
Corning	9.0	Johnson Cntl	23.6		
Asahi Glass	5.6	Tesla Motor	67.6		
NEG	6.6				
평균	6.3	17.0		11.3	

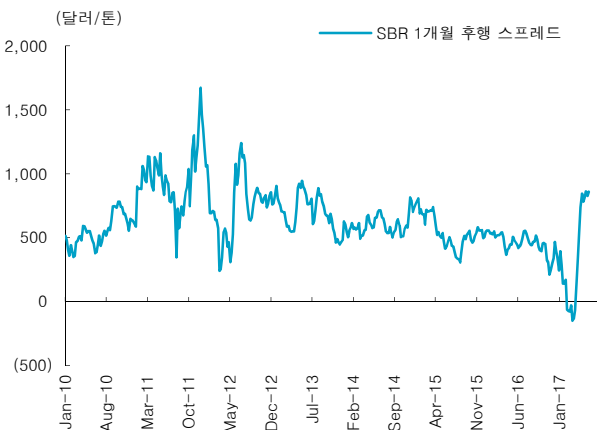
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 1개월 후행 스프레드



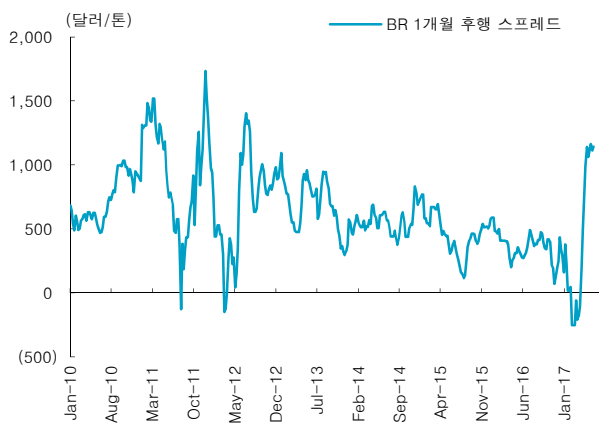
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 2] SBR 1개월 후행 스프레드



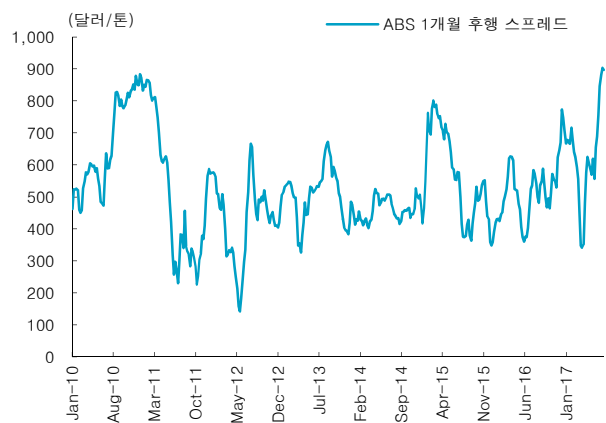
자료: KITA, 씨스캠, 한국투자증권

[그림 3] BR 1개월 후행 스프레드



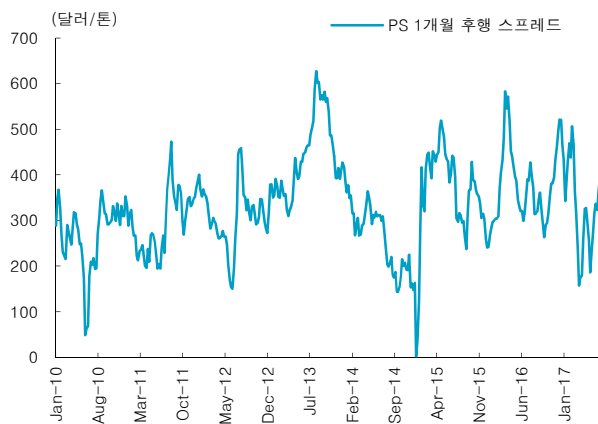
자료: KITA, 씨스캠, 한국투자증권

[그림 4] ABS 1개월 후행 스프레드



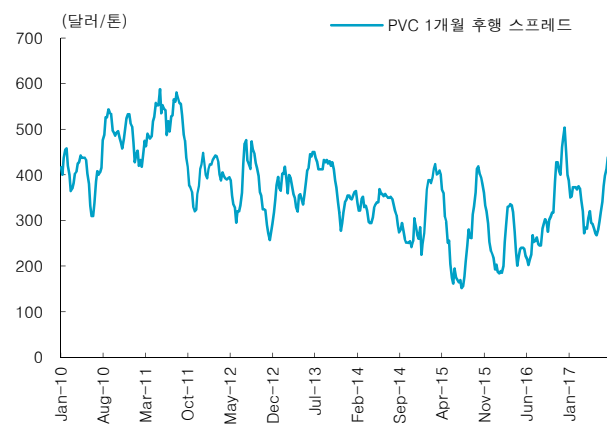
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 5] PS 1개월 후행 스프레드



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 6] PVC 1개월 후행 스프레드



자료: 씨스캠, 한국투자증권

〈표 5〉 석유화학 업체 global peer

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2015	2016	2017F
LG화학	20,089	15.0	11.6	12.0	11.1	57.0	(3.3)	1.4	1.5	1.3	9.5	13.8	11.7	1.9	1.6	1.6
롯데케미칼	10,893	6.8	5.9	4.9	85.0	10.4	22.2	1.4	1.1	0.9	21.7	20.0	20.3	1.1	1.1	1.1
금호석유	1,975	31.3	15.6	16.0	(38.5)	78.5	(2.8)	1.7	1.4	1.3	4.6	7.7	7.0	1.0	1.1	1.1
평균		17.7	11.1	11.0	19.2	48.6	5.4	1.5	1.3	1.2	12.0	13.8	13.0	1.3	1.3	1.3
해외																
BASF	86,376	20.0	14.1	13.9	1.8	30.9	1.8	2.6	2.2	2.1	12.9	15.7	15.7	3.7	3.8	4.0
Dow	80,327	15.3	16.2	14.9	(44.7)	13.4	9.3	2.7	3.0	2.8	16.7	18.1	19.0	2.8	3.0	3.1
Formosa Petro	32,751	14.1	15.7	18.2	60.0	(16.4)	(13.6)	3.5	3.2	3.2	26.3	19.3	17.0	5.7	0.0	4.2
Formosa Chem & Fibre	17,779	12.8	12.4	12.9	58.9	(1.3)	(3.8)	1.8	1.7	1.6	14.5	12.3	12.0	6.1	0.0	5.7
Eastman	12,407	11.1	11.4	10.5	1.6	28.9	8.1	2.4	2.5	2.3	20.2	22.7	22.1	2.3	2.4	2.6
Mitsubishi Chem	13,312	7.0	9.3	10.0	(15.3)	202.1	(6.3)	0.9	1.3	1.2	5.3	16.6	12.7	2.0	1.8	2.5
PTT Global Chem	9,256	11.0	9.9	9.5	26.2	23.0	3.5	1.1	1.2	1.1	10.7	12.3	12.0	4.1	4.8	4.9
Mitsui Chemicals	5,719	16.3	10.8	9.7	0.3	1.5	11.2	1.0	1.5	1.3	5.8	14.7	14.2	2.2	1.9	2.6
Hanwha Chemical	4,827	5.4	6.3	6.7	299.0	14.2	(7.3)	0.8	0.9	0.8	15.1	15.2	12.3	1.1	1.1	1.1
TSRC	973	27.6	18.3	12.6	87.5	63.1	45.6	1.8	1.8	1.7	6.3	9.4	12.8	3.0	0.0	6.0
평균		14.1	12.4	11.9	47.5	35.9	4.9	1.8	1.9	1.8	13.4	15.6	15.0	3.3	1.9	3.7

주: 2017년 7월 19일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	8,656	9,227	10,925	12,874	14,983
현금성자산	1,705	1,474	2,746	4,113	5,773
매출채권및기타채권	3,399	3,759	3,931	4,226	4,441
재고자산	2,339	2,965	3,309	3,526	3,709
비유동자산	9,923	11,260	12,774	13,111	13,448
투자자산	331	349	352	366	380
유형자산	8,867	9,680	10,241	10,567	10,894
무형자산	502	832	1,774	1,770	1,767
자산총계	18,579	20,487	23,699	25,985	28,431
유동부채	4,799	5,447	5,869	6,131	6,332
매입채무및기타채무	2,243	2,888	2,822	3,007	3,163
단기차입금및단기사채	1,840	1,634	1,801	1,801	1,801
유동성장기부채	311	579	35	21	0
비유동부채	676	989	1,365	1,365	1,365
사채	200	40	381	381	381
장기차입금및금융부채	308	638	587	584	580
부채총계	5,475	6,436	7,234	7,496	7,697
지배주주지분	12,991	13,937	16,332	18,356	20,601
자본금	370	370	391	391	391
자본잉여금	1,158	1,158	2,274	2,274	2,274
기타자본	(16)	(16)	(355)	(355)	(355)
이익잉여금	11,533	12,463	14,181	16,204	18,449
비지배주주지분	112	114	133	133	133
자본총계	13,104	14,051	16,466	18,489	20,735

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,172	2,517	3,962	3,120	3,410
당기순이익	1,149	1,281	2,131	2,044	2,268
유형자산감가상각비	1,215	1,282	1,321	1,321	1,321
무형자산상각비	41	54	22	24	24
자산부채변동	161	(382)	395	(259)	(193)
기타	606	282	93	(10)	(10)
투자활동현금흐름	(1,698)	(1,737)	(2,990)	(1,715)	(1,701)
유형자산투자	(1,633)	(1,399)	(1,882)	(1,648)	(1,648)
유형자산매각	164	18	0	0	0
투자자산순증	(10)	3	(112)	0	0
무형자산순증	(59)	(74)	(964)	(20)	(20)
기타	(160)	(285)	(32)	(47)	(33)
재무활동현금흐름	(757)	(1,007)	299	(38)	(48)
자본의증가	4	13	1,139	0	0
차입금의순증	(452)	(674)	(87)	(18)	(25)
배당금지급	(309)	(346)	(368)	(383)	(383)
기타	0	0	(385)	363	360
기타현금흐름	0	(3)	0	0	0
현금의증가	717	(231)	1,272	1,367	1,660

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

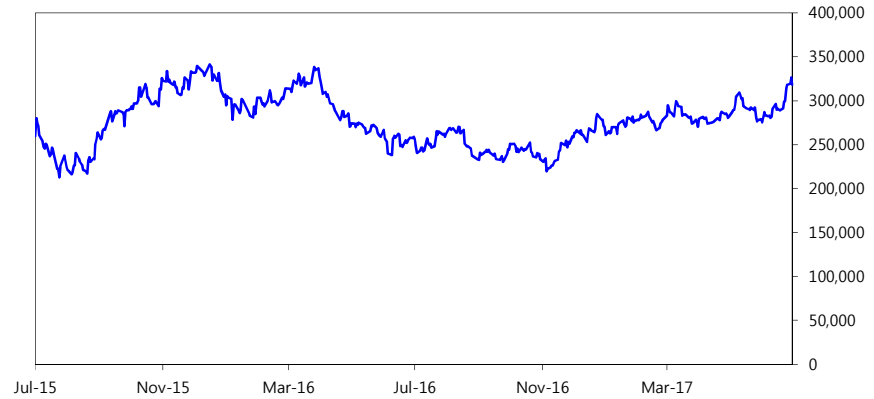
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	20,207	20,659	25,906	27,480	28,586
매출원가	16,541	16,595	20,536	22,082	22,818
매출총이익	3,666	4,064	5,370	5,397	5,768
판매관리비	1,842	2,072	2,479	2,611	2,717
영업이익	1,824	1,992	2,891	2,787	3,051
금융수익	152	180	205	63	91
이자수익	38	40	39	61	89
금융비용	234	300	306	107	106
이자비용	58	77	106	100	100
기타영업외손익	(202)	(208)	(78)	(85)	(85)
관계기업관련손익	11	(4)	13	14	14
세전계속사업이익	1,550	1,660	2,726	2,672	2,965
법인세비용	401	379	595	628	697
연결당기순이익	1,149	1,281	2,131	2,044	2,268
지배주주지분순이익	1,153	1,281	2,091	2,023	2,245
기타포괄이익	(4)	(6)	(124)	0	0
총포괄이익	1,144	1,275	2,007	2,044	2,268
지배주주지분포괄이익	1,147	1,278	1,969	2,023	2,245
EBITDA	3,080	3,329	4,235	4,132	4,396

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	15,674	17,417	27,345	26,452	29,355
BPS	176,007	188,807	213,171	239,019	267,702
DPS	4,500	5,000	5,000	5,000	5,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	(10.5)	2.2	25.4	6.1	4.0
영업이익증가율	39.1	9.2	45.2	(3.6)	9.5
순이익증가율	32.8	11.1	63.2	(3.3)	11.0
EPS증가율	32.9	11.1	57.0	(3.3)	11.0
EBITDA증가율	25.1	8.1	27.2	(2.4)	6.4
수익성(%)					
영업이익률	9.0	9.6	11.2	10.1	10.7
순이익률	5.7	6.2	8.1	7.4	7.9
EBITDA Margin	15.2	16.1	16.3	15.0	15.4
ROA	6.3	6.6	9.6	8.2	8.3
ROE	9.2	9.5	13.8	11.7	11.5
배당수익률	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6
배당성향	28.7	28.7	18.3	19.0	17.1
안정성					
순차입금(십억원)	(47)	662	(745)	(2,173)	(3,888)
차입금/자본총계비율(%)	20.3	20.6	16.9	14.9	13.2
Valuation(X)					
PER	21.0	15.0	11.6	12.0	10.8
PBR	1.9	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.7	5.8	5.5	5.3	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG 화학(051910)	2015.07.19	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	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.