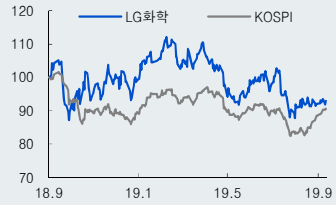
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

첨단화학소재/전기차배터리
Company Report
2019.9.25

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼460,000원
현재주가(19/09/24)	327,000원
상승여력	41%

영업이익(19F,십억원)	1,107
Consensus 영업이익(19F,십억원)	1,462
EPS 성장률(19F,%)	-60.7
MKT EPS 성장률(19F,%)	-28.0
P/E(19F,x)	44.3
MKT P/E(19F,x)	13.2
KOSPI	2,101.04
시가총액(십억원)	23,084
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	64.3
외국인 보유비중(%)	38.4
베타(12M) 일간수익률	1.25
52주 최저가(원)	307,000
52주 최고가(원)	394,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-13.8	-10.9
상대주가	-8.0	-10.3	-0.8



[첨단화학소재/전기차배터리]

박연주
02-3774-1755
yeonju.park@miraeasset.com

LG화학 (051910)

성장통

성장통, 3가지 악재

배터리 실적 개선 지연 전망: LG화학의 배터리 부문 실적 개선이 지연될 전망이다. 유럽 공장의 수율 개선이 늦어지면서 비용이 증가하고 매출 성장도 기대보다 부진한 것으로 추정된다. 유럽 공장은 급격하게 생산 설비를 늘리는 과정에서 숙련 인력 부족 등이 이슈가 되고 있으며 목표 수율에 도달하는 시점은 당초 기대했던 3분기 말이 아닌 20년 초가 될 전망이다.

ESS 화재 재발로 관련 매출도 기대보다 약할 전망: 정부 발표에도 불구하고 2건의 화재가 추가로 발생하면서 ESS 매출도 기대보다 약할 전망이다. 충당금도 추가적으로 발생할 수 있다. 19년 ESS 매출액은 당초 기대보다 약한 1조원 수준으로 추정되는데, 한국 시장 매출이 크게 부진한 반면 해외 시장 매출액은 전년대비 50% 수준 성장할 전망이다.

3분기 실적 컨센서스 크게 하회할 전망: 3분기 영업이익도 2,917억원으로 최근 낮아진 컨센서스를 크게 하회할 것으로 예상된다. 시황 부진으로 화학 부문 둔화 폭이 가장 큰 가운데 전기차 배터리도 적자가 지속되고 ESS 충당금 설정 가능성도 있기 때문이다. 4분기에도 전기차 배터리 부문의 실적 개선 지연으로 실적 추정치를 하향 조정하였다.

단기 조정 예상되나 구조적 문제는 아니라고 판단

전기차 배터리 실적 개선 지연은 아쉬운 부분: 배터리 실적 개선 시점이 지연된 점은 아쉬운 부분이다. 동 부문이 의미 있게 개선될 때까지 주가 상승 모멘텀이 약할 수 있기 때문이다.

그러나 시기의 문제일 뿐, 구조적인 문제는 아니라고 판단: 그럼에도 불구하고 해당 이슈가 구조적인 문제는 아니라고 판단된다. 배터리 수율 이슈는 동사의 자체 문제이고 시간이 지나면 해결될 수 있는 부분이다. 이로 인해 전기차 시장이 성장하지 못하거나, 전기차 배터리 마진이 구조적으로 좋아질 수 없다면 이는 확실히 부정적이다. 그러나 유럽 환경 규제로 전기차 시장 확대는 불가피하고, 이번 수율 이슈는 역설적으로 그만큼 배터리 제조 기술이 어려움을 시사한다. 후발 업체의 시장 진입은 더 쉽지 않을 것으로 예상된다. 무엇보다 배터리 업체가 적정한 마진을 확보할 수 없다면 대규모 투자도 어렵고 산업 자체가 성장할 수 없다는 점에서 배터리 업체의 실적 개선은 불가피할 것으로 예상된다.

기다릴 수 있다면…목표가 하향하나 Top Pick 유지: 불확실성을 반영, LG화학의 목표주가를 46만원으로 8% 하향 조정하지만 Top Pick 의견을 유지한다. 그러나 LG화학의 주가가 최근 배터리 모멘텀으로 상승한 부분이 별로 없고, 화학 부문 역시 스프레드가 역사적 저점이고 중국 부양책도 가시화되고 있어 시황이 바닥을 통과 중으로 판단된다. 이를 감안할 때 30만원 초반 주가에서의 주가 조정은 언더슈팅하는 수준으로 판단된다. 부정적 모멘텀은 9~10월 정도에 정점을 지나고 4분기 중후반으로 갈수록 추가 수주 등 모멘텀 회복이 기대된다. 20년부터는 배터리 부문 실적이 본격적으로 개선될 전망이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	20,659	25,698	28,183	30,741	39,751	46,630
영업이익 (십억원)	1,992	2,928	2,246	1,107	2,057	3,085
영업이익률 (%)	9.6	11.4	8.0	3.6	5.2	6.6
순이익 (십억원)	1,281	1,945	1,473	578	1,339	2,073
EPS (원)	17,336	24,854	18,812	7,387	17,109	26,477
ROE (%)	9.5	12.9	8.9	3.4	7.5	10.9
P/E (배)	15.1	16.3	18.4	44.3	19.1	12.4
P/B (배)	1.4	1.9	1.6	1.4	1.4	1.3
배당수익률 (%)	1.9	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. LG화학 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	전체	6,639.1	7,177.4	8,047.1	8,877.0	8,763.7	9,461.9	10,529.6	10,996.1	28,183.0	30,740.6	39,751.3
	화학	3,748.8	3,936.4	4,315.6	4,383.9	4,417.5	4,456.1	4,521.4	4,473.7	16,987.7	16,384.8	17,868.7
	첨단소재	1,233.9	1,253.5	1,159.2	1,209.2	1,139.2	1,189.2	1,189.2	1,239.2	4,712.7	4,855.7	4,756.7
	배터리	1,650.1	2,009.4	2,314.4	3,050.3	2,809.1	3,467.3	4,544.3	5,032.3	6,519.7	9,024.2	15,853.0
	생명과학	143.5	154.0	167.9	173.6	157.9	169.4	184.7	190.9	575.1	639.0	702.9
	팜한농	228.0	169.6	90.0	60.0	240.0	180.0	90.0	60.0	599.7	547.6	570.0
영업이익	전체	275.4	267.5	291.7	272.7	467.0	502.7	546.9	540.6	2,246.1	1,107.3	2,057.3
	화학	398.6	382.2	277.4	284.6	332.0	333.5	336.4	334.5	2,031.4	1,342.8	1,336.5
	첨단소재	3.5	19.0	4.4	-1.0	-1.0	1.6	10.8	1.6	71.3	26.0	13.0
	배터리	-147.9	-128.0	21.5	17.4	86.3	137.5	209.1	228.8	209.2	-237.0	661.7
	생명과학	11.8	10.9	3.4	1.7	4.7	5.1	5.5	5.7	49.5	27.8	21.1
	팜한농	38.2	9.1	-15.0	-30.0	45.0	25.0	-15.0	-30.0	15.3	2.3	25.0
세전이익		279.6	192.9	240.4	217.1	409.9	439.7	473.1	463.1	1,940.0	930.0	1,785.8
순이익(지배)		194.5	68.1	165.9	149.8	307.4	329.8	354.8	347.3	1,472.6	578.2	1,339.3

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

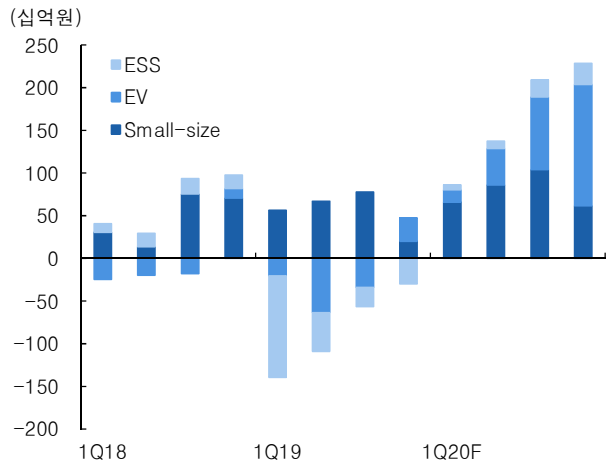
표 2. LG화학 목표주가 산정 내역

(십억원, 백만주, 원, %)

		19F EBITDA	목표 EV/EBITDA(x)	미래가치	
영업가치	화학	1,902.8	5.0	9,513.9	매크로 불확실성 감안해 시장 평균 대비 할인
	첨단소재	235.0	5.0	1,174.8	제한적 성장성 감안 시장 평균 대비 할인
	배터리(소형)	531.0	6.0	3,186.1	성장성 감안해 시장 평균 대비 할증
	배터리(EV)			22,726.3	2023년 예상 EBITDA에 5배
	배터리(ESS)			950.0	2020년 예상 EBITDA에 5배
	Green Bio			420.0	인수 가격
	Red Bio			1,100.0	16년 평균 시가 총액
	합계			39,071.2	
순부채				5,832.0	2Q19
우선주 시가총액				1,387.0	
기업가치				31,852.2	
주식수				69.4	합병 후 주식수
목표주가				458,965.5	

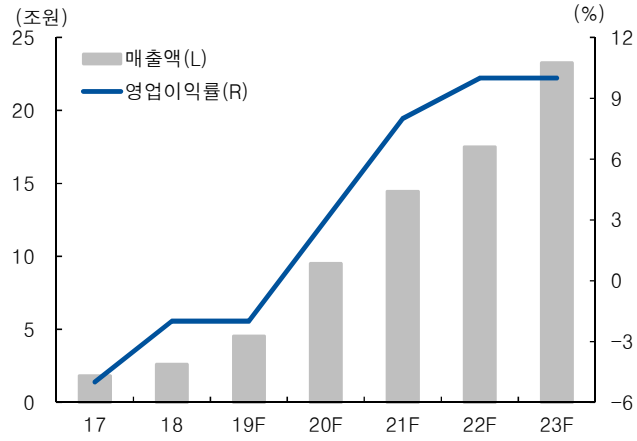
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. LG화학 배터리 부문 영업이익 추정



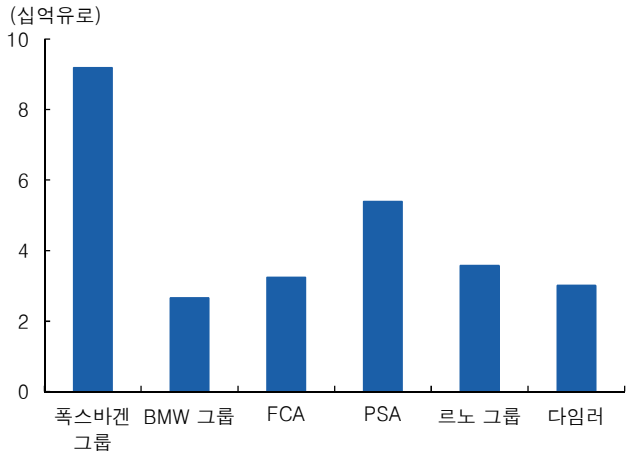
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. LG화학 전기차 배터리 부문 실적 추정



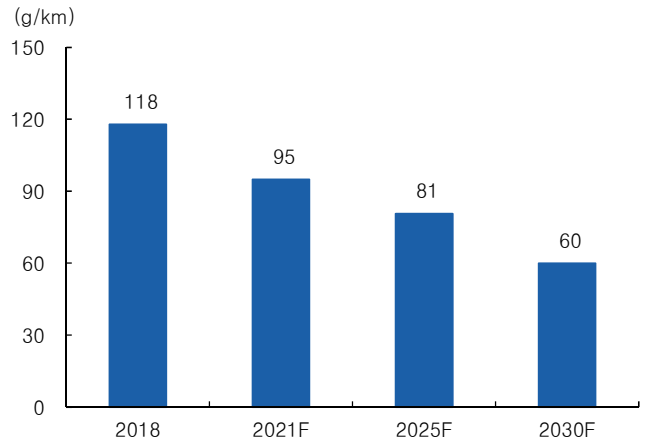
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 현 상태가 지속될 경우 유럽 자동차 업체들의 벌금 추정



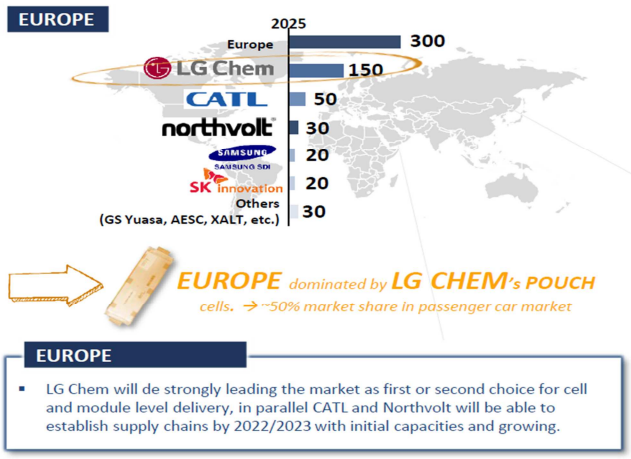
자료: JATO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 유럽 CO2 배출 규제



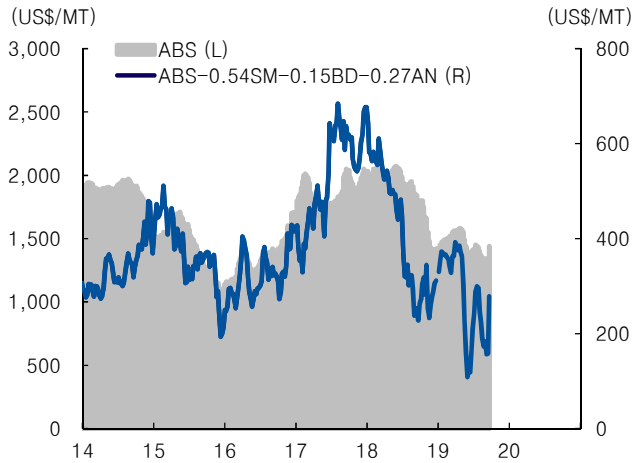
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 2025년 유럽 배터리 공급 업체 추정



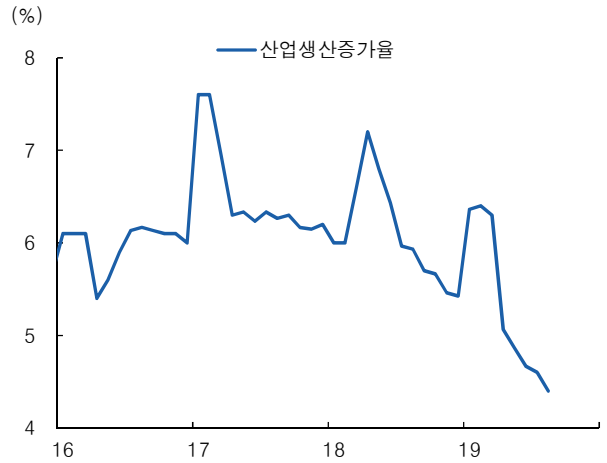
자료: P3, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. ABS 스프레드 추이



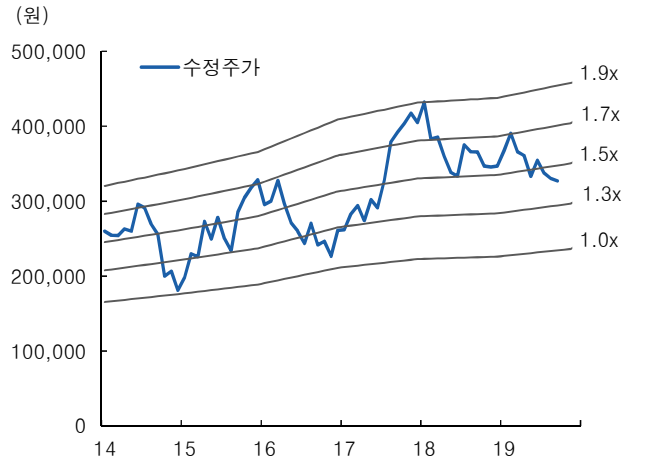
자료: 씨스켐, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 중국 산업 생산 증가율 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. LG화학 PBR 밴드 차트 추이



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

LG화학 (051910)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	**28,183**	**30,741**	**39,751**	**46,630**
매출원가	**22,837**	**26,217**	**34,278**	**40,129**
매출총이익	**5,346**	**4,524**	**5,473**	**6,501**
판매비와관리비	**3,100**	**3,416**	**3,416**	**3,416**
조정영업이익	**2,246**	**1,107**	**2,057**	**3,085**
영업이익	**2,246**	**1,107**	**2,057**	**3,085**
비영업손익	**-306**	**-177**	**-271**	**-321**
금융손익	-88	-177	-272	-321
관계기업등 투자손익	5	10	0	0
세전계속사업손익	1,940	930	1,786	2,764
계속사업법인세비용	421	291	446	691
계속사업이익	1,519	639	1,339	2,073
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,519**	**639**	**1,339**	**2,073**
지배주주	1,473	578	1,339	2,073
비지배주주	47	61	0	0
총포괄이익	**1,433**	**785**	**1,339**	**2,073**
지배주주	1,388	695	1,150	1,780
비지배주주	45	91	189	293
EBITDA	3,733	2,989	4,327	5,585
FCF	-2,094	-4,091	-2,222	-644
EBITDA 마진율 (%)	13.2	9.7	10.9	12.0
영업이익률 (%)	8.0	3.6	5.2	6.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	1.9	3.4	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	**12,089**	**12,032**	**14,433**	**18,034**
현금 및 현금성자산	2,514	903	646	1,465
매출채권 및 기타채권	4,624	5,875	7,277	8,745
재고자산	4,289	5,255	6,509	7,823
기타유동자산	662	-1	1	1
비유동자산	**16,856**	**21,042**	**22,850**	**24,433**
관계기업투자등	266	266	330	396
유형자산	13,839	17,906	19,751	21,353
무형자산	2,006	2,067	1,952	1,849
자산총계	**28,944**	**33,074**	**37,283**	**42,467**
유동부채	**7,274**	**7,775**	**8,460**	**9,878**
매입채무 및 기타채무	2,166	2,845	3,524	4,235
단기금융부채	1,632	1,454	1,460	1,465
기타유동부채	3,476	3,476	3,476	4,178
비유동부채	**4,348**	**7,677**	**10,322**	**12,475**
장기금융부채	3,738	7,067	9,567	11,567
기타비유동부채	610	610	755	908
부채총계	**11,622**	**15,452**	**18,782**	**22,353**
지배주주지분	**17,083**	**17,338**	**18,217**	**19,830**
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,275	2,275	2,275
이익잉여금	14,994	15,107	15,987	17,599
비지배주주지분	**239**	**284**	**284**	**284**
자본총계	**17,322**	**17,622**	**18,501**	**20,114**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,125**	**2,032**	**1,778**	**3,356**
당기순이익	1,519	639	1,339	2,073
비현금수익비용가감	2,212	2,543	2,988	3,512
유형자산감가상각비	1,379	1,757	2,155	2,398
무형자산상각비	108	124	115	102
기타	725	662	718	1,012
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,264	-764	-1,832	-1,217
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	52	-1,222	-1,346	-1,410
재고자산 감소(증가)	-959	-885	-1,254	-1,314
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	165	634	679	711
법인세납부	-689	-410	-446	-691
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,639**	**-6,180**	**-4,015**	**-4,016**
유형자산처분(취득)	-3,777	-6,057	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-108	-138	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	511	43	-15	-16
기타투자활동	-265	-28	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,794**	**2,458**	**2,045**	**1,546**
장단기금융부채의 증가(감소)	2,325	3,151	2,505	2,006
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-494	-484	-460	-460
기타재무활동	-37	-209	0	0
현금의 증가	**264**	**-1,611**	**-256**	**819**
기초현금	2,249	2,514	903	646
기말현금	2,514	903	646	1,465

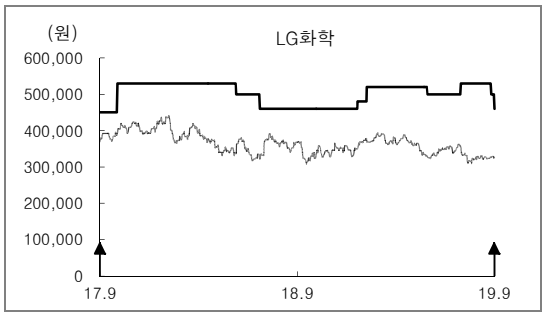
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.4	44.3	19.1	12.4
P/CF (x)	7.3	8.0	5.9	4.6
P/B (x)	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	7.8	10.8	8.1	6.5
EPS (원)	18,812	7,387	17,109	26,477
CFPS (원)	47,668	40,645	55,281	71,342
BPS (원)	222,761	226,012	237,244	257,844
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	27.2	64.7	30.9	20.0
배당수익률 (%)	1.7	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	9.7	9.1	29.3	17.3
EBITDA증가율 (%)	-13.8	-19.9	44.8	29.1
조정영업이익증가율 (%)	-23.3	-50.7	85.8	50.0
EPS증가율 (%)	-24.3	-60.7	131.6	54.8
매출채권 회전율 (회)	6.4	6.1	6.3	6.1
재고자산 회전율 (회)	7.4	6.4	6.8	6.5
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.5	10.8	10.3
ROA (%)	5.6	2.1	3.8	5.2
ROE (%)	8.9	3.4	7.5	10.9
ROIC (%)	9.6	3.1	5.8	7.7
부채비율 (%)	67.1	87.7	101.5	111.1
유동비율 (%)	166.2	154.8	170.6	182.6
순차입금/자기자본 (%)	16.2	43.2	56.1	57.5
조정영업이익/금융비용 (x)	16.6	5.1	7.0	8.7

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학(051910)				
2019.09.24	매수	460,000	-	-
2019.09.18	매수	500,000	-34.67	-34.20
2019.07.24	매수	530,000	-38.83	-36.32
2019.05.23	매수	500,000	-31.12	-27.70
2019.01.31	매수	520,000	-29.23	-24.13
2019.01.14	매수	480,000	-23.13	-21.04
2018.07.17	매수	460,000	-23.96	-15.00
2018.06.03	매수	500,000	-31.09	-23.90
2017.10.26	매수	530,000	-26.27	-16.70
2017.07.19	매수	450,000	-18.77	-9.44



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG화학을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.