KDB대우증권
리서치센터

Company Update
2013. 9. 5

정유/화학
박연주
02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com
배영지
02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

# LG화학
(051910/매수)

## 배터리가 돌아선다

- 테슬라 전기차 판매 및 ESS 시장 확대로 배터리 부문 개선 본격화
- 14년 영업이익 2.5조원으로 컨센서스(2.3조원) 상회할 전망
- 목표가 380,000원으로 20% 상향 조정

### 1. 배터리 부문 개선 본격화, 목표가 380,000원으로 20% 상향 조정

LG화학의 목표주가를 380,000원으로 20% 상향 조정한다. 테슬라의 전기차 판매 확대 및 ESS 시장 확대로 **배터리 부문의 실적 개선이 본격화될 전망**이다. 중장기 성장 동력이나 단기 비용 부담으로 작용했던 LCD 글래스 및 전기차 배터리도 바닥을 통과하고 있다. 화학 부문은 12년 부진한 수요 상황에서도 8%의 영업이익률을 시현했고 14년 경기 회복에 따른 개선이 기대된다.

**14년 영업이익은 전년대비 25% 증가한 2.5조원으로, 시장 컨센서스인 2.3조원을 상회할 것으로 전망**한다. 13년 3분기 실적은 컨센서스 수준을 부합할 전망이고 4분기는 계절적 비수기로 전분기대비 둔화될 전망이나, 펀더멘털한 업황 개선을 감안 시 비수기 영향으로 주가가 하락할 경우 매수 기회로 판단된다. 목표주가는 14년 기준 Sum of Parts로 도출하였다.

#### ■ 테슬라 전기차 판매 확대 및 ESS 시장 개화로 배터리 부문 개선 본격화 전망

테슬라의 전기차 판매 확대로 원통형 배터리의 수급 상황이 개선되고 있다. 12년 전세계 원통형 배터리 시장 규모는 16억셀로 노트북용이 11억셀, 전동 공구 등 기타 용도가 5억셀로 추정된다.

최근 노트북 판매량이 부진해 원통형 배터리 시장은 공급 과잉 상황이었다. 그러나 테슬라의 전기차가 원통형 배터리를 장착해 수급이 개선되고 있다. 전기차는 대당 6,000~7,000대의 배터리를 장착하는데 13년 2만대가 판매됨에 따라 전체 시장의 10%에 해당하는 신규 수요가 창출된 것으로 추정된다. 14년 이후 테슬라 판매량이 확대되면 수급이 추가적으로 개선될 수 있다.

원통형 배터리는 LG화학 소형 배터리 사업부의 매출 중 30~40%를 차지하고 있는데, 그 동안 공급 과잉으로 인해 마진은 평균 이하 수준이었던 것으로 추정된다. **원통형 배터리 가동률 상승은 배터리 부문의 실적 개선으로 이어질 전망**이다. 또 13년 하반기부터 매출이 본격화되고 있는 ESS도 일부 원통형 배터리를 활용하고 있어 수익성 개선이 기대된다.

LG화학의 폴리머 배터리 실적도 개선되고 있다. 고객사의 신규 모델에 채택됨에 따라 **동사의 폴리머 배터리 출하량은 3분기에 2분기대비 크게 증가한 것으로 추정**된다. 마진율이 높은 폴리머 배터리의 출하량 증가와 원통형 배터리의 수익성 개선으로 **소형 배터리 부문의 영업이익률은 13년 상반기 낮은 한 자릿수 수준에서 하반기에는 높은 한 자릿수로 개선될 추정**된다.

| 결산기 (12월) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 19,472 | 22,676 | 23,263 | 23,976 | 26,103 | 25,362 |
| 영업이익(십억원) | 2,821 | 2,819 | 1,910 | 1,986 | 2,496 | 2,823 |
| 영업이익률 (%) | 14.5 | 12.4 | 8.2 | 8.3 | 9.6 | 11.1 |
| 순이익(십억원) | 2,158 | 2,138 | 1,495 | 1,538 | 1,942 | 2,267 |
| EPS (원) | 29,205 | 28,930 | 20,223 | 20,812 | 26,282 | 30,680 |
| ROE (%) | 31.9 | 24.8 | 14.8 | 13.7 | 15.3 | 15.6 |
| P/E (배) | 13.4 | 11.0 | 16.3 | 14.2 | 11.2 | 9.6 |
| P/B (배) | 3.8 | 2.5 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |

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

■ 14년 화학 부문 실적 개선, LCD 글래스 및 전기차 배터리도 바닥 통과

경기 회복으로 화학 부문 실적도 개선될 전망이다. LG화학은 12년~13년 부진한 수요 상황에서도 8% 수준의 영업이익률을 유지해 왔다. **14년에는 경기 회복에 따른 수요 회복으로 영업이익률이 9% 수준으로 개선될 것으로 전망**한다. 과거 업사이클에서 영업이익률이 10% 초중반까지 개선된 점을 감안 시 무리하지 않은 수준의 가정으로 판단된다.

중장기 성장 잠재력이었으나 단기적으로 부진했던 **LCD 글래스 및 전기차 배터리도 바닥을 통과**하고 있다. LCD 글래스의 경우 수율 개선에 어려움을 겪어 왔으나 2분기 설비 정비 이후로 3분기 수율이 개선되고 있다. LCD 글래스는 13년 적자를 기록하고 있는데 동 부문의 수익성이 개선되면 이익 개선 효과가 클 전망이다.

전기차 배터리의 경우 당장 매출이 빠르게 늘어나지는 않으나 ESS 매출 확대로 향후 가동률 상승이 기대되고 중장기 전망이 밝아지고 있다. ESS 매출액은 13년 800억원, 14년에는 2배 이상 늘어날 것으로 전망되는데 이는 13년 전기차 배터리 매출액이 5천억원 중반임을 감안할 때 적지 않은 규모이다. 또 테슬라의 전기차 판매가 성공을 거둠에 따라 향후 자동차 업체들의 전기차 판매 전략에 가속도가 붙을 수 있다. LG화학은 15년 원가 및 성능을 크게 개선시킨 차세대 모델이 출시되면 출하량이 크게 증가할 것으로 전망하고 있다.

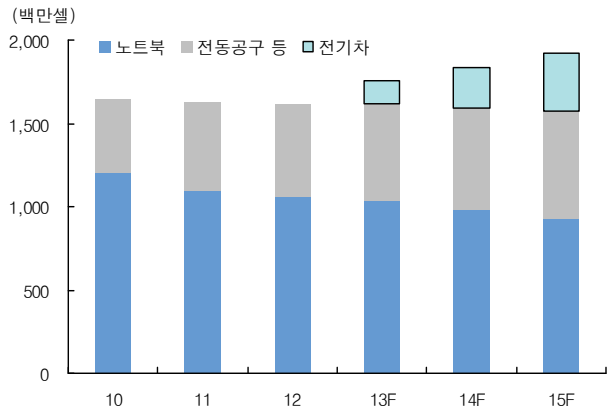
## 2. 14년 영업이익 2.5조원으로 컨센서스 상회 예상

**3분기 영업이익은 5,882억원으로 컨센서스에 부합할 전망**이다. 화학 부문은 고무 부문은 둔화될 전망이나 PE 스프레드 개선으로 NCC/PO 부문이 전분기대비 개선될 전망이고 아크릴/가소제는 견조한 수준이 유지되어 영업이익이 전분기대비 15% 증가할 전망이다. 정보소재 부문은 편광판 가동률이 전분기와 유사해 영업이익이 전분기와 유사할 전망이다. 배터리 부문은 원통형 가동률 상승 및 폴리머 판매량 증가로 영업이익이 407억원으로 개선될 것으로 전망한다.

4분기는 계절적 비수기로 물량 감소 및 판가 하락이 예상되고 보통 일회성 비용도 발생해 실적이 둔화될 전망이다. 그러나 이는 통상 발생하는 비용으로 펀더멘털 개선 측면에서 큰 변화가 없을 경우 주가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

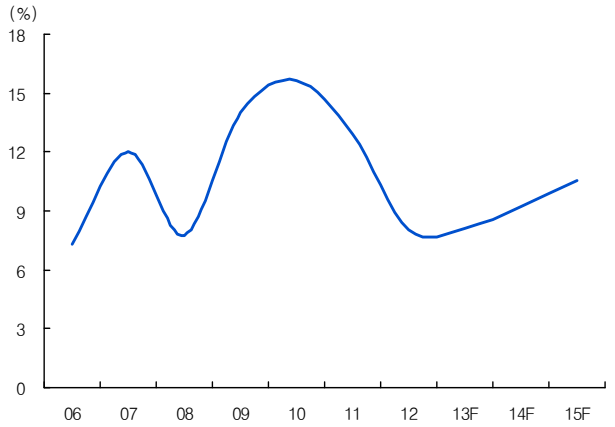
**14년 영업이익은 2.5조원으로 컨센서스(2.3조원)보다 빠르게 개선될 것으로 전망**한다. 배터리 부문 영업이익이 빠르게 개선될 전망이고 LCD 글래스 부문 적자 축소로 정보소재 부문 실적도 개선이 기대된다. 화학 부문도 완만한 개선을 전망하고 있다.

그림 1. 원통형 배터리 수요 전망: 전기차 판매 확대로 수급 상황 개선




자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 화학 부문 영업이익률 추정: 완만한 개선 전망




자료: KDB대우증권 리서치센터

### 표 1. LG화학의 분기별 실적 추정

(십억원, %, %p, 달러/배럴, 원/달러)

| | | 2013F | | | | 2014F | | | | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1Q | 2Q | 3QF | 4QF | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | | | |
| 매출액 | 전체 | 5,721 | 5,917 | 6,289 | 6,049 | 6,278 | 6,574 | 6,750 | 6,501 | 23,263 | 23,976 | 26,102 |
| | 화학 | 4,353 | 4,536 | 4,623 | 4,495 | 4,701 | 4,894 | 4,922 | 4,800 | 17,579 | 18,007 | 19,316 |
| | 정보소재 | 827 | 813 | 835 | 780 | 825 | 868 | 893 | 811 | 3,452 | 3,256 | 3,398 |
| | 배터리/기타 | 541 | 568 | 831 | 774 | 752 | 812 | 935 | 890 | 2,232 | 2,713 | 3,388 |
| 영업이익 | 전체 | 409 | 502 | 588 | 488 | 541 | 634 | 713 | 608 | 1,910 | 1,986 | 2,496 |
| | 화학 | 324 | 367 | 421 | 340 | 392 | 450 | 502 | 438 | 1,436 | 1,451 | 1,782 |
| | 정보소재 | 97 | 119 | 127 | 129 | 111 | 136 | 149 | 116 | 436 | 472 | 511 |
| | 배터리/기타 | -12 | 16 | 41 | 19 | 38 | 48 | 62 | 54 | 38 | 64 | 202 |
| 영업이익률 | 전체 | 7.1 | 8.5 | 9.4 | 8.1 | 8.6 | 9.6 | 10.6 | 9.3 | 8.2 | 8.3 | 9.6 |
| | 화학 | 7.4 | 8.1 | 9.1 | 7.6 | 8.3 | 9.2 | 10.2 | 9.1 | 8.2 | 8.1 | 9.2 |
| | 정보소재 | 11.8 | 14.6 | 15.2 | 16.5 | 13.5 | 15.6 | 16.7 | 14.3 | 12.6 | 14.5 | 15.1 |
| | 배터리/기타 | -2.3 | 2.9 | 4.9 | 2.5 | 5.0 | 5.9 | 6.6 | 6.1 | 1.7 | 2.4 | 6.0 |
| 세전이익 | | 415 | 510 | 562 | 468 | 570 | 609 | 692 | 592 | 1,880 | 1,954 | 2,463 |
| 당기순이익 | | 339 | 398 | 435 | 365 | 452 | 481 | 543 | 467 | 1,494 | 1,538 | 1,942 |
| 영업이익률 | | 7.1 | 8.5 | 9.4 | 8.1 | 8.6 | 9.6 | 10.6 | 9.3 | 8.2 | 8.3 | 9.6 |
| 당기순이익률 | | 5.9 | 6.7 | 6.9 | 6.0 | 7.2 | 7.3 | 8.0 | 7.2 | 6.4 | 6.4 | 7.4 |
| 주요 가정 | 두바이 유가 | 108 | 101 | 105 | 105 | 103 | 103 | 103 | 103 | 109 | 105 | 103 |
| | 원/달러 환율 | 1,080 | 1,120 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,126 | 1,100 | 1,100 |

자료: KDB대우증권 리서치센터

### 표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

| | 변경 전 | | 변경 후 | | 변경률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 13F | 14F | 13F | 14F | 13F | 14F |
| 매출액 | 24,310 | 24,591 | 23,976 | 26,102 | -1.4 | 6.1 |
| 영업이익 | 1,934 | 2,389 | 1,986 | 2,496 | 2.7 | 4.5 |
| 당기순이익 | 1,522 | 1,915 | 1,538 | 1,942 | 1.1 | 1.4 |
| 영업이익률 | 8.0 | 9.7 | 8.3 | 9.6 | 0.3 | -0.2 |
| 당기순이익률 | 6.3 | 7.8 | 6.4 | 7.4 | 0.2 | -0.3 |

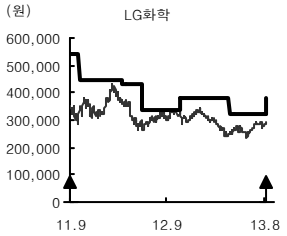
자료: KDB대우증권 리서치센터

### 표 3. 밸류에이션 요약

(십억원, 백만주, 원)

| | | 14F EBITDA | Target EV/EBITDA(x) | FV | 가치 산출 방법 |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업가치(십억원) | 화학 | 2,222.3 | 7.0 | 15,556.3 | 화학 업체 평균 멀티플 적용 |
| | 정보소재 | 666.3 | 7.0 | 4,664.4 | 하이브리드 화학 평균 멀티플 적용 |
| | 소형 배터리 | 604.9 | 7.0 | 4,234.2 | 15년 EBITDA 현가로 할인, 할인율 20% 적용, 배터리 평균 멀티플 적용 |
| | 중대형 배터리 | 215.3 | 7.0 | 1,507.1 | 15년 EBITDA 현가로 할인, 할인율 15% 적용 |
| | LCD 글래스 | 159.1 | 7.0 | 1,113.4 | 15년 EBITDA 현가로 할인, 할인율 15% 적용 |
| | Total | | | 27,075.4 | |
| 비영업가치(십억원) | | | | 200.2 | |
| 순차입금(십억원) | | | | 1,132.2 | |
| 우선주 시가 총액(십억원) | | | | 728.6 | |
| 적정 가치(십억원) | | | | 25,414.8 | |
| 주식수(백만주) | | | | 66.3 | |
| 목표주가(원) | | | | 383,330.7 | |

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

### Compliance Notice

- LG화학: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. LG화학: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.