

LG화학(051910.KS)

화학/에너지 담당 곽진희

Tel. 368-6170/jhkwak@eugenefn.com

석유화학 회복과 ITO필름 국산화로 기업가치 상승 전망

- 4Q12 review: 영업이익 전분기대비40% 감소한 3,639억원으로 시장 예상치 하회
 - LG화학 4Q12 매출액은 5조 6,808억원(+1.5% yoy, -2.6% qoq), 영업이익은 3,639억원(-27.3% yoy, -39.5% qoq)으로 당사와 시장 예상치를 하회하는 실적 기록
 - 석유화학부문 비수기와 수요 둔화에 따라 가중평균 스프레드가 3Q12 \$531에서 4Q12 \$402로 24% 감소했고, LCD 유리기판 상업 생산에 따른 고정비가 반영되어 전분기대비 영업이익 감소했음. 예상보다 실적이 부진했던 이유는 중대형전지의 작가가 예상보다 컸기 때문
- 1Q13 전망: ITO와 FPR 필름 증설 + 석유화학 시장 개선으로 분기별 이익 개선 예상
 - 1Q13 영업이익은 전분기대비 30% 증가한 4,720억원 예상. 중대형전지의 전방 수요 부진에 따라 가동률 60% 수준으로 부진하고, 유리기판의 초기 가동에 따른 고정비 반영은 2013년 연중 지속 반영될 부분임
 - 하지만 일본의 니토덴코가 독점으로 생산해오던 ITO필름을 LG화학이 2013년 1월부터 판매하고 있고, 이미 공급 부족에 따라 2라인 증설을 추가 검토하고 있어 '제 2의 3D FPR 필름'으로 동사 영업이익에 크게 기여할 전망이고 동사 기업가치 상승을 견인할 전망. 3월에는 3D FPR 2호 라인 증설도 완공 예정. 2013년 석유화학 시장 점진적 개선 예상되고, 고수익 제품의 증설로 소재업체로서의 위상 강화될 전망이다
- 목표주가를 38만원으로 6% 상향하고 투자의견 BUY 유지
 - LG화학에 대한 목표주가를 38만원으로 상향. 한국업체 중 소재부문에서 선두업체로서의 위상 강화됨에 따라 PER 14.5배(니토덴코의 2013년 PER 적용)를 적용해 산출 (기존은 PER 11.5배 적용에 중대형전지와 유리기판 사업가치를 합산하였음). ITO 필름과 3D FPR 증설로 동사의 차별화되는 기술력에 따른 기업 가치 상승 예상되어 매수 추천

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 380,000원
현재주가(1/29) 313,000원

Key Data	(기준일: 2013. 1. 29)
KOSPI(pt)	1,956.0
KOSDAQ(pt)	505.4
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	20,742.9
52주 최고/최저(원)	434,000 / 261,500
52주 일간 Beta	1.43
발행주식수(천주)	66,271
평균거래량(3M,천주)	205
평균거래대금(3M,백만원)	65,069
배당수익률(12F,%)	1.3
외국인 소유자분율(%)	35.6
주요주주지분율(%)	
(주)LG와 4인	30.1
국민연금	6.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	7.7	1.1	-18.1
KOSPI 대비상대수익률	-3.1	4.3	-5.8	-17.6

2013년 디스플레이 필름 산업 이슈에 대한

자세한 내용은 당사 2013/1/30 일자

[디스플레이 필름시장의 새로운 기회

<2013년 디스플레이 필름시장의 6가지 이슈>

자료 참고

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q12P			1Q13F			2011	2012P		2013F	
	실적발표	예상치	차이 (%,%p)	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	5,680.8	5,763.0	-1.4	5,953.9	4.8	3.5	22,675.6	23,263.0	2.6	24,701.8	6.2
영업이익	363.9	467.8	-22.2	472.0	29.7	2.7	2,835.4	1,927.6	-32.0	2,255.4	17.0
세전이익	374.7	478.3	-21.6	482.9	28.9	9.7	2,796.6	1,880.1	-32.8	2,256.9	20.0
순이익	292.3	373.1	-21.6	376.6	28.9	-1.1	2,169.7	1,506.3	-30.6	1,760.4	16.9
OP Margin	6.4	8.1	-1.7	7.9	1.5	-0.1	12.5	8.3	-4.2	9.1	0.8
NP Margin	5.1	6.5	-1.3	6.3	1.2	-0.3	9.6	6.5	-3.1	7.1	0.7
EPS(원)	15,704	20,558	-23.6	22,638	44.2	-0.1	32,260	22,570	-30.0	26,452	17.2
BPS(원)	141,685	142,778	-0.8	142,717	0.7	12.0	126,472	141,685	12.0	161,270	13.8
ROE(%)	11.1	14.4	-3.3	15.9	4.8	-1.9	25.1	14.9	-10.3	15.4	0.5
PER(X)	19.9	15.2	-	13.8	-	-	9.8	13.9	-	11.8	-
PBR(X)	2.2	2.2	-	2.2	-	-	2.5	2.2	-	1.9	-

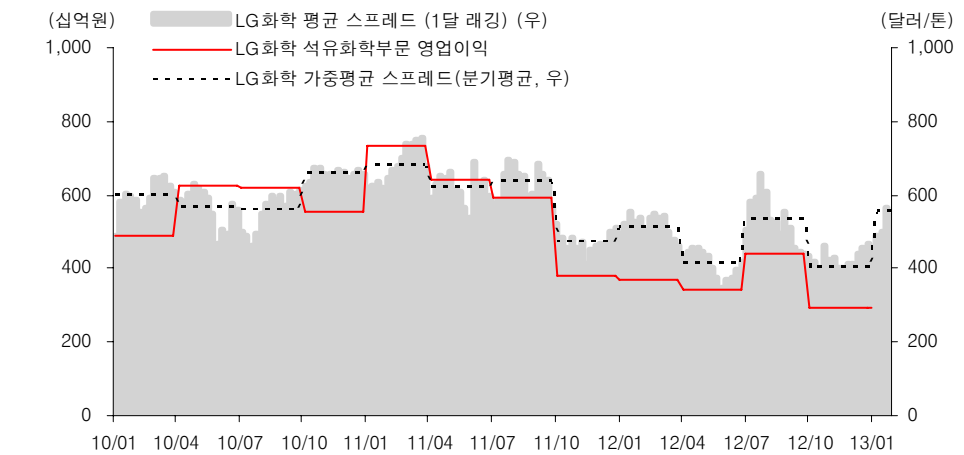
자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준

중대형 전지 적자와 석유화학 스프레드 감소로 4Q12 실적은 부진

LG화학 4Q12 매출액은 5조 6,808억원(+1.5% yoy, -2.6% qoq), 영업이익은 3,639억원(-27.3% yoy, -39.5% qoq)으로 당사와 시장 예상치를 하회하는 실적 기록했다. 석유화학부문 비수기와 수요 둔화에 따라 가중평균 스프레드가 3Q12 \$531에서 4Q12 \$402로 24% 감소했고, LCD 유리기판 상업 생산에 따른 고정비가 반영되어 전분기대비 영업이익 감소했다. 예상보다 실적이 부진했던 이유는 중대형전지의 적자가 예상보다 컸기 때문이다.

도표 61 LG화학 가중평균 스프레드



자료: ICIS, 시스템, KITA, 유진투자증권

도표 62 LG화학 4분기 review: 석유화학, 중대형전지 부진에 따라 당사와 시장 예상치 하회하는 실적 기록

(십억원, %, %p)	4Q12P	당사예상치	차이	Consensus	차이	3Q12	4Q11	QoQ	YoY	1Q13F	QoQ
매출액	5,680.8	5,763.0	-1.4	5,807.2	-2.2	5,833.5	5,598.9	-2.6	1.5	5,953.9	4.8
영업이익	363.9	467.8	-22.2	452.2	-19.5	601.3	500.4	-39.5	-27.3	472.0	29.7
순이익	292.3	373.1	-21.7	353.7	-17.4	459.3	511.6	-36.4	-42.9	376.6	28.8
영업이익률	6.4	8.1	-1.7	7.8	-1.4	10.3	8.9	-3.9	-2.5	7.9	1.5
순이익률	5.1	6.5	-1.4	6.1	-0.9	7.9	9.1	-2.7	-4.0	6.3	1.2

자료: LG화학, 유진투자증권



ITO와 FPR 필름 증설 + 석유화학 시황 개선으로 기업가치 상승 전망

중대형전지의 전방 수요 부진에 따라 가동률 60% 수준으로 부진하고, 유리기관의 초기 가동에 따른 고정비 반영은 2013년 연중 지속 반영될 부분이다. 하지만 일본의 니토덴코가 독점으로 생산해오던 ITO필름을 LG화학이 2013년 1월부터 판매하고 있고, 이미 공급 부족에 따라 2라인 증설을 추가 검토하고 있어 '제 2의 3D FPR 필름'으로 동사 영업이익에 크게 기여할 전망이다. 동사 기업 가치 상승을 견인할 것으로 예상된다. 또한, 3월 3D FPR 2호 라인 증설도 완공 예정이다. 2013년 석유화학 시황 점진적 개선 예상되고, 고수익 제품의 증설로 소재업체로서의 동사 위상은 강화될 전망이다.

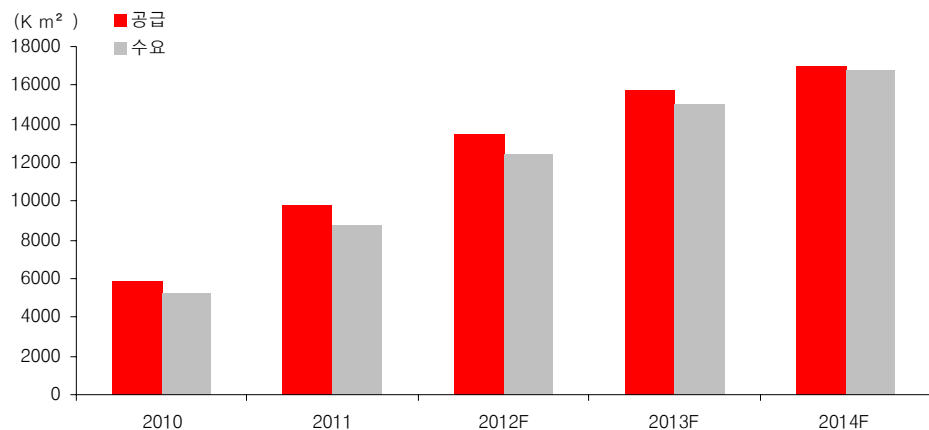
현재 LG화학은 2013년 1월부터 삼성전자에 ITO 필름을 공급하고 있다. 스마트폰과 태블릿 PC시장이 성장함에 따라, 터치패널 수요가 큰 폭으로 증가하고 있다. 특히, 2012년에는 IT산업이 스마트폰과 태블릿PC 중심으로 성장하면서 일본의 Nitto Denko가 사실상 독점하고 있는 ITO필름이 공급부족 양상을 보이고 있다. 이에 따라, ITO필름 국산화가 절실한 상황인데, LG화학이 국산화에 성공해 글로벌 M/S를 넓혀갈 전망이다.

도표 63 ITO필름 국산화 관련 업체별 진행 내용

회사명	ITO필름 관련 사업 내용
LG화학	- 500억원 투자해 연산 300만㎡ 규모의 ITO필름 공장 완공 (2H12 완공, 청주 공장) - 주원료 PET에서부터 ITO코팅 일괄생산 예정 - 삼성전자에 ITO필름 1차 벤더로 결정, 2013년부터 공급 시작 - 인치당 150Ω으로 4~5인치의 스마트폰용 터치스크린패널용으로 사용 예정 - 2013년 매출액 1,400억원, 영업이익률 20% 이상 예상 - 그 외 저항값을 낮춘 대면적 터치패널용 TO필름 개발 중
도레이첨단소재	- 터치패널과 일반 디스플레이용 ITO필름 국내 공장에서 제조해 공급 - 아직 생산량 많지 않지만 점유율 늘려나갈 계획
SKC	- 2010년 ITO를 대체할 수 있는 투명전극필름 개발 성공, 상용화 - 매출액 2012년 80억원, 2013년 350억원 예상, 영업이익률 10% 목표 - 대만 TPK에 공급중이며, 중국업체로 테스트 중
코오롱인더	- 터치패널용 ITO필름 개발 중

자료: 언론 보도, 유진투자증권

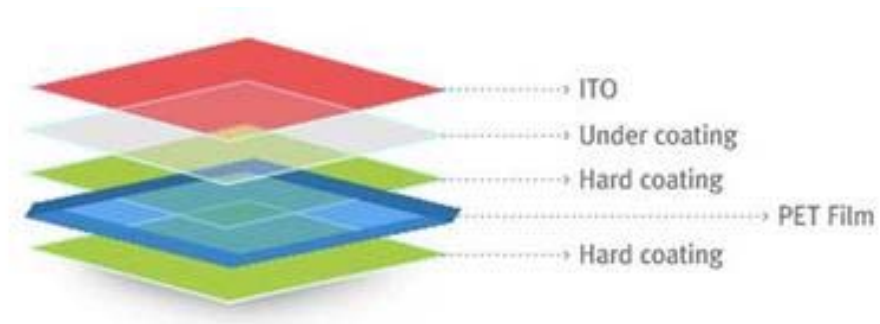
도표 64 세계 ITO필름 수급 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

ITO필름 구조 ITO필름은 원단필름인 PET필름이나 유리판 위에 인듐(Indium)과 주석(Tin)을 스퍼터링방식(Sputtering)으로 증착시킨 필름으로, 터치패널에서 핵심적인 부분이다. ITO필름의 주재료인 ITO는 투명하고, 전도성이 좋아 터치패널, LCD 등 디스플레이에서 전극으로 사용되고 있다.

도표 65 ITO필름 구조



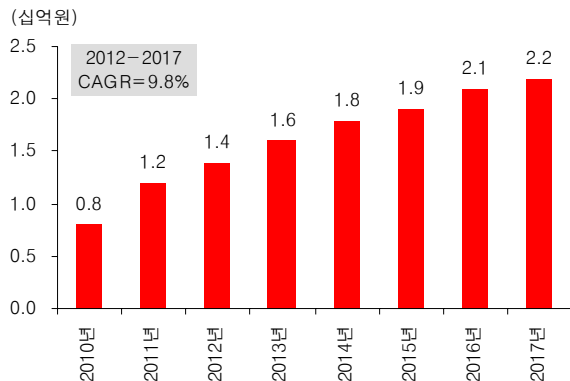
자료: Displaysearch, 유진투자증권

ITO필름 국산화 가속 →
LG화학이
2013년 1월부터
本格 생산

ITO 역시 금속이기 때문에 얇고 부드러운 필름 상에 성막하기 위해서는 숙련된 기술이 필요하며, 이 때문에 터치패널용 ITO 필름시장을 Nitto Denko, Oike 등 일본업체들이 주도하고 있다. LG화학과 SKC하스, 디지텍시스템 등 다수의 국내업체들이 ITO필름 국산화에 박차를 가하고 있으며, 특히 LG화학은 삼성전자 무선사업부에 스마트폰용 ITO필름을 2013년부터 공급하게 된다.

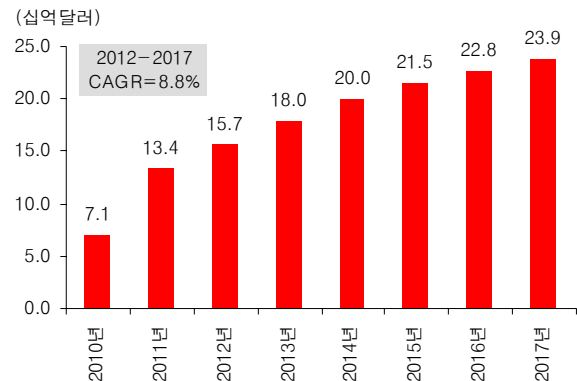
LG화학은 2012년 하반기 ITO필름 공장을 완공하여 국산화에 성공하였다. 총 투자비는 500억원 수준이며 연산 300만㎡ 규모의 생산능력을 확보한 것으로 확인된다. 동사는 주원료인 PET에서부터 ITO 코팅까지 일괄생산할 예정이며, 2013년 1월부터 상업 생산하고 있다. ITO 필름 공급 부족에 따라 현재 2호 라인 증설을 검토하고 있는 것으로 파악되며 '제 2의 FPR필름'으로 자리매김 할 것으로 예상된다.

도표 66 세계 터치패널시장 전망(수량기준)



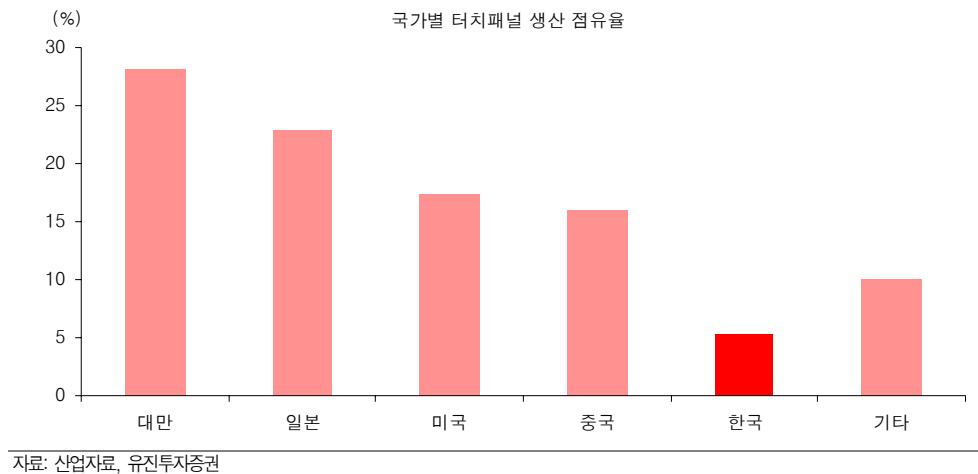
자료: Displaysearch, 유진투자증권

도표 67 세계 터치패널시장 전망(매출액기준)



자료: Displaysearch, 유진투자증권

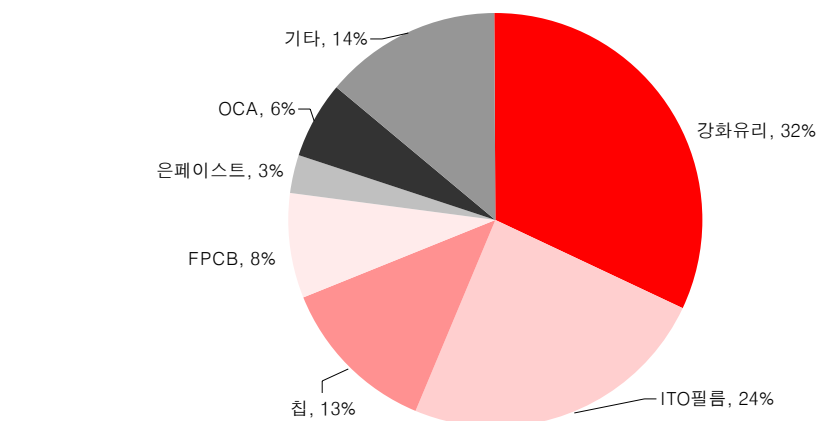
도표 68 LG화학 ITO필름 생산 시작 → 국내업체들의 터치패널 점유율 올라갈 전망



터치패널의 원가에서
ITO필름이 차지하는
비중 24% →
ITO필름의 국산화 절실

터치패널시장의 주류인 필름전극방식(GFF)은 손가락 접촉 위치를 인식하는 X/Y축을 ITO필름 두 장으로 구현하는 방식이다. GFF타입 터치패널은 ITO필름이 전체 원가의 약 20%를 차지하며, 터치패널 면적이 커질수록 원가 비중이 높아진다. 따라서, ITO필름의 국산화는 매우 중요한 산업적 과제이며, LG화학을 중심으로 2013년부터 국산화가 본격화될 것으로 판단된다.

도표 69 정전용량방식 터치패널의 제조원가 비중: ITO필름이 24% 차지





목표주가를 38만원으로 6% 상향하고 투자의견 BUY 유지

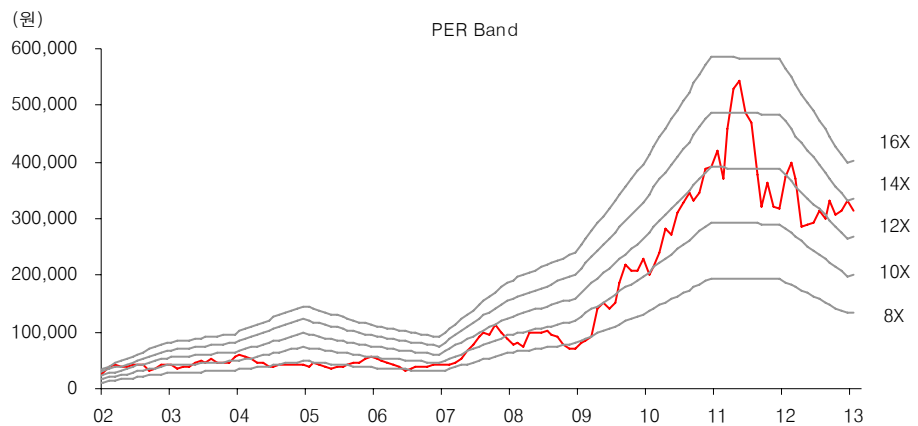
LG화학에 대한 목표주가를 38만원으로 상향. 한국업체 중 소재부문에서 선두업체로서의 위상 강화됨에 따라 PER 14.5배(니토덴코의 2013년 PER 적용)를 적용해 산출하였다(기존은 PER 11.5배 적용에 중대형전지와 유리기관 사업가치를 합산하였음). ITO 필름과 3D FPR 증설로 동사의 차별화되는 기술력에 따른 기업 가치 상승 예상되어 매수 추천한다.

도표 70 LG화학 목표주가 산정

EPS (원)	25,986	2013년 수정 EPS
PER 배수	14.5	2013년 기준 일본 니토덴코 PER
주당가치 (원)	376,800	

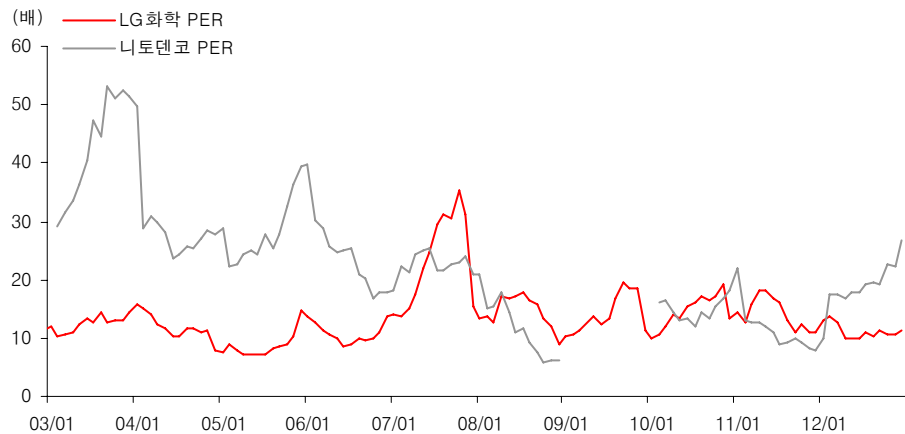
자료: 유진투자증권

도표 71 LG화학 Trailing PER Band



자료: 유진투자증권

도표 72 블룸버그 기준 LG화학과 니토덴코 PER 추이: 소재 국산화 진행에 따라 일본 소재 업체 밸류에이션 흐름 따라갈 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권


도표 73 LG화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F
매출액											
합계	5,753.1	5,995.6	5,833.5	5,680.8	5,953.9	6,173.5	6,260.5	6,313.9	22,675.6	23,263.0	24,701.8
석유화학	4,491.3	4,521.3	4,366.1	4,200.8	4,351.5	4,421.3	4,482.8	4,476.9	17,324.8	17,579.5	17,732.6
정보전자소재	761.1	864.4	923.1	902.9	929.0	956.8	982.1	964.9	3,343.2	3,451.5	3,832.8
전지	562.4	677.2	611.4	627.9	673.3	795.4	795.5	872.1	2,268.6	2,478.9	3,136.4
영업이익											
합계	459.5	503.0	601.3	363.9	472.0	548.1	611.1	624.2	2,835.4	1,927.6	2,255.4
석유화학	365.7	340.2	436.3	294.1	365.2	420.8	470.6	513.7	1,514.3	1,436.3	1,770.3
정보전자소재	69.4	131.4	150.0	84.9	108.4	125.6	121.8	89.5	453.4	435.7	445.3
전지	11.6	27.6	14.4	-14.8	-1.6	1.7	18.7	21.0	65.1	38.8	39.8
영업이익률											
합계	8.0	8.4	10.3	6.4	7.9	8.9	9.8	9.9	12.5	8.3	9.1
석유화학	8.1	7.5	10.0	7.0	8.4	9.5	10.5	11.5	8.7	8.2	10.0
정보전자소재	9.1	15.2	16.2	9.4	11.7	13.1	12.4	9.3	13.6	12.6	11.6
전지	2.1	4.1	2.4	-2.4	-0.2	0.2	2.4	2.4	2.9	1.6	1.3

자료: LG화학, 유진투자증권



LG화학(051910.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
자산총계	12,673.5	15,285.6	16,288.8	17,961.0	19,749.3
유동자산	6,291.7	7,256.2	6,955.1	7,527.8	8,256.8
현금성자산	1,375.8	1,391.9	934.4	852.5	1,380.2
매출채권	2,590.6	3,228.7	3,314.0	3,683.3	3,796.2
재고자산	2,182.5	2,475.2	2,544.7	2,828.3	2,915.1
비유동자산	6,381.8	8,029.3	9,333.7	10,433.2	11,492.5
투자자산	543.2	446.2	558.8	581.4	605.1
유형자산	5,872.0	7,376.0	8,548.6	9,608.3	10,628.2
기타	(33.5)	207.2	226.4	243.5	259.3
부채총계	4,829.6	5,577.9	5,454.1	5,661.8	5,736.3
유동부채	4,277.4	4,723.9	3,955.4	4,152.4	4,215.8
매입채무	2,124.0	2,453.3	1,729.0	1,921.7	1,980.7
유동성이자부채	1,641.1	1,838.2	1,789.6	1,789.6	1,789.6
기타	512.3	432.5	436.8	441.1	445.6
비유동부채	552.2	854.0	1,498.7	1,509.4	1,520.5
비유동이자부채	482.1	689.2	1,235.5	1,235.5	1,235.5
기타	70.2	164.7	263.2	273.9	285.0
자본총계	7,843.8	9,707.7	10,834.8	12,299.2	14,013.0
자본지분	7,703.5	9,553.5	10,696.9	12,161.3	13,875.2
자본금	369.5	369.5	369.5	369.5	369.5
자본잉여금	1,157.8	1,157.8	1,157.8	1,157.8	1,157.8
이익잉여금	6,253.9	8,053.3	9,225.5	10,689.9	12,403.8
기타	(77.7)	(27.1)	(55.9)	(55.9)	(55.9)
비자본지분	140.4	154.2	137.9	137.9	137.9
자본총계	7,843.8	9,707.7	10,834.8	12,299.2	14,013.0
총차입금	2,123.2	2,527.4	3,025.1	3,025.1	3,025.1
순차입금	747.3	1,135.5	2,090.7	2,172.5	1,644.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
영업현금	2,507.2	2,240.3	1,493.7	2,377.9	3,068.4
당기순이익	2,818.4	2,796.6	1,797.7	1,760.4	2,009.8
자산상각비	672.1	756.7	881.7	1,078.6	1,199.7
기타비현금성손익	(12.0)	12.7	68.3	(3.6)	(3.2)
운전자본증감	(528.2)	(656.3)	(837.2)	(457.5)	(138.0)
매출채권감소(증가)	(156.0)	(533.6)	(140.1)	(369.3)	(113.0)
재고자산감소(증가)	(533.9)	(275.6)	(76.5)	(283.6)	(86.7)
매입채무증가(감소)	125.0	172.5	254.5	192.7	58.9
기타	36.7	(19.5)	(875.2)	2.7	2.8
투자현금	(1,621.9)	(2,280.5)	(2,684.2)	(2,185.1)	(2,266.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(5.2)	(21.3)	(22.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(2.6)	(3.3)
실비투자	(1,617.2)	(2,195.4)	(2,070.3)	(2,120.0)	(2,200.0)
유형자산처분	5.1	4.9	7.5	0.0	0.0
무형자산처분	(24.1)	(27.1)	(30.7)	(35.4)	(35.4)
재무현금	(624.4)	63.0	229.6	(296.0)	(296.0)
차입금증가	(347.9)	389.0	545.8	0.0	0.0
자본증가	(280.0)	(318.6)	(316.1)	(296.0)	(296.0)
배당금지급	280.0	318.6	316.1	296.0	296.0
현금 증감	261.4	11.3	(968.5)	(103.1)	505.5
기초현금	1,106.6	1,368.0	1,379.4	410.9	307.7
기말현금	1,368.0	1,379.4	410.9	307.7	813.3
Gross Cash flow	3,513.9	3,642.2	2,747.7	2,835.4	3,206.4
Gross Investment	2,150.2	2,936.7	3,516.2	2,621.3	2,382.7
Free Cash Flow	1,363.8	705.5	(768.5)	214.1	823.6

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액	19,471.5	22,675.6	23,263.0	24,701.8	25,933.2
증가율(%)	23.6	16.5	2.6	6.2	5.0
매출원가	15,472.6	18,594.9	19,921.6	21,087.2	21,924.8
매출총이익	3,998.9	4,080.7	3,341.4	3,614.6	4,008.4
판매 및 일반관리비	1,158.9	1,264.2	1,431.4	1,359.2	1,426.4
기타영업손익	(18.6)	18.9	17.6	0.0	0.0
영업이익	2,821.3	2,835.4	1,927.6	2,255.4	2,582.0
증가율(%)	26.3	0.5	(32.0)	17.0	14.5
EBITDA	3,493.4	3,592.1	2,809.3	3,334.0	3,781.7
증가율(%)	22.9	2.8	(21.8)	18.7	13.4
영업외손익	(2.9)	(38.8)	(47.5)	1.5	(5.3)
이자수익	27.0	27.6	27.8	29.8	31.6
이자비용	61.3	67.1	73.6	73.9	73.9
지분법손익	55.5	15.3	12.6	14.3	14.3
기타영업외손익	(24.1)	(14.5)	(14.2)	31.3	22.7
세전순이익	2,818.4	2,796.6	1,880.1	2,256.9	2,576.7
증가율(%)	37.2	(0.8)	(32.8)	20.0	14.2
법인세비용	618.7	626.9	373.8	496.5	566.9
당기순이익	2,199.8	2,169.7	1,506.3	1,760.4	2,009.8
증가율(%)	43.5	(1.4)	(30.6)	16.9	14.2
자배주지분	2,158.3	2,137.9	1,495.7	1,753.0	2,001.4
증가율(%)	43.2	(0.9)	(30.0)	17.2	14.2
비자배지분	41.5	31.7	10.6	7.4	8.4
EPS	32,567	32,260	22,570	26,452	30,200
증가율(%)	48.0	(0.9)	(30.0)	17.2	14.2
수정 EPS	32,567	32,260	22,103	25,986	29,734
증가율(%)	48.0	(0.9)	(31.5)	17.6	14.4

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
주당지표					
EPS	32,567	32,260	22,103	25,986	29,734
BPS	101,805	126,472	141,685	161,270	184,247
DPS	4,000	4,000	4,010	4,010	4,010
밸류에이션(배,%)					
PER	12.0	9.8	13.9	11.8	10.4
PBR	3.8	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/ EBITDA	8.0	6.4	8.5	7.1	6.2
배당수익률	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
PCR	8.2	6.4	8.4	8.2	7.2
수익성(%)					
영업이익률	14.5	12.5	8.3	9.1	10.0
EBITDA이익률	17.9	15.8	12.1	13.5	14.6
순이익률	11.3	9.6	6.5	7.1	7.8
ROE	33.4	25.1	14.9	15.4	15.4
ROIC	29.9	23.3	13.4	13.3	13.8
인정성 (%)					
순차입금/자기자본	9.5	11.7	19.3	17.7	11.7
유동비율	147.1	153.6	175.8	181.3	195.9
이자보상배율	82.3	71.6	42.1	51.1	61.0
활동성 (%)					
총자산회전율	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
매출채권회전율	8.7	7.8	7.1	7.1	6.9
재고자산회전율	10.2	9.7	9.3	9.2	9.0
매입채무회전율	10.0	9.9	11.1	13.5	13.3