

LG화학 (051910)



화학업계의 불독(Bull-Dog)
항재원입니다.

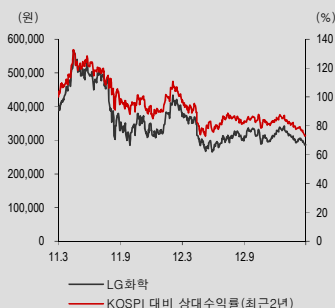
(02)3770-3564
kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

투자의견: BUY (Maintain)
목표주가: 380,000원 (Down)

주가	286,500원
자본금	3,695억원
시가총액	196,939억원
주당순자산	144,924원
부채비율	58.04%
총발행주식수	73,900,021주
60일 평균 거래대금	687억원
60일 평균 거래량	219,891주
52주 고	380,500원
52주 저	265,500원
외인지분율	35.11%
주요주주	LG 외 3인 33.55%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	(10.5)	(24.7)
상대	2.8	2.5	0.3
절대(달러환산)	(2.3)	(10.9)	(22.5)



자료: Datastream

2013년 눈높이를 낮춰야 하는가?

[탐방 이슈 1] 2013년 1분기 실적 모멘텀 있는가?

2013년 1 ~ 2월 초, 화학제품 가격 강세로 1분기 실적 회복에 대한 기대감이 높아졌다. 그러나, 1분기 전체 실적은 실망스러울 것으로 보인다. 2013년 1분기 예상 실적은 매출액 5.9조원(전분기 5.7조원), 영업이익 3,790억원(전분기 3,639억원), 지배주주 순이익 2,874억원(전분기 2,898억원) 등이다. 영업이익 추정치 규모는 시장 컨센서스 5,024억원(2013년 3월 8일 기준) 대비 25% 낮은 수치이다.

기대보다 저조한 실적을 예상하는 이유는 2가지 때문이다.

석유화학부문은 1월 반짝 호조를 보인 이후, 2월 중국의 춘절 이후부터 다시 약세 전환하고 있다. ABS, 합성고무, BPA 등 Specialty 화학제품에 대한 판매여건은 여전히 약세 흐름을 보이고 있다. 3월 초 주 문 동향이 지지부진 하다는 것은 4 ~ 5월 매출에 활기를 기대하기 힘들다는 뜻이다. 반면, 2월 1,000\$로 상승한 나프타 가격이 3월에 생산과정에 투입된다. 석유화학 실적 기대감을 낮추는 변수이다. IT소재부문도 전방업체의 재고조정 및 배터리 부진으로, 1분기에 강한회복을 개선을 기대하기 힘든 상황이다. 주 고객인 LG디스플레이(주)의 1분기 LCD패널 판매량이 전분기 대비 10% 전후로 줄어들어 따라, 편광판 등의 판매도 덩달아 약세가 이어진다. 더구나, 노트북 판매 부진으로, 원통형 2차전지 수익성이 크게 악화된 것도 부담으로 작용할 것으로 보인다.

[탐방 이슈 2] De-Valuation(주가 Level Down) 가능성 있는가?

2013년 2월 춘절 이후부터, 화학업종에 대해 주가의 상대적인 하락을 의미하는 'De-Valuation' 가능성이 제기되고 있다. 중국 성장과 유가 흐름을 체크해 보면, 충분히 가능성이 높다. 2008년 금융위기 이후 LG화학(주)의 PBR(주가/순자산배율)은 1.7배 ~ 3.2배 수준에서 형성되었다. 특히, 최근 3년간 평균 PBR이 2.7배로 상대적으로 높았던 것은 10% 대의 중국 경제성장 속에 국제유가(WTI) 120\$ 수준의 강세를 보였기 때문이다. 화학부문 안정성장과 차세대 성장동력인 자동차 배터리 성장에 대한 기대가 동시에 작용할 수 있었다. 그러나, 2013년 ~ 2014년은 8% 수준의 중국 경제성장, 100\$내외의 국제유가 안정 흐름이 예상되고 있다. 그만큼 다이내믹한 화학/IT소재 실적과 PBR 개선을 기대하기 힘들다.

[의견] 아쉽지만, 석유화학 Turn-up 시기는 하반기로 미뤄야...

IT소재/자동차소재/섬유소재 등 화학제품 주문 약세를 고려하면, 화학업종 Turn-up 시기는 하반기로 늦춰질 전망이다. 동시에 PBR 수준이 2.7배 수준에서 2.2배(2개년 평균)로 낮아질 수 밖에 없다. 2013년 상반기 주가 눈높이를 기존 44만원에서 38만원(평균 BPS 17.5만원 x PBR 2.2배)으로 낮춘다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	194,715	226,756	232,630	248,077	285,618
영업이익	28,399	28,165	19,102	21,374	27,595
영업이익률	14.6	12.4	8.2	8.6	9.7
지배주주귀속 순이익	21,583	21,379	14,945	16,333	21,126
지배주주 귀속 EPS	32,101	31,794	22,085	24,179	31,162
(증가율)	48.6	-1.0	-30.5	9.5	28.9
PER	9.3	12.9	13.0	11.8	9.2
PBR	2.9	3.2	2.0	1.8	1.5
ROE	32.7	24.8	14.8	14.4	16.3

자료: 동양증권

실적추정 테이블

(단위: 십억원)

연결기준	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	Consensus	차이	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012P	2013F	Consensus	차이	2014F
매출액	5,753	5,996	5,834	5,681	5,882	5,925	-0.7%	5,920	6,424	6,581	23,263	24,808	24,684	0.5%	28,562
YoY	4.8%	5.2%	-0.9%	1.5%	2.2%	3.0%	-	-1.3%	10.1%	15.8%	2.6%	6.6%	6.1%	-	15.1%
영업이익	447	499	600	364	379	504	-24.8%	541	620	597	1,910	2,137	2,320	-7.9%	2,759
YoY	-46.2%	-34.4%	-16.2%	-28.4%	-15.2%	12.9%	-	8.4%	3.3%	64.1%	-32.2%	11.9%	21.5%	-	29.1%
OPM	7.8%	8.3%	10.3%	6.4%	6.4%	8.5%	-2.1%p	9.1%	9.7%	9.1%	8.2%	8.6%	9.4%	-0.8%p	9.7%
순이익(지배)	375	377	453	290	287	383	-24.9%	414	475	458	1,494	1,633	1,771	-7.8%	2,113
YoY	-41.2%	-38.7%	-11.3%	-22.8%	-23.5%	2.0%	-	9.8%	4.8%	57.9%	-30.1%	9.3%	18.5%	-	29.3%

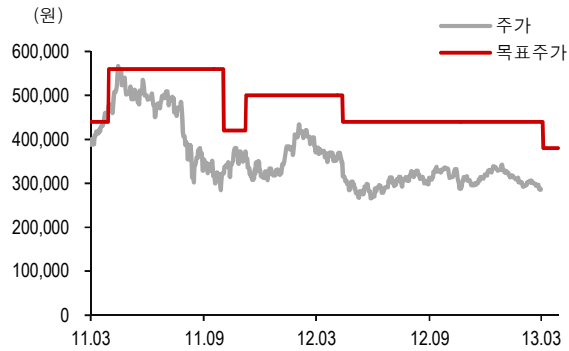
자료: 동양증권 리서치센터, 주: Consensus는 WiseIn 기준(최근 3개월)

[표 1] LG 화학의 실적 추정치 : 2012년 4분기 연결 영업이익 3,639억원 → 2013년 1분기 예상 영업이익 3,790억원

	2011				2012				2013				연간실적			
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2011	2012	2013	2014
생산capa																
에틸렌 (만톤)	44.0	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	47.8	187.3	191.0	191.0	191.0
프로필렌 (만톤)	25.5	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	106.5	108.0	108.0	108.0
부타디엔 (만톤)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	26.5	26.5	26.5	26.5
PVC (만톤)	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5	122.0	122.0	122.0	122.0
PE (만톤)	23.0	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	94.3	95.0	95.0	95.0
PP (만톤)	8.5	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	37.4	38.5	38.5	38.5
SM (만톤)	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	67.8	67.8	67.8	67.8
EG (만톤)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	13.0	13.0	13.0	13.0
ABS (만톤)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	33.8	33.8	33.8	33.8	33.8	120.0	123.8	140.2	156.2
PS (만톤)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	19.0	19.0	19.0	19.0
BPA (만톤)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	10.8	28.0	28.0	43.0	43.0
BR/SBR (만톤)	6.0	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	9.5	28.0	32.0	33.5	38.0
PC (만톤)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	17.0	17.0	17.0	17.0
가성소다 (만톤)	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	19.6	19.6	19.6	51.0	51.0	71.6	78.5
SAP (만톤)	1.8	1.8	2.6	2.6	2.6	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	8.8	15.7	17.4	17.4
2차전지 (억셀)	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	7.7	8.0	8.5	8.8
중대형전지 (만대)		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	9.0	9.0	10.0	10.0	23.0	36.0
편광판 (만㎡)	2,417	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	2,937	3,357	3,357	11,229	11,749	12,589	13,428
FPR (만장)					325	325	325	325	325	325	975	975		2,600		3,900
LCD글라스 (만㎡)						150	150	150	150	150	150	150		600.0	600.0	1,200.0
ITO필름 (만㎡)											75	75			150.0	450.0
매출액	54,909	56,999	58,859	55,989	57,531	59,956	58,335	56,808	58,819	59,204	64,242	65,812	226,756	232,630	248,077	285,618
석화사업	42,979	42,979	43,693	46,419	39,592	44,296	44,540	42,990	43,763	42,031	46,286	47,841	176,070	171,388	179,922	195,810
에틸렌 \$/MT	1,279	1,237	1,088	1,061	1,272	1,122	1,166	1,212	1,280	1,245	1,187	1,162	1,166	1,193	1,214	1,268
프로필렌 \$/MT	1,433	1,435	1,487	1,226	1,365	1,306	1,303	1,261	1,280	1,281	1,287	1,236	1,410	1,309	1,271	1,296
PVC \$/MT	1,074	1,198	1,089	912	996	975	961	950	984	1,012	1,015	1,000	1,068	968	1,003	1,006
LDPE \$/MT	1,686	1,612	1,536	1,367	1,388	1,309	1,267	1,338	1,402	1,379	1,335	1,286	1,553	1,318	1,333	1,331
HDPE \$/MT	1,328	1,362	1,378	1,308	1,365	1,337	1,317	1,355	1,435	1,433	1,443	1,413	1,344	1,344	1,431	1,410
PP \$/MT	1,565	1,584	1,528	1,363	1,368	1,375	1,381	1,406	1,424	1,376	1,375	1,348	1,512	1,383	1,381	1,361
SM \$/MT	1,404	1,410	1,460	1,300	1,433	1,361	1,424	1,586	1,660	1,586	1,542	1,453	1,394	1,454	1,558	1,498
EG \$/MT	1,211	1,155	1,243	1,118	1,065	925	1,007	1,093	1,191	1,027	1,080	1,125	1,182	1,023	1,106	1,137
ABS \$/MT	2,277	2,226	2,178	1,867	2,091	1,903	1,947	1,920	1,970	1,983	1,982	1,942	2,137	1,965	1,969	1,926
PS \$/MT	1,472	1,546	1,580	1,448	1,545	1,507	1,546	1,709	1,803	1,767	1,739	1,674	1,512	1,577	1,746	1,612
BPA \$/MT	2,223	2,435	2,258	1,593	1,688	1,665	1,680	1,752	1,601	1,661	1,657	1,555	2,127	1,691	1,619	1,720
BR/SBR \$/MT	3,700	4,037	4,433	3,402	3,648	3,363	2,998	2,669	2,550	2,767	2,856	2,948	3,893	3,170	2,781	2,788
PC \$/MT	3,233	3,349	3,128	2,858	2,731	2,816	2,614	2,681	2,653	2,683	2,724	2,687	3,142	2,711	2,689	2,708
EDC \$/MT	488	502	445	305	305	312	263	300	300	307	300	294	435	295	300	301
가성소다 \$/MT	367	427	426	449	449	460	460	390	300	300	300	340	417	440	318	312
나프타(원재료) \$/MT	936	991	951	914	1,000	898	926	943	965	953	928	931	948	949	944	973
IT소재	11,930	13,306	12,440	13,281	13,235	15,416	15,345	15,308	15,066	17,173	17,955	17,971	50,957	59,304	68,155	89,808
2차전지	4,997	6,743	6,947	6,079	5,624	5,775	6,114	6,618	7,169	5,775	8,632	8,385	24,766	24,131	29,960	45,279
LCD편광판/전자재	7,288	8,914	8,000	8,453	7,611	8,644	9,231	8,680	7,887	8,966	9,323	9,587	32,655	34,176	35,783	44,529
영업이익	8,313	7,626	7,166	5,082	4,469	4,991	6,005	3,639	3,790	5,410	6,203	5,971	28,187	19,103	21,374	27,585
석화사업	7,331	6,289	5,817	3,851	3,659	3,401	4,361	2,938	2,962	3,876	4,751	4,873	23,268	14,358	16,452	20,023
Cash마진 \$/MT	787	691	651	547	492	466	559	496	483	540	558	550	669	501	533	7,578
IT소재	982	1,357	1,349	1,231	810	1,500	1,644	701	838	1,533	1,451	1,036	4,919	4,745	4,921	7,572
지배주주 순이익	6,385	6,140	5,100	3,412	3,754	3,766	4,527	2,898	2,873	4,136	4,745	4,578	21,037	14,945	16,333	21,126
EPS 원/주													31,794	22,085	24,179	31,162
BPS 원/주													129,485	144,924	163,039	187,641
target PBR 배																2.2
target 주가 원/주																358,887
																412,810

자료 : 동양증권 리서치센터

LG 화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-03-11	BUY	380,000
2013-01-30	BUY	440,000
2013-01-07	BUY	440,000
2012-11-06	BUY	440,000
2012-10-22	BUY	440,000
2012-10-08	BUY	440,000
2012-07-19	BUY	440,000
2012-07-09	BUY	440,000
2012-04-20	BUY	440,000
2012-04-06	BUY	500,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 LG 화학종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.