한화투자증권

LG화학 (051910)

2014. 03. 26 | 기업분석

Analyst 이다솔
dsol99@hanwha.com

Buy(maintain)

목 표 주 가: 350,000원 (유지)
주가(3/25): 254,000원

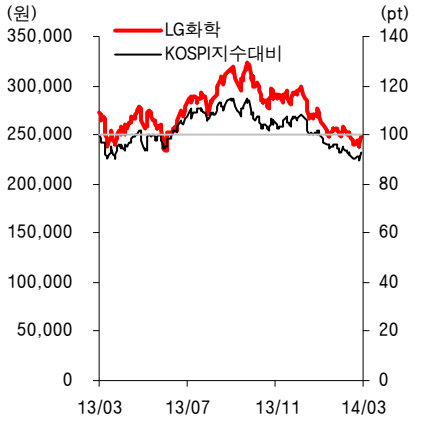
Stock Data

KOSPI(3/25)		1,941.25pt
시가총액		168,329억원
발행주식수		66,271천주
52주 최고가 / 최저가		323,000 / 233,500원
90일 일평균거래대금		523.8억원
외국인 지분율		32.9%
배당수익률(13.12E)		1.6%
BPS(13.12E)		156,965원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	0.0%
	3개월	-10.7%
	6개월	-16.1%

주주구성

(주)LG외 4인	30.1%

Stock Price



너무 오래 쉬었다

석유화학부문의 높은 ROE를 고려할 때 매력적인 주가 수준

동사의 주가는 2014년 P/B 1.4배 수준으로 2010년 이후 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다. 2002년 이후 평균 P/B 2.1배, ROE 24.0% 수준에서 거래되었는데 당사가 추정하는 2014년 ROE가 12.4%임을 고려할 때 Valuation은 매력적이라고 판단된다. 특히 석유화학부문의 ROE는 2014년에도 17.2% 수준을 기록할 것으로 추정되어 Peer Group 내의 롯데케미칼(예상 ROE 7.7%, P/B 1.1배), 한화케미칼(예상 ROE 4.7%, P/B 0.7배)의 석유화학부문 대비 높은 수익성을 기록할 전망이다.

정보전자 부문의 수익성 개선 기대. 편광필름 중국공장 증설에 주목

동사는 글로벌 편광필름 시장에서 M/S 28%를 보유하고 있는 1위업체이다. 그러나 전방산업인 LCD산업의 부진으로 편광필름 수익성이 낮아지고 있다. 이는 2013년 10월 이후 동사의 주가가 Peer Group 대비 부진한 주요 원인이었다. 그러나 2분기에 중국 편광필름 공장이 증설되면서 편광필름 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 이는 1) 중국 LCD패널의 생산 면적 증가율(+30%yoy)이 글로벌 평균(+3.6%yoy)을 상회할 것으로 예상되고, 2) 중국의 전자재료 수입관세가 6%에서 8%로 확대되면서 중국 내 생산설비를 보유한 업체들의 경쟁력이 강화될 전망이기 때문이다. 중국 공장 증설을 통해 동사의 편광필름 Capa는 기존 1.3억m^2에서 1.5억m^2(국내 1.1억m^2/중국 0.4억m^2)로 증가할 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 35만원 유지

LG화학에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 35만원을 유지한다. 국내 석유화학 기업 중에서 가장 높은 ROE가 예상되고 수익성이 저조했던 정보전자부문의 개선이 기대되는 바 현재 주가는 반등을 기대하기 충분한 주가 수준이라고 판단된다.

Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	22,676	23,263	23,154	24,084	25,120
영업이익(십억원)	2,819	1,910	1,743	1,811	2,113
세전계속사업손익(십억원)	2,797	1,880	1,598	1,890	2,199
순이익(십억원)	2,138	1,494	1,264	1,499	1,745
EPS(원)	32,260	22,551	18,600	22,156	25,858
증감률(%)	-0.9	-30.1	-17.5	19.1	16.7
PER(배)	9.8	14.6	13.7	11.5	9.8
PBR(배)	2.5	2.3	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	6.4	8.7	6.8	6.6	5.7
영업이익률(%)	12.4	8.2	7.5	7.5	8.4
EBITDA 마진(%)	15.8	12.0	11.9	11.9	13.1
ROE(%)	25.1	14.9	11.4	12.4	13.0
순부채비율(%)	11.7	14.7	8.0	7.7	4.1

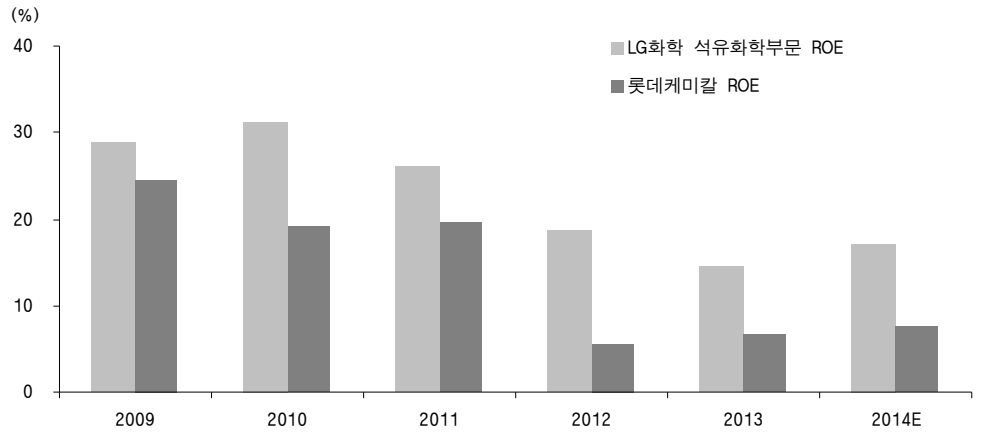
석유화학부문의 높은 ROE를 고려할 때 매력적인 주가 수준

동사의 주가는 2014년 P/B 1.4배 수준으로 2010년 이후 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다. 2002년 이후 평균 P/B 2.1배, ROE 24.0% 수준에서 거래되었는데 당사가 추정하는 2014년 ROE가 12.4%임을 고려할 때 Valuation은 매력적이라고 판단된다.

특히 석유화학부문의 ROE는 2014년에도 17.2% 수준을 기록할 것으로 추정되어 Peer Group 내의 롯데케미칼(예상 ROE 7.7%, P/B 1.1배), 한화케미칼(예상 ROE 4.7%, P/B 0.7배)의 석유화학부문 대비 높은 수익성을 기록할 전망이다.

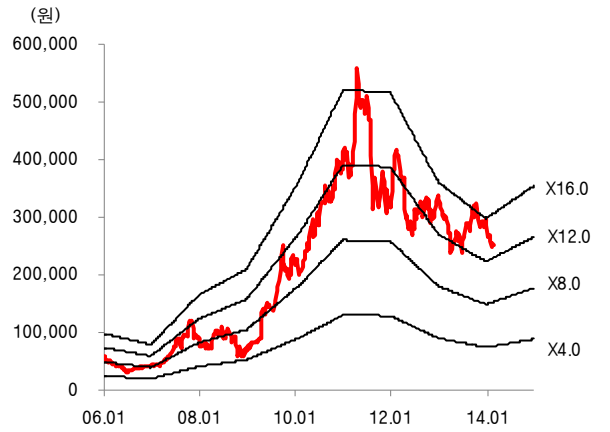
동사는 여전히 전체 영업이익의 78.8%를 석유화학부문에서 창출하고 있는데 해당 산업의 업황 개선세는 2015년까지 지속될 것으로 예상된다. 이는 화학업황이 선진국의 경기회복에 따른 총수요 회복 국면으로 진입했다고 판단되기 때문이다. 특히 2014년에는 스프레드 개선이 에틸렌 계열 중심에서 비에틸렌 계열 중심으로 확산될 것으로 전망되어 동사에 대한 관심이 유효하다.

[그림1] LG화학과 롯데케미칼의 석유화학부문 ROE 비교



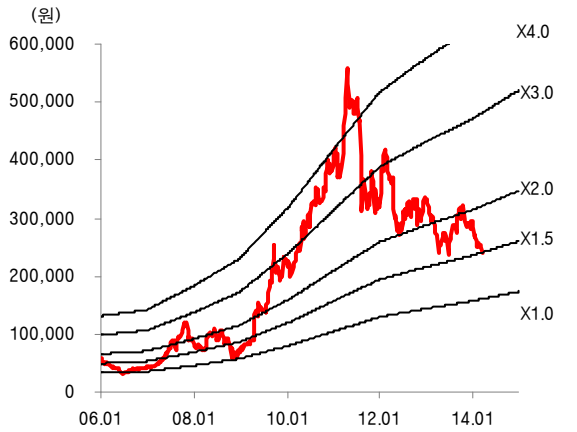
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] LG화학 P/E 추이



자료: 퀀트와이즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] LG화학 P/B 추이



자료: 퀀트와이즈, 한화투자증권 리서치센터

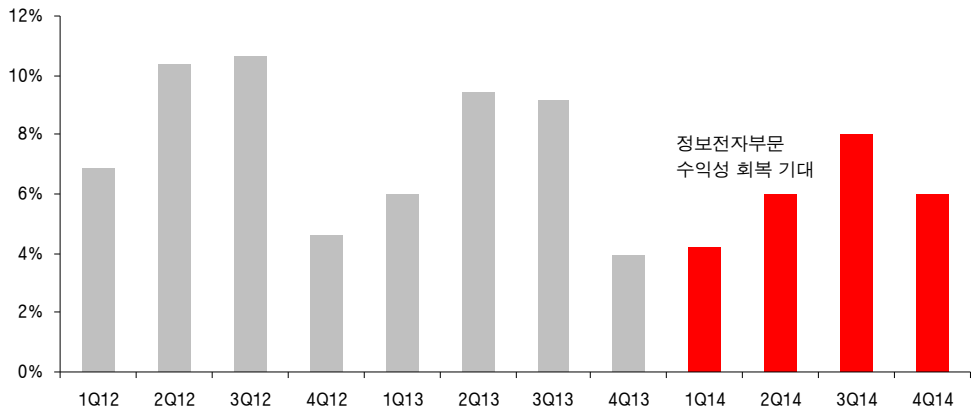
정보전자 부문의 수익성 개선 기대. 편광필름 중국공장 증설에 주목

동사는 글로벌 편광필름 시장에서 M/S 28%를 보유하고 있는 1위업체이다. 그러나 전방산업인 LCD산업의 부진으로 편광필름 수익성이 낮아지고 있다. 이는 2013년 10월 이후동사의 주가가 Peer Group 대비 부진한 주요 원인이었다.

그러나 2분기에 중국 편광필름 공장이 증설되면서 편광필름 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 이는 1) 중국 LCD패널의 생산 면적 증가율(+30%yoy)이 글로벌 평균(+3.6%yoy)을 상회할 것으로 예상되고, 2) 중국의 전자재료 수입관세가 6%에서 8%로 확대되면서 중국 내 생산설비를 보유한 업체들의 경쟁력이 강화될 전망이기 때문이다.

중국 공장 증설을 통해 동사의 편광필름 Capa는 기존 1.3억m^2에서 1.5억m^2(국내 1.1억m^2/중국 0.4억m^2)로 증가할 것이다.

[그림4] LG화학 정보전자부문의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] LG화학 편광필름 증설 현황 (단위:만m2)

	한국 오창	중국 난징
1Q04	950	
2H04		400
2H05		
4Q05	2,600	
4Q06	4,900	
3Q08	2,400	
2Q13		2,000
1Q14		1,800
합계	10,850	4,200

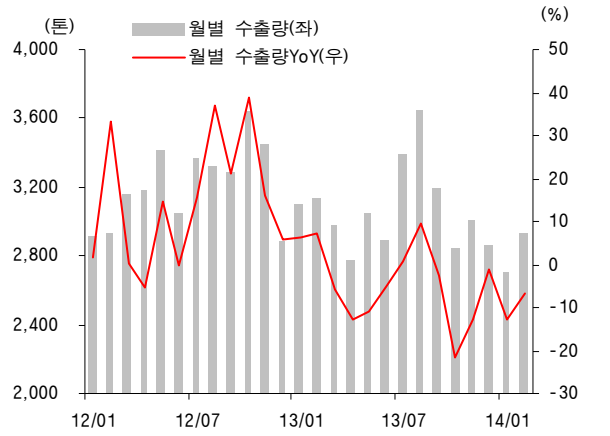
자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[표2] LG화학 정보전자부문 주요 제품 및 경쟁사 현황

아이템	LG 화학 현재 상황	경쟁사
편광필름	Capa : 1.3 억 m2 M/S: 28% (1 위), 주요고객 : LGD(70%), BOE(8%), AUO(6%)등	니토덴토(일본) : M/S 27%(2 위), 삼성전자 위주 공급 스미토모(일본) : M/S 20%(3 위), 삼성전자 위주 공급
소형전지	Capa : 원통형 4200 만셀, 각형 3100 만셀, 폴리머 1700 만셀 2013 년에 폴리머 증설(상반기 500 만셀, 하반기 500 만셀) M/S: 19%(3 위), 증설 후에는 2 위 예상됨	삼성 SDI(한국) : M/S 28%(1 위) 파나소닉(일본): M/S 19%(2 위) 소니(일본) : M/S 8%(4 위)
중대형전지	Capa: 오창, 미국 전기차 기준 20 만대 이상 공급 가능 주요고객 : GM, 포드, 현대기아, 르노, 볼보, 미쓰비시 등 10 여개	삼성 SDI(한국) : BMW, 폭스바겐 등을 고객으로 보유 AESC(일본) : 닛산에 중대형전지 납품. PEVE(일본) : 도요타에 중대형전지 납품
3D FPR	Capa: 47 인치 패널기준 2300 만장(1 호라인) M/S: 80% 이상(1 위), 2013 년에 2 호라인 증설(2300 만장 추가)	DNP(일본) : M/S 20% 이하, 그러나 수율 문제로 원가경쟁력 없음
LCD 글라스	Capa: 1 호라인 투자완료 했으나 상업생산 미정 M/S: 1.5%(5 위). 단, Capa 풀가동했을 경우임	삼성코닝(한국): M/S 26%(1 위), 오버플로우 방식 아사히(일본): M/S 25%(2 위), 플로팅 방식 코닝(미국): M/S 23%(3 위), 오버플로우 방식 NEG: M/S 22%(4 위), 오버플로우 방식

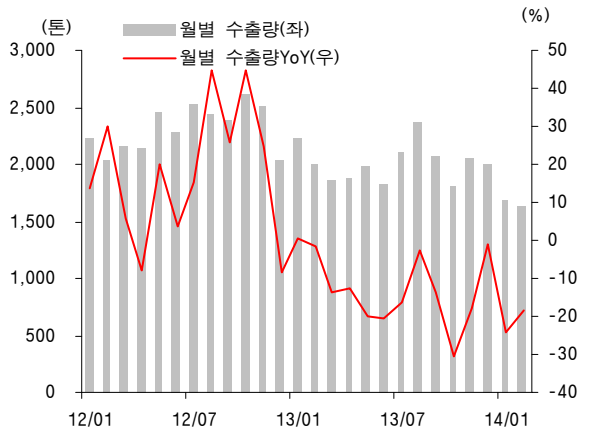
자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한국의 편광필름 월별 수출량과 증가율 : 전체



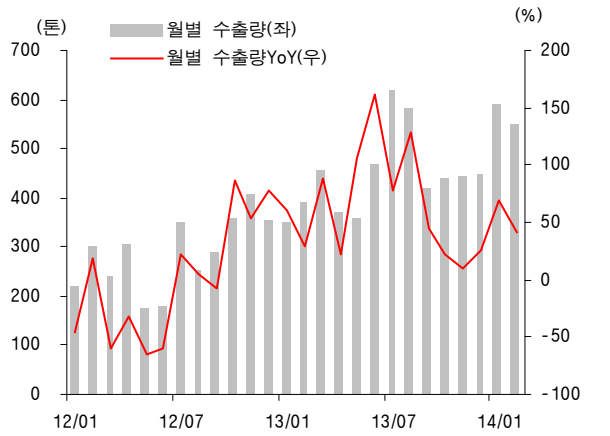
자료: 무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국의 편광필름 월별 수출량과 증가율 : 중국



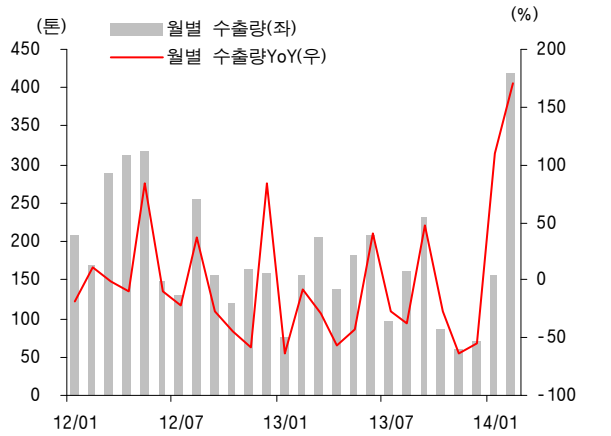
자료: 무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한국의 편광필름 월별 수출량과 증가율 : 대만



자료: 무역협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한국의 편광필름 월별 수출가격: 폴란드



자료: 무역협회, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**22,676**	**23,263**	**23,154**	**24,084**	**25,120**
매출원가	18,595	19,955	19,930	20,948	21,625
매출총이익	**4,081**	**3,308**	**3,224**	**3,136**	**3,495**
판매비 및 관리비	1,262	1,398	1,481	1,325	1,382
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	**2,819**	**1,910**	**1,743**	**1,811**	**2,113**
EBITDA	3,575	2,784	2,765	2,876	3,282
영업외 손익	**-22**	**-30**	**-145**	**79**	**86**
이자수익	28	30	36	43	45
이자비용	67	73	64	67	67
외화관련손익	22	-5	-30	0	0
지분법손익	15	12	8	22	26
세전계속사업손익	**2,797**	**1,880**	**1,598**	**1,890**	**2,199**
계속사업법인세비용	627	374	328	378	440
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,170	1,506	1,270	1,512	1,759
지배주주지분	2,138	**1,494**	**1,264**	**1,499**	**1,745**
포괄손익	2,158	1,419	1,183	1,425	1,672
매출총이익률(%)	18.0	14.2	13.9	13.0	13.9
EBITDA마진율(%)	15.8	12.0	11.9	11.9	13.1
영업이익률(%)	12.4	8.2	7.5	7.5	8.4
당기순이익률(지배주주)(%)	9.4	6.4	5.5	6.2	6.9
ROA(%)	15.5	9.5	7.4	8.1	8.8
ROE(%)	25.1	14.9	11.4	12.4	13.0
ROIC(%)	23.2	13.6	11.5	11.3	12.1

대차대조표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**7,256**	**7,453**	**8,303**	**8,803**	**9,020**
현금 및 현금성자산	1,379	721	1,707	1,639	2,026
단기금융상품	12	645	478	497	517
매출채권	3,229	3,230	3,460	3,777	3,454
재고자산	2,475	2,628	2,418	2,640	2,763
비유동자산	8,029	9,128	9,604	10,565	11,508
투자자산	446	546	593	617	642
유형자산	7,376	8,348	8,760	9,691	10,604
무형자산	207	234	252	257	262
자산총계	15,286	16,581	17,907	19,368	20,528
유동부채	4,724	4,338	4,789	5,021	4,722
매입채무	2,453	2,289	2,374	2,592	2,280
단기차입금	1,838	1,752	2,087	2,087	2,087
비유동성부채	854	1,478	1,388	1,402	1,398
장기금융부채	689	1,195	1,042	1,042	1,042
부채총계	**5,578**	**5,816**	**6,178**	**6,423**	**6,119**
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
자본조정	-27	-103	-103	-103	-103
기타포괄손익누계액	-11	-87	-87	-87	-87
이익잉여금	8,053	9,205	10,175	11,391	12,855
지배회사지분	**9,553**	**10,629**	**11,600**	**12,816**	**14,279**
소수주주지분	154	136	130	130	130
자본총계	9,708	10,765	11,730	12,945	14,409
순차입금	**1,136**	**1,581**	**944**	**993**	**586**

주요지표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	9.8	14.6	13.7	11.5	9.8
PBR(배)	2.5	2.3	1.6	1.5	1.3
PSR(배)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
배당수익률(%)	1.3	1.2	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	6.4	8.7	6.8	6.6	5.7
성장성(%,YOY)					
매출액	16.5	2.6	-0.5	4.0	4.3
영업이익	-0.1	-32.2	-8.8	3.9	16.7
세전계속사업손익	-0.8	-32.8	-15.0	18.3	16.4
지배주주지분 당기순이익	-0.9	-30.1	-15.5	18.7	16.4
포괄손익	1.0	-34.2	-16.7	20.5	17.4
EPS	-0.9	-30.1	-17.5	19.1	16.7
안정성(%)					
유동비율	153.6	171.8	173.4	175.3	191.0
부채비율	57.5	54.0	52.7	49.6	42.5
이자보상배율	71.2	44.7	61.6	76.2	95.9
순차입금/자기자본	11.7	14.7	8.0	7.7	4.1
주당지표(원)					
EPS	32,260	22,551	18,600	22,156	25,858
BPS	129,276	143,834	156,965	173,420	193,222
EBITDA/Share	48,382	37,671	37,419	38,916	44,413
CFPS	49,285	37,748	36,781	34,763	39,206
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

현금흐름표

(단위: 십억원)

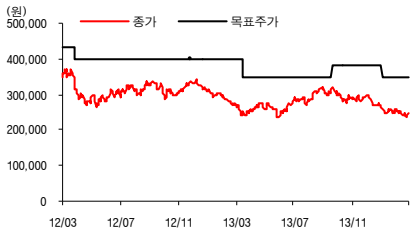
12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금	**2,240**	**1,766**	**2,450**	**2,251**	**2,788**
당기순이익	2,797	1,880	1,541	1,512	1,759
비현금수익비용가감	846	909	1,177	1,057	1,138
유형자산감가상각비	741	855	1,000	1,043	1,147
무형자산상각비	16	19	23	21	22
기타현금수익비용	13	-60	155	-8	-31
영업활동 자산부채변동	**-656**	**-519**	**3**	**-318**	**-109**
매출채권 감소(증가)	-534	-120	-288	-318	323
재고자산 감소(증가)	-276	-221	189	-222	-123
매입채무 증가(감소)	172	93	12	218	-313
기타자산, 부채변동	-19	-271	90	4	4
투자활동 현금	**-2,280**	**-2,655**	**-1,348**	**-2,023**	**-2,106**
유형자산처분(취득)	**-2,191**	**-1,898**	**-1,456**	**-1,975**	**-2,060**
무형자산 감소(증가)	-27	-31	-29	-27	-27
투자자산 감소(증가)	0	0	-7	-16	-13
기타투자활동	-63	-725	145	-6	-6
재무활동 현금	63	246	-123	-296	-296
차입금의 증가(감소)	**389**	**562**	**186**	**0**	**0**
자본의 증가(감소)	-319	-316	-308	-296	-296
배당금의 지급	319	316	308	296	296
기타재무활동	-7	0	0	0	0
현금의 증가	11	-659	987	-68	387
기초현금	**1,368**	**1,379**	**721**	**1,707**	**1,639**
기말현금	1,379	721	1,707	1,639	2,026

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이다솔)
상기종목에 대하여 2014년 03월 26일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
당사는 2014년 03월 26일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

LG화학 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2011.07.01	2012.04.20	2012.06.08	2012.07.19	2012.07.31	2012.08.21	2012.09.04	2012.09.18
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이다솔	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
일 시	2012.10.16	2012.10.17	2012.10.22	2012.10.30	2012.11.06	2012.11.13	2012.11.26	2012.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
일 시	2012.12.11	2013.01.15	2013.01.22	2013.01.24	2013.01.29	2013.01.30	2013.02.13	2013.04.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	350,000
일 시	2013.04.22	2013.06.12	2013.06.20	2013.07.23	2013.08.05	2013.10.15	2013.10.21	2013.12.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	350,000	350,000	350,000	350,000	350,000	380,000	380,000	380,000
일 시	2014.01.28	2014.02.26	2014.03.15	2014.03.26				
투자의견	Buy	Buy	투자의견변경	Buy				
목표가격	350,000	350,000		350,000				

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy	절대수익률 +15% 이상 기대	Overweight	비중확대
Hold	절대수익률 -15%~+15% 기대	Neutral	중립
Sell	절대수익률 -15% 미만	Underweight	비중축소
Not Rated	투자의견 없음		