

2023. 2. 1



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **900,000 원**

현재주가 (1.31) **690,000 원**

상승여력 **30.4%**

KOSPI	2,425.08pt
시가총액	487,087억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.63%
외국인비중	48.56%
52주 최고/최저가	740,000원/439,000원
평균거래대금	1,318.1억원

주요주주(%)	
LG 외 2 인	33.37
국민연금공단	6.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.0	14.4	8.0
상대주가	6.1	15.7	18.6

주가그래프



LG화학 051910

4Q22 Review: 기초소재 적자, 양극재 수익성 악화

- ✓ 4Q22 영업이익 1,913억원으로 낮아진 시장 예상치에 부합
석유화학 정기보수 등 일회성 비용 -1,400억원, 양극재 마진율 2% 하회
- ✓ 1Q23 영업이익 4,243억원을 추정: 석유화학 소폭 흑자, 양극재 마진율 6% 추정
- ✓ 2023년 양극재 부문 LGES 외 신규 고객사 확보의 첫 성과 가시성 높아
- ✓ 2023년 하반기 석유화학 업황 개선, 전지소재 사업 경쟁력, 자회사 LGES 가치 투자 의견 Buy 유지하나 적정주가는 90만원으로 하향 제시

4Q22 Review: 영업이익 1,913억원으로 낮아진 시장 기대치에 다소 부합

동사는 4Q22 영업이익 1,913억원으로 부진한 실적을 시현했다. 시장 예상치를 하회한 배경은 (1) 기초소재 적자전환: 정기보수 등 일회성 비용 1,400억원, (2) 첨단소재: 양극재를 포함한 전제품 수익성 악화 등이다. 특히 2~3Q22 20% 이상의 수익성을 기록했던 양극재 부문은 고객사 재고조정/판매단가 하락/성과급 및 고객사항일회성 비용으로 매출액 9,816억원, 영업이익 177억원(OPM 1.8%)을 시현했다.

1Q23 영업이익 4,243억원을 추정: 석유화학 흑자전환, 양극재 이익률 6%

2023년 연간 동사의 연결 영업이익은 2.7조원을 추정한다. 주요 내용은 (1) 매분기 석유화학 시황 개선 (중국 경기성장률 5% 목표 제시에 경기부양책 효과 기대), (2) 양극재 출하량 증가에 따른 이익 반등, (3) LG에너지솔루션 분기별 이익 반등을 배경으로 한다. 당사의 23년 연간 양극재부문 매출액 6.0조원, 영업이익 3,928억원으로 회사측의 수익성 가이드선 대비 다소 보수적 전망치를 제시한다.

사업부별 경쟁력 감안하여 투자의견 Buy는 유지하나, 23년 전지소재부문 추정치 변경으로 적정주가 90만원으로 하향 제시

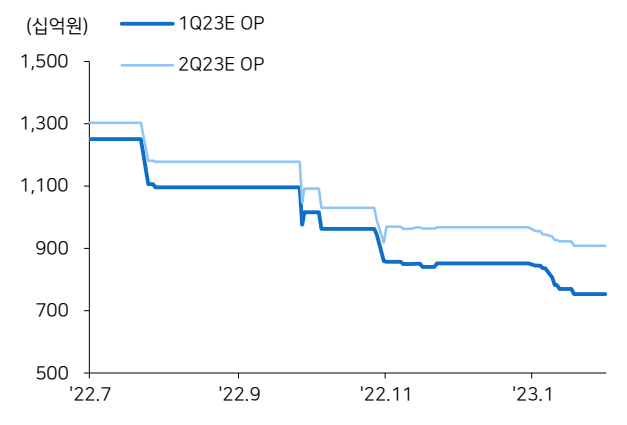
동사의 주가 Re-rating 요인은 (1) LGES와 연계한 전지소재 경쟁력(제품 수직계열화 포트폴리오 등), (2) LGES 지분 매각 등의 자금 확보 능력, (3) 2023년 중국 경기 부양 시행에 따른 석유화학 Cycle 반등이다. 동사에 투자의견 Buy를 유지한다. 단, 전지소재(양극재) 및 석유화학 추정치 조정으로 적정주가는 90만원(LGES 지분 가치 51.5조원, 첨단소재부문 EV/EBITDA 24배 적용 등)을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	30,058.9	1,805.4	512.6	6,170	68.0	230,440	133.6	3.6	16.6	2.9	120.3
2021	42,654.7	5,025.5	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022E	51,864.9	2,995.7	1,844.9	25,041	-45.1	414,127	24.0	1.4	9.1	6.8	80.7
2023E	69,819.0	2,755.3	1,714.4	23,192	-12.8	426,023	29.8	1.6	10.4	5.2	95.9
2024E	85,354.1	5,220.4	3,326.9	46,035	98.0	458,518	15.0	1.5	7.8	9.6	104.5

표1 LG화학 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022P	2023E	2024E
매출액	16,074.1	17,366.6	17,764.7	18,613.6	19,602.6	21,048.9	21,826.2	22,876.3	51,864.9	69,819.0	85,354.1
기초소재	6,797.9	7,551.1	7,791.9	7,717.0	7,853.3	8,138.0	8,145.0	7,940.1	21,724.0	29,857.9	32,076.4
첨단소재	1,964.6	1,963.9	2,112.2	2,307.0	2,392.1	2,666.1	2,932.6	3,379.2	8,051.0	8,347.7	11,369.9
양극재	1,358	1,486	1,507	1,698	1,740	2,063	2,320	2,772	4,568.3	6,048.5	8,894.7
에너지솔루션	8,088.8	8,738.6	8,960.5	9,479.6	10,174.5	10,997.0	11,745.1	12,400.7	25,598.6	35,267.5	45,317.2
팜한농/바이오	525.8	555.6	375.1	471.9	578.4	666.7	416.4	553.7	1,703.0	1,928.4	2,215.2
영업이익	424.3	663.9	763.1	904.0	1,123.2	1,245.0	1,350.2	1,502.0	2,995.7	2,755.3	5,220.4
%OP	2.6%	3.8%	4.3%	4.9%	5.7%	5.9%	6.2%	6.6%	5.8%	3.9%	6.1%
기초소재	60.9	174.2	231.7	288.2	412.1	432.8	418.1	454.4	1,075.0	755.0	1,717.4
첨단소재	131.9	143.7	149.0	165.7	175.1	198.0	221.9	258.3	923.0	590.4	853.3
양극재	82.9	95.1	99.5	115.5	120.1	144.4	167.1	202.3	700.4	392.8	633.8
에너지솔루션	423.1	567.1	629.6	702.5	733.5	827.2	957.5	1,041.3	1,202.2	2,322.3	3,559.4
팜한농/바이오	58.4	39.0	2.8	-2.4	52.6	37.0	2.7	-1.9	114.0	97.8	90.3
세전이익	381.5	607.2	702.1	840.7	1,053.7	1,168.1	1,270.2	1,420.8	2,841.4	2,531.5	4,912.8
순이익(지배주주)	258.4	411.2	475.4	569.3	713.5	791.0	860.2	962.2	1,844.9	1,714.4	3,326.9
%YoY											
매출액	38.5	42.0	25.3	34.4	22.0	21.2	22.9	22.9	21.6	34.6	22.3
영업이익	-58.6	-24.5	-15.3	372.6	164.7	87.5	76.9	66.1	-40.4	-8.0	89.5
세전이익	-62.7	-35.6	-26.5	흑전	176.2	92.4	80.9	69.0	-46.1	-10.9	94.1
순이익(지배주주)	-62.5	-37.6	-22.6	흑전	176.2	92.4	80.9	69.0	-49.7	-7.1	94.1
%QoQ											
매출액	16.0	8.0	2.3	4.8	5.3	7.4	3.7	4.8			
영업이익	121.8	56.5	14.9	18.5	24.2	10.8	8.5	11.2			
세전이익	흑전	59.2	15.6	19.7	25.3	10.9	8.7	11.9			
순이익(지배주주)	흑전	59.2	15.6	19.7	25.3	10.9	8.7	11.9			

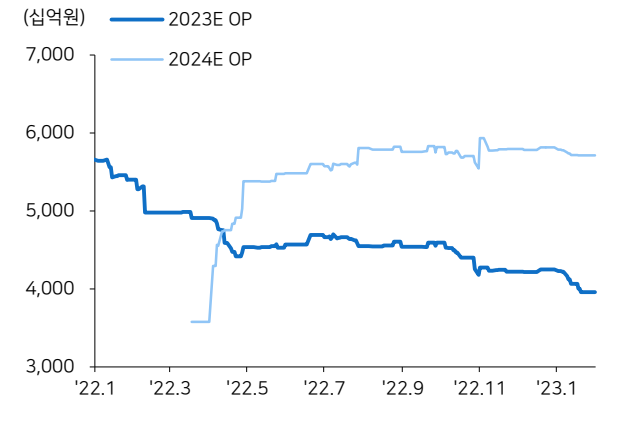
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG화학 분기 영업이익 컨센서스 추이



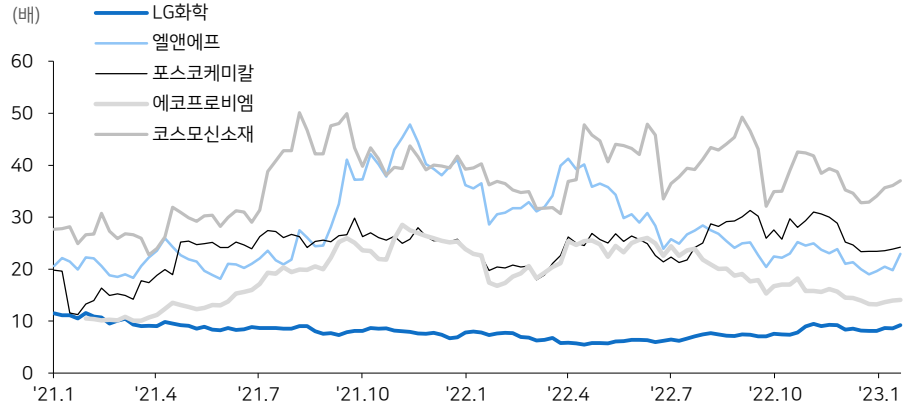
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG화학 연간 영업이익 컨센서스 추이



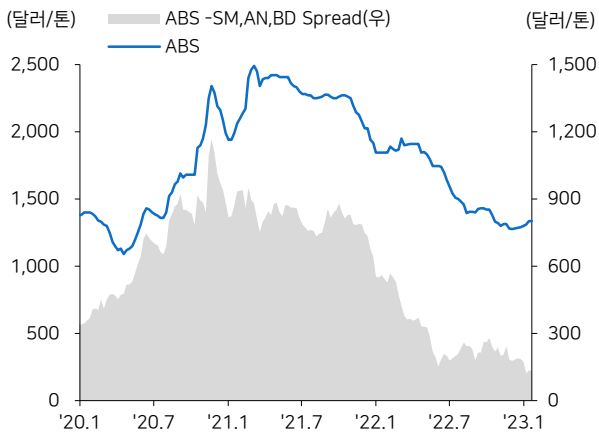
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 양극재 기업의 EV/EBITDA 비교



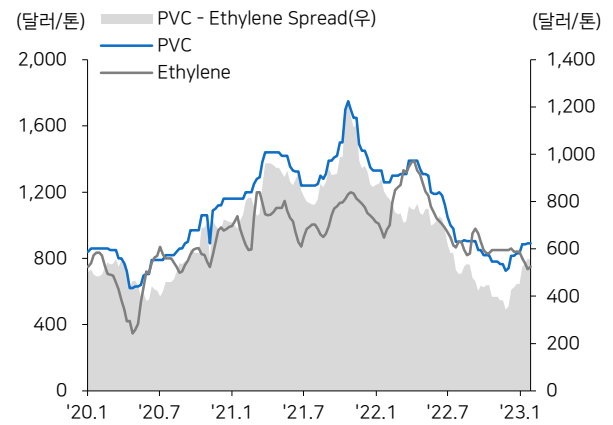
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ABS 스프레드 추이



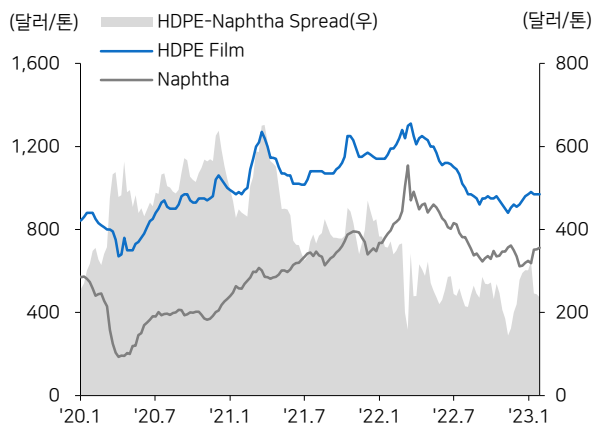
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PVC 스프레드 추이



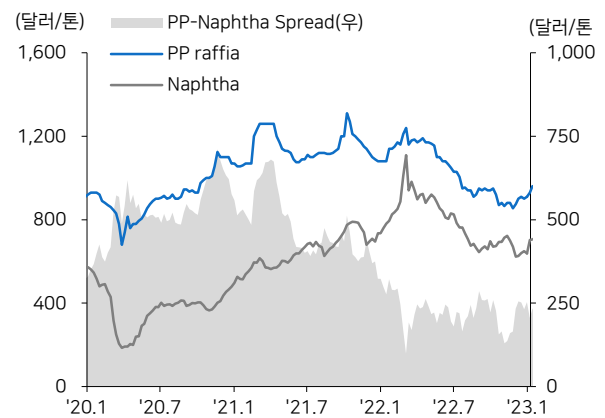
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 HDPE 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PP 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	30,058.9	42,654.7	51,864.9	69,819.0	85,354.1
매출액증가율 (%)	9.9	41.9	21.6	34.6	22.3
매출원가	23,741.4	31,436.4	45,758.3	64,913.3	70,879.7
매출총이익	6,317.5	11,218.3	6,106.6	4,905.7	14,474.4
판매관리비	4,512.1	6,192.8	3,110.9	2,150.3	9,254.0
영업이익	1,805.4	5,025.5	2,995.7	2,755.3	5,220.4
영업이익률	6.0	11.8	5.8	3.9	6.1
금융손익	-691.4	25.9	-273.7	-195.8	-279.6
중속/관계기업손익	9.3	-6.6	-20.3	12.0	12.0
기타영업외손익	-171.7	-154.1	111.3	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	951.6	4,890.7	2,813.0	2,531.5	4,912.8
법인세비용	367.8	1,235.8	648.6	607.6	1,179.1
당기순이익	682.4	3,953.9	2,195.5	1,924.0	3,733.7
지배주주지분 손이익	512.6	3,669.8	1,844.9	1,714.4	3,326.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,319.7	20,413.8	33,412.2	38,525.1	44,974.5
현금및현금성자산	3,274.3	3,760.8	5,877.9	3,031.4	2,354.8
매출채권	5,298.4	6,387.0	8,751.6	11,759.7	14,452.8
재고자산	5,349.7	8,283.5	12,205.9	16,401.3	20,157.4
비유동자산	25,069.2	30,721.5	36,535.8	39,535.7	42,566.1
유형자산	20,567.5	24,378.3	28,056.2	30,551.4	33,128.2
무형자산	2,279.9	2,444.3	2,541.5	2,260.5	2,010.7
투자자산	558.8	1,639.1	3,049.8	3,835.5	4,539.0
자산총계	41,388.9	51,135.3	69,948.0	78,060.8	87,540.5
유동부채	12,624.2	15,062.1	17,121.8	23,065.3	28,521.3
매입채무	3,458.5	3,742.1	5,234.1	7,033.2	8,643.8
단기차입금	879.8	1,688.4	2,463.3	2,463.3	2,463.3
유동성장기부채	669.1	1,788.7	2,678.0	4,138.0	5,338.0
비유동부채	9,974.2	12,863.2	14,117.0	15,145.5	16,218.7
사채	5,376.8	7,412.7	6,962.7	7,062.7	7,262.7
장기차입금	3,131.3	3,628.6	5,214.2	5,614.2	6,014.2
부채총계	22,598.5	27,925.3	31,238.8	38,210.8	44,739.9
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,692.5	2,696.4	11,377.4	11,377.4	11,377.4
기타포괄이익누계액	-165.1	551.4	1,398.7	1,398.7	1,398.7
이익잉여금	15,175.3	18,092.0	19,288.1	20,219.3	22,763.1
비지배주주지분	751.3	1,516.2	6,290.9	6,500.5	6,907.3
자본총계	18,790.4	23,210.0	38,709.2	39,850.0	42,800.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5,840.8	5,509.8	-354.8	2,549.0	4,998.0
당기순이익(손실)	682.4	3,953.9	2,195.5	1,924.0	3,733.7
유형자산상각비	2,130.0	2,617.7	3,152.3	3,704.9	4,023.2
무형자산상각비	181.0	223.2	288.0	281.0	249.9
운전자본의 증감	1,266.4	-3,006.7	-5,803.4	-3,360.8	-3,008.9
투자활동 현금흐름	-5,296.4	-5,349.3	-11,600.3	-6,985.7	-7,303.5
유형자산의증가(CAPEX)	-5,535.8	-5,773.6	-6,837.8	-6,200.0	-6,600.0
투자자산의감소(증가)	26.2	-1,087.0	-1,434.0	-785.7	-703.5
재무활동 현금흐름	938.1	123.7	13,740.5	1,590.3	1,628.9
차입금의 증감	1,829.5	4,521.2	3,093.9	2,373.4	2,412.0
자본의 증가	417.9	3.9	8,681.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,385.6	486.6	2,117.1	-2,846.5	-676.6
기초현금	1,888.6	3,274.3	3,760.8	5,877.9	3,031.4
기말현금	3,274.3	3,760.8	5,877.9	3,031.4	2,354.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	425,809	604,240	734,710	989,044	1,209,112
EPS(지배주주)	6,170	50,674	25,041	23,192	46,035
CFPS	68,507	122,548	89,249	94,600	133,589
EBITDAPS	58,311	111,434	91,171	95,494	134,483
BPS	230,440	277,127	414,127	426,023	458,518
DPS	10,000	12,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	1.2	2.0	1.7	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	133.6	12.1	24.0	29.8	15.0
PCR	12.0	5.0	6.7	7.3	5.2
PSR	1.9	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR	3.6	2.2	1.4	1.6	1.5
EBITDA	4,116.3	7,866.4	6,436.0	6,741.2	9,493.5
EV/EBITDA	16.6	7.4	9.1	10.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	18.5	6.8	5.2	9.6
EBITDA 이익률	13.7	18.4	12.4	9.7	11.1
부채비율	120.3	120.3	80.7	95.9	104.5
금융비용부담률	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	9.1	23.8	10.1	7.2	12.1
매출채권회전율(x)	6.7	7.3	6.9	6.8	6.5
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.1	4.9	4.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 화학 (051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.01.28	기업브리프	Buy	1,120,000	노우호	-21.0	-8.2	
2021.04.29	기업브리프	Buy	1,200,000	노우호	-34.7	-20.8	
2022.02.09	기업브리프	Buy	980,000	노우호	-45.4	-32.6	
2022.07.25	기업브리프	Buy	950,000	노우호	-33.2	-22.1	
2023.02.01	기업브리프	Buy	900,000	노우호	-	-	