

2023. 7. 27



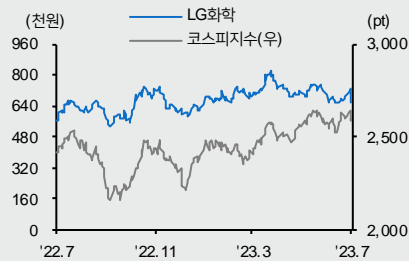
▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	760,000 원
현재주가 (7.27)	658,000 원
상승여력	15.5%
KOSPI	2,603.81pt
시가총액	464,498억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.63%
외국인비중	46.37%
52주 최고/최저가	825,000원/536,000원
평균거래대금	1,881.4억원
주요주주(%)	
LG 외 2 인	33.37
국민연금공단	7.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-3.9	16.5
상대주가	-7.2	-8.4	8.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	42,599.3	5,026.4	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022	51,864.9	2,995.7	1,845.4	25,047	-45.1	401,764	24.0	1.5	9.1	6.9	81.4
2023E	57,281.9	2,164.7	1,504.2	20,289	-15.5	408,565	32.4	1.6	11.0	4.8	89.2
2024E	70,758.2	4,294.5	2,421.9	33,214	58.8	429,499	19.8	1.5	8.2	7.4	107.0
2025E	87,789.8	9,649.5	5,777.4	80,748	142.1	493,298	8.1	1.3	5.0	16.0	108.1

LG화학 051910

투자의견 Hold 하향: 힘겨운 보릿고개

- ✓ 2Q23 Review: 양극재/석유화학 부진, 자회사 총당금 반영으로 컨센서스 하회
양극재 매출액/영업이익 -16%/-32% QoQ 감소, 석유화학은 구조적 불황기 지속
- ✓ LGES와의 전지 생태계 구축의 Narrative는 위대하나 동사의 양극재 등 전지소재 실질 이익 체력 부진은 현 주가에 부담→ 현 시점 전지소재 주가 할증근거 적어보여
- ✓ 석유화학 여전한 Down-Cycle: 연간 신규 공급규모 감소 전망이 핵심은 아닌 점
- ✓ 연간 추정치 변화/양극재 경쟁사 대비 Discount/자회사 LGES 적정가치 변경으로 투자의견 Hold, 적정주가 76만원으로 기존 의견 대비 하향 제시

2Q23 Review: 양극재 매출액 1.3조원, 영업이익 932억원(OPM 7.2%)

동사의 2Q23 영업실적은 매출액 14,500억 원, 영업이익 6,156억 원으로 시장 예상치를 하회했다. 자회사 LGES의 GM Bolt 리콜 비용 총당금 1,510억 원은 예상 외 변수이나, 기존 주요 사업 부진은 쇼크 요인이다. 최대 투자 포인트였던 양극재는 매출액 1,290억 원(기존 추정 1,380억 원), 영업이익 932억 원(기존 추정 996억 원)으로 예상치 하회, 유럽 고객사향 출하량 감소와 주요 원재료 가격 급락에 판매단가 하락/저가법 손실 등으로 수익성이 부진했다. 석유화학은 리오프닝에도 수요 회복 지연, 아시아 역내 공급량 증가의 구조적 공급과잉 영향으로 적자가 지속되었다.

LGES향 소재 공급사간 경쟁 심화 & 경쟁사들 대비 할증 근거 적어보여

동사는 중장기 LGES향 소재 내재화 및 외부 고객사향 판매 목표를 제시했다. 최근 신규 고객사 확보 가시성에 대해 언급된 바 있고, 신규 고객사향 물량 출시 시점은 2026년 이후로 판단된다. 현 시점 동사는 판매물량이 보장되지 않아 최종 고객사의 업황 변동에 출하량 변동성이 확대될 점이다. 하반기 다소 부정적 판매량/단가 흐름에 양극재 매출액은 -39% HoH 감소할 전망이다. 향후 LGES 등 고객사들과의 물량 보장 계약 등 출하량 및 판매단가 흐름에 변화가 감지될 시점에 맞춰 추정치와 투자의견은 변경여지가 있다.

2H23 부정적 사업전개를 예상, 투자의견 Hold/적정주가 76만원으로 하향

기존 동사에 Narrative(LGES와 전지 생태계 구축)는 유효하다. 단, 이를 뒷받침하는 동사의 실질 이익 체력이 관건이다. 양극재는 매출액/수익성 전망치 하향 조정, 기초소재는 Cycle 바닥이 아닌, 구조적 불황으로 판단한다. 또한 자회사 LGES의 적정가치 하향으로 동사에 투자의견 Hold와 적정주가 76만원으로 하향 제시한다.

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	14,541.5	12,226.8	18.9	13,852.3	0.4	15,567.9	-6.6	16,587.1	-12.3
영업이익	615.6	879.0	-30.0	191.3	-10.9	814.9	-24.5	823.0	-25.2
세전이익	780.5	942.8	-17.2	-79.3	-14.8	737.1	5.9	735.3	6.1
순이익(지배주주)	597.7	659.3	-9.3	-116.5	26.1	476.0	25.6	497.9	20.0
영업이익률(%)	4.2	7.2		4.8		5.2		5.0	
순이익률(%)	4.1	5.4		3.3		3.1		3.0	

자료: LG화학, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	14,486.3	14,541.5	13,828.0	14,426.1	15,376.5	17,459.9	18,671.1	19,250.8	57,281.9	70,758.2	87,789.8
기초소재	4,579.0	4,559.0	5,171.3	5,080.4	5,343.6	5,588.1	5,645.5	5,468.6	19,389.8	22,045.8	23,403.3
첨단소재	2,561.0	2,220.0	1,785.0	1,725.0	1,945.7	2,123.8	2,412.1	2,538.6	8,291.0	9,020.1	11,013.9
양극재	1,539.9	1,295.1	908.1	829.2	1,002.0	1,212.9	1,476.6	1,582.1	4,572.3	5,273.5	6,976.9
에너지솔루션	8,747.1	8,773.5	7,994.6	8,643.5	9,187.5	10,707.4	11,754.8	12,266.4	34,158.6	43,916.1	57,148.1
팜한농/바이오	543.0	564.0	545.6	580.8	597.3	676.8	510.2	624.5	2,233.4	2,408.8	2,833.3
영업이익	690.7	615.6	328.2	530.3	756.0	937.9	1,189.1	1,411.5	2,164.8	4,294.5	9,649.5
%OP	4.8%	4.2%	2.4%	3.7%	4.9%	5.4%	6.4%	7.3%	3.8%	6.1%	11.0%
기초소재	-51.0	-13.0	-122.1	-59.9	-17.1	10.6	30.4	34.1	-246.0	58.1	409.3
첨단소재	203.0	185.0	74.7	91.6	111.7	122.7	149.0	165.1	554.3	548.4	840.7
양극재	137.1	93.2	13.6	15.8	29.1	42.5	66.4	80.7	259.7	218.6	486.0
에너지솔루션	633.2	460.6	455.8	580.8	701.4	884.7	1,088.0	1,292.7	2,130.3	3,966.8	8,635.8
팜한농/바이오	50.0	18.0	19.8	17.8	60.0	19.8	21.8	19.6	105.6	121.2	163.8
세전이익	915.9	780.5	243.6	442.4	657.8	826.3	1,068.6	1,288.5	2,382.4	3,841.3	9,156.5
순이익(지배주주)	474.2	597.7	148.1	284.3	411.3	523.8	672.8	814.0	1,504.2	2,421.9	5,777.4
%YoY											
매출액	24.8	18.9	-2.5	4.1	6.1	20.1	35.0	33.4	10.4	23.5	24.1
영업이익	-32.6	-30.0	-63.6	177.2	9.4	52.4	262.3	166.2	-27.7	98.4	124.7
세전이익	-10.5	-17.2	-74.5	흑전	-28.2	5.9	338.7	191.3	-16.2	61.2	138.4
순이익(지배주주)	-31.1	-9.3	-75.9	흑전	-13.3	-12.4	354.3	186.4	-18.5	61.0	138.6
%QoQ											
매출액	4.6	0.4	-4.9	4.3	6.6	13.5	6.9	3.1			
영업이익	261.1	-10.9	-46.7	61.6	42.6	24.1	26.8	18.7			
세전이익	흑전	-14.8	-68.8	81.6	48.7	25.6	29.3	20.6			
순이익(지배주주)	흑전	26.1	-75.2	92.0	44.7	27.4	28.4	21.0			

자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

표3 LG화학 적정주가 76만원으로 하향 제시

사업가치 (A)	EBITDA(23년)	Fair Value
기초소재 (롯데케미칼 대비 -20% 할인 적용)	546	4,95
첨단소재	488	12,190
양극재(포스코퓨처엠 대비 -20% 할인)	340	6,794
LGES 보유 가치 (지분율 * 지주사 할인율 60% 반영)		74,108
기업가치(십억원)		74,108
순차입금/보증 (B)		12,738
적정 시가총액 (A-B), (십억원)		58,919
발행 주식수(천주)		76,778
적정주가(원)		760,000

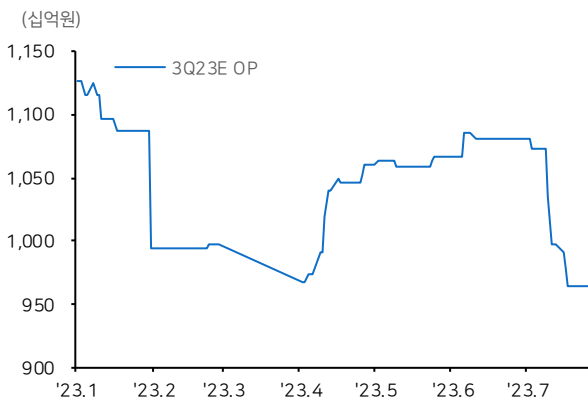
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 LG화학의 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 순이익 추정	신규 순이익 추정	변화율
2023E	65,587.1	57,281.9	-13%	3,673.8	2,164.7	-41%	2,201.1	1,509.5	-31%
2024E	80,388.9	70,758.2	-12%	6,776.5	4,294.5	-37%	3,989.1	2,421.9	-39%
2025E	98,043.3	87,789.9	-10%	13,509.7	9,649.5	-29%	8,266.1	5,777.4	-30%

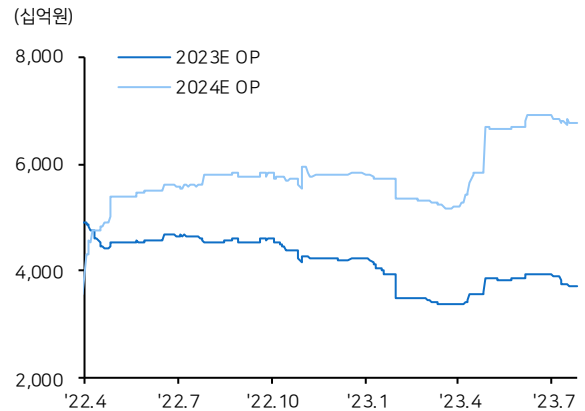
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q23 LG화학의 영업이익 컨센서스 흐름



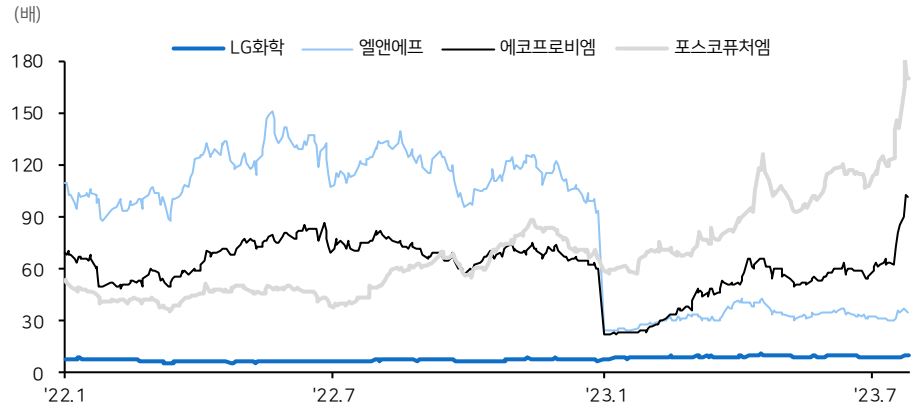
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 LG화학의 영업이익 컨센서스 흐름



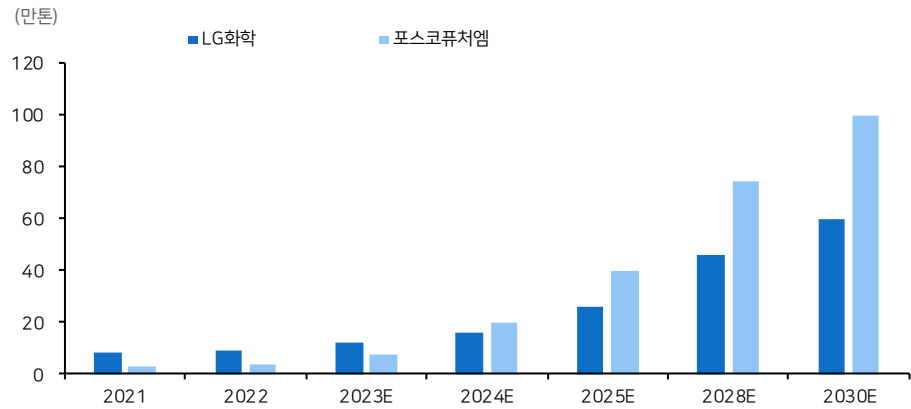
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 양극재 기업들의 EV/EBITDA 추이 비교



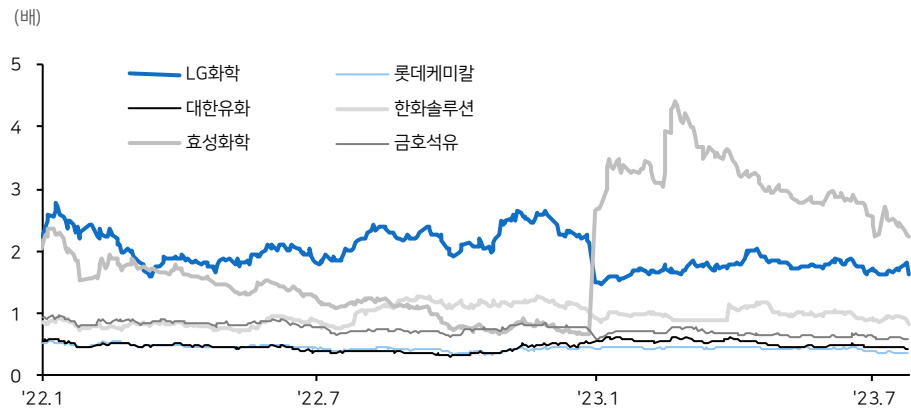
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 양극재 생산기업들간 생산Capa 비교: LG화학 Vs. 포스코퓨처엠



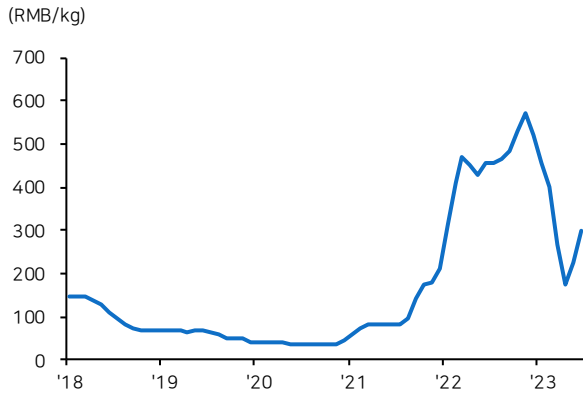
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 석유화학 기업들간 PBR 비교



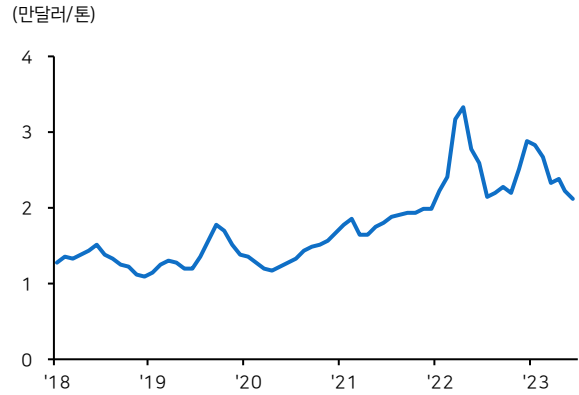
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬 가격 동향



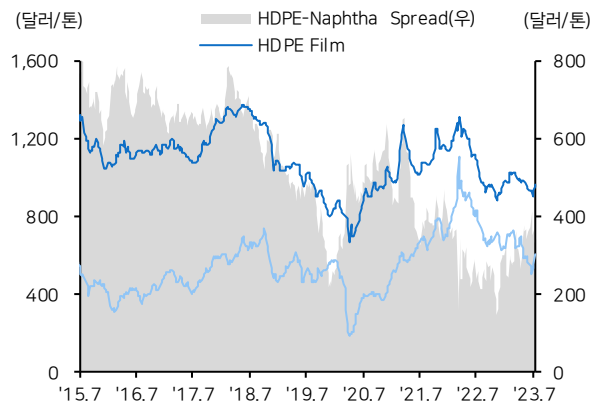
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 니켈 가격 동향



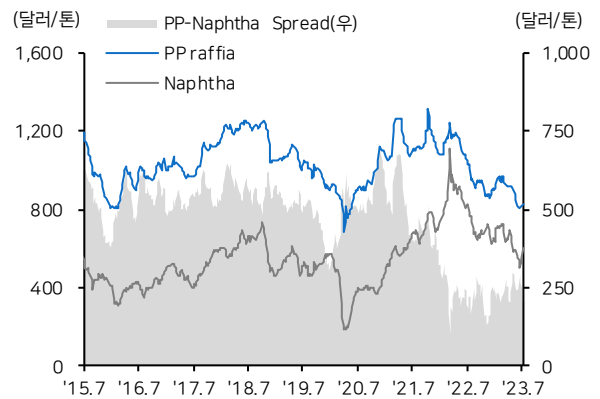
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 HDPE-나프타 스프레드 추이



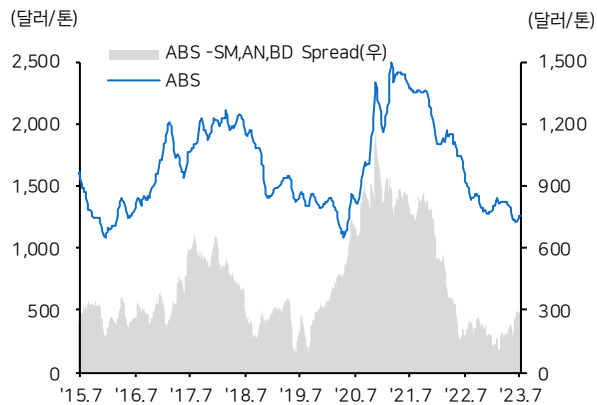
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PP-나프타 스프레드 추이



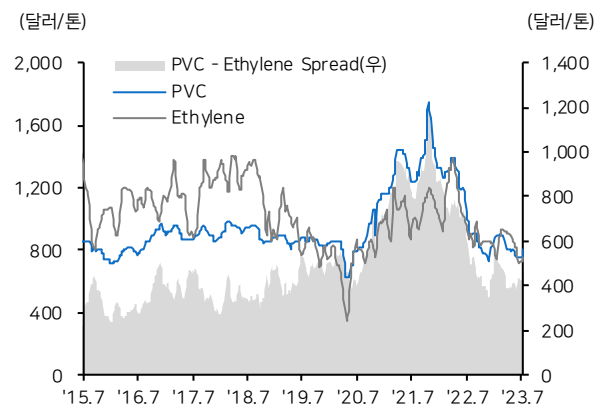
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 ABS 스프레드 추이



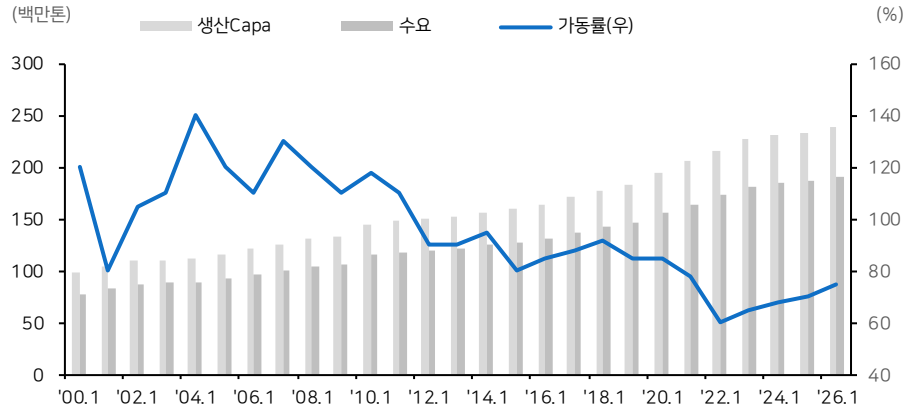
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PVC 스프레드 가격 추이



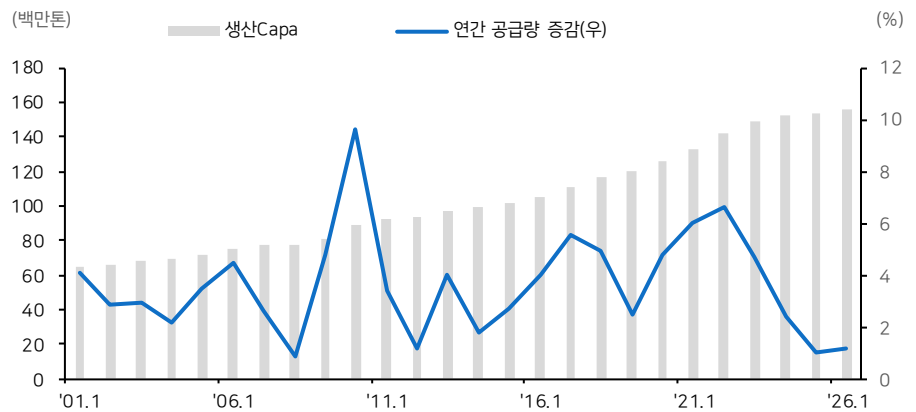
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 에틸렌 생산Capa 동향



자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 글로벌 PE 생산Capa 동향



자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,599.3	51,864.9	57,281.9	70,758.2	87,789.8
매출액증가율(%)	41.7	21.8	10.4	23.5	24.1
매출원가	31,384.7	41,878.4	40,176.3	36,629.8	40,859.0
매출총이익	11,214.6	9,986.5	17,105.6	34,128.4	46,930.8
판매관리비	6,188.3	6,990.8	15,051.9	29,834.0	37,281.2
영업이익	5,026.4	2,995.7	2,164.7	4,294.5	9,649.5
영업이익률(%)	11.8	5.8	3.6	6.1	11.0
금융손익	25.9	-279.9	-209.7	-425.2	-465.1
중속/관계기업손익	-6.6	-46.2	247.5	12.0	12.0
기타영업외손익	-153.7	143.0	186.8	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	4,892.0	2,812.6	2,382.4	3,841.3	9,156.5
법인세비용	1,235.8	641.5	521.9	921.9	2,197.6
당기순이익	3,953.9	2,195.5	1,867.1	2,919.4	6,958.9
지배주주지분 순이익	3,669.8	1,845.4	1,504.2	2,421.9	5,777.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	20,413.8	29,674.4	29,700.8	37,356.8	47,378.5
현금및현금성자산	3,760.8	8,497.9	7,181.4	7,382.8	11,282.0
매출채권	6,387.0	7,450.4	8,568.6	11,434.3	13,788.0
재고자산	8,283.5	11,880.6	11,920.4	15,907.0	19,181.3
비유동자산	30,721.5	38,299.5	43,855.2	47,519.2	50,807.9
유형자산	24,378.3	29,662.7	34,321.5	37,798.7	40,957.1
무형자산	2,444.3	2,690.2	3,230.2	2,847.9	2,510.8
투자자산	1,639.1	2,671.2	2,813.3	3,382.4	3,849.8
자산총계	51,135.3	67,973.8	73,555.9	84,876.0	98,186.5
유동부채	15,062.1	16,459.6	19,198.1	26,386.4	31,766.4
매입채무	3,742.1	4,756.3	5,511.9	7,355.3	8,869.3
단기차입금	1,688.4	1,402.4	2,545.5	2,545.5	2,545.5
유동성장기부채	1,788.7	2,402.0	3,679.1	5,679.1	6,619.1
비유동부채	12,863.2	14,033.1	15,483.2	17,478.7	19,233.4
사채	7,412.7	6,580.0	7,003.5	7,603.5	8,203.5
장기차입금	3,628.6	5,285.6	6,146.2	6,866.2	7,466.2
부채총계	27,925.3	30,492.7	34,681.3	43,865.1	50,999.8
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,696.4	11,569.6	11,569.6	11,569.6	11,569.6
기타포괄이익누계액	551.4	366.9	898.4	898.4	898.4
이익잉여금	18,092.0	19,142.3	19,143.2	20,781.9	25,776.2
비지배주주지분	1,516.2	6,030.6	6,891.7	7,389.2	8,570.7
자본총계	23,210.0	37,481.1	38,874.6	41,010.9	47,186.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	5,509.8	569.9	4,665.2	5,020.2	10,006.9
당기순이익(손실)	3,953.9	2,195.5	1,867.1	2,919.4	6,958.9
유형자산상각비	2,617.7	3,105.2	3,695.7	4,312.8	4,841.6
무형자산상각비	223.2	290.9	403.5	382.3	337.1
운전자본의 증감	-3,006.7	-5,316.1	-1,101.9	-2,594.3	-2,130.7
투자활동 현금흐름	-5,349.3	-9,229.2	-9,367.4	-8,359.1	-8,467.4
유형자산의증가(CAPEX)	-5,773.6	-8,406.3	-8,871.2	-7,790.0	-8,000.0
투자자산의감소(증가)	-1,087.0	-1,078.3	96.4	-569.1	-467.4
재무활동 현금흐름	123.7	13,331.9	3,290.6	3,540.4	2,359.7
차입금의 증감	4,521.2	1,239.2	4,143.4	4,323.5	3,142.9
자본의 증가	3.9	8,873.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	486.6	4,737.1	-1,316.5	201.5	3,899.2
기초현금	3,274.3	3,760.8	8,497.9	7,181.4	7,382.8
기말현금	3,760.8	8,497.9	7,181.4	7,382.8	11,282.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	603,455	734,710	811,447	1,002,350	1,243,616
EPS(지배주주)	50,674	25,047	20,289	33,214	80,748
CFPS	122,548	99,438	89,960	127,114	209,823
EBITDAPS	111,447	90,545	88,733	127,345	210,054
BPS	277,127	401,764	408,565	429,499	493,298
DPS	12,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	24.0	32.4	19.8	8.1
PCR	5.0	6.0	7.3	5.2	3.1
PSR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.5
PBR	2.2	1.5	1.6	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	7,867.3	6,391.8	6,263.9	8,989.6	14,828.2
EV/EBITDA	7.4	9.1	11.0	8.2	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	6.9	4.8	7.4	16.0
EBITDA 이익률	18.5	12.3	10.9	12.7	16.9
부채비율	120.3	81.4	89.2	107.0	108.1
금융비용부담률	0.5	0.6	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	23.8	9.9	3.8	6.2	11.9
매출채권회전율(x)	7.3	7.5	7.2	7.1	7.0
재고자산회전율(x)	6.2	5.1	4.8	5.1	5.0

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 추천 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 하시기 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 화학 (051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

