

2020. 9. 17



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 930,000 원

현재주가 (9.17) 645,000 원

상승여력 44.2%

KOSPI 2,406.17pt

시가총액 455,321억원

발행주식수 7,059만주

유동주식비율 64.29%

외국인비중 36.09%

52주 최고/최저가 768,000원/230,000원

평균거래대금 4,513.2억원

## 주요주주(%)

LG 외 3 인 33.37

국민연금공단 10.91

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.9 110.4 96.9

상대주가 -7.8 46.3 68.8

## 주가그래프



## LG화학 051910

## Carve-out 의 미학: 전지부문 물적분할

- ✓ 동사는 9/17 전지사업부문 물적분할을 공시, 10월 주주총회 후, 12월 분할 완료 예정  
신규법인 LG에너지솔루션은 기존 전지/소재 제조 판매와 신규 사업 영위 예정
- ✓ 동사는 투자자 소통으로 시장의 오해를 상당부분 해소→ 주가 심리 개선으로 작용
- ✓ 석유화학과 전지의 강화되는 이익 체력에 주목→ 분기 이익 Surprise Rally 전망
- ✓ 선택과 집중 측면에서 발생될 시너지와 향후 주주친화적 배당 정책으로 변화 기대  
투자의견 Buy. 적정주가는 전지부문 EV/EBITDA 26배 적용한 93만원 상향 제시

## 9/17 LG화학은 투자자 컨퍼런스 콜을 통해 시장의 불확실성을 해소

동사는 9/17 이사회를 통해 전지부문을 물적분할 후, 100% 지분보유의 신설법인 설립을 발표를 했다. 금일 물적분할 공시 발표 당일까지 동사의 주가는 2일간 -11.4% 하락했다. 원론적으로 물적분할은 기존 주주 가치에 변화가 없다. 그럼에도 주가 약세 배경은 (1) 향후 전지사업부문 단독 상장 우려, (2) 전지사업부문 사업가치의 추가 re-rating 여력에 대한 의구심으로 풀이된다.

동사는 금일 투자자 컨퍼런스 콜을 통해 시장의 오해와 사업 불확실성을 상당부분 해소 및 전지 경쟁력 초격차 전략을 공유했다. 동사는 (1) 전지부문 분할의 당위성을 소통(전지부문 의사결정의 신속과 효율성, 이익 회수 Cycle 초입 진입), (2) 분할 이후 자본 조달 등 재무구조 계획(pre-IPO, 상장)을 원점에서 검토 계획을 언급했다. 주가의 심리 개선으로 이어지겠다.

## 최근 주가 조정을 기회삼은 Conviction Buy 전략 제시

동사는 단기간 내 신규법인의 지분 매각 혹은 단독 상장 계획이 부재함을 발표했다. 결론은 전지 신규법인의 강화되는 헤게모니와 존속 사업부문과의 시너지 발생은 기업가치 제고에 긍정적이다. 동사에 대한 기존 투자포인트는 변함이 없다. (1) 전지부문의 차별화된 경쟁력(생산capa, 누적수준잔고, 다수의 OEM고객사 확보), (2) OEM과의 JV를 통한 사업 시너지 창출, (3) 주력 석유화학 제품별 호황 Cycle 도래이다. 또한 전지부문 분할 이후 주주환원정책의 일환으로 주주친화적 배당정책 변화까지 기대해 볼만하다.

## No.1 EV Battery Player에 변함없는 의견, 적극적 Buy 필요

20~21년 추정치와 전지부문 적용 멀티플 상향으로 적정주가 93만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	28,183.0	2,246.1	1,472.6	20,203	-25.5	218,227	17.2	1.6	7.8	8.9	67.1
2019	28,625.0	895.7	313.4	4,216	-75.5	217,230	75.3	1.5	11.1	1.8	95.7
2020E	31,539.7	2,646.9	1,740.4	24,432	396.8	236,976	26.4	2.7	11.8	9.8	134.3
2021E	41,231.8	3,313.4	2,340.0	32,892	31.0	264,876	19.6	2.4	9.8	11.9	134.3
2022E	45,989.9	3,548.1	2,499.9	35,190	7.0	294,848	18.3	2.2	9.0	11.4	133.9

표1 LG화학 3Q20 실적 Preview 테이블

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,319.9	7,347.3	13.2	6,548.6	27.0	8,099.0	2.7
영업이익	866.9	380.3	128.0	541.0	60.2	643.4	34.7
세전이익	822.2	243.9	237.1	506.0	62.5	608.7	35.1
순이익(지배주주)	618.6	128.6	381.0	382.3	61.8	411.8	50.2
영업이익률(%)	10.4	5.2		8.3		7.9	
순이익률(%)	7.4	1.8		5.8		5.1	

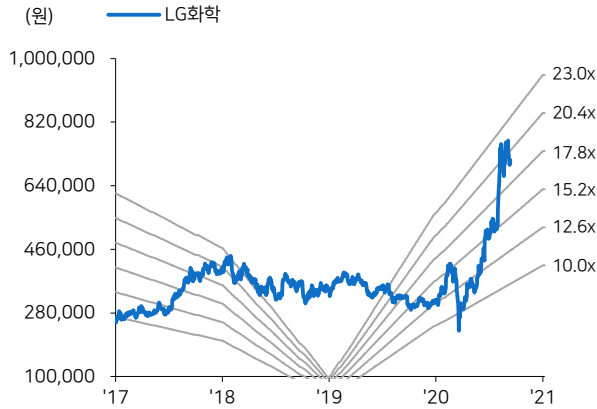
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LG화학 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>6,639.1</b>	<b>7,177.4</b>	<b>7,347.3</b>	<b>7,461.2</b>	<b>7,115.7</b>	<b>6,548.6</b>	<b>8,319.9</b>	<b>9,555.5</b>	<b>28,625.0</b>	<b>31,539.7</b>	<b>41,231.8</b>
기초소재	3,748.8	3,936.4	3,964.8	3,898.0	3,695.9	3,312.8	5,217.5	5,386.1	15,548.0	17,612.3	19,949.9
첨단소재	1,233.5	1,253.5	1,217.9	1,201.1	1,107.4	789.2	1,125.7	1,140.7	4,906.0	4,163.0	4,740.2
전지	1,650.1	2,009.4	2,210.2	2,480.6	2,260.9	2,823.0	3,970.9	4,463.8	8,350.3	13,518.6	20,918.5
원통형					284.9	367.0	572.3	667.9		1,892.1	2,826.8
EV중대형					1,300.0	1,637.3	3,047.8	3,436.3		9,421.4	16,569.6
팜한농/바이오	371.5	323.6	259.6	263.2	380.5	338.1	219.2	264.7	1,217.9	1,202.5	1,070.7
<b>영업이익</b>	<b>275.4</b>	<b>267.5</b>	<b>380.3</b>	<b>-27.5</b>	<b>236.5</b>	<b>541.0</b>	<b>866.9</b>	<b>1,002.5</b>	<b>895.7</b>	<b>2,646.9</b>	<b>3,313.4</b>
%OP	4.1	3.7	5.2	-0.4	3.3	8.3	10.4	10.5	3.1	8.4	8.0
기초소재	398.6	382.2	321.2	315.8	242.6	434.7	663.7	678.2	1,417.8	2,019.2	1,625.7
첨단소재	3.5	19.0	32.8	8.3	62.1	35.0	28.7	-0.9	63.6	124.9	111.8
전지	-147.9	-128.0	71.2	-249.6	-51.8	155.5	170.1	345.5	-454.3	619.3	1,519.6
원통형					5.8	67.2	87.1	111.7		271.8	498.4
EV중대형					-65.1	37.3	63.9	210.9		247.0	957.4
팜한농/바이오	50.0	20.0	5.0	-16.9	58.5	25.7	4.5	-20.3	58.1	68.4	56.5
<b>세전이익</b>	<b>279.6</b>	<b>192.9</b>	<b>243.9</b>	<b>-155.9</b>	<b>149.3</b>	<b>506.0</b>	<b>822.2</b>	<b>954.9</b>	<b>560.5</b>	<b>2,432.4</b>	<b>3,110.2</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>194.5</b>	<b>68.1</b>	<b>128.6</b>	<b>-77.8</b>	<b>21.1</b>	<b>382.3</b>	<b>618.6</b>	<b>718.5</b>	<b>313.4</b>	<b>1,740.5</b>	<b>2,340.0</b>
%YoY											
매출액	1.3	1.8	1.6	1.6	7.2	-8.8	13.2	28.1	1.6	10.2	30.7
영업이익	-57.7	-62.0	-36.9	적전	-14.1	102.2	128.0	흑전	-60.1	195.5	25.2
세전이익	-57.2	-70.1	-49.7	적전	-46.6	162.3	237.1	흑전	-71.1	334.0	27.9
순이익(지배)	-63.4	-85.7	-62.6	적전	-89.2	461.4	381.0	흑전	-78.7	455.4	34.4
%QoQ											
매출액	-9.6	8.1	2.4	1.6	-4.6	-8.0	27.0	14.9			
영업이익	-4.9	-2.9	42.2	적전	흑전	128.8	60.2	15.6			
세전이익	77.5	-31.0	26.4	적전	흑전	238.9	62.5	16.1			
순이익(지배)	61.9	-65.0	88.8	적전	흑전	1,711.8	61.8	16.1			

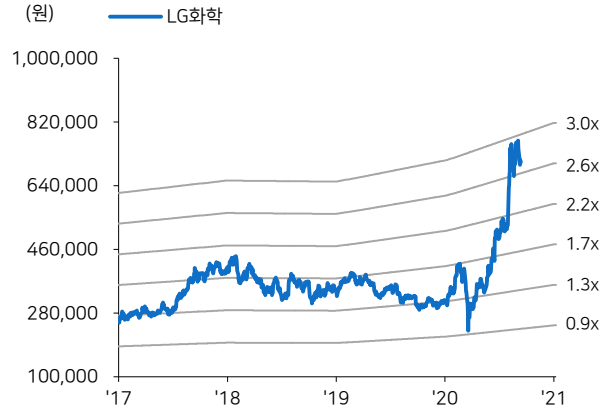
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG화학 12M Fwd PER 밴드



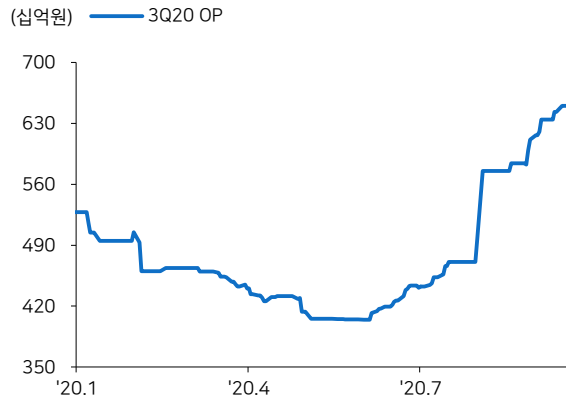
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG화학 12M Trailing PBR 밴드



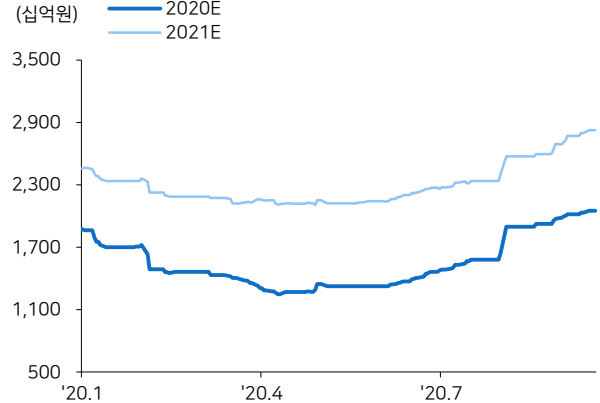
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG화학 3Q20 영업이익 컨센서스 추이



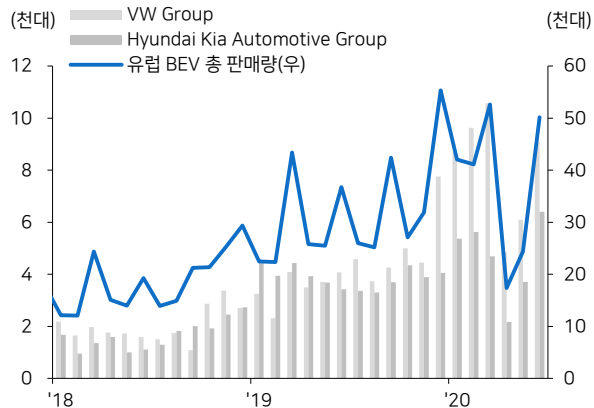
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG화학 연간 영업이익 컨센서스 추이



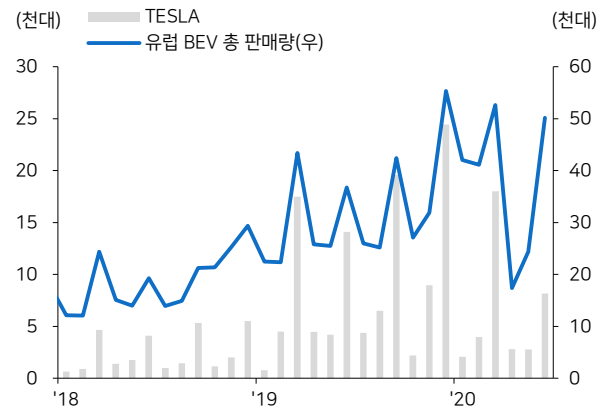
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 유럽 전기차 판매량: VW, 현대



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 유럽 전기차 판매량: TESLA



자료: 메리츠증권 리서치센터

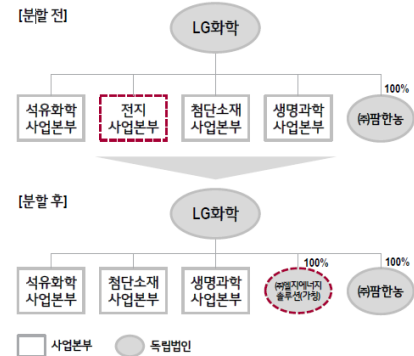
그림7 LG화학 분할 개요

## 분할 개요

- 분할 대상** • 전지사업부문  
(자동차전지, ESS전지, 소형전지)
- 분할 방법** • 단순·물적분할
- 주요 일정**
- | 9/17(목)     | 10/30(금) | 12/1(화) |
|-------------|----------|---------|
| 분할결의<br>이사회 | 주주총회일    | 분할기일    |
- 기타 사항**
- 주주의 주식매수청구권  
- 단순 물적분할로 해당사항 없음
  - 채권자보호절차  
- 채무 연대책임으로 해당사항 없음

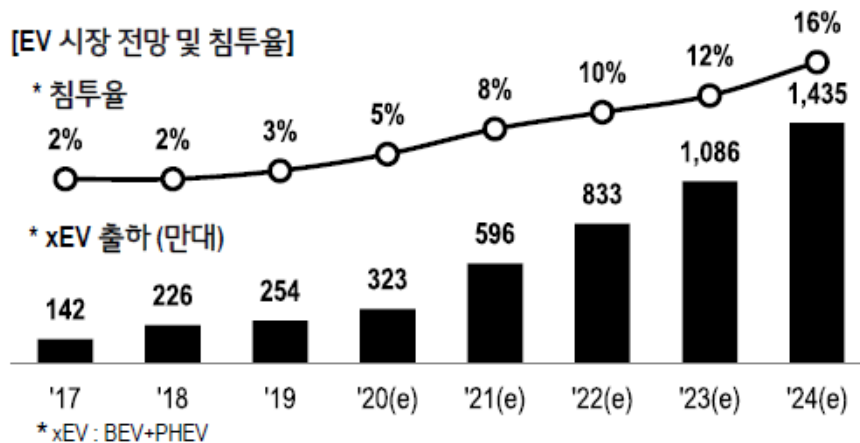
## 분할 후 모습

- 전지 사업부문 분할 이후,  
LG화학의 전체 사업 구조에는 변동 없음



자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG화학 시장 및 사업 현황



자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림9 LG화학 분할 재무상태표

## 분할 전

(단위: 백만원)

구 분	2020년 6월말
유동자산	9,215,101
비유동자산	19,809,473
<b>자산총계</b>	<b>29,024,574</b>
유동부채	6,404,347
비유동부채	5,805,426
<b>부채총계</b>	<b>12,209,773</b>
자본금	391,406
자본잉여금	2,283,378
기타자본항목	△354,945
기타포괄손익누계액	25,103
이익잉여금	14,469,859
<b>자본총계</b>	<b>16,814,801</b>

## 분할 후

(단위: 백만원)

구 분	2020년 6월말	
	존속회사	신설회사
유동자산	4,598,833	4,616,268
비유동자산	20,128,673	5,638,954
<b>자산총계</b>	<b>24,727,505</b>	<b>10,255,223</b>
유동부채	4,430,596	1,973,751
비유동부채	3,482,108	2,323,318
<b>부채총계</b>	<b>7,912,704</b>	<b>4,297,069</b>
자본금	391,406	100,000
자본잉여금	2,283,378	5,858,154
기타자본항목	△354,945	-
기타포괄손익누계액	25,103	-
이익잉여금	14,469,859	-
<b>자본총계</b>	<b>16,814,801</b>	<b>5,958,154</b>

자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

## LG 화학 (051910)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	28,183.0	28,625.0	31,539.7	41,231.8	45,989.9
매출액증가율 (%)	9.7	1.6	10.2	30.7	11.5
매출원가	22,836.8	23,779.2	25,478.1	32,403.7	36,352.3
매출총이익	5,346.2	4,845.8	6,061.6	8,828.1	9,637.6
판매관리비	3,100.1	3,950.2	3,414.7	5,514.6	6,089.5
영업이익	2,246.1	895.7	2,646.9	3,313.4	3,548.1
영업이익률	8.0	3.1	8.4	8.0	7.7
금융손익	-157.1	-146.0	-419.0	-178.6	-197.6
종속/관계기업손익	5.1	22.2	8.2	12.0	12.0
기타영업외손익	-154.0	-211.3	168.6	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	1,940.1	560.6	2,432.4	3,110.2	3,322.5
법인세비용	420.7	184.5	613.5	745.7	797.4
당기순이익	1,519.3	376.1	1,806.0	2,361.2	2,525.1
지배주주지분 순이익	1,472.6	313.4	1,740.5	2,340.0	2,499.9

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,088.5	11,869.7	19,523.1	22,143.8	25,312.6
현금및현금성자산	2,513.7	1,888.6	2,582.3	3,409.2	4,619.1
매출채권	4,381.2	3,738.2	7,161.6	7,920.2	8,748.7
재고자산	4,289.5	5,033.7	6,935.2	7,669.9	8,472.2
비유동자산	16,855.6	22,154.7	25,093.9	27,642.1	29,931.3
유형자산	13,839.2	18,593.6	21,017.1	23,591.1	25,892.7
무형자산	2,006.2	2,206.2	2,289.2	2,194.9	2,107.7
투자자산	424.1	575.6	733.9	802.4	877.2
자산총계	28,944.1	34,024.4	44,616.9	49,785.8	55,243.8
유동부채	7,273.5	8,941.5	15,473.4	18,317.8	21,276.7
매입채무	2,166.0	2,379.7	3,298.8	3,648.3	4,029.9
단기차입금	1,254.1	771.1	1,372.7	1,372.7	1,372.7
유동성장기부채	359.0	585.0	2,287.6	3,887.6	5,487.6
비유동부채	4,348.5	7,699.1	10,104.2	10,221.0	10,348.6
사채	2,702.9	5,299.2	5,492.3	5,492.3	5,492.3
장기차입금	981.9	1,536.8	3,398.0	3,398.0	3,398.0
부채총계	11,622.0	16,640.6	25,577.5	28,538.8	31,625.3
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,274.6	2,274.6	2,274.6	2,274.6	2,274.6
기타포괄이익누계액	-203.0	-85.5	30.9	30.9	30.9
이익잉여금	14,994.3	14,798.7	16,228.0	18,412.0	20,758.3
비지배주주지분	239.1	378.8	488.7	512.3	537.5
자본총계	17,322.1	17,383.8	19,039.4	21,247.0	23,618.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	2,125.0	3,121.1	2,740.7	4,648.7	5,138.1
당기순이익(손실)	1,519.3	376.1	1,806.0	2,361.2	2,525.1
유형자산상각비	1,379.3	1,719.6	2,169.4	2,626.0	2,998.3
무형자산상각비	108.0	136.9	129.0	94.3	87.3
운전자본의 증감	-1,264.4	114.6	-1,696.2	-432.8	-472.6
투자활동 현금흐름	-3,639.1	-6,111.4	-5,175.0	-5,268.5	-5,374.8
유형자산의증가(CAPEX)	-4,219.4	-6,238.2	-5,648.1	-5,200.0	-5,300.0
투자자산의감소(증가)	-66.6	-129.3	-156.1	-68.5	-74.8
재무활동 현금흐름	1,793.9	2,300.7	3,127.1	1,446.6	1,446.6
차입금의 증감	2,325.1	3,045.2	4,314.0	1,600.2	1,600.2
자본의 증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	264.4	-625.1	693.7	826.9	1,210.0
기초현금	2,249.3	2,513.7	1,888.6	2,582.3	3,409.2
기말현금	2,513.7	1,888.6	2,582.3	3,409.2	4,619.1

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	399,236	405,498	446,787	584,083	651,486
EPS(지배주주)	20,203	4,216	24,432	32,892	35,190
CFPS	52,860	50,110	70,554	85,644	94,143
EBITDAPS	52,886	38,986	70,055	85,473	93,972
BPS	218,227	217,230	236,976	264,876	294,848
DPS	6,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.7	0.6	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	75.3	26.4	19.6	18.3
PCR	6.6	6.3	9.1	7.5	6.9
PSR	0.9	0.8	1.4	1.1	1.0
PBR	1.6	1.5	2.7	2.4	2.2
EBITDA	3,733.3	2,752.1	4,945.3	6,033.7	6,633.7
EV/EBITDA	7.8	11.1	11.8	9.8	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	1.8	9.8	11.9	11.4
EBITDA 이익률	13.2	9.6	15.7	14.6	14.4
부채비율	67.1	95.7	134.3	134.3	133.9
금융비용부담률	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	16.6	4.3	11.4	13.3	12.7
매출채권회전율(x)	6.4	7.1	5.8	5.5	5.5
재고자산회전율(x)	7.4	6.1	5.3	5.6	5.7

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

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 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)	
2018.07.25	기업브리프	Buy	490,000	노우호	-27.4	-19.5	
2019.07.25	1년 경과				-33.9	-31.1	
2019.09.03	산업브리프	Buy	420,000	노우호	-22.0	-0.1	
2020.04.29	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-20.5	-8.3	
2020.06.11	기업브리프	Buy	540,000	노우호	-7.9	-0.2	
2020.07.13	기업브리프	Buy	620,000	노우호	-14.9	-11.8	
2020.07.31	기업브리프	Buy	710,000	노우호	-2.1	6.8	
2020.08.27	기업브리프	Buy	810,000	노우호	-10.7	-5.2	
2020.09.17	기업브리프	Buy	930,000	노우호	-	-	