

2021. 1. 18



▲ 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) 1,065,000 원

현재주가 (1.15) 979,000 원

상승여력 8.8%

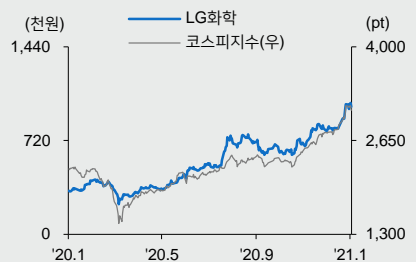
KOSPI	3,085.90pt
시가총액	691,099억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	64.29%
외국인비중	43.51%
52주 최고/최저가	1,010,000원/230,000원
평균거래대금	3,910.0억원

주요주주(%)

LG 외 3인	33.37
국민연금공단	9.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.2	80.0	198.0
상대주가	9.2	28.4	115.5

주가그래프



LG화학 051910

New(전지+첨단소재)-Old(화학) 콜라보

- ✓ 4Q20E 영업이익 7,488억원 추정(기초소재 및 에너지솔루션의 일회성 비용 반영)
- ✓ 2021년 전지 제품별 이익 증가와 기초소재 스프레드 강세로 영업이익 3.9조원 추정
- ✓ 동사의 추가 re-rating은 (1) 에너지솔루션의 신규 가이드스(생산capa/신규 고객사 확보, 신규 공정 도입, 배터리 재활용 사업), (2) 첨단소재(양극재, OLED소재)로 판단
- ✓ 커버리지 업종 최선호주 유지, 적정주가는 106.5만원을 제시(LGES 가치 65조원)

4Q20 영업이익은 7,488억원으로 기존 추정치 대비 -23% 하향 조정

동사의 4Q20 영업이익 추정치를 하향한다. 추정치 변화 배경은 (1) 기초소재: 20.10월 여수NCC 컨트롤룸 화재 발생에 따른 가동 중단(21.1월말 가동 예상)의 기회손실 비용과 원/달러 환율 하락을 반영, (2) 에너지솔루션: 중대형 EV전지의 총당금(약 1,500억원 수준)과 원/달러 환율 하락이다. 사업부별 이익은 에너지솔루션 1,969억원(중대형EV 381억원, 원통형 1,191억원), 기초소재 5,065억원, 첨단소재 758억원 등이다.

21년 전 사업부문 추가 이익 개선 중, 영업이익 3.9조원(+64% YoY) 추정

2021년 동사의 주력 사업부별 이익의 추가 개선이 예상된다. (1) 에너지솔루션의 구조적 변화(중대형EV전지의 이익 규모 확대와 원통형 전지는 고객사향 추가 증설 예정), (2) 기초소재는 주력 제품(ABS, PVC, PE)은 전방 수요 기반의 스프레드 강세, (3) 첨단소재의 이익 mix(양극재를 포함한 2차전지 소재 개발, OLED소재 출하량 증가) 변화 등이다.

21년 주가 재평가는 에너지솔루션과 첨단소재에서 발생될 전망

21년 역시 동사의 추가 re-rating이 예상된다. 주가 재평가 근거는 (1) 에너지솔루션의 기존 사업 확장'46800' 원통형 전지 증설 및 신규 고객사 확보 가능성과 건식 전극 등의 신규 공정 도입에 따른 이익률 개선과 배터리 재활용의 신규 사업 영위(해당 사업 경쟁력은 폐배터리 물량 확보와 높은 회수율)를 위한 고객사와 협력 관계 구축, (2) 첨단소재에서의 2차전지 소재 개발(하이니켈 양극재 등) 속도 증대가 해당된다.

21년 커버리지 최선호주 유지, 적정주가는 106.5만원을 제시

(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	29,455.1	2,428.4	1,402.7	18,778	312.6	228,500	43.9	3.6	15.0	8.0	121.6
2021E	42,555.9	3,969.7	2,596.7	35,583	87.8	250,900	28.1	4.0	12.7	13.8	132.6
2022E	51,151.4	5,304.3	3,499.8	48,267	35.5	283,859	20.7	3.5	10.2	16.7	134.8

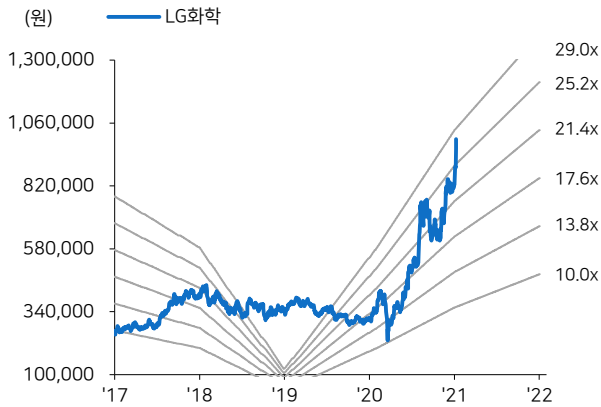
(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	8,283.4	7,461.2	11.0	7,507.3	10.3	8,553.6	-3.2
영업이익	748.8	-27.5	흑전	902.1	-17.0	816.7	-8.3
세전이익	707.9	-155.9	흑전	783.5	-9.6	739.6	-4.3
순이익(지배주주)	487.0	-77.8	흑전	512.3	-4.9	534.1	-8.8
영업이익률(%)	9.0	-0.4		12.0		9.5	
순이익률(%)	5.9	-1.0		6.8		6.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	7,115.7	6,548.6	7,507.3	8,283.4	10,337.3	10,797.4	10,741.7	10,679.5	29,455.0	42,555.9	51,151.4
기초소재	3,695.9	3,312.8	3,583.6	3,871.7	4,380.8	4,763.8	4,882.0	4,768.1	14,464.0	18,794.7	19,013.1
첨단소재	1,107.4	789.2	962.9	959.0	1,061.9	1,082.6	1,098.8	1,085.2	3,818.5	4,328.5	4,805.2
전지	2,260.9	2,823.0	3,143.9	4,394.0	5,043.9	5,107.5	5,213.1	5,335.9	12,621.8	20,700.4	27,754.6
원통형	284.9	367.0	565.9	667.2	630.3	677.3	735.1	824.2	1885	2866.9	3698.1
EV중대형	1,300.0	1,637.3	2,043.5	3,334.9	4,074.2	4,065.6	4,082.2	4,067.9	8315.7	16289.9	22065.2
팜한농/바이오	380.5	338.1	274.2	264.7	296.8	344.9	213.5	237.5	1,257.5	1,092.7	1,576.1
영업이익	236.5	541.0	902.1	748.8	888.6	996.2	1,055.7	1,029.2	2,428.4	3,969.7	5,304.4
%OP	3.3	8.3	12.0	9.0	8.6	9.2	9.8	9.6	8.2	9.3	10.4
기초소재	242.6	434.7	721.6	506.5	446.4	531.7	575.4	529.7	1,905.4	2,083.2	1,662.0
첨단소재	62.1	35.0	59.0	75.8	25.5	32.0	31.2	14.5	231.9	103.2	118.3
전지	-51.8	155.5	168.8	196.9	369.8	407.4	450.7	518.5	469.4	1,746.4	3,486.2
원통형	5.8	67.2	106.1	119.1	108.8	121.9	140.5	163.3	298.2	534.5	711.1
EV중대형	-65.1	37.3	42.9	38.1	241.8	265.7	294.7	341.0	53.2	1143.2	2696.2
팜한농/바이오	58.5	25.7	-1.1	-30.4	46.8	25.2	-1.7	-33.5	52.7	36.8	37.6
세전이익	149.3	506.0	783.5	707.9	844.5	950.2	1,009.0	981.2	2,146.7	3,784.9	5,100.6
순이익(지배주주)	21.1	382.3	512.3	487.0	578.7	652.4	692.1	673.4	1,402.7	2,596.6	3,499.8
%YoY											
매출액	7.2	-8.8	2.2	11.0	45.3	64.9	43.1	28.9	2.9	44.5	20.2
영업이익	-14.1	102.2	137.2	흑전	275.7	84.1	17.0	37.4	171.1	63.5	33.6
세전이익	-46.6	162.3	221.2	흑전	465.6	87.8	28.8	38.6	283.0	76.3	34.8
순이익(지배)	-89.2	461.4	298.4	흑전	2,642.7	70.7	35.1	38.3	347.6	85.1	34.8
%QoQ											
매출액	-4.6	-8.0	14.6	10.3	24.8	4.5	-0.5	-0.6			
영업이익	흑전	128.8	66.7	-17.0	18.7	12.1	6.0	-2.5			
세전이익	흑전	238.9	54.8	-9.6	19.3	12.5	6.2	-2.8			
순이익(지배)	흑전	1,711.8	34.0	-4.9	18.8	12.7	6.1	-2.7			

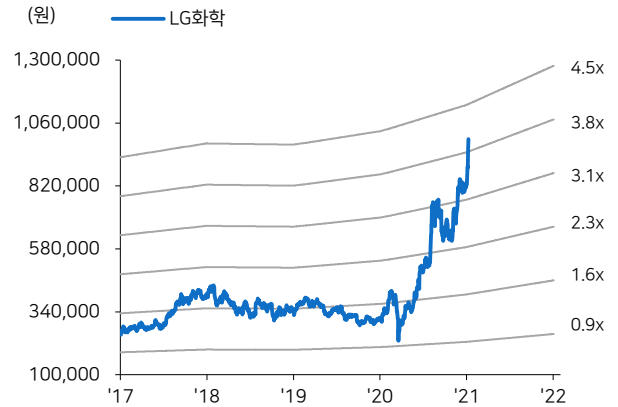
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG화학 12M Fwd PER 밴드



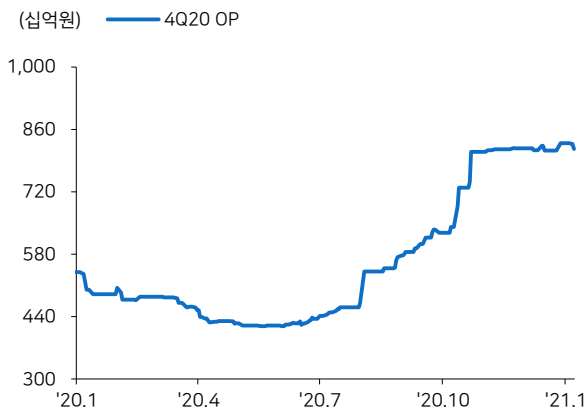
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG화학 12M Trailing PBR 밴드



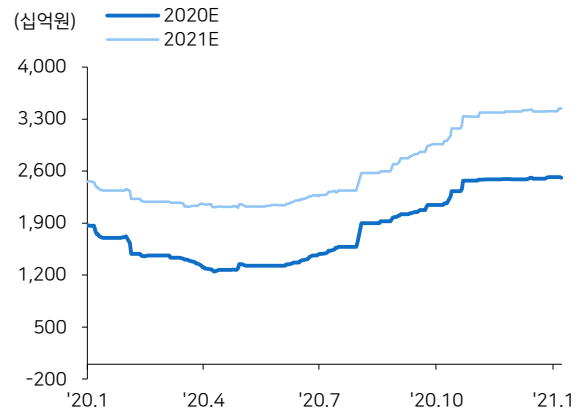
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG화학 4Q20 영업이익의 컨센서스 추이



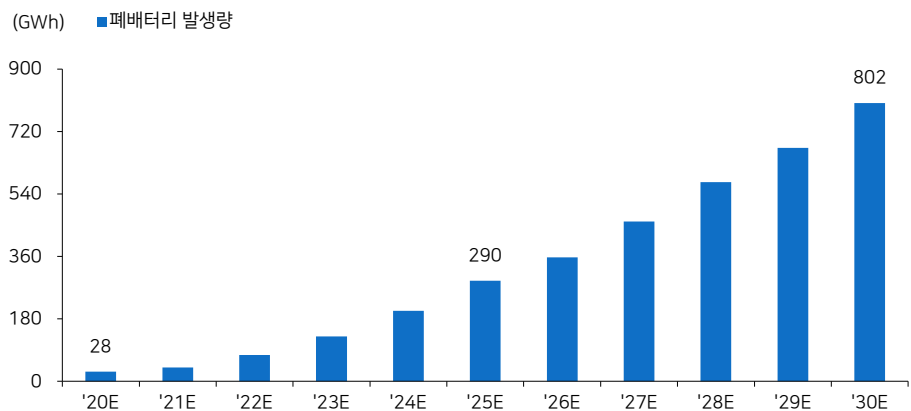
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG화학 연간 영업이익의 컨센서스 추이



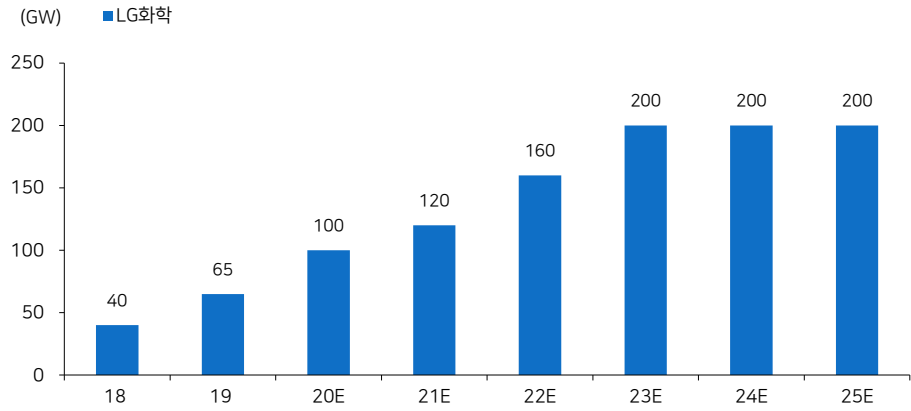
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 배터리 재활용 시장 전망



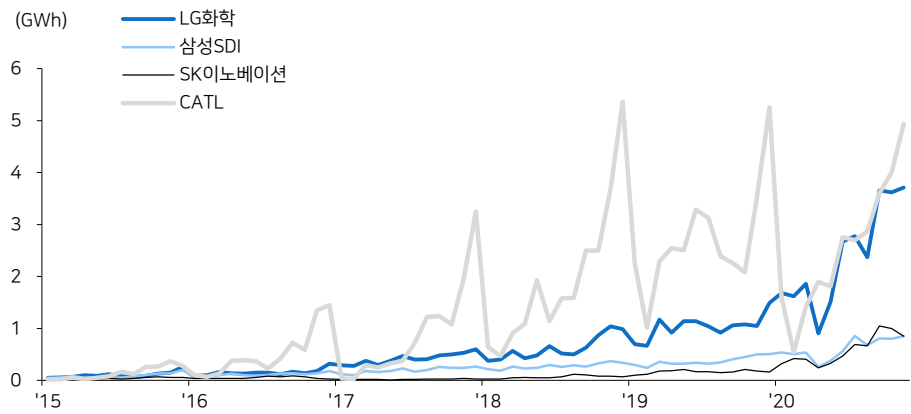
자료: SNE, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG화학 EV전지 Capacity 계획



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 2차전지 기업별 배터리 출하량



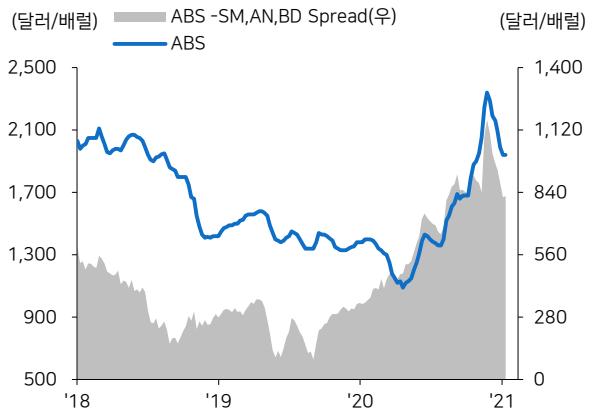
자료: SNE, 메리츠증권 리서치센터

표3 EV배터리 셀 기업 Valuation 테이블

	PER				PBR				EV/EBITDA				ROE			
	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
LG화학	75.3	43.9	28.1	20.7	1.5	3.6	4.0	3.5	11.1	15.0	12.7	10.2	1.8	8.0	13.8	16.7
SK이노	-350.7	-9.0	42.6	14.9	0.8	1.2	1.6	1.4	9.0	-31.1	19.1	14.1	-0.2	-12.0	3.7	9.9
삼성SDI	238.9	84.8	45.1	36.8	3.8	4.0	3.7	3.3	36.0	29.2	21.4	18.0	1.6	4.8	8.3	9.4
CATL	188.4	170.3	119.1	90.0	14.3	15.7	14.0	12.5	-	80.9	58.4	44.2	9.1	10.2	12.5	14.3
평균	38.0	72.5	58.7	40.6	5.1	6.1	5.8	5.2	18.7	23.5	27.9	21.6	3.1	2.7	9.6	12.6

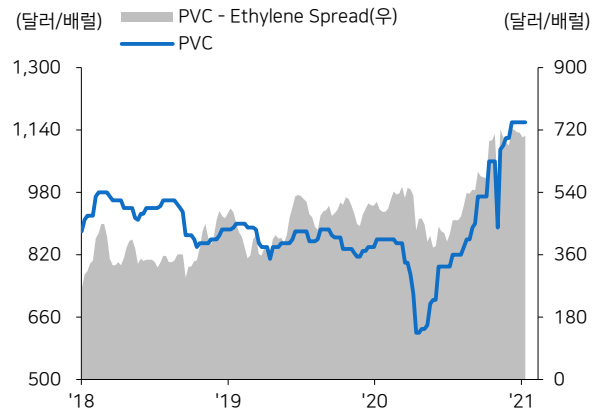
주: LG화학 및 SK이노베이션은 당사 추정치
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ABS 가격 및 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PVC 가격 및 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	28,183.0	28,625.0	29,455.1	42,555.9	51,151.4
매출액증가율 (%)	9.7	1.6	2.9	44.5	20.2
매출원가	22,836.8	23,779.2	23,570.5	32,257.5	38,411.4
매출총이익	5,346.2	4,845.8	5,884.6	10,298.4	12,740.0
판매관리비	3,100.1	3,950.2	3,456.2	6,328.7	7,435.6
영업이익	2,246.1	895.7	2,428.4	3,969.7	5,304.3
영업이익률	8.0	3.1	8.2	9.3	10.4
금융손익	-157.1	-146.0	-556.5	-156.7	-175.8
중속/관계기업손익	5.1	22.2	6.3	12.0	12.0
기타영업외손익	-154.0	-211.3	165.0	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	1,940.1	560.6	2,043.2	3,785.0	5,100.6
법인세비용	420.7	184.5	543.1	908.4	1,224.1
당기순이익	1,519.3	376.1	1,563.8	2,876.6	3,876.5
지배주주지분 순이익	1,472.6	313.4	1,402.7	2,596.7	3,499.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,088.5	11,869.7	16,398.6	20,596.0	25,696.7
현금및현금성자산	2,513.7	1,888.6	2,786.7	3,054.6	4,606.0
매출채권	4,381.2	3,738.2	5,950.3	7,671.5	9,226.2
재고자산	4,289.5	5,033.7	5,437.6	7,010.4	8,431.2
비유동자산	16,855.6	22,154.7	24,808.4	27,382.9	29,673.8
유형자산	13,839.2	18,593.6	20,805.5	23,340.4	25,597.4
무형자산	2,006.2	2,206.2	2,343.2	2,239.2	2,143.4
투자자산	424.1	575.6	577.9	721.5	851.2
자산총계	28,944.1	34,024.4	41,207.0	47,978.9	55,370.5
유동부채	7,273.5	8,941.5	12,912.8	17,406.5	21,620.4
매입채무	2,166.0	2,379.7	3,154.3	4,066.8	4,891.0
단기차입금	1,254.1	771.1	1,315.8	1,315.8	1,315.8
유동성장기부채	359.0	585.0	1,593.3	3,193.3	4,793.3
비유동부채	4,348.5	7,699.1	9,702.1	9,946.7	10,167.7
사채	2,702.9	5,299.2	5,476.0	5,476.0	5,476.0
장기차입금	981.9	1,536.8	3,270.9	3,270.9	3,270.9
부채총계	11,622.0	16,640.6	22,614.9	27,353.3	31,788.2
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,274.6	2,274.6	2,417.9	2,417.9	2,417.9
기타포괄이익누계액	-203.0	-85.5	46.9	46.9	46.9
이익잉여금	14,994.3	14,798.7	15,276.5	17,030.1	19,610.1
비지배주주지분	239.1	378.8	704.9	984.8	1,361.5
자본총계	17,322.1	17,383.8	18,592.1	20,625.6	23,582.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	2,125.0	3,121.1	3,740.6	4,748.2	6,197.2
당기순이익(손실)	1,519.3	376.1	1,563.8	2,876.6	3,876.5
유형자산상각비	1,379.3	1,719.6	2,148.1	2,665.1	3,043.0
무형자산상각비	108.0	136.9	153.5	104.0	95.8
운전자본의 증감	-1,264.4	114.6	-680.8	-897.5	-818.1
투자활동 현금흐름	-3,639.1	-6,111.4	-4,768.5	-5,343.6	-5,429.7
유형자산의증가(CAPEX)	-4,219.4	-6,238.2	-5,471.3	-5,200.0	-5,300.0
투자자산의감소(증가)	-66.6	-129.3	1.1	-143.6	-129.7
재무활동 현금흐름	1,793.9	2,300.7	1,944.1	863.4	783.9
차입금의 증감	2,325.1	3,045.2	3,453.4	1,629.9	1,627.0
자본의 증가	0.2	0.0	143.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	264.4	-625.1	898.1	267.9	1,551.4
기초현금	2,249.3	2,513.7	1,888.6	2,786.7	3,054.6
기말현금	2,513.7	1,888.6	2,786.7	3,054.6	4,606.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	399,236	405,498	417,256	602,840	724,602
EPS(지배주주)	20,203	4,216	18,778	35,583	48,267
CFPS	52,860	50,110	66,183	95,630	119,775
EBITDAPS	52,886	38,986	67,005	95,460	119,605
BPS	218,227	217,230	228,500	250,900	283,859
DPS	6,000	2,000	10,000	11,000	12,000
배당수익률(%)	1.7	0.6	1.2	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	75.3	43.9	28.1	20.7
PCR	6.6	6.3	12.5	10.4	8.3
PSR	0.9	0.8	2.0	1.7	1.4
PBR	1.6	1.5	3.6	4.0	3.5
EBITDA	3,733.3	2,752.1	4,730.0	6,738.8	8,443.2
EV/EBITDA	7.8	11.1	15.0	12.7	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	1.8	8.0	13.8	16.7
EBITDA 이익률	13.2	9.6	16.1	15.8	16.5
부채비율	67.1	95.7	121.6	132.6	134.8
금융비용부담률	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(x)	16.6	4.3	11.0	17.8	21.1
매출채권회전율(x)	6.4	7.1	6.1	6.2	6.1
재고자산회전율(x)	7.4	6.1	5.6	6.8	6.6

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.08	산업브리프	Buy	490,000	노우호	-27.8	-19.5	
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	-10.1	-5.2	
2020.09.17	기업브리프	Buy	930,000	노우호	-19.5	8.6	
2021.01.18	기업브리프	Buy	1,065,000	노우호	-	-	