

2021. 10. 26



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 1,200,000 원

현재주가 (10.25) 821,000 원

상승여력 46.2%

KOSPI 3,020.54pt

시가총액 579,563억원

발행주식수 7,059만주

유동주식비율 66.10%

외국인비중 47.29%

52주 최고/최저가 1,028,000원/611,000원

평균거래대금 2,727.8억원

## 주요주주(%)

LG 외 3 인 33.37

국민연금공단 7.86

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.9 -6.1 26.3

상대주가 11.6 -0.9 -1.3

## 주가그래프



## LG화학 051910

## 차별화된 이익 시현 전망

- ✓ 3Q21 Review: 일회성 요인 제거하면 영업이익 1조원을 상회하는 체력 유지 중  
LG에너지솔루션은 GM리콜 총당금 및 기회손실 반영하며 적자전환
- ✓ 4Q21 영업이익 1.4조원을 추정→ 석유화학 및 에너지솔루션의 이익 차별화 구간
- ✓ 석유화학은 중국 화학설비들의 가동 제한에 따른 반사수혜로 이익 추정치 상향
- ✓ LGES의 원통형 전지는 전방 고객사의 변함없는 가동계획과 타이트한 수급 효과
- ✓ 커버리지 최선호주 의견으로 투자의견 Buy와 적정주가 120만원 유지

## 3Q21 Review: LGES의 일회성 비용 반영된 영업이익 7,266억원 시현

지난 12일 GM Bolt EV 리콜 총당금 6,200억원을 확정했던 동사는 당분기 잠정 영업이익 7,266억원을 공시했다. 사업부문별 이익은 석유화학 1.0조원, 첨단소재 490억원, 에너지솔루션 -3,730억원(일회성 비용 제거한 영업이익 2,510억원/이익률 6.2%), 생명과학 90억원 등이다.

당분기 실적 Highlight는 (1) 석유화학: 주력 제품들(PVC/가소제, ABS, NB-Latex)의 수익성 호조로 높아진 이익 체력 유지, (2) 에너지솔루션: 원통형 전지는 주력 고객사 Tesla의 역대 최대 생산/판매 기록하며 높은 수익성 창출(당사 추정치 이익률 14%)하며 중대형 전지의 실적 부진을 보완한 점이다.

## 4Q21E 영업이익 1.4조원, 화학/전지 모두 경쟁사 대비 이익 차별화 구간

동사의 차분기 실적 전망 또한 긍정적이다. 당사는 1.4조원의 영업이익(석유화학 9,205억원: 정기보수 계획을 감안하여 분기 이익 감소 불가피, 에너지솔루션 3,613억원: 원통형 1,631억원/이익률 15%, 중대형 1,522억원/이익률 4.4% 등)을 추정한다. 4Q21~1Q22의 이익 추정치 상향 배경은 (1) 석유화학: 중국 소재 석탄기반 설비들의 가동중단 장기화로 P 강세의 반사수혜, (2) 에너지솔루션: 부정적 영업환경에 노출된 Non-Tesla OEM 대비 Tesla의 변함없는 가동계획으로 원통형 전지의 이익 기여도가 증가할 전망이다.

현재 역시 Buy로 대응할 시점, 적정주가 120만원으로 최선호주 의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	27,353.1	825.4	313.4	4,216	-75.5	217,230	75.3	1.5	11.4	1.8	95.7
2020	30,076.5	1,798.2	512.6	6,170	68.0	230,440	133.6	3.6	16.6	2.9	120.3
2021E	43,861.2	5,647.8	4,347.3	60,394	651.8	280,376	13.6	2.9	7.8	21.7	118.1
2022E	55,587.3	5,985.9	4,053.4	56,110	-4.6	321,206	14.6	2.6	6.6	17.2	121.3
2023E	62,887.2	6,633.7	4,449.3	61,718	9.9	366,098	13.3	2.2	6.0	16.5	121.6

표1 LG화학 3Q21 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	10,610.2	7,507.3	41.3	11,456.1	-7.4	11,285.0	-6.0	12,255.8	-13.4
영업이익	726.6	902.1	-19.5	2,139.8	-66.0	1,032.4	-29.6	783.9	-7.3
세전이익	737.5	783.5	-5.9	2,201.8	-66.5	973.0	-24.2	749.3	-1.6
순이익(지배주주)	610.1	512.3	19.1	1,490.3	-59.1	618.1	-1.3	542.3	12.5
영업이익률(%)	6.8	12.0		18.7		9.1		6.4	
순이익률(%)	5.8	6.8		13.0		5.5		4.4	

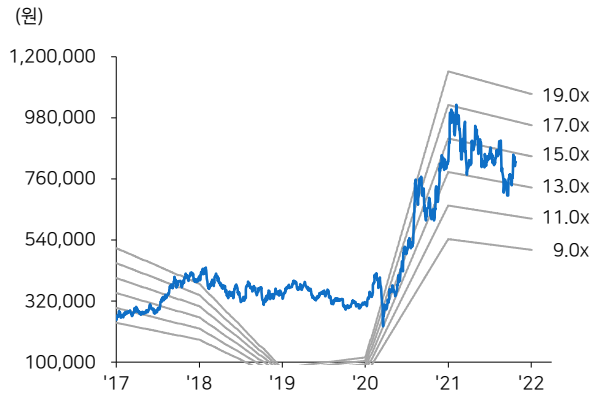
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

표2 LG화학 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	9,650.0	11,456.1	10,610.2	12,144.9	13,061.0	13,893.9	14,325.6	14,306.8	43,861.2	55,587.3	62,887.2
기초소재	4,435.0	5,267.0	5,630.0	5,999.1	6,019.9	6,321.9	6,289.8	5,897.6	21,331.1	24,529.3	24,331.0
첨단소재	1,172.0	1,297.0	1,158.0	1,302.1	1,450.5	1,562.1	1,693.4	1,703.7	4,929.1	6,409.7	7,406.2
에너지솔루션	4,254.0	5,131.0	4,027.0	4,927.1	5,736.3	6,083.9	6,463.7	6,731.1	18,339.1	25,014.9	31,294.5
팜한농/바이오	373.0	413.0	300.0	399.8	410.3	475.0	401.9	502.3	1,485.8	1,789.5	1,993.7
영업이익	1,408.1	2,139.8	726.6	1,374.1	1,564.5	1,555.3	1,449.3	1,416.7	5,648.6	5,985.9	6,633.7
%OP	14.6%	18.7%	6.8%	11.3%	12.0%	11.2%	10.1%	9.9%	12.9%	10.8%	10.5%
기초소재	984.0	1,325.0	1,087.0	920.5	970.5	926.9	813.3	719.7	4,316.5	3,430.4	3,187.3
첨단소재	88.0	95.0	49.0	77.0	114.8	124.0	127.2	98.7	309.0	464.7	517.8
에너지솔루션	341.0	815.0	-373.0	361.3	420.9	457.5	510.0	575.2	1,144.3	1,963.7	2,814.2
팜한농/바이오	53.0	46.0	-1.0	15.4	58.3	46.9	-1.2	23.1	113.4	127.1	114.4
세전이익	1,848.1	2,201.8	737.5	1,338.2	1,526.4	1,516.2	1,410.3	1,377.9	6,125.7	5,830.8	6,395.5
순이익(지배주주)	1,306.7	1,490.3	610.1	940.2	1,056.7	1,057.4	980.0	959.2	4,347.3	4,053.4	4,449.3
%YoY											
매출액	35.6	74.9	41.3	36.4	35.3	21.3	35.0	17.8	45.8	26.7	13.1
영업이익	495.5	295.5	-19.5	1,058.8	11.1	-27.3	99.5	3.1	214.1	6.0	10.8
세전이익	1,138.0	335.2	-5.9	흑전	-17.4	-31.1	91.2	3.0	516.3	-4.8	9.7
순이익(지배)	6,100.0	289.9	19.1	흑전	-19.1	-29.0	60.6	2.0	748.0	-6.8	9.8
%QoQ											
매출액	8.4	18.7	-7.4	14.5	7.5	6.4	3.1	-0.1			
영업이익	1,087.5	52.0	-66.0	89.1	13.9	-0.6	-6.8	-2.3			
세전이익	흑전	19.1	-66.5	81.5	14.1	-0.7	-7.0	-2.3			
순이익(지배)	흑전	14.0	-59.1	54.1	12.4	0.1	-7.3	-2.1			

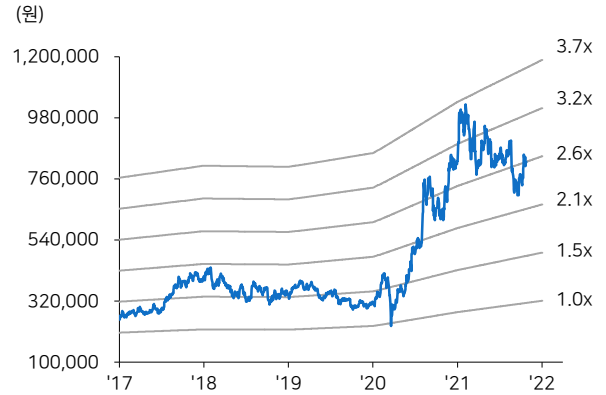
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG화학 12M Fwd PER 밴드 차트



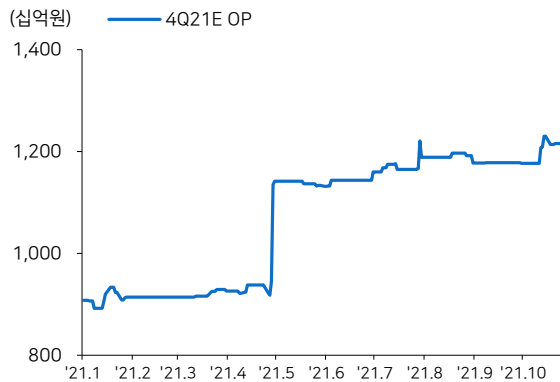
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG화학 12M Trailing PBR 밴드 차트



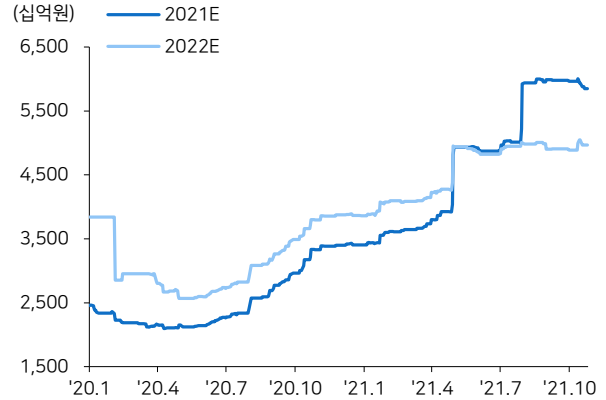
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG화학 4Q21 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG화학 연간 영업이익 컨센서스



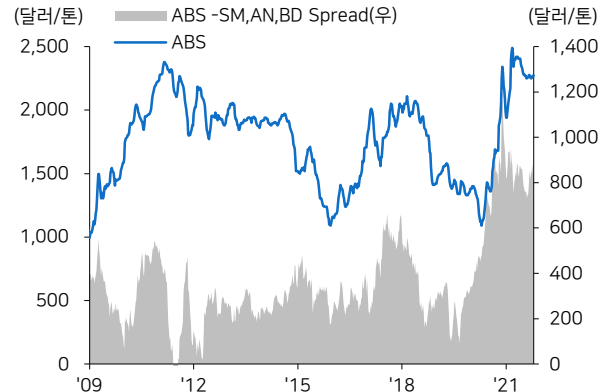
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PVC & 가성소다 가격 추이



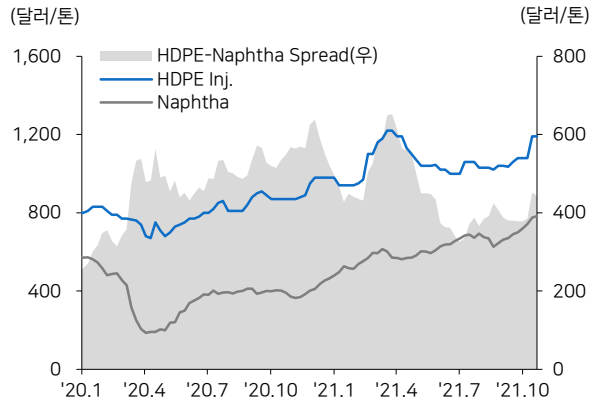
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ABS 스프레드



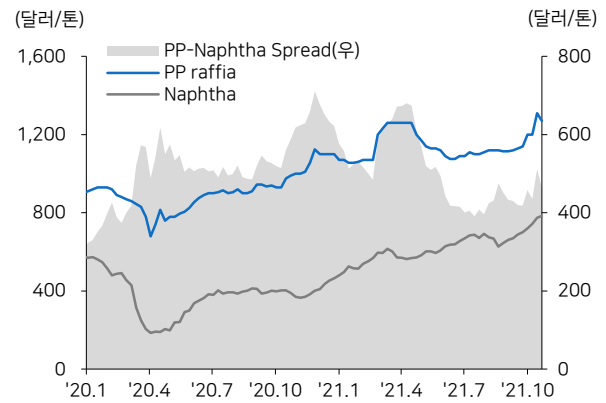
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 HDPE – 납사 스프레드



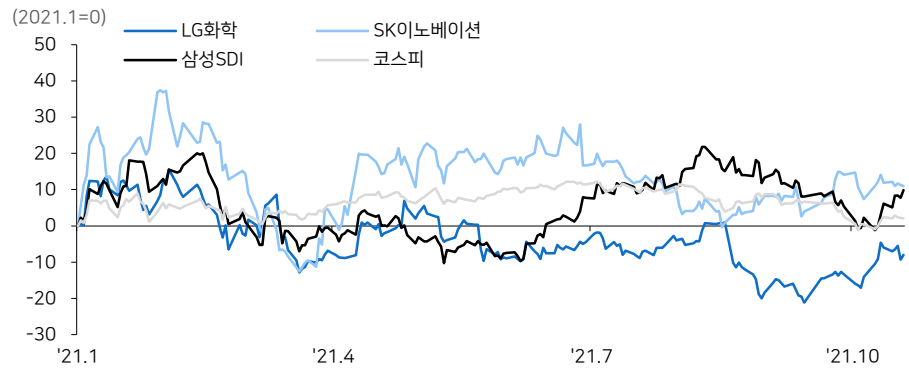
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP – 납사 스프레드



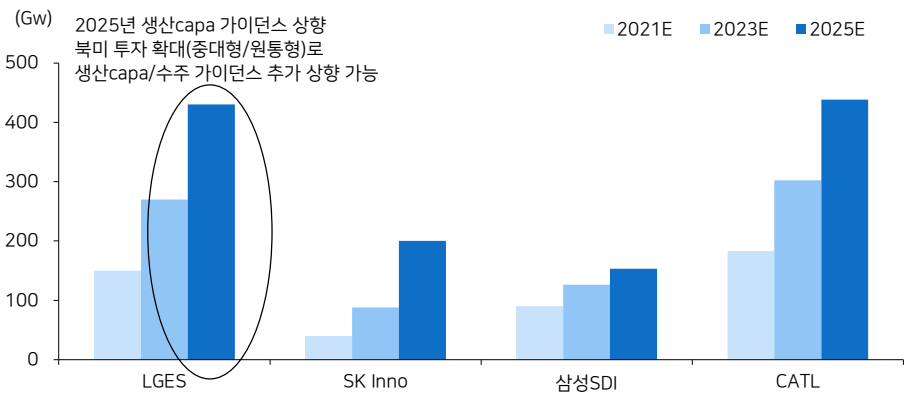
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 KOSPI 대비 2차전지 셀 업체 주가 추이



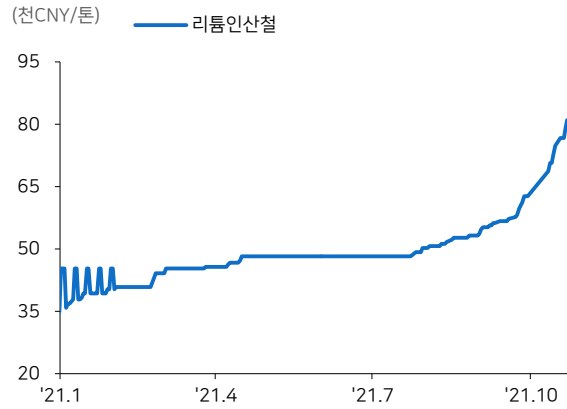
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 배터리 3사 생산능력 비교: LG에너지솔루션의 원통형 전지 가이드선 상향



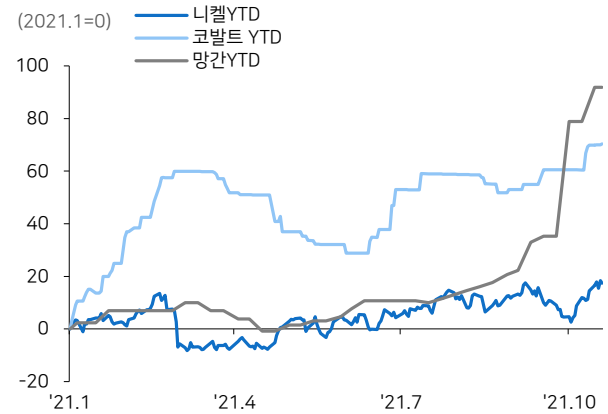
자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LFP 가격 동향: NCM 대비 가격 경쟁력 상실 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2차전지 원자재 가격 급등: 가격 포물러 계약



자료: 한국자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 국내/외 배터리 및 소재 생산업체 Multiple 비교

기업명		P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
셀	LG화학	13.5	14.6	13.3	2.9	2.5	2.2	21.7	17.2	16.5	7.8	6.6	5.9
	SK이노베이션	36.7	20.1	17.3	1.4	1.4	1.2	4.4	7.8	7.6	10.1	9.4	8.7
	삼성SDI	44.6	34.7	28.5	3.6	3.2	2.9	8.3	9.7	11.1	22.2	17.5	14.4
	Panasonic	13.7	12.3	11.3	1.2	1.2	1.1	9.4	9.7	10.0	5.7	5.1	4.4
	CATL	132.6	80.8	57.1	19.4	15.1	12.0	14.5	20.0	22.1	74.7	45.1	32.2
	BYD	176.0	117.3	84.0	12.4	11.4	10.2	7.6	10.8	13.0	40.4	32.0	26.9
	Guoxuan hightech	211.0	105.5	69.9	4.8	4.7	4.4	2.9	5.2	6.7	60.0	42.9	31.6
양극재	포스코케미칼	78.5	68.9	50.6	4.8	4.5	4.2	8.5	6.7	8.5	48.4	37.8	29.1
	에코프로비엠	93.6	59.1	37.1	14.3	11.2	8.7	17.6	21.7	26.6	55.7	34.8	22.8
	엘앤에프	412.8	63.1	36.7	14.4	11.8	9.0	5.0	26.8	32.4	117.0	42.4	27.2
	Umicore	18.1	20.4	19.6	4.0	3.6	3.2	24.5	18.0	14.9	10.7	11.4	10.8
	Ningbo Shanshan	29.5	28.3	22.5	4.8	4.1	3.6	15.4	15.1	16.0	23.8	17.5	14.5
	Sumitomo Metal	8.2	9.0	10.4	1.0	0.9	0.9	12.8	9.5	8.5	8.6	8.5	9.5
	Nichia	10.3	9.7	9.3	1.2	1.1	1.0	12.8	12.4	11.9	5.1	4.6	4.1
	Mitsui	5.3	6.6	5.9	0.8	0.8	0.7	17.6	12.2	12.2	5.1	5.2	4.6
음극재	포스코케미칼	78.5	68.9	50.6	4.8	4.5	4.2	8.5	6.7	8.5	48.4	37.8	29.1
	대주전자재료	102.6	76.9	53.4	15.8	13.1	10.5	17.4	19.3	22.6	64.7	45.6	41.7
	Ningbo Shanshan	29.5	28.3	22.5	4.8	4.1	3.6	15.4	15.1	16.0	23.8	17.5	14.5
	Showa Denko	3,021.7	10.1	7.1	1.1	1.0	0.9	-0.3	10.8	13.8	8.1	6.8	6.2
	Mitsubishi	8.9	9.1	8.6	1.0	0.9	0.9	11.5	11.0	10.5	6.7	6.4	6.1
	Hitachi	10.9	12.1	10.8	1.6	1.5	1.3	15.6	12.8	12.6	7.5	7.0	6.2
분리막	SK아이이테크놀로지	82.9	51.1	39.6	5.5	5.0	4.4	8.8	10.6	12.0	40.1	24.5	19.1
	Yunnan Energy	110.4	68.2	49.3	20.1	15.6	11.9	18.6	24.4	26.0	72.7	46.3	34.7
	W-socpe	36.5	6.7	5.4	2.9	2.0	1.5	9.9	34.9	31.6	10.3	5.1	3.9
	Ashai Kasei	10.3	11.3	10.6	1.1	1.0	0.9	10.6	9.1	9.1	6.2	5.8	5.4
	Toray Industries	12.3	10.7	9.3	0.9	0.8	0.8	7.1	7.9	8.3	7.7	6.9	6.2
전해액	동화기업	26.4	21.9	19.1	2.8	2.5	2.1	11.6	12.2	12.3	13.0	11.0	9.9
	솔브레인	11.9	9.7	8.4	3.0	2.3	1.9	29.3	27.4	24.9	6.7	5.0	4.0
	천보	69.2	46.1	31.2	11.0	9.0	7.0	16.9	21.6	25.2	44.0	30.0	21.4
	후성	62.8	26.6	21.1	7.6	5.9	4.6	12.1	24.8	24.2	31.7	15.3	12.5
	Mitsubishi chemical	8.9	9.1	8.6	1.0	0.9	0.9	11.5	11.0	10.5	6.7	6.4	6.1
동박	일진머티리얼즈	65.3	44.9	33.1	7.2	6.5	5.5	11.4	15.1	17.6	38.0	26.8	20.6
	SKC	33.3	29.2	25.6	3.3	3.0	2.8	10.5	10.9	11.3	13.4	13.0	12.1
	솔루스첨단소재	106.6	56.2	33.9	10.3	8.5	6.9	8.9	15.1	20.9	41.8	21.8	14.7
	Furukawa Electronic	13.4	10.2	8.4	0.7	0.6	0.6	4.9	6.3	7.2	7.3	6.5	5.9

주: LG화학은 당사 추정치 사용

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## LG 화학 (051910)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	27,353.1	30,076.5	43,861.2	55,587.3	62,887.2
매출액증가율 (%)	-2.9	10.0	45.8	26.7	13.1
매출원가	22,667.4	23,764.3	32,988.8	46,067.0	51,334.6
매출총이익	4,685.6	6,312.2	10,872.4	9,520.3	11,552.6
판매관리비	3,860.2	4,514.1	5,224.6	3,534.4	4,919.0
영업이익	825.4	1,798.2	5,648.6	5,985.9	6,633.7
영업이익률	3.0	6.0	12.9	10.8	10.5
금융손익	-135.1	-692.1	-19.7	-127.1	-210.2
종속/관계기업손익	22.2	9.3	58.5	12.0	12.0
기타영업외손익	-138.1	-171.7	28.1	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	574.4	943.7	6,125.7	5,830.8	6,395.5
법인세비용	169.2	367.8	1,491.5	1,399.4	1,534.9
당기순이익	376.1	682.4	4,634.2	4,431.4	4,860.6
지배주주지분 순이익	313.4	512.6	4,347.3	4,053.4	4,449.3

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,869.7	16,319.7	20,909.2	27,312.2	34,076.1
현금및현금성자산	1,888.6	3,274.3	5,089.2	8,691.4	12,642.5
매출채권	3,738.2	5,298.4	6,621.7	7,800.4	8,984.2
재고자산	5,033.7	5,349.7	7,289.7	8,587.3	9,890.5
비유동자산	22,154.7	25,069.2	29,668.2	31,913.0	33,918.9
유형자산	18,593.6	20,567.5	23,963.3	26,254.2	28,284.9
무형자산	2,206.2	2,279.9	2,249.5	2,034.9	1,840.7
투자자산	575.6	558.8	1,152.2	1,320.8	1,490.1
자산총계	34,024.4	41,388.9	50,577.4	59,225.2	67,995.0
유동부채	8,941.5	12,624.2	16,297.8	20,479.7	24,511.0
매입채무	2,379.7	3,458.5	3,950.8	4,654.1	5,360.4
단기차입금	771.1	879.8	1,227.2	1,227.2	1,227.2
유동성장기부채	585.0	636.3	2,613.0	4,213.0	5,653.0
비유동부채	7,699.1	9,974.2	11,090.6	11,982.3	12,795.3
사채	5,299.2	5,376.8	6,231.1	6,331.1	6,431.1
장기차입금	1,536.8	3,131.3	2,908.7	3,388.7	3,788.7
부채총계	16,640.6	22,598.5	27,388.4	32,462.0	37,306.3
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,274.6	2,692.5	2,720.7	2,720.7	2,720.7
기타포괄이익누계액	-85.5	-165.1	130.8	130.8	130.8
이익잉여금	14,798.7	15,175.3	18,745.9	21,942.1	25,456.3
비지배주주지분	378.8	751.3	1,240.8	1,618.8	2,030.1
자본총계	17,383.8	18,790.4	23,189.0	26,763.2	30,688.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	3,121.1	5,840.8	6,344.2	8,646.8	9,414.3
당기순이익(손실)	376.1	682.4	4,635.1	4,431.4	4,860.6
유형자산상각비	1,719.6	2,130.0	3,181.9	4,309.1	4,669.3
무형자산상각비	136.9	181.0	224.0	214.6	194.2
운전자본의 증감	114.6	1,266.4	-2,401.2	-308.4	-309.7
투자활동 현금흐름	-6,111.4	-5,296.4	-5,537.9	-6,768.6	-6,869.3
유형자산의증가(CAPEX)	-6,238.2	-5,535.8	-6,631.5	-6,600.0	-6,700.0
투자자산의감소(증가)	-129.3	26.2	-588.0	-168.6	-169.3
재무활동 현금흐름	2,300.7	938.1	928.0	1,724.0	1,406.2
차입금의 증감	3,045.2	1,829.5	3,142.0	2,581.2	2,341.2
자본의 증가	0.0	417.9	28.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-625.1	1,385.6	1,814.9	3,602.2	3,951.1
기초현금	2,513.7	1,888.6	3,274.3	5,089.2	8,691.4
기말현금	1,888.6	3,274.3	5,089.2	8,691.4	12,642.5

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	387,479	426,059	621,331	787,441	890,850
EPS(지배주주)	4,216	6,170	60,394	56,110	61,718
CFPS	50,110	68,507	125,034	149,089	161,943
EBITDAPS	37,991	58,209	128,254	148,878	162,866
BPS	217,230	230,440	280,376	321,206	366,098
DPS	2,000	10,000	11,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	0.6	1.2	1.3	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	75.3	133.6	13.6	14.6	13.3
PCR	6.3	12.0	6.6	5.5	5.1
PSR	0.8	1.9	1.3	1.0	0.9
PBR	1.5	3.6	2.9	2.6	2.2
EBITDA	2,681.9	4,109.1	9,053.7	10,509.7	11,497.1
EV/EBITDA	11.4	16.6	7.8	6.6	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	2.9	21.7	17.2	16.5
EBITDA 이익률	9.8	13.7	20.6	18.9	18.3
부채비율	95.7	120.3	118.1	121.3	121.6
금융비용부담률	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	4.1	9.0	29.9	25.6	24.3
매출채권회전율(x)	6.7	6.7	7.4	7.7	7.5
재고자산회전율(x)	5.9	5.8	6.9	7.0	6.8

## 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)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 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)	
2019.10.28	기업브리프	Buy	420,000	노우호	-20.8	-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	-8.5	-6.1	
2021.01.28	기업브리프	Buy	1,120,000	노우호	-21.0	-8.2	
2021.04.29	기업브리프	Buy	1,200,000	노우호	-	-	