

# LG화학 (051910)

화학



황규원

02 3770 5607  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>780,000원 (D)</b>
현재주가 (12/29)	<b>628,000원</b>
상승여력	<b>24%</b>

시가총액	466,002억원
총발행주식수	78,281,143주
60일 평균 거래대금	1,923억원
60일 평균 거래량	257,510주
52주 고	1,028,000원
52주 저	621,000원
외인지분율	46.70%
주요주주	LG 외 3 인 33.37%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.8)	(18.1)	(22.8)
상대	(14.3)	(16.3)	(27.2)
절대(달려환산)	(11.4)	(18.5)	(29.0)

## 2022년 목표주가 78만원으로 하향

### 2022년 예상 영업이익 3.6조원, △32% 감익 전망

2022년 예상 실적은 '매출액 49.6조원, 영업이익 3.6조원(영업이익률 7.3%), 지배주주 순이익 2.4조원' 등이다. 영업이익 추정치는 전년 5.3조원 대비 △32% 감소하는 수치이다. 부문별로는 기초소재부문 2.4조원(전년 4.2조원), 배터리부문 1.2조원(전년 0.7조원) 등이다. 실적 감익은 석화부문에서 발생될 것이다. 2021년 이상 급등했던 ABS/PC 스프레드가 수요약세와 신규증설 압박에 노출되기 때문이다. 주요 석화제품 1톤당 스프레드는 전년 1,041\$에서 716\$로 낮아질 전망이다. 과거 사이클 하락 시기였던 2018년 781\$을 밑도는 수치이다.

### LG에너지솔루션(주) 100% 상장 밸류, 58 ~ 128조원

2022년 1월 배터리 자회사인 LG에너지솔루션(주)이 상장된다. 2022년 예상 실적은 매출액 23.3조원, 영업이익 1.2조원(영업이익률 5.0%, 추가 리콜 없다는 가정), 순이익 9,695억원 등이다. 상장 후 EV/EBITDA 상대가치를 적용한 시가총액 범위는 58 ~ 128조원으로 예상되며, 평균치는 92조원(주당 40만원)이다. 계산식은 '2022 ~ 2023년 평균 EBITDA 3.8조원 x (경쟁사인 CATL(주) 31.7배, 삼성SDI(주) 15.0배) + 순현금 5조원' 등이다. 반면, 미래수익을 현재가치로 환산한 본질가치는 70 ~ 80조원 수준이다.(가정 : 2040년까지 배터리시장 연평균 성장률 20%, 시장 점유율 23%, 영업이익률 7.1%)

### 배터리가치에 따른 LG화학(주) 적정가치, 55 ~ 97만원(중간 78만원)

2022년 배터리 상장후 지분율 하락과 석유화학 하락 사이클 진입을 고려해, 목표주가를 78만원(기존 97만원)으로 하향조정 한다. 참고로, 가장 보수적으로 평가할 경우(배터리 23조원, 기초소재 11조원), 바닥권 주가는 55만원 수준이다.

첫째, LG에너지솔루션(주) 지분 가치로 32조원을 평가했다. 'CATL(주)과 SDI(주) 평균 EV/EBITDA를 적용한 100% 가치 92조원 x 지주회사 할인율 50% x 지분율 82%' 등을 적용했다.

둘째, 기초소재 부문 가치로 15조원을 평가했다. 사이클 상관없이 창출가능한 평균 EBITDA 3.4조원 x 석화업황 사이클 하락시기 EV/EBITDA 4.4배(ABS 6.5배와 범용제품 3.5배 기중평균)를 적용한 것이다.

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	105,195	18.1	-0.8	115,801	-9.2
영업이익	10,348	772.6	41.9	11,582	-10.7
세전계속사업이익	9,657	흑전	30.3	12,282	-21.4
지배순이익	6,471	흑전	6.1	7,697	-15.9
영업이익률 (%)	9.8	+8.5 %pt	+2.9 %pt	10.0	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	6.2	흑전	+0.4 %pt	6.6	-0.4 %pt

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	273,531	300,765	422,255	495,606
영업이익	8,254	17,982	53,118	35,979
지배순이익	3,134	5,126	40,542	24,600
PER	80.4	85.5	11.1	18.6
PBR	1.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	12.0	11.3	1.1	7.6
ROE	1.8	2.9	20.3	10.8

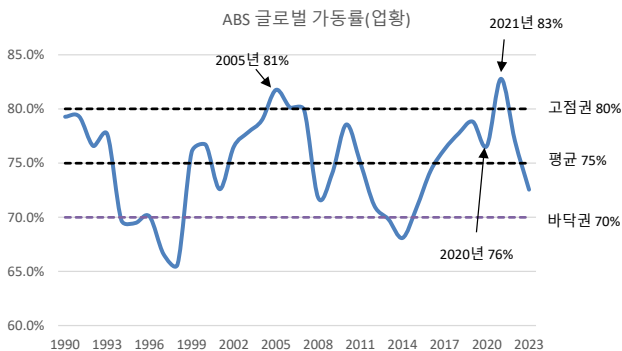


표 2. LG 화학(주) 주력 석화제품 ABS 글로벌 수급 : 2022~2023년 신규증설 규모 288만톤으로, 글로벌 수요 대비 26% 증설 집중

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)											생산능력(만톤)	
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
미주	DOW Chemical	21													21
	Ineos	26													26
	SABIC	45													45
	중남미	-			7										7
	브라질 Braskem								10						10
유럽	Ineos(독일)	25													25
	BASF(독일)	20													20
	BASF(벨기에)	20													20
	DOW Chemical(네델란드)	19													19
	Ineos(스페인)	18													18
	기타	31			9								3		43
아시아															
일본	Techno polymer	23													23
	UMC ABS	15													15
	Japan A&L	10													10
	Toray	7										8			15
	Asahi Kasei	7													7
	Denka	7													7
한국	LG화학	60	5		5			15		3					88
	롯데정밀화학	47			9				7						63
	금호석유	25											4		29
	한국스틸로루션	25	3												28
	중국														
중국	Sinpoec Takahashi	20	4												24
	Petrochina	35		20									60		115
	Tianjin Dagu	20		20											40
	Panjin Petrochemical	20													20
	LG화학(남보)	58		12											70
	LG화학-CNOOC(해주)					15	-					15			30
	chimei(Zhenjiang)	70	15												85
	chimei(Fujian)												45		45
	Keyuan Petrochemical					40				5					45
	Gaoqiao Petrochemical	25											25		25
	Formosa Chemical	20		10											55
	Shandong Halil Chemical									20					20
	Ineos 남보													60	60
	Lihuayi Liling Refining& Chemical													40	40
Sinochem(Jiangsu)													24	24	
타이완	Chimei	100			35										135
	Formosa Chemical	41													41
	Taita chemical	6			4										10
기타아시아	Toray Plastics Malaysia	33											8		41
	IRPC(태국)	10			6										16
	롯데정밀소재(인도네시아)													60	30
	Sabic(사우디)							15							15
	Jam(이란)								20						20
세계 생산능력	906	27	62	75	55	15	15	37	28	15	8	11	134	154	1,540
[글로벌 업황]															
글로벌 생산능력 (A)	906	933	995	1,070	1,125	1,140	1,155	1,191	1,219	1,234	1,242	1,252	1,388	1,540	
글로벌 수요량 (B)	712	700	707	747	766	808	858	909	948	973	951	1,037	1,083	1,132	
글로벌 업황 가동률 (A/B)	78.6%	75.1%	71.1%	69.8%	68.1%	70.9%	74.3%	76.3%	77.7%	78.8%	76.6%	82.8%	78.1%	73.5%	

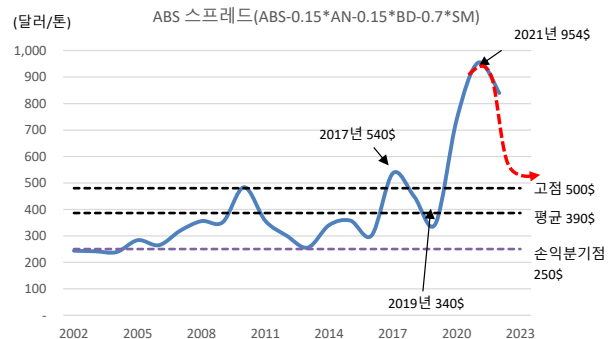
자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 ABS 가동률(업황) 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. ABS 제품 수익지표(스프레드) 전망 : 2022년 제자리 찾기



자료: 유안타증권 리서치센터

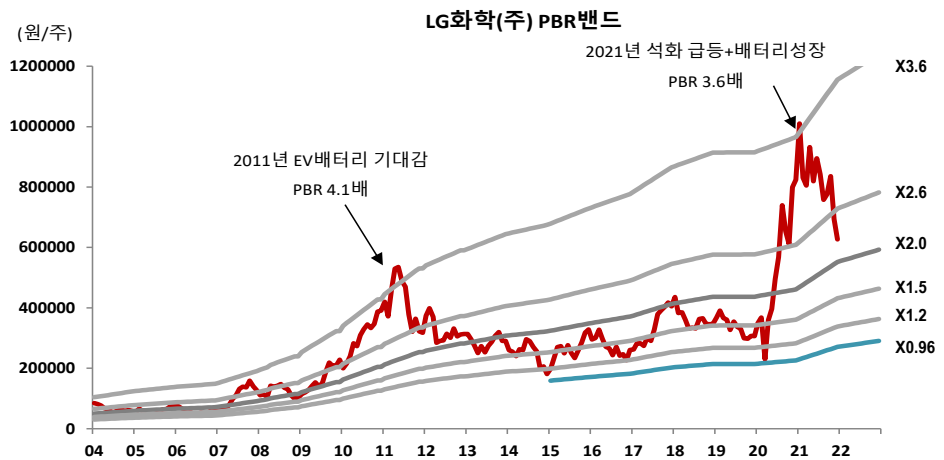


표 5. 2022년 LG에너지솔루션주 상장에 따른 LG화학주의 적정가치 변화 : 낙관적 97만원, 중립적 78만원, 보수적 55만원

구분	기준일 2022.11월	주요 내역										
		사업부문	지분율	영업이익 (억원)	감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	판단기준	적정배율	판단기준	100% 사업가치 (억원)	자회사할인율	적정사업가치 (억원)
(+) 영업자산가치 (억원)	594,433	(1) 배터리부문	82%	14,443	23,591	38,035	2022~2023년 평균	31.7	(CATL)별류적용	1,205,080	50%	494,083
(낙관적 배터리 별류)	724,803	(배터리 별류 중립)	82%	14,443	23,591	38,035	2022~2024년 평균	23.3	(CATLSDI) 평균	887,105	50%	363,713
(보수적 배터리 별류)	433,771	(2) 석유화학부문	82%	14,443	23,591	38,035	2022~2025년 평균	15.0	(SDI)별류적용	569,130	50%	233,343
		(3) 정탄소재부문	100%	12,658	21,000	33,658	하락 사이클 기준	4.4	(사이클 평균-불황)	148,095		148,095
		(4) 생명과학	100%	1,682	780	2,462	2023년 기준	23.3	(양극재 성장성 적용)	57,419		57,419
		(5) 팔안봉	100%	565	394	959	2021~2023년 평균	24.0		23,016		23,016
		합산	100%	273	148	421	2021~2024년 평균	6.5		2,737		2,189
												(낙관적 배터리 별류) 724,803 (배터리 별류 중립) 594,433 (보수적 배터리 별류) 433,771 <b>50%*낙관적+50%*중립적 659,618</b>
(+) 투자자산가치 (억원)	1,443	투자자산 구성	지분율	순자산 (억원)	PBR	적정투자가치 (억원)	비고					
		씨텍	50%	1454	0.5	727	여수지역 스팀공급					
		LG Holdings	26%	540	0.5	270	중공법인					
		LG Fuel Cell System	26%	264	0.5	132	연료전지 자회사					
		기타		628	0.5	314						
		합산				1,443						
(-) 순차입금 (억원)	23,066	총차입금	우선주	현금성자산	유상증자	납입	기술료	유입	순차입금			
		(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)			
		140,000	15,346	42,000	70,280	20,000			23,066			
												2022년 1월 LG에너지솔루션주 상장에 따른 현금유입 효과
(-) 탄소부채 (억원)	35,455	총탄소발생량 (톤/년)	탄소가격 (\$/톤)	환율 (원/달러)	연간비용 (억원)	WACC	현재가치환산액 (억원)					
		10,667,219	20	1150	2,453.5	6.92%	35,455					
보통주가치 (억원)	537,355	(낙관적가치 + 중립적가치)/2										
[배터리 별류 시나리오]												
(낙관적)	667,725											
(중립)	537,355											
(보수적)	376,682											
발행주식수 (주)	68,939,927	총발행주식수 70,592,343주 - 차사주 1,652,416주										
보통주 1주당가치 (원/주)	780,000	중립가치 적용										
[배터리 별류 시나리오]												
(낙관적)	970,000	배터리부문 CATL 별류 적용시										
(중립)	780,000	배터리 부문 (CATL과 삼성SDI) 평균 적용시										
(보수적)	550,000	배터리부문 삼성SDI 별류 적용시										

자료 : 유안타증권 리서치센터

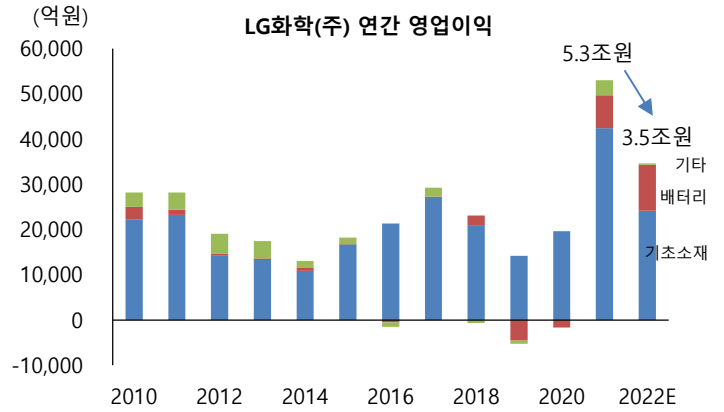
그림 3. LG화학주의 PBR 밴드 : 2022년 석유화학 사이클 하락 + 배터리 지분율 하락



자료 : 유안타증권 리서치센터

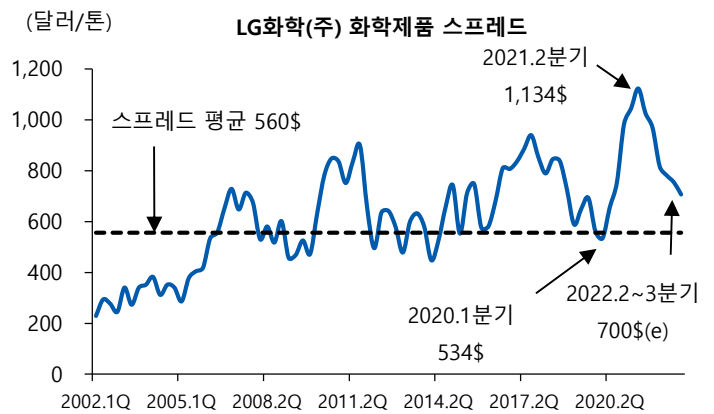
## Key Chart

### LG화학(주) 영업이익 전망



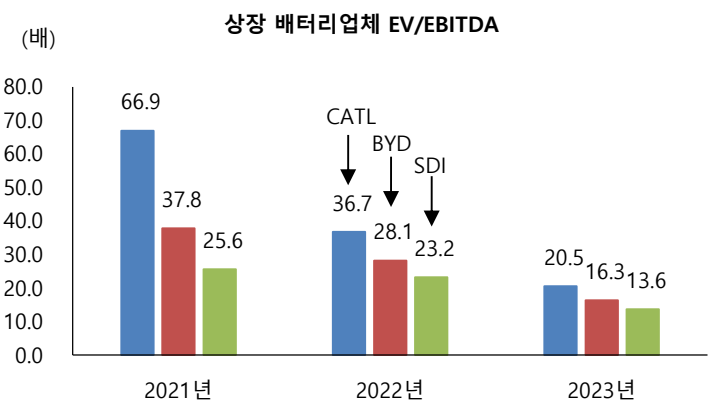
자료: 유안타증권 리서치센터

### 석화제품 스프레드 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

### 배터리업체 EV/EBITDA



자료: 유안타증권 리서치센터

LG 화학 (051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	273,531	300,765	422,255	495,606	503,866	
매출원가	226,674	237,643	311,874	410,154	415,988	
매출총이익	46,856	63,122	110,381	85,451	87,878	
판매비	38,602	45,141	57,263	49,472	50,297	
영업이익	8,254	17,982	53,118	35,979	37,581	
EBITDA	26,819	41,091	311,288	48,935	39,517	
영업외손익	-2,510	-8,545	328	-223	-459	
외환관련손익	15	-3,708	-167	146	486	
이자손익	-1,544	-1,629	-964	576	245	
관계기업관련손익	222	93	59	364	0	
기타	-1,203	-3,302	1,400	-1,309	-1,191	
법인세비용차감전순손익	5,744	9,437	53,446	35,756	37,122	
법인세비용	1,692	3,678	13,013	8,611	8,983	
계속사업순손익	4,053	5,759	40,433	27,145	28,138	
중단사업순손익	-292	1,066	3,058	0	0	
당기순이익	3,761	6,824	43,491	27,145	28,138	
지배지분순이익	3,134	5,126	40,542	24,600	24,790	
포괄순이익	4,485	6,122	50,530	27,272	28,265	
지배지분포괄이익	3,832	4,518	46,678	24,005	24,879	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	31,211	58,408	290,904	46,816	51,438	
당기순이익	0	0	7,320	27,145	28,138	
감가상각비	17,196	21,300	255,942	10,829	0	
외환손익	58	104	152	-146	-486	
중속, 관계기업 관련손익	0	0	-2	-364	0	
자산부채의 증감	1,146	12,664	-28,647	-16,806	-2,926	
기타현금흐름	12,811	24,341	56,139	26,158	26,712	
투자활동 현금흐름	-61,114	-52,964	-42,412	-37,875	-38,587	
투자자산	-310	3,389	-1,807	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-62,382	-55,358	-52,774	-45,000	-45,000	
유형자산 감소	796	375	808	0	0	
기타현금흐름	782	-1,370	11,361	7,125	6,413	
재무활동 현금흐름	23,006	9,381	5,491	14,224	-607	
단기차입금	0	0	-941	1,675	338	
사채 및 장기차입금	26,859	8,791	10,248	16,366	2,890	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-4,839	-1,776	-8,938	-8,948	-8,948	
기타현금흐름	986	2,366	5,122	5,131	5,113	
연결범위변동 등 기타	646	-969	-10,859	-37,046	-37,500	
현금의 증감	-6,251	13,856	243,124	-13,880	-25,256	
기초 현금	25,137	18,886	32,743	275,867	261,987	
기말 현금	18,886	32,743	275,867	261,987	236,730	
NOPLAT	8,254	17,982	53,118	35,979	37,581	
FCF	-31,171	3,050	238,131	1,816	6,438	

자료: 유안타증권

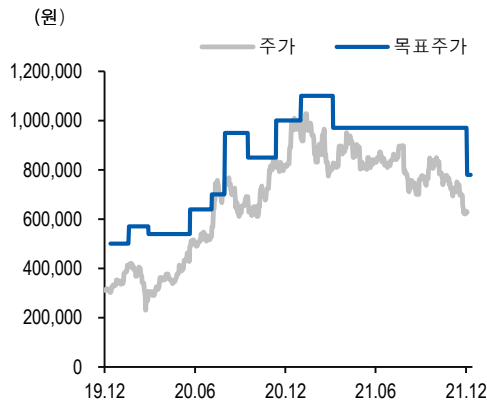
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	118,697	163,197	437,287	446,083	425,420	
현금및현금성자산	18,886	32,743	275,867	261,987	236,730	
매출채권 및 기타채권	39,723	56,146	72,110	82,913	85,101	
재고자산	50,337	53,497	79,255	91,128	93,533	
비유동자산	221,547	250,692	67,735	100,143	143,208	
유형자산	185,936	205,675	3,375	37,546	82,546	
관계기업 등 지분관련자산	3,076	3,093	5,005	5,368	5,368	
기타투자자산	2,681	2,494	9,414	9,414	9,414	
자산총계	340,244	413,889	505,023	546,226	568,627	
유동부채	89,415	126,242	148,192	154,177	170,779	
매입채무 및 기타채무	68,290	92,477	86,648	91,335	92,295	
단기차입금	7,711	8,798	14,622	16,297	16,636	
유동성장기부채	5,850	6,363	16,762	16,384	31,688	
비유동부채	76,991	99,742	125,906	142,650	130,236	
장기차입금	15,368	31,313	33,139	32,219	33,821	
사채	52,992	53,768	74,256	91,920	77,904	
부채총계	166,406	225,985	274,098	296,827	301,015	
지배지분	170,050	180,391	219,722	236,654	253,777	
자본금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914	
자본잉여금	22,746	26,925	27,207	27,207	27,207	
이익잉여금	147,987	151,753	184,503	201,308	218,303	
비지배지분	3,788	7,513	11,202	12,745	13,836	
자본총계	173,838	187,904	230,924	249,399	267,612	
순차입금	64,832	63,218	-136,566	-104,645	-76,160	
총차입금	84,152	102,279	140,811	158,852	162,081	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	4,216	6,170	56,339	33,756	34,024	
BPS	221,961	231,866	282,029	303,763	325,741	
EBITDAPS	34,260	52,492	397,654	62,511	50,481	
SPS	349,421	384,211	539,408	633,110	643,662	
DPS	2,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
PER	80.4	85.5	11.1	18.6	18.5	
PBR	1.5	2.3	2.2	2.1	1.9	
EV/EBITDA	12.0	11.3	1.1	7.6	10.2	
PSR	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-2.9	10.0	40.4	17.4	1.7	
영업이익 증가율 (%)	-63.3	117.8	195.4	-32.3	4.5	
지배순이익 증가율 (%)	-78.7	63.6	690.9	-39.3	0.8	
매출총이익률 (%)	17.1	21.0	26.1	17.2	17.4	
영업이익률 (%)	3.0	6.0	12.6	7.3	7.5	
지배순이익률 (%)	1.1	1.7	9.6	5.0	4.9	
EBITDA 마진 (%)	9.8	13.7	73.7	9.9	7.8	
ROIC	2.7	4.6	25.7	28.7	19.8	
ROA	1.0	1.4	8.8	4.7	4.4	
ROE	1.8	2.9	20.3	10.8	10.1	
부채비율 (%)	95.7	120.3	118.7	119.0	112.5	
순차입금/자기자본 (%)	38.1	35.0	-62.2	-44.2	-30.0	
영업이익/금융비용 (배)	4.1	9.0	21.6	9.7	10.1	

LG 화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-12-29	BUY	780,000	1년		
2021-04-02	BUY	970,000	1년	-16.88	-1.96
2021-01-27	BUY	1,100,000	1년	-18.49	-6.55
2020-12-08	BUY	1,000,000	1년	-10.45	1.00
2020-10-12	BUY	850,000	1년	-17.18	-0.47
2020-08-26	Strong Buy	950,000	1년	-27.23	-19.16
2020-07-31	Strong Buy	700,000	1년	-0.15	8.29
2020-06-17	Strong Buy	640,000	1년	-19.39	-14.53
2020-03-25	Strong Buy	540,000	1년	-32.60	-9.72
2020-02-14	Strong Buy	570,000	1년	-36.80	-26.40

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.3
Hold(중립)	6.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-12-27

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.