

2022. 7. 25



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 950,000 원

현재주가 (7.22) 561,000 원

상승여력 69.3%

KOSPI	2,393.14pt
시가총액	396,023억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.11%
외국인비중	47.80%
52주 최고/최저가	898,000원/439,000원
평균거래대금	1,446.0억원

주요주주(%)

LG 외 2 인	33.37
국민연금공단	6.84

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	-19.2	-32.1
상대주가	-0.7	-4.3	-7.8

주가그래프



LG화학 051910

이차전지 소재의 왕이 될 상

- ✓ 2Q22 Preview Highlight: 첨단소재 양극재 부문의 이익 서프라이즈 기대
- ✓ 이차전지 소재부문에 집중 투자 계획: 양극재→ 분리막→ 바인더/CNT
- ✓ 사업의 핵심 요소 (1) 자금력, (2) Captive물량 확보로 생산규모 열위를 극복
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 95만원을 제시: 적용한 EV/EBITDA는 첨단소재 24배, 석유화학 2.5배, LGES 보유가치 52조원을 적용

2Q22E Highlight: 양극재의 사업 경쟁력이 확인될 첫 분기

동사의 2Q22 영업이익 9,176억원을 추정한다. 잠정실적이 발표된 LGES 외에 석유화학 3,147억원, 첨단소재 3,604억원, 기타 469억원이다. 첨단소재부문은 양극재 사업의 판가/판매량 효과로 시장의 기대치를 상회할 전망이다. 국내 양극재 기업들의 분기 사상 최대 실적의 주요 배경은 원재료 가격 상승에 따른 판가 상승/판매량 증가이다. 동사 역시 같은 맥락으로 분기별 성장세가 유효, 올 연초 구매했던 리튬에 재고이익 발생(기준 시점 대비 M-2개월)으로 이익 눈높이가 상향되겠다.

Post LGES: 이차전지 소재(양극재, 분리막, CNT, 바인더 등)

동사가 집중 투자하게 될 이차전지 소재는 양극재, 분리막, CNT, 바인더 등이다. 우선 양극재 사업은 뚜렷하다. LGES향 내재화 비율 40% 방침, LGES는 25년 520Gw의 생산capa를 구축할 계획, 필요 양극재는 91만톤(원단위 1.75 가정)이다. 계열사향 양극재 내재화율 40% 감안 시, 동사의 중장기 양극재 판매량은 36만톤 이상으로 증가한다. 이에 맞춰 동사의 기존 양극재 생산capa 가이드스(2026년 26만톤)는 추후 수직계열화/생산현지화 전략에 맞춰 상향조정 가능성이 높다. 현재 하이니켈 양극재가 주력, 고객사들의 기술 변화에 맞춰 Mg-Rich, 황화물계 소재에 투자가 발생 중이다. 기타 (1) 분리막 사업은 전년 LG전자에서 이관한 분리막 코팅 사업영역이 2025년 Toray JV로 원단 사업으로 확대 계획, (2) EV전지 CNT 생산capa는 1,700톤, Multi-wall의 단점을 NB라텍스로 보완하여 품질 경쟁력 강화, (3) 바인더 또한 석유화학 소재와 연계한 품질 개선 작업이 진행 중이다.

사업 경쟁력 핵심은 (1) 자본투자 능력, (2) 원가 경쟁력, (3) 고객사/현지화

동사 적정주가에 반영한 첨단소재 EV/EBITDA는 24배이다. 투자의견 Buy, 적정주가 95만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	30,058.9	1,805.4	512.6	6,170	68.0	230,440	133.6	3.6	16.6	2.9	120.3
2021	42,654.7	5,025.5	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022E	50,575.7	3,859.2	2,589.4	35,370	-24.7	399,685	15.9	1.4	5.9	9.8	89.6
2023E	59,372.4	4,880.9	3,240.6	44,595	26.8	429,135	12.6	1.3	5.0	10.0	96.5
2024E	68,475.4	5,961.8	3,974.5	54,991	23.3	467,959	10.2	1.2	4.3	11.3	93.7

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,721.9	11,456.1	11.0	11,608.1	9.6	12,701.8	0.2
영업이익	917.6	2,139.8	-57.1	1,024.3	-10.4	925.4	-0.8
세전이익	948.8	2,211.3	-57.1	1,023.6	-7.3	888.6	6.8
순이익(지배주주)	603.8	1,490.3	-59.5	688.2	-12.3	603.4	0.1
영업이익률(%)	7.2	18.7		8.8		7.3	
순이익률(%)	4.7	13.0		5.9		4.8	

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	11,608.1	12,721.9	12,914.9	13,330.9	13,886.5	14,714.6	15,012.8	15,758.5	50,575.7	59,372.4	68,475.4
기초소재	5,964.0	5,963.4	5,712.7	5,545.3	5,479.1	5,612.3	5,683.6	5,578.8	23,185.4	22,353.8	23,244.5
첨단소재	1,568.0	1,800.6	1,815.7	1,860.5	1,952.1	1,998.1	2,063.5	2,163.8	7,044.8	8,177.5	11,031.3
에너지솔루션	4,342.0	5,070.6	5,556.1	6,048.9	6,551.7	7,126.0	7,472.4	8,089.0	21,017.6	29,239.1	34,254.7
팜한농/바이오	478.0	475.0	401.9	461.9	525.8	569.9	386.1	525.2	1,816.8	2,007.0	2,337.3
영업이익	1,024.3	917.6	927.0	990.4	1,106.0	1,181.3	1,236.2	1,357.5	3,859.2	4,880.9	5,961.8
<i>%OP</i>	<i>8.8%</i>	<i>7.2%</i>	<i>7.2%</i>	<i>7.4%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.6%</i>	<i>7.6%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.7%</i>
기초소재	635.0	314.7	178.2	166.5	202.7	211.9	242.4	296.3	1,294.4	953.4	1,298.3
첨단소재	154.0	360.4	336.0	348.4	318.5	320.8	333.2	347.4	1,198.8	1,319.9	1,663.2
에너지솔루션	258.9	195.6	414.0	477.0	519.1	603.9	661.7	715.0	1,345.5	2,499.7	2,900.8
팜한농/바이오	73.0	46.9	-1.2	-1.5	65.7	44.6	-1.1	-1.2	117.2	107.9	99.5
세전이익	1,023.0	948.8	959.7	1,028.8	1,126.0	1,202.0	1,261.3	1,387.6	3,960.2	4,976.9	6,106.2
순이익(지배주주)	688.2	603.8	631.6	665.9	735.0	781.3	821.6	902.8	2,589.4	3,240.6	3,974.5
%YoY											
매출액	20.3	11.0	21.8	21.8	19.6	15.7	16.2	18.2	18.6	17.4	15.3
영업이익	-27.3	-57.1	27.1	32.3	8.0	28.7	33.4	37.1	-23.2	26.5	22.1
세전이익	-44.6	-56.9	35.8	101.6	10.1	26.7	31.4	34.9	-24.8	25.7	22.7
순이익(지배주주)	-47.3	-59.5	3.5	153.5	6.8	29.4	30.1	35.6	-29.4	25.1	22.6
%QoQ											
매출액	6.0	9.6	1.5	3.2	4.2	6.0	2.0	5.0			
영업이익	36.9	-10.4	1.0	6.8	11.7	6.8	4.7	9.8			
세전이익	100.5	-7.3	1.1	7.2	9.5	6.7	4.9	10.0			
순이익(지배주주)	162.0	-12.3	4.6	5.4	10.4	6.3	5.2	9.9			

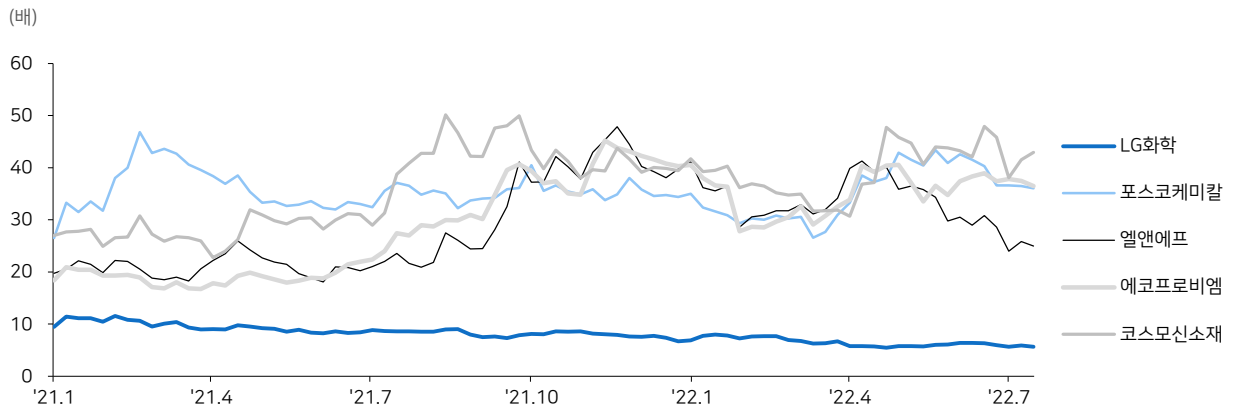
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

표3 LG화학 적정주가 변경 Table

사업가치 (A)	12M Fwd EBITDA (십억원)	Fair Value (십억원)	Multiple (배)
기초소재 사업	2,276	5,690	2.5
첨단소재 사업	676	16,900	24.0
LG에너지솔루션 보유가치		52,000	
Total		74,589	
기업가치 (B)		75,044	
발행주식수(천주)		76,612	
적정주가(원)		950,000	

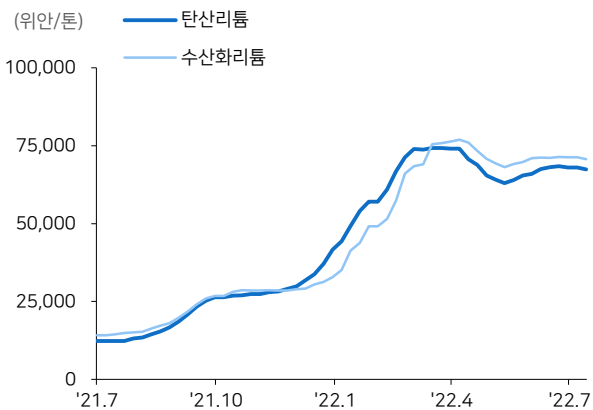
주: 기초소재는 과거 석유화학 Down-cycle 시점의 국내 NCC 평균 멀티플 반영, 첨단소재는 국내 양극재 생산기업 평균 적용, LG에너지솔루션은 당사 커버리지 기준 적정 시가총액/지분율/자회사 할인율(60%)을 적용
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내 양극재 생산 기업 EV/EBITDA 추이



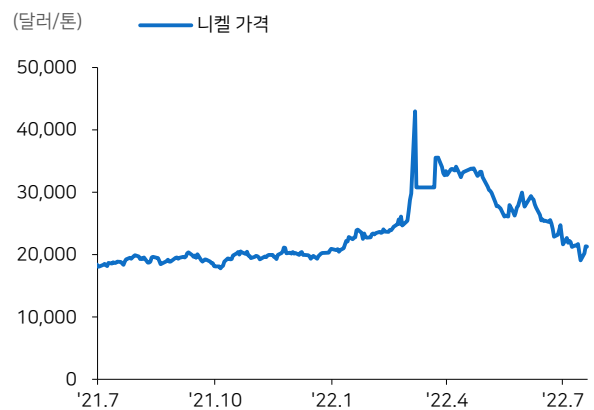
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리튬 가격 추이



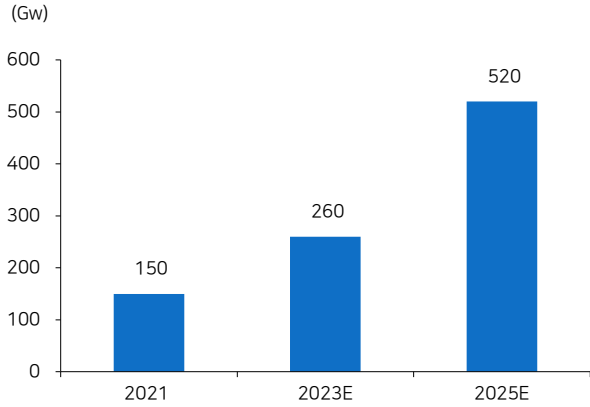
주: Lithium Carbonate 99% China / Lithium Hydroxide 56% China 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 니켈 가격 추이



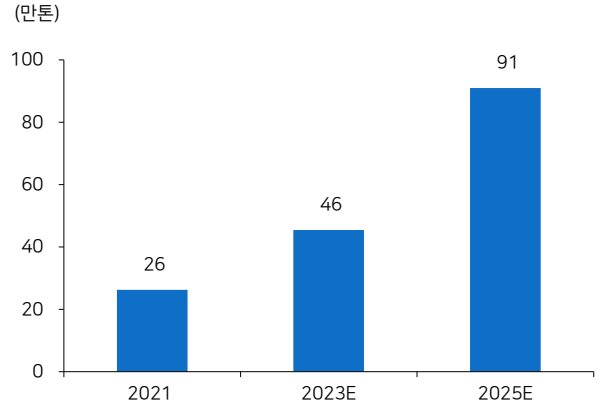
주: LME Cash 기준
 자료: 한국자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG에너지솔루션의 생산Capa 추이



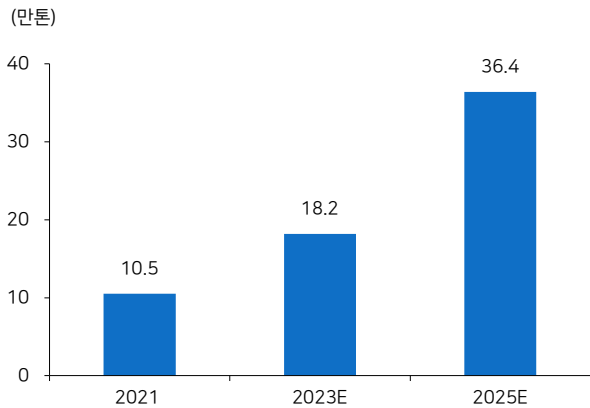
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG에너지솔루션의 양극재 필요 투입량



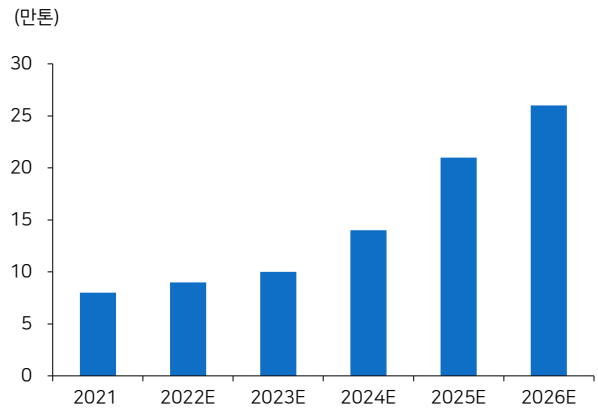
자료: 메리츠증권 리서치센터, 설명: 양극재 원단위 1.75를 가정

그림6 LGES의 양극재 내재화율 40%를 가정한 필요 양극재



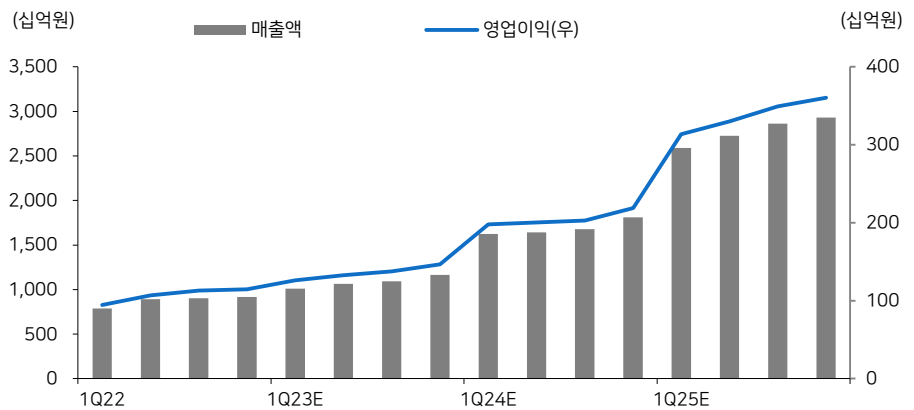
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG화학의 양극재 생산Capa 전망



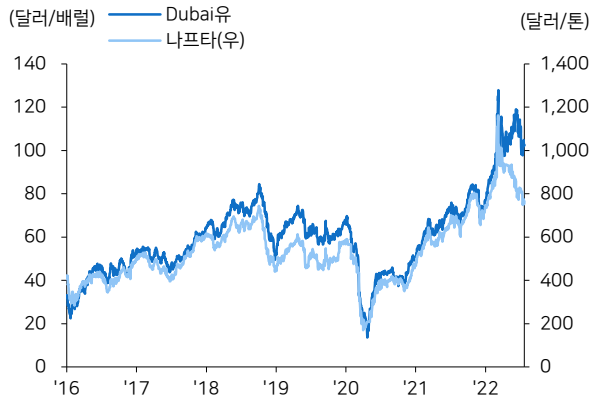
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG화학의 양극재부문 실적 추정



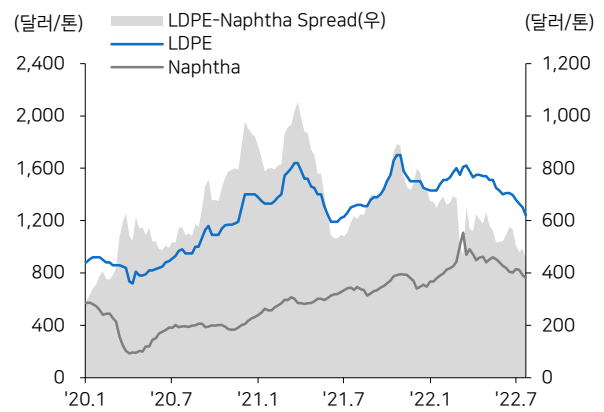
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 국제유가 및 나프타 가격 추이



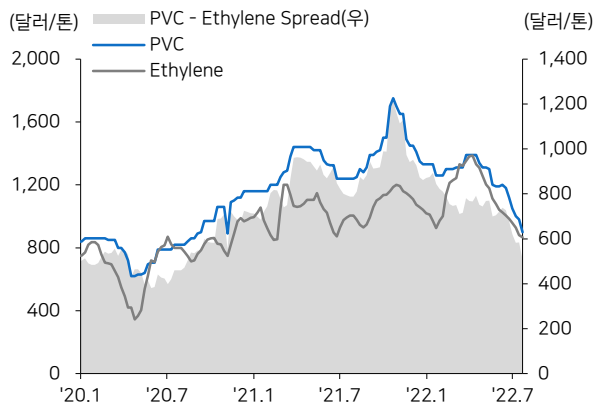
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LDPE-나프타 스프레드 추이



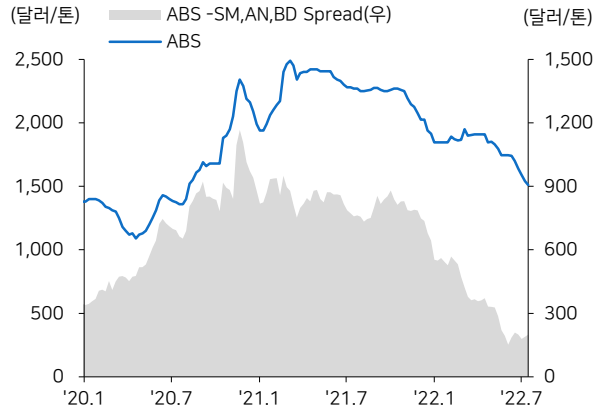
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PVC 스프레드 추이



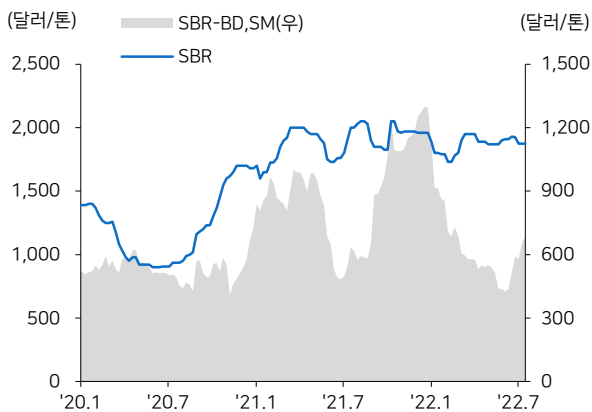
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 ABS 스프레드 추이



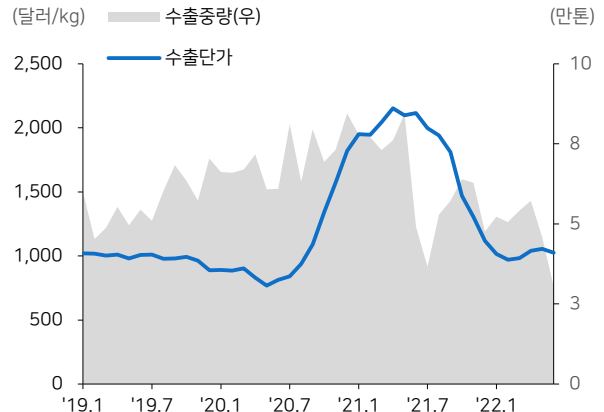
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SBR 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림14 NB-Latex 수출 가격 추이



주: 6월 기준
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	30,058.9	42,654.7	50,575.7	59,372.4	68,475.4
매출액증가율 (%)	9.9	41.9	18.6	17.4	15.3
매출원가	23,741.4	31,436.4	45,707.9	52,814.1	56,923.3
매출총이익	6,317.5	11,218.3	4,867.9	6,558.3	11,552.1
판매관리비	4,512.1	6,192.8	1,008.6	1,677.3	5,590.3
영업이익	1,805.4	5,025.5	3,859.2	4,880.9	5,961.8
영업이익률	6.0	11.8	7.6	8.2	8.7
금융손익	-691.4	25.9	80.6	124.0	172.4
종속/관계기업손익	9.3	-6.6	1.8	12.0	12.0
기타영업외손익	-171.7	-154.1	19.2	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	951.6	4,890.7	3,960.8	4,976.9	6,106.2
법인세비용	367.8	1,235.8	958.6	1,194.5	1,465.5
당기순이익	682.4	3,953.9	3,001.5	3,782.5	4,640.7
지배주주지분 손이익	512.6	3,669.8	2,589.4	3,240.6	3,974.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,319.7	20,413.8	38,107.9	45,274.7	50,474.9
현금및현금성자산	3,274.3	3,760.8	11,671.8	15,001.1	16,946.5
매출채권	5,298.4	6,387.0	8,060.2	9,528.0	10,773.0
재고자산	5,349.7	8,283.5	10,694.0	12,641.4	14,293.2
비유동자산	25,069.2	30,721.5	31,628.9	32,625.7	33,465.5
유형자산	20,567.5	24,378.3	25,255.1	26,278.9	27,153.1
무형자산	2,279.9	2,444.3	2,295.9	2,058.6	1,845.9
투자자산	558.8	1,639.1	1,747.1	1,957.3	2,135.7
자산총계	41,388.9	51,135.3	69,736.8	77,900.4	83,940.4
유동부채	12,624.2	15,062.1	20,335.3	24,809.5	26,853.7
매입채무	3,458.5	3,742.1	5,386.7	6,367.7	7,199.7
단기차입금	879.8	1,688.4	1,706.8	1,706.8	1,706.8
유동성장기부채	669.1	1,788.7	3,863.3	5,303.3	5,113.3
비유동부채	9,974.2	12,863.2	12,613.4	13,455.6	13,745.9
사채	5,376.8	7,412.7	6,809.7	6,909.7	6,909.7
장기차입금	3,131.3	3,628.6	3,673.3	4,073.3	4,073.3
부채총계	22,598.5	27,925.3	32,948.7	38,265.1	40,599.7
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,692.5	2,696.4	11,407.6	11,407.6	11,407.6
기타포괄이익누계액	-165.1	551.4	718.0	718.0	718.0
이익잉여금	15,175.3	18,092.0	18,808.1	21,113.5	24,152.7
비지배주주지분	751.3	1,516.2	5,500.3	6,042.2	6,708.4
자본총계	18,790.4	23,210.0	36,788.1	39,635.3	43,340.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5,840.8	5,509.8	5,025.4	7,334.8	8,448.9
당기순이익(손실)	682.4	3,953.9	3,001.5	3,782.5	4,640.7
유형자산상각비	2,130.0	2,617.7	3,779.9	4,176.2	4,325.8
무형자산상각비	181.0	223.2	261.5	237.3	212.7
운전자본의 증감	1,266.4	-3,006.7	-1,962.6	-861.1	-730.4
투자활동 현금흐름	-5,296.4	-5,349.3	-10,488.2	-5,410.2	-5,378.3
유형자산의증가(CAPEX)	-5,535.8	-5,773.6	-5,256.8	-5,200.0	-5,200.0
투자자산의감소(증가)	26.2	-1,087.0	-115.2	-210.2	-178.3
재무활동 현금흐름	938.1	123.7	13,311.3	1,404.7	-1,125.3
차입금의 증감	1,829.5	4,521.2	1,838.3	2,340.0	-190.0
자본의 증가	417.9	3.9	8,711.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,385.6	486.6	7,911.0	3,329.3	1,945.3
기초현금	1,888.6	3,274.3	3,760.8	11,671.8	15,001.1
기말현금	3,274.3	3,760.8	11,671.8	15,001.1	16,946.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	425,809	604,240	716,448	841,060	970,012
EPS(지배주주)	6,170	50,674	35,370	44,595	54,991
CFPS	68,507	122,548	111,278	130,699	147,783
EBITDAPS	58,311	111,434	111,919	131,662	148,747
BPS	230,440	277,127	399,685	429,135	467,959
DPS	10,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	1.2	2.0	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	133.6	12.1	15.9	12.6	10.2
PCR	12.0	5.0	5.0	4.3	3.8
PSR	1.9	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR	3.6	2.2	1.4	1.3	1.2
EBITDA	4,116.3	7,866.4	7,900.6	9,294.4	10,500.4
EV/EBITDA	16.6	7.4	5.9	5.0	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	18.5	9.8	10.0	11.3
EBITDA 이익률	13.7	18.4	15.6	15.7	15.3
부채비율	120.3	120.3	89.6	96.5	93.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.1	23.8	14.8	16.2	18.7
매출채권회전율(x)	6.7	7.3	7.0	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.3	5.1	5.1

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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.07.20	산업브리프	Buy	620,000	노우호	-15.4	-14.2	
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	-34.7	-20.8	
2022.02.09	기업브리프	Buy	980,000	노우호	-45.5	-32.6	
2022.07.25	기업브리프	Buy	950,000	노우호	-	-	