

LG화학 (051910)

2024년 양극재 회복을 기대해 본다

2024년 영업이익 17% 회복 기대

2024년 예상 실적은 '매출액 5.3조원, 영업이익 3.0조원(영업이익률 5.7%), 지배주주 순이익 2.5조원' 등이다. 영업이익은 2023년 예상치 2.6조원 대비 17% 회복하는 수치이다. 2023년 4분기 3,017억원(ε)을 바탕으로, 상반기에는 양극재 판가하락 종료 및 판매물량 회복에 이어, 하반기 화학 스프레드 회복 이어질 전망이다. 2024년 부문별 이익은 '기초소재(화학) 6,418억원(전년 추정치 △959억원), 첨단소재 4,387억원(전년 추정치 5,719억원), 배터리 1.9조원(전년 2.2조원)' 등이다.

2024년 양극재 30% 성장

2024년 양극재 외형은 전년 대비 30% 확대될 전망이다. 한국 내 설비확장과 더불어, LG에너지솔루션(주) 판매 비중 확대 계획이 대기하고 있다. 1) 양극재 캐파는 12만톤에서 14만톤으로 늘어난다. 2023년 한국 청주공장에 이어 2024년 구미공장 2만톤 확장 설비가 가동된다. 참고로, 2025년 구미 2만톤, 2026년 구미 2만톤, 모로코 5만톤, 미국 테네시 6만톤, 2027년 중국 우시 6만톤, 2028년 미국 테네시 6만톤 등이 대기하고 있다. 2) LG에너지솔루션(주) 향 판매 비중도 늘어나게 된다. LG에너지솔루션(주)에서 필요한 양극재 중에 LG화학(주)은 30% 초반을 공급해 왔는데, 40% 이상으로 높일 계획이다.

2024년 초, Bottom Fishing 시기 도달

2024년 현금 흐름(Cash Flow) 우려는 완화될 전망이다. 2024년 배터리를 제외한 Capex(설비투자) 규모는 4조원 수준이다. 화학 및 첨단소재 EBITDA 2.6조원을 감안하면, 약 1.4조원 내외의 자금이 필요하다. 여수 NCC 매각(2.6 ~ 3조원) 또는 LG에너지솔루션(주) 일부 지분 유동화 등으로 극복할 수 있을 것이다. 종합하면, 2024년 양극재 바닥 통과와 재무부담 완화 가능성을 고려하면, Bottom Fishing이 필요하다. 목표주가 80만원과 Buy의견을 유지한다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **800,000원 (M)**

현재주가 (1/15) **438,500원**

상승여력 **82%**

시가총액 332,076억원

총발행주식수 78,281,143주

60일 평균 거래대금 1,314억원

60일 평균 거래량 275,514주

52주 고/저 825,000원 / 426,000원

외인자본율 42.91%

배당수익률 1.67%

주요주주 LG 외 2인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (11.1) (17.0) (31.9)

상대 (9.7) (19.2) (35.7)

절대 (달러환산) (12.7) (15.1) (36.0)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	130,194	-6.0	-0.5	141,864	-8.2
영업이익	3,017	57.7	-65.5	5,946	-49.3
세전계속사업이익	2,212	흑전	-62.1	4,999	-55.8
지배순이익	1,323	흑전	-68.5	2,752	-51.9
영업이익률 (%)	2.3	+0.9 %pt	-4.4 %pt	4.2	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	흑전	-2.2 %pt	1.9	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	425,993	518,649	551,344	534,295
영업이익	50,264	29,957	25,834	30,291
지배순이익	36,698	18,454	15,515	24,900
PER	16.4	23.7	22.1	12.6
PBR	3.0	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.4	9.0	8.6	7.6
ROE	18.5	6.9	4.8	7.4

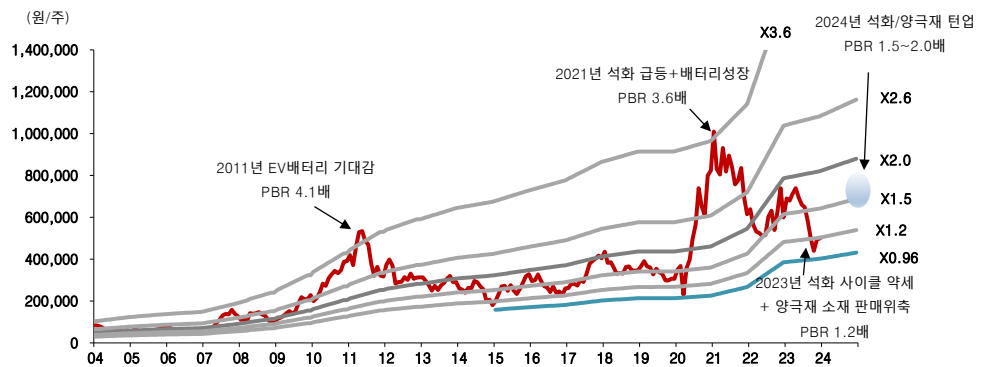
자료: 유안타증권

표 2. LG 화학주의 적정가치 : 2024년 80만원 (주가 50만원 이하에서는 bottom fishing)

구분	기준일 (2024.1월)	주요 내역												
+) 영업자산가치 (억원)	727,345	사업부문	지분율	영업이익 (억원)	감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	평가기준	적정배율	판단기준	100% 사업가치 (억원)	자회사할인율	적정사업가치 (억원)		
		[부문별 밸류 시나리오]	(1) 배터리부문	80%	36,154	28,099	64,253	2023~2025년 평균	20.0	(CATL발류적용)	1,285,050	50%	516,590	
		(배터리/양극재/석화 낙관적 밸류)	1,037,345	80%	36,154	28,099	64,253	2023~2025년 평균	17.0	(CATLSDI평균)	1,092,293	50%	439,102	
		(배터리/양극재/석화 중립 밸류)	865,863	80%	36,154	28,099	64,253	2023~2025년 평균	11.0	(BYD발류적용)	706,778	50%	284,125	
		(배터리/양극재/석화 보수적 밸류)	554,655	(2) 석유화학부문	100%	12,658	9,823	22,481	허락 사이클 기준	5.1	(사이클 평균-불황)	114,653		114,653
		(3) 첨단소재부문	100%	7,889	3,704	11,593	2023~2025년 평균	12.8		148,385		148,385		
		(4) 생명과학	100%	565	394	959	2023~2025년 평균	24.0		23,016		23,016		
		(5) 팜한농	100%	273	148	421	2023~2025년 평균	6.5		2,737		2,189		
		합산									2023년 적정 밸류		727,345	
											[부문별 밸류 시나리오]			
									(배터리/양극재/석화 낙관적 밸류)		1,037,345			
									(배터리/양극재/석화 중립 밸류)		865,863			
									(배터리/양극재/석화 보수적 밸류)		554,655			
+) 투자자산가치 (억원)	1,443	투자자산 구성	지분율	순자산 (억원)	PBR 적정투자가치 (배)	비고								
		씨텍	50%	1454	0.5	727	여수지역 스팀공급							
		LG Holdings	26%	540	0.5	270	홍콩법인							
		LG Fuel Cell System	26%	264	0.5	132	연료전지 자회사							
		기타		628	0.5	314								
합산					1,443									
-) 순차입금 (억원)	138,346	총차입금	우선주	현금성자산	순차입금									
		192,000	15,346	69,000	138,346									
-) 탄소부채 (억원)	38,538	총탄소발생량 (톤/년)	탄소가격 (\$/톤)	환율 (원/달러)	연간비용 (억원)	WACC	현재가치환산액 (억원)							
		10,667,219	20	1250	2,666.8	6.92%	38,538							
보통주 가치 (억원)	551,904	배터리, 석화, 첨단소재 밸류 중립 가치 적용												
		[부문별 밸류 시나리오]	(배터리/양극재/석화 낙관적 밸류)	861,904	100% 기준 배터리가치 129조원, 석화 19조원, 첨단소재 18조원, 생명과학/팜한농 2.5조원									
		(배터리/양극재/석화 중립 밸류)	690,422	100% 기준 배터리가치 109조원, 석화 15조원, 첨단소재 15조원, 생명과학/팜한농 2.5조원										
		(배터리/양극재/석화 보수적 밸류)	379,215	100% 기준 배터리가치 71조원, 석화 8조원, 첨단소재 13조원, 생명과학/팜한농 2.5조원										
발행주식수 (주)	68,939,927	총발행주식수 70,592,343주 - 자사주 1,652,416주												
보통주 1주당가치 (원/주)	800,000	중립가치 적용												
[부문별 밸류 시나리오]	(배터리/양극재/석화 낙관적 밸류)	1,250,000												
	(배터리/양극재/석화 중립 밸류)	1,000,000												
	(배터리/양극재/석화 보수적 밸류)	550,000												

자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. LG 화학(주) 주가/순자산(PBR) 밴드 : 2024년 1월 PBR 1.2 배로 바닥권 터치(2024년 적정수준 1.5 ~ 2.0 배)



자료 : 유안타증권 리서치센터

LG 화학 (051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	425,993	518,649	551,344	534,295	699,934
매출원가	313,847	418,784	464,976	450,670	594,057
매출총이익	112,146	99,865	86,368	83,625	105,877
판매비	61,883	69,908	64,802	53,334	69,869
영업이익	50,264	29,957	25,834	30,291	36,009
EBITDA	78,673	63,918	60,474	74,967	89,660
영업외손익	-1,343	-1,831	-819	6,804	-4,205
외환관련손익	426	-1,608	-265	-401	-400
이자손익	-1,353	-378	-2,743	-1,565	-3,576
관계기업관련손익	-66	-462	-457	8,599	-400
기타	-351	616	2,646	170	170
법인세비용차감전순손익	48,920	28,126	20,747	37,095	31,804
법인세비용	12,358	6,415	4,270	9,047	7,740
계속사업순손익	36,563	21,711	20,745	28,048	24,064
중단사업순손익	2,977	244	161	0	0
당기순이익	39,539	21,955	20,907	28,048	24,064
지배지분순이익	36,698	18,454	15,515	24,900	21,195
포괄순이익	48,011	21,346	29,428	28,048	24,064
지배지분포괄이익	44,136	18,009	20,835	24,900	21,195

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	55,098	5,699	104,768	52,795	49,226
당기순이익	39,539	21,955	20,907	28,048	24,064
감가상각비	26,177	31,052	34,944	40,920	50,292
외환손익	0	0	200	401	400
중속, 관계기업관련손익	-66	-462	200	-8,599	400
자산부채의 증감	-30,067	-53,161	44,325	-10,335	-25,882
기타현금흐름	19,515	6,315	4,192	2,361	-47
투자활동 현금흐름	-53,493	-92,292	-111,611	-135,681	-155,034
투자자산	-4,482	-11,500	-2,226	-280	-1,634
유형자산 증가 (CAPEX)	-57,736	-84,063	-117,000	-135,000	-153,000
유형자산 감소	856	822	11,668	0	0
기타현금흐름	7,869	2,449	-4,054	-401	-400
재무활동 현금흐름	1,237	133,319	53,382	57,122	93,480
단기차입금	7,918	-2,787	1,330	1,040	2,608
사채 및 장기차입금	37,293	15,180	57,905	60,000	94,790
자본	39	88,732	25	0	0
현금배당	-8,697	-10,909	-9,068	-3,918	-3,918
기타현금흐름	-35,317	43,103	3,189	0	0
연결범위변동 등 기타	2,024	645	8,148	16,867	23,529
현금의 증감	4,866	47,370	54,687	-8,897	11,202
기초 현금	32,743	37,608	84,979	139,666	130,769
기말 현금	37,608	84,979	139,666	130,769	141,971
NOPLAT	50,264	29,957	21,566	30,291	36,009
FCF	-2,638	-78,364	-12,232	-82,205	-103,774

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

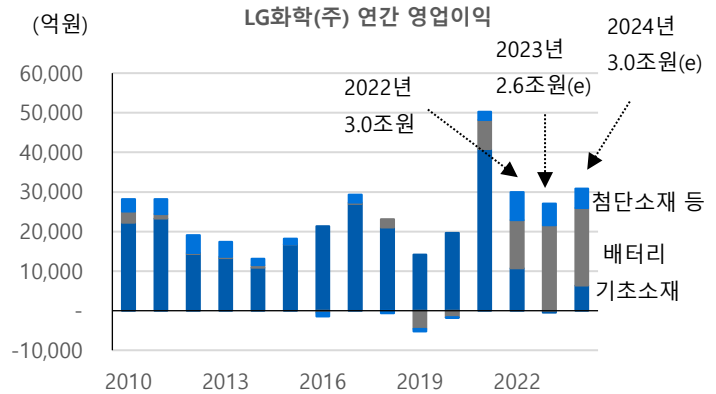
재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	204,138	296,744	343,260	358,478	424,706
현금및현금성자산	37,608	84,979	139,666	130,769	141,971
매출채권 및 기타채권	73,057	80,485	83,898	91,991	115,709
재고자산	82,835	118,806	105,174	120,059	147,972
비유동자산	307,215	382,995	471,457	562,061	663,044
유형자산	243,783	296,627	368,113	462,192	564,900
관계기업 등 지분관련 자산	5,353	9,496	9,803	9,403	9,003
기타투자자산	11,038	17,216	18,761	19,443	21,476
자산총계	511,353	679,738	814,717	920,539	1,087,750
유동부채	150,621	164,596	201,249	211,010	291,616
매입채무 및 기타채무	85,771	106,139	143,714	160,912	200,265
단기차입금	16,884	14,024	15,358	16,392	18,980
유동성장기부채	17,887	24,020	22,991	12,701	45,930
비유동부채	128,632	140,331	198,159	270,090	336,549
장기차입금	36,286	52,856	61,416	75,898	138,455
사채	74,127	65,800	110,357	166,165	165,168
부채총계	279,253	304,927	399,407	481,100	628,164
지배지분	216,938	314,506	327,538	348,520	365,797
자본금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
자본잉여금	26,964	115,696	115,721	115,721	115,721
이익잉여금	180,919	191,423	199,149	220,131	237,408
비지배지분	15,162	60,306	87,772	90,919	93,789
자본총계	232,100	374,811	415,310	439,439	459,586
순차입금	108,519	73,537	77,083	147,019	233,215
총차입금	147,659	160,051	219,286	280,326	377,723

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	50,674	25,047	21,429	34,723	29,311
BPS	278,455	401,795	418,445	445,250	467,322
EBITDAPS	100,500	81,652	77,252	95,767	114,536
SPS	544,183	662,546	704,313	682,534	894,129
DPS	12,000	10,000	5,000	5,000	6,500
PER	16.4	23.7	22.1	12.6	15.0
PBR	3.0	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.4	9.0	8.6	7.6	7.4
PSR	1.5	0.9	0.7	0.6	0.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	41.7	21.8	6.3	-3.1	31.0
영업이익 증가율 (%)	178.4	-40.4	-28.0	40.5	18.9
지배순이익 증가율 (%)	615.9	-49.7	-15.9	60.5	-14.9
매출총이익률 (%)	26.3	19.3	15.7	15.7	15.1
영업이익률 (%)	11.8	5.8	3.9	5.7	5.1
지배순이익률 (%)	8.6	3.6	2.8	4.7	3.0
EBITDA 마진 (%)	18.5	12.3	11.0	14.0	12.8
ROIC	13.4	6.4	3.5	4.8	5.0
ROA	7.9	3.1	2.1	2.9	2.1
ROE	18.5	6.9	4.8	7.4	5.9
부채비율 (%)	120.3	81.4	96.2	109.5	136.7
순차입금/자기자본 (%)	50.0	23.4	23.5	42.2	63.8
영업이익/금융비용 (배)	23.8	9.9	3.4	4.0	3.5

Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 2022년 3.0조원, 2023년 2.6조원(e), 2024년 3.0조원(e)



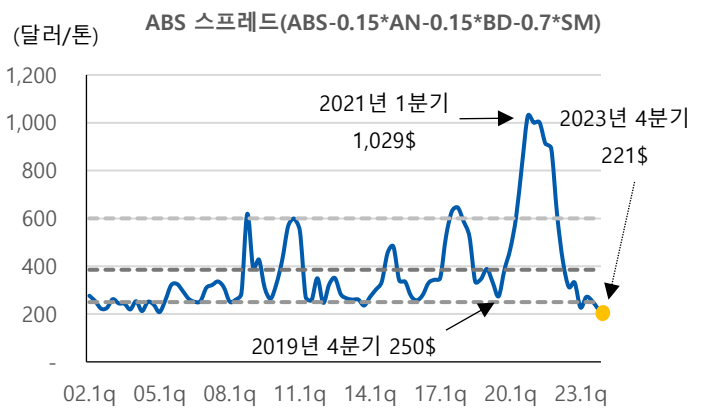
자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학(주)의 양극재 캐파 전망 : 2022년 8만톤, 2023년 12만톤, 2024년 14만톤, 2026년 29만톤, 2028년 47만톤



자료: LG 화학, 유안타증권 리서치센터

LG화학(주) ABS 화학 스프레드 : 2023년 4분기 221\$로 바닥 도달



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	9위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+7점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+5점

ESG 평가 기업	LG 화학
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	051910 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
LG 화학	2	1	-1	2
SK 이노베이션	2	3	1	6
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 LG 화학 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

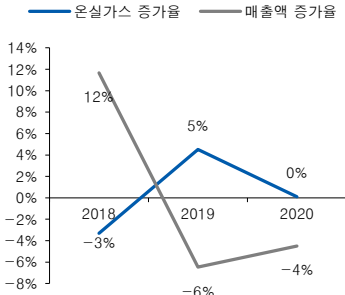
+5	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P: DJSI Korea, Asia Pacific 13년 연속 편입, 서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+2	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정, 동반성장지수 (2020) 최우수 등급 선정
+1	환경부(2021): 녹색기업 대상
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	배터리 리콜 등으로 배터리 안정 기술에 대한 문제 해결 노력이 필요함
	RE100 달성을 위해 REC 장기공급 계약을 체결하는 등 탄소 중립 노력이 구체화되고 있음
	물적분할 상장 이후, 기존 주주 보호 장치 마련에 부족함(배당금 지급, 신주 우선배정권 등)

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 적장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

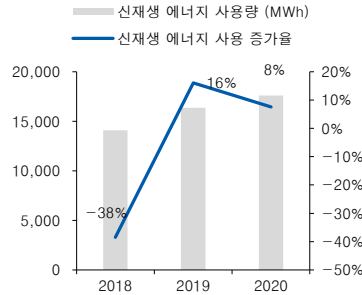
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



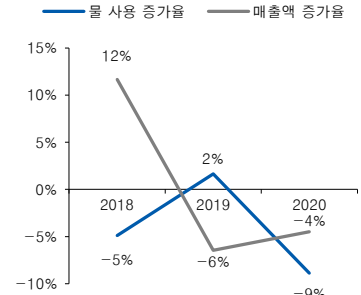
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 2년 연속 증가 = +3점

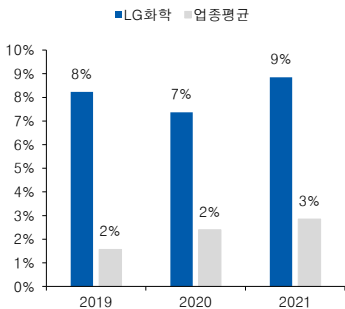
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

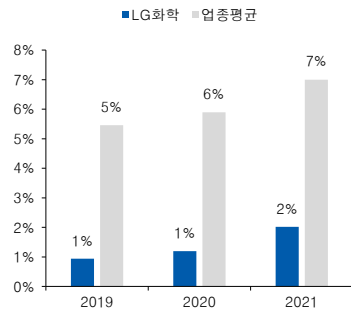
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



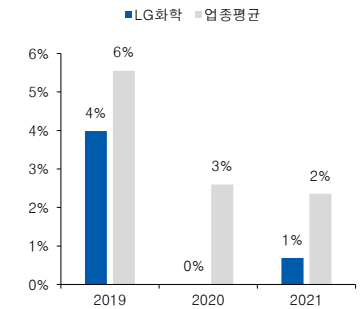
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

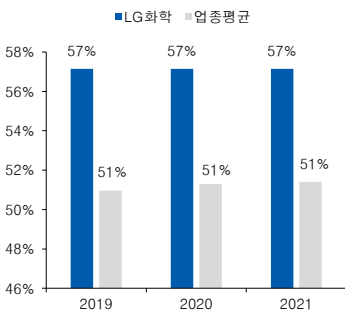
기부금 및 당기순이익의 추이



주: 2020년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

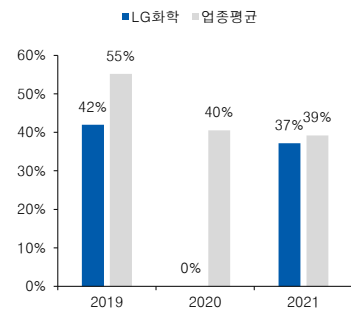
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



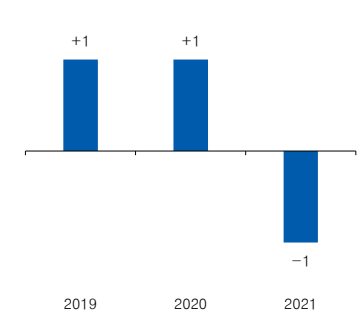
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익 추이



주: 2020년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

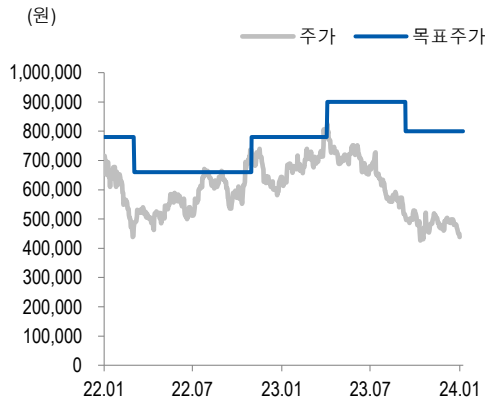
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

LG 화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-16	BUY	800,000	1년		
2023-09-26	BUY	800,000	1년		
2023-04-18	BUY	900,000	1년	-26.43	-11.11
2022-11-14	BUY	780,000	1년	-12.78	3.33
2022-03-18	BUY	660,000	1년	-13.58	11.67
2021-12-29	BUY	780,000	1년	-20.79	-0.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-15

※ 해외 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.