

2023. 4. 13



▲ 이차전지/석유화학

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

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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 1,070,000 원**

**현재주가 (4.12) 775,000 원**

**상승여력 38.1%**

KOSPI	2,550.64pt
시가총액	547,091억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.63%
외국인비중	48.61%
52주 최고/최저가	806,000원/463,000원
평균거래대금	1,716.4억원

<b>주요주주(%)</b>	
LG 외 2인	33.37
국민연금공단	6.84

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	9.6	31.1	53.5
상대주가	2.9	13.2	60.5

**주가그래프**



# LG화학 051910

## 1Q23 양극재 OPM 8.9% 추정

- ✓ 1Q23E 영업이익 5,788억원을 추정(연결조정 값 반영): 양극재 1,477억원(OPM 8.9%) 동종업계 경쟁사 대비 실적 Outperform
- ✓ 동기간 전지소재 기업들의 부진한 실적에도 불구하고, 동사는 Q 성장(Ultium Cells 100% 납품) 및 수직계열화를 통한 제조마진 개선 효과 발생
- ✓ 자회사 LG에너지솔루션은 AMPC를 반영하여 실적 추정치 및 멀티플 상향 발생
- ✓ 동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가는 107만원으로 상향(전지부문 가치 25조원 반영)

### 1Q23E 양극재 영업이익의 서프라이즈

동사의 당분기 영업이익은 5,788억원(연결조정 값 반영 전 7,788억원)을 추정한다. 부문 별로 기초소재 적자폭 축소(-1,160억원), 첨단소재 2,032억원(양극재 1,477억원), LGES 6,332억원, 기타 584억원이다. (1) 기초소재는 유가 변동성 확대에도 불구하고, 연초 아시아 역내 단기 재고확보 움직임에 따른 P 상승 효과로 적자폭 축소, (2) 첨단소재는 전방 고객사들의 재고조정 종료 및 원/달러 환율 상승효과 반영, 특히 양극재는 Ultium Cells향 전량 납품하며 전분기 대비 출하량 +63% QoQ 증가, (3) LGES는 AMPC 혜택 반영과 소형/중대형 전지의 견고한 출하량으로 이익에 기여했다.

### 전지소재 All-around Player: 양극재 수직계열화 전략

동사는 LG화학의 전지소재 가치를 25.4조원(포스코퓨처엠 대비 프리미엄 반영)으로 추정한다. 1Q23 동사의 양극재 마진율은 8.9%를 추정, 이는 양극재 경쟁기업들의 부진한 실적 흐름 대비 높은 수준으로 기존 동사의 가이드선(High-single OPM)에 부합할 전망이다. 출하량 증가는 Ultium Cells 전량 납품 효과로 자회사의 북미 파워치 전지 가동률에 비례하여 동사의 출하량 또한 증가한다. 상대적으로 높은 수익성은 중국 우시 법인(양극재 4만톤, 전구체 100% 내재화)의 기여 덕분이다.

동사의 전지소재 전략은 (1) 미국 내 양극재 수직계열화 신규 고객사 다수 확보: Piedmont Lithium 등 Upstream과 양극재 생산(12만톤) 등, (2) 분리막 사업 수직계열화: JV 포함 전략적 제휴, (3) 동박/CNT/첨가제 등 기타 소재 사업역량 강화이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 107만원으로 상향

적정주가는 기존 90만원에서 신규 107만원으로 상향하며 최선호주로 제시한다. 이는 전지소재부문 가치 25.4조원(EV/EBITDA 29배 적용), 자회사 LGES 가치(당사의 적정 시가총액 191조원, 지분율 및 할인율 60% 적용) 62조원, 그리고 기초소재부문 가치 4.1조원(23년 연간 실적 반영)을 적용한 값이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	42,599.3	5,026.4	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022	51,864.9	2,995.7	1,845.4	25,047	-45.1	401,764	24.0	1.5	9.1	6.9	81.4
2023E	70,349.9	3,568.3	2,229.7	30,492	14.5	420,244	25.4	1.8	11.3	6.9	98.3
2024E	85,756.8	7,628.6	4,931.8	68,769	125.0	473,241	11.3	1.6	7.0	14.1	106.8
2025E	103,941.1	13,614.7	9,001.3	126,417	83.7	578,223	6.1	1.3	4.4	21.9	97.7

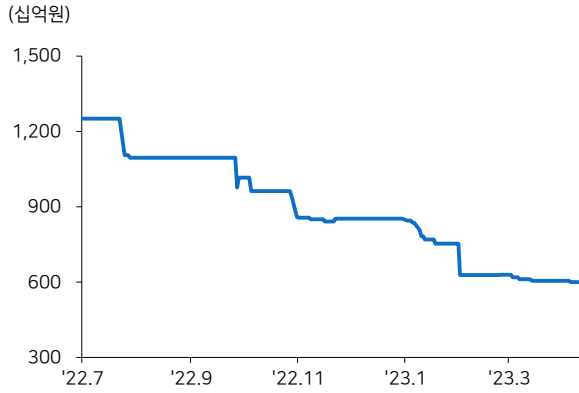
(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,454.2	11,608.1	41.7	13,852.3	18.8	14,752.8	11.5
영업이익	578.8	1,024.3	-43.5	191.3	202.6	600.6	-3.6
세전이익	523.7	1,023.6	-48.8	-79.3	흑전	587.2	-10.8
순이익(지배주주)	354.7	688.2	-48.5	-116.5	흑전	352.4	0.7
영업이익률(%)	3.5	8.8		1.4		4.1	
순이익률(%)	2.2	5.9		-0.8		2.4	

자료: LG화학, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>16,454.2</b>	<b>17,398.1</b>	<b>17,814.1</b>	<b>18,683.4</b>	<b>19,908.2</b>	<b>21,199.9</b>	<b>22,062.0</b>	<b>22,586.7</b>	<b>70,349.9</b>	<b>85,756.8</b>	<b>103,941.1</b>
기초소재	5,970.1	6,453.9	6,461.7	6,163.3	6,235.9	6,467.4	6,486.9	6,231.2	25,049.1	25,421.4	25,959.0
첨단소재	2,514.2	2,732.2	2,876.4	3,065.6	3,302.2	3,404.1	3,698.3	3,786.6	11,188.4	14,191.1	17,626.3
양극재	1,659.2	1,880.5	1,999.6	2,169.8	2,358.4	2,493.2	2,762.7	2,830.1	7,709.0	10,444.5	13,589.2
에너지솔루션	8,747.1	9,099.0	9,576.0	10,344.5	11,187.5	12,080.6	12,873.3	13,412.4	37,766.6	49,553.7	63,443.4
팜한농/바이오	525.8	555.6	375.1	471.9	578.4	666.7	416.4	553.7	1,928.4	2,215.2	2,538.3
<b>영업이익</b>	<b>578.8</b>	<b>713.6</b>	<b>1,002.1</b>	<b>1,273.7</b>	<b>1,644.6</b>	<b>1,847.7</b>	<b>1,967.5</b>	<b>2,168.8</b>	<b>3,568.3</b>	<b>7,628.6</b>	<b>13,614.7</b>
%OP	3.5%	4.1%	5.6%	6.8%	8.3%	8.7%	8.9%	9.6%	5.1%	8.9%	13.1%
기초소재	-116.0	-64.9	175.9	215.3	366.5	384.9	372.6	400.4	210.2	1,524.3	1,460.8
첨단소재	203.2	216.7	236.0	255.2	265.9	278.8	303.7	311.1	911.2	1,159.5	1,433.8
양극재	147.7	165.5	178.0	195.3	200.5	214.4	237.6	243.4	686.4	895.9	1,149.1
에너지솔루션	633.2	722.9	807.4	1,025.7	1,199.7	1,397.0	1,538.6	1,709.2	3,189.1	5,844.5	11,626.7
팜한농/바이오	58.4	39.0	2.8	-2.4	52.6	37.0	2.7	-1.9	97.8	90.3	83.4
<b>세전이익</b>	<b>523.7</b>	<b>644.5</b>	<b>927.9</b>	<b>1,196.4</b>	<b>1,561.5</b>	<b>1,759.6</b>	<b>1,879.0</b>	<b>2,082.6</b>	<b>3,292.6</b>	<b>7,282.7</b>	<b>13,291.9</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>354.7</b>	<b>436.5</b>	<b>628.4</b>	<b>810.2</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,191.6</b>	<b>1,272.5</b>	<b>1,410.3</b>	<b>2,229.7</b>	<b>4,931.8</b>	<b>9,001.3</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	41.7	42.3	25.6	34.9	21.0	21.9	23.8	20.9	35.6	21.9	21.2
영업이익	-43.5	-18.8	11.2	565.9	184.1	158.9	96.3	70.3	19.1	113.8	78.5
세전이익	-48.8	-31.6	-2.8	흑전	198.1	173.0	102.5	74.1	15.9	121.2	82.5
순이익(지배주주)	-48.5	-33.8	2.3	흑전	198.1	173.0	102.5	74.1	20.8	121.2	82.5
<b>%QoQ</b>											
매출액	18.8	5.7	2.4	4.9	6.6	6.5	4.1	2.4			
영업이익	202.6	23.3	40.4	27.1	29.1	12.3	6.5	10.2			
세전이익	흑전	23.1	44.0	28.9	30.5	12.7	6.8	10.8			
순이익(지배주주)	흑전	23.1	44.0	28.9	30.5	12.7	6.8	10.8			

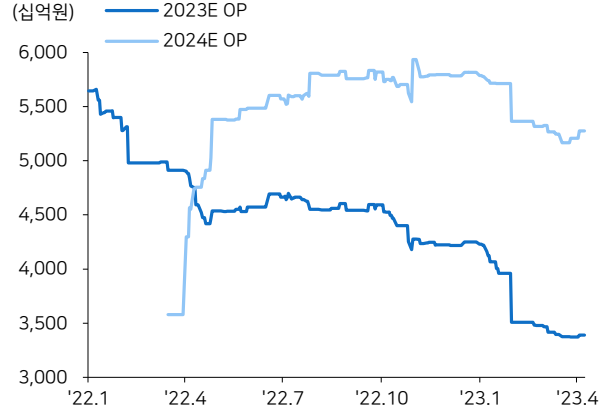
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG화학 1Q23E 영업이익 컨센서스 추이



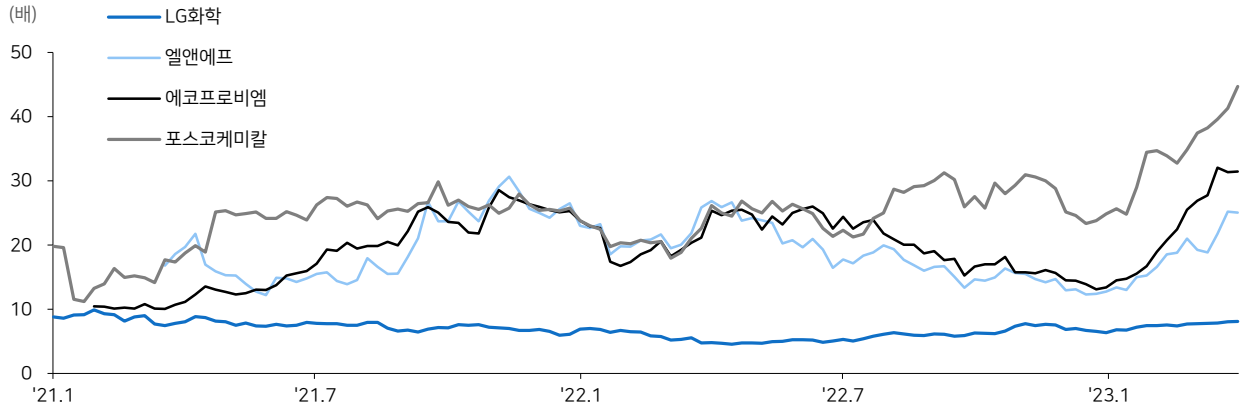
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG화학 연간 영업이익의 컨센서스 추이



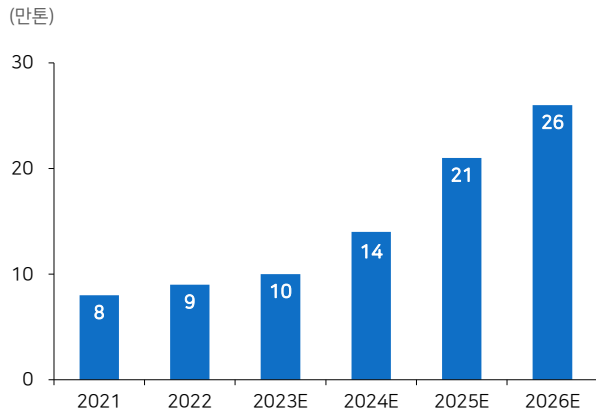
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 양극재 기업 EV/EBITDA 추이



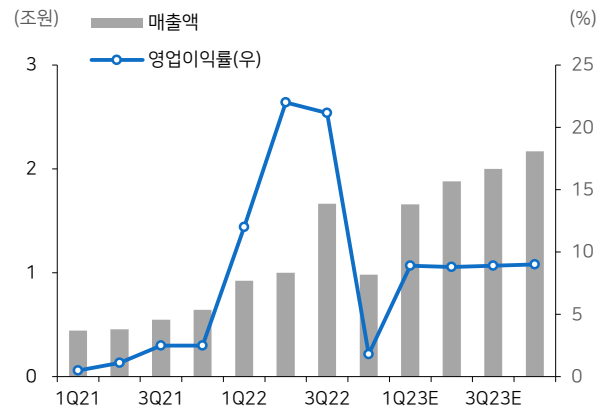
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG화학 양극재 생산 Capa 전망 (국내 기준)



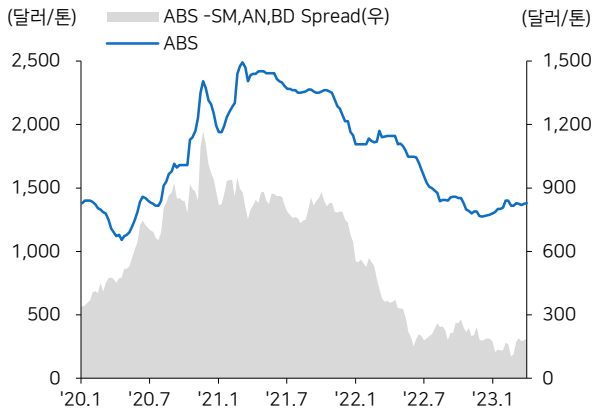
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG화학 양극재 수익성 추이



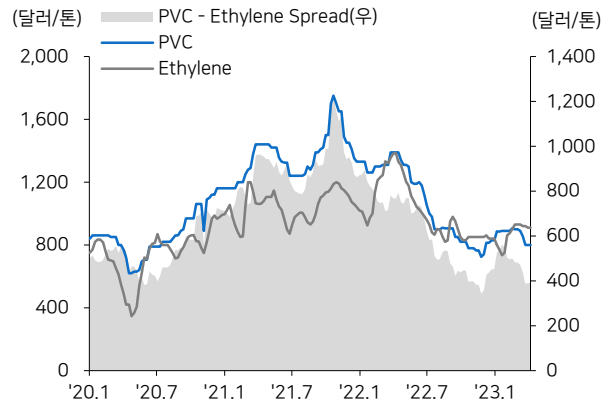
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 ABS 스프레드 추이



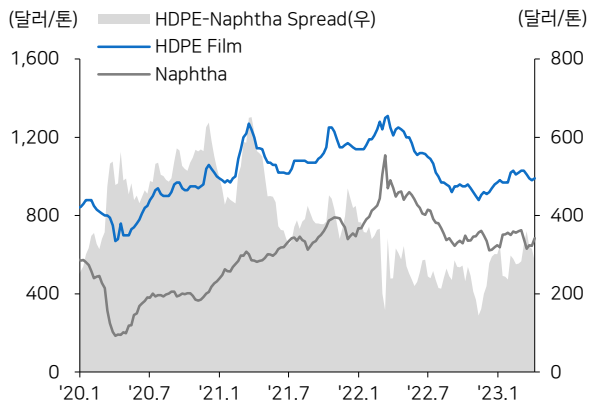
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PVC 스프레드 추이



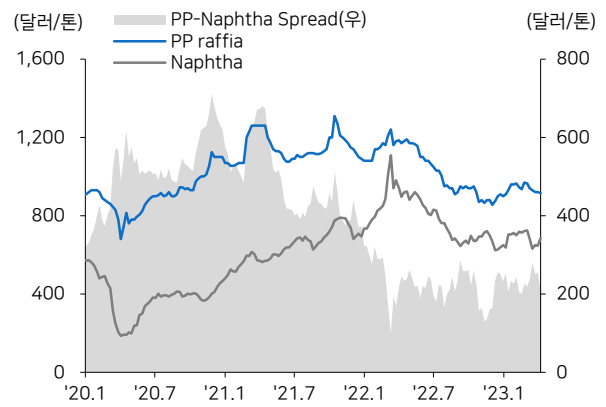
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 HDPE 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PP 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>42,599.3</b>	<b>51,864.9</b>	<b>70,349.9</b>	<b>85,756.8</b>	<b>103,941.1</b>
매출액증가율 (%)	41.7	21.8	35.6	21.9	21.2
매출원가	31,384.7	41,878.4	38,394.7	41,027.5	46,508.0
매출총이익	11,214.6	9,986.5	31,955.2	44,729.3	57,433.1
판매관리비	6,188.3	6,990.8	28,386.9	37,100.7	43,818.4
<b>영업이익</b>	<b>5,026.4</b>	<b>2,995.7</b>	<b>3,568.3</b>	<b>7,628.6</b>	<b>13,614.7</b>
영업이익률	11.8	5.8	5.1	8.9	13.1
금융손익	25.9	-279.9	-247.7	-317.9	-294.8
중속/관계기업손익	-6.6	-46.2	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	-153.7	143.0	-40.0	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	4,892.0	2,812.6	3,292.6	7,282.7	13,291.9
법인세비용	1,235.8	641.5	790.2	1,747.8	3,190.1
<b>당기순이익</b>	<b>3,953.9</b>	<b>2,195.5</b>	<b>2,502.4</b>	<b>5,534.8</b>	<b>10,101.9</b>
지배주주지분 순이익	3,669.8	1,845.4	2,229.7	4,931.8	9,001.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>20,413.8</b>	<b>29,674.4</b>	<b>34,636.1</b>	<b>43,207.0</b>	<b>53,164.4</b>
현금및현금성자산	3,760.8	8,497.9	6,127.7	8,774.9	10,952.1
매출채권	6,387.0	7,450.4	10,048.8	12,148.1	14,905.3
재고자산	8,283.5	11,880.6	16,024.1	19,371.8	23,768.5
<b>비유동자산</b>	<b>30,721.5</b>	<b>38,299.5</b>	<b>43,112.1</b>	<b>47,697.2</b>	<b>52,162.8</b>
유형자산	24,378.3	29,662.7	34,096.2	38,391.7	42,394.3
무형자산	2,444.3	2,690.2	2,471.9	2,278.7	2,107.5
투자자산	1,639.1	2,671.2	3,268.7	3,751.5	4,385.6
<b>자산총계</b>	<b>51,135.3</b>	<b>67,973.8</b>	<b>77,748.3</b>	<b>90,904.3</b>	<b>105,327.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>15,062.1</b>	<b>16,459.6</b>	<b>23,073.2</b>	<b>29,639.1</b>	<b>34,062.5</b>
매입채무	3,742.1	4,756.3	6,415.0	7,755.2	9,515.4
단기차입금	1,688.4	1,402.4	1,402.4	1,402.4	1,402.4
유동성장기부채	1,788.7	2,402.0	4,002.0	6,002.0	5,742.0
<b>비유동부채</b>	<b>12,863.2</b>	<b>14,033.1</b>	<b>15,474.7</b>	<b>17,313.1</b>	<b>17,993.9</b>
사채	7,412.7	6,580.0	6,780.0	7,380.0	7,380.0
장기차입금	3,628.6	5,285.6	5,885.6	6,605.6	6,605.6
<b>부채총계</b>	<b>27,925.3</b>	<b>30,492.7</b>	<b>38,547.9</b>	<b>46,952.2</b>	<b>52,056.4</b>
<b>자본금</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>	<b>391.4</b>
자본잉여금	2,696.4	11,569.6	11,569.6	11,569.6	11,569.6
기타포괄이익누계액	551.4	366.9	366.9	366.9	366.9
이익잉여금	18,092.0	19,142.3	20,588.9	24,737.5	32,955.7
비지배주주지분	1,516.2	6,030.6	6,303.2	6,906.2	8,006.8
<b>자본총계</b>	<b>23,210.0</b>	<b>37,481.1</b>	<b>39,200.4</b>	<b>43,952.0</b>	<b>53,270.8</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5,509.8</b>	<b>569.9</b>	<b>3,408.0</b>	<b>7,381.0</b>	<b>11,851.8</b>
당기순이익(손실)	3,953.9	2,195.5	2,502.4	5,534.8	10,101.9
유형자산상각비	2,617.7	3,105.2	2,966.6	3,494.5	3,997.4
무형자산상각비	223.2	290.9	218.3	193.3	171.1
운전자본의 증감	-3,006.7	-5,316.1	-2,279.3	-1,841.5	-2,418.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-5,349.3</b>	<b>-9,229.2</b>	<b>-7,997.6</b>	<b>-8,272.8</b>	<b>-8,634.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-5,773.6	-8,406.3	-7,400.0	-7,790.0	-8,000.0
투자자산의감소(증가)	-1,087.0	-1,078.3	-597.6	-482.8	-634.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>123.7</b>	<b>13,331.9</b>	<b>2,219.4</b>	<b>3,538.9</b>	<b>-1,040.4</b>
차입금의 증감	4,521.2	1,239.2	3,002.5	4,322.1	-257.3
자본의 증가	3.9	8,873.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	486.6	4,737.1	-2,370.2	2,647.2	2,177.3
기초현금	3,274.3	3,760.8	8,497.9	6,127.7	8,774.9
기말현금	3,760.8	8,497.9	6,127.7	8,774.9	10,952.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	603,455	734,710	996,566	1,214,817	1,472,413
EPS(지배주주)	50,674	25,047	30,492	68,769	126,417
CFPS	122,548	99,438	94,726	159,366	250,976
EBITDAPS	111,447	90,545	95,664	160,305	251,915
BPS	277,127	401,764	420,244	473,241	578,223
DPS	12,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.3	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.1	24.0	25.4	11.3	6.1
PCR	5.0	6.0	8.2	4.9	3.1
PSR	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5
PBR	2.2	1.5	1.8	1.6	1.3
EBITDA	7,867.3	6,391.8	6,753.2	11,316.3	17,783.2
EV/EBITDA	7.4	9.1	11.3	7.0	4.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.5	6.9	6.9	14.1	21.9
EBITDA 이익률	18.5	12.3	9.6	13.2	17.1
부채비율	120.3	81.4	98.3	106.8	97.7
금융비용부담률	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	23.8	9.9	9.0	15.8	25.8
매출채권회전율(x)	7.3	7.5	8.0	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	6.2	5.1	5.0	4.8	4.8

**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)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**LG 화학 (051910) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

