



# LG화학 (051910)

## 2Q23 Preview: 단기 실적 부진 vs 핵심 사업의 전환

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 1,000,000원

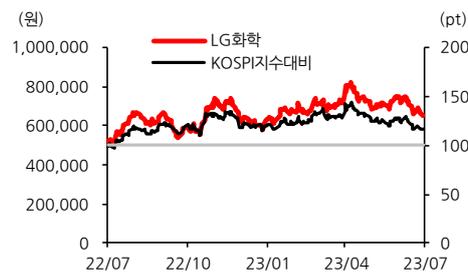
현재 주가(7/11)	654,000원
상승여력	▲52.9%
시가총액	461,674억원
발행주식수	70,592천주
52 주 최고가 / 최저가	825,000 / 512,000원
90 일 일평균 거래대금	1,932.61억원
외국인 지분율	47.2%
주주 구성	
LG (외 3인)	33.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%
김종현 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.0	-18.9	3.2	25.3
상대수익률(KOSPI)	-10.1	-19.4	-5.4	15.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	42,599	51,865	61,404	76,214
영업이익	5,026	2,996	3,150	6,388
EBITDA	7,867	6,392	7,438	11,695
지배주주순이익	3,670	1,845	1,810	3,730
EPS	50,674	25,179	24,895	51,354
순차입금	10,856	7,363	14,323	18,601
PER	12.1	23.8	26.3	12.7
PBR	2.2	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.2	8.1	8.5	5.8
배당수익률	2.0	1.7	1.2	2.4
ROE	18.5	6.9	5.6	10.9

주가 추이



2Q23 OP 6,281억원 전망(컨센대비 -29%)

LG화학 2Q23 영업이익은 6,281억원을 달성해 컨센서스 8,860억원을 -29% 하회할 전망이다. 기대치에 못미치는 실적은 납사 가격 하락과 NCC 정기보수, 그리고 LGES 및 전지소재의 부진에 기인한다.

1)기초소재(OP: -230억원, QoQ -280억원): 역내 정기보수에도 불구하고 업황 개선은 제한적이었으며, 특히 납사 가격 하락으로 1M Lag. 기준 NCC 마진은 QoQ -7% 하락했다. PVC는 수요가 부진한 가운데 기존 예상과 달리 증설도 230만톤(YoY +4%) 존재해 부정적인 업황이 계속되고 있다.

2)LGES(OP: 6,116억원, QoQ -214억원): 출하량 감소로 기대치를 하회하는 실적을 달성했다. 3Q22 가동 시작한 열티엄셀즈 1공장의 속도 조절, GM의 EV 생산에서 물류 차질 발생했기 때문이다. 또한, 배터리 가격 하락을 기대한 고객사의 구매 지연 등도 작용한 것으로 파악된다.

3)첨단소재(OP: 1,547억원, QoQ -483억원): 이 중 양극재 영업이익은 메탈가 하락 및 판매 부진에 따라 QoQ -30% 감소한 1,185억원(OPM 7.7%)을 기록했을 것으로 추정한다. 다만, IT소재 이익 개선이 전지 소재 부진을 일부 상쇄한 것으로 파악된다.

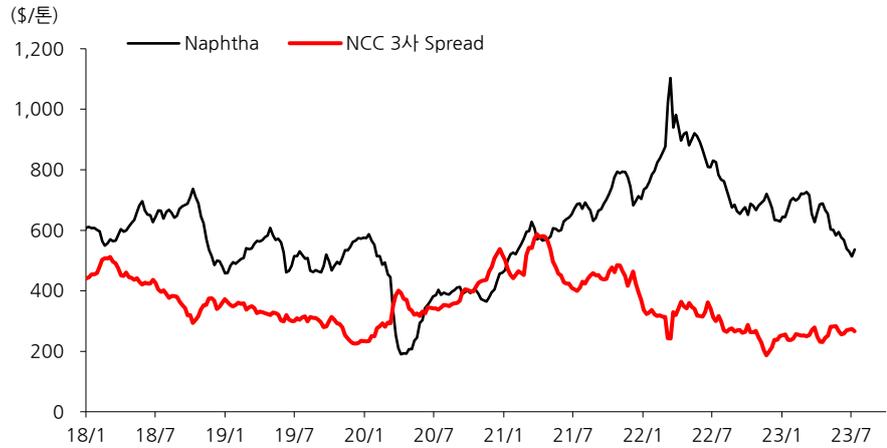
화학 대비 전지소재 성장은 중/장기 기업가치 상승에 긍정적

동사는 석유화학 업황 악화에 따라 구조조정을 계획하는 한편, 신성장 사업인 전지소재 분야에 대한 집중 투자와 사업 확장을 밝힌 바 있다. 이는 상대적으로 더 높은 multiple을 부여할 수 있는 전지소재의 비중 확대로 이어지게 돼 중/장기적 기업가치 제고에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

‘23년부터 배터리 실적을 제외하더라도 첨단소재 실적이 석유화학을 이미 앞설 것으로 예상하며, 격차는 향후 더욱 확대될 가능성이 높다. 동사 Multiple은 같은 양극재 업체는 물론이고, 전지소재 내 상대적으로 가치가 낮은 동박업체와 비교해서도 낮은 수준이다. 전지소재 비중 확대로 상대적 저평가는 점차 해소될 수 있을 것이다.

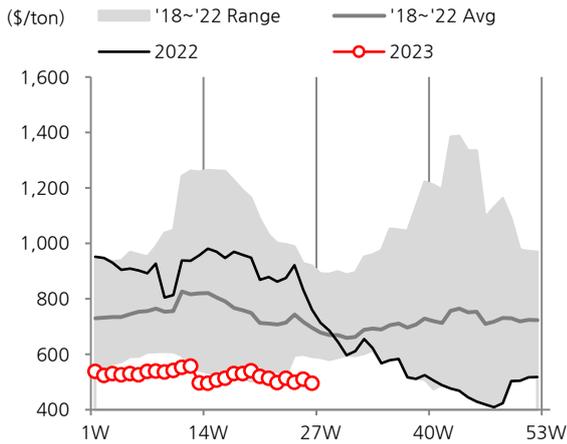
투자의견 BUY, 목표주가 100만원 유지

[그림1] 납시 가격 및 NCC 스프레드 추이(spot)



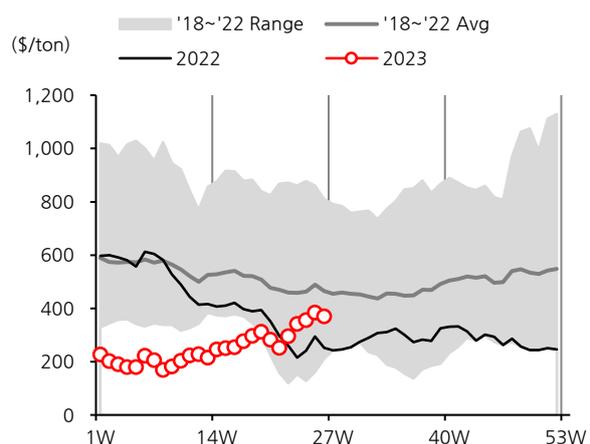
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] PVC 스프레드 추이(spot)



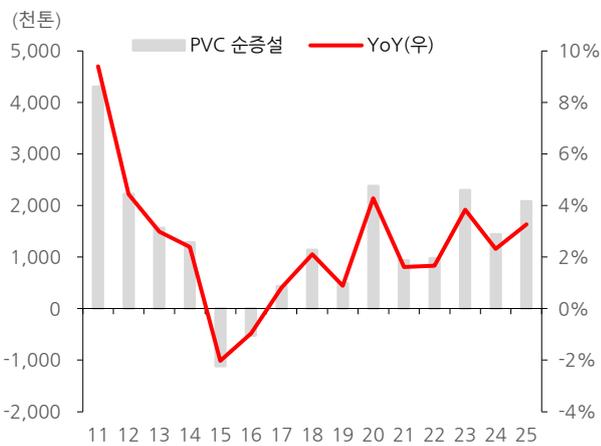
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] ABS 스프레드 추이(spot)



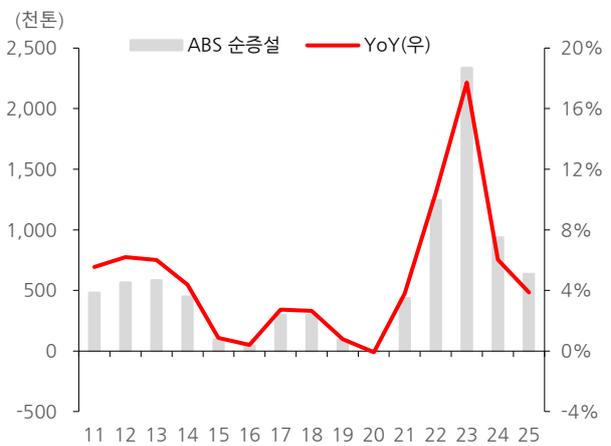
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] PVC 증설 추이 및 전망



자료: IHS Markit, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] ABS 증설 추이 및 전망



자료: IHS Markit, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] LG 화학 vs. 양극재 업체 EV/EBITDA 비교



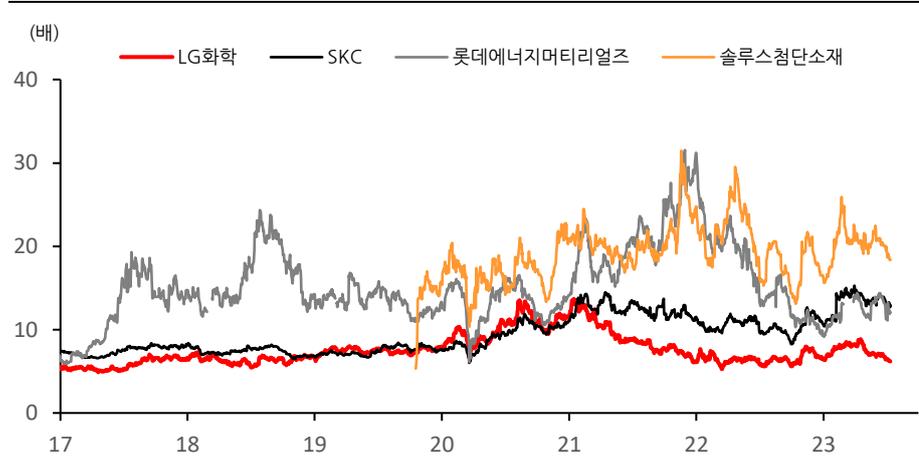
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] LG 화학 vs. 분리막 업체 EV/EBITDA 비교



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] LG 화학 vs. 동박 업체 EV/EBITDA 비교



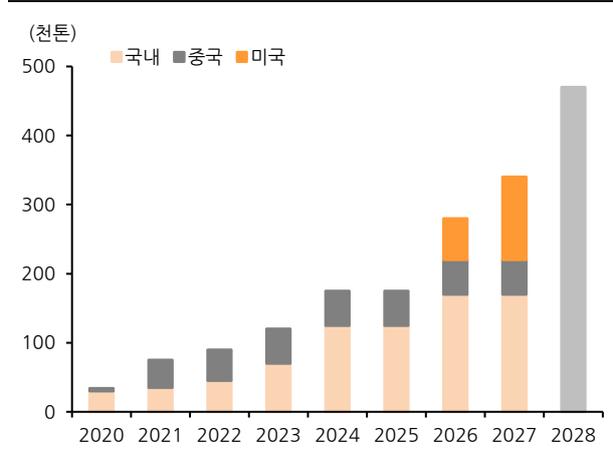
자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표1] LG 화학 양극재 사업 전략

시장	한국·중국·미국·유럽 양극재 글로벌 4각 생산체계 확립
	하이니켈 생산능력 2028년까지 47만톤 확대 예정
기술	하이니켈 양극재 제품군 확대 및 울트라 하이니켈 양극재 생산
	미드니켈 양극재, LFP 양극재, 망간리치 사업 확대
메달소싱	글로벌 협력관계 확장

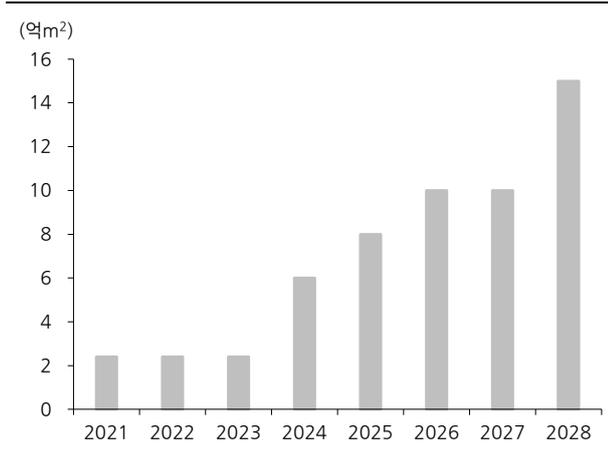
자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] LG 화학 양극재 증설 계획



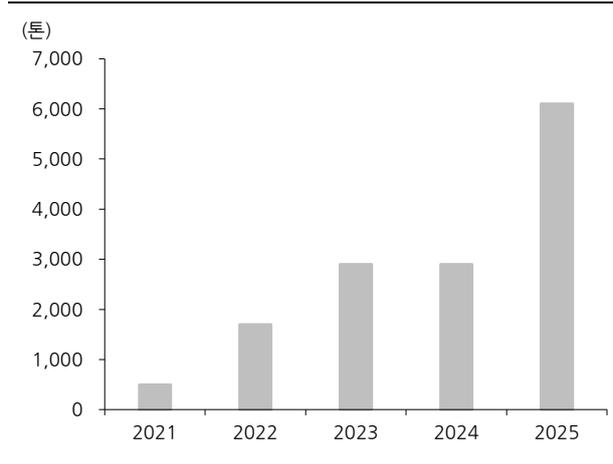
자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] LG 화학 분리막 증설 계획



자료: 언론 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] LG 화학 CNT 증설 계획



자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

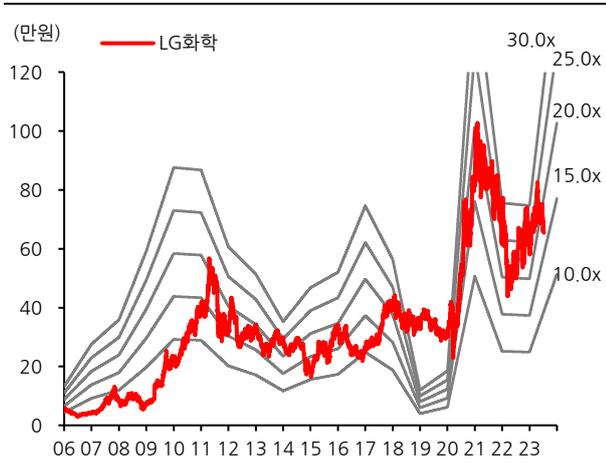
[표2] LG 화학 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

구분	'23 EBITDA	Multiple(배)	평가액	비고
<b>영업가치 (A)</b>			75,467.5	
1) 기초소재	2,048.7	5.4	11,153.9	국내 NCC 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 5.4
2) LG 에너지솔루션			31,598.4	LG에너지솔루션 지분가치: 지분율(81.84%), 할인율 70% 적용
3) 첨단소재	961.1	30.8	29,645.5	양극재: 포스코퓨처엠/에코프로비엠/엘앤에프 평균 EV/EBITDA(39.0) IT/EP 소재: OLED 소재, EP 업체 평균 EV/EBITDA(15.7) 가중평균: 양극재 비중(65%), IT/EP 소재(35%) = 30.8
4) 생명과학	134.4	18.7	2,513.5	국내 신약개발업체 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 18.7
5) 팜한농			556.1	인수 금액(4,245억원) x 성장률(131%)(2017~2022)
<b>투자자산가치 (B)</b>			1,361.0	<b>2023년 말 예상치 기준</b>
<b>순차입금 (C)</b>			3,760.0	<b>2023년 말 예상치 기준(LGES 순차입금 제외)</b>
<b>총 기업가치 (D) = (A)+(B)-(C)</b>			<b>73,068.5</b>	
우선주 시가총액 (E)			2,821.8	23.07.11 기준
<b>보통주 기업가치 (D) - (E)</b>			<b>70,246.7</b>	
주식수(천주)			70,592.3	유통주식수
<b>목표주가(원)</b>			<b>1,000,000</b>	
현재주가(원)			653,000	23.07.11 기준
<b>상승여력</b>			<b>53%</b>	

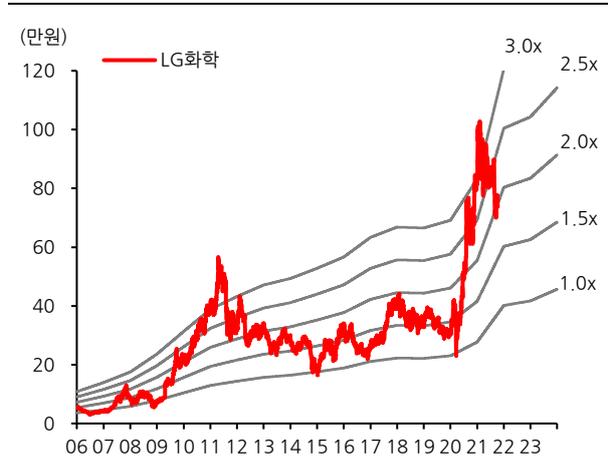
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] LG 화학 12M fwd. PER 밴드차트



자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] LG 화학 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[표3] LG 화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>11,595.0</b>	<b>12,226.8</b>	<b>14,177.7</b>	<b>13,852.3</b>	<b>14,486.3</b>	<b>15,071.7</b>	<b>15,856.1</b>	<b>15,989.5</b>	<b>51,851.8</b>	<b>61,403.6</b>	<b>76,213.7</b>
QoQ(%)	6.0%	5.4%	16.0%	-2.3%	4.6%	4.0%	5.2%	0.8%			
YoY(%)	20.2%	7.0%	33.8%	26.7%	24.9%	23.3%	11.8%	15.4%	21.7%	18.4%	24.1%
석유화학	5,964.0	5,988.0	5,493.0	4,279.0	4,579.0	4,167.1	4,319.0	4,267.0	21,724.0	17,332.1	17,223.2
LGES	4,342.3	5,070.6	7,648.0	8,538.0	8,747.0	8,773.5	9,455.2	9,766.1	25,598.9	36,837.7	48,708.0
첨단소재	1,568.0	2,018.0	2,582.0	1,883.0	2,561.0	2,272.7	2,284.5	2,166.4	8,051.0	9,284.6	10,842.9
생명과학	217.0	222.0	225.0	245.0	278.0	283.1	286.3	307.3	909.0	1,154.6	1,412.3
팜한농	261.0	241.0	157.0	135.0	265.0	216.9	164.9	141.8	794.0	788.5	812.2
<b>영업이익</b>	<b>1,024.8</b>	<b>879.0</b>	<b>901.2</b>	<b>191.3</b>	<b>690.7</b>	<b>628.1</b>	<b>890.1</b>	<b>941.4</b>	<b>2,995.7</b>	<b>3,150.3</b>	<b>6,387.5</b>
영업이익률(%)	8.8%	7.2%	6.4%	1.4%	4.8%	4.2%	5.6%	5.9%	5.8%	5.1%	8.4%
QoQ(%)	36.7%	-14.2%	2.5%	-78.8%	261.1%	-9.1%	41.7%	5.8%			
YoY(%)	-27.3%	-58.9%	23.9%	-74.5%	-32.6%	-28.5%	-1.2%	392.1%	-40.4%	5.2%	102.8%
석유화학	635.0	513.0	93.0	-166.0	-51.0	-23.0	63.3	102.3	1,075.0	91.5	745.7
영업이익률(%)	10.6%	8.6%	1.7%	-3.9%	-1.1%	-0.6%	1.5%	2.4%	4.9%	0.5%	4.3%
LGES	258.9	195.6	522.0	237.0	633.0	611.6	843.6	873.0	1,213.5	2,919.3	5,416.3
영업이익률(%)	6.0%	3.9%	6.8%	2.8%	7.2%	7.0%	8.9%	8.9%	15.1%	31.4%	50.0%
첨단소재	154.0	335.0	416.0	18.0	203.0	154.7	128.3	125.0	923.0	611.0	811.5
영업이익률(%)	9.8%	16.6%	16.1%	1.0%	7.9%	6.8%	5.6%	5.8%	11.5%	6.6%	7.5%
생명과학	32.0	24.0	6.0	11.0	16.0	12.1	12.7	11.9	73.0	52.8	76.6
영업이익률(%)	14.7%	10.8%	2.7%	4.5%	5.8%	4.3%	4.4%	3.9%	8.0%	4.6%	5.4%
팜한농	41.0	17.0	-3.0	-14.0	34.0	15.7	-2.8	-14.4	41.0	32.5	35.1
영업이익률(%)	15.7%	7.1%	-1.9%	-10.4%	12.8%	7.3%	-1.7%	-10.2%	5.2%	4.1%	4.3%
<b>당기순이익</b>	<b>769.2</b>	<b>718.3</b>	<b>713.9</b>	<b>-5.9</b>	<b>669.1</b>	<b>412.2</b>	<b>513.0</b>	<b>545.0</b>	<b>2,195.5</b>	<b>2,139.3</b>	<b>4,208.2</b>
<b>지배순이익</b>	<b>688.2</b>	<b>659.3</b>	<b>614.4</b>	<b>-116.5</b>	<b>474.2</b>	<b>370.2</b>	<b>470.8</b>	<b>494.9</b>	<b>1,845.4</b>	<b>1,810.0</b>	<b>3,729.8</b>
순이익률(%)	5.9%	5.4%	4.3%	-0.8%	3.3%	2.5%	3.0%	3.1%	3.6%	2.9%	4.9%

자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	30,059	42,599	51,865	61,404	76,214
매출총이익	6,317	11,215	9,986	10,078	14,986
영업이익	1,805	5,026	2,996	3,150	6,388
EBITDA	4,116	7,867	6,392	7,438	11,695
순이자손익	-162	-128	-36	-481	-504
외화관련손익	762	698	2,031	1,488	1,482
지분법손익	321	2	-46	-14	0
세전계속사업손익	952	4,892	2,813	2,903	5,687
당기순이익	682	3,954	2,196	2,139	4,208
지배주주순이익	513	3,670	1,845	1,810	3,730
<b>증가율(%)</b>					
매출액	9.9	41.7	21.8	18.4	24.1
영업이익	118.7	178.4	-40.4	5.2	102.8
EBITDA	53.5	91.1	-18.8	16.4	57.2
순이익	81.4	479.4	-44.5	-2.6	96.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.0	26.3	19.3	16.4	19.7
영업이익률	6.0	11.8	5.8	5.1	8.4
EBITDA 이익률	13.7	18.5	12.3	12.1	15.3
세전이익률	3.2	11.5	5.4	4.7	7.5
순이익률	2.3	9.3	4.2	3.5	5.5

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	5,841	5,510	570	5,816	6,549
당기순이익	682	3,954	2,196	2,139	4,208
자산상각비	2,311	2,841	3,396	4,288	5,307
운전자본증감	1,266	-3,007	-5,316	86	-2,568
매출채권 감소(증가)	-3,182	-654	-1,447	-745	-2,259
재고자산 감소(증가)	-566	-2,816	-3,818	-472	-3,089
매입채무 증가(감소)	3,652	289	1,147	1,319	2,737
투자현금흐름	-5,296	-5,349	-9,229	-11,611	-10,214
유형자산처분(취득)	-5,498	-5,688	-8,324	-11,654	-9,779
무형자산 감소(증가)	-106	-129	-143	-153	-129
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-92	-10
재무현금흐름	938	124	13,332	2,136	1,876
차입금의 증가(감소)	879	555	500	2,915	2,500
자본의 증가(감소)	-178	-861	-678	-779	-624
배당금의 지급	178	870	935	779	624
총현금흐름	4,836	8,651	7,020	5,730	9,117
(-)운전자본증가(감소)	-997	3,564	3,465	1,347	2,568
(-)설비투자	5,536	5,774	8,406	11,657	9,779
(+)자산매각	-69	-43	-61	-151	-129
Free Cash Flow	229	-730	-4,913	-7,425	-3,359
(-)기타투자	-577	-1,025	2,613	-1,722	296
잉여현금	806	295	-7,526	-5,703	-3,655
NOPLAT	1,107	3,757	2,312	2,322	4,727
(+) Dep	2,311	2,841	3,396	4,288	5,307
(-)운전자본투자	-997	3,564	3,465	1,347	2,568
(-)Capex	5,536	5,774	8,406	11,657	9,779
OpFCF	-1,120	-2,740	-6,163	-6,394	-2,313

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	16,320	20,414	29,674	28,229	31,841
현금성자산	3,906	3,909	8,642	5,076	3,297
매출채권	5,615	7,306	8,048	9,339	11,599
재고자산	5,350	8,283	11,881	12,768	15,857
비유동자산	25,069	30,721	38,299	46,070	50,967
투자자산	2,222	3,899	5,947	5,813	6,109
유형자산	20,567	24,378	29,663	36,841	41,621
무형자산	2,280	2,444	2,690	3,417	3,238
자산총계	41,389	51,135	67,974	74,300	82,808
유동부채	12,624	15,062	16,460	18,457	21,279
매입채무	9,248	8,577	10,614	11,312	14,049
유동성이자부채	1,566	3,477	3,812	5,035	5,035
비유동부채	9,974	12,863	14,033	16,450	19,030
비유동이자부채	8,679	11,289	12,193	14,364	16,864
부채총계	22,598	27,925	30,493	34,907	40,309
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,692	2,696	11,570	11,570	11,570
이익잉여금	15,175	18,092	19,142	20,171	23,277
자본조정	-220	514	347	532	532
자기주식	-36	-18	0	0	0
자본총계	18,790	23,210	37,481	39,393	42,499

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	6,170	50,674	25,179	24,895	51,354
BPS	230,440	277,127	401,764	417,264	456,945
DPS	10,000	12,000	10,000	8,000	16,010
CFPS	61,778	110,511	89,671	73,195	116,465
ROA(%)	1.4	7.9	3.1	2.5	4.7
ROE(%)	2.9	18.5	6.9	5.6	10.9
ROIC(%)	4.6	13.0	6.1	4.9	8.5
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	133.6	12.1	23.8	26.3	12.7
PBR	3.6	2.2	1.5	1.6	1.4
PSR	2.1	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	13.3	5.6	6.7	8.9	5.6
EV/EBITDA	16.4	7.2	8.1	8.5	5.8
배당수익률	1.2	2.0	1.7	1.2	2.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	120.3	120.3	81.4	88.6	94.8
Net debt/Equity	33.7	46.8	19.6	36.4	43.8
Net debt/EBITDA	154.0	138.0	115.2	192.6	159.1
유동비율	129.3	135.5	180.3	152.9	149.6
이자보상배율(배)	9.1	23.8	9.9	4.7	9.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	80.1	80.9	74.6	82.7	86.3
현금+투자자산	19.9	19.1	25.4	17.3	13.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	35.3	38.9	29.9	33.0	34.0
자기자본	64.7	61.1	70.1	67.0	66.0

[ Compliance Notice ]

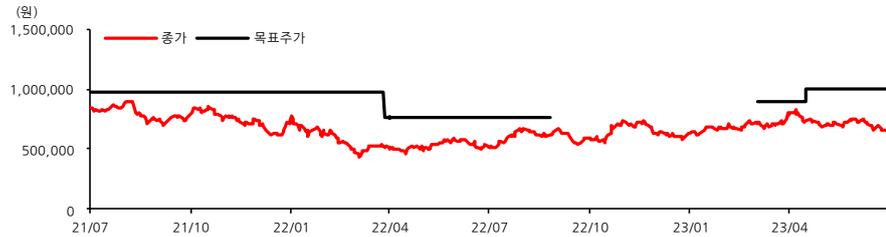
(공표일: 2023년 07월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ LG화학 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.07.30	2021.10.14	2021.10.26	2022.02.09	2022.02.18
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		980,000	980,000	980,000	980,000	980,000
일 시	2022.04.07	2022.04.21	2022.04.28	2022.05.12	2022.07.28	2022.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	760,000	760,000	760,000	760,000	760,000	760,000
일 시	2023.03.14	2023.03.14	2023.04.28	2023.06.30	2023.07.12	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	윤용식	900,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.07	Buy	760,000	-20.09	-2.63
2023.03.14	Buy	900,000	-18.06	-8.33
2023.04.28	Buy	1,000,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%