

2024. 4. 1



▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	490,000 원
현재주가 (3.29)	439,000 원
상승여력	11.6%
KOSPI	2,746.63pt
시가총액	309,900억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.63%
외국인비중	39.99%
52주 최고/최저가	825,000원/387,000원
평균거래대금	1,421.2억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	33.37
국민연금공단	7.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-11.6	-37.7
상대주가	-6.8	-20.6	-44.6

주가그래프



LG화학 051910

2024년 투자의견 상향을 위한 선결조건 검증 필요

- ✓ 1Q24 Preview: 매출액 12.6조원, 영업이익 2,717억원을 추정→ 석유화학은 수익성 악화 장기화, 반면 양극재는 QoQ 흑자전환 성공
- ✓ 2024년 양극재부문 사업호조 가능성 높아: 미국향 물량 증가 및 바닥잡는 판매단가
- ✓ 2024년 기업가치 개선에 필요한 Story가 실질적 숫자로 증명될 때 기업가치 변화 가능
- ✓ 아직은 투자의견 Hold, 적정주가 49만원 유지

1Q24E 석유화학 수익성 악화 장기화, 반면 양극재의 펀더멘털 개선여력 확인

당분기 동사의 매출액 12.6조원, 영업이익 2,717억원을 추정한다. LG에너지솔루션의 이익 기여도를 제외하면 실질 사업부문의 펀더멘털 악화는 여전하다. 특히 구조조정 대상으로 평가받는 석유화학의 시황 반등 가시성은 요원하다. 주력 제품 ABS/PVC 등은 최종 전방 고객사들의 유의미한 가동률 변화 미미하며, 재고수준은 적정수준으로 가격 변화 요인이 제한적이다. NCC/PO 등은 투입원가 강세에 여전히 적자이다. 그럼에도 성장성과 수익성 측면에서 양극재부문 턴어라운드는 긍정적이다. 이는 폴란드향 출하량 소폭 개선 및 북미향 물량 증가로 외형성장이 여전하다는 점이다. 특히 24년 3월 조기가동한 Ultium Cells No.2향 단독 공급 및 Ultium Cells No.1향 경쟁사 대비 출하량 기준 점유율 증가가 이뤄지는 중이다. 당분기 양극재부문은 매출액 8,174억원/영업이익 213억원, 연간 매출액 4.3조원/영업이익 1,814억원을 추정한다.

2024년 LG화학의 기업가치 개선 Story가 현실화될까?

당사는 지난 2월 'Bottom-fishing: LG화학, 에코프로비엠' 보고서를 통해 LG화학의 기업가치 개선 Story를 제시했다. (1) 양극재부문 물량 정상화, (2) 사업 효율성 제고 (석유화학 등 구조조정), (3) 글로벌 최저한세 대응 명목으로 자회사 LG에너지솔루션 지분매각은 보유지분 가치에 할인율 축소로 연결될 점이다. 동사의 3대 신성장 동력원에 집중 투자를 위한 연간 Capex는 10~12조원 수준이다. 결국 사업 및 자회사 지분 매각을 통한 현금확보가 절실하다.

현 시점은 투자의견 Hold, 적정주가 49만원을 유지

(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	50,983.3	2,979.4	1,845.4	25,047	-45.1	401,764	24.0	1.5	9.1	6.9	81.4
2023	55,249.8	2,529.2	1,337.8	18,565	-4.4	411,243	26.9	1.2	9.2	4.2	89.2
2024E	59,298.8	3,701.8	1,734.4	24,183	16.0	429,895	18.2	1.0	9.0	5.3	107.7
2025E	74,792.1	5,918.8	2,827.5	39,668	63.6	462,510	11.1	0.9	7.0	8.1	125.3

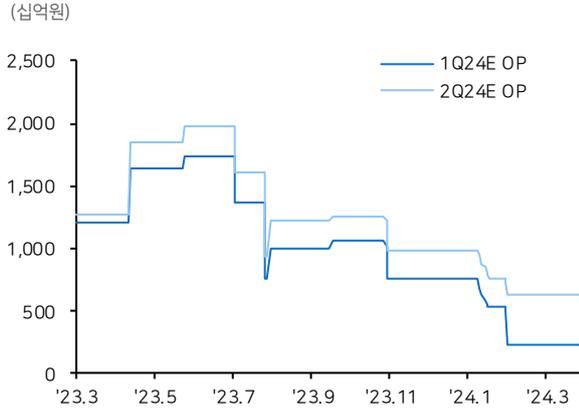
(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,619.4	14,486.3	-12.9	13,134.8	-3.9	12,766.9	-1.2
영업이익	271.7	791.0	-65.7	271.7	0.0	234.8	15.7
세전이익	157.0	915.9	-82.9	211.9	-25.9	154.3	1.7
순이익(지배주주)	89.5	474.2	-81.1	-81.4	흑전	129.1	-30.7
영업이익률(%)	2.2	5.5		2.1		1.8	
순이익률(%)	0.7	3.3		-0.6		1.0	

자료: LG화학, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	12,619.4	14,062.4	15,667.8	16,949.1	16,763.4	17,986.0	19,393.0	20,649.8	59,298.8	74,792.1	95,674.0
기초소재	4,780.7	5,054.0	5,211.1	5,340.9	5,567.8	5,862.4	5,949.9	6,000.5	20,386.7	23,380.7	24,306.3
첨단소재	1,761.1	1,860.1	2,201.2	2,248.5	2,389.9	2,356.4	2,425.8	2,528.0	8,070.9	9,700.1	10,118.7
양극재	817.4	949.2	1,265.6	1,292.0	1,343.7	1,365.8	1,402.8	1,476.6	4,324.3	5,588.9	5,588.9
에너지솔루션	7,001.2	7,886.7	9,194.7	10,123.1	9,551.8	10,328.6	11,914.6	12,841.5	34,205.7	44,636.5	63,767.3
팜한농/바이오	597.3	676.8	436.2	537.6	657.0	812.2	465.9	640.0	2,247.8	2,575.1	2,958.9
영업이익	271.7	941.3	1,225.5	1,263.4	1,280.0	1,344.2	1,577.9	1,716.7	3,701.8	5,918.8	9,120.6
%OP	2.2%	6.7%	7.8%	7.5%	7.6%	7.5%	8.1%	8.3%	6.2%	7.9%	9.5%
기초소재	-97.7	-8.9	91.2	139.6	149.5	174.8	167.4	252.7	124.3	744.5	990.5
첨단소재	100.7	152.3	177.1	76.9	172.5	169.1	175.5	113.2	506.9	630.3	658.3
양극재	21.3	36.1	58.2	65.9	68.5	71.0	74.3	79.7	181.4	293.6	293.6
에너지솔루션	212.4	784.5	946.5	1,061.4	916.0	995.2	1,223.9	1,382.5	3,004.7	4,517.5	7,494.5
팜한농/바이오	60.0	23.4	25.7	5.5	72.0	35.1	41.2	8.3	114.6	156.5	217.3
세전이익	157.0	807.4	1,072.2	1,092.7	1,095.3	1,145.7	1,364.4	1,489.9	3,129.3	5,095.3	8,092.6
순이익(지배주주)	89.5	441.8	599.0	604.2	608.7	635.1	757.3	826.4	1,734.4	2,827.5	4,489.8
%YoY											
매출액	-12.9	-3.3	19.7	29.0	32.8	27.9	23.8	21.8	7.3	26.1	27.9
영업이익	-65.7	52.9	40.0	365.0	371.2	42.8	28.8	35.9	45.0	59.9	54.1
세전이익	-82.9	3.6	77.8	415.7	597.7	41.9	27.2	36.3	24.7	62.8	58.8
순이익(지배주주)	-81.1	-15.8	42.5	흑전	580.2	43.8	26.4	36.8	29.6	63.0	58.8
%QoQ											
매출액	-3.9	11.4	11.4	8.2	-1.1	7.3	7.8	6.5			
영업이익	0.0	246.5	30.2	3.1	1.3	5.0	17.4	8.8			
세전이익	-25.9	414.3	32.8	1.9	0.2	4.6	19.1	9.2			
순이익(지배주주)	흑전	393.7	35.6	0.9	0.8	4.3	19.2	9.1			

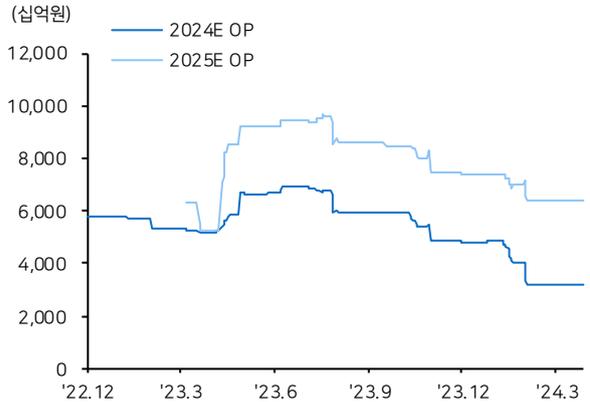
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q24E LG화학의 영업이익 컨센서스 흐름



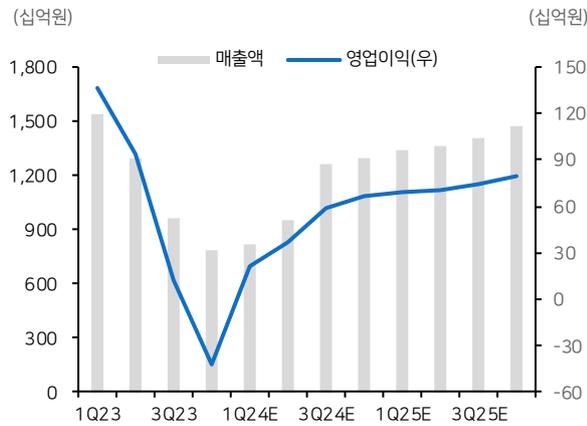
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 LG화학의 영업이익 컨센서스 흐름



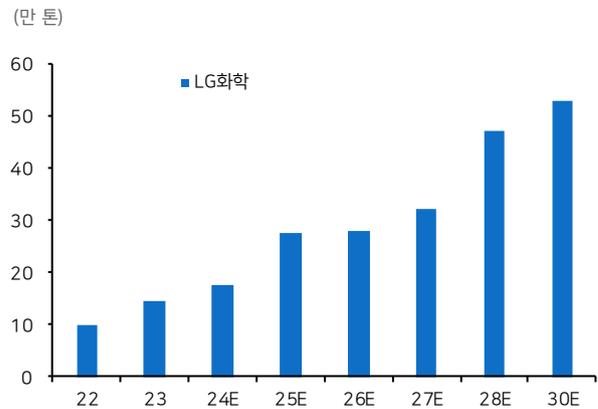
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG화학의 양극재 분기별 실적 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG화학의 양극재 생산 Capa 추이



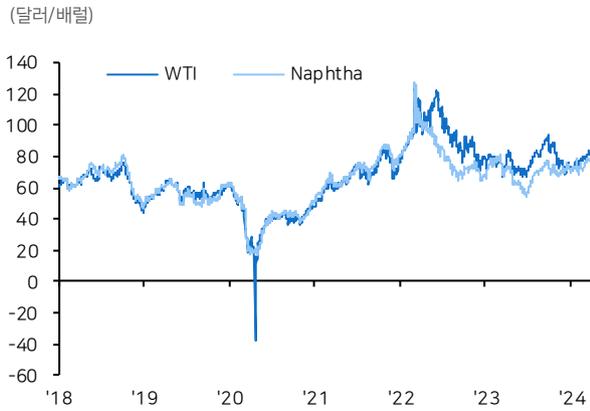
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

표3 양극재 기업들의 Peer Valuation Table

구분		PER (배)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
셀	CATL	19.1	17.5	14.4	4.2	3.6	3.0	12.14	10.15	8.6	22.7	21.5	21.9
	LG에너지솔루션	61.3	52.9	28.0	4.6	4.2	3.6	23.12	17.05	10.9	7.6	7.8	13.9
	삼성SDI	16.8	17.0	13.5	1.8	1.6	1.4	10.62	9.43	7.2	11.1	9.8	11.3
	SK이노베이션	19.5	9.8	5.7	0.6	0.5	0.5	8.49	6.74	5.0	2.8	5.3	8.4
	PANASONIC	16.3	7.7	9.0	1.0	0.8	0.8	6.67	5.32	4.6	6.3	11.7	9.4
양극재	에코프로비엠	517.7	243.3	82.2	19.2	18.1	15.1	102.71	65.32	517.7	4.0	7.0	21.0
	포스코퓨처엠	190.4	130.1	59.3	9.2	8.9	7.8	89.19	48.87	190.4	4.9	7.7	14.5
	엘앤에프	64.7	276.6	28.0	4.9	5.4	4.5	214.72	52.23	64.7	7.7	0.8	19.0
	LG화학	22.1	16.2	8.2	1.0	1.0	0.9	8.21	6.36	22.1	4.5	6.0	11.3
	코스모신소재	229.1	96.1	34.1	13.6	11.9	8.8	103.90	50.94	229.1	7.3	14.2	32.1
	Umicore	11.4	12.9	12.6	1.3	1.3	1.2	6.29	6.68	11.4	11.6	9.4	9.9
	SMM	7.8	23.1	13.8	0.8	0.7	0.7	8.00	13.85	7.8	10.7	3.0	4.9

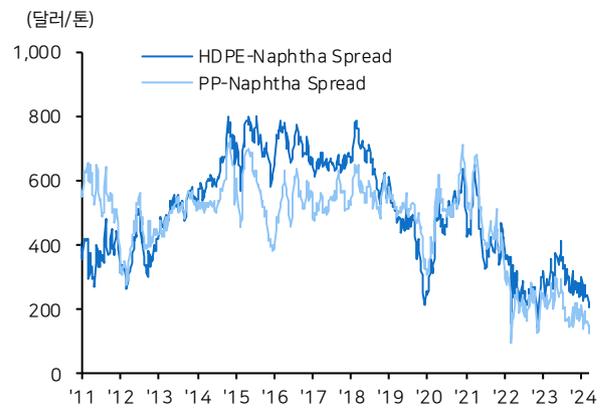
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국제유가 및 나프타 가격 추이



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PE/PP 스프레드 추이



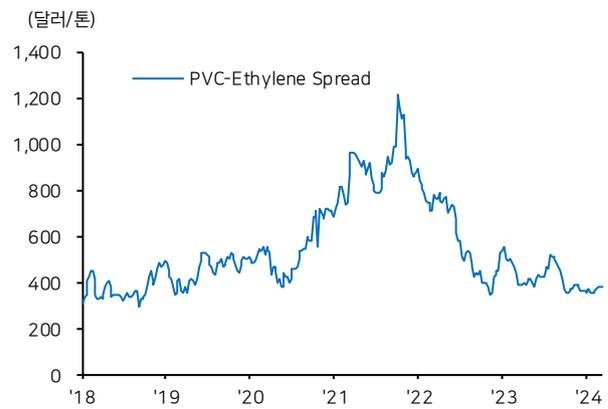
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 ABS 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PVC 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

LG 화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	42,599.3	50,983.3	55,249.8	59,298.8	74,792.1
매출액증가율(%)	41.7	19.7	8.4	7.3	26.1
매출원가	31,384.7	41,122.4	46,463.9	33,586.3	37,060.8
매출총이익	11,214.6	9,860.9	8,785.9	25,712.5	37,731.3
판매관리비	6,188.3	6,881.5	6,933.6	22,010.7	31,812.5
영업이익	5,026.4	2,979.4	2,529.2	3,701.8	5,918.8
영업이익률(%)	11.8	5.8	3.4	6.2	7.9
금융손익	25.9	-288.8	122.0	-544.5	-795.6
중속/관계기업손익	-6.6	-46.2	-33.3	12.0	12.0
기타영업외손익	-153.7	134.0	-119.7	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	4,892.0	2,778.3	2,498.1	3,129.3	5,095.3
법인세비용	1,235.8	637.1	432.5	751.0	1,222.9
당기순이익	3,953.9	2,195.5	2,053.4	2,378.3	3,872.4
지배주주지분 순이익	3,669.8	1,845.4	1,337.8	1,734.4	2,827.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	20,413.8	29,674.4	28,859.3	31,819.7	38,675.1
현금및현금성자산	3,760.8	8,497.9	9,084.9	6,360.6	7,700.5
매출채권	6,387.0	7,450.4	8,083.0	10,430.2	12,707.6
재고자산	8,283.5	11,880.6	9,375.3	12,097.9	14,739.4
비유동자산	30,721.5	38,299.5	48,607.4	57,561.8	66,390.0
유형자산	24,378.3	29,662.7	38,950.4	47,756.8	56,419.0
무형자산	2,444.3	2,690.2	3,692.9	3,408.4	3,154.7
투자자산	1,639.1	2,671.2	2,511.6	2,944.1	3,363.7
자산총계	51,135.3	67,973.8	77,466.7	89,381.5	105,065.0
유동부채	15,062.1	16,459.6	18,390.8	25,476.1	33,863.5
매입채무	3,742.1	4,756.3	4,117.9	5,313.7	6,474.0
단기차입금	1,688.4	1,402.4	1,875.4	2,275.4	2,875.4
유동성장기부채	1,788.7	2,402.0	5,202.4	7,202.4	10,002.4
비유동부채	12,863.2	14,033.1	18,137.7	20,863.3	24,561.3
사채	7,412.7	6,580.0	8,128.1	8,928.1	10,128.1
장기차입금	3,628.6	5,285.6	6,330.5	7,330.5	8,930.5
부채총계	27,925.3	30,492.7	36,528.5	46,339.4	58,424.8
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,696.4	11,569.6	11,572.1	11,572.1	11,572.1
기타포괄이익누계액	551.4	366.9	598.0	598.0	598.0
이익잉여금	18,092.0	19,142.3	19,650.6	21,110.7	23,663.8
비지배주주지분	1,516.2	6,030.6	8,745.6	9,389.5	10,434.4
자본총계	23,210.0	37,481.1	40,938.2	43,042.1	46,640.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	5,509.8	569.9	7,536.5	4,230.4	6,686.3
당기순이익(손실)	3,953.9	2,195.5	2,053.4	2,378.3	3,872.4
유형자산상각비	2,617.7	3,105.2	3,558.8	3,193.6	4,137.7
무형자산상각비	223.2	290.9	398.7	284.5	253.7
운전자본의 증감	-3,006.7	-5,316.1	1,421.8	-1,626.0	-1,577.6
투자활동 현금흐름	-5,349.3	-9,229.2	-13,169.6	-12,432.5	-13,219.6
유형자산의증가(CAPEX)	-5,773.6	-8,406.3	-12,959.9	-12,000.0	-12,800.0
투자자산의감소(증가)	-1,087.0	-1,078.3	126.3	-432.5	-419.6
재무활동 현금흐름	123.7	13,331.9	6,157.5	5,477.8	7,873.3
차입금의 증감	4,521.2	1,239.2	6,546.9	5,752.1	8,147.6
자본의 증가	3.9	8,873.2	2.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	486.6	4,737.1	587.0	-2,724.3	1,339.9
기초현금	3,274.3	3,760.8	8,497.9	9,084.9	6,360.6
기말현금	3,760.8	8,497.9	9,084.9	6,360.6	7,700.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	603,455	722,221	782,660	840,017	1,059,494
EPS(지배주주)	50,674	25,047	18,565	24,183	39,668
CFPS	122,548	99,438	103,127	101,204	145,548
EBITDAPS	111,447	90,313	91,890	101,710	146,054
BPS	277,127	401,764	411,243	429,895	462,510
DPS	12,000	10,000	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	2.0	1.7	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	24.0	26.9	18.2	11.1
PCR	5.0	6.0	4.8	4.3	3.0
PSR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4
PBR	2.2	1.5	1.2	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	7,867.3	6,375.4	6,486.7	7,179.9	10,310.3
EV/EBITDA	7.4	9.1	9.2	9.0	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	6.9	4.2	5.3	8.1
EBITDA 이익률	18.5	12.5	11.7	12.1	13.8
부채비율	120.3	81.4	89.2	107.7	125.3
금융비용부담률	0.5	0.6	1.2	1.4	1.4
이자보상배율(x)	23.8	10.0	3.9	4.4	5.6
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	7.1	6.4	6.5
재고자산회전율(x)	6.2	5.1	5.2	5.5	5.6

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 추천 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 하시기를 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 화학 (051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.09	기업브리프	Buy	980,000	노우호	-45.4	-32.6	
2022.07.25	기업브리프	Buy	950,000	노우호	-33.2	-22.1	
2023.02.01	기업브리프	Buy	900,000	노우호	-22.3	-10.4	
2023.04.13	기업브리프	Buy	1,070,000	노우호	-32.0	-22.9	
2023.07.04	기업브리프	Buy	960,000	노우호	-29.1	-24.2	
2023.07.27	기업브리프	Hold	760,000	노우호	-22.0	-13.4	
2023.09.18	기업브리프	Hold	680,000	노우호	-25.9	-15.7	
2023.10.30	기업브리프	Hold	600,000	노우호	-19.9	-13.2	
2024.01.15	기업브리프	Hold	520,000	노우호	-20.4	-15.7	
2024.02.01	기업브리프	Hold	490,000	노우호	-	-	