

첨단화학소재/전기차배터리

Company Report

2020.2.4

**투자의견(유지)** **매수**

목표주가(12M,상향) **▲ 500,000원**

현재주가(20/02/03) 350,000원

상승여력 43%

영업이익(19F,십억원) 896

Consensus 영업이익(19F,십억원) 1,061

EPS 성장률(19F,%) -78.7

MKT EPS 성장률(19F,%) -34.6

P/E(19F,x) 79.3

MKT P/E(19F,x) 14.8

KOSPI 2,118.88

시가총액(십억원) 24,707

발행주식수(백만주) 78

유동주식비율(%) 64.3

외국인 보유비중(%) 38.5

베타(12M) 일간수익률 1.10

52주 최저가(원) 289,000

52주 최고가(원) 394,500

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 12.5 5.6 -4.9

상대주가 15.6 -0.4 -1.1



[첨단화학소재/전기차배터리]

**박연주**

02-3774-1755

yeonju.park@miraearasset.com

**이종수**

02-3774-1380

jongssoo.lee@miraearasset.com

# LG화학 (051910)

## 배터리의 리레이팅, Top Pick 유지

### 배터리 리레이팅 본격화 기대, 목표가 상향하며 Top Pick 유지

**테슬라 효과, 전기차 시장 확대 가속화 전망:** LG화학의 주가는 최근 테슬라 주가 상승 등에 힘입어 다소 상승했으나 동사의 배터리 부문은 여전히 저평가되어 있으며 향후 리레이팅이 본격화될 것으로 기대된다. 테슬라 주가가 상승한 이유는 유럽 등에서 테슬라의 전기차가 크게 잘 팔리고 2020년 모델 Y, 중국 공장 가동 등으로 그 경쟁력이 더 강화될 것으로 예상되기 때문이다. 이는 결국 기존 자동차 업체들의 전기차 전략이 빨라질 수 밖에 없음을 의미한다.

**배터리, 높은 밸류에이션 적용 받아야 하는 사업:** 반면 높은 진입 장벽 때문에 배터리 생산 업체들은 제한적이고 선발 업체들의 지위가 더 강화되고 있다. 중국에서도 1위 업체인 CATL의 시장 점유율만 계속 확대되면서 주가가 크게 상승하고 높은 밸류에이션(20년 PER 57배)을 적용 받고 있다. 배터리가 높은 수준의 화학 기술과 오랜 양산 경험이 필요하기 때문이다.

**목표가 상향하며 Top Pick 유지:** LG화학의 목표주가를 50만원으로 9% 상향 조정하고 업종 Top Pick으로 유지한다. 전기차 배터리 사업 가치를 23조원에서 28조원으로 상향 조정(23년 EV/EBITDA 5배에서 6배로 상향) 하였다. CATL 시가총액이 52조까지 올라온 상황에서 성장성과 기술력이 더 뛰어난 LG화학의 가치는 향후 확대될 여지가 있다.

### 4Q Review: ESS 관련 비용으로 부진, 배터리 분사 등 다각적 검토 밝혀

**4분기 영업적자 275억원 기록:** LG화학의 4분기 영업 실적은 275억원 적자로 컨서서스를 회하였다. ESS 관련 약 3,000억원의 일회성 비용이 반영되었기 때문으로, 이를 제외하면 시장 기대보다 견조한 실적이었다. 전기차 배터리 부문은 BEP에 근접하는 실적을 기록하였다.

**컨퍼런스 콜 주요 내용:** 컨퍼런스 콜에서 LG화학은 2020년 전기차 배터리 부문의 실적 가이던스를 유지하였고 유럽 배터리 공장 수율은 하반기에 정상화될 것으로 예상되었다. 배터리 분사 설에 관해서는 주주 가치를 제고하는 방향으로 다각적으로 검토하고 있다고 밝혔다.

### 1분기 부진할 전망이나 분기별 개선 전망

**1분기 영업이익 660억원으로 부진할 전망이나 분기별 개선 전망:** 1분기 실적은 부진할 것으로 예상되는데, 특히 화학 스프레드가 크게 둔화된 가운데 코로나바이러스까지 겹치면서 일부 생산 차질도 발생해 화학 부문 실적이 크게 둔화될 것으로 예상된다. 배터리 부문 역시 1분기에는 유럽 신규 라인이 가동되면서 관련 적자가 확대될 전망이다. 다만 화학 부문의 경우 일회성 요인이 없을 경우 현재 시황에서도 미드 싱글 수준의 수익성을 시현할 수 있을 것으로 예상되며, 배터리 부문 역시 2분기로 가면서 수율이 회복되어 실적이 점차 개선될 전망이어서 1분기를 바닥으로 분기별로 실적이 개선될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액(십억원)	20,659	25,698	28,183	28,625	37,832	43,239
영업이익(십억원)	1,992	2,928	2,246	896	1,286	2,776
영업이익률 (%)	9.6	11.4	8.0	3.1	3.4	6.4
순이익(십억원)	1,281	1,945	1,473	313	762	1,844
EPS (원)	17,336	24,854	18,812	4,005	9,734	23,555
ROE (%)	9.5	12.9	8.9	1.8	4.4	10.0
P/E (배)	15.1	16.3	18.4	79.3	36.0	14.9
P/B (배)	1.4	1.9	1.6	1.4	1.5	1.4
배당수익률 (%)	1.9	1.5	1.7	0.6	1.1	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. LG화학 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019P	2020F	2021F	
매출액	전체	6,639.1	7,177.4	7,347.3	7,461.2	8,140.6	8,967.3	10,091.7	10,632.4	28,625.0	37,832.0	43,238.9
	화학	3,748.8	3,936.4	3,964.8	3,898.0	4,391.8	4,416.9	4,482.1	4,457.1	15,548.0	17,747.9	17,639.0
	첨단소재	1,233.5	1,253.5	1,217.9	1,201.1	809.2	809.2	809.2	809.2	4,906.0	3,236.7	3,236.7
	배터리	1,650.1	2,009.4	2,210.2	2,480.6	2,541.8	3,391.8	4,527.9	5,125.3	8,350.3	15,586.8	21,033.6
	생명과학	143.5	154.0	165.9	164.4	157.9	169.4	182.5	180.8	627.8	690.6	759.6
	팜한농	228.0	169.6	93.7	98.8	240.0	180.0	90.0	60.0	590.1	570.0	570.0
영업이익	전체	275.4	267.5	380.3	-27.5	66.0	262.9	396.6	560.2	895.6	1,285.7	2,775.7
	화학	398.6	382.2	321.2	315.8	129.3	262.7	310.8	310.1	1,417.8	1,012.9	1,312.4
	첨단소재	3.6	19.0	32.8	8.3	3.9	3.9	3.9	3.9	63.7	15.4	26.2
	배터리	-147.9	-128.0	71.2	-249.6	-65.3	18.0	93.2	272.6	-454.3	318.6	1,396.9
	생명과학	11.8	10.9	16.1	-1.6	3.2	3.4	3.6	3.6	37.2	13.8	15.2
	팜한농	38.2	9.1	-11.1	-15.3	45.0	25.0	-15.0	-30.0	20.9	25.0	25.0
세전이익		279.6	192.9	243.9	-155.5	9.0	198.6	324.9	483.5	560.9	1,016.0	2,458.5
순이익(지배)		194.5	68.1	128.6	-77.6	6.8	148.9	243.6	362.6	313.5	762.0	1,843.9

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. LG화학 목표주가 산정 내역

(십억원, 백만주, 원, %)

	20F EBITDA	목표 EV/EBITDA(x)	미래가치
영업가치	화학	1,572.9	5.0 7,864.5 매크로 불확실성 감안해 시장 평균 대비 할인
	첨단소재	224.4	5.0 1,122.0 제한적 성장성 감안 시장 평균 대비 할인
	배터리(소형)	427.9	6.0 2,567.3 성장성 감안해 시장 평균 대비 할증
	배터리(EV)		28,004.7 2023년 예상 EBITDA에 6배
	배터리(ESS)		950.0 2020년 예상 EBITDA에 3배
	Green Bio		420.0 인수 가격
	Red Bio		1,100.0 16년 평균 시가 총액
	합계		42,028.5
순부채			5,832.0 2Q19
우선주 시가총액			1,387.0
기업가치			34,809.5
주식수			69.4 합병 후 주식수
목표주가			501,577.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

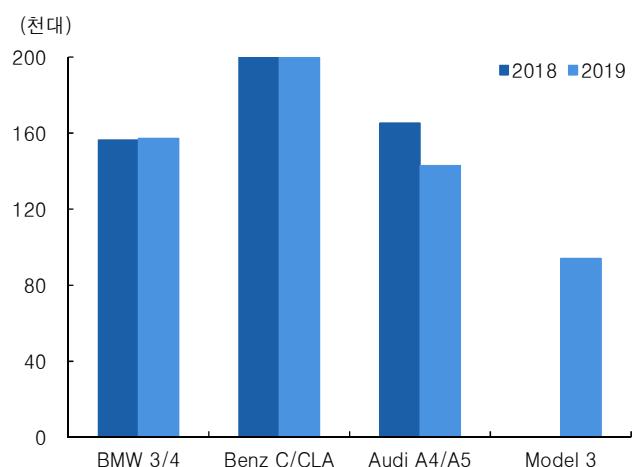
표 3. LG화학 전기차 배터리 부문 실적 추정

(십억원, %)

	20F	21F	22F	23F
매출액	9,970	14,407	18,418	27,296
영업이익	199	1,153	1,473	2,184
영업이익률	2	8	8	8
감가비	909	1,084	1,784	2,484
EBITDA	1,108	2,236	3,257	4,667
EV/EBITDA	25			6
사업 가치	27,704			28,005

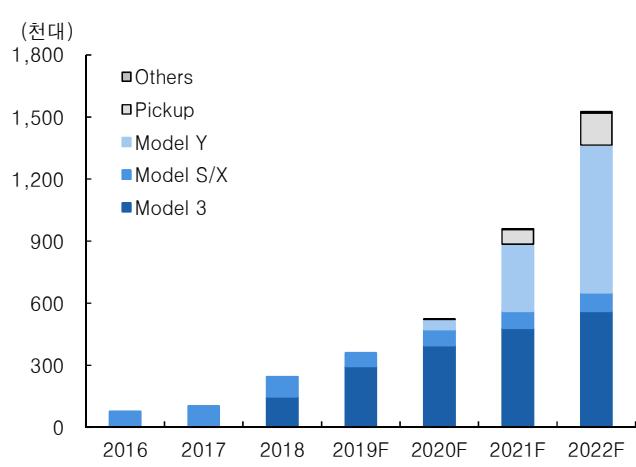
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 유럽 프리미엄 세단 시장 내 주요 모델별 판매량 추이



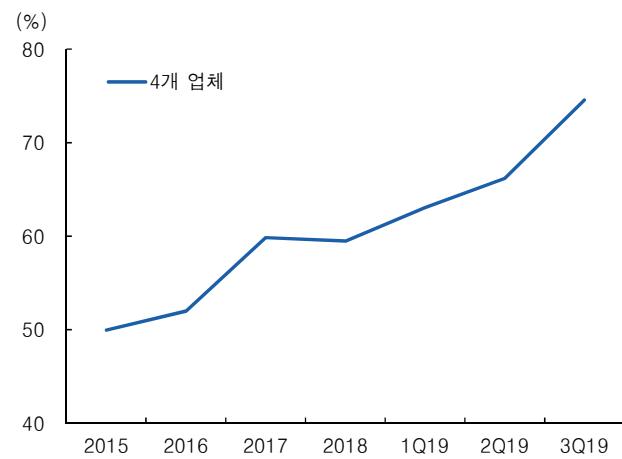
자료: Marklines, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 테슬라의 모델별 판매량 추이와 전망



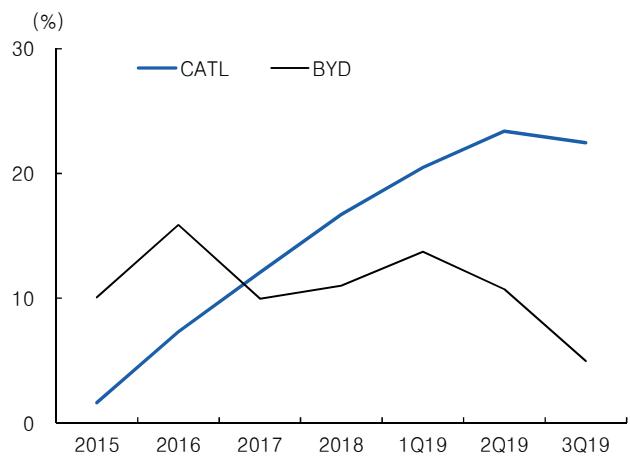
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 글로벌 Top 4 배터리 업체 시장 점유율 추이



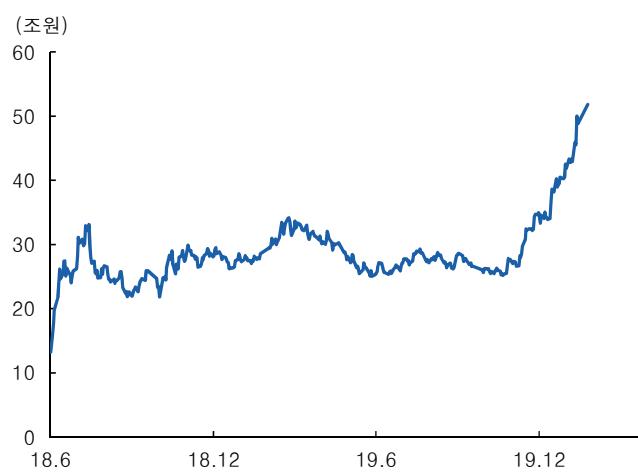
자료: SNE리서치, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 중국 CALT와 BYD 점유율 추이



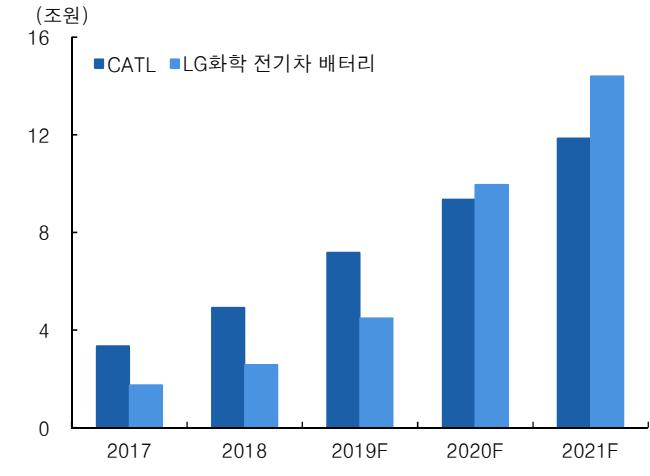
자료: SNE리서치, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 중국 CATL 시가 총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. CATL 매출액과 LG화학 전기차 배터리 부문 매출 추정



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

## LG화학 (051910)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	28,183	28,625	37,832	43,239
매출원가	22,837	24,206	33,022	36,939
매출총이익	5,346	4,419	4,810	6,300
판매비와관리비	3,100	3,524	3,524	3,524
조정영업이익	2,246	896	1,286	2,776
영업이익	2,246	896	1,286	2,776
비영업손익	-306	-335	-270	-317
금융손익	-88	-169	-275	-322
관계기업등 투자손익	5	13	0	0
세전계속사업손익	1,940	561	1,016	2,459
계속사업법인세비용	421	185	254	615
계속사업이익	1,519	376	762	1,844
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,519	376	762	1,844
지배주주	1,473	313	762	1,844
비지배주주	47	63	0	0
총포괄이익	1,433	548	762	1,844
지배주주	1,388	500	723	1,750
비지배주주	45	48	39	94
EBITDA	3,733	2,783	3,796	5,589
FCF	-2,094	-4,695	-3,957	-72
EBITDA 마진율 (%)	13.2	9.7	10.0	12.9
영업이익률 (%)	8.0	3.1	3.4	6.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	1.1	2.0	4.3

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	12,089	11,765	13,093	16,662
현금 및 현금성자산	2,514	1,856	613	2,162
매출채권 및 기타채권	4,624	4,960	6,404	7,441
재고자산	4,289	4,949	6,076	7,059
기타유동자산	662	0	0	0
비유동자산	16,856	22,279	25,909	27,172
관계기업투자등	266	266	379	441
유형자산	13,839	19,007	22,625	23,926
무형자산	2,006	2,169	2,040	1,926
자산총계	28,944	34,043	39,002	43,834
유동부채	7,274	7,785	8,875	10,030
매입채무 및 기타채무	2,166	2,547	3,629	4,217
단기금융부채	1,632	1,762	1,770	1,775
기타유동부채	3,476	3,476	3,476	4,038
비유동부채	4,348	8,824	12,084	14,224
장기금융부채	3,738	8,214	11,214	13,214
기타비유동부채	610	610	870	1,010
부채총계	11,622	16,609	20,959	24,255
지배주주자분	17,083	17,098	17,707	19,244
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,275	2,275	2,275
이익잉여금	14,994	14,841	15,450	16,987
비지배주주자분	239	336	336	336
자본총계	17,322	17,434	18,043	19,580

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,125	2,171	2,043	3,928
당기순이익	1,519	376	762	1,844
비현금수익비용가감	2,212	2,583	3,039	3,750
유형자산감가상각비	1,379	1,756	2,382	2,699
무형자산상각비	108	132	129	114
기타	725	695	528	937
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,264	-575	-1,229	-730
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	52	-261	-1,347	-984
재고자산 감소(증가)	-959	-614	-1,126	-984
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	165	287	1,082	588
법인세납부	-689	-365	-254	-615
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,639	-6,743	-6,027	-4,015
유형자산처분(취득)	-3,777	-6,814	-6,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-108	-207	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	511	43	-27	-15
기타투자활동	-265	235	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,794	3,841	2,854	1,697
장단기금융부채의 증가(감소)	2,325	4,607	3,008	2,004
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-494	-484	-154	-307
기타재무활동	-37	-282	0	0
현금의 증가	264	-658	-1,243	1,549
기초현금	2,249	2,514	1,856	613
기말현금	2,514	1,856	613	2,162

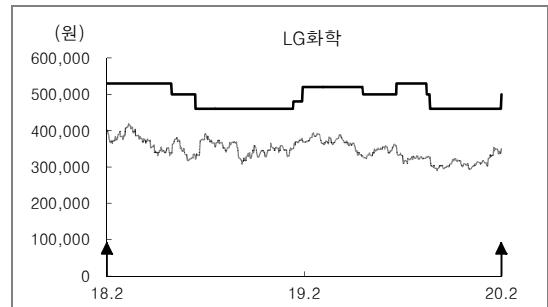
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.4	79.3	36.0	14.9
P/CF (x)	7.3	8.4	7.2	4.9
P/B (x)	1.6	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	7.8	11.6	10.1	7.1
EPS (원)	18,812	4,005	9,734	23,555
CFPS (원)	47,668	37,807	48,552	71,457
BPS (원)	222,761	222,956	230,728	250,363
DPS (원)	6,000	2,000	4,000	6,000
배당성향 (%)	27.2	36.6	36.2	22.4
배당수익률 (%)	1.7	0.6	1.1	1.7
매출액증가율 (%)	9.7	1.6	32.2	14.3
EBITDA증가율 (%)	-13.8	-25.4	36.4	47.2
조정영업이익증가율 (%)	-23.3	-60.1	43.5	115.9
EPS증가율 (%)	-24.3	-78.7	143.0	142.0
매출채권 회전율 (회)	6.4	6.3	7.0	6.6
재고자산 회전율 (회)	7.4	6.2	6.9	6.6
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.3	10.7	9.4
ROA (%)	5.6	1.2	2.1	4.5
ROE (%)	8.9	1.8	4.4	10.0
ROIC (%)	9.6	2.3	3.6	6.7
부채비율 (%)	67.1	95.3	116.2	123.9
유동비율 (%)	166.2	151.1	147.5	166.1
순차입금/자기자본 (%)	16.2	47.4	65.4	66.6
조정영업이익/금융비용 (x)	16.6	4.2	4.1	7.6

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학(051910)				
2020.02.03	매수	500,000	-	-
2019.09.24	매수	460,000	-32.30	-23.04
2019.09.18	매수	500,000	-34.67	-34.20
2019.07.24	매수	530,000	-38.83	-36.32
2019.05.23	매수	500,000	-31.12	-27.70
2019.01.31	매수	520,000	-29.23	-24.13
2019.01.14	매수	480,000	-23.13	-21.04
2018.07.17	매수	460,000	-23.96	-15.00
2018.06.03	매수	500,000	-31.09	-23.90
2017.10.26	매수	530,000	-26.27	-16.70



\* 고리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(▨)	

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

\* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG화학을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작자산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.