

이미 할인된 주가와 전지 소재의 성장 잠재력

매수
(유지)목표가: 1,200,000원 ▼
상승여력: 47.8%

박연주 yeonju.park@miraeeasset.com

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

제한적 다운사이드 리스크

이미 할인된 주가와 전지 소재의 성장 잠재력: Top Pick 유지

- LG에너지솔루션의 상장이 다가오면서 LG화학 주가 변동성 확대
- 그러나 LG화학 주가는 이미 배터리 가치를 할인해서 반영 중: 복합 기업 할인 때문
- 현 주가에서 다운사이드 리스크는 제한적
- 향후 양극재를 중심으로 정보소재 부문의 사업 가치 재평가 기대
- 탑티어 배터리 업체와의 협력, 높은 현금 동원력 및 기술력 감안 시 전지 소재 부문의 성장 잠재력 클 것으로 예상. 동 부문 사업 가치 상향 조정
- 상장 후 할인을 반영, 목표가 120만원으로 14% 하향하나 Top Pick 유지

글로벌

탑티어 배터리 업체의 가치

LG에너지솔루션의 가치 102조원 추정: 할인해도 싼 LG화학 주가

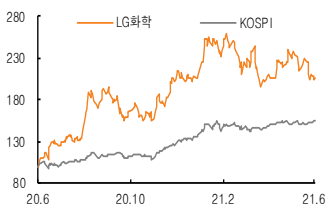
- 22~23년 EV/EBITDA 20배(CATL 대비 목표 EV/EBITDA 40% 할인) 적용
- 22~23년 실적을 적용한 이유는 상장 시기가 21년 4분기로 예상되고 23년 GM과의 조인트 벤처 설립, 테슬라향 4680 셀 공급 가능성 등 큰 폭의 성장이 기대되기 때문
- 전방 시장 성장성과 LG에너지솔루션의 글로벌 시장 지위, IPO에 따른 대규모 현금 유입 등 반영 시 무리하지 않은 수준으로 판단됨
- LG에너지솔루션의 가치를 감안할 때 할인해도 LG화학 현 주가는 매력적

배터리 소재 시장에서의 경쟁력

전지 소재 부문의 성장 잠재력

- LG화학은 20년 4만톤 수준의 양극재 생산 설비를 26년 26만톤 규모로 확대할 계획
- 배터리 소재는 배터리 업체와의 협력, 기술력, 자금력 등이 중요
- LG화학은 배터리 소재 사업에 유리한 지위, 향후 빠른 성장과 그에 따른 재평가 기대

Key data



현재주가(21/6/3, 원)	812,000	시가총액(십억원)	57,321
영업이익(21F, 십억원)	4,659	발행주식수(백만주)	78
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	4,889	유동주식비율(%)	66.0
EPS 성장률(21F, %)	731.5	외국인 보유비중(%)	45.5
P/E(21F, x)	14.9	베타(12M) 일간수익률	1.91
MKT P/E(21F, x)	12.1	52주 최저가(원)	400,500
KOSPI	3,247.43	52주 최고가(원)	1,028,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	-4.0	102.7
상대주가	-13.8	-20.3	34.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	28,183	27,353	30,077	42,988	47,900	56,461
영업이익 (십억원)	2,246	825	1,798	4,659	4,402	5,732
영업이익률 (%)	8.0	3.0	6.0	10.8	9.2	10.2
순이익 (십억원)	1,473	313	513	4,263	3,036	4,350
EPS (원)	18,812	4,003	6,549	54,452	38,789	55,570
ROE (%)	8.9	1.8	2.9	21.4	13.3	16.9
P/E (배)	18.4	79.3	125.8	14.9	20.9	14.6
P/B (배)	1.6	1.4	3.6	2.9	2.6	2.3
배당수익률 (%)	1.7	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

1. 이미 할인 반영되고 있는 배터리 가치: 제한적 다운사이드 리스크

LG에너지솔루션의 상장이 다가오면서 LG화학 주가의 변동성이 커지고 있다. 상장 이후 지분 가치에 대한 할인으로 기업 가치가 하락할 수 있다는 우려와 투자자들이 순수 배터리 업체인 에너지솔루션을 선호하면서 수급적으로 소외될 수 있다는 우려 때문으로 추정된다. 단기적으로 상장이 다가올수록 수급적인 영향은 지속될 수 있으나, 중기적 관점에서는 여전히 LG화학의 현 주가는 매력적이고 상승 잠재력이 높다고 판단된다. 상장 후 지분 가치 할인을 반영해 목표가를 120만원으로 14% 하향 조정하나 업종 Top Pick으로 유지한다.

LG화학은 이미 LG에너지솔루션의 기업 가치를 할인 적용 받아 왔다. 순수 배터리 업체인 중국 CATL이나 삼성SDI 대비 LG화학의 밸류에이션은 현저하게 낮은데, 이는 변동성이 높은 화학 부문 등이 포함되어 있어 배터리 업종에 투자하고 싶은 투자자들이 선호하지 않았기 때문이다.

LG에너지솔루션의 기업 가치는 102조원 수준으로 추정된다. 이는 동사와 함께 글로벌 시장을 주도하고 있는 중국 CATL의 밸류에이션에 KOSPI 시장 할인율(40%)을 반영하여 도출하였다. 당초에는 25년 추정치를 사용하였으나, 상장 시에는 보다 단기적인 실적이 반영되는 점을 감안하여 22~23년 평균 EBITDA에 목표 EV/EBITDA를 적용하는 방식으로 변경하였다. 22년~23년 평균을 사용한 이유는 21년의 경우 ESS 배터리 총당금 등 일회성 비용이 발생하였기 때문에 적절한 기준으로 보기 어렵고, 21년 4분기에 상장될 경우 이후의 실적을 기준으로 밸류에이션 하는 것이 적절하다고 판단되기 때문이다. 22년과 23년의 평균을 사용한 이유는 23년부터 GM과의 조인트 벤처가 가동되고 테슬라향 4680 셀의 생산이 시작되는 등 외형이 한 단계 레벨 업 되는 점을 일정 부분 반영할 필요가 있기 때문이다. 전기차 시장의 성장 속도와 동사의 시장 내 지위, IPO에 따른 대규모 현금 유입 등을 감안할 때 적용 가능한 기업 가치라고 판단된다.

이를 기준으로 볼 때 LG화학의 현 주가는 희석 및 할인 효과를 감안해도 매력적이다.

표 1. LG에너지솔루션의 기업 가치 추정

		(십억원)		
		2021F	2022F	2023F
매출액	소형	4,790.5	5,229.0	6,466.2
	EV	12,298.5	17,825.2	23,818.7
	ESS	1,725.4	2,200.0	2,600.0
	Total	18,814.5	25,254.2	32,885.0
영업이익	소형	571.2	536.8	814.9
	EV	611.1	1,426.0	2,381.9
	ESS	-290.7	176.0	208.0
	Total	891.6	2,138.8	3,404.8
EBITDA	소형	872.3	1,016.8	1,374.9
	EV	1,679.9	2,794.8	4,500.6
	ESS	-140.8	344.9	439.3
	Total	2,411.3	4,156.4	6,314.8
CATL EV/EBITDA(배)		58.0	38.8	28.3
할인율(선전 시장 대비 코스피 할인율)		40.0	40.0	40.0
목표 EV/EBITDA(배)		34.8	23.3	17.0
적정 EV(십억원)		83,914.7	96,762.1	107,225.3
지분율(%)		80.0	80.0	80.0
지분 가치(십억원)		67,132	77,410	85,780
할인율(%)		30	30	30
할인된 지분 가치(십억원)		46,992.21	54,186.80	60,046.17
IPO에 따른 현금 유입(십억원)		16,782.9	19,352.4	21,445.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 전지 소재의 성장 잠재력

또한 향후 LG화학의 전지 소재 부문의 성장 잠재력도 재평가 받을 필요가 있다. LG화학은 양극재 부문 생산 설비를 20년 4만톤에서 26년 26만톤으로 확대할 예정이며 전기차 시장의 성장 속도에 따라 증설 계획을 추가적으로 상향 조정할 가능성도 충분하다. 또한 중기적으로 양극재 이외의 다른 배터리 소재 사업으로 확장할 가능성도 높다.

배터리 소재의 경우 개발 단계부터 배터리 업체와 긴밀히 협조하는 것이 중요한데, 글로벌 탑티어 배터리 업체를 주요 자회사로 보유하고 있을 뿐 아니라 대규모 자금 여력과 화학 기술을 보유하고 있는 LG화학 입장에서는 사업 확장에 상당히 유리한 위치에 있다고 판단된다.

현재 배터리 소재 업체들의 평균적인 밸류에이션을 반영하여 다소 보수적이었던 정보소재 부문의 사업 가치를 재산정하였다. 주요 사업 부문을 엔지니어링 플라스틱과 전자재료, 배터리 소재로 구분한 이후 배터리 소재 부문에는 양극재 부문 예상 실적에 동종 업체 EV/EBITDA를 적용하였다.

표 2. LG화학의 양극재 부문 실적 추정 (천톤, 천원, 십억원, %)

구분	2020	2021	2026
생산설비	40.0	70.0	260.0
판매 단가	25.0	25.0	20.0
매출액	1,000.0	1,750.0	5,200.0
영업이익	50.0	140.0	416.0
영업이익률	5.0	8.0	8.0
Capex	360.0	360.0	1,170.0
감가비	45.0	45.0	191.3
EBITDA	95.0	185.0	607.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 주요 배터리 소재 업체 EV/EBITDA 컨센서스 현황 (배)

	2021	2022	2023
엘앤에프	47.5	15.6	11.0
에코프로비엠	27.9	19.5	14.1
포스코케미칼	46.0	36.4	28.3
SK아이이테크놀로지	32.2	24.4	19.3
계	38.4	24.0	18.2

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. LG화학 정보 소재 부문 밸류에이션 추정 (십억원, 배)

	21 EBITDA	EV/EBITDA	Total
엔지니어링 플라스틱	137	8.0	1,092
전자재료	182	12.0	2,184
배터리 소재	185.0	38.4	7,104
계	455.0	22.8	10,380

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 1회성 손실 제외 시 견조할 2분기 실적, Top Pick 유지

LG화학에 대해 업종 Top Pick 의견을 유지한다. 목표주가는 할인율을 반영하여 기존 140만원에서 120만원으로 14% 하향 조정하였으나, 이미 현 주가에는 이러한 할인율이 반영되어 있으며 다운사이드 리스크는 제한적으로 판단된다. 또한 전지 소재를 중심으로 정보 소재 부문의 재평가 가능성이 높아 보인다. 단기적으로 에너지솔루션의 상장이 다가올수록 일부 수급적인 영향이 있을 것으로 예상되나, 이 역시 LG화학과 LG에너지솔루션의 상대적인 가치 차이에 따라 달라질 부분이다. LG에너지솔루션의 기업 가치가 일반적인 시장 예상(70조원 수준)보다 높게 형성된다면 LG화학 주가 역시 긍정적 영향을 받을 것으로 예상된다. 또한 LG화학의 자체적인 성장 스토리가 보다 구체화되는 부분도 주가에 긍정적으로 기여할 전망이다.

2분기 영업이익은 9460억원으로 총당금을 제외할 경우 견조한 실적으로 예상된다. 화학 스프레드가 최근 다소 둔화되고 있으나 평균적으로 높은 수준을 유지하는 가운데 일부 증설 효과가 반영되면서 화학 부문 실적이 전분기대비 개선될 전망이다. 배터리 부문은 반도체 공급 차질에 따른 일부 영향 등에도 불구하고 미드 싱글 수준의 수익성을 유지할 것으로 예상된다. 하반기에는 화학 시장이 다소 둔화될 전망이나 배터리 부문의 빠른 실적 개선으로 높은 실적 레벨이 유지될 전망이다.

표 5. LG화학 목표주가 산정 내역

(십억원, 백만주, 원, %)

		21F EBITDA	목표 EV/EBITDA(x)	FV
사업 가치	화학	3,933.9	5.0	19,669.3
	정보소재			10,380.1
	팜한농			420.0
	생명과학			1,518.3
	에너지솔루션			57,116.5
	계			89,104.1
순차입금				5,000.0
우선주 시가총액				2,856.0
EV				81,248.1
주식수				69.4
목표가				1,170,721.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. LG화학 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	전체	6,729.2	6,935.2	7,507.3	8,904.9	9,650.0	10,819.8	11,220.8	11,297.8	30,077.0	42,988.4	47,899.7
	화학	3,695.9	3,312.8	3,583.6	3,673.6	4,435.0	5,131.7	4,596.3	4,417.6	14,265.9	18,580.6	15,666.5
	첨단소재	849.1	789.2	962.9	1,009.5	1,172.0	1,209.7	1,249.4	1,291.0	3,610.7	4,922.1	5,623.4
	배터리	2,260.9	2,823.0	3,143.9	4,127.9	4,254.0	4,122.0	5,095.9	5,342.6	12,355.7	18,814.5	25,254.2
	생명과학	159.3	160.3	172.1	169.6	162.0	176.3	189.3	186.6	661.3	714.2	785.6
	팜한농	221.2	177.8	102.1	100.3	211.0	180.0	90.0	60.0	601.4	541.0	570.0
영업이익	전체	205.9	571.6	902.1	118.6	1,408.0	946.0	1,135.0	1,169.5	1,798.0	4,331.0	4,301.0
	화학	242.6	434.7	721.6	569.0	984.0	1,033.3	692.0	664.5	1,967.9	3,373.9	2,089.9
	첨단소재	32.1	35.0	59.0	36.7	88.0	84.7	87.5	90.4	162.8	350.5	360.3
	배터리	-51.8	155.5	168.8	115.8	341.0	-190.8	356.0	420.3	388.3	926.5	2,138.8
	생명과학	23.5	14.1	8.5	7.8	23.0	8.8	9.5	9.3	53.9	50.6	39.3
	팜한농	35.0	11.6	-9.6	-12.0	30.0	10.0	-10.0	-15.0	25.0	15.0	20.0
세전이익		149.3	506.0	783.5	-388.5	1,755.0	1,913.2	1,099.1	1,136.2	943.7	5,575.2	4,261.7
순이익(지배)		21.1	382.3	512.3	-403.0	1,306.7	1,363.2	783.1	809.6	512.6	4,262.6	3,036.4

주: 4Q20 실적 확정치 발표 시 코나 리콜 비용이 반영되어, 전체 매출액/영업이익이 각 사업부분별의 총합과 숫자가 다를 수 있음

자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

LG화학 (051910)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	30,077	42,988	47,900	56,461
매출원가	23,764	33,685	38,853	46,085
매출총이익	6,313	9,303	9,047	10,376
판매비와관리비	4,514	4,645	4,645	4,645
조정영업이익	1,798	4,659	4,402	5,732
영업이익	1,798	4,659	4,402	5,732
비영업손익	-854	916	-140	-155
금융손익	-163	-133	-142	-156
관계기업등 투자손익	9	1,002	0	0
세전계속사업손익	944	5,575	4,262	5,577
계속사업법인세비용	368	1,421	1,065	1,227
계속사업이익	576	4,154	3,196	4,350
중단사업이익	107	328	0	0
당기순이익	682	4,482	3,196	4,350
지배주주	513	4,263	3,036	4,350
비지배주주	170	220	160	0
총포괄이익	612	4,689	3,196	4,350
지배주주	452	4,436	3,023	4,115
비지배주주	160	254	173	235
EBITDA	4,109	7,312	7,487	9,215
FCF	305	-510	-1,376	395
EBITDA 마진율 (%)	13.7	17.0	15.6	16.3
영업이익률 (%)	6.0	10.8	9.2	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.7	9.9	6.3	7.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	16,320	19,144	20,540	23,713
현금 및 현금성자산	3,274	4,915	3,765	4,290
매출채권 및 기타채권	5,570	6,710	7,796	8,822
재고자산	5,350	6,520	7,979	9,602
기타유동자산	2,126	999	1,000	999
비유동자산	25,069	27,742	30,658	33,272
관계기업투자등	309	309	309	372
유형자산	20,567	23,234	26,316	28,979
무형자산	2,280	2,210	2,043	1,897
자산총계	41,389	46,887	51,198	56,985
유동부채	12,624	13,162	14,056	15,008
매입채무 및 기타채무	3,459	3,766	4,654	5,601
단기금융부채	1,566	1,796	1,801	1,807
기타유동부채	7,599	7,600	7,601	7,600
비유동부채	9,974	10,965	11,965	13,228
장기금융부채	8,679	9,670	10,670	11,670
기타비유동부채	1,295	1,295	1,295	1,558
부채총계	22,598	24,127	26,021	28,236
지배주주지분	18,039	21,750	24,008	27,580
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	2,692	2,721	2,721	2,721
이익잉여금	15,175	18,664	20,922	24,494
비지배주주지분	751	1,010	1,169	1,169
자본총계	18,790	22,760	25,177	28,749

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,841	4,668	4,624	6,395
당기순이익	682	4,482	3,196	4,350
비현금수익비용가감	4,154	3,506	4,292	4,867
유형자산감가상각비	2,130	2,462	2,918	3,338
무형자산상각비	181	191	167	146
기타	1,843	853	1,207	1,383
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	1,266	-2,410	-1,657	-1,438
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3,182	-809	-1,171	-954
재고자산 감소(증가)	-566	-1,071	-1,459	-1,623
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,652	453	888	947
법인세납부	-513	-1,253	-1,065	-1,227
투자활동으로 인한 현금흐름	-5,296	-3,800	-6,000	-6,034
유형자산처분(취득)	-5,498	-5,097	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-106	-28	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-638	632	0	-34
기타투자활동	946	693	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	938	709	227	227
장단기금융부채의 증가(감소)	1,829	1,221	1,005	1,005
자본의 증가(감소)	418	28	0	0
배당금의 지급	-178	0	-778	-778
기타재무활동	-1,131	-540	0	0
현금의 증가	1,386	1,640	-1,150	525
기초현금	1,889	3,274	4,915	3,765
기말현금	3,274	4,915	3,765	4,290

자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

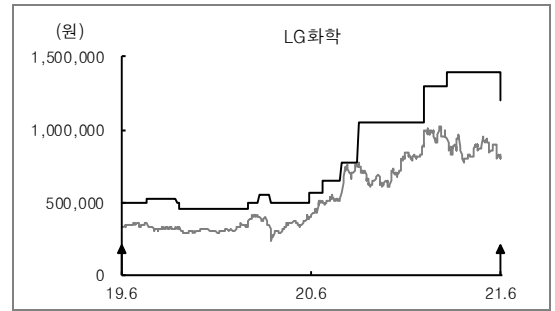
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	125.8	14.9	20.9	14.6
P/CF (x)	13.3	8.0	8.5	6.9
P/B (x)	3.6	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	16.6	9.3	9.4	7.7
EPS (원)	6,549	54,452	38,789	55,570
CFPS (원)	61,778	102,044	95,660	117,737
BPS (원)	230,896	278,116	306,961	352,588
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	102.8	15.6	21.9	16.1
배당수익률 (%)	1.2	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	10.0	42.9	11.4	17.9
EBITDA증가율 (%)	53.2	78.0	2.4	23.1
조정영업이익증가율 (%)	117.9	159.1	-5.5	30.2
EPS증가율 (%)	63.6	731.5	-28.8	43.3
매출채권 회전율 (회)	6.7	7.4	7.0	7.1
재고자산 회전율 (회)	5.8	7.2	6.6	6.4
매입채무 회전율 (회)	8.1	9.3	9.2	9.0
ROA (%)	1.8	10.2	6.5	8.0
ROE (%)	2.9	21.4	13.3	16.9
ROIC (%)	4.5	12.6	10.4	12.7
부채비율 (%)	120.3	106.0	103.3	98.2
유동비율 (%)	129.3	145.4	146.1	158.0
순차입금/자기자본 (%)	33.7	28.8	34.6	32.0
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	27.6	23.9	28.8

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학 (051910)				
2021.06.04	매수	1,200,000	-	-
2021.02.19	매수	1,400,000	-38.29	-31.00
2021.01.08	매수	1,300,000	-24.99	-20.92
2020.09.02	매수	1,050,000	-30.73	-8.38
2020.07.31	매수	780,000	-8.77	-2.31
2020.06.26	매수	650,000	-20.11	-15.85
2020.06.01	매수	570,000	-18.97	-9.47
2020.03.16	매수	500,000	-32.88	-17.20
2020.02.23	매수	550,000	-30.89	-26.18
2020.02.03	매수	500,000	-19.56	-16.10
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

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG화학(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 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.