

LG화학 (051910)

2024.03.14

일본과 가장 유사한 형태의 구조조정

[정유/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

투자의견 매수, 목표주가 60만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 60만원을 유지한다. 화학시황은 여전히 부진한 모습이 이어지고 있으나, 양극재 사업에서의 외형성장과 LGES 외 GM용 직접 장기공급 계약 체결 등을 통한 중장기 성장 방향성에 주목한다. 또한 동사 주가의 트리거로 석유화학 포트폴리오 구조조정 및 LGES 지분 일부 매각을 통한 재무구조 개선을 꼽을 수 있는데, 여러 대내외적 여건상 해당 이벤트들은 올해 하반기 중 현실화될 가능성이 높다는 판단이다.

일본 석유화학 업체들과 유사한 형태의 구조조정이 진행 중

일본은 1990년대부터 내수 침체와 함께 중동, 대만/한국 등 아시아 신흥국들의 증설 부담을 느끼며 석유화학 산업 구조조정을 시작했다. 지난 30년 동안의 긴 구조조정에서 그들은 범용부문 통폐합과 포트폴리오 고부가화, IT소재와 농업 등 사업분야의 확장 등에 집중하는 모습이였다. 이러한 체력 전환 이후 호시황에서의 이익 레버리지는 다소 축소되었으나 최근과 같은 다운사이클에서는 국내 업체들 대비 훨씬 더 높은 이익 방어력을 보여주고 있다. 계단식 증설로 인한 일시적인 수급밸런스 붕괴가 아니라 이제는 중국의 끊임없는 증설 움직임이 나타나고 있는 만큼 보다 근본적인 변화가 필요한 시기인데, 동사는 국내 화학업체들 중 그나마 과거 일본 화학업체들과 가장 유사한 형태의 구조조정을 진행하고 있다.

이는 대표적으로 매출액 대비 R&D 비중에서 드러난다. 2001년 이후 국내 화학사 4곳(LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, 금호석유) 평균 R&D 집행 비중은 0.9% 내외 그쳤는데, 동사는 2.3%로 가장 높았으며 최근 5년 동안은 평균 3.7% 수준까지 증가했다. 이는 일본 6개사(스미토모, 미쓰비시, 미쓰이, 도레이, 데이진, 신에츠) 평균인 3.9% 대비로도 크게 뒤지지 않는 수준이다.

동사 R&D는 2014년과 2017년을 기점으로 한 단계 레벨업되었는데, 2017년은 생명과학이 흡수합병된 영향이 컸다. 그러나 2014년부터 증가한 비용은 사실상 양극재 사업에 집중되었고, 이는 현재 정보전자소재의 이익 창출력을 가능하게 한 주요 동력원이 되었을 것으로 추정된다. 석유화학 외 IT소재 부문 이익 기여도가 점점 더 커지고 있는 일본 업체들과 상당히 유사한 모습이다.

현 재무구조와 이익체력 고려하면 연내 LGES 지분 활용 가능성 커

현재 동사에게 남은 가장 큰 숙제는 범용화학의 포트폴리오 조정과 정보전자소재 사업에 대한 신규 투자이다. 그러나 후자를 집행하기엔 재무부담이 커졌고, 과거 캐쉬카우였던 석유화학도 더 이상 그 역할을 해주지 못하고 있다. 따라서 동사가 취할 수 있는 가장 현실적인 해결책은 범용화학 조정 또는 단기에 대규모 현금 확보가 가능한 LGES 지분 매각이라 판단된다. 이와 관련해서 경영진 의지가 가장 중요한 문제이겠지만, 연말 20조원에 육박할 가능성이 높은 순차입금과 올해부터 시행된 글로벌 최저한세에 따른 추가 납세부담을 고려하면 후자의 실행 가능성은 꽤 높을 것으로 예상된다. 현금 확보는 신규투자를 가능하게 하는 동력도 되지만, 그보다도 현재 가장 취약한 재무구조 부담 완화 측면에서 분명 긍정적이다.

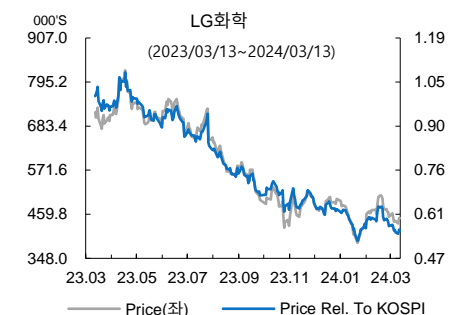
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(유지)
증가(2024.03.13)	450,000원
상승여력	33.3 %

Stock Indicator	
자본금	391십억원
발행주식수	7,059만주
시가총액	31,767십억원
외국인지분율	40.2%
52주 주가	387,000~825,000원
60일평균거래량	312,729주
60일평균거래대금	143.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	-2.2	-16.7	-37.3
상대수익률	-6.1	-9.5	-22.9	-49.1

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	51,865	55,658	59,989	81,430
영업이익(십억원)	2,996	2,302	2,469	4,920
순이익(십억원)	1,845	1,810	1,181	2,581
EPS(원)	23,574	23,121	15,087	32,974
BPS(원)	401,764	419,964	431,031	457,281
PER(배)	25.5	19.5	29.8	13.6
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	1.0
ROE(%)	6.9	5.6	3.5	7.4
배당수익률(%)	1.7	0.8	0.6	1.2
EV/EBITDA(배)	8.1	7.2	6.9	5.7

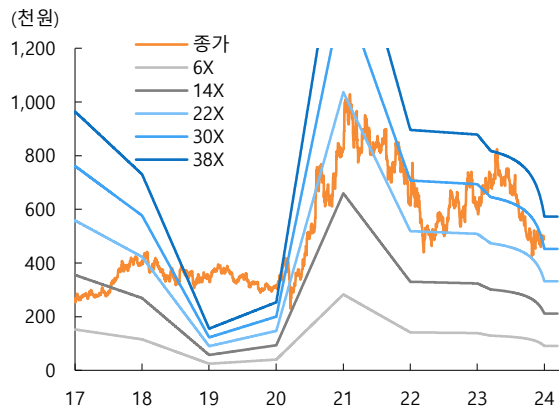
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. LG화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	14,486	14,542	13,495	13,135	12,750	13,879	16,151	17,208	51,878	55,658	59,989
영업이익	690.7	504.6	860.0	247.0	107.0	401.8	813.1	1,147.5	2,995	2,302	2,469
영업이익률	4.8%	3.5%	6.4%	1.9%	0.8%	2.9%	5.0%	6.7%	5.8%	4.1%	4.1%
석유화학											
매출액	4,579	4,559	4,411	4,260	4,497	4,699	4,871	4,685	21,724	17,809	18,752
영업이익	-51.0	-13.0	37.0	-117.0	-54.8	-51.8	-26.1	26.3	1,075	-144	-106
영업이익률	-1.1%	-0.3%	0.8%	-2.7%	-1.2%	-1.1%	-0.5%	0.6%	4.9%	-0.8%	-0.6%
첨단소재											
매출액	2,360	2,015	1,714	1,319	1,403	1,420	1,551	1,661	7,562	7,408	6,035
영업이익	215.0	187.0	129.0	53.0	60.8	69.4	108.8	128.0	951	584	367
영업이익률	9.1%	9.3%	7.5%	4.0%	4.3%	4.9%	7.0%	7.7%	12.6%	7.9%	6.1%
전지(LGES)											
매출액	8,747	8,774	8,224	8,001	6,250	7,192	9,292	10,373	25,599	33,746	33,107
영업이익	633.0	461.0	731.0	338.0	68.7	359.6	724.8	985.5	1,214	2,163	2,139
영업이익률	7.2%	5.3%	8.9%	4.2%	1.1%	5.0%	7.8%	9.5%	4.7%	6.4%	6.5%
생명과학											
매출액	278.0	317.0	291.0	297.0	328.3	317.6	317.7	330.9	909	1,183	1,294
영업이익	16.0	-9.0	15.0	6.0	11.5	13.3	9.7	9.6	73	28	44
영업이익률	5.8%	-2.8%	5.2%	2.0%	3.5%	4.2%	3.0%	2.9%	8.0%	2.4%	3.4%
팜한농											
매출액	265.0	247.0	120.0	150.0	272.4	251.2	119.2	157.9	794	782	801
영업이익	34.0	27.0	-15.0	-1.0	20.8	11.3	-4.0	-1.9	41	45	26
영업이익률	12.8%	10.9%	-12.5%	-0.7%	7.6%	4.5%	-3.4%	-1.2%	5.2%	5.8%	3.3%

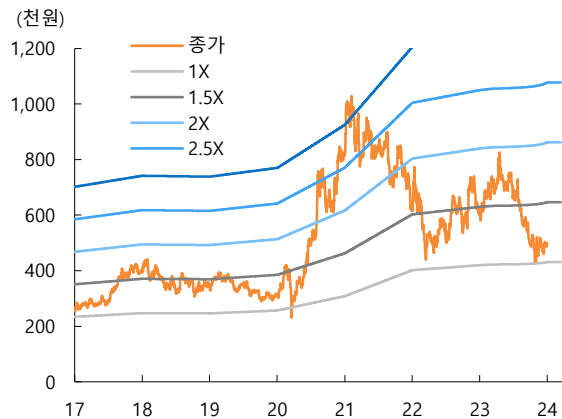
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. LG화학 12M Forward 기준 PER 추이



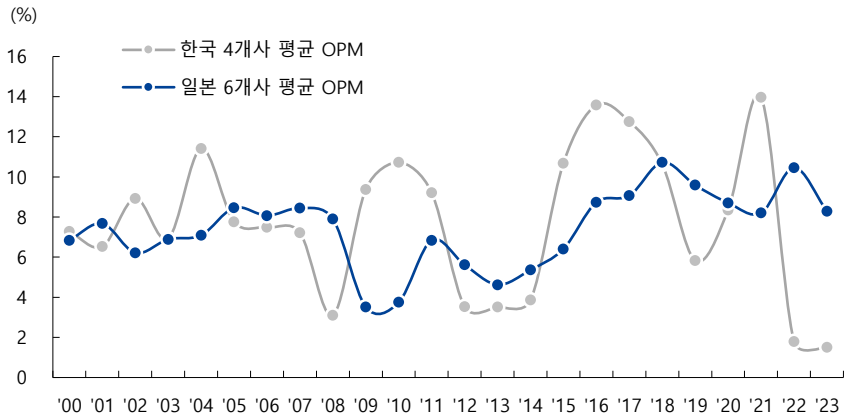
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. LG화학 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 2000년 이후 한국과 일본 석유화학 업체들의 평균 영업이익률 추이

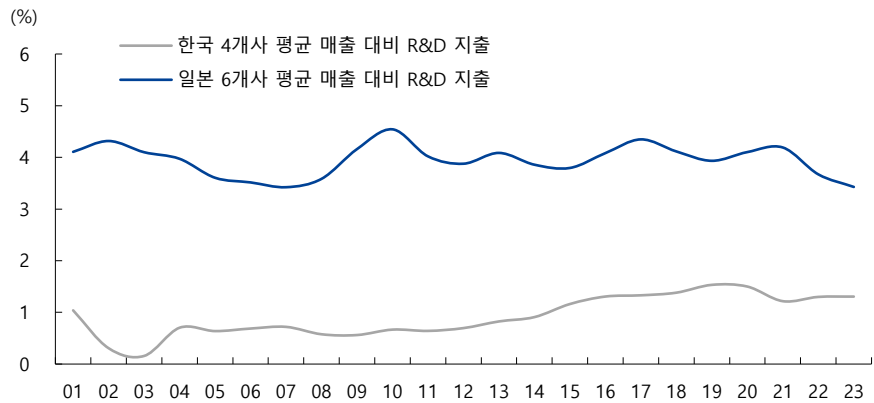


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주1: 한국 4개사는 LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, 금호석유화학

주2: 일본 6개사는 Sumitomo Chem, Mitsubishi Chem, Mitsui Chem, Toray, Teijin, Shin-Etsu

그림4. 2000년 이후 한국과 일본 석유화학 업체들의 평균 매출액 대비 R&D 비중 추이

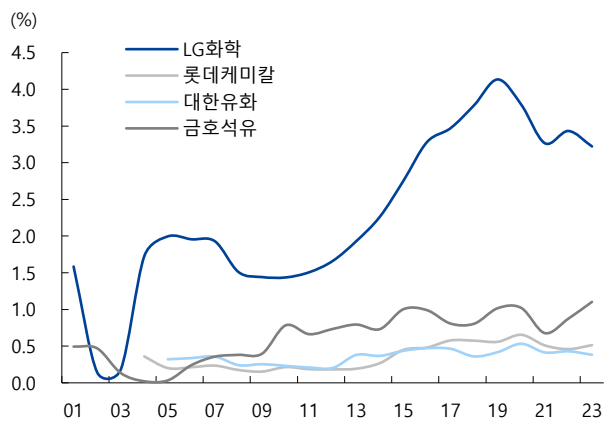


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주1: 한국 4개사는 LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, 금호석유화학

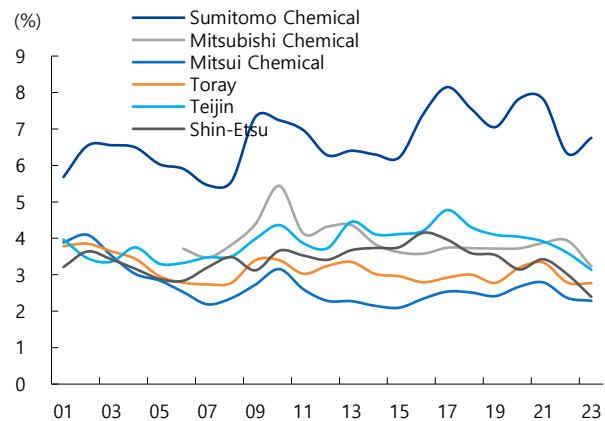
주2: 일본 6개사는 Sumitomo Chem, Mitsubishi Chem, Mitsui Chem, Toray, Teijin, Shin-Etsu

그림5. 국내 석유화학업체 매출 대비 R&D 비중 추이



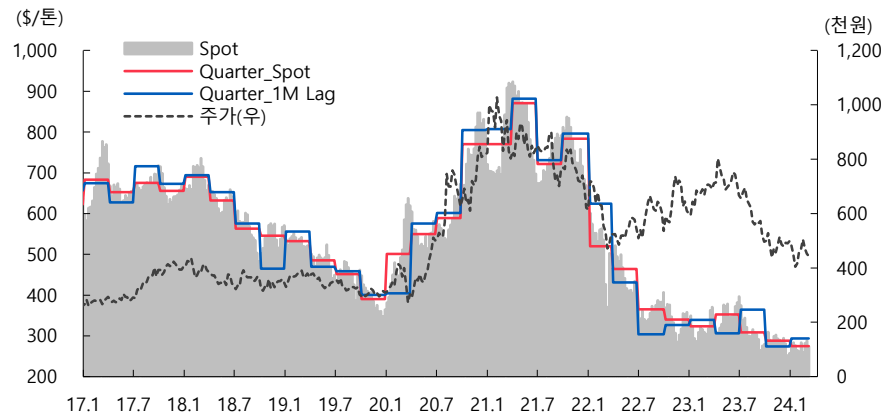
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 일본 석유화학업체 매출 대비 R&D 비중 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. LG화학 기초소재 가중평균 스프레드 추이



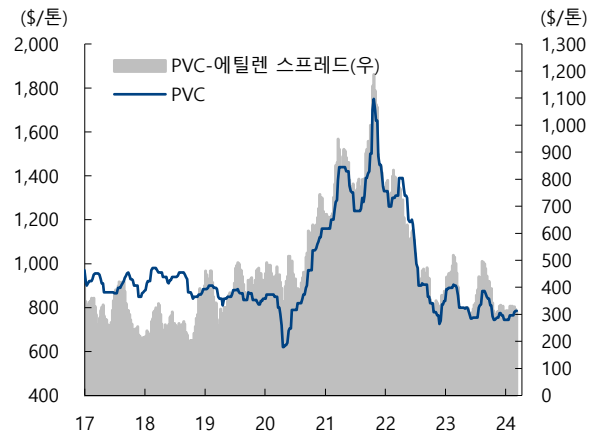
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림8. ABS 가격 및 스프레드 추이



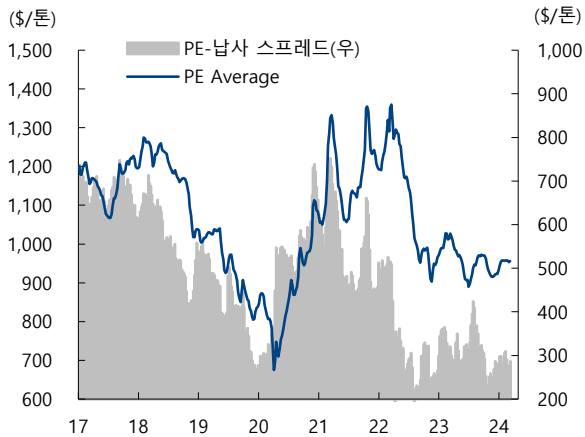
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림9. PVC 가격 및 스프레드 추이



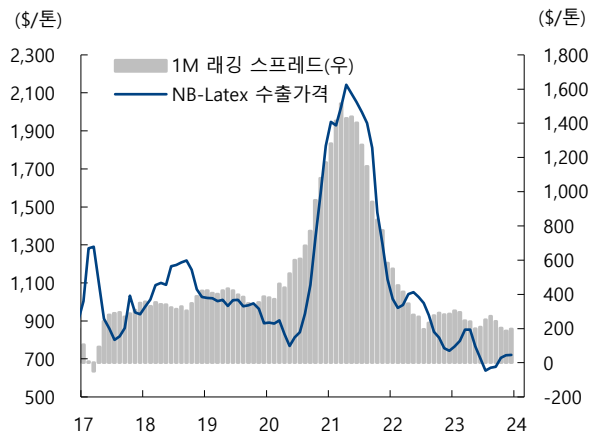
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림10. PE 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림11. NB-Latex 가격 및 스프레드 추이



자료: kita, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	29,674	28,656	26,299	28,718
현금 및 현금성자산	8,498	8,595	4,748	670
단기금융자산	154	169	186	204
매출채권	8,302	8,602	9,252	11,654
재고자산	11,881	10,438	11,251	15,272
비유동자산	38,299	48,623	57,876	66,016
유형자산	29,663	39,904	49,015	56,963
무형자산	2,690	2,353	2,075	1,846
자산총계	67,974	77,279	84,175	94,734
유동부채	16,460	19,496	23,092	27,596
매입채무	4,756	5,104	5,999	8,143
단기차입금	1,402	2,852	4,052	5,552
유동성장기부채	2,402	2,402	2,402	2,402
비유동부채	14,033	18,533	20,743	24,253
사채	6,580	8,580	9,780	11,780
장기차입금	5,286	7,786	8,786	10,286
부채총계	30,493	38,030	43,835	51,849
지배주주지분	31,451	32,875	33,742	35,796
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	11,570	11,570	11,570	11,570
이익잉여금	19,142	20,628	21,555	23,671
기타자본항목	347	286	225	165
비지배주주지분	6,031	6,374	6,598	7,088
자본총계	37,481	39,249	40,340	42,884

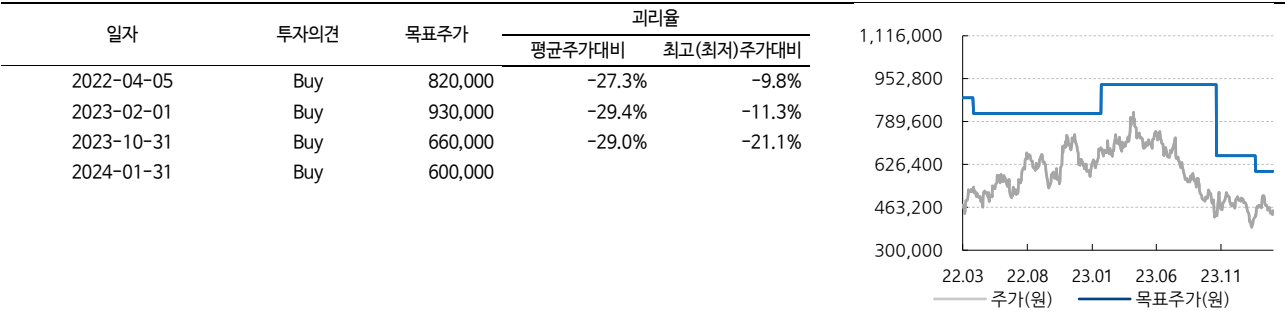
현금흐름표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	570	13,524	11,713	9,362
당기순이익	2,196	2,153	1,405	3,071
유형자산감가상각비	3,105	3,558	4,739	5,452
무형자산상각비	291	338	278	229
지분법관련손실(이익)	-46	-46	-46	-46
투자활동 현금흐름	-9,229	-13,181	-14,133	-13,685
유형자산의 처분(취득)	-8,324	-12,900	-13,850	-13,400
무형자산의 처분(취득)	-143	-	-	-
금융상품의 증감	-943	-466	-466	-466
재무활동 현금흐름	13,332	5,371	3,280	4,950
단기금융부채의증감	-	1,450	1,200	1,500
장기금융부채의증감	500	4,500	2,200	3,500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	4,737	97	-3,846	-4,078
기초현금및현금성자산	3,761	8,498	8,595	4,748
기말현금및현금성자산	8,498	8,595	4,748	670

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	51,865	55,658	59,989	81,430
증가율(%)	21.8	7.3	7.8	35.7
매출원가	41,878	45,978	49,470	65,562
매출총이익	9,986	9,679	10,519	15,868
판매비와관리비	6,991	7,377	8,049	10,948
연구개발비	385	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,996	2,302	2,469	4,920
증가율(%)	-40.4	-23.1	7.3	99.2
영업이익률(%)	5.8	4.1	4.1	6.0
이자수익	265	307	173	31
이자비용	303	657	760	910
지분법이익(손실)	-46	-46	-46	-46
기타영업외손익	143	1,068	168	168
세전계속사업이익	2,813	2,790	1,820	3,978
법인세비용	641	636	415	907
세전계속이익률(%)	5.4	5.0	3.0	4.9
당기순이익	2,196	2,153	1,405	3,071
순이익률(%)	4.2	3.9	2.3	3.8
지배주주귀속 순이익	1,845	1,810	1,181	2,581
기타포괄이익	-61	-61	-61	-61
총포괄이익	2,135	2,092	1,344	3,010
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	23,574	23,121	15,087	32,974
BPS	401,764	419,964	431,031	457,281
CFPS	66,957	72,890	79,175	105,538
DPS	10,000	3,500	2,500	5,500
Valuation(배)				
PER	25.5	19.5	29.8	13.6
PBR	1.5	1.1	1.0	1.0
PCR	9.0	6.2	5.7	4.3
EV/EBITDA	8.1	7.2	6.9	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.9	5.6	3.5	7.4
EBITDA이익률	12.3	11.1	12.5	13.0
부채비율	81.4	96.9	108.7	120.9
순부채비율	18.7	32.8	49.8	68.0
매출채권회전율(x)	6.6	6.6	6.7	7.8
재고자산회전율(x)	5.1	5.0	5.5	6.1

자료 : LG화학, 하이투자증권 리서치본부

LG화학 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
· 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
· 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준)

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-