



LG화학 (051910)

4Q23 Review: 당분간 이어질 실적 부진(2)

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 570,000원

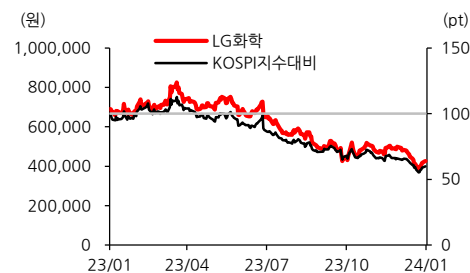
현재 주가(1/31)	434,500원
상승여력	▲31.2%
시가총액	306,724억원
발행주식수	70,592천주
52 주 최고가 / 최저가	825,000 / 387,000원
90 일 일평균 거래대금	1,225.08억원
외국인 지분율	42.0%
주주 구성	
LG (외 3 인)	33.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
김종현 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.9	-1.3	-32.9	-37.0
상대수익률(KOSPI)	-7.0	-10.9	-27.8	-40.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	51,865	55,250	57,283	70,648
영업이익	2,996	2,102	2,807	7,184
EBITDA	6,392	6,259	7,141	12,456
지배주주순이익	1,845	1,338	1,326	3,867
EPS	25,047	18,565	18,351	54,013
순차입금	7,363	16,096	23,730	27,584
PER	24.0	37.4	23.7	8.0
PBR	1.5	1.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	10.9	7.9	4.8
배당수익률	1.7	0.5	0.9	1.6
ROE	6.9	4.2	4.1	11.1

주가 추이



4Q23 영업이익 2,474억원(컨센 대비 -5.6%)

4Q LG화학 영업이익은 2,474억원으로 낮아진 컨센서스(2,622억원)를 소폭 하회했다. 수요 부진과 납사 가격 하락에 따른 부정적 레깅효과로 석유화학은 적자전환(-1,170억원)했다. 첨단소재는 판매량/판가 모두 QoQ -30%/-10% 하락하며 전분기 대비 - 59% 하락한 530억원을 기록했다. 이는 글로벌 OEM의 연말 재고 조정 및 메탈가 하락 영향이다. 당사는 4Q23 양극재 영업이익을 -204억원(OPM -2.8%)으로 추정한다. 다만, 동사는 연중으로 지속된 메탈 가격 하락을 감안, 낮은 재고 수준을 유지한 덕분에 대규모 재고 관련 손실은 인식하지 않았다.

1Q24도 실적 개선은 어려울 것

1Q24 영업이익은 71억원(QoQ -98%, YoY -99%)을 전망한다. 4Q 대비 감익의 주 원인은 LGES의 부진(63억원, QoQ -98%) 때문이나, 석유화학(-825억원, 적자지속), 첨단소재(513억원, QoQ -3%) 역시 유의미한 개선은 힘들 것으로 예상한다. 여전히 수요가 부진한 가운데 운임 상승 및 아시아 납사 가격 상승으로 대부분 화학제품 마진이 QoQ 추가 악화될 전망이다, 부정적인 레깅효과는 해소될 것으로 가정했다. 양극재 판매량은 4Q23의 낮은 기저와 1Q24 LGES 얼티엄셀즈 2공장(50GWh) 가동에 QoQ +30~+40% 증가가 예상되나 판가가 QoQ -20% 하락해 영업적자(-135억원, OPM -1.6%) 지속될 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 57만원으로 하향

LG화학에 대한 목표주가를 57만원으로 하향한다. 석유화학 업황 회복 지연과 LGES의 부진으로 현금 창출능력은 저하된 반면, 2026년까지 연간 4조원에 이르는 Capex 계획에 변화는 없어 외부 자금조달이 불가피할 것으로 판단한다. 현재 석유화학 및 2차전지 소재는 지정학적 이슈에 대한 우려와 수요 회복 기대감이 혼재해 있다. 다만, 전자는 이미 비용 증가 및 수급 밸런스 악화로 나타나고 있는 반면에, 후자는 시간이 조금 더 필요하다는 의견이다. 석유화학 내 고부가제품 포트폴리오, 3대 신성장동력의 매출 성장을 감안하면 Upside는 충분하나, 추세적인 반등을 위해선 자금 조달 관련 불확실성이 해소되고 업황 회복 확인이 필요하다.

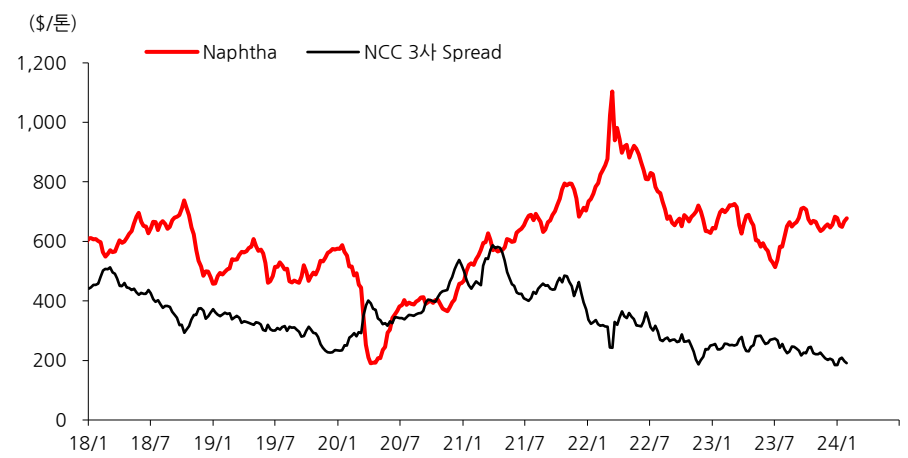
[표1] LG 화학 2023 년 4분기 실적

(단위: 십억 원)

	4Q22	3Q23	4Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	13,656.2	13,494.8	13,134.8	13,102.8	12,727.2	-3.8%	-2.7%	0.2%	3.2%
영업이익	209.4	860.4	247.4	173.6	262.2	18.2%	-71.2%	42.5%	-5.6%
순이익	-5.9	585.0	128.5	48.2	128.5	후자전환	-78.0%	166.6%	0.0%
영업이익률	1.5%	6.4%	1.9%	1.3%	2.1%	0.4%pt	-4.5%pt	0.6%pt	-0.2%pt
순이익률	0.0%	4.3%	1.0%	0.4%	1.0%	1.0%pt	-3.4%pt	0.6%pt	0.0%pt

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 납사 가격 및 NCC 마진 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

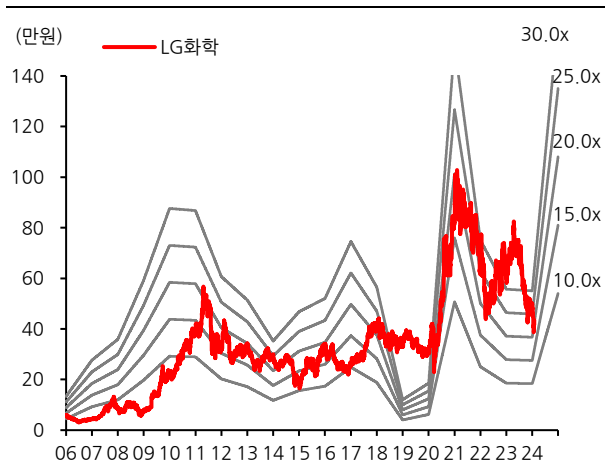
[표2] LG 화학 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

구분	12M Fwd EBITDA	Multiple (배)	평가액	비고
영업가치 (A)			51,264.8	
1) 기초소재	1,492.8	5.3	7,837.2	국내 NCC 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 5.3
2) LG 에너지솔루션			21,889.1	LG에너지솔루션 지분가치: 지분율(81.84%), 할인율 70% 적용
3) 첨단소재	796.7	24.6	19,566.6	양극재: 포스코퓨처엠/에코프로비엠/엘앤에프 평균 EV/EBITDA(34.7) IT/EP 소재: OLED 소재, EP 업체 평균 EV/EBITDA(5.7) 가중평균: 양극재 비중(65%), IT/EP 소재(35%) = 24.6
4) 생명과학	90.2	15.7	1,415.9	국내 신약개발업체 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 15.7
5) 팜한농			556.1	인수 금액(4,245억원) x 성장률(131%)(2017~2022)
투자자산가치 (B)			2,158.6	2024년 말 예상치 기준
순차입금 (C)			11,347.5	2023년 말 예상치 기준(LGES 순차입금 제외)
총 기업가치 (D) = (A)+(B)-(C)			42,075.9	
우선주 시가총액 (E)			2,091.4	24.1.31 기준
보통주 기업가치 (D) - (E)			39,984.5	
주식수(천주)			70,592.3	유통주식수
목표주가(원)			570,000	
현재주가(원)			434,500	24.1.31 기준
상승여력			31%	

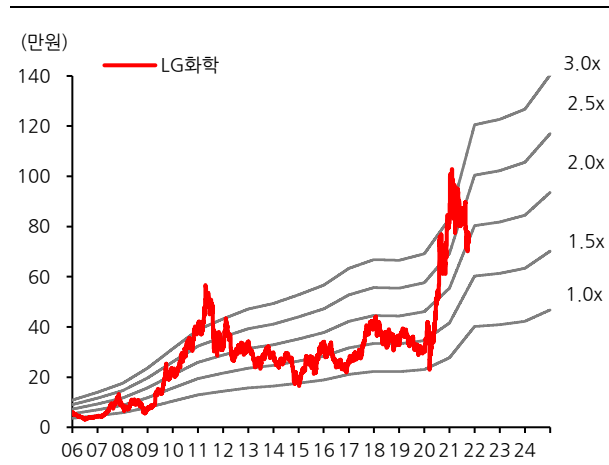
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] LG 화학 12M fwd. PER 밴드차트



자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] LG 화학 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[표3] LG 화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	14,284.0	14,336.0	13,495.0	13,134.8	12,134.9	14,161.4	15,057.7	15,929.0	55,249.8	57,283.0	70,647.5
QoQ(%)	3.1%	0.4%	-5.9%	-2.7%	-7.6%	16.7%	6.3%	5.8%			
YoY(%)	23.2%	17.1%	0.0%	-5.2%	-15.0%	-1.2%	11.6%	21.3%	8.0%	3.7%	23.3%
석유화학	4,579.0	4,559.0	4,411.0	4,260.0	4,412.8	4,617.7	4,713.4	4,791.2	17,809.0	18,535.1	19,587.7
LGES	8,747.0	8,774.0	8,224.0	8,001.4	6,424.5	7,872.8	8,920.5	9,882.4	36,837.7	48,708.0	44,926.1
첨단소재	2,561.0	2,220.0	1,714.0	1,319.0	1,479.9	1,740.2	1,806.5	1,622.2	7,814.0	6,648.8	7,392.0
생명과학	278.0	317.0	291.0	297.0	301.9	472.9	315.6	321.9	1,183.0	1,412.2	1,386.3
팜한농	265.0	247.0	120.0	150.0	273.0	254.4	123.6	154.5	782.0	805.5	829.6
영업이익	804.0	618.0	860.0	247.2	7.1	579.5	1,013.4	1,206.9	2,529.2	2,806.9	7,183.9
영업이익률(%)	5.6%	4.3%	6.4%	1.9%	0.1%	4.1%	6.7%	7.6%	4.6%	4.9%	10.2%
QoQ(%)	320.3%	-23.1%	39.2%	-71.3%	-97.1%	8062.3%	74.9%	19.1%			
YoY(%)	-21.5%	-29.6%	-0.8%	29.2%	-99.1%	-6.2%	17.8%	388.2%	-15.6%	11.0%	155.9%
석유화학	-51.0	-13.0	37.0	-117.0	-82.5	17.9	58.6	45.6	-144.0	39.7	397.0
영업이익률(%)	-1.1%	-0.3%	0.8%	-2.7%	-1.9%	0.4%	1.2%	1.0%	-0.8%	0.2%	2.0%
LGES	633.0	461.0	731.0	338.2	6.3	406.2	850.0	1,076.3	2,919.3	5,416.3	6,256.9
영업이익률(%)	7.2%	5.3%	8.9%	4.2%	0.1%	5.2%	9.5%	10.9%	37.4%	81.5%	84.6%
첨단소재	203.0	185.0	129.0	53.0	51.3	124.5	154.9	130.8	570.0	461.6	644.1
영업이익률(%)	7.9%	8.3%	7.5%	4.0%	3.5%	7.2%	8.6%	8.1%	7.3%	6.9%	8.7%
생명과학	16.0	-9.0	15.0	6.0	7.7	36.1	5.4	-3.7	28.0	45.5	20.9
영업이익률(%)	5.8%	-2.8%	5.2%	2.0%	2.6%	7.6%	1.7%	-1.2%	2.4%	3.2%	1.5%
팜한농	34.0	27.0	-15.0	-1.0	36.1	28.3	-15.2	0.5	45.0	49.7	52.3
영업이익률(%)	12.8%	10.9%	-12.5%	-0.7%	13.2%	11.1%	-12.3%	0.3%	5.8%	6.2%	6.3%
당기순이익	669.1	670.8	585.0	128.5	-82.0	363.4	700.0	847.5	2,053.4	1,828.9	5,186.5
지배순이익	474.2	524.9	420.2	-81.4	-98.4	270.9	521.9	631.9	1,337.8	1,326.3	3,866.9
순이익률(%)	3.3%	3.7%	3.1%	-0.6%	-0.8%	1.9%	3.5%	4.0%	2.4%	2.3%	5.5%

자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,599	51,865	55,250	57,283	70,648
매출총이익	11,215	9,986	8,860	9,688	15,670
영업이익	5,026	2,996	2,102	2,807	7,184
EBITDA	7,867	6,392	6,259	7,141	12,456
순이자손익	-128	-36	-329	-481	-588
외화관련손익	698	2,031	1,318	0	0
지분법손익	2	-46	-26	0	0
세전계속사업손익	4,892	2,813	2,498	2,326	6,596
당기순이익	3,954	2,196	2,053	1,829	5,187
지배주주순이익	3,670	1,845	1,338	1,326	3,867
증가율(%)					
매출액	55.7	21.8	6.5	3.7	23.3
영업이익	509.0	-40.4	-29.8	33.5	155.9
EBITDA	193.3	-18.8	-2.1	14.1	74.4
순이익	951.3	-44.5	-6.5	-10.9	183.6
이익률(%)					
매출총이익률	26.3	19.3	16.0	16.9	22.2
영업이익률	11.8	5.8	3.8	4.9	10.2
EBITDA 이익률	18.5	12.3	11.3	12.5	17.6
세전이익률	11.5	5.4	4.5	4.1	9.3
순이익률	9.3	4.2	3.7	3.2	7.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	5,510	570	4,301	5,282	8,550
당기순이익	3,954	2,196	2,053	1,829	5,187
자산상각비	2,841	3,396	4,157	4,334	5,273
운전자본증감	-3,007	-5,316	-1,252	-463	-677
매출채권 감소(증가)	-654	-1,447	-385	-681	-470
재고자산 감소(증가)	-2,816	-3,818	252	-103	-882
매입채무 증가(감소)	289	1,147	218	325	679
투자현금흐름	-5,349	-9,229	-12,791	-12,652	-12,102
유형자산처분(취득)	-5,688	-8,324	-12,047	-12,309	-11,757
무형자산 감소(증가)	-129	-143	-146	-140	-134
투자자산 감소(증가)	0	0	-3	-10	-11
재무현금흐름	124	13,332	5,874	2,726	2,887
차입금의 증가(감소)	555	500	4,798	3,000	3,200
자본의 증가(감소)	-861	-834	-783	-274	-313
배당금의 지급	-870	-1,091	-783	-274	-313
총현금흐름	8,651	7,020	6,562	5,745	9,227
(-)운전자본증가(감소)	3,564	3,465	2,196	463	677
(-)설비투자	5,774	8,406	12,114	12,309	11,757
(+)자산매각	-43	-61	-79	-140	-134
Free Cash Flow	-730	-4,913	-7,827	-7,168	-3,341
(-)기타투자	-1,025	2,613	-349	192	200
잉여현금	295	-7,526	-7,479	-7,359	-3,541
NOPLAT	3,757	2,312	1,714	2,207	5,648
(+) Dep	2,841	3,396	4,157	4,334	5,273
(-)운전자본투자	3,564	3,465	2,196	463	677
(-)Capex	5,774	8,406	12,114	12,309	11,757
OpFCF	-2,740	-6,163	-8,439	-6,231	-1,514

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	20,414	29,674	28,902	25,102	25,852
현금성자산	3,909	8,642	6,369	1,735	1,081
매출채권	7,306	8,048	9,246	9,927	10,397
재고자산	8,283	11,881	12,071	12,174	13,056
비유동자산	30,721	38,299	48,527	56,835	63,653
투자자산	3,899	5,947	6,883	7,074	7,274
유형자산	24,378	29,663	38,058	46,415	53,256
무형자산	2,444	2,690	3,586	3,345	3,123
자산총계	51,135	67,974	77,430	81,937	89,505
유동부채	15,062	16,460	16,568	16,939	17,666
매입채무	8,577	10,614	10,825	11,151	11,829
유동성이자부채	3,477	3,812	4,615	4,615	4,615
비유동부채	12,863	14,033	20,105	23,190	26,477
비유동이자부채	11,289	12,193	17,850	20,850	24,050
부채총계	27,925	30,493	36,674	40,129	44,143
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,696	11,570	11,572	11,572	11,572
이익잉여금	18,092	19,142	19,701	20,753	24,307
자본조정	514	347	347	347	347
자기주식	-18	0	0	0	0
자본총계	23,210	37,481	40,756	41,808	45,361

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	50,674	25,047	18,565	18,351	54,013
BPS	277,127	401,764	408,937	422,375	467,772
DPS	12,000	10,000	3,500	4,000	7,000
CFPS	110,511	89,671	83,825	73,384	117,872
ROA(%)	7.9	3.1	1.8	1.7	4.5
ROE(%)	18.5	6.9	4.2	4.1	11.1
ROIC(%)	13.0	6.1	3.5	3.7	8.4
Multiples(x, %)					
PER	12.1	24.0	37.4	23.7	8.0
PBR	2.2	1.5	1.7	1.0	0.9
PSR	1.1	0.9	1.0	0.6	0.5
PCR	5.6	6.7	8.3	5.9	3.7
EV/EBITDA	7.2	8.1	10.9	7.9	4.8
배당수익률	2.0	1.7	0.5	0.9	1.6
안정성(%)					
부채비율	120.3	81.4	90.0	96.0	97.3
Net debt/Equity	46.8	19.6	39.5	56.8	60.8
Net debt/EBITDA	138.0	115.2	257.2	332.3	221.4
유동비율	135.5	180.3	174.4	148.2	146.3
이자보상배율(배)	23.8	9.9	3.2	3.3	7.4
자산구조(%)					
투하자본	80.9	74.6	80.5	87.8	89.4
현금+투자자산	19.1	25.4	19.5	12.2	10.6
자본구조(%)					
차입금	38.9	29.9	35.5	37.9	38.7
자기자본	61.1	70.1	64.5	62.1	61.3

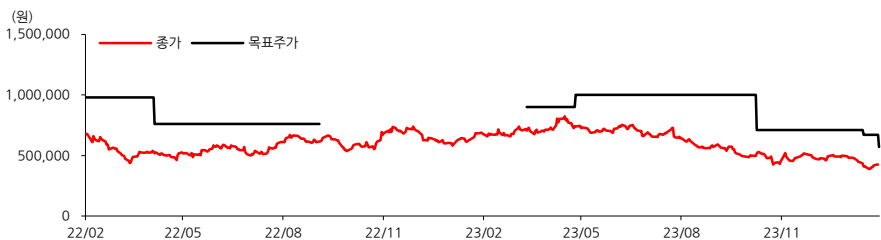
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 02월 01일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[LG화학 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.02.09	2022.02.18	2022.04.07	2022.04.21	2022.04.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		980,000	980,000	760,000	760,000	760,000
일 시	2022.05.12	2022.07.28	2022.08.16	2023.03.14	2023.03.14	2023.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	760,000	760,000	760,000	윤용식	900,000	1,000,000
일 시	2023.06.30	2023.07.12	2023.10.11	2023.10.13	2023.10.31	2023.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,000,000	1,000,000	710,000	710,000	710,000	710,000
일 시	2024.01.17	2024.02.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	670,000	570,000				

[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	-35.35	-24.80
2023.10.11	Buy	710,000	-32.09	-25.49
2024.01.16	Buy	670,000	-38.83	-35.52
2024.02.01	Buy	570,000		

[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 투자 의견 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%