

## LG화학 (051910)

| Company Issue Brief | 이차전지 | 2025. 4. 23

## EB 점검

| Analyst 정경희 | khchung@ls-sec.co.kr

## 회사의 EB 내역

이차전지산업에서 최근 몇 년간 주식연계채권 발행 있었음. 이에, 동사 관련 내용 점검. 동사는 '24년 7월 각 USD1.0bn 교환사채(기초자산 LG에너지솔루션 주식, EB) 발행, '24년말 기준 총 2.94조원 규모

## 교환사채 1 조기상환 가정시 7월까지 상환부담 존재

조기 상환권(Call Option 및 Put Option)이 있어 조기 상환 가능성 있으며 2건의 EB중 교환사채 1의 조기상환일이 '25년 7월 18일. 조기상환 가정시 기초자산인 LG에너지솔루션 교환 가격이 687,500원(교환사채 1)로 현 주가(22일 종가 기준 332,000원) 고려할 때 주식 교환보다 현금 상환 부담 높아

## 조기 상환 청구가 들어올 경우 이를 위한 EB 발행 가능성

교환사채 1에 대한 조기 상환 청구시 '25년 추정 EBITDA 약 6.1조원 및 CAPEX 약 5.0조원(보수적 가정) 감안할 때 동사의 추가 EB 발행 가능성 예상. 만일 동일한 기초자산을 활용한다면 교환사채 1,2보다 낮은 현재 주가수준에 따라 교환주식수 증가 예상. 할인율없이 종가기준으로 단순 계산시 기존 EB 1 발행대비 약 235%에 해당하는 4.4백만주 이상으로 교환조건 및 액면 이자율 조정 가능성 있음

Hold (유지)

목표주가 (유지)	195,000 원
현재주가	215,500 원
상승여력	-9.5 %
시가총액	152,126 억원
KOSPI (04/22)	2,486.6 pt

## Stock Data

90일일평균거래대금	750.49 억원
외국인 지분율	30.9%
절대수익률 (YTD)	-13.8%
상대수익률(YTD)	-17.4%
배당수익률(25E)	1.6 %

## 재무데이터

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	55,250	48,916	48,537	50,794
영업이익	2,529	917	1,217	997
순이익	2,053	637	817	617
ROE (%)	4.2	1.3	1.6	1.2
PER (x)	29.2	47.1	31.7	41.9
PBR (x)	1.2	0.6	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: LG화학, LS증권 리처시센터

## Stock Price



## 교환사채 내역

이차전지 회사들 중 지난 몇 년간 현재 대비 높은 수준에 거래되었던 주가를 기반으로 주식연계채권 발행들이 있었다. 이에 동사와 관련한 내용을 점검하였다. 동사는 '23년 7월 18일 LG에너지솔루션 주식을 기초자산으로 각각 USD1.0bn 규모의 교환사채 1,2를 발행했다. 액면이자율은 1.25%, 1.6%, 교환가격은 687,500원, 715,000원으로 당시 기대되었던 높은 이차전지 성장성과 더불어 LG에너지솔루션 주가가 반영되었다.

동사가 발행한 교환사채 1의 경우 투자자(채권자)의 조기상환일이 '25년 7월 18일로 아래 Dart상 조기상환 조건에 해당한다고 확인할 수는 없지만 당시 투자설명서에 정한 기준이 추가로 있을 경우 조기상환 가능성이 있는 것으로 보인다.

표1 교환사채 내역

	교환사채 1	교환사채 2
발행시 권면총액	USD 1,000,000,000	USD 1,000,000,000
발행가액	USD 1,000,000,000	USD 1,000,000,000
액면이자율	0.0125	0.016
발행일	2023-07-18	2023-07-18
만기일	2028-07-18	2030-07-18
원금상환방법	- 만기상환: 만기까지 조기상환 되거나 교환권을 행사하지 않은 잔존 사채 원리금에 대해 만기 일시상환 - 조기상환: 회사의 조기상환권(Call Option) 및 사채권자의 조기상환권(Put Option)이 있음	- 만기상환: 만기까지 조기상환 되거나 교환권을 행사하지 않은 잔존 사채 원리금에 대해 만기 일시상환 - 조기상환: 회사의 조기상환권(Call Option) 및 사채권자의 조기상환권(Put Option)이 있음
교환대상	(주)LG 에너지솔루션 기명식 보통 주 1,883,636 주 - 단, 투자자의 교환권 행사에도 불구하고 회사는 대상주식의 교부 대신 그 대가에 상응하는 현금을 지급하여 결제할 수 있는 선택권을 가짐	(주)LG 에너지솔루션 기명식 보통 주 1,811,188 주 - 단, 투자자의 교환권 행사에도 불구하고 회사는 대상주식의 교부 대신 그 대가에 상응하는 현금을 지급하여 결제할 수 있는 선택권을 가짐
교환가격 (원/주)	687,500 (23.07.11 증가 X premium 125%) - 단, 대상회사가 주식배당을 하는 경우 등 기타 투자설명서에 정한 기준에 따라 교환가격은 조정 될 수 있음	715,000 (23.07.11 증가 X premium 130%) - 단, 대상회사가 주식배당을 하는 경우 등 기타 투자설명서에 정한 기준에 따라 교환가격은 조정 될 수 있음
교환청구기간	2023년 08월 28일부터 2028년 07월 11일까지	2023년 08월 28일부터 2030년 07월 11일까지
발행자의 조기상환권	납입일로부터 3년 14일 이후, 30 연속 거래일 중 주가(증가 기준)가 미달러화 환산 기준 교환가격의 130% 이상인 날이 20 거래 일 이상일 경우 - 미상환채권규 모가 최초발행채권규모의 10% 이하인 경우 (Clean Up Call) 관련 법령의 개정 등으로 인한 추가 조세부담 사유가 발생하는 경우	납입일로부터 5년 14일 이후, 30 연속 거래일 중 주가(증가 기준)가 미달러화 환산 기준 교환가격의 130% 이상인 날이 20 거래 일 이상일 경우 - 미상환채권규모가 최초발행채권규모의 10% 이하인 경우 (Clean Up Call) 관련 법령의 개정 등으로 인한 추가 조세부담 사유가 발생하는 경우
투자자의 조기상환권	2025.07.18(Optional Put Date)에 행사 가능 - 교환대상주식이 상장폐지되거나 30 연속 거래일동안 거래가 정지될 경우 회사 또는 교환대상 주식 발행사의 지배권 변동이 있는 경우 (Change of Control) - 회사가 교환대상주식 발행사 발행 주식의 85% 초과하여 보유하는 경우 (Free Float)	2027.07.18 (Optional Put Date)에 행사 가능 - 교환대상주식이 상장폐지되거나 30 연속 거래일동안 거래가 정지될 경우 회사 또는 교환대상 주식 발행사의 지배권 변동이 있는 경우 (Change of Control) - 회사가 교환대상주식 발행사 발행 주식의 85% 초과하여 보유하는 경우 (Free Float)

자료: Dart, LS증권 리서치센터

표2 교환사채금액에 대한 내역

(단위: 백만원)

(백만원, 24년 12월말)	교환사채 1	교환사채 2
발행일	2023-07-18	2023-07-18
발행가액_발행일	1,266,100	1,266,100
교환사채의 장부금액_발행일	991,756	914,412
파생상품부채_발행일	263,532	340,876
발행가액_당기말	1,470,000	1,470,000
교환사채의 장부금액_당기말	1,273,431	1,187,914
파생상품부채_당기말	156,776	194,334

자료: Dart, LS증권 리서치센터

### 상환 가정시 영향

만일 조기 상환할 경우 '24년 연말 기준 발행가액은 약 1.47조원에 달한다. 그러나 LG에너지솔루션의 주가는 금일 종가 기준 332,000원으로 투자자는 주식 상환이 아니라 현금 상환을 택할 것으로 보인다.

우리는 '25년 EBITDA 약 6.1조원, CAPEX 약 5.0조원 추정하나 CAPEX는 연결기준 약 12.5조원에 달하는 계획대비 낮은 수준을 보수적으로 산정한 것이다. 이에 따라 만일 회사가 계획된 투자를 모두 집행한다고 가정하면 교환사채 1의 조기 상환 청구에 따른 현금 상환 여력이 높지 않다. 따라서 우리는 동사가 주 보유자산인 LG에너지솔루션 주식을 기초 자산으로 하여 다시 EB를 발행할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 현금을 지출하지 않고 비교적 낮은 금리에 차환할 수 있는 옵션이기 때문이다. 다만 이 경우 기존 교환사채 1을 발행할 당시 대비 낮아진 LG에너지솔루션 주가(종가 기준 332,000원)에 따라 회사가 향후 교환해야 할 주식수는 교환사채 1 발행 당시 대비 약 235% 수준에 달할 것으로 단순 계산된다.

참고로 우리는 연결기준 수익성으로 기업가치를 평가하고 있으며, 이에 따라 double counting 이슈가 있는 지분가치 합산 방식은 따르지 않는다.

## LG 화학 (051910)

### 재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	29,674	28,859	23,120	22,068	23,883
현금 및 현금성자산	8,498	9,085	4,667	2,588	1,944
매출채권 및 기타채권	8,048	8,708	7,710	7,650	8,006
재고자산	11,881	9,375	8,301	8,236	8,619
기타유동자산	1,247	1,691	2,443	3,594	5,315
비유동자산	38,299	48,607	54,335	56,304	55,057
관계기업투자등	950	1,006	1,065	1,125	1,184
유형자산	29,663	38,950	45,170	47,514	46,553
무형자산	7,687	8,651	8,100	7,665	7,320
<b>자산총계</b>	<b>67,974</b>	<b>77,467</b>	<b>77,455</b>	<b>78,372</b>	<b>78,941</b>
유동부채	16,460	18,391	17,752	17,561	17,572
매입채무 및 기타채무	10,614	9,803	9,164	8,973	8,984
단기금융부채	3,804	7,078	7,078	7,078	7,078
기타유동부채	2,041	1,510	1,510	1,510	1,510
비유동부채	14,033	18,138	18,138	18,438	18,388
장기금융부채	11,866	14,459	14,459	14,759	14,709
기타비유동부채	2,168	3,679	3,679	3,679	3,679
<b>부채총계</b>	<b>30,493</b>	<b>36,529</b>	<b>35,889</b>	<b>35,999</b>	<b>35,959</b>
지배주주지분	31,451	32,193	32,598	33,121	33,514
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	11,570	11,572	11,572	11,572	11,572
이익잉여금	19,490	20,229	20,635	21,158	21,551
비지배주주지분(연결)	6,031	8,746	8,968	9,252	9,468
<b>자본총계</b>	<b>37,481</b>	<b>40,938</b>	<b>41,566</b>	<b>42,374</b>	<b>42,982</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	570	7,536	9,633	8,281	6,739
당기순이익(손실)	2,196	2,053	637	817	617
비현금수익비용가감	5,459	6,371	7,837	8,232	8,069
유형자산감가상각비	3,105	3,559	3,953	4,415	4,386
무형자산상각비	291	399	551	436	344
기타현금수익비용	2,063	2,413	3,333	3,381	3,338
영업활동 자산부채변동	-5,316	1,422	647	-1,231	-2,454
매출채권 감소(증가)	-1,447	-300	998	60	-356
재고자산 감소(증가)	-3,818	2,965	1,075	64	-383
매입채무 증가(감소)	1,147	-982	-639	-191	11
기타자산, 부채변동	-1,707	-1,348	-133	-171	-129
투자활동 현금흐름	-2,946	-4,105	-4,920	-4,899	-731
유형자산처분(취득)	-2,809	-4,048	-6,271	-4,975	-1,736
무형자산 감소(증가)	20	12	8	0	0
투자자산 감소(증가)	-9,271	-12,791	-10,265	-6,853	-3,518
기타투자활동	42	-378	-280	-301	-309
재무활동 현금흐름	13,332	6,158	1,938	2,238	1,888
차입금의 증가(감소)	500	5,050	0	300	-50
자본의 증가(감소)	257	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,091	-1,104	-274	-274	-274
기타재무활동	13,666	2,212	2,212	2,212	2,212
<b>현금의 증가</b>	<b>4,737</b>	<b>587</b>	<b>-4,418</b>	<b>-2,079</b>	<b>-644</b>
기초현금	3,761	8,498	9,085	4,667	2,588
기말현금	8,498	9,085	4,667	2,588	1,944

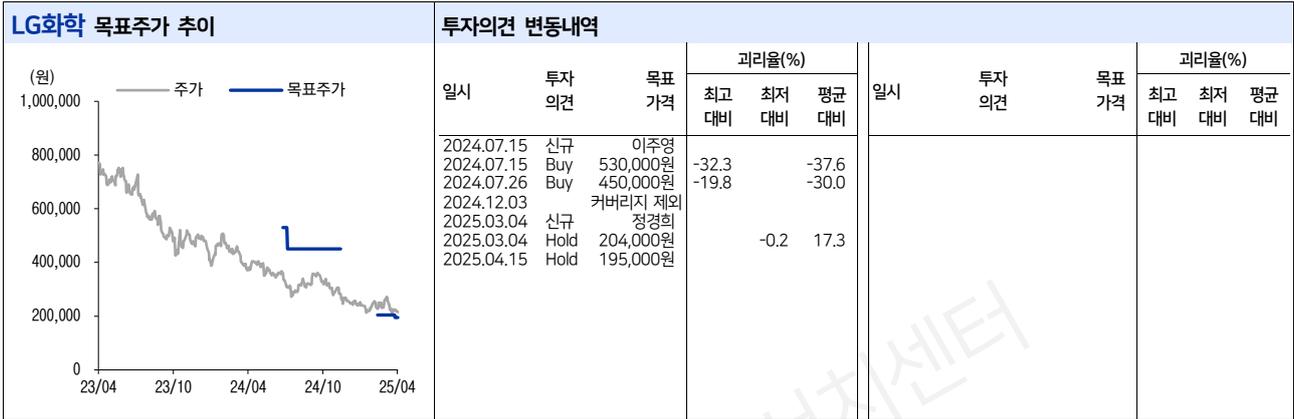
자료: LG화학, LS증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	50,983	55,250	48,916	48,537	50,794
매출원가	41,122	46,464	41,619	41,028	43,327
<b>매출총이익</b>	<b>9,861</b>	<b>8,786</b>	<b>7,297</b>	<b>7,509</b>	<b>7,467</b>
판매비 및 관리비	6,882	6,934	6,380	6,291	6,470
<b>영업이익</b>	<b>2,979</b>	<b>2,529</b>	<b>917</b>	<b>1,217</b>	<b>997</b>
(EBITDA)	6,375	6,487	5,421	6,069	5,728
금융손익	-289	122	-153	-236	-257
이자비용	298	647	768	778	776
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	192	-738	-468	-313	-270
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2,778</b>	<b>2,498</b>	<b>771</b>	<b>988</b>	<b>747</b>
계속사업법인세비용	637	433	133	171	129
계속사업이익	2,141	2,066	637	817	617
중단사업이익	54	-12	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2,196</b>	<b>2,053</b>	<b>637</b>	<b>817</b>	<b>617</b>
지배주주	1,845	1,338	415	532	402
<b>총포괄이익</b>	<b>2,135</b>	<b>2,318</b>	<b>902</b>	<b>1,082</b>	<b>882</b>
매출총이익률 (%)	19.3	15.9	14.9	15.5	14.7
영업이익률 (%)	5.8	4.6	1.9	2.5	2.0
EBITDA 마진률 (%)	12.5	11.7	11.1	12.5	11.3
당기순이익률 (%)	4.3	3.7	1.3	1.7	1.2
ROA (%)	3.7	2.8	0.8	1.0	0.8
ROE (%)	6.9	4.2	1.3	1.6	1.2
ROIC (%)	5.8	3.9	1.4	1.7	1.4

### 주요 투자지표

	2022	2023	2024	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	25.5	29.2	47.1	31.7	41.9
P/B	1.5	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	9.1	8.3	7.5	8.1
P/CF	6.1	4.6	2.3	1.9	1.9
배당수익률 (%)	1.7	0.7	0.4	1.6	1.6
성장성 (%)					
매출액	19.7	8.4	-11.5	-0.8	4.6
영업이익	-40.7	-15.1	-63.7	32.8	-18.1
세전이익	-43.2	-10.1	-69.2	28.2	-24.4
당기순이익	-44.5	-6.5	-69.0	28.2	-24.4
EPS	-44.5	-6.5	-69.0	28.2	-24.4
안정성 (%)					
부채비율	75.7	76.7	77.7	78.7	79.7
유동비율	180.3	156.9	130.2	125.7	135.9
순차입금/자기자본(x)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
영업이익/금융비용(x)	2.5	1.5	0.5	0.7	0.6
총차입금 (십억원)	15,965	21,932	21,932	22,232	22,182
순차입금 (십억원)	7,322	12,790	17,243	19,635	20,234
주당지표 (원)					
EPS	23,574	17,090	5,303	6,800	5,139
BPS	401,764	411,243	416,426	423,105	428,124
CFPS	97,777	107,615	108,250	115,601	110,960
DPS	10,000	3,500	1,000	3,500	3,500



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	91.7% 8.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2024. 4. 1 ~ 2025. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)