

# LG에너지솔루션 (373220)

## 평가 하락 및 1회성 비용으로 수익성 악화

### 4Q22 Review : 평가 하락 및 1회성 비용으로 부진

4분기 실적은 매출 8.5조원(YoY +92%, QoQ +11%), 영업이익 2,374억원(YoY +214%, QoQ -55%)으로 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 4,534억원). 원달러 환율 하락으로 수익성 악화된 가운데, 메탈 가격과 평가 간 레깅이 가장 짧은 소형 전지의 경우 3분기 일부 메탈 가격 하락에 따른 평가 하락으로 수익성 악화된 것으로 추정된다. 한편, 전사 실적 호조에 따른 인센티브 반영 및 2021년 당시 설정했던 ESS 리콜 충당금의 비용 증가로 전사 영업이익률은 2.8% 기록하며, 전분기 대비 -4.0%p 하락했다. ESS 사업 특성 상, 생산 후 교체까지 상당 시간이 소요되어 2021년 당시 진행했던 리콜이 2022년 4분기 실적에 영향을 끼친 것으로 추정된다. 한편, 인센티브 및 리콜 비용을 제외할 경우 전사 영업이익은 약 5,200억원으로 3분기와 비슷한 수준 기록한 것으로 추정된다. 물론, 이를 감안해도 영업이익률은 전분기 대비 약 -0.6%p 하락한 6.0% 수준이다.

### 1Q23 전망 : 전년 동기 대비 실적 성장세 지속 전망

1분기 실적은 매출 8.1조원(YoY +87%, QoQ -5%), 영업이익 3,550억원(YoY +37%, QoQ +50%)으로 전년 동기 대비 실적 성장세 지속될 전망이다. 다만, 1분기 전기차 판매대수가 전통적으로 4분기 대비 부진한 것, 최근 미국 및 유럽 등 주요 지역 전기차 보조금 정책 불확실성이 증대된 것 감안할 때, 매출은 4분기 대비 소폭 감소할 것으로 판단한다. 다만, 4분기 발생한 1회성 비용이 1분기에는 소멸되며, 영업이익률은 전분기 대비 +1.6%p 상승한 4.4%를 기록할 것으로 전망한다.

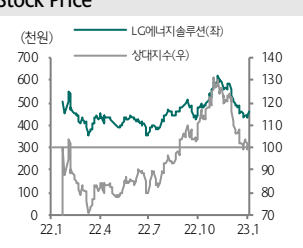
### 단기 부진 불가피

수요 성장의 기울기가 다소 완만해지기 시작한 가운데 당분간 2023년 및 중장기 전망치 하향 조정의 시기를 거쳐야한다. 테슬라의 2023년 인도 대수 성장률 목표치는 현재까지 YoY +50% 수준이나 +30%대로 하향 조정될 가능성이 높다. 글로벌 OEM 대상으로 실시된 바 있는 2030년 전기차 판매 비중 목표치 설문조사 결과는 2021년 70%에서 2022년말 40%로 낮아졌다. 물론, 전방 수요의 피크 아웃 가능성은 제로에 가깝다. 글로벌 전기차 침투율 13%(2022년 11월 누적 기준)에서 장기적인 시장 성장세는 확고하다. 다만 성장률 전망치의 조정 과정에서 LG에너지솔루션을 포함한 셀 메이커들의 실적 추정치 하향 불가피할 것으로 판단한다. 2024년 영업이익 및 EBITDA 전망치를 하향 조정해 목표주가를 62만원으로 9% 하향 조정한다. 1분기 말 LG에너지솔루션의 분기 실적 발표 및 테슬라의 인도 대수 가이던스 조정 이후 단기 바닥을 형성할 수 있을 것으로 판단한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 620,000원(하향) | CP(1월09일): 464,000원

Key Data		Consensus Data	
		2022	2023
KOSPI 지수 (pt)	2,350.19		
52주 최고/최저(원)	624,000/356,000	매출액(십억원)	25,189.1 35,568.8
시가총액(십억원)	108,576.0	영업이익(십억원)	1,427.3 2,457.6
시가총액비중(%)	5.84	순이익(십억원)	900.4 1,851.3
발행주식수(천주)	234,000.0	EPS(원)	3,622 7,251
60일 평균 거래량(천주)	364.5	BPS(원)	76,516 83,955
60일 평균 거래대금(십억원)	194.4		
22년 배당금(예상, 원)	0	<b>Stock Price</b>	
22년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	5.07		
주요주주 지분율(%)			
LG화학 외 1인	81.84		
국민연금공단	5.01		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(9.9) 19.6 0.0		
상대	(8.4) 19.6 0.0		

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	1,461.1	17,851.9	25,598.5	34,924.2	40,817.0
영업이익	십억원	(475.2)	768.5	1,213.7	1,813.3	2,755.8
세전이익	십억원	(604.9)	777.2	828.2	1,841.3	2,738.5
순이익	십억원	(455.5)	792.5	659.4	1,279.3	1,797.0
EPS	원	(2,278)	3,963	2,841	5,467	7,679
증감율	%	N/A	흑전	(28.31)	92.43	40.46
PER	배	0.00	0.00	153.29	84.87	60.42
PBR	배	0.00	0.00	5.23	5.23	4.81
EV/EBITDA	배	(13.26)	2.90	34.02	24.81	19.88
ROE	%	(6.62)	10.68	4.81	6.36	8.30
BPS	원	34,398	39,831	83,229	88,696	96,376
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재  
02-3771-7699  
kyungjae.wee@hanafn.com

표 1. LG에너지솔루션 실적 추이 및 추정

(단위: 십억원)

			1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
<b>매출액</b>			<b>4,254</b>	<b>5,131</b>	<b>4,027</b>	<b>4,439</b>	<b>4,342</b>	<b>5,071</b>	<b>7,648</b>	<b>8,537</b>	<b>12,373</b>	<b>17,852</b>	<b>25,599</b>	<b>34,924</b>
		소형전지	953	1,012	1,430	1,554	1,731	2,028	2,677	2,655	3,335	4,949	9,091	11,936
		중대형전지	3,301	3,119	2,598	2,886	2,612	3,042	4,971	5,883	9,038	11,903	16,507	22,988
		전기차배터리	2,893	2,830	2,457	2,664	2,402	2,586	4,359	5,190	7,618	10,843	14,538	20,589
		ESS	408	289	141	222	210	456	612	692	1,420	1,060	1,969	2,399
	합계		4,254	5,131	4,027	4,439	4,342	5,071	7,648	8,537	12,373	17,852	25,599	34,924
	YoY		88%	82%	28%	7%	2%	-1%	90%	92%	48%	44%	43%	36%
<b>영업이익</b>			<b>341</b>	<b>724</b>	<b>-373</b>	<b>76</b>	<b>259</b>	<b>196</b>	<b>522</b>	<b>237</b>	<b>375</b>	<b>768</b>	<b>1,214</b>	<b>1,813</b>
		소형전지	132	113	169	121	217	185	324	173	264	535	900	1,162
		중대형전지	209	-389	-541	-45	42	10	198	64	111	-767	314	651
		전기차배터리	189	59	-498	-12	49	17	190	96	25	-262	353	633
		ESS	20	-448	-44	-33	-7	-7	8	-32	86	-505	-39	18
	합계		341	724	-373	76	259	196	522	237	375	768	1,214	1,813
	YoY		흑전	382%	적전	-52%	-24%	-73%	흑전	213%	흑전	105%	58%	49%
<b>영업이익률</b>			<b>8.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.2%</b>
		소형전지	13.8%	11.2%	11.8%	7.8%	12.6%	9.1%	12.1%	6.5%	7.9%	10.8%	9.9%	9.7%
		중대형전지	6.3%	-12.5%	-20.8%	-1.6%	1.6%	0.3%	4.0%	1.1%	1.2%	-6.4%	1.9%	2.8%
		전기차배터리	6.5%	2.1%	-20.3%	-0.5%	2.0%	0.7%	4.4%	1.9%	0%	-2%	2%	3%
		ESS	5.0%	-155%	-31.0%	-15.0%	-3.5%	-1.4%	1.3%	-4.7%	6%	-48%	-2%	1%
	합계		8.0%	14.1%	-9.3%	1.7%	6.0%	3.9%	6.8%	2.8%	3.0%	4.3%	4.7%	5.2%
<b>순이익</b>			<b>371</b>	<b>613</b>	<b>-233</b>	<b>42</b>	<b>227</b>	<b>94</b>	<b>186</b>	<b>153</b>	<b>-</b>	<b>793</b>	<b>659</b>	<b>1,279</b>

자료: 하나증권

표 2. LG에너지솔루션 P/E Valuation

(단위: 십억원)

		22F	23F	24F	비고
영업이익	소형전지	900	1,162	1,569	
	중대형전지	314	651	1,186	
	<b>영업이익 Total</b>	<b>1,214</b>	<b>1,813</b>	<b>2,756</b>	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	701.7	906.4	1,224.2	
	중대형전지	245.0	507.9	925.4	
	<b>지배지분순이익 Total</b>	<b>947</b>	<b>1,414</b>	<b>2,150</b>	
P/E	소형전지			35	이익 증가율, PEG=1.0
	중대형전지			82	이익 증가율, PEG=1.0
	<b>전사 합산 실적 기준</b>	-	-	<b>53</b>	
기업가치	소형전지	-	-	42,913	
	중대형전지	-	-	76,060	
	<b>총 기업가치</b>	-	-	<b>118,973</b>	
채권자 가치	순차입금			4,500	
주주가치	<b>목표 시총</b>	-	-	<b>114,473</b>	
	<b>목표주가(원)</b>	-	-	<b>489,200</b>	

주 : 2024년 기준 순현금상태 예상되나 보수적으로 순차입금 0 가정 / 자료: 하나증권

표 3. LG에너지솔루션 EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)

		Fair Value	2024년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	소형전지	67,284	2,243	30.0	(1) 2024년 추정 EBITDA (2) CATL 상장 초기 2년 평균 EV/EBITDA 배수
	중대형전지	113,091	3,770	30.0	(1) 2024년 추정 EBITDA (2) CATL 상장 초기 2년 평균 EV/EBITDA 배수
	<b>Total</b>	<b>180,375</b>			
총기업가치		180,375			
순차입금		4,500			
적정시가총액		175,875			
발행주식수(천주)		234,000			
<b>적정 주당가치(원)</b>		<b>751,603</b>			

주 : CATL 상장 초기(2018-2019)에는 글로벌 주요 지역 전기차 시장 중 CATL의 주력 시장인 중국의 성장률 가장 가팔랐던 시기. 향후 3년간은 LGES의 주력 시장인 미국의 성장률 가장 가파를 것으로 전망됨에 따라 CATL 상장 초기 배수를 LGES Target 배수로 적용

표 4. LG에너지솔루션 Valuation

	P/E Valuation 기준	EV/EBITDA Valuation 기준	평균
평균 목표 시총(십억원)	114,473	175,875	145,174
최종 목표주가(원)	489,200	751,603	620,402

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,461.1	17,851.9	25,598.5	34,924.2	40,817.0
매출원가	1,237.0	13,953.1	21,067.8	28,460.3	32,628.8
매출총이익	224.1	3,898.8	4,530.7	6,463.9	8,188.2
판매비	699.3	3,130.3	3,317.0	4,650.7	5,432.3
영업이익	(475.2)	768.5	1,213.7	1,813.3	2,755.8
금융손익	(110.0)	44.7	(280.8)	28.0	(17.3)
중속/관계기업손익	1.2	(11.6)	(25.4)	0.0	0.0
기타영업외손익	(20.9)	(24.5)	(79.4)	0.0	0.0
세전이익	(604.9)	777.2	828.2	1,841.3	2,738.5
법인세	(147.3)	76.5	169.4	419.8	624.4
계속사업이익	(457.5)	700.7	658.8	1,421.5	2,114.1
중단사업이익	5.7	229.2	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(451.8)	929.9	658.8	1,421.5	2,114.1
비배주주지분 손익	3.7	137.3	(0.7)	142.1	317.1
지배주주순이익	(455.5)	792.5	659.4	1,279.3	1,797.0
지배주주지분포괄이익	(467.8)	1,195.5	1,422.7	1,152.5	1,714.1
NOPAT	(359.4)	692.8	965.5	1,399.8	2,127.5
EBITDA	(359.6)	2,220.2	3,025.5	4,568.1	5,835.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	1,121.81	43.39	36.43	16.87
NOPAT증가율	N/A	흑전	39.36	44.98	51.99
EBITDA증가율	N/A	흑전	36.27	50.99	27.75
영업이익증가율	N/A	흑전	57.93	49.40	51.98
(지배주주)순이익증가율	N/A	흑전	(16.79)	94.01	40.47
EPS증가율	N/A	흑전	(28.31)	92.43	40.46
수익성(%)					
매출총이익률	15.34	21.84	17.70	18.51	20.06
EBITDA이익률	(24.61)	12.44	11.82	13.08	14.30
영업이익률	(32.52)	4.30	4.74	5.19	6.75
계속사업이익률	(31.31)	3.93	2.57	4.07	5.18

투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,278)	3,963	2,841	5,467	7,679
BPS	34,398	39,831	83,229	88,696	96,376
CFPS	1,824	19,304	14,201	19,522	24,939
EBITDAPS	(1,798)	11,101	13,035	19,522	24,939
SPS	7,305	89,260	110,286	149,249	174,431
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	153.29	84.87	60.42
PBR	0.00	0.00	5.23	5.23	4.81
PCR	0.00	0.00	30.67	23.77	18.61
EV/EBITDA	(13.26)	2.90	34.02	24.81	19.88
PSR	0.00	0.00	3.95	3.11	2.66
재무비율(%)					
ROE	(6.62)	10.68	4.81	6.36	8.30
ROA	(2.28)	3.63	1.92	2.72	3.47
ROIC	(3.36)	5.74	5.72	6.08	7.52
부채비율	163.59	171.83	110.23	116.57	118.65
순부채비율	53.98	64.79	(3.84)	12.24	20.69
이자보상배율(배)	(60.08)	11.47	11.62	12.65	17.97

자료: 하나증권

대차대조표

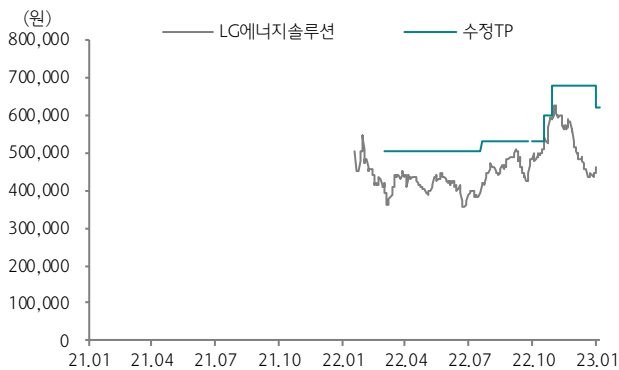
	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	9,085.7	9,535.8	24,718.8	24,185.5	24,922.6
금융자산	2,117.0	1,305.4	9,150.4	6,949.0	4,091.5
현금성자산	1,493.1	1,282.9	9,095.8	6,889.7	4,022.3
매출채권	2,931.2	2,914.5	5,604.9	6,206.5	7,502.9
재고자산	3,043.1	3,895.8	7,492.1	8,296.3	10,029.2
기타유동자산	994.4	1,420.1	2,471.4	2,733.7	3,299.0
비유동자산	10,856.1	14,228.3	20,097.9	25,060.7	29,418.8
투자자산	108.8	481.3	703.9	721.5	759.5
금융자산	60.5	255.8	658.8	671.6	699.1
유형자산	8,683.6	11,050.8	16,262.8	21,398.4	25,908.4
무형자산	325.8	455.4	480.6	290.2	100.2
기타비유동자산	1,737.9	2,240.8	2,650.6	2,650.6	2,650.7
자산총계	19,941.8	23,764.1	44,816.8	49,246.3	54,341.3
유동부채	6,889.2	9,474.0	17,003.2	18,471.9	21,636.8
금융부채	1,123.0	2,203.4	3,210.7	3,210.7	3,210.7
매입채무	2,592.3	2,177.7	4,188.1	4,637.6	5,606.3
기타유동부채	3,173.9	5,092.9	9,604.4	10,623.6	12,819.8
비유동부채	5,487.2	5,547.7	6,495.7	8,035.0	7,851.0
금융부채	5,078.1	4,765.9	5,121.8	6,521.8	6,021.8
기타비유동부채	409.1	781.8	1,373.9	1,513.2	1,829.2
부채총계	12,376.4	15,021.8	23,498.9	26,506.9	29,487.8
지배주주지분	6,879.6	7,966.1	19,475.6	20,755.0	22,552.0
자본금	100.0	100.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,231.5	7,122.4	17,164.6	17,164.6	17,164.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.2	406.1	1,073.7	1,073.7	1,073.7
이익잉여금	(453.1)	337.6	1,120.3	2,399.7	4,196.6
비배주주지분	685.8	776.3	1,842.3	1,984.4	2,301.5
자본총계	7,565.4	8,742.4	21,317.9	22,739.4	24,853.5
순금융부채	4,084.1	5,663.9	(817.9)	2,783.6	5,141.0

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	395.4	978.6	4,876.6	4,268.3	5,408.3
당기순이익	(451.8)	929.9	658.8	1,421.5	2,114.1
조정	669.6	2,456.1	2,478.5	2,754.8	3,080.0
감가상각비	115.6	1,451.8	1,811.8	2,754.8	3,080.0
외환거래손익	0.0	0.0	2.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타	554.0	1,008.1	664.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	177.6	(2,407.4)	1,739.3	92.0	214.2
투자활동 현금흐름	(884.8)	(2,178.1)	(6,505.0)	(7,722.3)	(7,448.0)
투자자산감소(증가)	(107.6)	(361.0)	(197.2)	(17.6)	(38.0)
자본증가(감소)	(256.2)	(3,403.8)	(6,519.0)	(7,700.0)	(7,400.0)
기타	(521.0)	1,586.7	211.2	(4.7)	(10.0)
재무활동 현금흐름	(203.0)	882.8	10,837.8	1,400.0	(500.0)
금융부채증가(감소)	6,159.3	810.0	1,363.2	1,400.0	(500.0)
자본증가(감소)	7,331.5	(109.0)	10,059.2	0.0	0.0
기타재무활동	(13,693.8)	181.8	(584.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(706.9)	(210.3)	10,104.9	(2,206.1)	(2,867.5)
Unlevered CFO	364.9	3,860.8	3,296.2	4,568.1	5,835.8
Free Cash Flow	135.0	(2,484.3)	(1,650.4)	(3,431.7)	(1,991.7)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG에너지솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.10	BUY	620,000		
22.11.8	BUY	680,000	-22.77%	-8.24%
22.10.27	BUY	600,000	-5.71%	-1.33%
22.7.28	BUY	530,000	-11.55%	-0.19%
22.3.10	BUY	505,000	-18.67%	-11.09%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.54%	5.46%	0.00%	100%

\* 기준일: 2023년 01월 07일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 1월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2023년 1월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.