

# LG에너지솔루션(373220)

## 1Q23 Preview: 산뜻한 출발

### 시장 기대 소폭 상회하는 1분기

1분기 추정 실적은 매출액 8.5조원(+96.7% YoY, +0.0% QoQ), 영업이익 5,248억원(+102.7% YoY, +121.1% QoQ)이다. 시장의 우려와 달리 컨센서스(매출액 8.2조원, 영업이익 4,636억원)를 상회하는 것이다. 주요 고객사인 테슬라를 포함한 OEM향 납품이 안정적으로 이뤄지고 있고, 원달러 환율도 분기 초 대비 상승하면서 우호적(1분기 평균 1,274원)이었다. 소형전지 사업부 추정 매출액은 2.8조원으로 전분기대비 13.9% 늘어나며 양호한 실적을 이끌고 있다. 1분기 배터리 가격도 OEM들의 자동차 가격 인하에 영향을 받지 않은 것으로 추정한다.

### AMPC 확정 시 추정치 큰 수정 필요

조만간 미국 IRA에서 소개된 AMPC(첨단제조생산세액공제) 세부 조건이 확정될 예정이다. 셀 생산 기준 kWh당 35달러(모듈 작업시 추가 10달러)의 세액공제가 영업이익으로 회계처리될 경우 23년, 24년, 25년 추가되는 연결 영업이익 추정치는 각 0.47조원(기준대비 19.9% 증가), 1.1조원(+31.4%), 2.2조원(+44.6%)이다. LG에너지솔루션은 경쟁사대비 가장 빠르게 미국에서 공장을 운영 중(22년 기준 15GWh, 미시건+GM1공장)이고, 25년말 기준 명목 capa 540GWh에서 미국 공장 점유율(스텔란티스 캐나다 JV 공장 제외)은 40.2%에 달해 미국 보조금 정책 최대 수혜 회사다.

### 수주 모멘텀 지속

올해 다수의 공급계약(JV 포함)이 성사될 것이다. 자동차OEM들도 미국에서 전기차를 팔기 위해서는 최대한 빨리 현지 공급망을 구축해야 한다. 국내 주요 3사와 현 시점 계약 시 빨라야 26년부터 조달이 가능하다. 공급사가 제한적이어서 배터리 공급 계약을 서둘러야 보조금 혜택을 받을 수 있는 전기차를 판매할 수 있기 때문이다. 목표주가 71만원을 유지(24년 EV/EBITDA 26.2배)한다. 적용 multiple은 CATL이 18년 상장 후 3년 동안 받았던 평균 12MF EV/EBITDA에 10% 프리미엄을 부여했다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	17,852	768	793	3,963	NM	2,220	NM	NM	NM	10.7	NM
2022A	25,599	1,214	767	3,306	(16.6)	3,056	131.7	34.7	5.4	5.7	0.0
2023F	36,379	2,338	1,532	6,545	98.0	5,034	87.7	29.0	6.6	7.9	0.0
2024F	50,044	3,499	1,869	7,986	22.0	7,344	71.9	20.9	6.1	8.8	0.0
2025F	67,213	4,876	2,235	9,552	19.6	9,760	60.1	16.3	5.5	9.6	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 710,000원(유지)

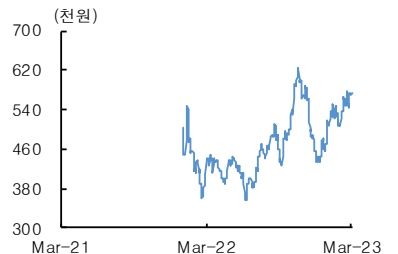
### Stock Data

KOSPI(3/27)	2,409
주가(3/27)	574,000
시가총액(십억원)	134,316
발행주식수(백만)	234
52주 최고/최저가(원)	624,000/356,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	198,569
유동주식비율/외국인지분율(%)	14.8/5.3
주요주주(%)	LG화학 외 1인 81.8
	국민연금공단 5.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.0	29.3	30.8
KOSPI 대비(%p)	12.7	20.9	42.5

### 주가추이



자료: FnGuide

### 조철희

chulhee.cho@koreainvestment.com

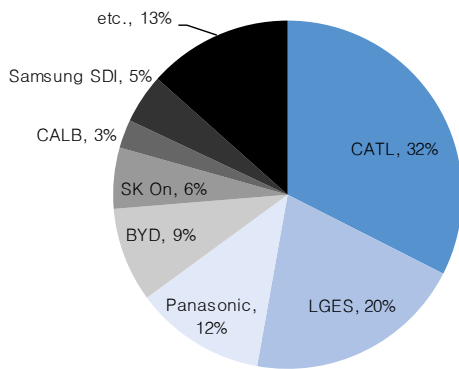
<표 1> 실적 추정치 변경 내역 및 valuation

(단위: 십억원, %)

	수정 전				수정 후				변화율			
	2022	2023F	2024F	2025F	2022	2023F	2024F	2025F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	25,599	35,644	49,007	65,778	25,599	36,379	50,044	67,213	0.0	2.1	2.1	2.2
영업이익	1,214	2,257	3,449	4,799	1,214	2,338	3,499	4,876	(0.0)	3.6	1.5	1.6
EBITDA	3,046	4,916	7,224	9,588	3,056	5,034	7,344	9,760	0.3	2.4	1.6	1.8
목표 EV/EBITDA multiple					26.2배							
비고					CATL의 상장 후 3년간(18~21년) 평균 12MF EV/EBITDA 10% 프리미엄							
<b>EV</b>					<b>192,149</b>							
순차입금					16,148							
비지배지분					2,755							
적정 시가총액					173,247							
적정 주당 가치					740,371							
<b>목표 주가 산정</b>					<b>710,000</b>							

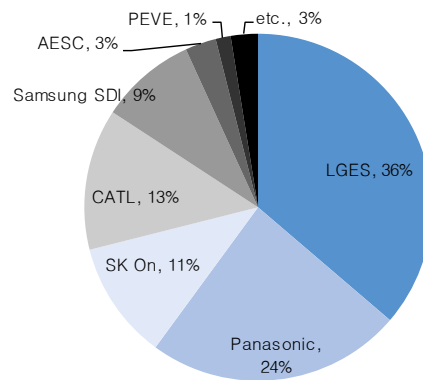
자료: 한국투자증권

[그림 1] 21년 글로벌 시장 점유율(공급 용량 기준)



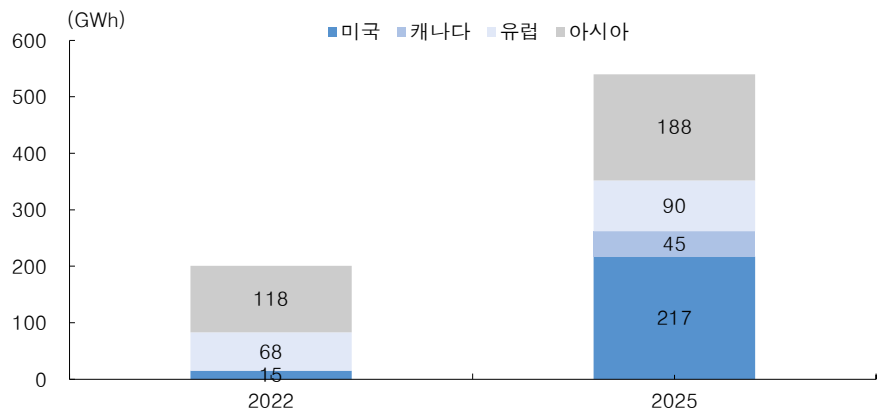
자료: SNE리서치, 한국투자증권

[그림 2] 21년 글로벌 시장 점유율(ex-중국)



자료: SNE리서치, 한국투자증권

[그림 3] LG에너지솔루션 2차전지 생산 능력의 지역별 구분 추정



자료: LG에너지솔루션, 한국투자증권

<표 2> AMPC 보조금 계산

	2022	2023F	2024F	2025F
<b>연말 기준 capa(GWh)</b>	<b>15</b>	<b>55</b>	<b>110</b>	<b>217</b>
<b>JV 기준</b>	<b>10</b>	<b>50</b>	<b>105</b>	<b>165</b>
GM JV #1 - 셀공급	10	40	45	45
GM JV #2 - 셀공급		10	50	50
GM JV #3 - 셀공급			10	50
Honda JV - 모듈공급				20
<b>단독 기준</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>52</b>
Arizona - 모듈공급				27
Michigan - 모듈공급	5	5	5	25
셀 공급 기준	10	50	105	145
모듈 공급 기준	5	5	5	72
<b>실질 capa(GWh) - 전년도 평균</b>	<b>15</b>	<b>35</b>	<b>83</b>	<b>164</b>
셀 공급 기준		30	78	125
모듈 공급 기준		5	5	39
<b>실질 생산 예상(GWh) - 수율 90%, 가동률 65%</b>		<b>20</b>	<b>48</b>	<b>96</b>
셀 공급 기준		18	45	73
모듈 공급 기준		3	3	23
<b>AMPC(백만달러) - 최대 AMPC</b>		<b>717</b>	<b>1,689</b>	<b>3,348</b>
셀 공급(\$35/kWh)		614	1,587	2,559
모듈 공급(\$45/kWh)		102	102	788
<b>AMPC(십억원) - 최대 AMPC</b>		<b>932</b>	<b>2,196</b>	<b>4,352</b>
셀 공급(\$35/kWh)		799	2,063	3,327
모듈 공급(\$45/kWh)		133	133	1,025
<b>AMPC(십억원) - 고객사와 절반 공유 기준</b>		<b>466</b>	<b>1,098</b>	<b>2,176</b>
셀 공급(\$35/kWh)		399	1,031	1,664
모듈 공급(\$45/kWh)		67	67	512

주: 원달러 환율 1,300원 적용  
 자료: 한국투자증권

<표 3> Peer valuation 테이블

(단위: 배, %)

	PER					PBR					EV/EBITDA					ROE				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2021	2022	2023F	2024F	2025F
LG 에너지솔루션	N/A	131.7	84.3	57.6	42.0	N/A	5.4	6.4	5.8	5.3	N/A	34.7	27.7	19.9	15.0	10.7	5.7	8.2	10.6	12.9
CATL	85.5	30.5	22.3	17.1	13.4	16.1	5.8	4.9	3.8	2.9	58.5	23.6	15.8	12.1	9.5	21.4	24.7	22.9	23.7	23.7
BYD	205.0	71.7	26.8	18.7	12.4	6.7	6.5	5.3	4.2	3.3	34.8	16.9	12.3	9.6	7.0	4.0	15.1	20.8	22.8	24.1
Panasonic	10.9	12.6	10.2	9.1	8.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	5.1	5.6	4.8	4.4	4.3	8.9	6.5	7.7	8.2	8.2
삼성 SDI	37.4	20.2	23.7	19.5	15.5	2.9	2.3	2.6	2.3	2.0	19.7	12.4	13.0	10.6	9.0	8.3	12.3	11.7	12.7	14.1
<b>평균</b>	<b>84.7</b>	<b>53.3</b>	<b>33.4</b>	<b>24.4</b>	<b>18.3</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>29.5</b>	<b>18.6</b>	<b>14.7</b>	<b>11.3</b>	<b>9.0</b>	<b>10.7</b>	<b>12.9</b>	<b>14.3</b>	<b>15.6</b>	<b>16.6</b>

주: LG에너지솔루션 Bloomberg 기준  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

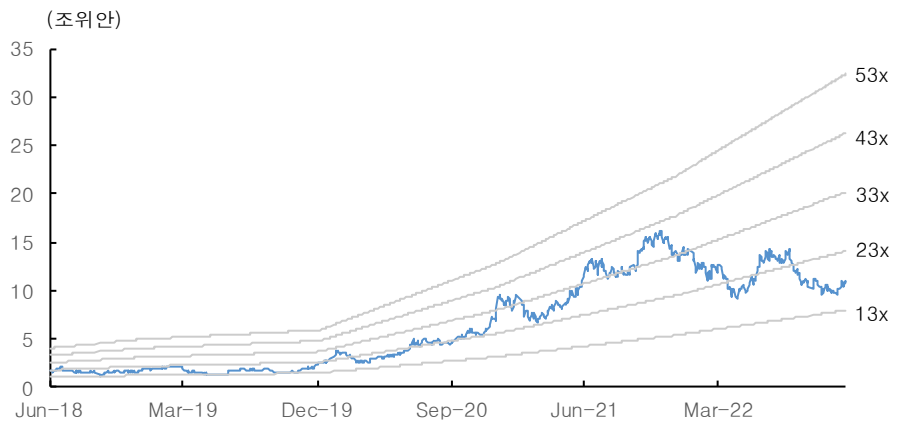
<표 4> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>4,342</b>	<b>5,070</b>	<b>7,648</b>	<b>8,209</b>	<b>8,539</b>	<b>8,397</b>	<b>9,639</b>	<b>9,804</b>	<b>25,599</b>	<b>36,379</b>	<b>50,044</b>
소형	1,845	2,078	2,713	2,624	2,767	2,742	3,310	3,418	9,065	12,238	16,521
중대형(ESS)	236	330	600	657	389	462	780	738	1,822	2,369	2,843
중대형(EV)	2,262	2,663	4,335	4,928	5,384	5,192	5,549	5,648	14,711	21,773	30,680
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>매출액 증가율</b>	<b>2.1</b>	<b>(1.2)</b>	<b>89.9</b>	<b>84.9</b>	<b>96.7</b>	<b>65.6</b>	<b>26.0</b>	<b>14.8</b>	<b>43.4</b>	<b>42.1</b>	<b>37.6</b>
소형	75.0	100.0	121.1	68.9	50.0	32.0	22.0	40.7	86.0	35.0	35.0
중대형(ESS)	(21.4)	10.0	140.0	195.8	65.0	40.0	30.0	12.4	70.0	30.0	20.0
중대형(EV)	(22.0)	(4.9)	70.0	85.0	138.0	95.0	28.0	3.6	31.7	48.0	40.9
<b>영업이익</b>	<b>259</b>	<b>196</b>	<b>522</b>	<b>341</b>	<b>525</b>	<b>533</b>	<b>637</b>	<b>643</b>	<b>1,214</b>	<b>2,338</b>	<b>3,499</b>
소형	231	192	323	236	304	288	364	342	916	1,298	1,936
중대형(ESS)	(14)	(10)	12	7	-27	12	23	18	(162)	26	102
중대형(EV)	42	13	186	99	248	234	250	282	460	1,013	1,461
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>영업이익률</b>	<b>6.0</b>	<b>3.9</b>	<b>6.8</b>	<b>4.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>4.7</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>
소형	12.5	9.3	11.9	9.0	11.0	10.5	11.0	10.0	10.1	10.6	11.7
중대형(ESS)	(5.8)	(3.0)	2.0	1.0	(7.0)	2.5	3.0	2.5	(8.9)	1.1	3.6
중대형(EV)	1.9	0.5	4.3	2.0	4.6	4.5	4.5	5.0	3.1	4.7	4.8

자료: 한국투자증권

[그림 4] CATL 12MF EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>17,852</b>	<b>25,599</b>	<b>36,379</b>	<b>50,044</b>	<b>67,213</b>
매출원가	13,953	21,308	30,697	42,913	58,392
매출총이익	3,899	4,291	5,683	7,130	8,821
판매관리비	3,130	3,077	3,345	3,631	3,944
<b>영업이익</b>	<b>768</b>	<b>1,214</b>	<b>2,338</b>	<b>3,499</b>	<b>4,876</b>
영업이익률(%)	4.3	4.7	6.4	7.0	7.3
EBITDA	2,220	3,056	5,034	7,344	9,760
EBITDA Margin(%)	12.4	11.9	13.8	14.7	14.5
영업외수익	9	(219)	(38)	(319)	(487)
금융수익	340	386	241	197	212
금융비용	295	519	278	516	700
기타영업외손익	(24)	(48)	0	0	0
관계기업관련손익	(12)	(37)	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>777</b>	<b>995</b>	<b>2,300</b>	<b>3,180</b>	<b>4,389</b>
법인세비용	77	215	498	688	950
연결당기순이익	930	780	1,802	2,492	3,439
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>793</b>	<b>767</b>	<b>1,532</b>	<b>1,869</b>	<b>2,235</b>
지배주주순이익률(%)	4.4	3.0	4.2	3.7	3.3
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	1,121.8	43.4	42.1	37.6	34.3
영업이익 증가율	NM	57.9	92.6	49.7	39.4
지배주주순이익 증가율	NM	(3.2)	99.6	22.0	19.6
EPS 증가율	NM	(16.6)	98.0	22.0	19.6
EBITDA 증가율	NM	37.7	64.7	45.9	32.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>979</b>	<b>(580)</b>	<b>3,948</b>	<b>5,305</b>	<b>8,072</b>
당기순이익	930	780	1,802	2,492	3,439
유형자산감가상각비	1,379	1,745	2,534	3,667	4,705
무형자산상각비	73	97	162	177	179
자산부채변동	(2,320)	(4,021)	(1,038)	(1,930)	(1,802)
기타	917	819	488	899	1,551
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(2,178)</b>	<b>(6,259)</b>	<b>(10,938)</b>	<b>(11,510)</b>	<b>(11,597)</b>
유형자산투자	(3,463)	(6,210)	(10,122)	(10,755)	(10,793)
유형자산매각	59	10	10	10	10
투자자산순증	(297)	(140)	(289)	(367)	(461)
무형자산순증	(54)	(79)	(432)	(266)	(186)
기타	1,577	160	(105)	(132)	(167)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>883</b>	<b>11,415</b>	<b>5,781</b>	<b>5,479</b>	<b>4,898</b>
자본의증가	589	11,136	0	0	0
차입금의순증	556	920	6,052	6,102	6,102
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(262)	(641)	(271)	(623)	(1,204)
기타현금흐름	106	80	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>(210)</b>	<b>4,655</b>	<b>(1,209)</b>	<b>(726)</b>	<b>1,374</b>
FCF	(1,335)	(7,284)	(6,785)	(6,038)	(3,710)

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

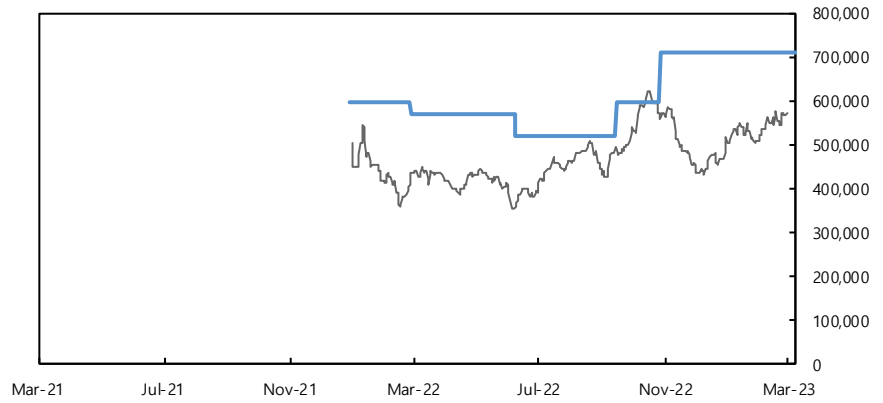
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>23,764</b>	<b>38,299</b>	<b>48,228</b>	<b>59,307</b>	<b>72,420</b>
유동자산	9,536	18,804	19,840	22,538	28,254
현금성자산	1,283	5,938	4,729	4,003	5,377
매출채권및기타채권	3,728	5,234	6,548	8,507	10,082
재고자산	3,896	6,996	7,640	9,008	11,426
비유동자산	14,228	19,495	28,388	36,769	44,166
투자자산	481	687	977	1,343	1,804
유형자산	11,051	15,331	22,909	29,987	36,065
무형자산	455	642	913	1,001	1,008
<b>부채총계</b>	<b>15,022</b>	<b>17,706</b>	<b>25,832</b>	<b>34,420</b>	<b>44,094</b>
유동부채	9,474	11,445	13,193	15,237	18,229
매입채무및기타채무	5,251	7,225	8,003	10,009	13,443
단기차입금및단기사채	1,146	1,244	1,342	1,439	1,537
유동성장기부채	1,057	1,623	1,623	1,623	1,623
비유동부채	5,548	6,261	12,639	19,182	25,865
사채	2,046	1,460	1,410	2,410	3,410
장기차입금및금융부채	2,720	3,783	9,783	14,783	19,783
<b>자본총계</b>	<b>8,742</b>	<b>20,594</b>	<b>22,396</b>	<b>24,887</b>	<b>28,326</b>
지배주주지분	7,966	18,732	20,264	22,132	24,368
자본금	100	117	117	117	117
자본잉여금	7,122	17,165	17,165	17,165	17,165
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	338	1,155	2,686	4,555	6,790
비지배주주지분	776	1,862	2,132	2,755	3,958
순차입금	5,664	2,167	9,423	16,246	20,968

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,963	3,306	6,545	7,986	9,552
BPS	39,831	80,052	86,598	94,583	104,135
DPS	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROA	4.3	2.5	4.2	4.6	5.2
ROE	10.7	5.7	7.9	8.8	9.6
배당수익률	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	171.8	86.0	115.3	138.3	155.7
차입금/자본총계비율(%)	79.7	39.4	63.3	81.4	93.1
이자보상배율(x)	11.5	10.7	8.4	6.8	7.0
순차입금/EBITDA(x)	2.6	0.7	1.9	2.2	2.1
<b>Valuation(x)</b>					
PER	NM	131.7	87.7	71.9	60.1
최고	NM	190.3	90.8	74.4	62.2
최저	NM	106.5	64.3	52.7	44.1
PBR	NM	5.4	6.6	6.1	5.5
최고	NM	7.9	6.9	6.3	5.7
최저	NM	4.4	4.9	4.5	4.0
PSR	NM	3.9	3.7	2.7	2.0
EV/EBITDA	NM	34.7	29.0	20.9	16.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
LG에너지솔루션 (373220)	2022.01.25	매수	600,000원	-27.2	-8.7
	2022.03.25	매수	570,000원	-26.3	-21.2
	2022.07.05	매수	520,000원	-14.8	-1.7
	2022.10.11	매수	600,000원	-8.2	4.0
	2022.11.23	매수	710,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 28일 현재 LG에너지솔루션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG에너지솔루션 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.