

2022. 2. 9



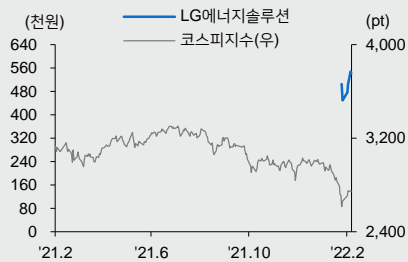
▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	610,000 원
현재주가 (2.8)	542,000 원
상승여력	12.5%
KOSPI	2,746.47pt
시가총액	1,268,280억원
발행주식수	23,400만주
유통주식비율	14.68%
외국인비중	4.08%
52주 최고/최저가	548,000원/450,000원
평균거래대금	25,205.3억원
주요주주(%)	
LG화학	81.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	0.0	0.0
상대주가	0.0	0.0	0.0

주가그래프



엘지에너지솔루션 373220

시간은 나의 편

- ✓ 4Q21 Review: 영업이익 757억원(OPM 1.7%)으로 당사 예상치 부합
- ✓ 22년 Preview: 영업이익 1.0조원→ 원통형 8,353억원, EV중대형 -332억원 추정
- ✓ 동사는 Tesla의 기술 Road-map에 대응 가능하며 사업 파트너십 강화
- ✓ 투자이건 Buy와 적정주가 61만원으로 2차전지 최선호주 유지
- ✓ 경쟁사 대비 주가 차별화는 (1) 보유 고객사, (2) 투자자금 여력, (3) 소재 조달능력

4Q21 Review: Tesla를 등에 업은 원통형 전지가 분기 흑자전환 견인

4Q21 매출액 4.4조원과 영업이익은 757억원(OPM 1.7%, QoQ 흑자전환)을 기록, 당사의 예상치(4,390억원, 786억원)에 부합했다. 전지 Type별 추정 영업이익은 원통형 1,757억원(OPM 14.5%), 중대형 EV -1,300억원, ESS -195억원 등 이다. 2022년 추정 영업이익은 1.0조원(OPM 4.8%)으로 기존 추정치와 유사하다(변화율 -3.6%). 연간 중대형 EV전지는 (1) 전방 Non-Tesla 고객사들이 Chip 부족 영향으로 동사의 출하 스케줄 지연, (2) 기타 비용 증가 영향으로 -332억원의 부진한 이익을 추정한다. 반면 원통형 전지의 영업이익 호조(8,353억원)는 기타 OEM 대비 생산차질 영향이 상대적으로 적고 Mobility 수요 가시성이 가장 높은 고객사 Tesla 효과이다(22년 Tesla의 연간 판매량 컨센서스 137만대, +46.4% YoY).

원통형 전지의 높아질 사업 가치: Tesla와의 파트너십 강화

해를 거듭할수록 원통형 전지의 가치 증대가 예상된다. Tesla는 연중 4680 전지를 탑재한 모델Y 양산 계획을 밝혔다. 동사는 Tesla의 기술 개발 Road-map (4680 전지 및 Tabless/건식 전극 공정의 혁신)에 대응 가능한 기업이다. 동사는 Tabless와 건식전극 도입으로 원가 절감과 에너지 밀도가 동시에 개선 가능, 22~23년 원통형 전지 평균 추정 이익률은 14.6%이다. 상장 자금을 활용한 추가 증설과 신규 공정/기술에 투자 여력이 높은 동사는 Tesla와의 파트너십이 강화되겠다.

No.1으로 진화할 LG에너지솔루션, 여전한 매수 구간

향후 Cell기업에 Valuation 차별화는 (1) 수요 가시성과 양산 능력이 검증된 Mobility 기업과의 협업(Tesla, GM 등), (2) 기술/생산capa에 지속투자가 가능한 자금여력, (3) 안정적 원/소재 조달여력 등이다. No.1으로 거듭날 동사에 대해 투자이건 Buy와 적정주가 61만원(24년 EV/EBITDA 24.4배 적용)을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021E	17,851.9	768.5	792.5	3,963	-305.8	40,104	0.0	0.0	33.4	10.6	180.0
2022E	20,654.7	1,010.9	646.8	2,787	-29.4	80,631	194.5	6.7	36.9	4.8	92.9
2023E	27,306.8	2,053.8	1,272.5	5,438	100.4	86,069	99.7	6.3	24.8	6.5	103.8

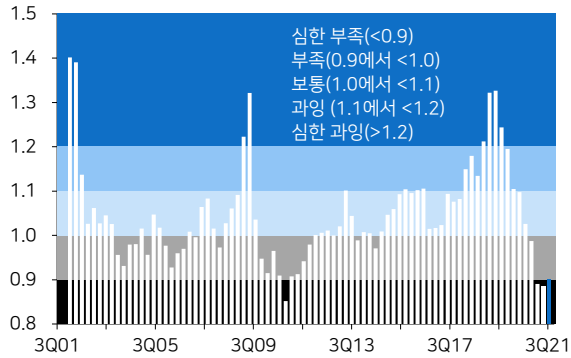
(십억원)	4Q21P	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	4,439.4	4,027.4	10.2	4,289.8	3.5	4,390.9	1.1
영업이익	75.7	-372.8	흑전	181.0	-58.2	78.6	-3.7
세전이익	101.8	-468.8	흑전	117.3	-13.2	75.5	34.8
순이익(지배주주)	42.1	-233.4	흑전	78.4	-46.3	51.8	-18.7
영업이익률(%)	1.7	-9.3		4.2		1.8	
순이익률(%)	0.9	-5.8		1.8		1.2	

자료: LG에너지솔루션, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	4,254.1	5,131.0	4,027.4	4,439.4	4,924.7	5,048.1	5,281.0	5,400.9	17,851.9	20,654.7	27,306.8
소형 배터리	1,063.5	1,282.8	1,288.6	1,553.8	1,591.1	1,705.1	1,895.8	2,009.1	5,188.7	7,201.1	10,332.7
파우치	265.9	128.3	322.2	341.8	318.2	341.0	379.2	401.8	1,058.2	1,440.2	2,066.5
원통형	797.6	1,154.5	966.5	1,211.9	1,272.8	1,364.1	1,516.7	1,607.3	4,130.5	5,760.9	8,266.2
중대형 배터리	2,900.0	3,078.6	2,537.0	2,796.8	3,333.6	3,343.0	3,385.2	3,391.7	11,312.4	13,453.5	16,974.1
영업이익	341.2	724.3	-372.8	75.7	145.4	176.9	299.0	389.6	768.5	1,010.9	2,053.8
%OP	8.0%	14.1%	-9.3%	1.7%	3.0%	3.5%	5.7%	7.2%	4.3%	4.9%	7.5%
소형 배터리	159.5	179.3	167.5	225.3	230.7	247.2	274.9	291.3	731.6	1,044.2	1,515.8
파우치	39.9	9.0	41.9	49.6	46.1	49.4	55.0	58.3	140.3	208.8	303.2
원통형	119.6	170.3	125.6	175.7	184.6	197.8	219.9	233.1	591.3	835.3	1,212.6
중대형 배터리	162.1	153.9	-479.1	-130.0	-85.3	-70.3	24.1	98.3	-293.1	-33.2	538.0
세전이익	523.6	850.2	-468.8	101.8	144.3	179.6	301.0	391.3	1,006.8	1,016.2	2,052.6
순이익(지배주주)	371.0	612.8	-233.4	42.1	78.0	114.0	223.5	231.2	792.5	646.8	1,272.5
%YoY											
매출액	-	-	-	-	15.8	-1.6	31.1	21.7	-	15.7	32.2
영업이익	-	-	-	-	-57.4	-75.6	흑전	414.4	-	31.5	103.2
세전이익	-	-	-	-	-72.4	-78.9	흑전	284.2	-	0.9	102.0
순이익(지배주주)	-	-	-	-	-79.0	-81.4	흑전	449.5	-	-18.4	96.7
%QoQ											
매출액	-	20.6	-21.5	10.2	10.9	2.5	4.6	2.3			
영업이익	-	112.3	적전	흑전	92.0	21.7	69.0	30.3			
세전이익	-	62.4	적전	흑전	41.7	24.5	67.6	30.0			
순이익(지배주주)	-	65.2	적전	흑전	85.4	46.2	96.0	3.4			

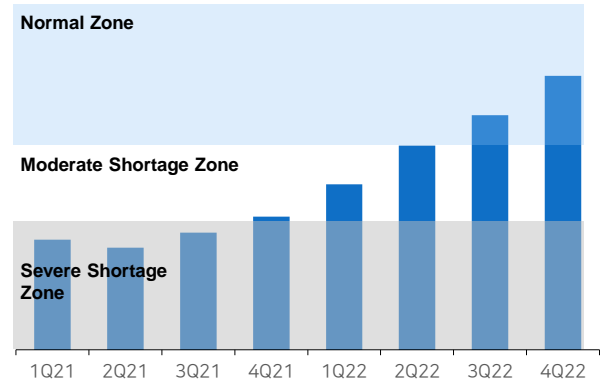
자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 반도체 재고 인덱스 추세



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

그림2 반도체 재고 인덱스 전망



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

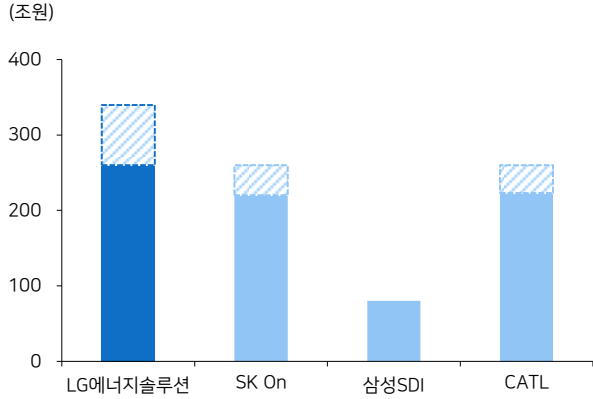
표3 LG에너지솔루션의 생산 Capa 추정

(GWh)	22.1월 현재	2025년 예상
국내	15	15
파우치	10	10
원통형	5	5
미국	80	220
GM JV	80	80
GM JV 추가		40
스텔란티스 JV		40
혼다 JV		40
원통형		20
유럽	60	110
폴란드 파우치	60	80
원통형		30
중국	60	75
난징 파우치	40	40
난징 원통형	20	35
인도네시아		30
현대차 JV		30
총 합	215	450

주: 언론 보도된 혼다 JV를 생산 Capa에 반영. 2025년 생산Capa 기존 계획대비 상향 예상

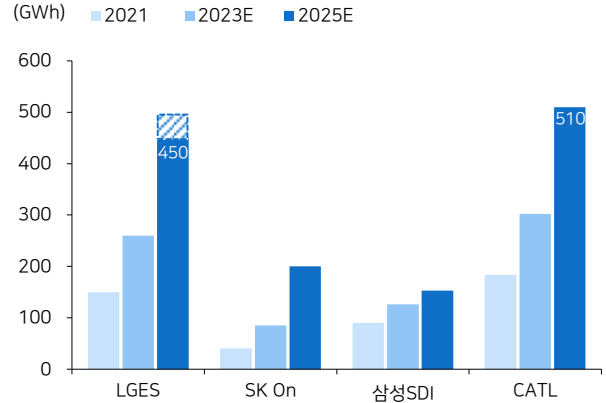
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 EV배터리 생산기업의 수주잔고 추정



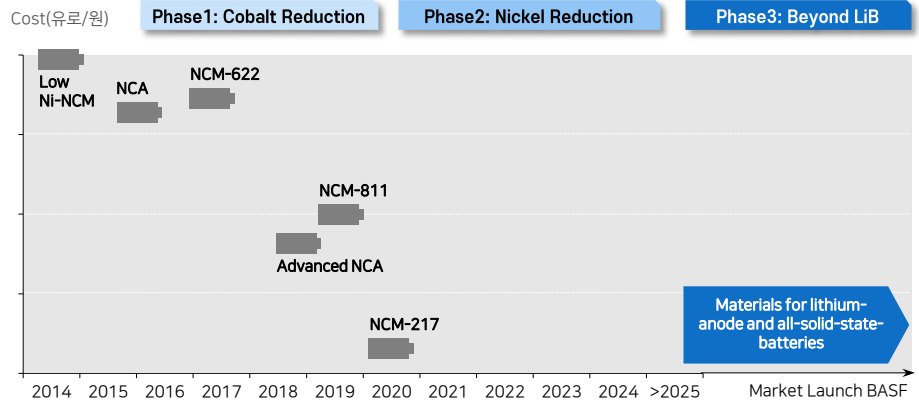
주: 2022년 상반기 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 EV배터리 생산기업의 생산 Capa 전망



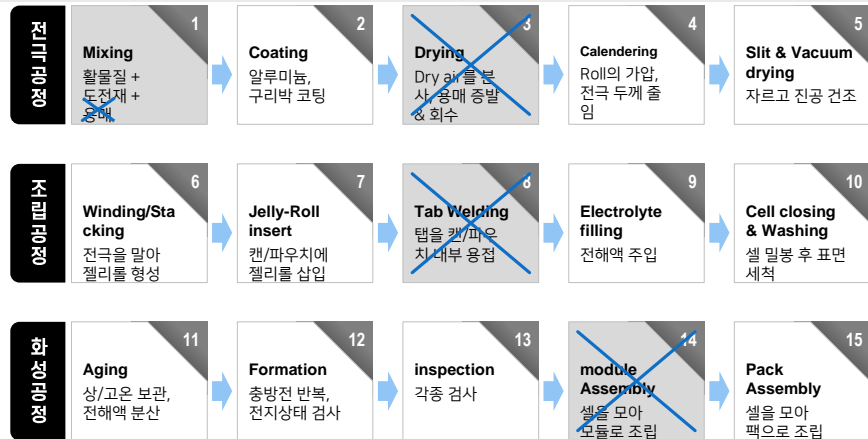
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 EV배터리 양극재 기술 로드맵



자료: BASF, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Tesla의 EV배터리 생산 공정도



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 에너지솔루션 (373220)

Income Statement

(십억원)	2021E	2022E	2023E
매출액	17,851.9	20,654.7	27,306.8
매출액증가율 (%)	1,121.8	15.7	32.2
매출원가	13,185.9	14,637.6	20,017.9
매출총이익	4,666.0	6,017.1	7,289.0
판매관리비	3,897.5	5,006.2	5,235.2
영업이익	768.5	1,010.9	2,053.8
영업이익률	4.3	4.9	7.5
금융손익	-20.2	5.3	-1.2
중속/관계기업손익	28.8	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	777.2	1,016.2	2,052.6
법인세비용	77.0	254.1	513.2
당기순이익	929.9	762.2	1,539.4
지배주주지분 순이익	792.5	646.8	1,272.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,046.3	3,021.3	4,386.6
당기순이익(손실)	929.9	762.2	1,539.4
유형자산상각비	1,444.7	2,339.8	3,087.6
무형자산상각비	74.9	77.8	62.0
운전자본의 증감	-2,261.8	-158.5	-302.5
투자활동 현금흐름	-1,782.1	-6,371.3	-6,536.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2,916.8	-6,300.0	-6,400.0
투자자산의감소(증가)	-354.4	-71.3	-136.0
재무활동 현금흐름	2,180.0	10,470.3	310.6
차입금의 증감	2,107.6	270.3	310.6
자본의 증가	0.0	10,200.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,545.7	7,120.4	-1,838.8
기초현금	1,493.2	3,038.8	10,159.2
기말현금	3,038.8	10,159.2	8,320.4

Balance Sheet

(십억원)	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,217.2	21,320.4	23,265.9
현금및현금성자산	3,038.8	10,159.2	8,320.4
매출채권	2,937.4	3,573.6	4,787.8
재고자산	4,770.0	5,803.2	7,775.0
비유동자산	13,808.5	17,762.1	21,148.5
유형자산	10,303.6	14,263.8	17,576.2
무형자산	381.3	303.5	241.6
투자자산	462.7	534.0	669.9
자산총계	26,025.7	39,082.5	44,414.5
유동부채	10,143.7	11,909.1	15,077.8
매입채무	2,719.4	3,308.3	4,432.5
단기차입금	1,510.1	1,580.1	1,600.1
유동성장기부채	1,152.3	1,252.3	1,392.3
비유동부채	6,588.0	6,917.2	7,541.1
사채	2,860.3	2,860.3	2,870.3
장기차입금	2,441.1	2,501.1	2,601.1
부채총계	16,731.7	18,826.3	22,618.9
자본금	100.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,231.5	17,414.5	17,414.5
기타포괄이익누계액	343.5	343.5	343.5
이익잉여금	345.9	992.7	2,265.2
비지배주주지분	1,273.1	1,388.5	1,655.4
자본총계	9,294.0	20,256.2	21,795.6

Key Financial Data

	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)			
SPS	89,260	88,986	116,696
EPS(지배주주)	3,963	2,787	5,438
CFPS	18,768	14,771	22,237
EBITDAPS	11,441	14,771	22,237
BPS	40,104	80,631	86,069
DPS	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)			
PER	0.0	194.5	99.7
PCR	0.0	36.7	24.4
PSR	0.0	6.1	4.6
PBR	0.0	6.7	6.3
EBITDA	2,288.1	3,428.5	5,203.4
EV/EBITDA	33.4	36.9	24.8
Key Financial Ratio(%)			
자기자본이익률(ROE)	10.6	4.8	6.5
EBITDA 이익률	12.8	16.6	19.1
부채비율	180.0	92.9	103.8
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	12.6	30.1	59.0
매출채권회전율(x)	6.1	6.3	6.5
재고자산회전율(x)	4.6	3.9	4.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘지에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

