

2022. 9. 19



▲ 이차전지/석유화학
 Analyst **노우호**
 02. 6454-4867
 wooho.rho@meritz.co.kr
 RA **이지호**
 02. 6454-4885
 jiholee@meritz.co.kr

Buy

| | |
|-------------|-------------------|
| 적정주가 (12개월) | 680,000 원 |
| 현재주가 (9.19) | 477,500 원 |
| 상승여력 | 42.4% |
| KOSPI | 2,355.66pt |
| 시가총액 | 1,117,350억원 |
| 발행주식수 | 23,400만주 |
| 유동주식비율 | 14.68% |
| 외국인비중 | 4.39% |
| 52주 최고/최저가 | 548,000원/356,000원 |
| 평균거래대금 | 1,813.5억원 |
| 주요주주(%) | |
| LG화학 외 1 인 | 81.84 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가 | 6.8 | 25.0 | 0.0 |
| 상대주가 | 13.0 | 43.6 | 0.0 |

주가그래프



| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|----------|
| 2020 | 1,461.1 | -475.2 | -455.5 | -2,278 | | 34,398 | 0.0 | 0.0 | -13.3 | -6.6 | 163.6 |
| 2021 | 17,851.9 | 768.5 | 792.5 | 3,963 | -305.8 | 39,831 | 0.0 | 0.0 | 2.9 | 10.7 | 171.8 |
| 2022E | 23,343.4 | 1,606.7 | 1,194.0 | 5,144 | 11.1 | 83,027 | 92.8 | 5.8 | 29.6 | 8.7 | 110.3 |
| 2024E | 44,308.9 | 4,234.7 | 3,131.5 | 13,382 | 35.0 | 106,322 | 35.7 | 4.5 | 13.8 | 13.4 | 139.6 |

LG에너지솔루션 373220

Top Tier의 경쟁력 시험 중

- ✓ 3Q22 Preview: 매출액 6.5조원, 영업이익 5,103억원으로 컨센서스 상회할 전망 배경은 판매가 연동계약 시행에 따른 판가상승/환율 효과, 전지별 판매량 증가
- ✓ 동사는 넉넉한 투자자금/R&D 역량 기반으로 배터리 기술 선도, 선별적 수주, 거점별 생산기지 확장 등으로 2025년 이후의 구조적 성장 Story 준비 중
- ✓ CATL과의 주가 비교 무의미: 성장산업의 1등 기업으로 멀티플 프리미엄 유효
- ✓ 커버리지 최선호 기업으로 투자의견 Buy, 적정주가 68만원 유지

3Q22 Preview: 판매단가 상승 확인, 매 분기 판매량은 추세적인 증가 중

동사는 3Q22 매출액 6.5조원, 영업이익 5,103억원으로 시장 예상치(영업이익 4,104억원)를 상회하였다. 해당 배경은 (1) 원소재 가격 상승에 프로젝트별 판매단가 연동계약 반영, (2) 판매물량 증가이다. 전지 Type별 흐름은 원통형 전지의 영업이익은 2,623억원을 추정, 이는 고객사 Tesla의 상해공장 라인증설 효과에 출하량이 증가한 점에 기인, EV 파워치 전지는 고객사별 차량용 반도체 공급차질이 해소 및 Ultium Cells 1기 상업가동 개시로 판매량이 증가 중이다. 2022년 동사의 연간 추정치 매출액 23.3조원, 영업이익 1.6조원을 제시한다.

LG에너지솔루션은 선별적 수주를 진행 중으로 OEM 대비 협상력 우위

올 상반기 동사가 공유했던 수주금액 및 2025년 이후의 사업목표는 상향 조정 중이다. Honda JV 이후 추가 확정 가능성이 높은 프로젝트가 다수 대기 중이다. (1) 원통형 전지는 국내/외 2170 및 4680 라인 증설을 통한 Tesla의 베를린/오스틴항 출하, (2) EV 파워치 전지는 현대/기아차, 르노, 도요타, 폭스바겐, Ford 등과 신규 프로젝트를 논의 중이다. 동사의 2025년 목표 생산Capa는 580Gw, 논의 중인 신규 프로젝트를 반영한 2030년 생산Capa는 1.1TW를 추정한다.

성장 산업의 1등 기업으로 Top Tier의 멀티플 프리미엄 유효

금일 종가 기준 동사의 주가는 시가총액 112조원으로 마감, 여전히 경쟁사 CATL 대비 EV/EBITDA 프리미엄 40%로 거래 중이다. 향후 전기차 침투율이 빠른 속도로 확장될 미국, 그리고 유럽에서의 CATL 대비 동사의 사업성과가 높아질 점에 주목한다. 현 주가 수준에서도 동사의 사업가치/주가는 고평가가 아닌 점, 주가 프리미엄이 유효한 구간으로 판단한다. 투자의견 Buy, 적정주가는 기존 타겟으로 68만원을 유지한다.

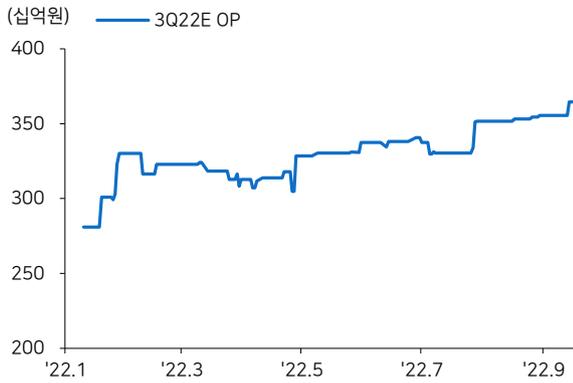
| (십억원) | 3Q22E | 3Q21 | (% YoY) | 2Q22 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 매출액 | 6,552.8 | 4,027.4 | 62.7 | 5,070.6 | 29.2 | 6,348.7 | 3.2 |
| 영업이익 | 510.3 | -372.8 | 흑전 | 195.6 | 160.9 | 410.4 | 24.3 |
| 순이익(지배주주) | 388.8 | -233.4 | 흑전 | 94.2 | 312.7 | 266.5 | 45.9 |
| 영업이익률(%) | 7.8 | -9.3 | | 3.9 | | 6.5 | |
| 순이익률(%) | 5.9 | -5.8 | | 1.9 | | 4.2 | |

자료: LG에너지솔루션, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 4,342.3 | 5,070.6 | 6,552.8 | 7,377.7 | 7,728.2 | 8,372.3 | 8,664.4 | 9,501.1 | 23,343.4 | 34,266.0 | 44,308.9 |
| 소형 배터리 | 1,954.1 | 2,281.8 | 2,813.5 | 3,340.0 | 3,460.4 | 3,821.8 | 4,051.8 | 4,467.1 | 10,389.3 | 15,801.1 | 19,839.9 |
| 파우치 | 390.8 | 342.3 | 562.7 | 634.6 | 622.9 | 573.3 | 688.8 | 848.8 | 1,930.4 | 2,733.7 | 2,073.5 |
| 원통형 | 1,563.2 | 1,939.5 | 2,250.8 | 2,705.4 | 2,837.5 | 3,248.6 | 3,363.0 | 3,618.4 | 8,458.9 | 13,067.4 | 17,766.4 |
| 중대형 배터리 | 2,301.4 | 2,788.8 | 3,739.2 | 4,037.7 | 4,267.8 | 4,550.5 | 4,612.6 | 5,034.0 | 12,867.2 | 18,464.9 | 24,469.0 |
| 영업이익 | 258.9 | 195.6 | 510.3 | 642.0 | 692.4 | 753.6 | 787.6 | 875.4 | 1,606.7 | 3,109.0 | 4,234.7 |
| %OP | 6.0% | 3.9% | 7.8% | 8.7% | 9.0% | 9.0% | 9.1% | 9.2% | 6.9% | 9.1% | 9.6% |
| 소형 배터리 | 250.1 | 251.0 | 312.3 | 377.4 | 394.5 | 435.7 | 461.9 | 513.7 | 1,190.8 | 1,805.8 | 2,323.4 |
| 파우치 | 50.0 | 62.7 | 50.0 | 60.4 | 59.2 | 65.4 | 69.3 | 77.1 | 223.1 | 270.9 | 348.5 |
| 원통형 | 200.1 | 188.2 | 262.3 | 317.0 | 335.3 | 370.3 | 392.6 | 436.7 | 967.7 | 1,534.9 | 1,974.9 |
| 중대형 배터리 | 46.0 | 55.8 | 198.0 | 264.6 | 297.9 | 317.9 | 325.6 | 361.7 | 564.4 | 1,303.2 | 1,911.3 |
| 세전이익 | 259.7 | 128.8 | 523.7 | 652.3 | 699.8 | 757.7 | 789.8 | 876.6 | 1,564.5 | 3,123.9 | 4,217.5 |
| 순이익(지배주주) | 226.6 | 94.2 | 388.8 | 484.4 | 519.6 | 562.6 | 586.4 | 650.9 | 1,194.0 | 2,319.5 | 3,131.5 |
| %YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2.1 | -1.2 | 62.7 | 66.2 | 78.0 | 65.1 | 32.2 | 28.8 | 30.8 | 46.8 | 29.3 |
| 영업이익 | -24.1 | -73.0 | 흑전 | 747.7 | 167.5 | 285.3 | 54.3 | 36.4 | 109.1 | 93.5 | 36.2 |
| 세전이익 | -50.4 | -84.9 | 흑전 | 543.2 | 169.5 | 488.5 | 50.8 | 34.4 | 55.5 | 99.7 | 35.0 |
| 순이익(지배주주) | -38.9 | -85.3 | 흑전 | 1,062.6 | 131.6 | 531.9 | 50.8 | 34.4 | 51.2 | 95.5 | 35.0 |
| %QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -2.2 | 16.8 | 29.2 | 12.6 | 4.8 | 8.3 | 3.5 | 9.7 | | | |
| 영업이익 | 241.8 | -24.4 | 160.9 | 25.8 | 7.9 | 8.8 | 4.5 | 11.2 | | | |
| 세전이익 | 156.0 | -50.4 | 306.7 | 24.6 | 7.3 | 8.3 | 4.2 | 11.0 | | | |
| 순이익(지배주주) | 438.5 | -60.3 | 336.8 | 24.6 | 7.3 | 8.3 | 4.2 | 11.0 | | | |

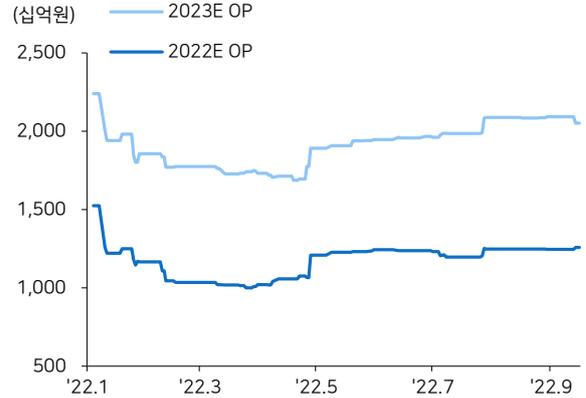
자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG에너지솔루션 3Q22E 영업이익 컨센서스



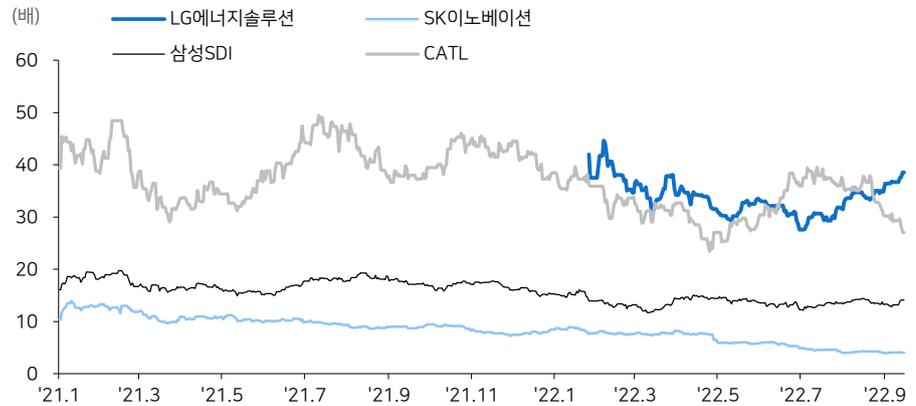
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG에너지솔루션 연간 영업이익 컨센서스



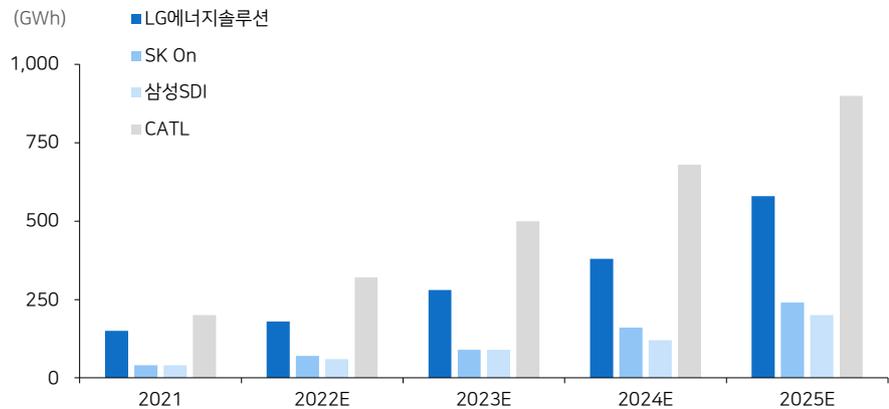
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 셀 기업 EV/EBITDA 추이



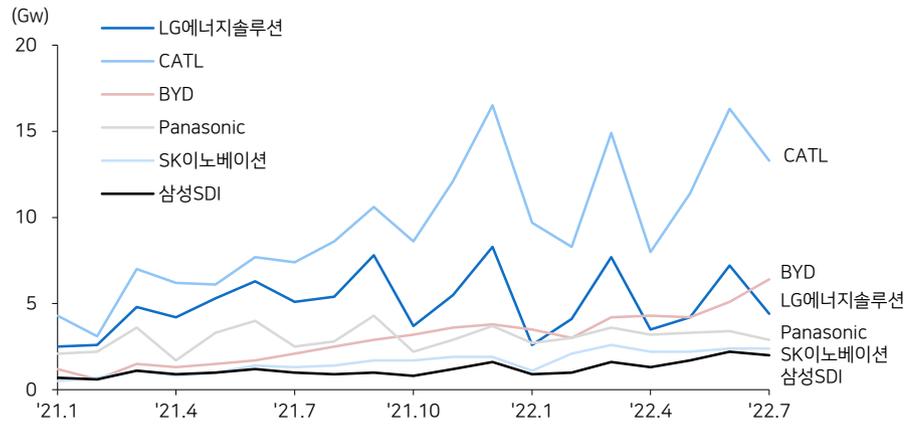
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 셀 기업별 생산 Capa 비교



자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 배터리 셀 출하량 추이



자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

LG 에너지솔루션 (373220)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 17,851.9 | 23,343.4 | 34,266.0 | 44,308.9 |
| 매출액증가율 (%) | 1,121.8 | 30.8 | 46.8 | 29.3 |
| 매출원가 | 13,953.1 | 17,616.7 | 24,694.6 | 32,943.9 |
| 매출총이익 | 3,898.8 | 5,726.7 | 9,571.4 | 11,365.0 |
| 판매관리비 | 3,130.3 | 4,120.0 | 6,462.5 | 7,130.3 |
| 영업이익 | 768.5 | 1,606.7 | 3,109.0 | 4,234.7 |
| 영업이익률 | 4.3 | 6.9 | 9.1 | 9.6 |
| 금융손익 | 44.7 | -22.1 | 14.9 | -17.2 |
| 중속/관계기업손익 | -11.6 | -16.9 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -24.5 | -3.3 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 777.2 | 1,564.5 | 3,123.9 | 4,217.5 |
| 법인세비용 | 76.5 | 365.9 | 781.0 | 1,054.4 |
| 당기순이익 | 929.9 | 1,198.6 | 2,342.9 | 3,163.1 |
| 지배주주지분 순이익 | 792.5 | 1,194.0 | 2,319.5 | 3,131.5 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 978.6 | 961.3 | 4,978.0 | 6,629.3 |
| 당기순이익(손실) | 929.9 | 1,198.6 | 2,342.9 | 3,163.1 |
| 유형자산상각비 | 1,378.7 | 2,171.9 | 3,449.7 | 4,434.5 |
| 무형자산상각비 | 73.1 | 96.2 | 85.7 | 69.6 |
| 운전자본의 증감 | -2,407.4 | -2,720.4 | -900.2 | -1,037.9 |
| 투자활동 현금흐름 | -2,178.1 | -12,784.7 | -8,128.1 | -9,347.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -3,462.9 | -6,412.7 | -8,000.0 | -9,200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -384.1 | -323.4 | -128.1 | -147.7 |
| 재무활동 현금흐름 | 882.8 | 12,177.5 | 2,755.4 | 2,686.3 |
| 차입금의 증감 | 768.2 | 2,478.4 | 2,755.4 | 2,686.3 |
| 자본의 증가 | -109.0 | 10,059.2 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -210.3 | 459.6 | -394.7 | -32.2 |
| 기초현금 | 1,493.2 | 1,282.9 | 1,742.4 | 1,347.8 |
| 기말현금 | 1,282.9 | 1,742.4 | 1,347.8 | 1,315.5 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 9,535.8 | 24,564.5 | 28,947.7 | 34,424.0 |
| 현금및현금성자산 | 1,282.9 | 1,742.4 | 1,347.8 | 1,315.5 |
| 매출채권 | 2,914.5 | 5,253.4 | 6,765.4 | 8,508.6 |
| 재고자산 | 3,895.8 | 9,131.2 | 11,759.1 | 14,789.0 |
| 비유동자산 | 14,228.3 | 19,140.9 | 23,733.7 | 28,577.4 |
| 유형자산 | 11,050.8 | 15,392.9 | 19,943.3 | 24,708.8 |
| 무형자산 | 455.4 | 455.7 | 370.1 | 300.5 |
| 투자자산 | 481.4 | 787.8 | 915.9 | 1,063.7 |
| 자산총계 | 23,764.1 | 43,705.4 | 52,681.4 | 63,001.4 |
| 유동부채 | 9,474.0 | 16,133.2 | 21,692.3 | 27,518.1 |
| 매입채무 | 2,177.7 | 5,750.4 | 7,405.3 | 9,313.4 |
| 단기차입금 | 1,146.3 | 1,478.0 | 1,958.0 | 2,438.0 |
| 유동성장기부채 | 1,057.1 | 2,222.4 | 3,222.4 | 3,822.4 |
| 비유동부채 | 5,547.8 | 6,787.9 | 7,861.8 | 9,192.9 |
| 사채 | 2,045.8 | 1,784.5 | 2,084.5 | 2,384.5 |
| 장기차입금 | 2,662.9 | 3,625.8 | 4,025.8 | 4,625.8 |
| 부채총계 | 15,021.8 | 22,921.0 | 29,554.1 | 36,711.0 |
| 자본금 | 100.0 | 117.0 | 117.0 | 117.0 |
| 자본잉여금 | 7,122.4 | 17,164.6 | 17,164.6 | 17,164.6 |
| 기타포괄이익누계액 | 406.1 | 616.5 | 616.5 | 616.5 |
| 이익잉여금 | 337.6 | 1,530.2 | 3,849.7 | 6,981.1 |
| 비지배주주지분 | 776.3 | 1,356.1 | 1,379.6 | 1,411.2 |
| 자본총계 | 8,742.4 | 20,784.4 | 23,127.3 | 26,290.4 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | |
| SPS | 89,260 | 100,570 | 146,436 | 189,354 |
| EPS(지배주주) | 3,963 | 5,144 | 9,912 | 13,382 |
| CFPS | 19,304 | 17,451 | 28,395 | 37,345 |
| EBITDAPS | 11,101 | 16,694 | 28,395 | 37,345 |
| BPS | 39,831 | 83,027 | 92,939 | 106,322 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | |
| PER | 0.0 | 92.8 | 48.2 | 35.7 |
| PCR | 0.0 | 27.4 | 16.8 | 12.8 |
| PSR | 0.0 | 4.7 | 3.3 | 2.5 |
| PBR | 0.0 | 5.8 | 5.1 | 4.5 |
| EBITDA | 2,220.3 | 3,874.8 | 6,644.3 | 8,738.7 |
| EV/EBITDA | 2.9 | 29.6 | 17.7 | 13.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.7 | 8.7 | 11.3 | 13.4 |
| EBITDA 이익률 | 12.4 | 16.6 | 19.4 | 19.7 |
| 부채비율 | 171.8 | 110.3 | 127.8 | 139.6 |
| 금융비용부담률 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 11.5 | 19.7 | 28.5 | 30.2 |
| 매출채권회전율(x) | 6.1 | 5.7 | 5.7 | 5.8 |
| 재고자산회전율(x) | 5.1 | 3.6 | 3.3 | 3.3 |

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

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 77.8% |
| 중립 | 22.2% |
| 매도 | 0.0% |

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

