

2023. 4. 10



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 810,000 원

현재주가 (4.7) 580,000 원

상승여력 39.7%

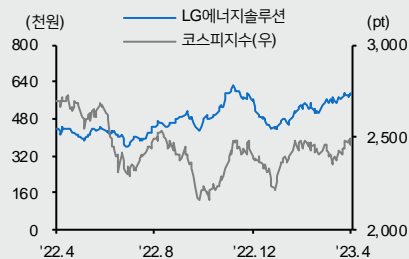
KOSPI	2,490.41pt
시가총액	1,357,200억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.79%
외국인비중	5.35%
52주 최고/최저가	624,000원/356,000원
평균거래대금	2,032.8억원

주요주주(%)

LG화학 외 1인	81.84
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.5	20.2	32.9
상대주가	1.4	7.8	43.8

주가그래프



LG에너지솔루션 373220

Premium: 실적 추정치, 적용 Multiple

- ✓ LG에너지솔루션은 1Q23 잠정실적을 공시: 매출액 8.7조원, 영업이익 6,332억원
- ✓ 당사/시장 예상치를 상회한 배경은 (1) 23.1월 개시된 AMPC(생산세액공제)에 근거한 1,003억원 반영, (2) Tesla향 원통형 전지 출하량 견조, (3) Ultium Cells 가동률 상승
- ✓ 동사가 연간 수취 가능한 AMPC는 23년 8,201억원, 24년 2.1조원, 25년 4.7조원
- ✓ 현재 논의 중인 미국 내 신규 프로젝트 확정 시, 동사가 AMPC 최대 수혜 기업
- ✓ 적정주가는 AMPC 적용에 따른 추정치 변경으로 적정주가 81만원으로 상향

1Q23P 시장 우려를 불식시킨 매출액 및 영업이익 서프라이즈

동사는 전주 1Q23 잠정 실적을 매출액 8.7조원, 영업이익 6,332억원으로 공시했다. 23.1월 개시한 AMPC(Advanced Manufacturing Production Credit)에 근거하여 동사는 1,003억원을 반영하며 당사/시장 예상치를 상회했다. 이를 제외한 실질 영업이익은 5,329억원이며, 사업부문별 실적 추정은 (1) 자동차 전지는 매출액 5.6조원/영업이익 2,442억원(OPM 4.3%), (2) 소형전지 매출액 2.6조원/영업이익 2,553억원(OPM 10.0%), (3) ESS는 매출액 4,401억원/영업이익 333억원(OPM 7.6%)이다.

2023년 동사의 미국 내 신규 프로젝트 다수 확정될 전망

지난 3/31에 발표된 IRA 세부수칙에서 생산자 세액공제(AMPC)는 발표되지 않았으나 동사는 당분기부터 기존 공개된 규정을 근거하여 Credit을 실적에 반영했다. 기존 미국 정부의 AMPC 가이드는 (1) 배터리 셀(\$35/KWh), 모듈(\$10/KWh), (2) 전극활물질과 핵심광물은 생산비용의 10% 세액공제를 2023~29년 적용, 33년 폐지이다. AMPC 또한 상반기 중 확정 공표될 예정으로 미국 내 추가 투자를 검토하는 동사를 비롯한 주체들의 투자 확정 소식이 연이어 발표될 전망이다. 동사는 전년 합작 MOU를 맺은 현대차, 도요타향 프로젝트의 확정을 앞두고 있고, Tesla향 신규 Chemistry 기반 추가 수주가 예상된다.

동사가 미국 AMPC의 최대 수혜, 이차전지 업종 최선호주 유지

동사를 이차전지 산업 최선호주로 유지한다. 동사는 2025년 총 580GWh의 글로벌 배터리 생산Capa(미국 생산규모 248Gwh)를 확보할 전망이다. 확정된 프로젝트를 고려한 동사의 연간 AMPC 혜택은 23년 8,201억원, 24년 2.1조원, 25년 4.6조원을 추정한다. 이에 연간 EBITDA 추정치 변경(24년 +18%, 25년 +59% 상향), EV/EBITDA 10.7배(CATL 대비 20% 프리미엄)로 적정주가 81만원을 제시한다.

(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	흑전	39,831	0.0	0.0	2.9	10.7	171.8
2022	25,598.6	1,213.7	767.2	3,305	-27.7	80,052	131.8	5.4	34.7	5.7	86.0
2023E	37,766.6	3,189.2	1,711.3	7,313	121.6	87,365	79.3	6.6	23.6	8.7	117.9
2024E	49,553.7	5,844.5	3,701.5	15,818	116.4	103,184	36.7	5.6	14.6	16.6	138.5

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	8,747.1	4,342.4	101.4	8,537.5	2.5	8,370.7	4.5	8,451.6	3.5
영업이익	633.2	258.9	144.6	237.4	166.7	484.7	30.6	486.5	30.2
영업이익률(%)	7.2	6.0		2.8		5.8		5.8	

자료: LG에너지솔루션, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

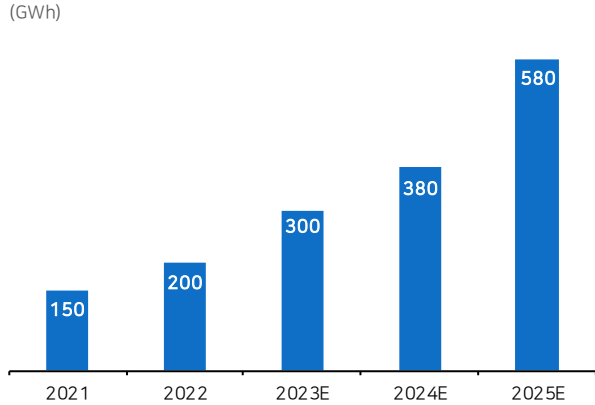
구분		1Q23P	4Q22	(% QoQ)	1Q22	(% YoY)
매출액		8,747.1	8,537.5	2.5%	4,342.4	101.4%
영업이익	Tax Credit 반영	633.2	237.4	166.7%	258.9	144.6%
	Tax Credit 미반영	532.9		124.5%		105.8%
영업이익률	Tax Credit 반영	7.2%	2.8%	+4.5%p	6.0%	+1.2%p
	Tax Credit 미반영	6.1%		+3.3%p		+0.1%p

자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	8,747.1	9,099.0	9,576.0	10,344.5	11,187.5	12,080.6	12,873.3	13,412.4	37,766.6	49,553.7	63,443.4
영업이익	633.2	722.9	807.4	1,025.7	1,199.7	1,397.0	1,538.6	1,709.2	3,189.1	5,844.5	11,626.7
%OP	7.2%	7.9%	8.4%	9.9%	10.7%	11.6%	12.0%	12.7%	8.4%	11.7%	18.3%
AMPC 반영	102.0	175.8	193.4	349.0	431.3	492.2	562.5	632.8	820.1	2,118.8	4,652.7
세전이익	425.5	506.6	580.6	810.2	998.5	1,199.0	1,331.7	1,496.6	2,323.0	5,025.8	10,865.4
순이익(지배주주)	316.0	376.2	431.0	588.1	733.1	885.3	985.9	1,097.2	1,711.3	3,701.5	7,997.1
%YoY											
매출액	101.4	79.4	25.2	21.2	27.9	32.8	34.4	29.7	47.5	31.2	28.0
영업이익	144.6	269.5	54.7	332.0	89.5	93.3	90.6	66.6	162.8	83.3	98.9
세전이익	63.9	293.5	140.3	121.8	134.6	136.7	129.4	84.7	133.4	116.3	116.2
순이익(지배주주)	39.4	299.5	132.0	125.6	132.0	135.3	128.8	86.6	123.0	116.3	116.1
%QoQ											
매출액	2.5	4.0	5.2	8.0	8.1	8.0	6.6	4.2			
영업이익	166.7	14.2	11.7	27.0	17.0	16.4	10.1	11.1			
세전이익	16.5	19.1	14.6	39.5	23.2	20.1	11.1	12.4			
순이익(지배주주)	21.2	19.1	14.6	36.5	24.6	20.8	11.4	11.3			

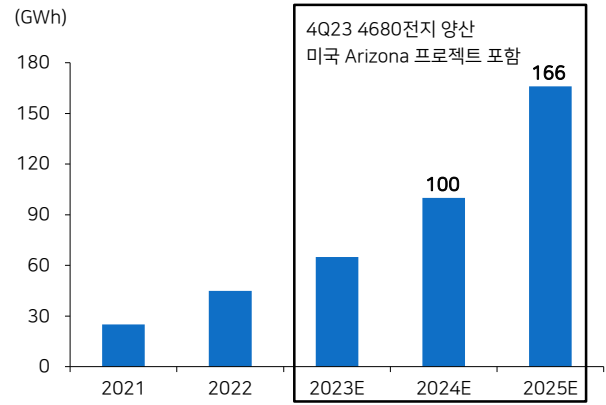
자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG에너지솔루션의 총 생산 Capa 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG에너지솔루션의 원통형 전지 생산 Capa 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 LG에너지솔루션의 23.3월 기준 확정된 북미 생산설비 구축 현황(추후 신규 고객사 및 JV 확정에 따른 변화 가능성 높아)

생산설비	생산규모	위치	내용	비고
단독	20Gw	미시건	LGES의 미국 최초 설비	2023년 AMPC 즉시 적용
Ultium Cells 1	45Gw	오하이오	GM 합작	2023년 AMPC 즉시 적용
Ultium Cells 2	50Gw	테네시	GM 합작	2024년 AMPC 즉시 적용
Ultium Cells 3	50Gw	미시건	GM 합작	2025년 AMPC 즉시 적용
L-H배터리컴퍼니	40Gw	오하이오	Honda 합작	2025년 AMPC 적용 예정
단독	43Gw	애리조나	Tesla 등 EV, ESS 포함	2025년 AMPC 원통형 전지 적용, 26년 LFP ESS 적용
넥스타에너지	45Gw	캐나다	스텔란티스 합작	캐나다 정부와 보조금 등 협의 중

자료: 기사 발췌, 메리츠증권 리서치센터

표5 LG에너지솔루션 적정주가 81만원으로 상향

사업가치 (A)	EBITDA('25E)	Fair Value
	18,382.8	197,615
적용 EV/EBITDA (2025년 기준 CATL 대비 프리미엄 20% 반영)	10.8	
기업가치		197,615
순차입금/보증 (B)		6,253
적정 시가총액 (A-B), (십억원)		191,361.9
발행 주식수(천주)		234,000
적정주가(원)		810,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 에너지솔루션 (373220)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,461.1	17,851.9	25,598.6	37,766.6	49,553.7
매출액증가율 (%)		1,121.8	43.4	47.5	31.2
매출원가	1,237.0	13,953.1	21,308.1	26,302.8	36,325.5
매출총이익	224.1	3,898.8	4,290.5	11,463.8	13,228.2
판매관리비	699.3	3,130.3	3,076.8	8,274.7	7,383.7
영업이익	-475.2	768.5	1,213.7	3,189.2	5,844.5
영업이익률	-32.5	4.3	4.7	8.4	11.8
금융손익	-110.0	44.7	-133.5	-866.2	-818.7
중속/관계기업손익	1.2	-11.6	-36.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.9	-24.5	-48.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	-604.9	777.2	995.3	2,323.0	5,025.8
법인세비용	-147.4	76.5	215.5	580.7	1,256.4
당기순이익	-451.8	929.9	779.8	1,742.2	3,769.3
지배주주지분 손이익	-455.5	792.5	767.2	1,711.3	3,701.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	9,085.7	9,535.8	18,804.3	21,531.1	27,440.6
현금및현금성자산	1,493.2	1,282.9	5,938.0	5,943.6	7,233.0
매출채권	2,931.2	2,914.5	4,771.9	5,781.8	7,496.5
재고자산	3,043.1	3,895.8	6,995.6	8,476.3	10,990.1
비유동자산	10,856.1	14,228.3	19,495.2	27,141.5	34,809.5
유형자산	8,683.6	11,050.8	15,331.1	23,043.6	30,711.0
무형자산	325.8	455.4	642.1	516.0	414.6
투자자산	108.8	481.4	687.1	747.1	848.9
자산총계	19,941.8	23,764.1	38,299.5	48,672.6	62,250.0
유동부채	6,889.2	9,474.0	11,444.9	17,860.5	25,703.0
매입채무	2,592.3	2,177.7	3,841.8	4,654.9	6,035.4
단기차입금	793.6	1,146.3	1,244.0	2,644.0	4,164.0
유동성장기부채	329.5	1,057.1	1,622.7	3,622.7	5,662.7
비유동부채	5,487.2	5,547.8	6,260.8	8,476.1	10,441.7
사채	1,943.7	2,045.8	1,460.0	2,060.0	2,460.0
장기차입금	3,076.7	2,662.9	3,697.3	5,097.3	6,297.3
부채총계	12,376.4	15,021.8	17,705.7	26,336.6	36,144.7
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
기타포괄이익누계액	1.2	406.1	296.1	296.1	296.1
이익잉여금	-453.1	337.6	1,154.5	2,865.8	6,567.3
비지배주주지분	685.8	776.3	1,861.6	1,892.5	1,960.3
자본총계	7,565.4	8,742.4	20,593.8	22,336.0	26,105.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	395.4	978.6	-579.8	4,064.7	7,129.8
당기순이익(손실)	-451.8	929.9	779.8	1,742.2	3,769.3
유형자산상각비	110.6	1,378.7	1,745.5	2,887.5	4,432.5
무형자산상각비	5.0	73.1	97.2	126.1	101.4
운전자본의 증감	177.7	-2,320.3	-4,021.1	-691.1	-1,173.4
투자활동 현금흐름	-884.8	-2,178.1	-6,259.4	-10,660.0	-12,201.8
유형자산의증가(CAPEX)	-260.3	-3,462.9	-6,209.9	-10,600.0	-12,100.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	-384.1	-242.4	-60.0	-101.8
재무활동 현금흐름	-203.0	882.8	11,414.6	6,600.8	6,361.4
차입금의 증감	6,201.1	768.2	1,144.6	6,600.8	6,361.4
자본의 증가	7,331.5	-109.0	10,059.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-706.9	-210.3	4,655.1	5.6	1,289.4
기초현금	2,200.0	1,493.2	1,282.9	5,938.0	5,943.6
기말현금	1,493.2	1,282.9	5,938.0	5,943.6	7,233.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,305	89,260	110,274	161,396	211,768
EPS(지배주주)	-2,278	3,963	3,305	7,313	15,818
CFPS	1,825	18,869	15,270	23,174	41,745
EBITDAPS	-1,798	11,101	13,167	26,508	44,352
BPS	34,398	39,831	80,052	87,365	103,184
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	131.8	79.3	36.7
PCR	0.0	0.0	28.5	25.0	13.9
PSR	0.0	0.0	3.9	3.6	2.7
PBR	0.0	0.0	5.4	6.6	5.6
EBITDA	-359.6	2,220.3	3,056.4	6,202.8	10,378.3
EV/EBITDA	-13.3	2.9	34.7	23.6	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.6	10.7	5.7	8.7	16.6
EBITDA 이익률	-24.6	12.4	11.9	16.4	20.9
부채비율	163.6	171.8	86.0	117.9	138.5
금융비용부담률	0.5	0.4	0.4	0.6	0.8
이자보상배율(x)	-60.1	11.5	10.7	13.3	15.6
매출채권회전율(x)	0.5	6.1	6.7	7.2	7.5
재고자산회전율(x)	0.5	5.1	4.7	4.9	5.1

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

