

2023. 7. 27



▲ 이차전지/석유화학

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

Buy

적정주가 (12개월) **670,000 원**

현재주가 (7.27) **540,000 원**

상승여력 **24.1%**

KOSPI	2,603.81pt
시가총액	1,263,600억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.79%
외국인비중	5.30%
52주 최고/최저가	624,000원/393,500원
평균거래대금	2,079.1억원

주요주주(%)		
LG화학 외 1인		81.84
국민연금공단		5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	6.7	37.2
상대주가	-4.6	1.8	27.3

주가그래프



LG에너지솔루션 373220

전방 수요 부진 앞에 장사 없다

- ✓ 2Q23 Review: GM Bolt 리콜 분담비용 추가되며 일회성 비용 발생
- ✓ 3Q23E 매출액 7.9조원(-8.9% QoQ), 영업이익 4,558억원(-1.0% QoQ) 추정
- ✓ 2H23 주요 추정 변수에 출하량 및 판매단가 동반 하락 예상으로 눈높이 낮춰야
- ✓ 2H23 최종 완성차들의 시장 점유율 증감 여부에 공급망별 실적 희비 발생
- ✓ 이차전지 산업의 여전히 성장성과 동사의 시장 지배력으로 투자의견 Buy는 유지 단, 적정주가는 추정치 변경을 반영하여 67만원으로 하향 제시

2Q23 Review: P Q 동반 부진, 선도 기업도 낙관하기 어려운 전방 수요

동사는 2Q23 매출액 8.7조원, 영업이익 4,606억원을 공시했다. 지난 7/5 잠정 실적 대비 특이사항은 GM Bolt 총당금 1,510억원이 추가 반영되었다. 사업부문별 Highlight는 (1) 메탈가격 하락 영향에 판매단가(-8% QoQ 추정) 및 저가법 손실 반영, (2) 고객사별 상이한 출하량 흐름: 유럽권 OEM들은 여전히 생산차질/수요 부진 Vs. 미국 GM향 출하량 증가로 방어한 점이다.

2H23 Preview: 수요 불확실성 속, 동사의 출하량 가이던스 현실성 검증

3Q23E 매출액 7.9조원, 영업이익 4,558억원을 추정한다. 주요 변수로 (1) 판매단가 하락 추정(-11% QoQ), (2) 출하량 감소: 주력 고객사의 생산 라인 조정 계획에 원통형 전지의 출하량 하향(-23% QoQ), VW/VolVo/Renault 등 주요 유럽권 OEM들의 재고 Build-up 시점 지연 등이다. 동사는 컨퍼런스 콜을 통해 연말 출하물량 정상화 가능성을 제시, 이는 (1) GM의 신규 차종 출시에 따른 출하량 효과, (2) 유럽권 OEM들의 구매 시점 도래, (3) 원통형 전지의 기존/신규 고객사향 출하량 증가를 근거로 한다. 하반기 높아진 수요 불확실성을 감안하여 연간 추정치를 34.1조원(기존대비 -9.5%) 하향한다.

이차전지 산업의 성장성을 품은 동사에 투자의견 Buy는 유지, 연간 추정치 하향과 모회사의 지분매각 가능성에 적정주가는 67만원으로 하향 제시

전방 EV 시장 내 동사의 지배력과 상위권 자동차 기업들과의 파트너십을 통한 시장 선점 효과는 동사에 프리미엄 요인이다. 투자의견 Buy 유지한다. 단, 기존 동사에 부여했던 CATL 등 경쟁사 프리미엄에도 불구하고, 연간 추정치 하향(보수적 판매단가 흐름과 신규 설비들의 가동 일정 지연 등)으로 적정주가는 67만원(25년 기준 EV/EBITDA 9.8배, 평균대비 20% 할증)으로 하향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	34,158.6	1,919.9	965.1	4,124	33.6	85,952	130.9	6.3	26.8	5.0	103.5
2024E	43,916.1	3,966.8	2,070.8	8,850	110.3	94,802	61.0	5.7	15.4	9.8	137.0
2025E	57,148.1	8,635.8	5,258.7	22,473	154.3	117,275	24.0	4.6	8.3	21.2	131.6

표1 LG에너지솔루션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	8,747.1	8,773.5	7,994.6	8,643.5	9,187.5	10,707.4	11,754.8	12,266.4	34,158.6	43,916.1	57,148.1
소형전지	2,536.7	2,544.3	2,391.5	2,762.5	3,088.4	3,371.5	3,587.3	3,836.1	10,235.0	13,883.3	16,841.6
IT/기타	456.6	508.9	597.9	607.8	648.6	674.3	789.2	728.9	2,171.1	2,840.9	2,766.5
EV 원통형	2,080.1	2,035.5	1,793.7	2,154.8	2,439.9	2,697.2	2,798.1	3,107.2	8,063.9	11,042.4	14,075.1
중대형전지	6,910.2	6,931.1	5,603.0	5,880.9	6,099.1	7,335.9	8,167.4	8,430.3	25,325.2	30,032.7	40,306.6
EV용	6,219.2	6,238.0	5,042.7	5,292.8	5,550.2	6,749.0	7,514.1	7,755.9	22,792.7	27,569.1	36,275.9
ESS	691.0	693.1	560.3	588.1	548.9	586.9	653.4	674.4	2,532.5	2,463.6	4,030.7
영업이익	532.9	460.6	455.8	580.8	701.4	884.7	1,088.0	1,292.7	2,030.0	3,966.8	8,635.8
AMPC 반영	102.0	110.9	141.2	204.2	267.2	314.1	337.5	406.1	558.2	1,324.8	2,921.6
%OP	6.1%	5.2%	5.7%	6.7%	7.6%	8.3%	9.3%	10.5%	5.9%	9.0%	15.1%
영업이익-AMPC	430.9	350.0	314.6	376.6	434.2	570.7	750.5	886.6	1,472.1	2,642.0	5,714.2
소형전지	193.9	157.5	141.1	179.6	219.3	269.7	290.6	314.6	718.0	1,094.1	1,419.4
IT/기타	34.9	31.5	35.3	39.5	46.0	53.9	63.9	59.8	149.4	223.7	233.1
EV 원통형	159.0	126.0	105.8	140.1	173.2	215.8	226.6	254.8	568.5	870.4	1,186.3
중대형전지	237.0	192.5	173.5	197.0	215.0	301.0	459.9	572.1	856.1	1,547.9	4,294.8
EV용	234.6	39.6	170.1	193.1	210.7	294.9	450.7	560.6	843.9	1,516.9	4,208.9
ESS	2.4	1.9	3.5	3.9	4.3	6.0	9.2	11.4	12.3	31.0	85.9
세전이익	711.2	645.9	205.5	337.0	462.9	639.9	825.5	1,016.9	1,899.6	2,945.2	7,489.2
순이익(지배주주)	500.6	432.4	147.9	240.9	320.0	444.3	583.6	722.8	1,321.8	2,070.8	5,258.7
%YoY											
매출액	101.4	73.0	4.5	1.2	5.0	22.0	47.0	41.9	33.4	28.6	30.1
영업이익	105.9	135.5	-12.7	144.6	31.6	92.1	138.7	122.6	67.3	95.4	117.7
세전이익	173.9	401.7	-14.9	-7.7	-34.9	-0.9	301.7	201.7	90.9	55.0	154.3
순이익(지배주주)	120.9	359.2	-20.4	-7.6	-36.1	2.8	294.6	200.1	72.3	56.7	153.9
%QoQ											
매출액	2.5	0.3	-8.9	8.1	6.3	16.5	9.8	4.4			
영업이익	124.5	-13.6	-1.0	27.4	20.8	26.1	23.0	18.8			
세전이익	94.7	-9.2	-68.2	64.0	37.3	38.2	29.0	23.2			
순이익(지배주주)	92.0	-13.6	-65.8	62.8	32.9	38.8	31.4	23.9			

자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 LG에너지솔루션 적정주가 67만원으로 하향 제시		
사업가치 (A)	EBITDA('25E)	Fair Value
	17,539.2	171,883.9
적용 EV/EBITDA (2025년 기준 CATL 등 경쟁사들 대비 프리미엄 20% 반영)	9.8	
기업가치(십억원)		155,650.9
순차입금/보증 (B)		16,233.0
적정 시가총액 (A-B), (십억원)		155,650.9
발행 주식수(천주)		234,000
적정주가(원)		670,000

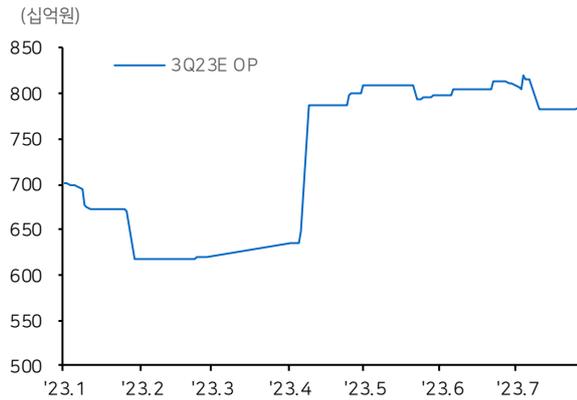
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG에너지솔루션의 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 순이익 추정	신규 순이익 추정	변화율
2023E	37,766.6	34,158.6	-10%	3,189.1	1,919.9	-40%	1,899.4	965.1	-49%
2024E	49,553.7	43,916.1	-11%	5,844.5	3,966.8	-32%	3,627.3	2,070.8	-43%
2025E	63,443.4	57,148.1	-10%	11,626.7	8,635.8	-26%	7,830.2	5,258.7	-33%

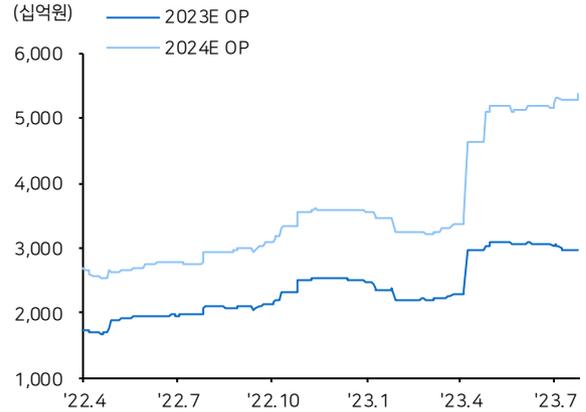
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q23 LG에너지솔루션의 영업이익 컨센서스 흐름



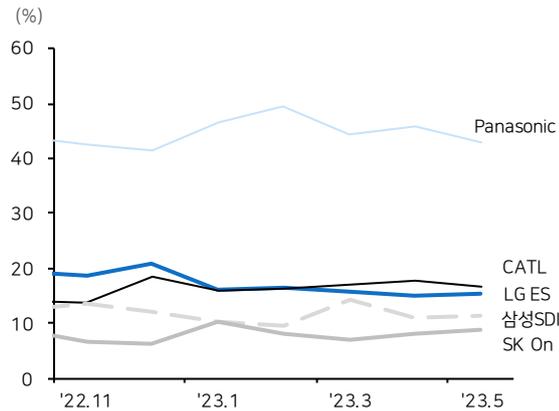
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 LG에너지솔루션의 영업이익 컨센서스 흐름



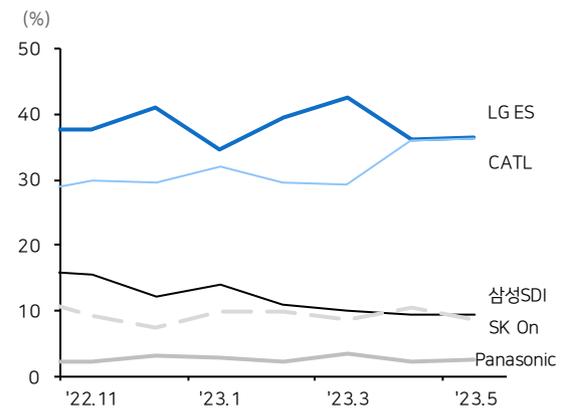
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 지역별 배터리 월간 출하 점유율: 미국



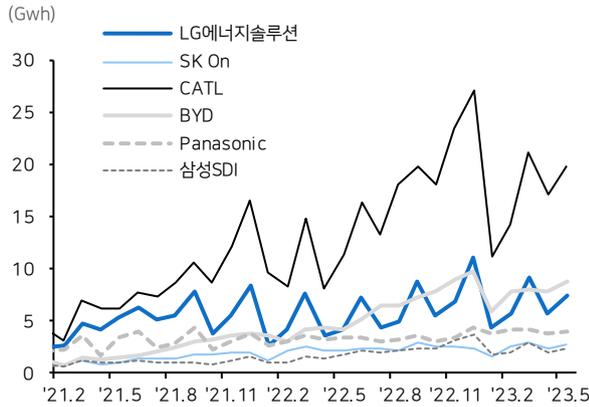
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림4 지역별 배터리 월간 출하 점유율: 유럽



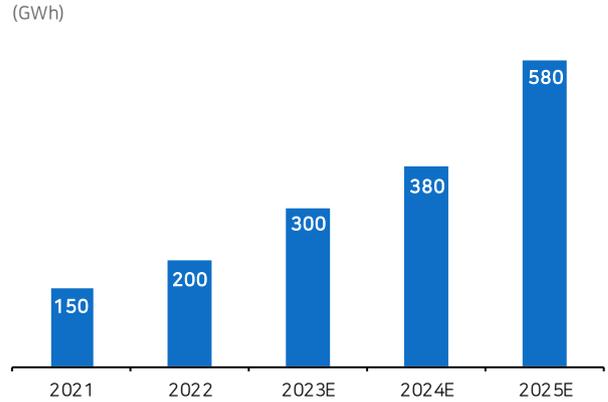
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 배터리 셀 기업들의 월간 출하량



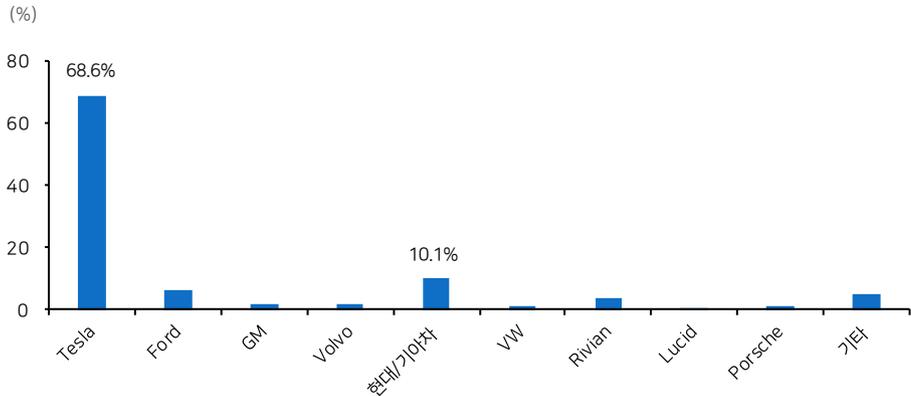
자료: SNE 리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG에너지솔루션의 연간 생산Capa 전망



자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2023년 상반기 기준 미국 내 자동차 기업별 EV 점유율



자료: Cox Auto Data 정리, 메리츠증권 리서치센터

그림8 모회사 LG화학 2024년 글로벌 최저한세 적용에 자회사 지분 매각 가능성 제기

2H23 실적 변수를 제외한 동사의 주가 특이사항은 모회사의 지분매각 실행력

지난 6월 언론을 통해 모회사 LG화학은 투자재원 확보 목적으로 자회사 LG에너지솔루션의 지분 매각 가능성이 보도된 바 있음. 현 시점 LG화학은 미확정 공시를 통해 유보적 입장을 표현한 바 있음. 단, 당사 판단은 올 하반기 모회사의 지분 매각 가능성이 높다는 의견을 제시. 근거는 LG화학의 LG에너지솔루션 지분매각은 투자재원 확보가 우선순위가 아닌 점을 추정

2024년 국내→ 25년 해외 국가별 순차적으로 적용 예정인 '글로벌 최저한세(Pillar 2)' 영향에 모회사 LG화학의 세무 부담이 커질 수 있는 점에 주목함(연결 회계 기준 최종 모회사에 세금 납세 의무를 부여. LG에너지솔루션의 폴란드 등 낮은 세율이 적용되는 국가에 생산기지를 갖춘 자회사들에 적용). LG화학의 LG에너지솔루션에 지분율 80%를 하회할 경우, 해당 세무 부담이 완화 가능. 이는 외부 투자자의 지분이 20%를 상회할 경우, 해당 조세 납세 의무가 최종 모회사(LG화학)가 아닌 사업회사로(LG에너지솔루션) 전이 가능하다는 예외 조항이 있기 때문. 올 하반기 동사 주가는 모회사의 지분매각 실행을 단기 Risk로 판단

자료: 당사 7/10 발간된 LG에너지솔루션 리뷰 자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

LG 에너지솔루션 (373220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	17,851.9	25,598.6	34,158.6	43,916.1	57,148.1
매출액증가율(%)	1,121.8	43.4	33.4	28.6	30.1
매출원가	13,953.1	21,308.1	27,237.8	33,553.4	45,591.0
매출총이익	3,898.8	4,290.5	6,920.8	10,362.7	11,557.1
판매관리비	3,130.3	3,076.8	5,000.9	6,395.9	2,921.4
영업이익	768.5	1,213.7	1,919.9	3,966.8	8,635.8
영업이익률(%)	4.3	4.7	5.6	9.0	15.1
금융손익	44.7	-133.5	-707.6	-1,021.6	-1,146.6
종속/관계기업손익	-11.6	-36.6	-9.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.5	-48.3	164.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	777.2	995.3	1,366.9	2,945.2	7,489.2
법인세비용	76.5	215.5	316.5	736.3	1,872.3
당기순이익	929.9	779.8	1,050.4	2,208.9	5,616.9
지배주주지분 순이익	792.5	767.2	965.1	2,070.8	5,258.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	9,535.8	18,804.3	18,920.2	24,143.8	30,582.5
현금및현금성자산	1,282.9	5,938.0	4,917.5	4,282.8	5,695.6
매출채권	2,914.5	4,771.9	5,229.0	7,420.7	9,310.9
재고자산	3,895.8	6,995.6	7,386.4	10,482.4	13,152.4
비유동자산	14,228.3	19,495.2	26,942.3	34,508.6	39,721.3
유형자산	11,050.8	15,331.1	22,465.0	30,002.2	35,185.9
무형자산	455.4	642.1	602.9	497.3	410.2
투자자산	481.4	687.1	806.1	940.8	1,056.9
자산총계	23,764.1	38,299.5	45,862.5	58,652.3	70,303.9
유동부채	9,474.0	11,444.9	15,686.6	24,155.7	29,058.0
매입채무	2,177.7	3,841.8	4,944.0	7,016.3	8,803.4
단기차입금	1,146.3	1,244.0	2,496.8	4,016.8	4,816.8
유동성장기부채	1,057.1	1,622.7	3,154.2	5,074.2	5,474.2
비유동부채	5,547.8	6,260.8	7,639.9	9,751.6	10,884.0
사채	2,045.8	1,460.0	1,946.7	2,426.7	2,786.7
장기차입금	2,662.9	3,697.3	4,577.1	5,777.1	6,177.1
부채총계	15,021.8	17,705.7	23,326.4	33,907.3	39,942.0
자본금	100.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,122.4	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6
기타포괄이익누계액	406.1	296.1	711.0	711.0	711.0
이익잉여금	337.6	1,154.5	2,120.2	4,191.0	9,449.7
비지배주주지분	776.3	1,861.6	2,423.3	2,561.4	2,919.6
자본총계	8,742.4	20,593.8	22,536.1	24,745.0	30,361.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	978.6	-579.8	3,826.6	5,959.4	13,124.9
당기순이익(손실)	929.9	779.8	1,050.4	2,208.9	5,616.9
유형자산상각비	1,378.7	1,745.5	3,071.2	5,262.8	8,816.3
무형자산상각비	73.1	97.2	123.9	105.6	87.1
운전자본의 증감	-2,320.3	-4,021.1	-709.8	-1,618.0	-1,395.4
투자활동 현금흐름	-2,178.1	-6,259.4	-10,043.7	-12,934.7	-14,090.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,462.9	-6,209.9	-9,986.4	-12,800.0	-14,000.0
투자자산의 감소(증가)	-384.1	-242.4	-128.8	-134.7	-116.2
재무활동 현금흐름	882.8	11,414.6	5,154.0	6,340.7	2,377.8
차입금의 증감	768.2	1,144.6	5,096.2	6,340.7	2,377.8
자본의 증가	-109.0	10,059.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-210.3	4,655.1	-1,020.5	-634.7	1,412.8
기초현금	1,493.2	1,282.9	5,938.0	4,917.5	4,282.8
기말현금	1,282.9	5,938.0	4,917.5	4,282.8	5,695.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	89,260	110,274	145,977	187,676	244,223
EPS(지배주주)	3,963	3,305	4,124	8,850	22,473
CFPS	18,869	15,270	20,461	37,287	72,390
EBITDAPS	11,101	13,167	21,859	39,894	74,954
BPS	39,831	80,052	85,952	94,802	117,275
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	131.8	130.9	61.0	24.0
PCR	0.0	28.5	26.4	14.5	7.5
PSR	0.0	3.9	3.7	2.9	2.2
PBR	0.0	5.4	6.3	5.7	4.6
EBITDA(십억원)	2,220.3	3,056.4	5,115.0	9,335.2	17,539.2
EV/EBITDA	2.9	34.7	26.8	15.4	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	5.7	5.0	9.8	21.2
EBITDA 이익률	12.4	11.9	15.0	21.3	30.7
부채비율	171.8	86.0	103.5	137.0	131.6
금융비용부담률	0.4	0.4	1.0	1.3	1.2
이자보상배율(x)	11.5	10.7	5.6	7.1	12.3
매출채권회전율(x)	6.1	6.7	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	5.1	4.7	4.8	4.9	4.8

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 추천 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 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

