



BUY (유지)

목표주가(12M) 502,000원(하향)
현재주가(1.26) 381,000원

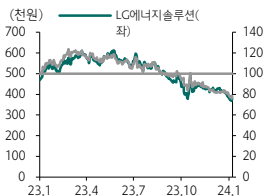
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,478.56
52주 최고/최저(원)	612,000/368,000
시가총액(십억원)	89,154.0
시가총액비중(%)	4.44
발행주식수(천주)	234,000.0
60일 평균 거래량(천주)	267.5
60일 평균 거래대금(십억원)	114.0
외국인지분율(%)	4.81
주요주주 지분율(%)	
LG화학	81.84
국민연금공단	5.78

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	34,203.4	38,307.6
영업이익(십억원)	2,374.2	3,701.0
순이익(십억원)	1,860.2	2,923.1
EPS(원)	6,900	9,907
BPS(원)	87,384	97,307

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	17,851.9	25,598.6	33,745.5	33,865.9
영업이익	768.5	1,213.7	2,163.2	2,589.4
세전이익	777.2	995.3	2,043.3	2,220.8
순이익	792.5	767.2	1,409.2	1,014.4
EPS	3,963	3,305	6,022	4,335
증감율	흑전	(16.60)	82.21	(28.01)
PER	0.00	131.77	70.99	87.89
PBR	0.00	5.44	4.84	4.11
EV/EBITDA	2.90	34.66	27.43	18.59
ROE	10.68	5.75	7.15	4.79
BPS	39,831	80,052	88,304	92,639
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 1월 29일 | 기업분석_Earnings Review

LG에너지솔루션 (373220)

불확실성 확대 구간

4Q23 Review : 수익성 악화

4분기 실적은 매출 8조원(YoY -6%, QoQ -3%), 영업이익 3,382억원(YoY +43%, QoQ -54%)으로 부진했다. 1) 자동차 전지 부문(매출 비중 64%)은, 유럽 EV 시장 부진(4분기 판매량 YoY -10%, QoQ +2%)을 미국 시장이 일부 상쇄하였으나(4분기 판매량 YoY +43%, QoQ +9%), 높은 유럽 매출 비중(63%) 및 메탈 연동 평가 하락으로, 부문 매출 YoY -7%, QoQ -5% 감소했다. 부문 영업이익률은 평가 하락 과정에서의 역래킹 및 유럽 공장 가동을 하락에 따른 고정비 부담 증가로, QoQ -4.4%p 하락한 5.4% 기록한 것으로 추정된다. 한편, 생산 보조금(AMPC) 제외 시 영업이익률은 0.5%(QoQ -5.3%p)로 추정된다. 2) 소형전지 부문(매출 비중 23%)은 테슬라의 4분기 유럽 인도 대수 부진(YoY -12%, QoQ -9%)으로 부문 매출 YoY -22%, QoQ -22% 감소했다. 부문 영업이익률은 평가 하락 및 출하 감소 영향 맞물리며 전분기 대비 악화된 것으로 추정된다(1.1%, QoQ -9.7%p). 한편, 전사 수익성은 AMPC로 인한 현금 유입 예상액 반영(약 2,501억원) 기준 영업이익률 4.2%(QoQ -4.7%p) 기록했다. AMPC 제외 시 영업이익은 881억원이다(OPM 1.1%, QoQ -5.2%p).

1분기 생산 보조금 제외 시 영업 적자 전환 불가피

1분기 실적은 매출 6.3조원(YoY -28%, QoQ -21%), 영업이익 296억원(YoY -95%, QoQ -91%)으로 부진할 전망이다. 소형 전지 부문의 경우 테슬라량 물량 QoQ 증가 예상되나 메탈 가격 하락에 따른 평가 하락폭이 이를 상당 부분 상쇄시키고, 자동차 전지 부문은 출하 감소 및 평가 하락으로 매출 감소와 수익성 악화 불가피하다. 전사 영업이익률은 QoQ -3.7%p 하락한 0.5%를 전망한다(AMPC 제외 시 영업이익률 -2.5%(QoQ -3.6%p)).

시총 85조원 - 110조원 트레이딩 접근 권고

트럼프 리스크 및 규제 속도 조절로 인해 장기 실적 가시성이 떨어지는 시기다. 이처럼 가시거리가 단축될 때, Valuation의 무게 중심은 EV/EBITDA에서 P/E 방식으로 넘어간다. 시설 투자 증가 구간에서 가파른 감가상각비 증가를 보상해주는 EV/EBITDA가 힘을 얻으려면 자본 투자 후 장기 이익 가시성이 높은 확률로 확보되어야 하는데, 어떠한 이유로든 그 근거가 약해지고 있다면 보다 확실한 현재의 이익(EPS)에 기초할 수밖에 없다. 따라서 당분간은 P/E Valuation 시 적정 시총(95조원)을 중심으로 한 트레이딩 접근이 적절하다. 최근 2년간 P/E 추이를 보면, 12M Fwd P/E가 미국 전기차 시장 성장률에 수렴하는 모습을 보이고 있는데(미국 전기차 시장 성장률 2022년 +69%, 2023년 +54%), 2024년 40% 내외 성장 예상된다는 점에서 시총 85조원~90조원은 bottom value라고 판단한다(반대로, 85조원을 방어하려면 미국의 40% 성장 여부가 중요하다). 근본적으로는, 정책 리스크와 함께 2024년은 AMPC 제외한 영업이익 및 지배주주 EPS가 전년 대비 감소하는 구간이라는 점에서, 실적 및 Valuation factor 하향 조정해 목표주가를 502,000원으로 낮추었으며, 정책 불확실성 해소 전까지는 시총 85조원~110조원 내에서의 트레이딩 접근을 권고한다.

도표 1. LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2차전지	8,747	8,773	8,224	8,001	6,283	7,638	9,283	10,662	25,599	33,745	33,866	44,459
	소형전지	2,673	2,592	2,382	1,862	1,920	2,437	2,933	3,179	8,827	9,510	10,469	14,245
	중대형전지	6,074	6,182	5,842	6,139	4,363	5,201	6,350	7,483	16,772	24,236	23,397	30,213
	전기차배터리	5,726	5,782	5,394	5,148	3,863	4,722	5,693	6,609	14,893	22,050	20,887	26,992
	ESS	348	400	448	990	500	479	657	874	1,879	2,186	2,510	3,222
	합계	8,747	8,773	8,224	8,001	6,283	7,638	9,283	10,662	25,599	33,745	33,866	44,459
	YoY	101%	73%	8%	-6%	-28%	-13%	13%	33%	43%	32%	0%	31%
영업이익	2차전지	533	350	515.7	88	-157	84	570	728	1,214	1,486	1,225	2,673
	소형전지	240	260	257	20	29	76	280	290	916	777	675	1,189
	중대형전지	293	90	259	68	-186	8	290	438	298	709	550	1,483
	전기차배터리	291	89	313	28	-113	59	265	389	437	721	599	1,419
	ESS	2	0	-54	40	-73	-51	24	49	-139	-12	-49	64
	AMPC 이익기여분	100	111	216	250	187	280	364	535		677	1,365	3,071
	합계	633	461	731	338	30	364	934	1,262	1,214	2,163	2,589	5,743
	YoY	145%	135%	40%	43%	-95%	-21%	28%	273%	58%	78%	20%	122%
영업이익률	2차전지	6.1%	4.0%	6.3%	1.1%	-2.5%	1.1%	6.1%	6.8%	4.7%	4.4%	3.6%	6.0%
	소형전지	9.0%	10.0%	10.8%	1.1%	1.5%	3.1%	9.6%	9.1%	10.4%	8.2%	6.4%	8.3%
	중대형전지	4.8%	1.5%	4.4%	1.1%	-4.3%	0.2%	4.6%	5.9%	1.8%	2.9%	2.4%	4.9%
	전기차배터리	5.1%	1.5%	5.8%	0.5%	-2.9%	1.2%	4.7%	5.9%	3%	3%	3%	5%
	ESS	0.6%	0.1%	-12.0%	4.0%	-14.5%	-10.6%	3.7%	5.7%	-7%	-1%	-2%	2%
	AMPC 효과 제외 시	6.1%	4.0%	6.3%	1.1%	-2.5%	1.1%	6.1%	6.8%	-	4.4%	3.6%	6.0%
	합계	7.2%	5.2%	8.9%	4.2%	0.5%	4.8%	10.1%	11.8%	4.7%	6.4%	7.6%	12.9%
순이익		501	432	328	148	-21	132	380	522	767	1,409	1,014	2,422

자료: LG에너지솔루션, 하나증권

도표 2. LG에너지솔루션 P/E Valuation

(단위: 십억원)

		23	24F	25F	비고
영업이익	소형전지	777	675	1,189	
	중대형전지	709	550	1,483	
	영업이익 Total	1,486	1,225	2,673	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	606.0	526.1	927.6	
	중대형전지	553.4	429.0	1,156.9	
	지배지분순이익 Total	1,159	955	2,085	
P/E	소형전지			25	연평균 이익 증가율, PEG=0.8
	중대형전지			63	연평균 이익 증가율, PEG=0.85
	전사 합산 실적 기준			46	
주주가치	소형전지	-	-	23,425	
	중대형전지	-	-	72,379	
	목표시총	-	-	95,804	
	목표주가(원)			409,420	

자료: 하나증권

도표 3. LG에너지솔루션 EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)

		Fair Value	2025년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	소형전지	40,415	2,083	19.4	(1) 2025년 추정 EBITDA (2) 2023년 연간 평균
	중대형전지	104,759	5,400	19.4	(1) 2025년 추정 EBITDA (2) 2023년 연간 평균
	Total	145,174			
총기업가치		145,174			
순차입금		5,849			
적정시가총액		139,325			
발행주식수(천주)		234,000			
적정 주당가치(원)		595,405			

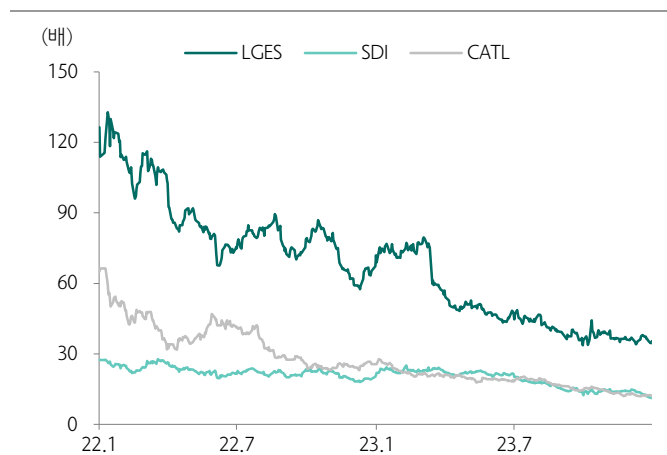
자료: 하나증권

도표 4. LG에너지솔루션 Valuation

	P/E	EV/EBITDA	평균
평균 목표 시총(십억원)	95,804	139,325	117,564
최종 목표주가(원)	409,420	595,405	502,412

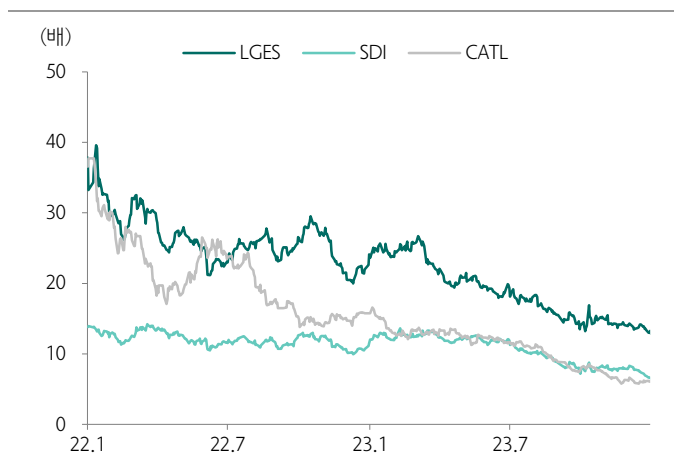
자료: 하나증권

도표 5. Cell Maker 3사 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권

도표 6. Cell Maker 3사 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	17,851.9	25,598.6	33,745.5	33,865.9	44,458.7
매출원가	13,953.1	21,308.1	28,354.5	26,744.7	32,776.1
매출총이익	3,898.8	4,290.5	5,391.0	7,121.2	11,682.6
판매비	3,130.3	3,076.8	3,654.6	4,531.9	5,939.3
영업이익	768.5	1,213.7	2,163.2	2,589.4	5,743.2
금융손익	44.7	(133.5)	(141.9)	(368.7)	(515.7)
종속/관계기업손익	(11.6)	(36.6)	(24.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.5)	(48.3)	45.9	0.0	0.0
세전이익	777.2	995.3	2,043.3	2,220.8	5,227.6
법인세	76.5	215.5	405.4	501.5	1,122.6
계속사업이익	700.7	779.8	1,637.9	1,719.2	4,104.9
중단사업이익	229.2	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	929.9	779.8	1,637.9	1,719.2	4,104.9
비지배주주지분 순이익	137.3	12.6	228.7	704.9	1,683.0
지배주주순이익	792.5	767.2	1,409.2	1,014.4	2,421.9
지배주주지분포괄이익	1,195.5	706.9	1,912.1	1,203.5	2,668.2
NOPAT	692.8	950.9	1,734.0	2,004.7	4,509.8
EBITDA	2,220.2	3,056.4	4,074.4	5,669.4	8,823.2
성장성(%)					
매출액증가율	1,121.81	43.39	31.83	0.36	31.28
NOPAT증가율	흑전	37.25	82.35	15.61	124.96
EBITDA증가율	흑전	37.66	33.31	39.15	55.63
영업이익증가율	흑전	57.93	78.23	19.70	121.80
(지배주주)순이익증가율	흑전	(3.19)	83.68	(28.02)	138.75
EPS증가율	흑전	(16.60)	82.21	(28.01)	138.75
수익성(%)					
매출총이익률	21.84	16.76	15.98	21.03	26.28
EBITDA이익률	12.44	11.94	12.07	16.74	19.85
영업이익률	4.30	4.74	6.41	7.65	12.92
계속사업이익률	3.93	3.05	4.85	5.08	9.23

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,963	3,305	6,022	4,335	10,350
BPS	39,831	80,052	88,304	92,639	102,989
CFPS	18,869	15,270	22,186	24,228	37,706
EBITDAPS	11,101	13,167	17,412	24,228	37,706
SPS	89,260	110,274	144,212	144,726	189,994
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	0.00	131.77	70.99	87.89	36.81
PBR	0.00	5.44	4.84	4.11	3.70
PCR	0.00	28.52	19.27	15.73	10.10
EV/EBITDA	2.90	34.66	27.43	18.59	12.47
PSR	0.00	3.95	2.96	2.63	2.01
재무비율(%)					
ROE	10.68	5.75	7.15	4.79	10.58
ROA	3.63	2.47	3.40	2.08	4.05
ROIC	5.74	5.53	6.79	5.81	10.54
부채비율	171.83	85.98	78.96	99.25	116.78
순부채비율	64.79	10.52	30.33	54.08	56.61
이자보상배율(배)	11.47	10.68	6.85	6.31	10.46

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,535.8	18,804.3	15,109.7	16,071.8	24,314.7
금융자산	1,305.4	5,947.1	3,078.4	48.0	58.9
현금성자산	1,282.9	5,938.0	3,069.9	36.5	41.2
매출채권	2,914.5	4,771.8	4,472.2	5,959.4	9,207.5
재고자산	3,895.8	6,995.6	6,556.3	8,736.6	13,498.5
기타유동자산	1,420.1	1,089.8	1,002.8	1,327.8	1,549.8
비유동자산	14,228.3	19,495.2	29,376.3	36,884.7	42,197.5
투자자산	481.3	687.1	832.8	921.1	1,114.0
금융자산	255.8	483.4	641.9	666.7	721.0
유형자산	11,050.8	15,331.0	24,270.4	31,880.4	37,190.4
무형자산	455.4	642.1	714.9	525.0	335.0
기타비유동자산	2,240.8	2,835.0	3,558.2	3,558.2	3,558.1
자산총계	23,764.1	38,299.4	44,486.0	52,956.5	66,512.2
유동부채	9,474.0	11,444.9	10,803.6	13,423.1	19,144.4
금융부채	2,203.4	2,870.6	2,792.4	2,793.6	2,796.3
매입채무	2,177.7	3,841.8	3,600.5	4,797.8	7,412.9
기타유동부채	5,092.9	4,732.5	4,410.7	5,831.7	8,935.2
비유동부채	5,547.7	6,260.8	8,824.2	12,955.9	16,685.4
금융부채	4,765.9	5,243.3	7,826.6	11,626.6	14,631.6
기타비유동부채	781.8	1,017.5	997.6	1,329.3	2,053.8
부채총계	15,021.8	17,705.7	19,627.8	26,379.0	35,829.8
지배주주지분	7,966.1	18,732.3	20,663.1	21,677.5	24,099.4
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
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	406.1	296.1	815.3	815.3	815.3
이익잉여금	337.6	1,154.5	2,566.2	3,580.5	6,002.4
비지배주주지분	776.3	1,861.5	4,195.1	4,900.0	6,583.0
자본총계	8,742.4	20,593.8	24,858.2	26,577.5	30,682.4
순금융부채	5,663.9	2,166.8	7,540.6	14,372.3	17,369.0

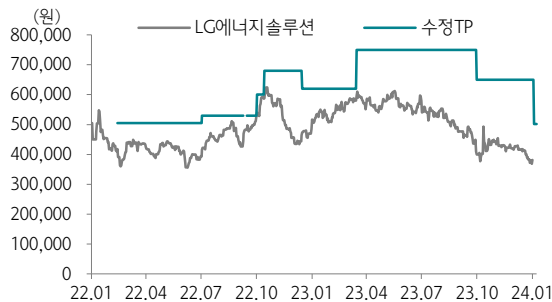
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	978.6	(579.8)	3,135.6	4,046.5	6,029.2
당기순이익	929.9	779.8	1,637.9	1,719.2	4,104.9
조정	2,369.0	2,661.5	3,025.2	3,080.0	3,080.0
감가상각비	1,451.8	1,842.7	2,338.0	3,080.0	3,080.0
외환거래손익	(29.7)	2.9	61.3	0.0	0.0
지분법손익	(3.8)	0.0	14.6	0.0	0.0
기타	950.7	815.9	611.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(2,320.3)	(4,021.1)	(1,527.5)	(752.7)	(1,155.7)
투자활동 현금흐름	(2,178.1)	(6,259.4)	(10,338.3)	(10,591.2)	(8,399.1)
투자자산감소(증가)	(361.0)	(169.2)	(121.7)	(88.3)	(192.9)
자본증가(감소)	(3,403.8)	(6,200.2)	(10,437.3)	(10,500.0)	(8,200.0)
기타	1,586.7	110.0	220.7	(2.9)	(6.2)
재무활동 현금흐름	882.8	11,414.6	3,893.7	3,801.2	3,007.7
금융부채증가(감소)	810.0	1,144.6	2,505.1	3,801.2	3,007.7
자본증가(감소)	(109.0)	10,059.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	181.8	210.8	1,388.6	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(210.3)	4,655.1	(496.5)	(3,033.3)	4.7
Unlevered CFO	3,773.8	3,544.7	5,191.5	5,669.4	8,823.2
Free Cash Flow	(2,484.3)	(6,789.7)	(7,368.4)	(6,453.5)	(2,170.8)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG에너지솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.29	BUY	502,000		
23.10.26	BUY	650,000	-35.52%	-24.08%
23.4.10	BUY	750,000	-27.53%	-18.40%
23.1.10	BUY	620,000	-13.68%	-5.16%
22.11.8	BUY	680,000	-22.77%	-8.24%
22.10.27	BUY	600,000	-5.71%	-1.33%
22.7.28	BUY	530,000	-11.55%	-0.19%
22.3.10	BUY	505,000	-18.67%	-11.09%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 1월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 1월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 26일