

# LG 에너지솔루션 (373220)

## 눈높이 조정 필요

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**410,000** 원(하향)

현재주가

**372,500** 원(4/25)

시가총액

**87,165**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgs2009@eugenefn.com

- 중장기 실적 전망을 하향하며, 목표주가 410,000원(EV/EBITDA 20배)으로 18% 하향, 투자의견 BUY 유지
- 1Q24 매출액 6.1조원(-23%qoq, -30%yoy), 영업이익 1,573억원(-54%qoq, -75%yoy), 영업이익률 2.6%로 낮아진 눈높이를 상회하는 실적. 판매량 부진에 따른 OEM사의 보상금 지급으로 적자 규모 축소. AMPC 1,889억원을 제외하면 영업이익은 -316억원으로 적자이며, 유럽 공장 가동률 하락으로 고정비 부담 지속
- 2Q24 매출액 7.5조원, 영업이익 2,167억원으로 실적 소폭 개선 전망. 얼티엄 #2의 본격적인 램프업으로 AMPC가 3,060억원으로 확대되어 중대형 파우치 마진 증가(3.9 → 4.1달러/kWh)를 추정하기 때문. 다만, 메탈가 하락 영향이 상반기까지 지속되며 판가가 추가 하락(-15%)해 AMPC 제외 배터리 마진은 악화 전망(-2.1 → -5.0달러/kWh). 당사 추정 2024~2025년 영업이익은 1.5조원, 1.9조원이며 컨센서스를 40%, 67% 하회. 향후 주가는 전기차 판매량과 연초 출하 가이드스(+30% 이상 증가)를 확인하며, 밸류에이션 정상화 과정이 진행될 것이라 판단

주가(원,4/25)	372,500
시가총액(십억원)	87,165

발행주식수(천주)	234,000
52주 최고가(원)	620,000
최저가(원)	358,000
52주 일간 Beta	0.91
60일 일평균거래대금(억원)	773
외국인 지분율(%)	4.8
배당수익률(2024F, %)	0.0

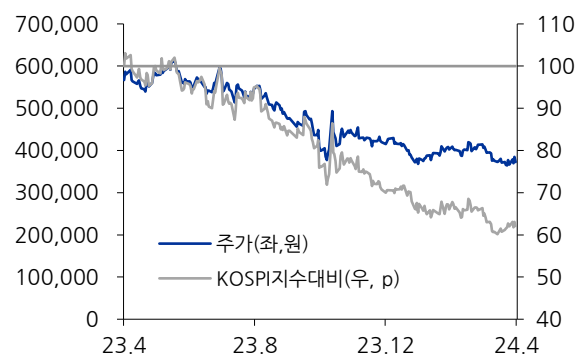
주주구성(%)	
LG화학 (외 1인)	81.8
국민연금공단 (외 1인)	5.8

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.2	-20.3	-38.0
절대기준	-10.1	-9.0	-32.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	410,000	500,000	▼
영업이익(24)	1,499	1,533	▼
영업이익(25)	1,859	2,759	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	33,745	31,746	40,898	46,215
영업이익	1,486	1,499	1,859	2,101
세전손익	2,043	1,392	1,434	1,641
당기순이익	1,638	986	1,122	1,278
EPS(원)	5,287	3,118	3,479	3,881
증감률(%)	61.3	-41.0	11.6	11.6
PER(배)	80.9	119.5	107.1	96.0
ROE(%)	6.4	3.6	3.9	4.2
PBR(배)	5.0	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA(배)	28.1	23.5	18.4	13.6

자료: 유진투자증권



### [컨퍼런스콜 Q&A]

#### Q. 실적 전망

- 주요 메탈가 하락에 따른 판가 영향 잔존
- 유럽을 중심으로 고객 수요 회복에도 시간이 걸리는 듯
- 미국 고객사 신차 출시에 따른 JV 물량 증가로 2Q 매출은 1Q 대비 증가할 전망
- 단, 당초 기대에 미치지 못할 가능성 존재
- 유럽 공장은 가동률이 정상적 수준으로 올라오지 못 하는 중
- 미국 단독법인 리모델링 작업으로 일시적 가동 축소
- 2Q 유의미한 수익성 개선 쉽지 않을 전망
- 고객사 신규모델 출시, GM JV 2기 램프업 등으로 하반기 실적 개선 가능성 大

#### Q. 규제 완화에 따른 수요둔화 장기화 가능성/대응방안

- 2030년 기준 전기차 침투율 전망 기존 50% → 40% 중반으로 하향 가능성
- 성장 포텐셜 높은 ESS 사업계획 및 EV 신규 수주 기회 확대 예정
- 고전압 Mid-Ni, LFP 등 보급형 EV 솔루션 적극 확대 통해 대응 예정

#### Q. GM EV 판매 현황/전망

- 1Q EV 판매실적 좋지 않았던 것으로 보이나 얼티엄 플랫폼 차량 판매는 지속 증가 중
- 4월부터 신규 모델 출시 계획되어 있어 2Q 부터는 신차판매의 상당한 개선 기대
- 연간 EV 생산계획 20~30 만대 역시 유효할 것이라 판단

#### Q. CAPEX 집행계획 변동 가능성

- 북미 내 선제적 CAPA 확보 위한 필수적 신증설에는 집중할 것

- 단, 투자 우선순위를 고려하여 능동적으로 투자규모/집행 속도 조절 계획

- 당초 소토했던 것보다 집행규모 축소하고자 함

#### Q. 테슬라 수요 전망 및 매출 영향

- 1Q 판매물량 기대치 하회

- 당사 원통형 매출은 작년말 타이트한 재고관리와 고객사 리스타킹으로 qoq 증가

- 향후 고객사 판매량 여하에 따라 영향이 있을 수 있어 모니터링 계획

- 하반기 오창 46 시리즈 양산계획, 고객사 저가차량계획 등에 맞추어 신규 기회 모색 계획

#### Q. 폴란드 가동률 조정 장기화 가능성/대응방안

- 유럽 경기불황, 보조금 축소, 경쟁 심화 등 복합적 요인으로 수요 감소 → 폴란드 가동률 하향으로 고정비 부담

- 상반기까지는 불가피하게 수익성에 영향 있을 듯

- 자원효율화 등 비용축소 + 유효라인의 applicaiton 전환 노력 통해 하반기를 기점으로 개선 계획

#### Q. OEM 고객사 하이브리드 집중에 따른 영향

- PHEV, HEV 확대로 xEV 내 비중 확대 추세

- 단, 대당 배터리 용량이 작아 '30년 용량기준 10% 미만의 비중 전망

- 기존 라인 활용해서 하이브리드 수요에 대응 계획

#### Q. ESS/LFP 생산/판매현황, 계획

- '23년 말부터 중국 남경라인 일부 LFP 라인으로 전환해 생산 중

- 올해 북미/유럽 중심의 application 별 LFP배터리 공급 예정. LFP 매출비중 점진 증가 전망

- 향후 ESS 시장 내 LFP 수요증가에 대비해 2H25 남경 LFP 롱셀 양산 시작
- '26년부터 애리조나에 17GWh CAPA 구축 계획
- SI 역량 활용 통해 ESS 성장 확대 계획

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	35,252	55,177	31,746	40,898	(9.9)	(25.9)
영업이익	1,533	2,759	1,499	1,859	(2.2)	(32.6)
영업이익률(%)	4.3	5.0	4.7	4.5	0.4	(0.5)
EBITDA	5,233	7,839	4,225	5,713	(19.3)	(27.1)
EBITDA 이익률(%)	14.8	14.2	13.3	14.0	(1.5)	(0.2)
순이익	867	1,790	986	1,122	13.7	(37.3)

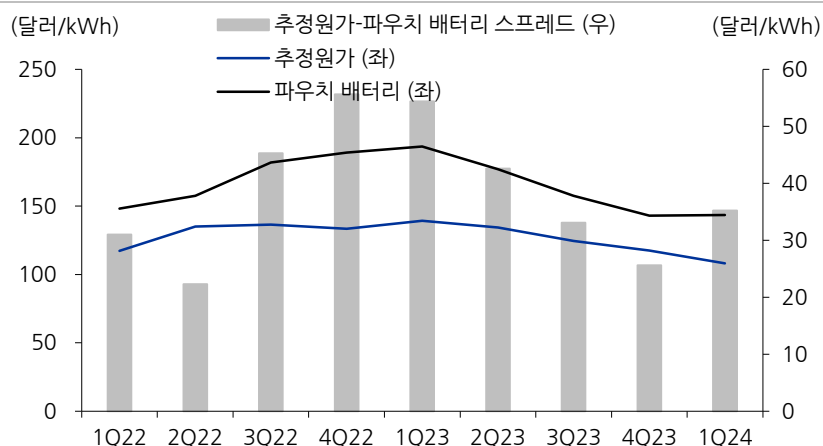
자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024
<b>매출액</b>	<b>8,747</b>	<b>8,773</b>	<b>8,224</b>	<b>8,001</b>	<b>6,129</b>	<b>7,454</b>	<b>8,255</b>	<b>9,909</b>	<b>25,599</b>	<b>33,745</b>	<b>31,746</b>
소형	3,303	3,443	3,243	2,304	2,490	2,745	2,915	3,087	9,620	12,293	11,237
중대형	5,444	5,331	4,981	4,725	3,639	4,709	5,339	6,822	15,979	20,481	20,510
<b>영업이익</b>	<b>633</b>	<b>461</b>	<b>731</b>	<b>338</b>	<b>157</b>	<b>217</b>	<b>490</b>	<b>635</b>	<b>1,214</b>	<b>2,163</b>	<b>1,499</b>
소형	341	356	318	25	37	82	117	154	983	1,039	391
중대형	293	105	413	313	120	134	373	480	231	1,124	1,108
<b>OPM(%)</b>	<b>7.2</b>	<b>5.2</b>	<b>8.9</b>	<b>4.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>5.9</b>	<b>6.4</b>	<b>4.7</b>	<b>6.4</b>	<b>4.7</b>
소형	10.3	10.3	9.8	1.1	1.5	3.0	4.0	5.0	10.2	8.5	3.5
중대형	5.4	2.0	8.3	6.6	3.3	2.9	7.0	7.0	1.4	5.5	5.4

자료: LGES, 유진투자증권

도표 3. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권

## LG에너지솔루션(373220.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	38,299	45,437	46,614	56,089	55,278
유동자산	18,804	17,208	11,615	14,128	14,996
현금성자산	5,947	5,139	87	453	931
매출채권	5,234	5,679	5,306	6,387	6,584
재고자산	6,996	5,396	5,219	6,275	6,457
비유동자산	19,495	28,229	34,999	41,961	40,282
투자자산	3,522	3,698	3,531	4,394	4,904
유형자산	15,331	23,655	30,636	36,771	34,611
기타	642	876	832	796	766
<b>부채총계</b>	17,706	21,064	22,066	30,727	29,007
유동부채	11,445	10,937	10,816	12,954	14,322
매입채무	7,225	6,911	6,782	8,912	10,272
유동성이자부채	2,871	3,219	3,219	3,219	3,219
기타	1,350	807	815	823	832
비유동부채	6,261	10,126	11,249	17,772	14,685
비유동이자부채	5,243	7,790	8,890	15,390	12,279
기타	1,017	2,337	2,360	2,383	2,406
<b>자본총계</b>	20,594	24,374	24,549	25,363	26,271
자본지분	18,732	20,201	20,376	21,190	22,098
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	1,155	2,364	3,094	3,908	4,816
기타	296	555	0	0	0
비자본지분	1,862	4,173	4,173	4,173	4,173
<b>자본총계</b>	20,594	24,374	24,549	25,363	26,271
총차입금	8,114	11,009	12,109	18,609	15,498
순차입금	2,167	5,870	12,022	18,156	14,567

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	(580)	4,444	3,529	3,836	6,824
당기순이익	780	1,638	986	1,122	1,278
자산상각비	1,843	2,287	2,727	3,854	5,405
기타비현금성손익	921	1,311	(603)	(1,131)	(837)
운전자본증감	(4,021)	(277)	420	(10)	978
매출채권감소(증가)	(2,130)	(165)	373	(1,081)	(197)
재고자산감소(증가)	(3,139)	1,934	178	(1,056)	(183)
매입채무증가(감소)	1,841	(927)	(129)	2,130	1,360
기타	(593)	(1,120)	(2)	(2)	(2)
<b>투자현금</b>	(6,259)	(9,719)	(9,611)	(9,970)	(3,235)
단기투자자산감소	0	0	70	0	0
장기투자증권감소	1	(62)	(17)	(18)	(18)
설비투자	(6,210)	(9,923)	(9,561)	(9,848)	(3,111)
유형자산처분	10	102	0	0	0
무형자산처분	(79)	(101)	(103)	(104)	(105)
<b>재무현금</b>	11,415	4,355	1,100	6,500	(3,111)
차입금증가	920	2,486	1,100	6,500	(3,111)
자본증가	10,096	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
<b>현금 증감</b>	4,655	(869)	(4,982)	366	478
기초현금	1,283	5,938	5,069	87	453
기말현금	5,938	5,069	87	453	931
Gross Cash flow	3,545	5,245	3,109	3,845	5,846
Gross Investment	10,280	9,996	9,262	9,980	2,257
<b>Free Cash Flow</b>	(6,736)	(4,751)	(6,152)	(6,134)	3,589

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	25,599	33,745	31,746	40,898	46,215
증가율(%)	43.4	31.8	(5.9)	28.8	13.0
매출원가	21,308	28,802	25,817	33,722	38,106
<b>매출총이익</b>	4,291	4,943	5,929	7,176	8,109
판매 및 일반관리비	3,077	3,457	4,431	5,317	6,008
기타영업손익	0	677	0	0	0
<b>영업이익</b>	1,214	1,486	1,499	1,859	2,101
증가율(%)	57.9	22.5	0.8	24.0	13.0
<b>EBITDA</b>	3,056	3,773	4,225	5,713	7,506
증가율(%)	37.7	23.5	12.0	35.2	31.4
<b>영업외손익</b>	(145)	622	(106)	(425)	(459)
이자수익	153	178	89	5	6
이자비용	114	316	221	364	391
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(184)	760	25	(66)	(75)
<b>세전순이익</b>	995	2,043	1,392	1,434	1,641
증가율(%)	28.1	105.3	(31.9)	3.0	14.5
법인세비용	215	405	407	312	364
<b>당기순이익</b>	780	1,638	986	1,122	1,278
증가율(%)	(16.1)	110.0	(39.8)	13.9	13.8
지배주주지분	767	1,237	730	814	908
증가율(%)	(3.2)	61.3	(41.0)	11.6	11.6
비지배지분	13	401	256	308	369
<b>EPS(원)</b>	3,279	5,287	3,118	3,479	3,881
증가율(%)	(17.3)	61.3	(41.0)	11.6	11.6
수정EPS(원)	3,279	5,287	3,118	3,479	3,881
증가율(%)	(17.3)	61.3	(41.0)	11.6	11.6

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,279	5,287	3,118	3,479	3,881
BPS	80,052	86,328	87,076	90,555	94,436
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	132.8	80.9	119.5	107.1	96.0
PBR	5.4	5.0	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	34.1	28.1	23.5	18.4	13.6
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	28.7	19.1	28.0	22.7	14.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.7	4.4	4.7	4.5	4.5
EBITDA이익률	11.9	11.2	13.3	14.0	16.2
순이익률	3.0	4.9	3.1	2.7	2.8
ROE	5.7	6.4	3.6	3.9	4.2
ROIC	5.3	4.6	3.2	3.7	3.9
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	10.5	24.1	49.0	71.6	55.4
유동비율	164.3	157.3	107.4	109.1	104.7
이자보상배율	10.7	4.7	6.8	5.1	5.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	5.7	6.2	5.8	7.0	7.1
재고자산회전율	4.7	5.4	6.0	7.1	7.3
매입채무회전율	4.1	4.8	4.6	5.2	4.8

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

