



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 480,000원(하향)

현재주가(4.25) 372,500원

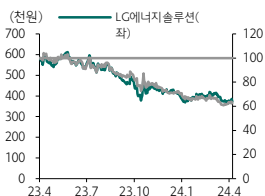
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,628.62
52주 최고/최저(원)	612,000/364,500
시가총액(십억원)	87,165.0
시가총액비중(%)	4.07
발행주식수(천주)	234,000.0
60일 평균 거래량(천주)	194.6
60일 평균 거래대금(십억원)	76.4
외국인지분율(%)	4.84
주요주주 지분율(%)	
LG화학	81.84
국민연금공단	5.78

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	32,972.5	44,581.6
영업이익(십억원)	2,567.1	5,876.1
순이익(십억원)	2,044.2	4,634.1
EPS(원)	6,168	14,268
BPS(원)	93,701	108,213

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	25,598.6	33,745.5	30,411.2	38,850.3
영업이익	1,213.7	2,163.2	2,058.2	4,434.8
세전이익	995.3	2,043.5	1,862.5	3,985.1
순이익	767.2	1,237.2	890.2	1,911.6
EPS	3,305	5,287	3,804	8,169
증감율	(16.60)	59.97	(28.05)	114.75
PER	131.77	80.86	97.92	45.60
PBR	5.44	4.95	4.13	3.79
EV/EBITDA	34.66	29.17	19.43	12.29
ROE	5.75	6.36	4.31	8.67
BPS	80,052	86,328	90,132	98,301
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com

RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2024년 04월 26일 | 기업분석\_Earnings Review

## LG에너지솔루션 (373220)

Still winter

### 1Q24 Review : 수익성 악화 지속

1분기 실적은 매출 6.1조원(YoY -30%, QoQ -23%), 영업이익 1,573억원(YoY -75%, QoQ -54%)으로 부진했다. 1) 자동차 전기 부문(매출 비중 63%)은, 1분기 미국 및 유럽 EV 시장 부진(1분기 BEV 판매 YoY 증감률 미국 +8%, 유럽 +4%) 속에서 메탈 가격 하락에 따른 배터리 판가 하락으로 부문 매출 YoY -33%, QoQ -26% 감소했다. 부문 수익성은 판가 및 가동을 하락 과정에서의 역래깅 및 고정비 부담 증가로 인해, 영업이익률 -1.8%(QoQ -2.3%p) 기록한 것으로 추정된다. 다만, 미국 생산 보조금(AMPC) 및 고객사 보상금 수취 효과를 고려한 영업이익률은 3.3% 수준으로 추정된다. 2) 소형전기 부문(매출 비중 36%)은 테슬라 1분기 판매대수 YoY -8% 감소한 가운데 제품 판가 QoQ -20% 하락하며, 부문 매출 YoY -19% 감소했으나, 재고 축적 수요 증가하며 QoQ 기준으로는 매출 +17% 증가했다. 부문 영업이익률은 전분기와 유사한 수준인 것으로 추정된다(2.5%, QoQ +1.4%p). 한편, 전사 수익성은 AMPC로 인한 현금 유입 예상액 반영(약 1,889억원) 기준 영업이익률 2.6%(QoQ -1.6%p) 기록했다. AMPC 제외 시에는 영업적자 316억원이다(OPM -0.5%, QoQ -1.6%p).

### 2분기 실적 : YoY 감소, QoQ 증가

2분기 실적은 매출 6.6조원(YoY -25%, QoQ +8%), 영업이익 1,868억원(YoY -59%, QoQ +19%)으로 부진할 전망이다. 북미 Ultium Cells 출하 물량이 QoQ +40% 증가하며 전사 QoQ 매출 성장 견인할 것으로 예상되나, 유럽 부진으로 YoY 매출 및 이익 감소 지속될 전망이다. 2분기에는 고객사 보상금 수취가 없다고 가정할 경우, AMPC를 제외하면 전사 영업이익률 -3% 미만이 예상된다. 다만, 6월 GM 신차 출시 앞두고 배터리 현지 생산 물량 증가하며 AMPC가 1분기 대비 2배 이상 증가함에 따라 AMPC 포함한 전사 영업이익률은 2.8%로 QoQ +0.2% 개선될 전망이다.

### 단기 주가 부진 불가피

미국 및 유럽의 환경 규제 완화로 2024년-2026년 전방 수요 성장 둔화 불가피하다. 이는 실적 성장폭 축소와 Valuation De-rating을 함께 촉발시킨다는 점에서 주가에 부정적이다. Valuation 기준 시점을 2026년으로 확장하여 실적 Factor는 상승했으나, 이익 증가율 축소로 Valuation Factor는 하향 조정함에 따라, 목표주가를 48만원으로 하향 조정한다. 목표주가는 P/E Valuation 기준 적정 시총(67조원, 2026년 예상 순이익에 P/E 31배 적용)과 EV/EBITDA Valuation 기준 적정 시총(157조원, 2026년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 12.5배 적용)의 평균 값(시총 112조원)으로 도출하였다. 18개월 후를 본다면 시가총액 100조원 회복 가능성 있다고 판단하나, 단기적으로는 부진한 전방 수요 및 AMPC 불확실성에 따른 실적 추정치 추가 하향 조정 가능성 여전하다는 점에서 보수적 접근을 권고한다.

도표 1. LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2차전지	6,129	6,619	8,002	9,662	8,748	9,464	10,061	10,577	33,745	30,411	38,850	47,616
	소형전지	2,176	2,208	2,667	3,130	2,967	3,068	3,302	3,720	9,510	10,181	13,056	17,431
	중대형전지	3,953	4,410	5,335	6,532	5,781	6,396	6,760	6,857	24,236	20,230	25,794	30,185
	전기차배터리	3,830	4,122	4,850	5,861	5,402	5,985	6,222	6,297	22,050	18,662	23,906	28,125
	ESS	123	288	485	671	379	412	538	560	2,186	1,568	1,888	2,060
	합계	6,129	6,619	8,002	9,662	8,748	9,464	10,061	10,577	33,745	30,411	38,850	47,616
	YoY	-30%	-25%	-3%	21%	43%	43%	26%	9%	32%	-10%	28%	23%
영업이익	2차전지	-32	-206	237.3	487	278	291	485.5	403	1,486	486	1,457	2,766
	소형전지	54	69	255	285	238	258	340	262	777	663	1,098	1,357
	중대형전지	-86	-275	-17	202	40	32	145	140	709	-177	358	1,409
	전기차배터리	-64	-242	-16	184	43	26	125	120	721	-137	315	1,346
	ESS	-22	-33	-2	17	-3	6	20	21	-12	-40	44	63
	AMPC 이익기여분	189	393	471	519	596	686	789	907	677	1,572	2,978	5,209
	합계	157	187	709	1,005	874	977	1,274	1,310	2,163	2,058	4,435	7,975
	YoY	-75%	-59%	-3%	197%	456%	423%	80%	30%	78%	-5%	115%	80%
영업이익률	2차전지	-0.5%	-3.1%	3.0%	5.0%	3.2%	3.1%	4.8%	3.8%	4.4%	1.6%	3.7%	5.8%
	소형전지	2.5%	3.1%	9.6%	9.1%	8.0%	8.4%	10.3%	7.0%	8.2%	6.5%	8.4%	7.8%
	중대형전지	-2.2%	-6.2%	-0.3%	3.1%	0.7%	0.5%	2.2%	2.0%	2.9%	-0.9%	1.4%	4.7%
	전기차배터리	-1.7%	-5.9%	-0.3%	3.1%	0.8%	0.4%	2.0%	1.9%	3%	-1%	1%	5%
	ESS	-18.0%	-11.5%	-0.4%	2.5%	-0.8%	1.5%	3.7%	3.7%	-1%	-3%	2%	3%
	AMPC 효과 제외 시	-0.5%	-3.1%	3.0%	5.0%	3.2%	3.1%	4.8%	3.8%	4.4%	1.6%	3.7%	5.8%
	합계	2.6%	2.8%	8.9%	10.4%	10.0%	10.3%	12.7%	12.4%	6.4%	6.8%	11.4%	16.7%
순이익		-21	132	380	522	429	529	659	805	1,409	1,014	2,422	4,435

자료: LG에너지솔루션, 하나증권

도표 2. LG에너지솔루션 P/E Valuation

(단위: 십억원)

		23	24F	25F	26F	비고
영업이익	소형전지	777	663	1,098	1,357	
	중대형전지	709	(177)	358	1,409	
	영업이익 Total	1,486	486	1,457	2,766	
NOPLAT (유효법인세율 22% 가정)	소형전지	606.0	517.2	856.7	1,058.3	
	중대형전지	553.4	(137.9)	279.4	1,099.1	
	지배지분순이익 Total	1,159	379	1,136	2,157	
P/E	소형전지				31	시장 성장률과 EPS 성장을 비례 및 PEG=1 가정
	중대형전지				31	
	전사 합산 실적 기준				31	
주주가치	소형전지				32,806	
	중대형전지				34,071	
	목표시총				66,877	
	목표주가(원)				285,799	

자료: 하나증권

도표 3. LG에너지솔루션 EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)

		Fair Value	2026년 (1)	Multiple (2)	산출 기준 (1) x (2)
영업가치	전지합산	162,925	13,034	12.5	(1) 2026년 추정 EBITDA (2) 2024년/2025년 배수 평균
	Total	162,925			
총기업가치		162,925			
순차입금		5,849			
적정시가총액		157,076			
발행주식수(천주)		234,000			
적정 주당가치(원)		671,265			

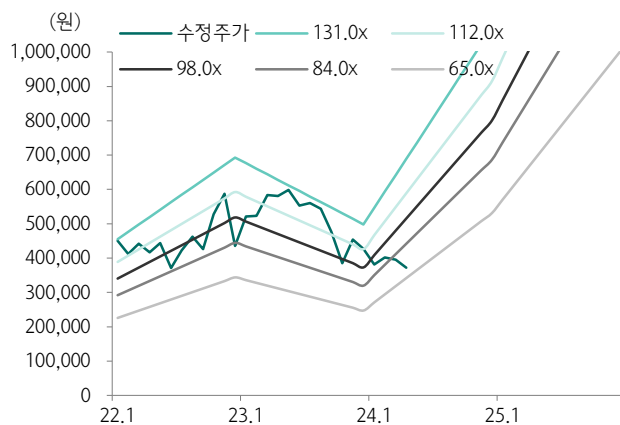
자료: 하나증권

도표 4. LG에너지솔루션 Valuation

	P/E	EV/EBITDA	평균
평균 목표 시총(십억원)	66,877	157,076	111,976
최종 목표주가(원)	285,799	671,265	478,532

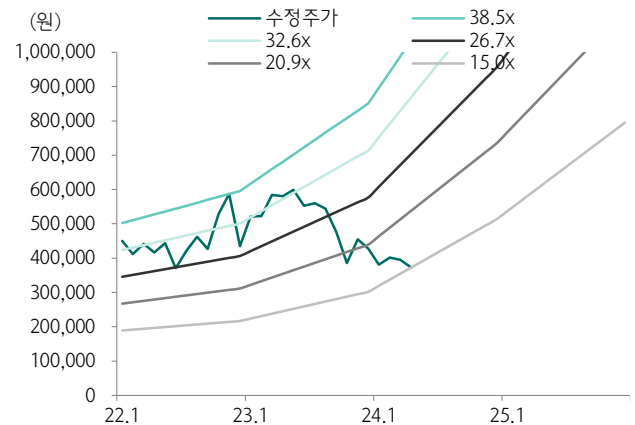
자료: 하나증권

도표 5. LG에너지솔루션 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권

도표 6. LG에너지솔루션 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	25,598.6	33,745.5	30,411.2	38,850.3	47,616.0
매출원가	21,308.1	28,802.4	24,299.0	29,237.6	33,323.6
매출총이익	4,290.5	4,943.1	6,112.2	9,612.7	14,292.4
판매비	3,076.8	3,456.7	4,053.9	5,177.9	6,317.6
영업이익	1,213.7	2,163.2	2,058.2	4,434.8	7,974.8
금융손익	(133.5)	127.8	(317.1)	(449.7)	(435.9)
종속/관계기업손익	(36.6)	(32.5)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(48.3)	(215.1)	121.4	0.0	0.0
세전이익	995.3	2,043.5	1,862.5	3,985.1	7,538.9
법인세	215.5	405.5	353.7	745.2	1,424.2
계속사업이익	779.8	1,638.0	1,508.7	3,239.9	6,114.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	779.8	1,638.0	1,508.7	3,239.9	6,114.7
비지배주주지분 순이익	12.6	400.8	618.6	1,328.4	2,507.0
지배주주순이익	767.2	1,237.2	890.2	1,911.6	3,607.7
지배주주지분포괄이익	706.9	1,468.4	1,056.1	2,105.9	3,974.6
NOPAT	950.9	1,734.0	1,667.3	3,605.5	6,468.3
EBITDA	3,056.4	3,773.2	5,471.1	8,808.6	13,034.6
성장성(%)					
매출액증가율	43.39	31.83	(9.88)	27.75	22.56
NOPAT증가율	37.25	82.35	(3.85)	116.25	79.40
EBITDA증가율	37.66	23.45	45.00	61.00	47.98
영업이익증가율	57.93	78.23	(4.85)	115.47	79.82
(지배주주)순이익증가율	(3.19)	61.26	(28.05)	114.74	88.73
EPS증가율	(16.60)	59.97	(28.05)	114.75	88.73
수익성(%)					
매출총이익률	16.76	14.65	20.10	24.74	30.02
EBITDA이익률	11.94	11.18	17.99	22.67	27.37
영업이익률	4.74	6.41	6.77	11.42	16.75
계속사업이익률	3.05	4.85	4.96	8.34	12.84

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,305	5,287	3,804	8,169	15,417
BPS	80,052	86,328	90,132	98,301	113,718
CFPS	15,270	22,414	23,900	37,644	55,703
EBITDAPS	13,167	16,125	23,381	37,644	55,703
SPS	110,274	144,211	129,962	166,027	203,487
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	131.77	80.86	97.92	45.60	24.16
PBR	5.44	4.95	4.13	3.79	3.28
PCFR	28.52	19.07	15.59	9.90	6.69
EV/EBITDA	34.66	29.17	19.43	12.29	8.30
PSR	3.95	2.96	2.87	2.24	1.83
재무비율(%)					
ROE	5.75	6.36	4.31	8.67	14.54
ROA	2.47	2.95	1.86	3.57	5.88
ROIC	5.53	7.10	5.31	9.78	15.90
부채비율	85.98	86.42	94.45	94.75	87.48
순부채비율	10.52	24.08	44.12	41.34	27.05
이자보상배율(배)	10.68	6.85	5.07	9.09	15.13

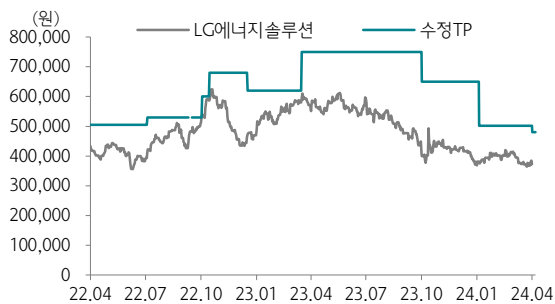
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	18,804.3	17,208.4	15,450.9	17,978.8	24,120.6	
금융자산	5,947.1	5,139.2	891.1	2,271.1	5,779.7	
현금성자산	5,938.0	5,068.8	806.0	2,178.0	5,670.9	
매출채권	4,771.8	5,128.5	6,192.7	6,779.5	7,920.9	
재고자산	6,995.6	5,396.3	6,516.2	7,133.6	8,334.6	
기타유동자산	1,089.8	1,544.4	1,850.9	1,794.6	2,085.4	
비유동자산	19,495.2	28,228.7	34,876.2	38,735.7	41,940.7	
투자자산	687.1	648.3	708.7	742.1	806.9	
금융자산	483.4	424.7	438.8	446.5	461.6	
유형자산	15,331.0	23,654.7	30,431.7	34,447.8	37,778.0	
무형자산	642.1	876.0	686.0	496.0	306.0	
기타비유동자산	2,835.0	3,049.7	3,049.8	3,049.8	3,049.8	
자산총계	38,299.4	45,437.1	50,327.1	56,714.5	66,061.3	
유동부채	11,444.9	10,937.2	12,533.5	13,413.6	15,125.6	
금융부채	2,870.6	3,219.1	3,220.7	3,221.6	3,223.3	
매입채무	3,841.8	3,093.7	3,735.7	4,089.7	4,778.2	
기타유동부채	4,732.5	4,624.4	5,577.1	6,102.3	7,124.1	
비유동부채	6,260.8	10,126.5	11,911.4	14,178.7	15,698.8	
금융부채	5,243.3	7,789.7	9,089.7	11,089.7	12,089.7	
기타비유동부채	1,017.5	2,336.8	2,821.7	3,089.0	3,609.1	
부채총계	17,705.7	21,063.6	24,444.8	27,592.3	30,824.4	
지배주주지분	18,732.3	20,200.6	21,090.8	23,002.4	26,610.0	
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0	
자본잉여금	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6	
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계액	296.1	554.5	554.5	554.5	554.5	
이익잉여금	1,154.5	2,364.5	3,254.7	5,166.2	8,773.9	
비지배주주지분	1,861.5	4,172.9	4,791.5	6,119.8	8,626.9	
자본총계	20,593.8	24,373.5	25,882.3	29,122.2	35,236.9	
순금융부채	2,166.8	5,869.5	11,419.3	12,040.1	9,533.3	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(579.8)	4,444.2	4,933.0	7,845.3	11,224.5
당기순이익	779.8	1,638.0	1,508.7	3,239.9	6,114.7
조정	2,661.5	3,083.2	3,413.1	4,373.9	5,059.8
감가상각비	1,842.7	2,286.9	3,413.0	4,373.9	5,059.8
외환거래손익	2.9	65.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	14.6	0.0	0.0	0.0
기타	815.9	716.1	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4,021.1)	(277.0)	11.2	231.5	50.0
투자활동 현금흐름	(6,259.4)	(9,719.3)	(10,075.1)	(8,241.4)	(8,280.5)
투자자산감소(증가)	(169.2)	71.3	(60.4)	(33.3)	(64.8)
자본증가(감소)	(6,200.2)	(9,820.8)	(10,000.0)	(8,200.0)	(8,200.0)
기타	110.0	30.2	(14.7)	(8.1)	(15.7)
재무활동 현금흐름	11,414.6	4,354.7	1,301.6	2,000.9	1,001.7
금융부채증가(감소)	1,144.6	2,894.8	1,301.6	2,000.9	1,001.7
자본증가(감소)	10,059.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	210.8	1,459.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	4,655.1	(869.2)	(1,839.8)	1,371.9	3,492.9
Unlevered CFO	3,544.7	5,245.0	5,592.5	8,808.6	13,034.6
Free Cash Flow	(6,789.7)	(5,478.9)	(5,067.0)	(354.7)	3,024.5

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### LG에너지솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.26	BUY	480,000		
24.1.29	BUY	502,000	-21.79%	-16.43%
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 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 4월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

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

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 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	94.12%	5.43%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 23일