

미국내 LFP 기반 ESS 조기 양산과 장기 청사진

Analyst 강동진

02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

RA 김성훈

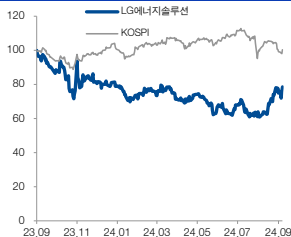
02-3787-2113 1600535@hmsec.com

현재주가 (9/12)	414,000원		
상승여력	35.3%		
시가총액	96,876십억원		
발행주식수	234,000천주		
자본금/액면가	117십억원/500원		
52주 최고가/최저가	514,000원/321,000원		
일평균 거래대금 (60일)	104십억원		
외국인지분율	5.04%		
주요주주	LG화학 81.84%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	26.0	17.8	-1.3
상대주가(%p)	28.3	24.9	2.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	97	8,471	560,000
After	97	8,471	560,000
Consensus	1,932	8,446	446,278
Cons. 차이	-95.0%	0.3%	25.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 최근 동사는 미국 에너지 전시회인 RE+에서 LFP 기반 ESS 선보이며 '25년 미국 양산 밝힘
- 과거 Cell/Rack 판매사업에서 벗어나 ESS 완제품과 함께 NEC에너지솔루션 인수(현 LGES Vertech)를 통한 SI통합까지 수직계열화 및 ESS 플랫폼화를 계획 중. 사업구조 점차 진화해 나갈 것
- 2차전지 업체들의 ESS 실적 기여는 '26년 이후 가속화. 기존 셀 비즈니스에서 확장 기대

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 미국 에너지 전시회인 RE+에서, '25년부터 미국에서 LFP 기반 ESS 제품을 생산 판매할 예정임을 밝힘. 이는 당초 '26년보다 앞당겨진 시점. 기존 애리조나 LFP 기반 ESS 공장이 중단되었으나, 향후 미시건 공장에서 ESS가 양산될 것으로 전망. 동사는 이미 LFP 기술 내재화 중
- 미국 하원은 CATL, Gotion, BYD, Envision, EVE 등의 회사 이름들을 직접 거론하며 중국 업체들의 배터리 사용을 금지하는 내용의 법안을 통과시킴('28년부터). 자동차용 배터리뿐만 아니라, 중국 업체들이 상당부분 점유하고 있는 ESS 역시 한국 업체에게 기회가 될 것
- ESS 사업은 과거에 주로 ESS 제조업체에게 Cell/Rack 단위로 판매하였으나. 이제는 ESS 완제품을 제조해서 판매하는 사업으로 전환 중. 현재 배터리 셀은 삼원계가 \$100/kWh 수준, LFP가 \$70~\$80/kWh 수준으로 가격이 하락한 것으로 추정되나, 최근 Tesla의 에너지 사업에서 판가를 계산해 보면, Power pack 단가는 \$320/kWh 수준. 따라서 동사 및 삼성SDI의 사업구조 변화는 ASP 및 수익성 개선으로 이어질 것. 동사가 계획대로 16GWh의 ESS 공장을 건설하고 100% 가동할 경우 과거 ESS용 셀 판매 대비 2~3배의 매출을 기록할 것으로 추정
- '22년 NEC에너지솔루션(현 LG에너지솔루션 버테크)인수를 통해 SI사업까지 내재화. 사내 스타트업인 AVEL은 제주에서 배전망 연계형 ESS 발전소 운영을 위한 ESS 준공. ESS를 전력 플랫폼화하여, 재생에너지로부터 생산된 에너지를 저장하여 필요시 공급
- 장기적으로 ESS 사업은 배터리 제조를 넘어 **제품 - SI - 전력 플랫폼** 사업까지 확장 가능. 회사는 이를 준비 중. 미국 Fluence 에너지의 사업영역. 셀부터 수직계열화는 배터리 회사들의 강점

주가전망 및 Valuation

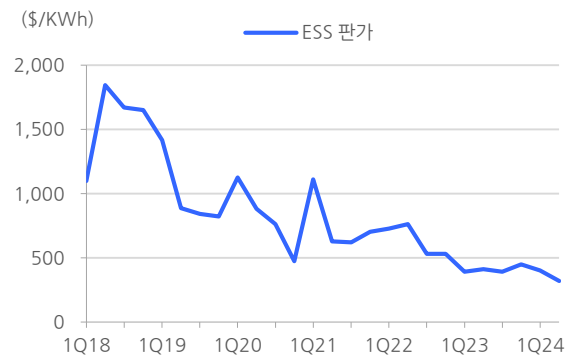
- 장기적으로 ESS사업은 배터리 업체들의 새로운 성장 동력이 될 것. 사업의 확장 가능성을 감안하면 자동차용 셀 대비 Capa 기준 규모가 작다고 평가 절하할 필요는 없음

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	25,599	1,214	767	3,056	3,305	-16.6	131.8	5.4	34.6	5.7	0.0
2023	33,745	2,163	1,237	4,450	5,287	60.0	80.9	5.0	24.7	6.4	0.0
2024F	26,555	1,594	23	4,731	97	-98.2	4,106.4	4.4	23.3	0.1	0.0
2025F	37,550	4,245	1,982	8,162	8,471	8,617.7	47.1	4.0	13.7	9.0	0.0
2026F	52,284	8,409	4,181	12,699	17,869	111.0	22.3	3.4	8.6	16.6	0.0

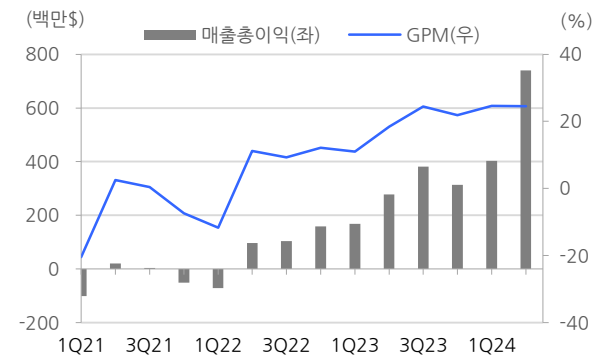
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 Tesla Powerpack ASP 추정



자료: Tesla, 현대차증권

〈그림2〉 Tesla Energy 사업 매출총이익 및 GPM



자료: Tesla, 현대차증권

〈그림3〉 주요 중국 2차전지 업체들의 배터리 사용 금지 법안이 미국 하원을 통과

118TH CONGRESS
2D SESSION

H. R.

To prohibit the Secretary of Homeland Security from procuring certain foreign-made batteries, and for other purposes.

IN THE HOUSE OF REPRESENTATIVES

Mr. GIMENEZ introduced the following bill; which was referred to the Committee on _____

1 SEC. 2. PROHIBITION ON AVAILABILITY OF FUNDS FOR

2 PROCUREMENT OF CERTAIN BATTERIES.

3 (a) IN GENERAL.—Beginning on October 1, 2027,
4 none of the funds authorized to be appropriated or other-
5 wise made available for the Department of Homeland Se-
6 curity may be obligated to procure a battery produced by
7 an entity specified in subsection (b).

8 (b) ENTITIES SPECIFIED.—The entities specified in
9 this subsection are the following:

10 (1) Contemporary Amperex Technology Com-
11 pany, Limited (also known as “CATL”).

12 (2) BYD Company, Limited.

13 (3) Envision Energy, Limited.

14 (4) EVE Energy Company, Limited.

15 (5) Gotion High tech Company, Limited.

16 (6) Hithium Energy Storage Technology com-
17 pany, Limited.

18 (7) Any successor to an entity specified in para-
19 graphs (1) through (6).

자료: 미국 하원, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	25,599	33,745	26,555	37,550	52,284
증가율 (%)	43.4	31.8	-21.3	41.4	39.2
매출원가	21,308	28,802	21,508	27,545	35,854
매출원가율 (%)	83.2	85.4	81.0	73.4	68.6
매출총이익	4,291	4,943	5,047	10,006	16,430
매출이익률 (%)	16.8	14.6	19.0	26.6	31.4
증가율 (%)	10.1	15.2	2.1	98.3	64.2
판매관리비	3,077	3,457	4,089	5,761	8,021
판매비율 (%)	12.0	10.2	15.4	15.3	15.3
EBITDA	3,056	4,450	4,731	8,162	12,699
EBITDA 이익률 (%)	11.9	13.2	17.8	21.7	24.3
증가율 (%)	37.7	45.6	6.3	72.5	55.6
영업이익	1,214	2,163	1,594	4,245	8,409
영업이익률 (%)	4.7	6.4	6.0	11.3	16.1
증가율 (%)	58.1	78.2	-26.3	166.3	98.1
영업외손익	-181	-87	-138	-336	-217
금융수익	386	985	626	256	375
금융비용	519	857	813	592	592
기타영업외손익	-48	-215	49	0	0
종속/관계기업관련손익	-37	-32	-42	0	0
세전계속사업이익	995	2,043	1,415	3,909	8,191
세전계속사업이익률	3.9	6.1	5.3	10.4	15.7
증가율 (%)	28.1	105.3	-30.7	176.3	109.5
법인세비용	215	405	176	385	781
계속사업이익	780	1,638	1,239	3,524	7,411
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	780	1,638	1,239	3,524	7,411
당기순이익률 (%)	3.0	4.9	4.7	9.4	14.2
증가율 (%)	-16.1	110.0	-24.4	184.4	110.3
지배주주지분 순이익	767	1,237	23	1,982	4,181
비지배주주지분 순이익	13	401	1,217	1,542	3,229
기타포괄이익	-27	273	1,319	0	0
총포괄이익	752	1,911	2,558	3,524	7,411

(단위:십억원)					
현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-580	4,444	6,372	6,575	10,936
당기순이익	780	1,638	1,239	3,524	7,411
유형자산 상각비	1,745	2,150	2,959	3,743	4,129
무형자산 상각비	97	137	178	175	161
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4,021	-277	1,626	-866	-765
기타	819	796	370	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-6,259	-9,719	-10,903	-6,169	-5,460
투자자산의 감소(증가)	-100	-61	-53	-12	-100
유형자산의 감소	10	102	13	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,210	-9,923	-10,864	-6,000	-5,200
기타	41	163	1	-157	-160
재무활동으로인한현금흐름	11,415	4,355	4,460	1,003	-996
차입금의 증가(감소)	1,035	883	1,105	1,000	0
사채의증가(감소)	-586	1,656	1,622	0	-1,000
자본의 증가	10,059	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	907	1,816	1,733	3	4
기타현금흐름	80	51	216	0	0
현금의증가(감소)	4,655	-869	145	1,410	4,480
기초현금	1,283	5,938	5,069	5,214	6,623
기말현금	5,938	5,069	5,214	6,623	11,103

* K-IFRS 연결 기준

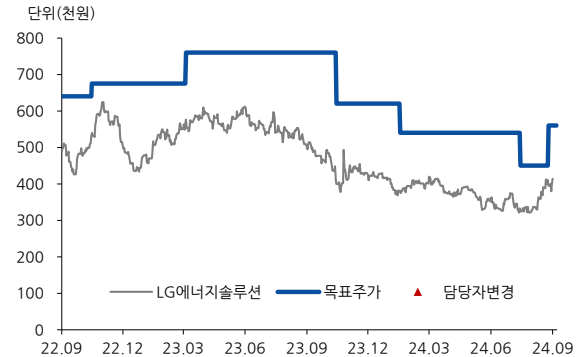
(단위:십억원)					
재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	18,804	17,208	16,697	21,746	31,198
현금성자산	5,938	5,069	5,214	6,623	11,103
단기투자자산	9	70	125	181	241
매출채권	4,772	5,128	5,085	7,397	9,829
채고자산	6,996	5,396	4,373	5,566	7,396
기타유동자산	1,090	1,544	1,901	1,978	2,629
비유동자산	19,495	28,229	37,912	40,107	41,216
유형자산	15,331	23,655	32,901	35,158	36,228
무형자산	642	876	921	846	785
투자자산	687	648	757	769	869
기타비유동자산	2,835	3,050	3,333	3,334	3,334
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	38,299	45,437	54,610	61,853	72,414
유동부채	11,445	10,937	12,026	14,008	17,378
단기차입금	1,244	1,576	2,107	2,107	2,107
매입채무	3,842	3,094	3,547	5,160	6,857
유동성장기부채	1,623	1,635	1,649	1,649	1,649
기타유동부채	4,736	4,632	4,723	5,092	6,765
비유동부채	6,261	10,126	13,901	15,639	15,418
사채	1,460	3,116	4,738	4,738	3,738
장기차입금	3,697	4,512	5,685	6,685	6,685
장기금융부채	1	69	0	0	0
기타비유동부채	1,103	2,429	3,478	4,216	4,995
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	17,706	21,064	25,927	29,646	32,797
지배주주지분	18,732	20,201	21,144	23,125	27,307
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165	17,165
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	296	555	1,475	1,475	1,475
이익잉여금	1,155	2,364	2,387	4,369	8,550
비지배주주지분	1,862	4,173	7,539	9,081	12,310
자본총계	20,594	24,374	28,683	32,206	39,617

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	3,359	7,000	5,296	15,059	31,669
EPS(지배순이익 기준)	3,305	5,287	97	8,471	17,869
BPS(자본총계 기준)	88,008	104,160	122,576	137,635	169,304
BPS(지배지분 기준)	80,052	86,328	90,358	98,828	116,697
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	129.6	61.1	75.3	26.5	12.6
P/E(지배순이익 기준)	131.8	80.9	4,106.4	47.1	22.3
P/B(자본총계 기준)	4.9	4.1	3.3	2.9	2.4
P/B(지배지분 기준)	5.4	5.0	4.4	4.0	3.4
EV/EBITDA(Reported)	34.6	24.7	23.3	13.7	8.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-27.7	108.4	-24.3	184.3	110.3
EPS(지배순이익 기준)	-16.6	60.0	-98.2	8,617.7	111.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.3	7.3	4.7	11.6	20.6
ROE(지배순이익 기준)	5.7	6.4	0.1	9.0	16.6
ROA	2.5	3.9	2.5	6.1	11.0
안정성 (%)					
부채비율	86.0	86.4	90.4	92.1	82.8
순차입금비용	10.1	23.7	32.6	27.6	8.4
이자보상배율	10.7	6.9	3.1	7.2	14.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.03.31	BUY	640,000	-32.96	-20.16
2022.10.01	AFTER 6M	640,000	-23.48	-17.34
2022.10.27	BUY	675,000	-22.09	-7.56
2023.03.16	BUY	760,000	-26.18	-19.47
2023.09.16	AFTER 6M	760,000	-38.09	-33.29
2023.10.26	BUY	620,000	-32.40	-20.40
2024.01.29	BUY	540,000	-30.84	-22.31
2024.07.26	BUY	450,000	-21.59	-8.44
2024.09.06	BUY	560,000	-28.93	-26.07
2024.09.13	BUY	560,000		

▶ 최근 2년간 LG에너지솔루션 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.