

## LG에너지솔루션 (373220)

## 내가 왕이 될 상인가?

“ LG에너지솔루션은 2021년 리콜/소송/상장 등의 이슈로 다사다난했던 한 해를 보냈습니다. 그사이 CATL은 중국 내수 시장의 급격한 성장을 바탕으로 시장 1위 기업으로 올라섰습니다. 그러나 동사는 2023년 재도약의 시기를 앞두고 있습니다. 이제 막 성장하기 시작하는 북미 시장과 테슬라/GM 등 주요 고객사들의 캐파 증설에 힘입어 향후 3년간 매출액은 연평균 +34% 성장할 전망입니다. 목표주가 540,000원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. ”



## | Contents |

---

I. 주요 지표	04
II. 투자 포인트	08
1. 성장 사이클 도래: 2025년 시장 점유율 27%	08
2. 구조적인 수익성 개선 시기	11
3. 한발 앞서는 안정적 공급망 확보 전략	15
III. 실적전망	18
IV. CATL과의 비교 분석	21
V. 밸류에이션	24
1. EV/EBITDA 밸류에이션	24
2. DCF 밸류에이션	26
3. 전기차 시장 TAM 분석을 통한 밸류에이션	27
VI. 붙임	28
1. LG에너지솔루션 수급 현황	28
2. 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망	29
2. 국내외 2차전지 밸류체인	32
3. 국내외 2차전지 업종 비교	33



# LG에너지솔루션 (373220)

내가 왕이 될 상인가?

▶Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy** (신규)

목표주가(신규): 540,000원

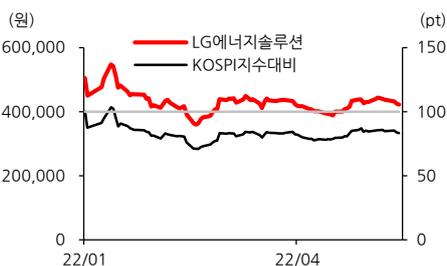
현재 주가(6/10)	425,000원
상승여력	▲ 27.1%
시가총액	994,500억원
발행주식수	234,000천주
52 주 최고가 / 최저가	548,000 / 359,500원
90 일 일평균 거래대금	1,863.21억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
LG 화학 (외 2 인)	81.8%
엘지에너지솔루션우리사주	3.5%
변경석 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.2	2.9	-	-
상대수익률(KOSPI)	6.7	2.8	-	-

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	17,852	21,038	29,323	39,545
영업이익	768	1,101	2,220	3,244
EBITDA	2,220	2,886	4,635	6,274
지배주주순이익	793	964	1,703	2,371
EPS	3,963	4,118	7,278	10,132
순차입금	5,664	-1,366	1,721	3,907
PER	0.0	102.6	58.0	41.7
PBR	0.0	5.2	4.8	4.3
EV/EBITDA	2.6	33.8	21.7	16.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	10.7	7.1	8.6	10.8

**주가 추이**



**투자의견 Buy, 목표주가 540,000원으로 커버리지 개시**

LG에너지솔루션에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 540,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 EBITDA에 EV/EBITDA 20배를 적용했다. CATL의 성장 시기였던 20~21년 멀티플에 25% 할인한 값이다. 현시점 CATL 대비 높은 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나, 동사의 매출, 영업이익 성장률이 경쟁사들을 뛰어넘는다는 점에서 밸류에이션 할증은 타당하다고 판단한다.

**2025년까지 연평균 매출 성장률 +34%로 셀 업체 중 1위**

동사의 매출은 22~25년 연평균 +34%(vs. CATL +21%) 성장할 전망이다. 22~25년 누적 매출액은 140조 원으로 현재 수주잔고(1Q22 기준 310조 원)의 45%에 불과하기 때문에 매출 가시성도 높다. 파트너십에 기반한 캐파 증설은 안정적 물량 출하로 이어질 것이다. 23년부터 본격적으로 성장하기 시작하여 2025년에는 시장점유율이 27%까지 확대될 것으로 전망한다.

**2023년 수익성 한 단계 성장**

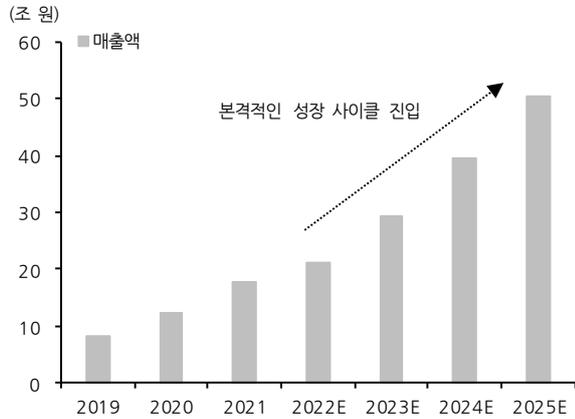
23년은 수익성이 한 단계 성장하는 한 해가 될 것으로 전망한다. 그동안 규모의 경제로 원가절감을 이루어 온 배터리 산업은 이제 고정비 비중이 30%까지 하락하며 그 효과는 반감되었다. 상대적으로 소재 원가 비중은 높아졌으며, 원가 내 가장 높은 비중을 차지하는 양극재 개선을 통해 수익성 성장이 기대된다. 동사는 현재까지도 NCM622 비중이 높지만, 23년부터 주요 양극재 업체들의 Ni80% 제품 납품이 시작된다. Ni90% 제품이 주력이 되기까지 양극재 개선이 원가 절감에 핵심이 될 것으로 전망한다.

**한발 앞서 나가는 공급망 확보 전략**

전기차 시장의 급격한 성장으로 광물부터 배터리 소재에 이르기까지 타이트한 공급환경이 지속되고 있다. 동사는 배터리 업체 중 공급망 확보에 가장 앞서 있다고 판단한다. 자체적으로 광물 수급이 가능한 LG 화학과 포스코케미칼을 양극재 밸류체인으로 확보하고 있으며, 추가로 필요한 부분은 중장기 공급 계약 및 지분 투자를 통해 확보해 나가고 있다. 향후 수급 이슈가 더해지면 동사의 선제적인 물량 확보는 더욱 빛을 발할 것으로 전망한다.

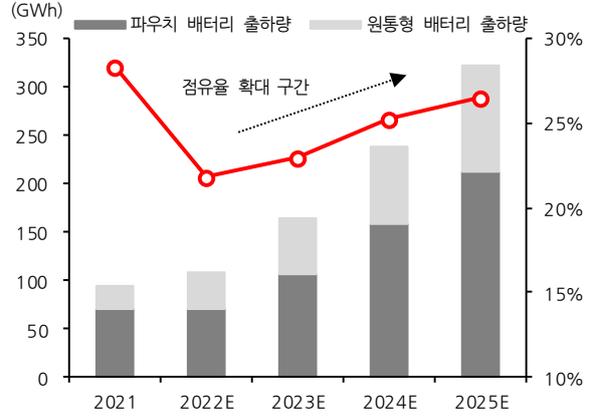
# I. 주요 도표

[그림1] 본격적인 성장 사이클 도래



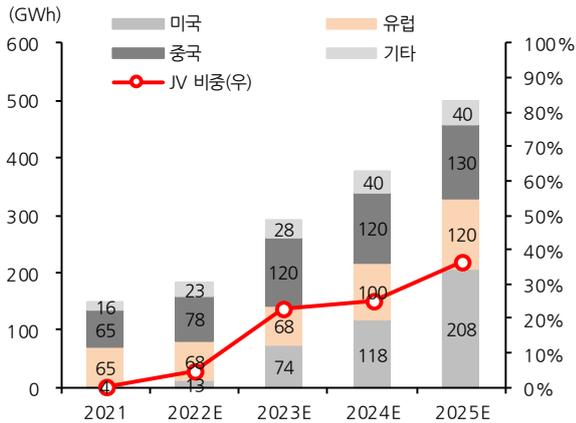
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 향후 3년간 M/S 확대: 25년 시장 점유율 27%



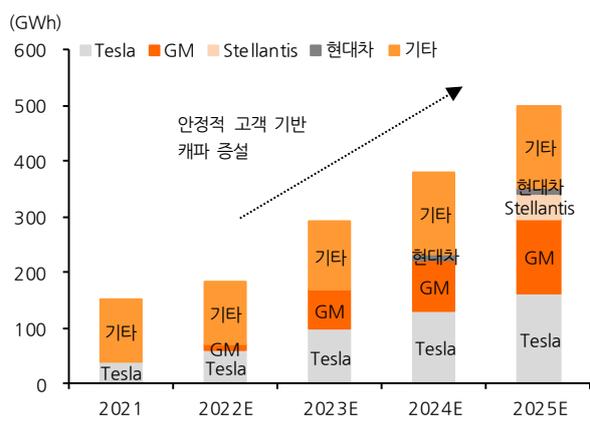
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 25년 EV용 캐파 500GWh(vs. 21년 170GWh)



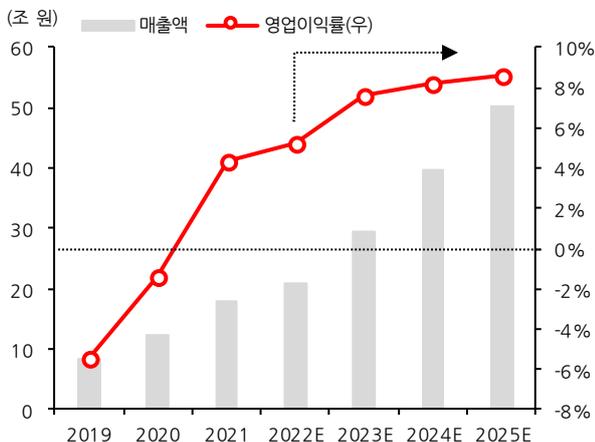
자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 안정적 고객사 기반으로 증설되는 캐파



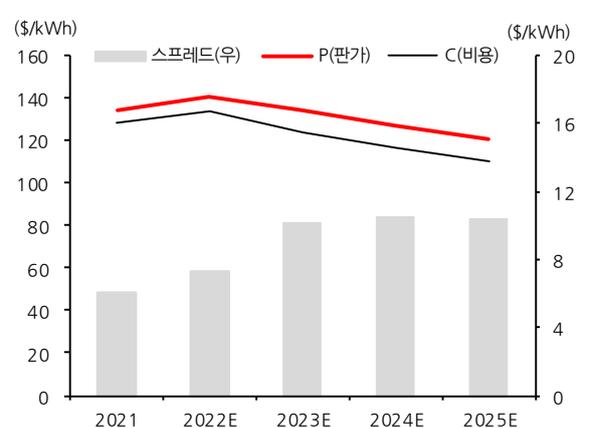
자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 수익성도 한 단계 성장



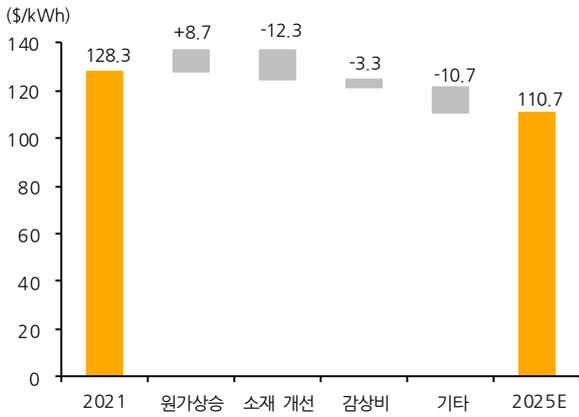
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 원가 개선 폭은 배터리 가격 하락 폭 상회



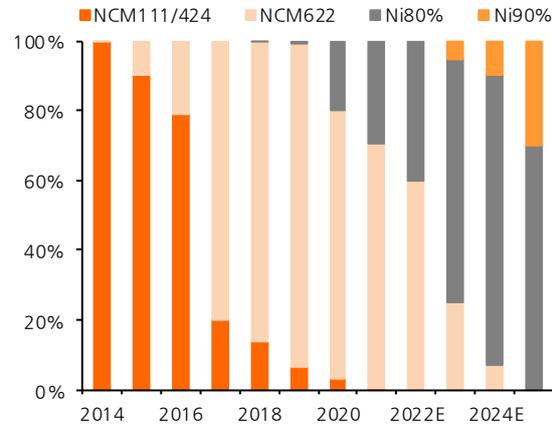
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 소재 개선 + 규모의 경제로 원가 절감



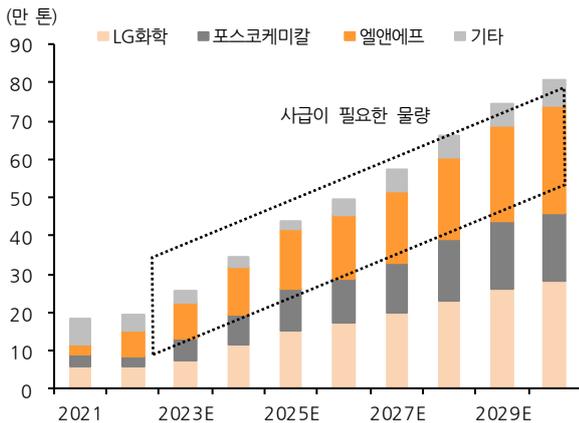
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 23년부터 Ni80% 시리즈 비중 확대



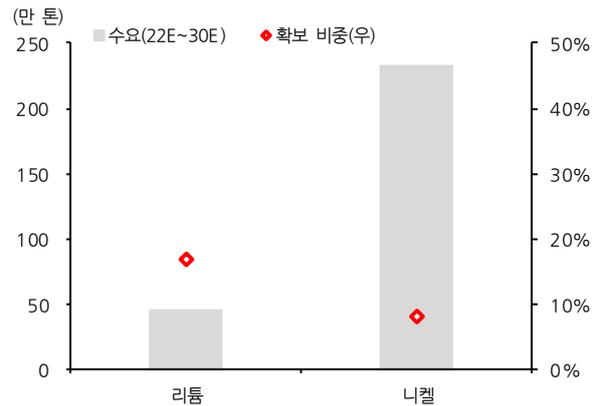
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 안정적 밸류체인으로 소재 확보



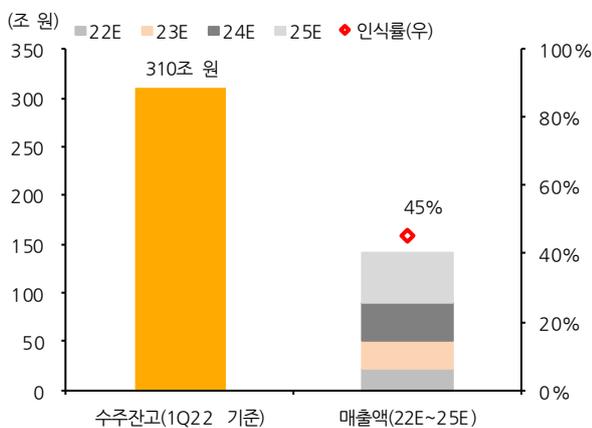
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 공급계약/지분 투자로 추가 물량 확보



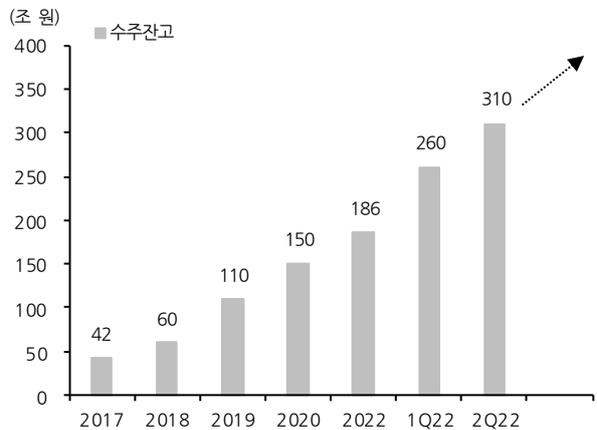
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 기획보된 수주잔고로 향후 실적 가시성 높아



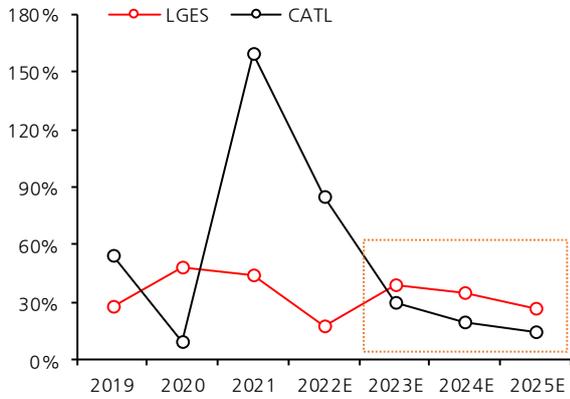
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 계속 쌓여가는 수주잔고



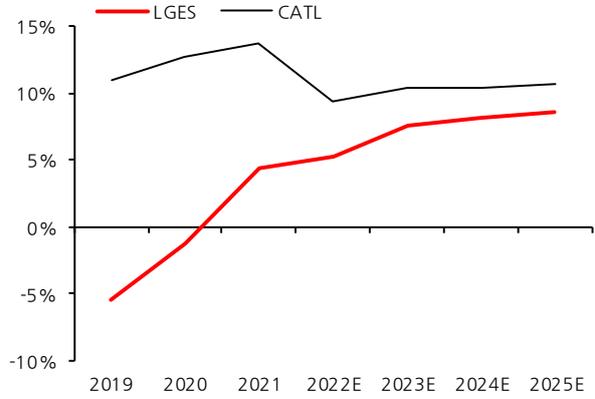
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 23년부터 LGES의 성장률은 CATL 역전



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] LGES와 CATL의 수익성은 좁혀질 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[표1] LG 에너지솔루션의 EV/EBITDA 밸류에이션

(단위: 조 원, 배, 원)

구분	22E	23E	24E	비고
EBITDA	2,828	4,561	6,203	
Multiple			20	CATL의 20~21년 평균 EV/EBITDA 25% 할인
Value			125,602	
순차입금			-1,366	22년 말 예상 순차입금
목표 시가총액			126,967	
보통 주식수(천 주)			234	
적정 추가			542,596	
목표 추가			540,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 2040년 시나리오별 배터리 업체 기업가치 분석

(단위: 조 원)

		시장 점유율						
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
수익성	7%	27.6	55.2	82.8	110.4	138.1	165.7	193.3
	8%	31.6	63.1	94.7	126.2	157.8	189.3	220.9
	9%	35.5	71.0	106.5	142.0	177.5	213.0	248.5
	10%	39.4	78.9	118.3	157.8	197.2	236.7	276.1
	11%	43.4	86.8	130.2	173.6	216.9	260.3	303.7
	12%	47.3	94.7	142.0	189.3	236.7	284.0	331.3
	13%	51.3	102.6	153.8	205.1	256.4	307.7	358.9
	14%	55.2	110.4	165.7	220.9	276.1	331.3	386.6
	15%	59.2	118.3	177.5	236.7	295.8	355.0	414.2
	16%	63.1	126.2	189.3	252.4	315.6	378.7	441.8
	17%	67.1	134.1	201.2	268.2	335.3	402.3	469.4
	18%	71.0	142.0	213.0	284.0	355.0	426.0	497.0
19%	74.9	149.9	224.8	299.8	374.7	449.7	524.6	
20%	78.9	157.8	236.7	315.6	394.4	473.3	552.2	

주요 가정: 1) 전기차 침투율: 75%(전기차 판매량 7,100만 대), 2) 배터리 수요: 7,803GWh(평균 배터리 탑재량 110kWh), 3) 배터리 팩 가격: \$80/kWh, 4) 시가총액/NOPLAT 배수: 12배(15~22년 평균 코스피 P/E), 5) 법인세 비용: 17% 적용

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] LG 에너지솔루션의 DCF 밸류에이션

(단위: 조 원)

기본가정																			
WACC	7.5%																		
영구성장률	3.0%																		
영업현금흐름 추정																			
	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E	37E	38E	39E	40E
매출액	21,038	29,323	39,545	50,308	58,065	65,771	74,513	82,417	87,555	97,633	105,848	114,053	122,249	130,435	138,612	146,779	154,937	163,086	171,225
영업이익	1,101	2,220	3,244	4,328	5,924	6,717	7,606	8,754	9,254	11,325	12,278	13,230	14,181	15,652	16,633	17,614	18,592	19,570	22,259
법인세 비용	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
NOPLAT	914	1,843	2,692	3,592	4,917	5,575	6,313	7,266	7,681	9,400	10,191	10,981	11,770	12,991	13,806	14,619	15,432	16,243	18,475
(+) 감가상각비	1,727	2,341	2,959	3,454	3,795	4,017	4,156	4,293	4,454	4,655	5,427	5,599	5,721	5,867	6,016	6,168	6,322	6,416	6,432
(+) 운전자본 증감	-423	-1,101	-1,359	-1,430	-1,031	-1,024	-1,162	-811	208	-233	155	-821	-820	-819	-818	-817	-816	-815	-814
(-) CAPEX	6,946	7,956	8,096	7,382	6,341	5,521	4,942	5,054	5,356	5,811	5,699	5,879	6,007	6,161	6,317	6,476	6,638	6,737	6,754
Total FCF	-4,729	-4,874	-3,803	-1,766	1,340	3,047	4,365	5,693	6,986	8,011	10,075	9,881	10,665	11,879	12,687	13,494	14,300	15,108	17,340
JV 의 FCF	-1,488	-1,707	-1,445	-907	-70	436	1,003	1,294	1,345	1,679	2,045	2,005	2,165	2,413	2,578	2,743	2,907	3,077	3,546
순 FCF	-3,241	-3,167	-2,358	-859	1,410	2,610	3,362	4,399	5,641	6,332	8,029	7,875	8,499	9,466	10,109	10,751	11,392	12,031	13,794
Valuation																			
NPV of FCF	38,179		<b>WACC 산정을 위한 주요 가정</b>																
NPV of Terminal Value	83,727		무위험 수익율: 2%(한국 예상 기준금리)																
Enterprise Value	121,905		리스크 프리미엄: 6.2%(15~22년 코스피 수익률 - 무위험 수익률)																
순차입금	-1,366		베타: 1.22(19~22년 Tesla, CATL, SDI 평균 베타)																
Net Enterprise Value	123,271		타인자본비용: 3.84%(AA+ 등급 회사채 금리)																
<b>주당 가치</b>	<b>526,798</b>		자기자본비용: 68%(삼성전자, SK 하이닉스 평균)																

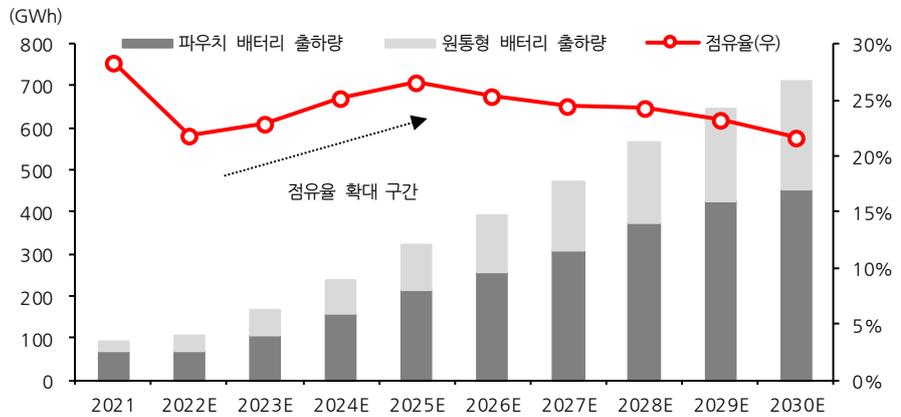
자료: 한화투자증권 리서치센터

## II. 투자 포인트

### 1. 성장 사이클 도래: 2025년 시장 점유율 27%

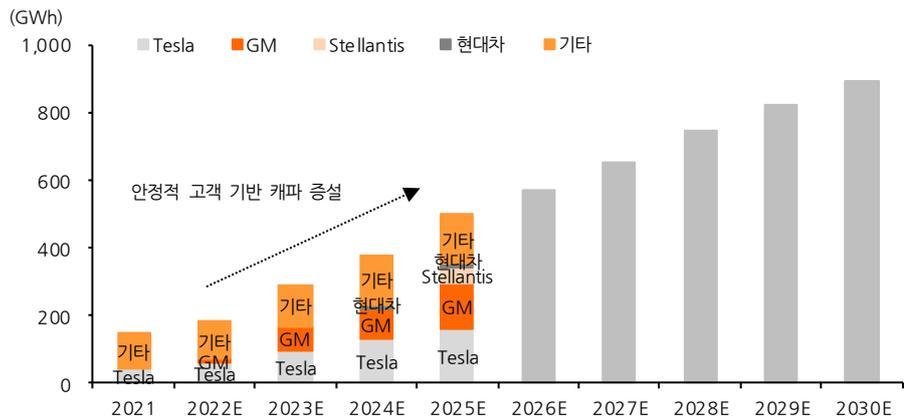
LG에너지솔루션의 시장점유율은 향후 3년간 확대되며 25년에는 27%까지 회복할 것으로 전망한다. 동사는 25년 말 520GWh(vs. 2021년 말 150GWh)의 캐파 증설을 계획하고 있다. 전기차용 배터리 500GWh(파우치 350GWh, 원통형 150GWh)와 IT 및 ESS 용 20GWh로 구분된다. 캐파는 고객사와의(테슬라, GM, 스텔란티스, 현대차 등) 파트너십을 기반으로 증설되고 있어 준공 후 출하량은 안정적으로 상승할 것으로 기대된다.

[그림15] 향후 3년간 M/S 확대



자료: LG에너지솔루션, SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 안정적 고객사 기반으로 증설되는 캐파



자료: LG에너지솔루션, SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

중국:  
테슬라의 중국 캐파에  
발 맞춰 증설 진행

중국 내 캐파는 21년 말 80GWh에서 25년 147GWh(원통형 90GWh 추정)까지 증설할 계획이다. 대부분 테슬라 상하이 공장을 염두에 둔 증설로 추정된다. 상하이 공장 캐파는 향후 200만 대까지 증설될 것으로 알려져 있다. 스탠다드 모델(LFP 배터리 탑재)이 주력으로 생산되어 CATL이 핵심 벤더가 될 것으로 예상된다. 스탠다드 이상 모델(하이니켈 탑재)도 30% 비중은 유지될 것으로 가정하면 최소 60만 대 이상은 동사가 대응한다 생각해 볼 수 있다. 이를 미루어 보아도 동사의 90GWh 캐파는 테슬라 전기차 100~110만 대에 달하는 규모이기 때문에 너무 많은 증설이 아닐까라는 우려가 있다. 하지만, 테슬라는 중국을 수출 허브로 고려하는 것으로 판단되어, 향후 중국 내 테슬라의 추가 캐파 증설이 이어질 것이라고 판단한다.

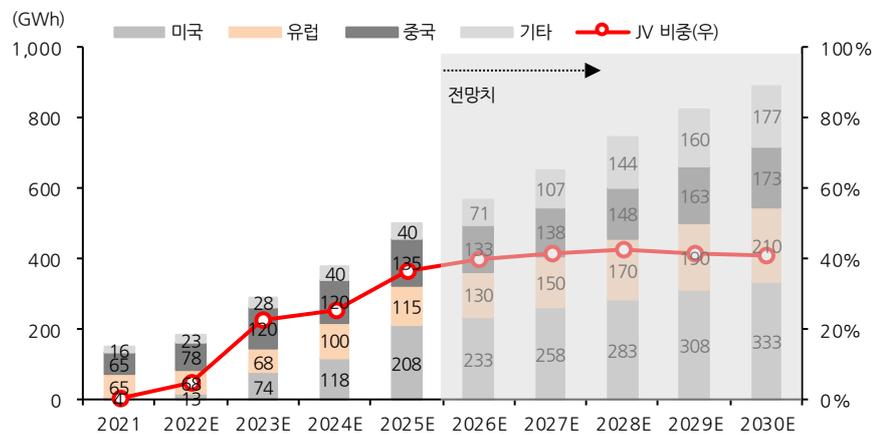
유럽:  
1) 파우치는 수요처 확보  
전까지 추가 증설 제한적  
2) 원통형은 테슬라  
기가 베를린 대응 추정

유럽 내 캐파는 21년 말 68GWh에서 25년 115GWh까지 증설할 계획이다. 유럽 증설도 원통형 중심으로 추정된다. 기존 68GWh는 전기차 100만 대에 해당하는 규모다. 25~26년 유럽의 전기차 판매량 전망치 500~600만 대 감안 시, 동사는 VW/르노/아우디 등 다변화된 고객을 바탕으로 파우치 공장은 안정적 가동에 예상된다. 유럽은 중국 및 신생 배터리 업체들의 진입으로 경쟁이 치열해지고 있기 때문에 향후 추가 캐파 증설은 안정적 수요가 담보됐을 때 결정될 것으로 판단한다. 원통형 캐파(35GWh 추정)는 테슬라 베를린 공장에 납품될 것으로 추정된다. 테슬라는 베를린 공장의 생산량을 연 50만 대(배터리 수요 45GWh)까지 확보하기로 목표했다. 최근 추가 증설 이슈까지 나오고 있어, 증설이 확정되면 수요는 더 늘어날 전망이다.

북미:  
최대 캐파 증설 계획  
JV 기반 증설로 안정적  
수요처 확보

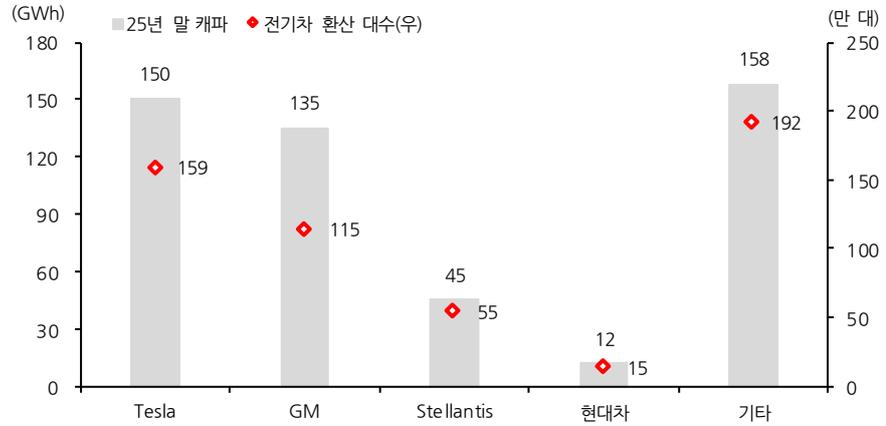
북미 내 캐파는 21년 말 4GWh에서 25년 210GWh까지 증설할 계획이다. 북미에서 가장 가파른 증설이 이루어지고 있다. JV(GM-135GWh, 스텔란티스-45GWh)를 통해 증설하고 있어 안정적 수요가 뒷받침되기 때문이다. JV는 비록 고객사와 이익을 나눠야 하지만, 안정적 수요처를 확보한다는 차원에서 긍정적이다. GM은 기존 완성차 업체 중 가장 공격적인 전기차 전략을 펼치며 30년까지 매출 2배를 목표하고 있다. 스텔란티스는 30년 미국 내 전기차 판매 비중 50%를 목표하고 있어, 계획대로 진행 시 전기차 판매량은 110만 대(배터리 수요 90GWh)에 이를 전망이다.

[그림17] LG 에너지솔루션의 캐파 증설 전망



자료: LG에너지솔루션, SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 25년 말 LGES의 고객사별 캐파 및 전기차 환산 대수



주: 가동률 x 수율 = 85% 가정  
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 수요를 감안한 LGES의 고객사별 캐파 증설

기업	25년 캐파 (GWh)	배터리 용량 (kWh)	전기차 환산 (만 대)	비고
Tesla	150	80	159	25년 캐파 460만 대 추정(중국 200/미국 160/유럽 100)
GM	135	100	115	25년 북미 캐파 100만 대(픽업트럭 60만 대) 추정
Stellantis	45	70	55	30년 북미 판매량 110만 대 이상 목표
현대차	12	70	15	26년 84만 대/30년 187만 대 판매 목표
기타	158	70	192	중국 제외한 판매량: 25년 1,000만 대, 26년 1,300만 대
<b>Total</b>	<b>500</b>	<b>79</b>	<b>535</b>	<b>전세계 전기차 판매량: 25년 1,856만 대, 26년 2,260만 대</b>

주: 가동률 x 수율 = 85% 가정  
 자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

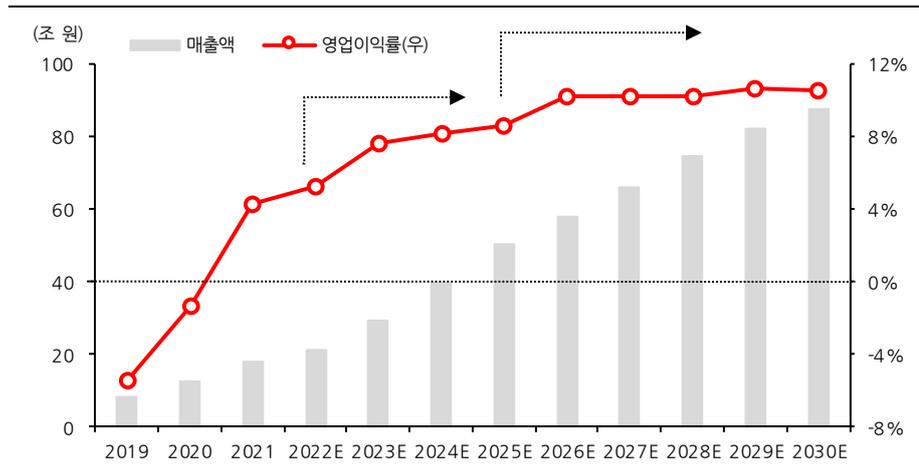
## 2. 구조적인 수익성 개선 시기

원가절감: 그동안은 규모의 경제 효과, 이제는 양극재 개선이 핵심이 될 것

2023년은 구조적으로 수익성이 개선되는 한 해가 될 것으로 전망한다. 양극재 소재 개선과 규모의 경제 효과로 배터리 가격이 연 5%씩 감소한다 가정해도 원가절감을 통한 비용 감소 폭이 더 클 것으로 예상하기 때문이다.

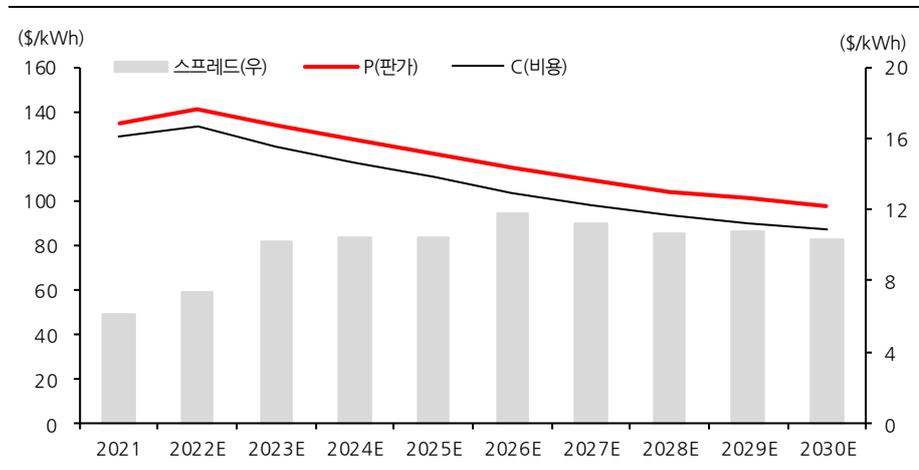
중장기적으로 배터리 팩 가격이 \$100/kWh 미만으로 내려갈 필요성에 대해서는 이견이 없다. P가 내려가는 환경 속에서 배터리 업체들의 경쟁력은 누가 더 저렴하게 배터리를 생산하느냐가 될 것이다. 배터리 팩 가격은 지난 5년 동안 연평균 15% 하락했다. 가격 하락의 주요인은 규모의 경제(수율/가동률 상승 등)가 핵심이었으며, 양극재 에너지 밀도 개선도 주효했다고 판단한다. 그 효과는 점차 둔화되고 있지만, 여전히 원가 절감에 핵심이며 단기적으로도 주된 역할을 담당할 것으로 판단한다. 중장기적으로는 리사이클과 산공정(건식 전극 등) 개발이 필요하다.

[그림19] 계단식으로 개선되는 수익성



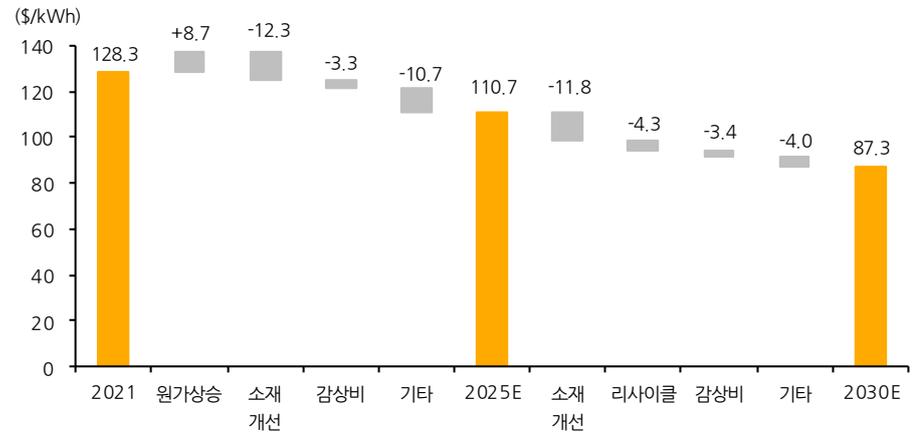
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 비용 감소 폭은 배터리 가격 하락 폭을 상회할 전망



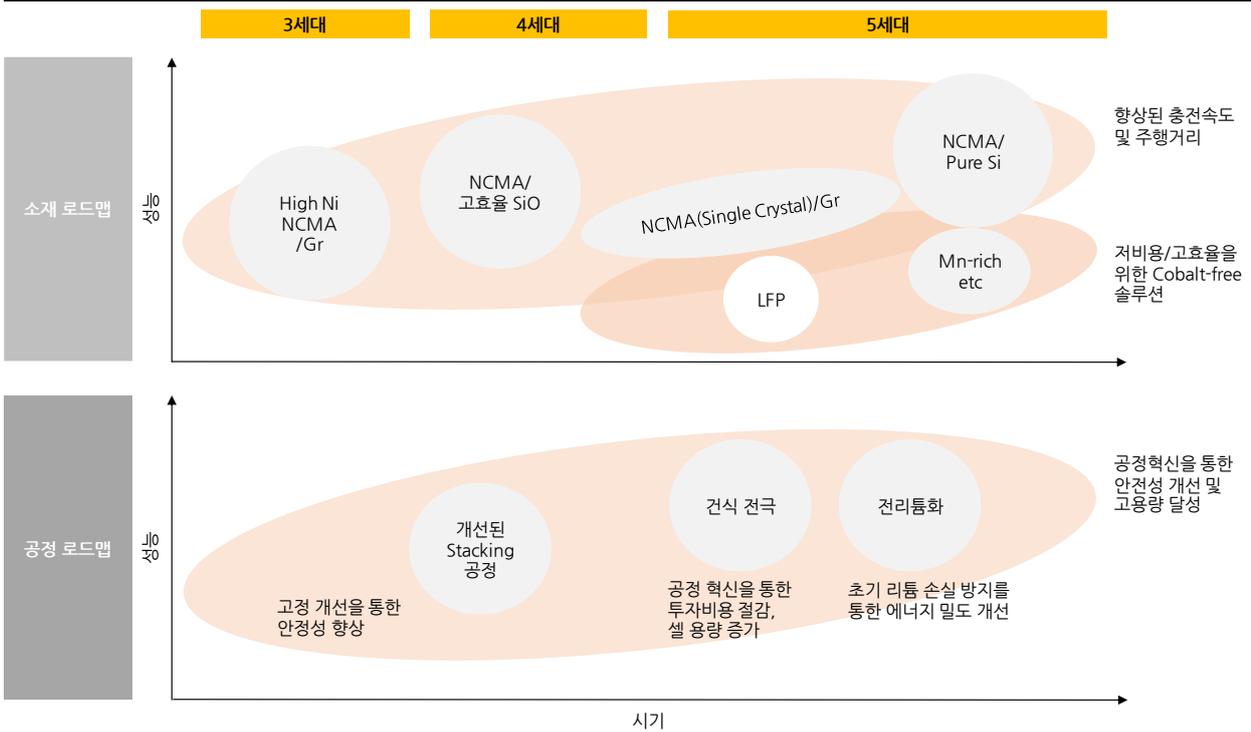
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 배터리 원가: 1) 소재 개선 + 2) 규모의 경제로 지속 하락 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] LG 에너지솔루션 배터리 기술 로드맵



자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

>> Ni 90% 양극재 비중 100%를 향해

하이니켈 양극재 비중 증가가 원가절감의 핵심

삼원계 양극재는 니켈 비중을 높여오며 1) 밀도 상승과 2) 코발트 사용량을 줄임으로써 원가절감이 가능했다. 현재 주요 업체들은 니켈 비중 90% 후반 제품까지 개발하고 있다. 그러나 동사는 22년까지도 여전히 NCM622 비중이 높다. 23년부터는 양극재 업체들의 니켈 80% 이상 제품이 본격적으로 양산됨에 따라 원가 개선 시점이 다시 도래했다. 향후 니켈 90% 제품이 주류가 되기까지 원가 개선은 지속될 전망이다.

동사는 LG화학, 포스코케미칼, 엘앤에프를 통해 양극재를 조달 받는다. LG화학과 포스코케미칼은 23년부터 니켈 80% 이상의 NCMA를 본격적으로 양산할 계획이며, LG화학의 경우 26년 니켈 80% 이상 제품 생산 비중을 90%로 목표하고 있다. 엘앤에프는 이미 니켈 80% 후반 NCMA를 주력으로 양산하고 있으며, Ni96% 제품도 내년 양산을 시작할 계획이다.

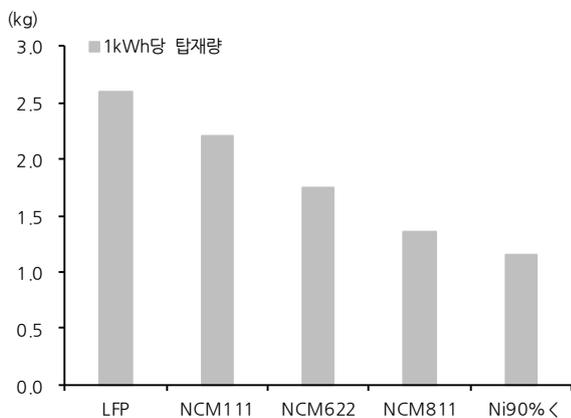
동사의 22년 양극재 소요량은 NCM622 60%, NCM811 40% 수준으로 추정된다. 25년에는 니켈 80% 이상 제품이 대다수를 차지할 것으로 예상된다. 용량(kWh)당 양극재 사용량은 22년 1.59kg에서 25년 1.29kg까지 줄어들며 원가 개선에 가장 크게 기여할 것으로 판단한다.

[표5] 양극재 밸류체인들의 개발 현황

기업	내용
LG 화학	2023년 NCMA(Ni80%) 양산 시작
	2026년 하이니켈(Ni80% 이상) 비중 90% 이상
포스코케미칼	2023년 NCMA(Ni80%) 양산 시작
	2026년 하이니켈(Ni80% 이상) 비중 90% 이상
엘앤에프	2022년 Ni80% 후반 NCMA 제품 주력 양산
	2023년 단결정/Ni96% 제품 생산 시작

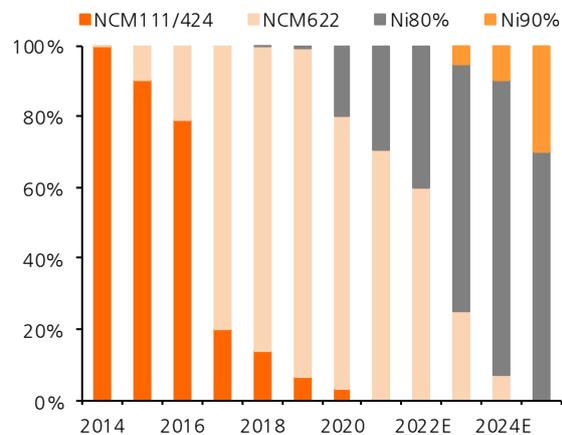
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 하이니켈 양극재: 밀도 증가는 원가 절감으로 이어져



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] LGES의 양극재 비중 추이 및 전망



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

>> 규모의 경제, 효과는 반감되었으나 여전히 원가절감 가능

고정비 비중 30%까지  
내려오며 규모의 경제  
효과는 반감

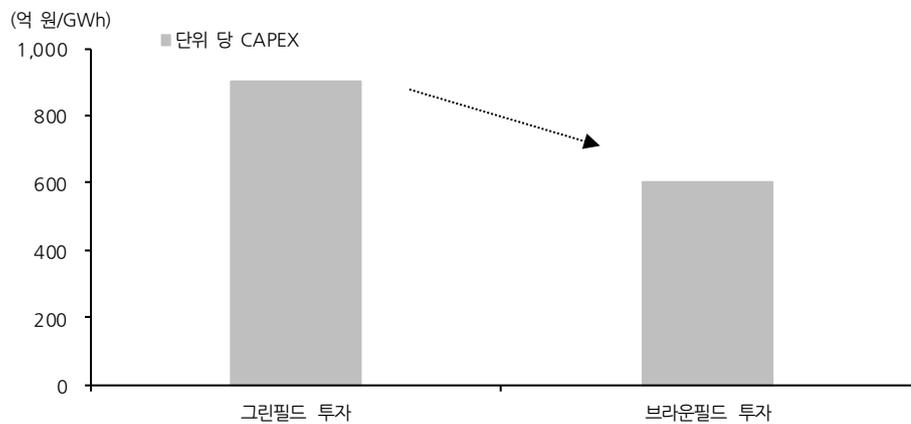
그동안 규모의 경제로 원가절감을 이루어 온 배터리 산업은 이제는 그 효과가 반감되는 시기에 들어섰다. 동사를 비롯해 주요 배터리 업체들의 21년 고정비 비중은 30% 수준까지 내려온 것으로 추정된다. 그러나, 원소재 비용은 배터리 업체가 통제하기 어려운 반면, 고정비에 해당하는 인건비, 감가상각비 등은 통제 가능한 부분이다. 동사는 자동화, 생산성 증대를 통해 고정비 부담을 더 낮추기 위해 노력 중이다.

그러나 생산성 증대 및  
CAPEX 효율화로 추가적인  
원가절감 가능

동사는 25년 이후 신규 가동 라인인 스마트팩토리 기반으로 운영할 계획이다. 기존 라인도 스마트팩토리화 및 생산성 향상을 위한 경장투자가 늘어나고 있다. 초기 투자비는 단기적으로 부담이지만 중장기 원가절감에 기여할 것으로 기대된다. 장기적으로는 건식 전극과 같이 CAPEX 효율성이 좋으며, 높은 생산성을 지닌 공정 개발이 필요할 것으로 판단한다.

동사는 22년 CAPEX 가이드선으로 7조 원을 제시했다. 얼티엄셀즈 JV, 애리조나 등 그린 필드 캐파 증설은 토지 및 건물 투자로 인해 초기 비용이 많이 발생한다. 25년 520GWh까지 캐파 증설이 계획되어 있어 CAPEX는 25년까지도 높은 수준이 유지될 것으로 예상되지만, 단위당 CAPEX는 감소하며 초기 고정비 부담은 점차 완화될 것으로 기대한다.

[그림25] 향후 캐파 증설에는 CAEPX 안정화 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 3. 한발 앞서는 안정적 공급망 확보 전략

완성차 업체들은 고정비가 높은 산업 특성상 생산 차질을 빚지 않기 위해 부품 공급망 확보에 공을 들여왔다. 전기차 시대는 공급망 구축이 더욱 중요해졌다. 광물부터 배터리 4대 소재까지 타이트한 수급 환경이 지속될 것으로 전망되기 때문이다. 리튬, 니켈 등의 소재는 선제적으로 물량을 확보하지 않는 이상 뒤늦게 진입하는 업체에게는 리스크로 작용할 수 있다고 판단한다. 동사의 선제적인 투자는 긍정적이다.

#### >> 원소재 확보 전략

자체적으로 메탈 수급이 가능한 양극재 업체와의 파트너십으로 원소재 확보

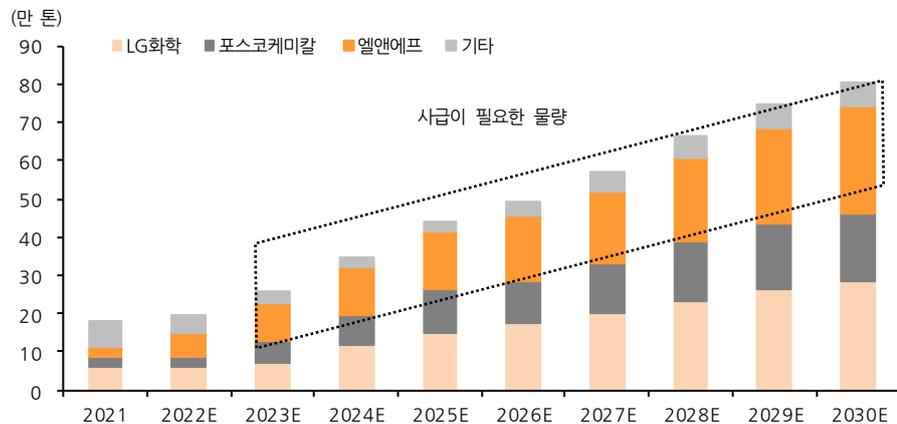
배터리 원소재 중 리튬/니켈의 확보가 특히 중요하다. 동사는 1) 자체적으로 원소재 수급이 가능한 양극재 업체(LG화학, 포스코케미칼)를 핵심 밸류체인으로 두고 있으며, 2) 글로벌 배터리 선두 업체로서 중장기 공급 계약이 가능하며, 3) 지분 투자까지 하며 원소재 확보에 있어 경쟁 업체 대비 한발 앞서 나가고 있다.

LG화학과 포스코케미칼은 자체적으로 안정적 원소재 공급망을 구축하고 있다. LG화학은 중국 전구체 업체 화유코발트와 양극재 및 전구체 JV를 설립했다. JV를 통해 니켈/코발트의 안정적이고 저렴한 조달이 가능하다. 포스코케미칼도 화유코발트와의 JV와 모회사 포스코를 통해 안정적 공급망을 가지고 있다. 동사는 LG화학과 포스코케미칼을 통해 향후 필요한 양극재의 50~60%를 조달할 것으로 예상된다.

장기공급 계약 및 지분 투자로 추가 물량 확보 중

동사는 장기공급 계약과 지분 투자로 추가로 필요한 물량을 자체적으로 확보하고 있다. 소재 업체는 상대적으로 영세하고 캐파 투자에 급급하여 광물에 대한 장기 공급 계약이나, 지분 투자에 대한 여력이 부족하다. 반면, 동사는 안정적 수요를 담보해 줄 수 있어 다수의 광물 업체와 지분 투자 및 장기공급 계약을 체결했다. 장기공급 계약을 통해 30년까지 필요한 니켈과 리튬의 10~20% 수준의 물량을 확보한 것으로 추정된다. 추가 공급 계약을 통해 이 비중은 점차 늘어날 것으로 예상된다.

[그림26] LGES의 업체별 양극재 수요 전망



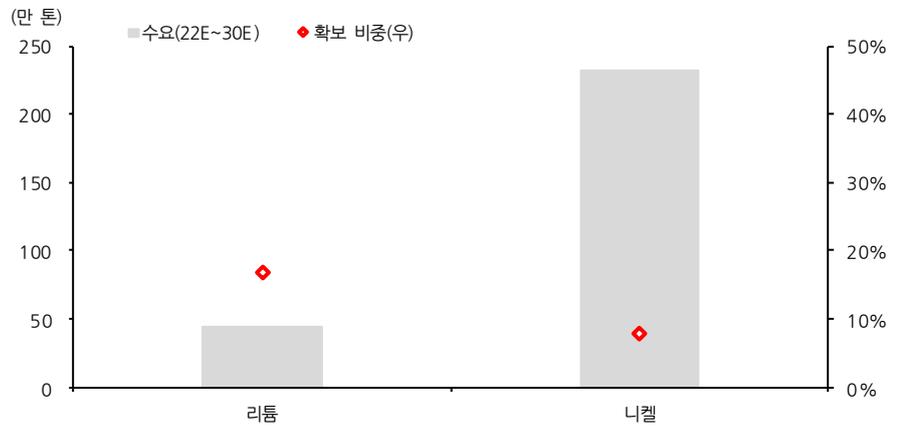
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 배터리 원소재 확보 전략

구분	기업	시기	계약	내용
리튬	벌칸에너지(독일)	25~29년	장기공급 계약	- 수산화리튬 4.5만 톤
	Liontown(호주)	24~28년	장기공급 계약	- 리튬정광 70만 톤(=수산화리튬 10만 톤), 5년 추가 계약 가능
	시그마 리튬(캐나다)	23~27년	장기공급 계약	- 리튬 농축액 46만 톤(=수산화리튬 6만 톤 추정) - 추가 23만 톤 공급 가능
	SQM(칠레)	21~29년	장기공급 계약	- 탄산리튬 5.5만 톤
	인피니티 리튬(호주)	5년 계약	MOU	- 수산화리튬 5만 톤
	간펑리튬(중국)	19~25년	장기공급 계약	- 수산화리튬 9.3만 톤
니켈/코발트	Greatpower(중국)	23~28년	장기공급 계약/지분투자	- 니켈 2만 톤, 지분 4.8%(350억 원) 인수
	QPM(호주)	23~32년	장기공급 계약/지분투자	- 니켈 7만 톤/코발트 7천 톤, 지분 7.5%(120억 원) 인수
	Li-Cycle(미국)	23~32년	장기공급 계약/지분투자	- 니켈 2만 톤, 지분 3.04%(LGES/LGC 각각 300억 원) 인수
	Australian Mines(호주)	24~29년	장기공급 계약	- 니켈 7.1만 톤/코발트 7천 톤
	인도네시아 그랜드 패키지	21~25년	컨소시엄	- 니켈 채굴, 배터리 셀 생산 - 5년간 총 10조 원 투자(LGES/LGC 최소 2조 원 투자)
	화유코발트(중국)	24년~	JV	- LGC x B&M(화유코발트 자회사) 양극재(6만 톤 이상) JV 설립 - 화유코발트 통해 안정적 니켈/코발트 조달
리사이클	고려아연(한국)	-	MOU(JV 예상)	- 폐배터리 JV 추진
	에코프로 CnG(한국)	20~24년	장기공급 계약	- 폐배터리(오창/폴란드 공장) 약 2만 톤 CnG에 공급
	Li-Cycle(미국)	-	-	- 위와 내용 동일

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 장기공급 계약을 통해 리튬/니켈 10~20% 수준 확보했을 것으로 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 배터리 소재 확보 전략

동사는 모회사(LG화학)를 통한 수직계열화 및 주요 소재 업체들과의 파트너십을 바탕으로 안정적 소재 공급망을 확보하고 있다.

LG화학을 통한 주요 소재의 수직계열화

LG화학은 양극재/분리막 등 4대 소재를 비롯해 CNT 도전재, 바인더 등 주요 배터리 소재를 생산 및 개발하고 있다. 동사는 LG화학을 통해 장기적으로 40%의 양극재를 내재화할 계획이며, LG화학도 26년 말 26만 톤의 양극재 캐파 증설을 발표했다. LGES는 27년경 60만 톤의 양극재 수요가 있을 것으로 예상되어, LG화학도 발맞춰 캐파를 증설하는 것으로 판단한다. LG화학은 향후 외부 판매 계획도 가지고 있어 추가 양극재 캐파 증설도 나올 수 있다. LG화학은 Tier-1 분리막 업체인 Toray(일)와 JV(지분율 50:50)도 설립하여 올해 분리막 양산을 시작한다. 향후 28년 8억㎡의 캐파를 목표로 하고 있다. 28년경 동사의 분리막 수요는 70억㎡, 유럽 공장 수요는 16억㎡로 추정된다. JV로 유럽 지역 수요의 50%에 대응할 수 있는 캐파다.

파트너십을 통한 안정적 소재 공급망 구축

동사는 기술력이 있는 기업이나 향후 타이트한 수급 현상이 이어질 것으로 예상되는 소재 업체들과는 장기공급 계약 및 지분 투자를 통해 파트너십을 형성하고 있다. 지역별로 안정적 수급을 위해 지역별 밸류체인도 형성하고 있다. 이를 위해 일부 업체들은 고객사 인근 지역 캐파 증설을 진행 중이다. 다만 양극재는 국내 업체들을 대체할만한 경쟁사가 부재하여 국내 업체를 통해 조달받고 있으며, 국내 양극재 업체들도 향후 지역별 캐파 증설을 계획하고 있다.

[표7] 배터리 주요 소재 확보 현황

구분	기업	지역/고객사	계약	내용
	LG 화학	-	수직계열화	
양극재	엘앤에프	테슬라	장기공급 계약/지분투자	- KBE 펀드(LGC x IMM) 전환사채 1,000억 원 인수 - 23~24년 7조 원(약 21만 톤) 양극재 공급
	포스코케미칼	GM	장기공급 계약	- 25~33년 8조 원(약 24만 톤) 양극재 공급
음극재	대주전자재료	-	지분투자	- KBE 펀드(LGC x IMM) 전환사채 800억 원 인수
분리막	LG 화학 x Toray	유럽	수직계열화	- 28년 8억㎡ 캐파 증설
	창신신소재	중국, GM	장기공급 계약	- 24년까지 열티엄셀즈향 2.6억 달러(약 3,000억 원) 공급
	Senior	중국	장기공급 계약	- 4.5년간 43억 위안(약 8,000억 원) 공급
전해액	엔켄	전지역	-	- 폴란드/인도네시아/미국 등 전지역 캐파 증설
	Tincni	중국	장기공급 계약	- 21~23년까지 전해액 5.5만 톤 공급
	Capchem	유럽	지분투자	- 폴란드 공장 지분 15% 확보
등박	솔루스첨단소재	유럽, 미국	장기공급 계약	- 21~25년 4,200억 원(약 xx만 톤), 추가 수주 예상
바인더	LG 화학	-	수직계열화	- 음극재 바인더 공급
도전재	LG 화학	-	수직계열화	- 양극재 CNT 도전재 양산, 향후 음극재까지 확장 계획
	나노신소재	-		

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

### III. 실적전망

2022년 매출액 21조 원  
영업이익 1.1조 원 전망

동사의 22년 실적은 매출액 21.0조 원, 영업이익 1.1조 원(OPM 5.2%)으로 전망한다. 21~22년에는 반도체 부족/GM 볼트 생산 중단 등의 영향으로 성장폭이 더뎠다. 그러나 23년부터는 본격적인 실적 성장 구간에 진입할 것으로 전망한다.

2023년부터 본격적인  
매출 성장 전망

동사의 25년 실적은 매출액 50.3조 원, 영업이익 4.3조 원(OPM 8.6%)으로 21년 대비 연평균 각각 30%/54% 성장할 것으로 전망한다. 25년 전세계 전기차 판매량 1,856만 대, 배터리 수요 1,127GWh와 동사의 시장 점유율 27%를 가정했다.

기확보된 수주잔고로  
매출 가시성 높아

동사는 1Q22 기준 310조 원의 수주잔고를 보유 중이다. 수주는 평균적으로 6~8년 사이 인식하며, 동사의 향후 4년간 누적 예상 매출액은 현재 수주잔고의 45%를 인식하는 것이다. 캐파 증설 및 추가 수주까지 고려하면 실적 가시성은 매우 높다고 판단한다.

[표8] LG 에너지솔루션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	4,254	5,131	4,027	4,439	4,342	4,794	5,592	6,309	17,852	21,038	29,323	39,545	50,308
자동차전지	2,978	3,823	2,497	2,664	2,388	2,579	3,306	3,971	11,961	12,245	17,700	25,115	31,978
ESS	298	282	201	222	217	304	287	296	1,003	1,105	1,130	1,342	1,530
소형전지	978	1,026	1,329	1,554	1,737	1,911	1,999	2,042	4,887	7,688	10,493	13,088	16,800
<b>영업이익</b>	341	724	-373	76	259	225	278	340	768	1,101	2,220	3,244	4,328
자동차전지	188	1,034	-524	0	72	77	99	148	697	396	1,075	1,809	2,431
ESS	26	-422	-21	-49	-21	-24	-22	-21	-466	-88	52	97	116
소형전지	127	113	173	124	208	172	200	213	537	793	1,094	1,338	1,780
<b>영업이익률</b>	8.0%	14.1%	-9.3%	1.7%	6.0%	4.7%	5.0%	5.4%	4.3%	5.2%	7.6%	8.2%	8.6%
자동차전지	6.3%	27.0%	-21.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.7%	5.8%	3.2%	6.1%	7.2%	7.6%
ESS	8.9%	-149.6%	-10.5%	-21.9%	-9.8%	-8.0%	-7.5%	-7.2%	-46.4%	-8.0%	4.6%	7.2%	7.6%
소형전지	13.0%	11.0%	13.0%	8.0%	12.0%	9.0%	10.0%	10.4%	11.0%	10.3%	10.4%	10.2%	10.6%
<b>EBITDA</b>	659	1,073	6	482	676	646	709	796	2,220	2,828	4,561	6,203	7,782
EBITDAM	15.5%	20.9%	0.1%	10.9%	15.6%	13.5%	12.7%	12.6%	12.4%	13.4%	15.6%	15.7%	15.5%

자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

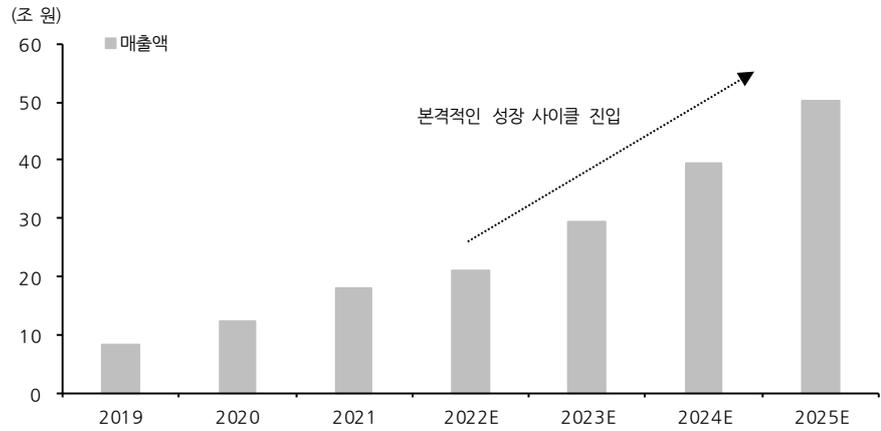
[표9] 주요 가정

(단위: 만 대, GWh, kWh, %)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
자동차 수요(만 대)	8,275	8,777	9,587	9,707	9,827
전기차 수요(만 대)	659	895	1,265	1,565	1,856
전기차 침투율	8.0%	10.2%	13.2%	16.1%	18.9%
배터리 수요(GWh)	296	439	665	882	1,127
평균 배터리 탑재량(kWh)	45	49	53	56	61
<b>LGES EV용 배터리</b>					
배터리 유효 캐파(GWh)	135	166	236	334	438
가동률	69.6%	65.2%	69.9%	71.2%	73.3%
LGES의 배터리 출하량(GWh)	94	108	165	238	321
시장 점유율	28.3%	21.8%	22.9%	25.2%	26.5%

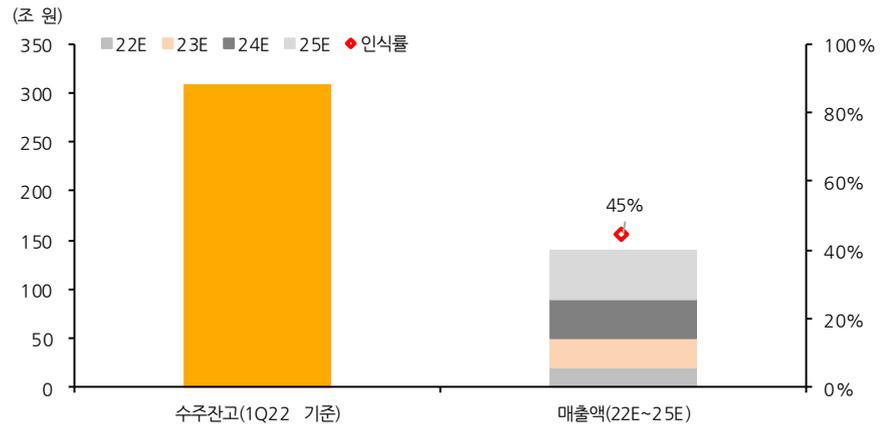
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 2023년부터 본격적인 매출 성장 전망



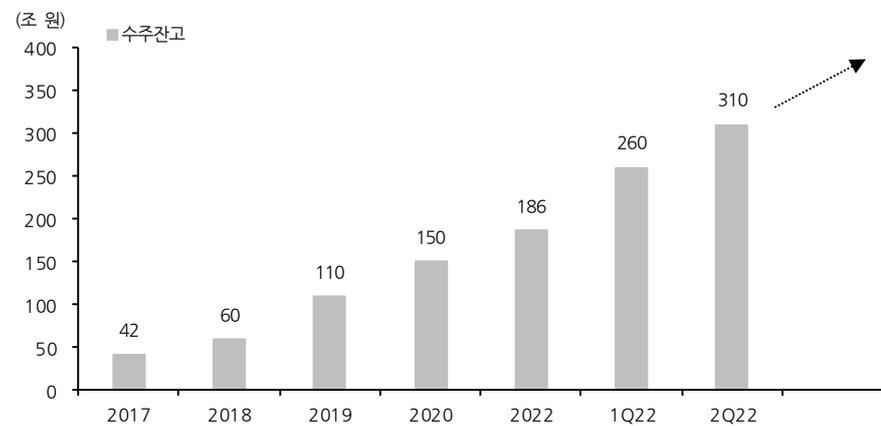
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 향후 4년간 누적 매출액은 현재 수주잔고(평균 7년 인식)에 45% 수준에 불과



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 수주잔고는 지속해서 늘어나는 중



자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

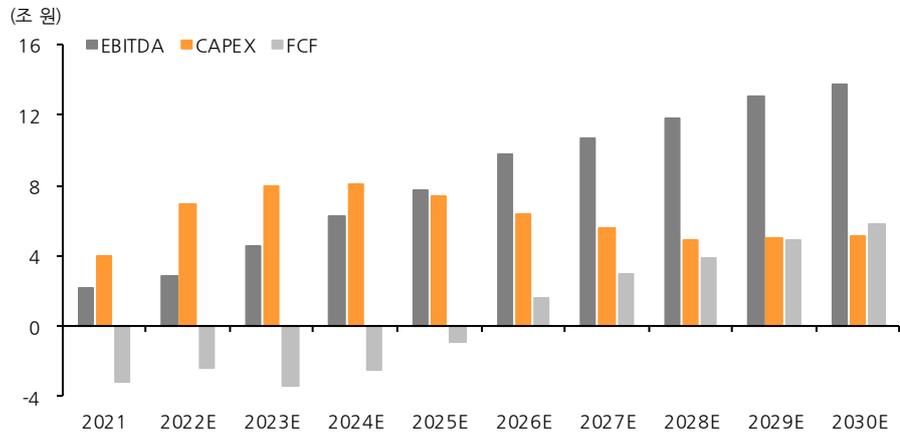
순현금흐름은 26년부터 (+)로 전환

순현금흐름은 26년 (+)로 전환될 것으로 전망한다. 동사는 22~24년 사이 대규모 증설이 계획되어 있어 가장 많은 CAEPX가 소요될 예정이다. 캐파 증설에 따른 본격적인 현금흐름은 25년부터 발생할 것으로 예상된다. 현재 1GWh 증설을 위해서는 800~1,000억 원의 CAEPX가 소요되지만, 향후 생산성 향상을 통해 단위당 CAEPX는 점차 감소할 것이다.

현금 + EBITDA로 CAEPX 충당 가능 추가 차입 여력도 충분

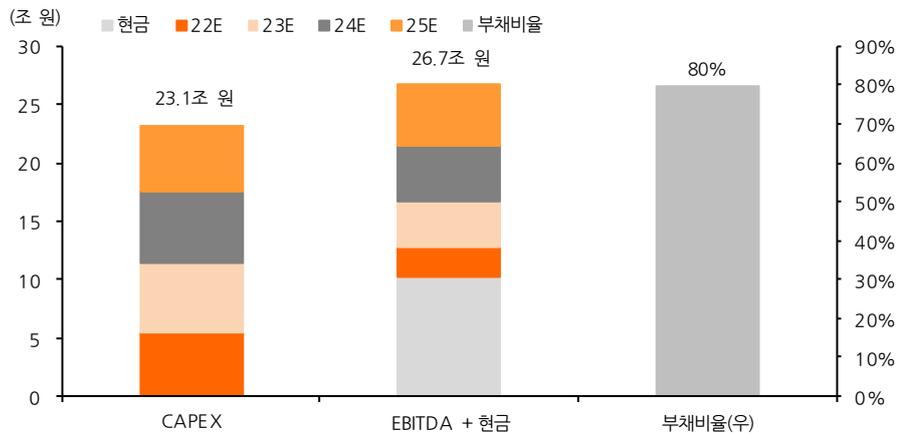
22~25년 예상 CAEPX는 23조 원(JV 감안)으로 추정된다. CAEPX 투자에 필요한 재원은 현재 보유 현금 10.2조 원과 22~25년 예상 EBITDA(JV 감안) 16.6조 원으로 충당 가능할 것으로 판단한다. 추가적인 재원이 필요하면, 1Q22 기준 동사의 부채비율이 80% 수준이므로 추가 차입 부담도 덜하다.

[그림31] 26년 순현금흐름 (+) 전환



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림32] CAEPX는 EBITDA + 현금으로 충당 가능



자료: Wusefn, 한화투자증권 리서치센터

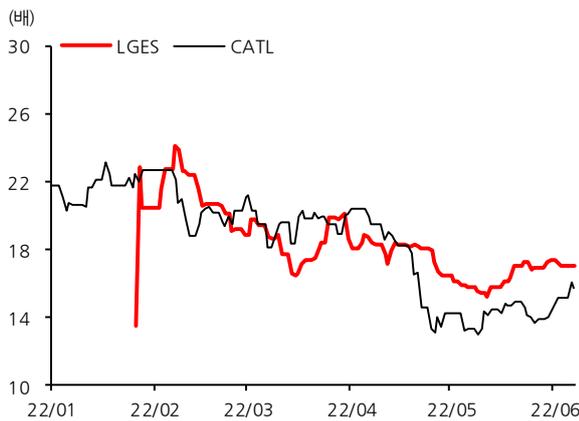
### IV. CATL 과의 비교 분석

CATL의 부진으로  
LGES의 밸류에이션이  
더 높아진 상황

IPO 당시 동사는 공모가 30만 원(시가총액 70조 원)으로 CATL과 삼성SDI의 3Q21 누적 기준 EV/EBTIDA 81배, 22배의 평균 51배로 상장했다. CATL 대비 36% 할인된 값이다. 연초부터 중국 2차전지 업종은 하락하며, 현재 동사는 CATL 대비 오히려 5% 할증(6월 10일 기준 24 예상 EV/EBITDA CATL 15.6배, LGES 16.4배)을 받고 있다.

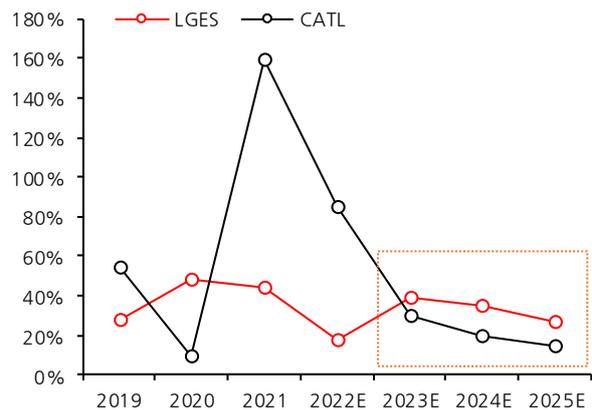
CATL이 그동안 내수 시장을 기반으로 성장해 왔듯, 이제는 동사가 북미 시장과 핵심 고객사들의 증설을 바탕으로 성장하는 시기가 도래했다. 현시점에서는 CATL 대비 밸류에이션 할증도 타당하다고 판단한다. 다만, CATL이 성장하던 시점과 동일한 밸류에이션을 인정받을 수 있을지에 대해서는 고민이 필요하다. 아직 해소되지 않은 리스크가 있기 때문이다.

[그림33] 현시점 LGES의 24E EV/EBITDA는 CATL을 상회



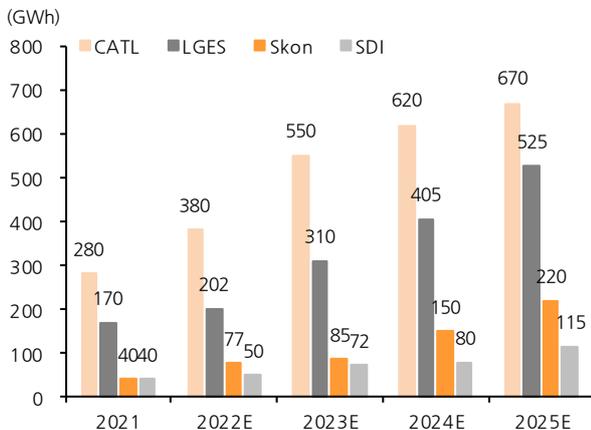
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 23년부터 LGES의 매출 성장률은 CATL 역전



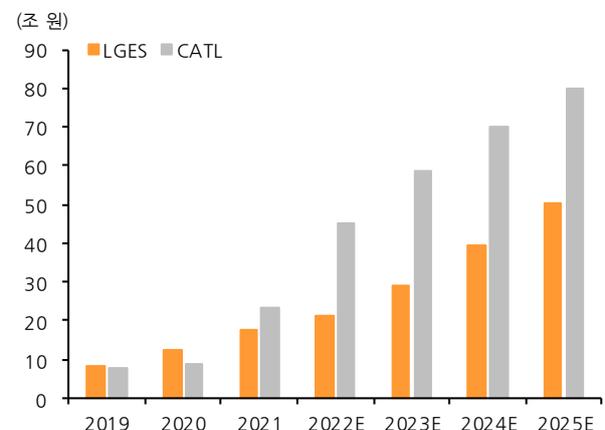
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 주요 셀업체들 캐파 비교



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] LGES와 CATL의 매출액 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

1) CATL의 미국/유럽 시장 진출 가시화되는 중

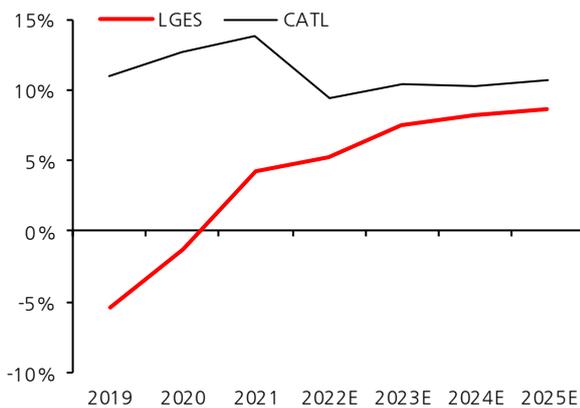
동사는 중국 시장 진입에는 한계가 있는 반면, CATL은 유럽과 미국까지 시장을 확대해 나가는 중이다. 최근, CATL의 독일 공장이 하반기 양산을 시작한다는 뉴스와 BMW가 차세대 플랫폼에 CATL 원통형 배터리를 채택했다는 뉴스가 나왔다. BMW와 포드에 납품할 미국 공장까지 짓는다는 뉴스까지 나오며 우려가 더해지고 있다. 미국과 중국의 관계상 CATL의 미국 진출은 쉽지 않을 것으로 예상했기 때문이다. 아직 미국 공장에 대한 세부사항은 안 알려졌으나, 증설이 확정되면 LFP 배터리 공장일 것으로 판단한다.

2) 하지만 수익성 격차는 좁혀질 전망

CATL은 그동안 11~14%의 배터리 업체로서는 경이로운 수익성을 기록했다. 하지만 향후 두 업체간 수익성 차이는 줄어들 것으로 전망한다. 1) LFP 배터리는 상대적으로 판가 전가에 부담이 있을 것으로 예상되며, 2) CATL의 해외 공장은 중국 공장 대비 수익성이 떨어질 것으로 예상되기 때문이다. CATL은 1Q22 영업이익률 3.2%를 기록했다. 상승한 소재 가격을 판가에 전가하지 못했다는 것이 회사 측 입장이다. 저렴함이 강점인 LFP 배터리는 원가 상승분을 고객사에 전가하기에 부담이 있을 것으로 추정된다.

그동안 CATL의 높은 수익성은 내수 시장 중심으로 성장한 것이 주효했다고 판단한다. 중국 정부의 전기차 드라이브에 힘입어 CATL은 자국 내에서 많은 혜택을 받았으며, 내수 시장은 인건비/원재료 및 CAPEX 투자도 해외 대비 저렴하다. 하지만 유럽/미국에서는 중국과 같은 수익성 확보가 쉽지 않다. 일례로, CATL은 독일 공장에 18억 유로(약 2.4조 원)를 투자해 24GWh까지 증설할 계획이다. 1GWh 증설에 1,000억 원이 소요되는 것으로 중국 공장 대비 고정비 부담이 더해지며 수익성은 하락할 수밖에 없다.

[그림37] LGES와 CATL의 수익성은 좁혀질 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] CATL의 독일 공장 CAPEX: 1GWh 당 1 조 원 소요

**CATL to launch battery production in Germany this year**

The groundbreaking ceremony for the construction of the plant took place in October 2019, and the completion of the first construction phase was announced at the time for the beginning of 2022. The cell production capacity was initially supposed to be 14 GWh for 2022. However, at 8 GWh, this is now significantly smaller. The reason for this could certainly be the delayed start, however, up to 24 GWh are planned in a later expansion stage.

The Chinese are investing about 1.8 billion euros in the site. Specifically, the second partial permit under the Federal Immission Control Act has now been granted. "That's why you can now get started," said Thuringia's Environment Minister Anja Siegemund. And: the large hall roofs would be used to generate solar power.

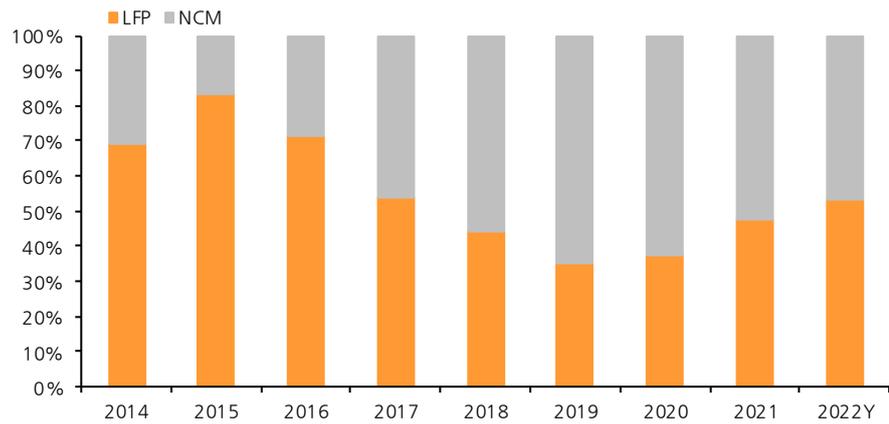
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

3) LFP 배터리보다 CATL의 하이니켈 배터리 기술 발전이 더 리스크

CATL은 저렴함이 강점인 LFP 배터리와 높은 밀도의 NCM 배터리 투트랙 전략을 가져가고 있다. 우리는 장기적으로 LFP와 삼원계 배터리는 전기차 세그먼트별로 자리 잡을 것으로 전망한다. LFP 배터리 점유율이 증가하는 것도 문제지만, 국내 업체들이 주력하고 있는 하이니켈 시장에서 CATL의 점유율 증가가 더 큰 리스크라고 판단한다.

CATL은 중국 양극재 업체 Ronbay를 통해 NCM811 양극재를 조달 받는다. 하지만 아직 국내 업체 대비 경쟁력은 열위에 있는 것으로 추정된다. CATL은 20년부터 NCM811 배터리를 장착한 전기차 화재 이슈로 안정성 논란이 지속됐다. 완성차 업체 중에서는 다임러가 적극적으로 CATL의 NCM811 배터리를 채택하고 있는 모습이지만, 다른 업체들은 아직 조심스러운 모습이다. 향후 CATL이 얼마나 빠르게 하이니켈 배터리 시장에서 두각을 나타낼지가 주요 포인트가 될 것이다. 하이니켈 배터리 구현이 불가능하다면 중장기적으로 경쟁력은 하락할 것이다.

[그림39] CATL의 LFP/NCM 사용 비중(투트랙 전략)



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[표10] CATL의 NCM811 배터리를 탑재한 완성차 업체

완성차	모델	용량(kWh)	주행거리(km)	2021년 판매량(대)	2022년 판매량(대)
다임러	EQA	67	355	22,337	8,094
	EQB	67	370	212	2,391
	EQS	108	640	1,331	3,635
	EQV	100	400	6,818	1,082
BMW	i4	84	439	461	3,521
	iX3	80	459	15,629	6,076
폭스바겐	ID.3	58	430	3,263	2,009
	ID.4	82	550	4,208	3,484
르노	Ariya	79	406	3	1,506
	Kangoo ZE	44	265	4,010	1,441
도요타	Proace	63	280	5,989	1,197

주: 판매량은 중국 외 판매량 기준

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

## V. 밸류에이션

LG에너지솔루션에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 540,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EV/EBITDA 밸류에이션 방식으로 산정하였다. 목표주가의 타당성 확인을 위해 DCF 방식도 시도했으며, 중장기 배터리 시장 TAM 분석을 통해 현시점 동사의 가치를 분석해보았다.

### 1. EV/EBITDA 밸류에이션

목표주가 산정에는 2024년 EBITDA에 목표배수 20배를 적용했다. 목표배수는 CATL의 20~21년 평균 EV/EBITDA 27배에 25% 할인한 값이다. CATL은 중국 내수 시장의 폭발적 성장을 바탕으로 2년간(19~21년) 매출액은 연평균 69%(vs. LGES 46%) 상승했다. 한편, LGES는 주요 고객사의 캐파 증설로 향후 2년간(22E~24E) 매출액은 연평균 37%(vs. CATL 25%) 성장하며 CATL의 성장률을 웃돌 것으로 예상된다. 이에 따라 CATL의 성장 시기 멀티플을 참고했으나, 할인한 이유는 1) 유럽/북미 시장에서 CATL의 점유율 확대 리스크, 2) CATL 대비 낮은 수익성, 3) CATL의 LFP 및 NCM 배터리 경쟁력 확대 리스크를 반영했다.

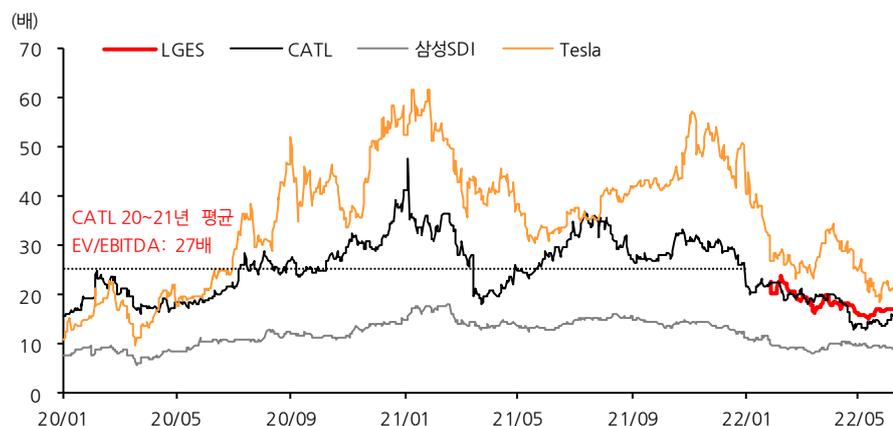
[표11] LG 에너지솔루션의 EV/EBITDA 밸류에이션(1)

(단위: 조 원, 배, 원)

구분	22E	23E	24E	비고
EBITDA	2,828	4,561	6,203	
Multiple			20	CATL의 20~21년 평균 EV/EBITDA 25% 할인
Value			125,602	
순차입금			-1,366	22년 말 예상 순차입금
목표 시가총액			126,967	
보통 주식수(천 주)			234	
적정 주가			542,596	
목표 주가			540,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] Tesla와 주요 배터리 업체들의 차기 2년 EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

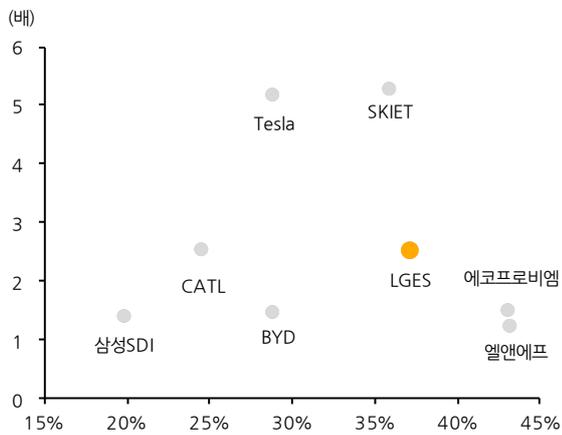
[표12] LG 에너지솔루션의 EV/EBITDA 밸류에이션(2)

(단위: 배, 조 원, 원)

Target EV/EBITDA		추가 (원)	Implied EV/EBITDA		Implied P/E			비고
24E	시가총액		23E	25E	23E	24E	25E	
9.0	57,189	244,396	12.8	7.5	33.6	24.1	18.9	삼성 SDI의 현재 24E EV/EBITDA(6/10)
10.0	63,391	270,902	14.2	8.3	37.2	26.7	20.9	
11.1	70,200	300,000	15.7	9.2	41.2	29.6	23.2	LGES IPO 공모가
12.0	75,796	323,916	16.9	9.9	44.5	32.0	25.0	
14.0	88,201	376,929	19.6	11.5	51.8	37.2	29.1	
15.0	94,404	403,436	21.0	12.3	55.4	39.8	31.2	CATL의 현재 24E EV/EBITDA(6/10)
16.0	100,606	429,942	22.4	13.1	59.1	42.4	33.2	현재 LGES 추가(6/10)
17.0	106,809	456,449	23.7	13.9	62.7	45.0	35.3	
18.0	113,012	482,956	25.1	14.7	66.4	47.7	37.3	
19.0	119,214	509,462	26.4	15.5	70.0	50.3	39.4	
20.3	126,967	542,596	28.1	16.5	74.5	53.6	41.9	한화투자증권 목표주가
22.0	137,822	588,982	30.5	17.9	80.9	58.1	45.5	
24.0	150,227	641,995	33.2	19.5	88.2	63.4	49.6	
26.0	162,632	695,009	36.0	21.1	95.5	68.6	53.7	
28.0	175,037	748,022	38.7	22.7	102.8	73.8	57.8	
30.0	187,442	801,035	41.4	24.3	110.1	79.1	61.9	
32.0	199,847	854,049	44.1	25.9	117.3	84.3	66.0	CATL의 현재 시가총액(6/10)

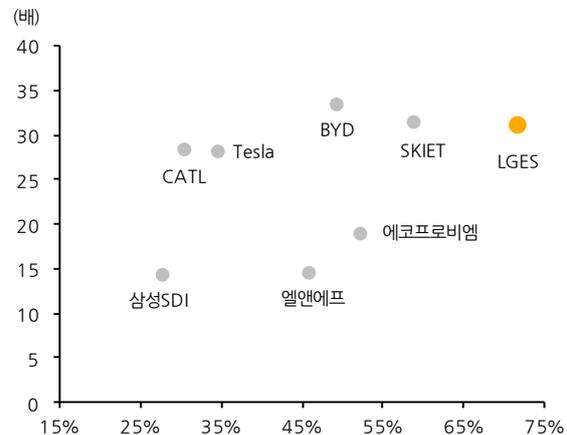
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 매출액 CAGR(22~24년) x 24E EV/Sales 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 영업이익 CAGR(22~24년) x 24E EV/EBIT 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. DCF 밸류에이션

DCF 방식을 통한 적정주가  
53만 원

동사는 25년까지 캐파 가이드를 제시하였으며, 현재의 높은 수주잔고로 향후 실적 가시성도 높다고 판단하여 DCF 방식을 통한 적정 주가 산출도 시도했다. 이에 따라 산출된 적정 주가는 530,000원으로 우리의 목표주가 540,000원과 유사하다. 순현금흐름은 26년부터 (+)로 전환될 전망이다, 전세계 전기차 침투율이 80% 내외까지 증가하기까지 고성장이 예상되므로 2040년까지 연간 추정치를 적용했다. 2040년 이후 영구성장률은 전기차 침투율이 100%를 달성하기까지의 추가 성장 및 2000년대 전세계 GDP 성장률을 고려하여 3%로 가정했다.

[표13] LG 에너지솔루션의 DCF 밸류에이션

(단위: 조 원)

기본가정																			
WACC	7.5%																		
영구성장률	3.0%																		
영업현금흐름 추정																			
	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E	37E	38E	39E	40E
매출액	21.0	29.3	39.5	50.3	58.1	65.8	74.5	82.4	87.6	97.6	105.8	114.1	122.2	130.4	138.6	146.8	154.9	163.1	171.2
영업이익	1.1	2.2	3.2	4.3	5.9	6.7	7.6	8.8	9.3	11.3	12.3	13.2	14.2	15.7	16.6	17.6	18.6	19.6	22.3
법인세 비용	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
NOPLAT	0.9	1.8	2.7	3.6	4.9	5.6	6.3	7.3	7.7	9.4	10.2	11.0	11.8	13.0	13.8	14.6	15.4	16.2	18.5
(+) 감가상각비	1.7	2.3	3.0	3.5	3.8	4.0	4.2	4.3	4.5	4.7	5.4	5.6	5.7	5.9	6.0	6.2	6.3	6.4	6.4
(+) 운전자본 증감	-0.4	-1.1	-1.4	-1.4	-1.0	-1.0	-1.2	-0.8	0.2	-0.2	0.2	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
(-) CAPEX	6.9	8.0	8.1	7.4	6.3	5.5	4.9	5.1	5.4	5.8	5.7	5.9	6.0	6.2	6.3	6.5	6.6	6.7	6.8
Total FCF	-4.7	-4.9	-3.8	-1.8	1.3	3.0	4.4	5.7	7.0	8.0	10.1	9.9	10.7	11.9	12.7	13.5	14.3	15.1	17.3
JV의 FCF	-1.5	-1.7	-1.4	-0.9	-0.1	0.4	1.0	1.3	1.3	1.7	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7	2.9	3.1	3.5
순 FCF	-3.2	-3.2	-2.4	-0.9	1.4	2.6	3.4	4.4	5.6	6.3	8.0	7.9	8.5	9.5	10.1	10.8	11.4	12.0	13.8
Valuation																			
NPV of FCF	38.2			WACC 산정을 위한 주요 가정															
NPV of Terminal Value	83.7			무위험 수익률: 2%(한국 예상 기준금리)															
Enterprise Value	121.9			리스크 프리미엄: 6.2%(15~22년 코스피 수익률 - 무위험 수익률)															
순차입금	-1.4			베타: 1.22(19~22년 Tesla, CATL, SDI 평균 베타)															
Net Enterprise Value	123.3			타인자본비용: 3.84%(AA+ 등급 회사채 금리)															
<b>주당 가치</b>	<b>526,798</b>			자기자본비용: 68%(삼성전자, SK 하이닉스 평균)															

자료: 한화투자증권 리서치센터

### 3. 전기차 시장 TAM 분석을 통한 밸류에이션

TAM 분석:  
2040년 적정 시가총액은  
174~296조 원

배터리 산업은 미래 실적을 선반영하여 가치를 평가하기 때문에 현실점의 적정 가치를 논하기는 쉽지 않다. 그러나 산업이 어느정도 규모의 시장을 향해 성장하고 있는지 알 수 있다면 현재의 가치가 얼마나 반영됐는지 가늠해 볼 수 있다. 이에 따라 배터리 시장의 TAM(Total Addressable Market) 분석을 시도해 보았다.

전세계 주요 국가들은 2035년 이후로 내연기관 자동차 판매를 금지시켰다. 이에 따라 2040년에는 전기차 침투율이 75%에 육박할 것으로 가정하고 분석을 시작했다.

#### 2040년 주요 가정

- 1) 전기차 침투율: 75%(전기차 판매량 7,100만 대)
- 2) 배터리 수요: 7,803GWh(평균 배터리 탑재량 110kWh)
- 3) 배터리 팩 가격: \$80/kWh
- 4) 시가총액/NOPLAT 배수: 12배(15~22년 평균 코스피 P/E)  
(법인세 비용: 17%)

2040년 동사의 적정 시장점유율을 20%~25%, 영업이익률은 11%~15%로 가정하면, 적정 시가총액은 174~296조 원이다. 현재의 시가총액이 100조 원 내외이므로 2040년까지의 연평균 수익률은 시나리오별로 3.0%~6.1%이다. 현금흐름이 안정화되는 시점부터 배당수익률 2%가 발생한다 가정하면, 연평균 수익률은 5.0%~8.1% 수준이다.

[표14] 2040년 시나리오별 배터리 업체 기업가치 분석

(단위: 조 원)

	수익성	시장 점유율						
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
7%		27.6	55.2	82.8	110.4	138.1	165.7	193.3
8%		31.6	63.1	94.7	126.2	157.8	189.3	220.9
9%		35.5	71.0	106.5	142.0	177.5	213.0	248.5
10%		39.4	78.9	118.3	157.8	197.2	236.7	276.1
11%		43.4	86.8	130.2	173.6	216.9	260.3	303.7
12%		47.3	94.7	142.0	189.3	236.7	284.0	331.3
13%		51.3	102.6	153.8	205.1	256.4	307.7	358.9
14%		55.2	110.4	165.7	220.9	276.1	331.3	386.6
15%		59.2	118.3	177.5	236.7	295.8	355.0	414.2
16%		63.1	126.2	189.3	252.4	315.6	378.7	441.8
17%		67.1	134.1	201.2	268.2	335.3	402.3	469.4
18%		71.0	142.0	213.0	284.0	355.0	426.0	497.0
19%		74.9	149.9	224.8	299.8	374.7	449.7	524.6
20%		78.9	157.8	236.7	315.6	394.4	473.3	552.2

주요 가정: 1) 전기차 침투율: 75%(전기차 판매량 7,100만 대), 2) 배터리 수요: 7,803GWh(평균 배터리 탑재량 110kWh), 3) 배터리 팩 가격: \$80/kWh, 4) 시가총액/NOPLAT 배수: 12배(15~22년 평균 코스피 P/E), 5) 법인세 비용: 17% 적용

자료: 한화투자증권 리서치센터

## VI. 불임

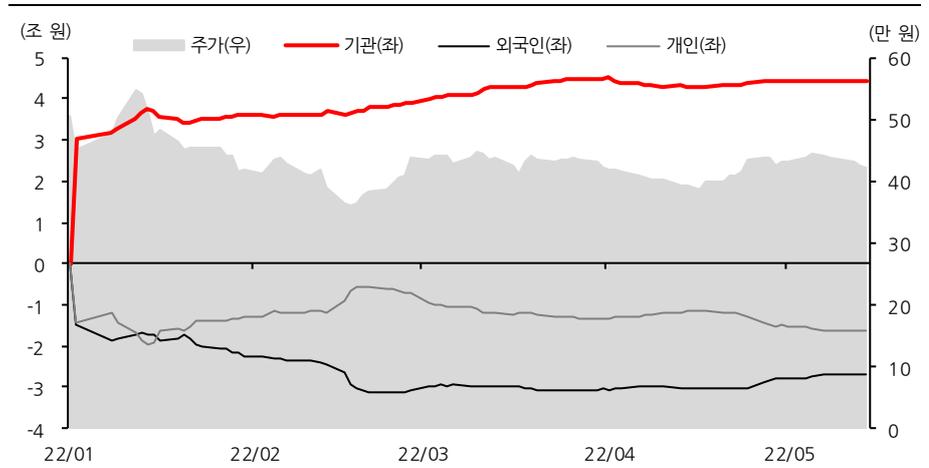
### 1. LG 에너지솔루션 수급 현황

[표15] LG 에너지솔루션의 보호예수 물량

구분	주식 수	지분률	보호예수 해제일
전체 주식 수	234,000,000	100.0%	
LG 화학	191,501,000	81.8%	2022-07-27
우리사주	8,154,518	3.5%	2023-01-27
유동주식 수	34,344,482	14.7%	
일반 투자자	10,969,482	4.7%	
기관 투자자(보호예수)	23,375,000	10.0%	
6개월	9,960,365	4.3%	2022-07-27
3개월	1,872,911	0.8%	2022-04-27
1개월	1,750,471	0.7%	2022-02-27
15일	45,281	0.0%	2022-02-11
No Lockup	9,745,972	4.2%	

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] LG 에너지솔루션의 투자 주체별 수급 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망

### >> 배터리 수요 2030년까지 CAGR + 30% 성장

전세계 전기차(BEV+PHEV) 판매량은 21년 659만 대(침투율 8%)에서 25/30년 1,856만 대(침투율 19%)/3,937만 대(침투율 38%)까지 성장할 것으로 전망한다. 배터리 수요는 21년 296GWh에서 25/30년 1,127GWh/3,147GWh까지 늘어날 전망이다. 전기차 평균 배터리 탑재 용량이 21년 45kWh에서 30년 80kWh까지 증가하며 배터리 수요 성장률은 전기차 판매 성장률을 상회할 것이다.

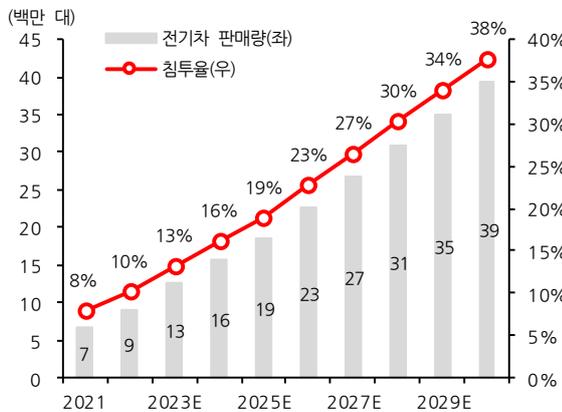
[표16] OEM 별 전기차 판매량 전망치

(단위: 백만 대)

구분	추정치		목표치		합인률	
	2025E	2030E	2025E	2030E	2025E	2030E
도요타	1.1	2.5	1.5	3.5	30%	30%
르노닛산	1.8	3.6	2.5	5.2	30%	30%
혼다	0.3	1.3	0.5	1.8	30%	30%
테슬라	3.5	6.0	4.0	20.0	13%	70%
현대기아	1.0	2.8	1.4	3.1	30%	10%
폭스바겐	2.1	5.0	3.0	5.6	30%	10%
BMW	0.6	1.1	0.8	1.6	30%	30%
지리	0.4	1.2	0.5	1.7	30%	30%
GM	1.5	3.1	1.5	4.4	0%	30%
다임러	0.6	1.1	0.8	1.5	30%	30%
포드	0.8	2.4	1.0	2.9	25%	17%
스텔란티스	1.3	3.2	1.8	4.6	30%	30%
기타	3.9	6.2				
<b>Total</b>	<b>18.6</b>	<b>39.4</b>				

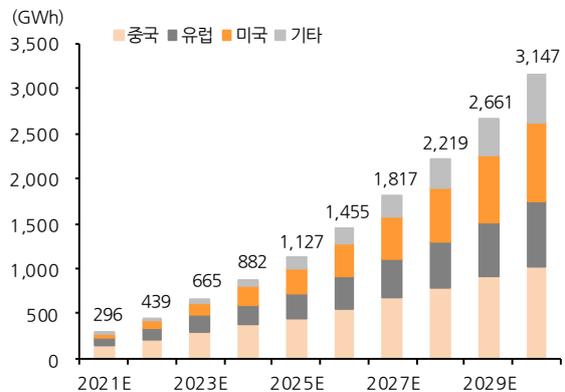
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 전세계 전기차 판매량 전망



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 전세계 배터리 수요 전망



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

**중국 시장** 중국의 전기차 침투율은 25/30년 27%/47%에 이를 것으로 전망한다. 중국 정부는 25/30년 중국 전기차 침투율을 각각 20%/40%로 목표했으며, 35년에는 내연기관차 판매 금지를 선언했다. 이후 21년 중국 전기차 판매량이 급증하며 13%의 침투율을 달성함에 따라 목표치는 상향 조정이 필요할 것으로 판단한다.

배터리 수요는 25/30년 457GWh/1,028GWh에 이를 전망이다. 중국은 BEV 판매 비중이 높지만, 소형전기차(배터리 용량 35kWh 미만) 위주로 판매되며 배터리 탑재 용량은 3대 시장 중 가장 낮았다. 그러나, 점차 BYD, Tesla 등 고용량의 전기차 판매량이 높아지고 있다. 중국 OEM들도 해외 판매 증가를 위해서는 고용량 전기차 개발이 필요하여 중국도 중장기적으로 배터리 탑재 용량이 증가할 것으로 판단한다.

**유럽 시장** 유럽의 전기차 침투율은 25/30년 31%/57%에 이를 것으로 전망한다. 유럽은 20년 전기차 보조금을 대폭 상향시키며 전기차 침투율이 급증했다. 22년부터는 일부 국가들이 보조금을 줄이며 21~22년과 같은 가파른 성장은 기대하기 어렵다. 이후부터는 규제 및 유럽 완성차 업체들의 전기차 전환 전략이 성장을 주도할 것으로 기대된다.

배터리 수요는 25/30년 289GWh/712GWh에 이를 전망이다. 유럽은 PHEV 판매 비중이 높아 평균 배터리 탑재 용량이 낮았다. BEV 대중화에 시간이 걸릴 것으로 예상했던 유럽은 PHEV에도 각종 지원을 쏟으며, 유럽 OEM들도 PHEV 개발에 힘썼다. 그러나, 테슬라를 중심으로 BEV 시장이 예상보다 가파르게 성장하며 최근 유럽은 PHEV에 대한 지원을 줄이고 있다. PHEV 개발에 힘써오던 완성차 업체들에게는 부담이지만, 향후 유럽도 BEV 비중이 높아지며 배터리 용량도 함께 증가할 것이다. 특히, VW/BMW/벤츠 등의 업체는 25~26년 새로운 전기차 플랫폼을 준비하고 있어 BEV 판매량은 신규 플랫폼 출시 이후 재차 가파른 상승이 전망된다.

**미국 시장** 미국 전기차 침투율은 25/30년 21%/47%에 이를 것으로 전망한다. 미국의 21년 전기차 침투율은 4%로 중국(13%), 유럽(18%) 대비 뒤쳐졌다. 그러나 바이든 행정부는 친환경 정책을 핵심 공약으로 전기차 대중화에 힘쓰고 있다. 30년 미국의 전기차 침투율을 40~50% 수준으로 목표했다. 비록, BBB 법안 발안이 늦춰지며 수요가 지연되고 있지만, 법안이 통과되고 주요 완성차 업체들의 캐파가 올라감에 따라 전기차 판매량은 3대 시장 중 가장 가파르게 상승할 것으로 예상된다.

배터리 수요는 25/30년 281GWh/876GWh에 이를 전망이다. 미국의 전기차 대당 배터리 용량은 3대 시장 중 가장 높으며, 30년에는 102kWh까지 증가할 것으로 전망한다. 향후 출시될 전기 픽업트럭은 평균 배터리 용량이 150kWh에 달해 일반 전기차 대비 2~3배의 용량으로 픽업트럭의 판매 증가는 배터리 수요 증가로 이어질 전망이다.

[표17] 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망

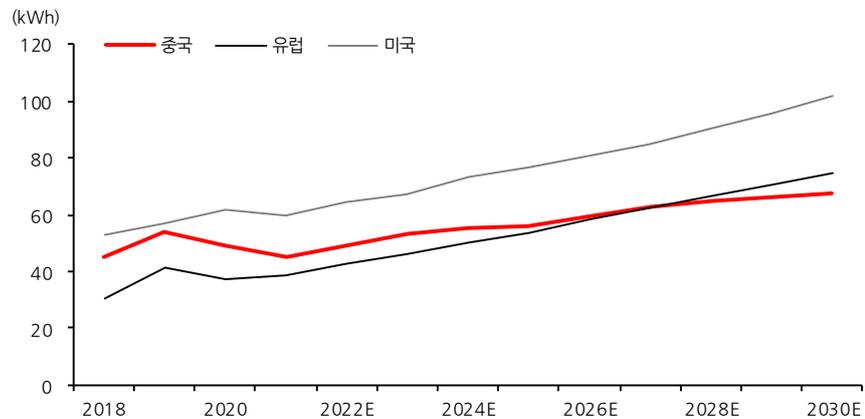
(단위: 만 대, GWh, kWh)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>자동차 판매량</b>													
전세계	9,622	9,199	7,932	8,275	8,777	9,587	9,707	9,827	9,950	10,074	10,200	10,327	10,457
중국	2,808	2,577	2,531	2,628	2,731	2,909	2,952	2,997	3,042	3,087	3,134	3,181	3,228
유럽	1,692	1,713	1,308	1,305	1,392	1,620	1,628	1,636	1,645	1,653	1,661	1,669	1,678
미국	1,749	1,723	1,471	1,518	1,611	1,704	1,721	1,739	1,756	1,774	1,791	1,809	1,827
<b>전기차 판매량</b>													
전세계	230	232	321	659	895	1,265	1,565	1,856	2,260	2,670	3,085	3,507	3,937
중국	136	123	130	331	429	566	686	809	943	1,081	1,222	1,368	1,517
유럽	41	60	141	234	295	396	452	507	595	684	774	865	956
미국	36	33	33	67	122	200	273	365	460	557	656	756	859
<b>전기차 침투율</b>													
전세계	2%	3%	4%	8%	10%	13%	16%	19%	23%	27%	30%	34%	38%
중국	5%	5%	5%	13%	16%	19%	23%	27%	31%	35%	39%	43%	47%
유럽	2%	3%	11%	18%	21%	24%	28%	31%	36%	41%	47%	52%	57%
미국	2%	2%	2%	4%	8%	12%	16%	21%	26%	31%	37%	42%	47%
<b>배터리 수요(GWh)</b>													
전세계	100	118	147	296	439	665	882	1,127	1,455	1,817	2,219	2,661	3,147
중국	62	66	64	149	210	301	377	453	563	676	792	909	1,028
유럽	13	25	52	90	127	182	227	273	347	428	516	611	712
미국	19	19	20	40	79	135	199	281	371	474	592	725	876
<b>배터리 평균 용량(kWh)</b>													
전세계	44	51	46	45	49	53	56	61	64	68	72	76	80
중국	45	54	49	45	49	53	55	56	60	63	65	66	68
유럽	30	41	37	39	43	46	50	54	58	63	67	71	75
미국	53	57	62	60	64	67	73	77	81	85	90	96	102

주: 전기차 판매량은 BEV + PHEV 기준

자료: SNE리서치, Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 지역별 평균 배터리 탑재 용량 추이 및 전망



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 국내외 2 차전기 밸류체인

[그림47] 글로벌 배터리 밸류체인

원소재	소재		배터리	완성차	리사이클링
<b>리튬</b> Albermale, Tianqi Lithium, Jangxi Ganfeng, SQM, Pilbara Minerals	<b>양극재</b> 에코프로비엠, 엘앤에프, 포스코케미칼, 코스모신소재, LG화학, 삼성에스티엠(삼성SDI 자회사), Umicore, SMVM, Nichia, Ronbay, Easpring, XTC, Dynanonic	<b>음극재</b> 포스코케미칼, BTR, ShanShan, Putalrai, Hitachi Chemical, Nippon Carbon	<b>배터리 내재화 전기차 업체</b> Tesla, VW, BYD, NIO	<b>완성차</b>	<b>리사이클링</b>
<b>니켈</b> Norisk Nickel, Vale	<b>전구체</b> CNGR, GEM, Huayou Cobalt, Brunp, 에코프로GEM, 아엔드디	<b>실리콘음극재</b> 대우전자재료, 한솔케미칼, SK머티리얼즈, 엠케이전자, 테라사 이언스, 엘피엔, Shin-Etsu, BTR	<b>LGES</b> 삼성SDI SKon CATL BYD Guoxuan Tech EVE energy Panasonic Northvolt	<b>순수 전기차</b> Rivan Lucid Xpeng Fisker	<b>한국</b> 성일하이텍, GS E&C, TMR, 에코프로CNG
<b>코발트</b> Umicore, Glencore, China Molybdenum, Huayou Cobalt	<b>알루미늄박</b> 삼아알미늄, DI동일	<b>동박</b> 일진머티리얼즈, 솔루스첨단소재, SK넥실리스, Wason, CCP	<b>기타 OEM</b> GM Ford Stellantis BMW Daimler HKMC Toyota Renault-Nissan	<b>미국</b> Li-cycle, ABMC, Redwood(비상장)	<b>중국</b> Brunp, GEM, HuayouCobalt
	<b>분리막</b> SKIET, LG화학, Ashai Kasei, Toray, Yunnan Energy, Senior, W-scope	<b>전해액/전해질</b> 엔켄, 동화기업, 솔브레인, 후성, 천보, 덕산테크피아, 켈트로스, Shanshan, Tinci, Capchem, Mitsubishi, Ube, Central Glass			<b>기타</b> Umicore, BASF
<b>장비</b>	<b>극판</b> 막상: 티에스아이, 윤성F&C(비상장), 제일기공(비상장) 코팅: 피엔티, 씨아이에스, 탑엔지니아링, 지아이텍 압연/슬리팅: 피엔티, 씨아이에스	<b>조립</b> 노칭: 피엔티, 엠플러스, 디이엔티, 유일에너지테크 스테킹: 엠플러스, 필에너지, DA테크놀로지, 나인테크 탭핑/패키징: 하나기술, 엠플러스, DA테크놀로지	<b>화성</b> 원익피앤이, 에이프로, 삼지전자, 하나기술, 갑진		
	<b>부품</b> 캔/캡어셈블리: 신희에스아이씨, 상아프론테크, TCC스틸, 상신이디피 보호회로: 아이티엠반도체	<b>자동화/검사 장비</b> 자동화: SFA, 코원테크 검사장비: 이노메트릭, 브이원텍	<b>기타</b> 소재: 원준, 한화 기계 탈철기: 대보마그네틱		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표18] 국내 배터리 3사 밸류체인

구분	소재					장비		
	양극재	음극재	분리막	전해액	동박	극판	조립	화성
LG 에너지솔루션	LG화학	포스코케미칼	SKIET	엔켄	일진머티리얼즈	티에스아이	디이엔티	에이프로
	엘앤에프	대우전자재료	W-Scope	Central Glass	SK넥실리스	윤성F&C(IPO 예정)	DA테크놀로지	원익피앤이
	포스코케미칼	Hitachi Cehm	Toray	Ube	솔루스첨단소재	피엔티	하나기술	
	Umicore	Mitsubishi	Senior	Tinci	Wason	씨아이에스	유일에너지테크	
	Nichia	BTR	Semcorp	Capchem	CCP	제인기공(비상장)		
삼성 SDI	삼성SDI	포스코케미칼	SKIET	동화기업	일진머티리얼즈	티에스아이	피엔티	원익피앤이
	에코프로비엠	Hitachi Cehm	W-Scope	솔브레인	SK넥실리스	피엔티	필에너지	삼지전자
	Umicore	Mitsubishi	Asahi Kasei	Central Glass	솔루스첨단소재	씨아이에스	하나기술	하나기술
		BTR	Toray	Mitsubishi	Wason	제인기공(비상장)	엠플러스	갑진
		ShanShan	Semcorp	Capchem	CCP			
SK on	에코프로비엠	포스코케미칼	SKIET	엔켄	SK넥실리스	피엔티	엠플러스	원익피앤이
	엘앤에프	대우전자재료		솔브레인	Wason	티에스아이	유일에너지테크	하나기술
	Umicore	BTR				윤성F&C(IPO 예정)	하나기술	갑진

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

### 4. 국내외 2 차전지 업종 비교

[표19] 2 차전지 업종 주요 업체 밸류에이션

(단위: Local, 백만 달러, %, 배)

	현재주가 (Local) (백만달러)	시가총액	주가수익률			P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		매출액 성장률		영업이익률		
			1M	3M	YTD	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	
글로벌	LG에너지솔루션	425,000	78,297	8.0	1.8	-	115.4	70.4	5.2	4.9	32.2	22.0	6.5	7.7	16.0	35.3	5.6	6.9
	삼성 SDI	560,000	30,318	-5.6	11.3	-14.5	24.0	19.6	2.3	2.1	13.4	10.9	10.1	11.1	34.8	20.8	8.8	9.6
	SK 이노베이션	244,000	17,763	21.4	20.2	2.3	9.5	12.5	1.1	1.0	6.2	7.1	12.5	8.9	49.9	0.6	5.9	4.5
	CATL	454	158,421	19.7	-7.5	-22.8	47.7	31.7	9.8	7.4	30.5	20.5	19.9	24.8	101.0	35.9	11.0	12.9
	BYD	268	138,799	46.7	57.5	18.3	108.9	71.7	7.7	6.6	34.5	25.6	7.5	10.8	58.6	30.2	3.3	3.7
	Guoxuan	45	11,113	53.8	24.1	-13.0	116.4	64.5	3.9	3.8	40.8	25.6	3.6	6.3	113.1	50.3	3.5	3.8
	Panasonic	1,144	21,006	-1.0	4.5	-9.6	10.8	9.6	0.8	0.8	5.5	5.2	9.0	8.2	4.8	3.5	5.0	4.7
중국	에코프로비엠	511,900	9,395	7.3	44.6	3.7	67.6	44.4	13.3	10.4	38.5	25.7	24.0	26.9	138.5	47.6	7.0	7.7
	포스코케미칼	130,500	7,959	3.2	25.5	-9.4	68.9	47.3	4.0	3.7	41.5	25.7	5.8	7.7	33.3	39.1	5.0	5.8
	엘앤에프	236,800	6,698	8.7	22.3	6.5	37.8	29.7	9.9	7.3	29.0	19.7	28.4	27.3	244.4	48.1	8.1	8.0
	코스모신소재	51,300	1,215	-3.8	41.5	11.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Umicore	40	10,472	3.1	9.7	11.7	17.2	18.6	2.8	2.6	9.5	9.7	16.5	13.8	4.2	5.1	20.1	17.9
	Easpring	80	6,037	18.5	2.3	-8.4	26.0	19.8	3.7	3.1	21.4	16.0	14.9	17.0	134.4	30.0	9.4	9.6
	Ronbay	105	7,031	19.6	-16.2	-9.3	23.9	16.0	6.3	4.6	21.8	14.4	28.3	29.1	259.9	28.7	5.9	6.8
	Dynanonic	355	8,569	40.8	12.6	30.1	26.1	20.4	10.2	6.8	22.7	16.8	37.2	31.7	299.4	44.0	12.9	11.8
일본	대주전자재료	83,400	1,016	4.3	-7.3	-21.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	ShanShan	24	7,859	13.2	-12.1	-25.9	17.7	14.3	2.4	2.2	14.5	12.5	14.6	16.3	7.4	17.9	16.4	16.5
	Putailai	71	14,736	10.9	7.2	-11.9	30.7	22.3	7.8	6.1	24.8	17.4	23.3	26.2	69.5	44.7	22.9	23.2
전해액	동화기업	77,900	1,239	2.2	12.2	-21.2	18.1	14.7	2.1	1.8	10.0	8.6	12.8	13.6	25.6	17.9	12.4	13.1
	엔켐	73,300	885	-8.4	-17.1	-26.5	35.7	23.4	4.1	3.3	23.7	15.4	12.7	16.5	118.1	55.5	8.4	8.1
	천보	257,700	2,029	-4.6	-12.3	-26.1	45.7	31.3	7.6	5.8	26.2	19.0	18.8	21.4	37.7	43.9	19.0	19.9
	Tinci	47	13,428	25.1	-3.2	-18.7	18.4	16.3	7.7	5.5	13.8	12.2	44.6	34.8	110.7	23.1	25.8	23.6
	Capchem	45	4,957	13.1	-5.1	-29.0	17.6	15.6	4.0	3.4	14.1	11.8	23.3	22.7	46.8	18.0	21.4	21.7
판리마	SKIET	114,500	6,427	0.4	0.4	-31.8	83.9	36.3	3.5	3.2	31.8	17.1	5.2	10.0	39.0	46.4	12.3	21.7
	Senior	27	4,712	24.6	16.3	11.2	42.8	24.9	4.6	3.9	25.1	15.2	12.9	16.4	65.7	61.5	27.9	29.6
	Yunnan	231	30,875	15.2	0.5	-7.7	43.2	30.0	11.0	7.8	30.7	21.3	26.4	27.3	70.0	43.6	44.0	44.7
	W-Scope	1,511	617	73.9	104.5	89.1	36.1	20.7	2.4	2.1	9.8	7.4	6.2	9.9	22.7	33.0	12.6	15.8
	Asahi Kasei	1,088	11,348	2.4	7.4	0.6	9.8	9.3	0.9	0.8	6.0	5.9	11.6	9.4	-	3.0	8.8	8.5
분말	일진머티리얼즈	82,700	3,002	-0.1	-3.9	-38.7	39.1	30.1	3.0	2.8	19.4	14.0	8.3	9.3	39.0	30.0	12.1	13.2
	SKC	163,000	4,860	10.1	24.9	-6.6	25.7	23.1	2.7	2.5	12.2	11.1	11.2	11.0	27.2	7.3	11.5	11.1
	솔루스첨단소재	58,300	1,612	-9.2	0.7	-32.3	89.1	33.3	6.5	5.4	29.6	15.1	7.0	17.5	57.4	54.2	5.3	10.7
	Furukawa	2,268	1,199	5.9	6.9	-2.3	11.4	8.9	0.6	0.5	9.5	7.7	3.0	5.1	5.2	3.9	1.5	2.4
리튬	Tianqi Lithium	112	24,661	38.7	31.1	4.2	13.6	13.0	6.9	4.7	8.8	8.0	57.0	38.6	298.7	8.8	77.1	77.0
	Jangxi Ganfeng	131	26,723	23.1	2.5	-8.0	14.6	13.0	5.3	3.8	11.1	9.8	42.5	35.8	256.5	11.9	43.3	45.1
	Albemarle	242	28,316	9.2	28.4	3.4	19.0	16.1	4.1	3.5	13.4	11.4	22.4	23.4	77.2	16.8	32.2	32.7
	SQM	96	26,507	28.7	23.7	90.1	10.1	11.0	6.4	5.7	6.2	6.5	71.1	53.0	169.5	2.2	51.1	45.5
전극재	CNGR	129	11,779	56.0	11.3	-14.8	39.2	22.0	6.7	5.2	29.3	17.4	17.6	24.9	80.5	35.1	6.5	8.5
	화유코발트	82	19,419	32.1	8.8	-3.7	21.9	16.4	5.0	3.9	14.5	11.2	21.2	21.8	69.0	24.8	14.2	15.6
	GEM	8	5,822	17.1	-8.5	-21.4	25.5	17.1	2.5	2.2	15.5	11.0	9.6	12.8	63.2	28.6	7.1	8.2

주: 2022년 6월 10일 한국시간 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,461	17,852	21,038	29,323	39,545
매출총이익	224	3,899	3,660	5,788	8,055
영업이익	-475	768	1,101	2,220	3,244
EBITDA	-360	2,220	2,886	4,635	6,274
순이자손익	-7	-45	-1	-36	-50
외화관련손익	50	428	125	0	0
지분법손익	0	4	0	0	0
세전계속사업손익	-605	777	1,104	2,223	3,247
당기순이익	-452	930	964	1,846	2,695
지배주주순이익	-456	793	964	1,703	2,371
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	1,121.8	17.8	39.4	34.9
영업이익	n/a	흑전	43.3	101.7	46.1
EBITDA	n/a	흑전	30.0	60.6	35.4
순이익	n/a	흑전	3.6	91.5	46.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	15.3	21.8	17.4	19.7	20.4
영업이익률	-32.5	4.3	5.2	7.6	8.2
EBITDA 이익률	-24.6	12.4	13.7	15.8	15.9
세전이익률	-41.4	4.4	5.2	7.6	8.2
순이익률	-30.9	5.2	4.6	6.3	6.8

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	395	979	2,857	3,099	4,128
당기순이익	-452	930	964	1,846	2,695
자산상각비	116	1,452	1,785	2,415	3,030
운전자본증감	178	-2,407	101	-1,048	-1,303
매출채권 감소(증가)	-110	139	-1,586	-2,179	-2,688
재고자산 감소(증가)	-207	-920	-2,453	-2,492	-3,074
매입채무 증가(감소)	258	-568	4,495	3,569	4,404
투자현금흐름	-885	-2,178	-8,593	-4,349	-5,119
유형자산처분(취득)	-256	-3,404	-5,402	-6,012	-6,134
무형자산 감소(증가)	-4	-54	-49	-55	-55
투자자산 감소(증가)	0	0	1,955	1,837	1,195
재무현금흐름	-203	883	9,960	0	0
차입금의 증가(감소)	-203	556	235	0	0
자본의 증가(감소)	0	-263	10,096	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	365	3,861	2,809	4,147	5,432
(-)운전자본증가(감소)	1,202	-243	525	1,048	1,303
(-)설비투자	260	3,463	5,404	6,012	6,134
(+)자산매각	0	6	-47	-55	-55
Free Cash Flow	-1,098	646	-3,167	-2,968	-2,061
(-)기타투자	-756	1,371	4,472	119	124
잉여현금	-342	-725	-7,639	-3,087	-2,185
NOPLAT	-345	693	961	1,843	2,692
(+) Dep	116	1,452	1,785	2,415	3,030
(-)운전자본투자	1,202	-243	525	1,048	1,303
(-)Capex	260	3,463	5,404	6,012	6,134
OpFCF	-1,692	-1,076	-3,184	-2,802	-1,715

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,086	9,536	21,280	22,894	26,504
현금성자산	2,117	1,305	8,664	5,577	3,392
매출채권	3,150	3,728	5,532	7,711	10,399
재고자산	3,043	3,896	6,327	8,819	11,893
비유동자산	10,856	14,228	17,968	21,740	25,023
투자자산	1,847	2,722	2,941	3,060	3,185
유형자산	8,684	11,051	14,572	18,243	21,418
무형자산	326	455	455	437	420
자산총계	19,942	23,764	39,248	44,634	51,527
유동부채	6,889	9,474	14,018	17,671	22,163
매입채무	4,527	5,251	9,064	12,633	17,037
유동성이자부채	1,123	2,203	2,887	2,887	2,887
비유동부채	5,487	5,548	5,174	5,204	5,235
비유동이자부채	5,078	4,766	4,412	4,412	4,412
부채총계	12,376	15,022	19,193	22,875	27,397
자본금	100	100	117	117	117
자본잉여금	7,231	7,122	17,202	17,202	17,202
이익잉여금	-453	338	1,301	3,004	5,375
자본조정	1	406	406	406	406
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	7,565	8,742	20,056	21,759	24,130

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	-2,278	3,963	4,118	7,278	10,132
BPS	34,398	39,831	81,307	88,585	98,717
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,824	19,304	12,002	17,724	23,212
ROA(%)		3.6	3.1	4.1	4.9
ROE(%)		10.7	7.1	8.6	10.8
ROIC(%)		5.4	5.9	8.9	10.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	0.0	0.0	102.6	58.0	41.7
PBR	0.0	0.0	5.2	4.8	4.3
PSR	0.0	0.0	4.7	3.4	2.5
PCR	0.0	0.0	35.2	23.8	18.2
EV/EBITDA	-11.4	2.6	33.8	21.7	16.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	163.6	171.8	95.7	105.1	113.5
Net debt/Equity	54.0	64.8	-6.8	7.9	16.2
Net debt/EBITDA	-1,135.7	255.1	-47.3	37.1	62.3
유동비율	131.9	100.7	151.8	129.6	119.6
이자보상배율(배)	n/a	11.5	14.1	28.2	41.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	74.5	77.6	61.2	72.8	80.8
현금+투자자산	25.5	22.4	38.8	27.2	19.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	45.0	44.4	26.7	25.1	23.2
자기자본	55.0	55.6	73.3	74.9	76.8

[ Compliance Notice ]

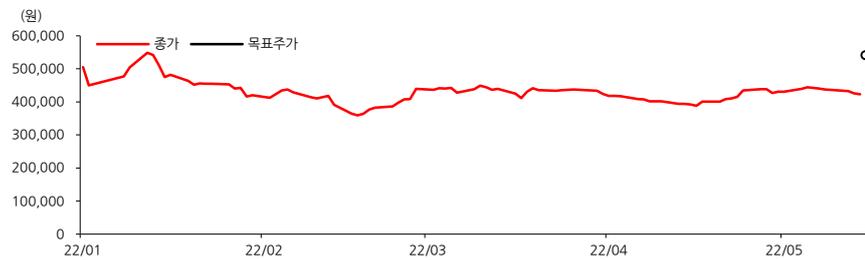
(공표일: 2022년 6월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ LG에너지솔루션 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2022.06.10	2022.06.10			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	이용욱	540,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.06.10	Buy	540,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%