

배터리 정비록

懲必錄

애널리스트 김현수
알에이 홍지원

2차전지 Neutral

배터리 징비록

Summary

- ✓ 다시 올 기회를 잡기 위한 복기
- ✓ 정직한 야만의 시대
- ✓ 에너지 안보 전략 물자의 중요성

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월15일)
LG에너지솔루션(373220)	Neutral	336,000원	307,000원
삼성SDI(006400)	Neutral	195,000원	169,700원
포스코퓨처엠(003670)	Neutral	124,000원	114,500원
에코프로비엠(247540)	Neutral	105,000원	97,200원
엘앤에프(066970)	Not Rated	-	62,200원
롯데에너지머티리얼즈(020150)	Not Rated	-	21,950원

목차

1. 버블의 상처	2
2. Q : 시장 논리에 기초한 실적 및 수요 공급 전망	5
1) 수요에 대한 당위적 전망 경계	5
2) 공급 및 증설 전망 현실화 필요	15
3) 현실 반영한 전기차 배터리 수급 전망	22
3. Price의 현실과 Cost의 한계 반영한 Valuation	24
4. 셀과 양극재 Valuation	27
기업분석	31
LG에너지솔루션(373220)	32
삼성SDI(006400)	36
포스코퓨처엠(003670)	40
에코프로비엠(247540)	44
엘앤에프(066970)	48
롯데에너지머티리얼즈(020150)	50



Neutral

관심종목

*CP 2025년 5월 15일

LG에너지솔루션(373220)

Neutral | TP 336,000원 | CP 307,000원

삼성SDI(006400)

Neutral | TP 195,000원 | CP 169,700원

포스코퓨처엠(003670)

Neutral | TP 124,000원 | CP 114,500원

에코프로비엠(247540)

Neutral | TP 105,000원 | CP 97,200원

엘앤에프(066970)

Not Rated | CP 62,200원

롯데에너지머티리얼즈(020150)

Not Rated | CP 21,950원



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 16일 | 산업분석_Industry In-depth

2차전지

배터리 장비록

다시 올 기회를 잡기 위한 복기

전기차 판매는 꾸준히 성장 중이다. 4월 누적 전기차(BEV) 판매는 전년 대비 미국 +14%, 독일 +39% 증가했다. LG에너지솔루션의 1분기 미국 전기차 배터리 출하 YoY 증가율은 +71%다. 시장 성장세 속에서 주가의 기회 역시 다시 찾아올 것이다. 다만, 역사적 버블이 붕괴된 지금, 다음 기회를 다시 잡기 위해서는 실적과 멀티플에 대한 조준을 보다 정교히 해야한다. 그래야 지난 2년 간의 실패를 반복하지 않을 수 있다.

정직한 야만의 시대

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 인류의 기후 변화 대응 노력은 그 의도가 숭고하므로 절대 변하지 않을 성역으로 여겨졌다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 인플레이션, 전쟁 격화, 공급망 리스크 심화는 탈탄소 정책의 기조 변화 가능성을 경고하는 탄광의 카나리아였다. 돈의 문제를 도외시한 채 인류의 선의에 기댄던 당위적 탈탄소 전망은 정책 경로의 이탈 가능성을 과소평가했다. 이후 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다. 그리고 2024년 지구 온도는 10년 전 파리에서 도출된 기후 임계점(산업혁명 이전 대비 1.5도 상승 제한)을 넘어섰다. “우아한 위선의 시대는 가고 정직한 야만의 시대가 도래했다”(서울대 이문영)는 정의는 외교정치뿐만 아니라 친환경산업에도 적용된다. 낭만주의의 시대는 지나갔다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 걷어차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

공매도 실익 없다고 판단

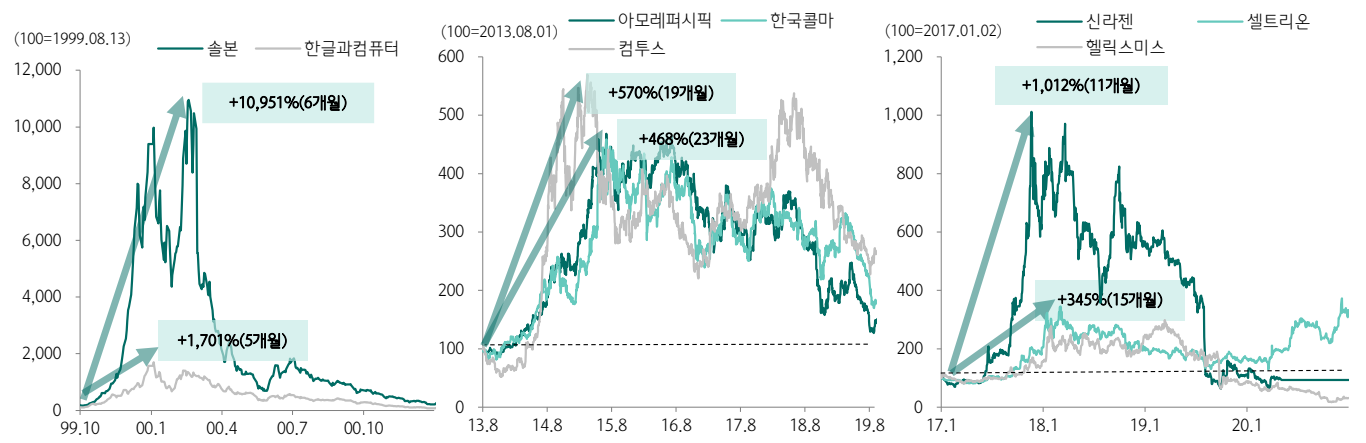
2장에서는 당위가 아닌 시장 논리에 기초한 수급 전망을, 3장에서는 메탈 가격의 변동성과 및 원가 구조 한계 고려한 수익성 분석을 진행하였으며, 4장에서는 이를 종합한 Valuation 결론을 도출하였다. 이를 종합할 때 여러가지 리스크에도 불구하고 배터리 주요 기업들에 대한 Short(공매도) 실익은 없다고 판단한다. 현 주가 수준은 기업들의 미래 적정가치에 근접해 있으므로 투자 의견 중립을 유지한다.

1. 버블의 상처

버블이 남긴 상처

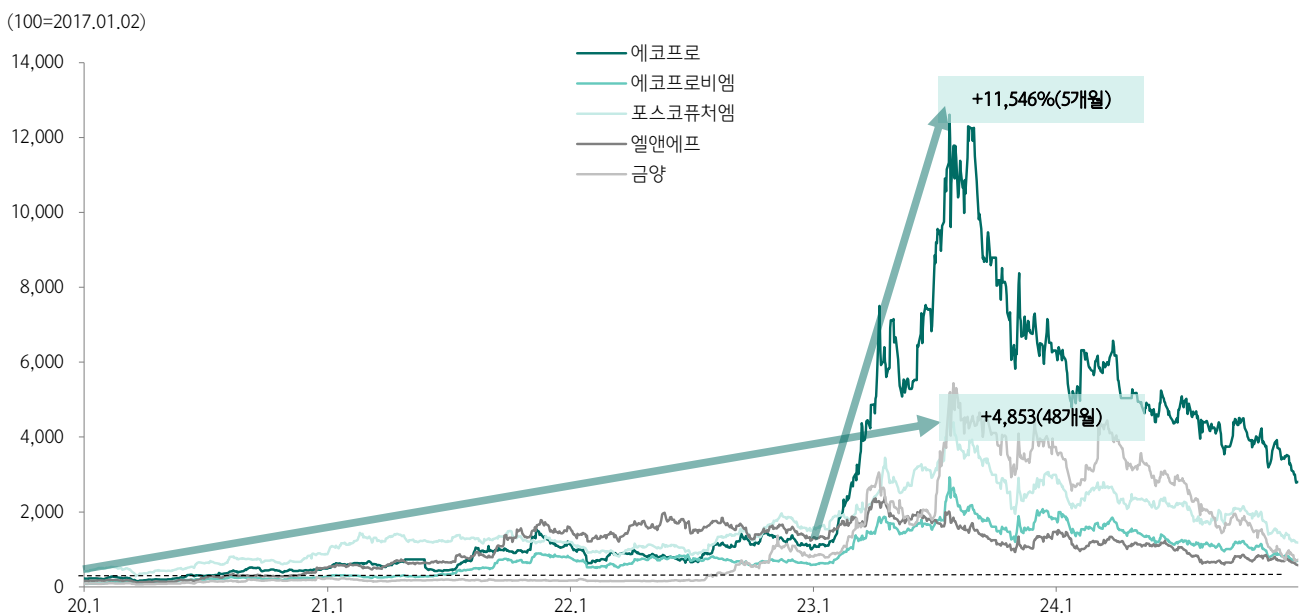
2017년부터 시작된 한국 배터리 버블은 그 상승의 기간과 폭이 유례없는 수준이었다. 지난 20여년간 한국 주식 시장에서 강한 상승을 보여줬던 대표적 사례들과 비교해보면, 2004년~2007년 조선업 슈퍼사이클(상승 기간 30개월, 주도주 상승폭 2,450%), 2013년~2015년 중국 내수주 사이클(상승 기간 23개월, 주도주 상승폭 570%), 2017년~2018년 바이오 버블(상승 기간 15개월, 주도주 상승폭 1,012%)과 비교했을 때, 상승기간(최대 96개월)과 100배가 넘는 주도주의 상승폭(에코프로 11,546%, 포스코퓨처엠 4,853%) 모두 유례없는 수준이었다. 가장 큰 버블로 기억되는 닷컴버블 사례(상승기간 12개월, 주도주 상승폭 10,951%)와 유사한 상승폭인데, 한 때 배터리 기업들의 합산 시가총액이 약 300조원에 달했음을 감안하면, 자금의 규모 측면에서 닷컴 버블을 넘어선 사례로 기록될만하다. 거대한 버블이 남긴 상흔은 깊다. 에코프로는 고점 대비 84% 하락했고, 기타 소재 및 장비기업들은 -90% 이상 하락한 기업들이 다수다.

도표 1. 닷컴 / 중국내수 / 바이오 기업들의 주가 상승 및 하락 추이



자료: 하나증권, Quantiwise

도표 2. 배터리 기업들의 주가 상승 및 하락 추이



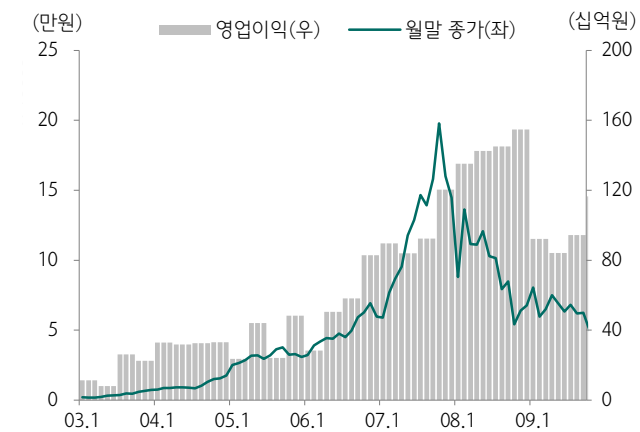
자료: 하나증권

결국 실적이 핵심

버블의 붕괴는 실적의 균열로부터 시작된다. 앞서 살펴본 슈퍼사이클의 주인공들 모두 대세 상승 이후 실적의 균열이 나타나며 주가가 급격히 하락했다. 현대미포조선은 조선업 호황 속 주가 급등했으나 이후 수주 감소로 실적이 악화되며 주가 하락했다. 인터플렉스는 스마트폰 부품 수요 증가로 2018년까지 주가 급등세 이어졌으나, 이후 매출이 연간 20%씩 감소하며 주가 역시 크게 하락했다. 아모레퍼시픽의 경우 중국 내수 화장품 시장 확대로 2015년 주가가 400,000원을 돌파하며 주가 상승세 이어갔으나, 이후 연간 매출이 평균 20% 감소하며 주가 하락했다. 한국콜마의 경우 K-뷰티 수출 호조로 주가 상승한 이후 수출 둔화 및 매출 감소로 주가 하락했으나, 최근 실적 회복세 나타나며 주가 상승세 이어지고 있다.

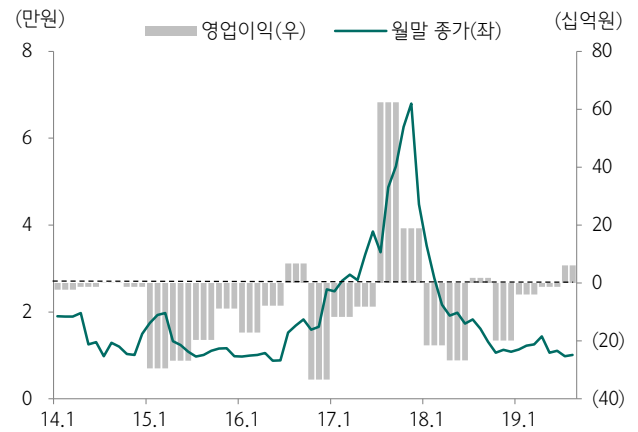
주가가 실적을 따른다는 것은 너무나도 당연한 이야기인데 버블의 한복판에서는 이를 망각하는 경우가 발생한다. 멀티플의 확장 역시 실적의 상승에서 시작되므로 늘 논의의 시작과 끝은 실적으로 귀결 되어야 한다.

도표 3. HD현대미포 주가 및 영업이익 추이



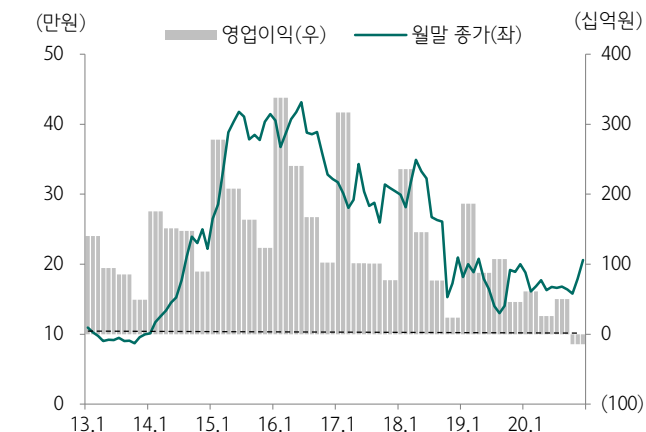
자료: 하나증권, Quantwise

도표 4. 인터플렉스 주가 및 영업이익 추이



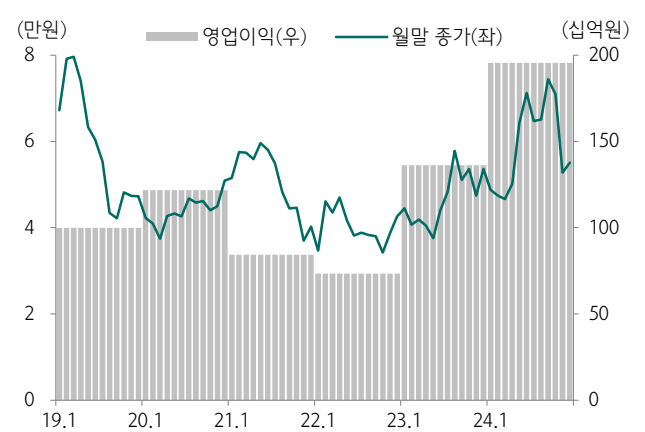
자료: 하나증권, Quantwise

도표 5. 아모레퍼시픽 주가 및 영업이익 추이



자료: 하나증권, Quantwise

도표 6. 한국콜마 주가 및 영업이익 추이



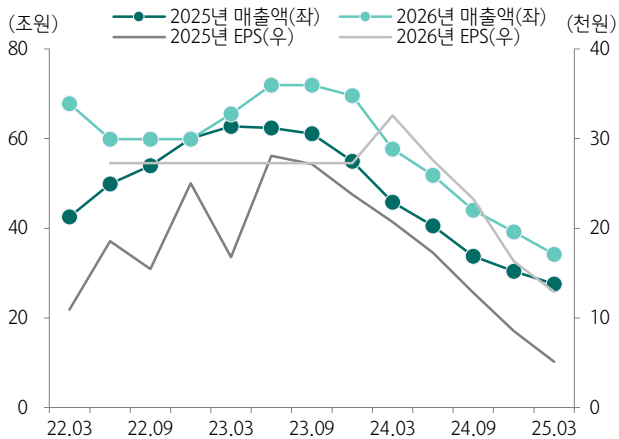
자료: 하나증권, Quantwise

당위적 전망이 아닌,
현실적 전망
제시의 중요성

배터리 산업의 경우도 마찬가지다. 실적 추정치는 버블의 붕괴를 경고하고 있었다. 증권사들의 실적 컨센서스 추이를 살펴보면, 2023년 상반기부터 주요 기업들에 대한 매출 추정 상향이 중단되고 실적 전망이 더 올라가지 못한 채 횡보하거나 일부 기업들은 소폭 하향 조정되는 사례들이 발생하기 시작했다. 이는 실적을 구성하는 원인 변수들, 즉 Q를 구성하는 전기차 판매 및 친환경 정책 동향, P를 구성하는 메탈 가격의 균열이 나타났기 때문이다. 그리고 2023년 7월부터 버블 붕괴가 시작됐다.

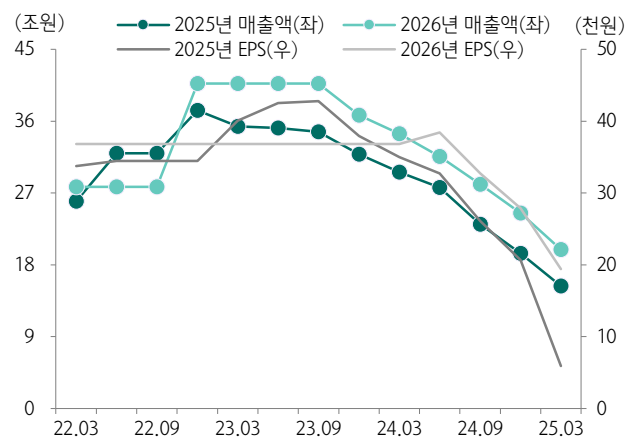
이 보고서는 향후 다시 찾아올 기회를 잡기 위해 실적 전망을 현실적으로 하는데 그 목적이 있다. 버블의 붕괴와 새로운 기회 포착 모두 실적에 대한 현실적인 전망으로부터 시작된다. 사실 모든 산업 전망이라는 것이 결국은 실적에 대한 전망이므로 이는 당연한 말의 동어반복으로 보일 수 있지만 배터리 산업 내에서는 그동안 미래 전망을 하는데 있어 탈탄소에 대한 당위적 기대감과 같은 확증 편향이 섞여 있었음을 인정해야 한다. 따라서 2장에서는 당위적 전망이 아닌 시장 논리에 기초한 배터리 산업의 Q(Quantity) 흐름을 다루고, 3장에서는 현실적인 P(Price) 및 C(Cost) 전망을, 4장에서는 이에 기초한 Valuation 결론을 도출하고자 한다.

도표 7. LG에너지솔루션 컨센서스('25년, '26년) 추이



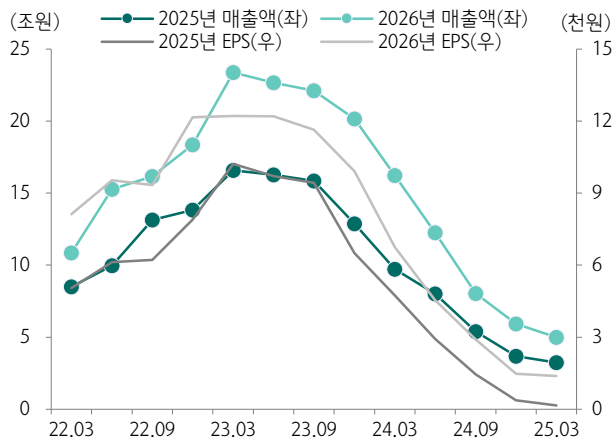
자료: 하나증권, Quantwise

도표 8. 삼성SDI 컨센서스('25년, '26년) 추이



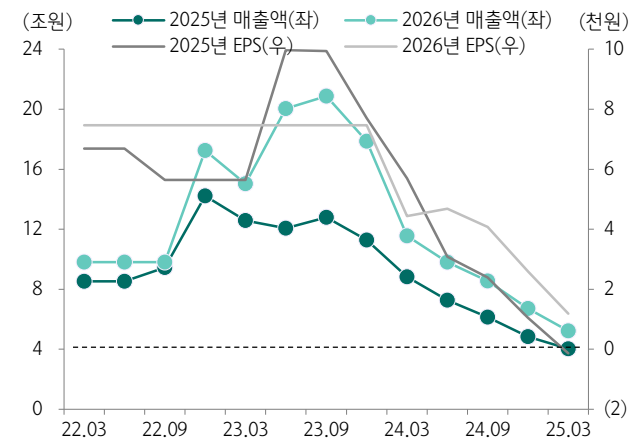
자료: 하나증권, Quantwise

도표 9. 에코프로비엠 컨센서스('25년, '26년) 추이



자료: 하나증권, Quantwise

도표 10. 포스코퓨처엠 컨센서스('25년, '26년) 추이



자료: 하나증권, Quantwise

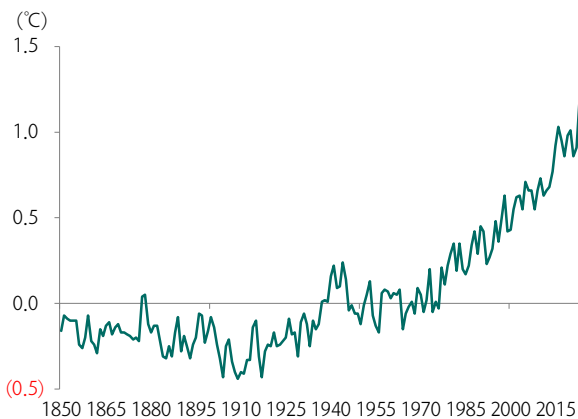
2. Q : 시장 논리에 기초한 실적 및 수요 공급 전망

1) 수요에 대한 당위적 전망 경계

2010년대 Green Wave

유럽의 Green Backlash 기조와 미국의 트럼프 재집권 시대를 살아가는 현재, 배터리 수요 전망을 위해선 탈탄소 정책 기조에 대한 분석부터 다시 시작해야 한다. 2010년대부터 배터리 산업과 투자자들은 인류의 탈탄소 전환을 불변의 상수로 받아들여왔다. 각국의 경제 발전 과정에서 막대한 탄소가 배출되고 있고 이로 인해 지구 평균 표면 온도가 지속 상승하고 있으며 따라서 인류가 힘을 합쳐 탄소 배출을 줄여야 한다는 당위적인 메시지가 힘을 얻어왔다. 2015년 파리협약은 한 때 유명무실화됐던 교토의정서의 탈탄소 의지를 되살렸고, 이후 2019년 유럽 의회선거에서 녹색당 계열이 크게 승리하였으며 이후 내연기관차 판매금지 정책이 발표됐다. Green wave 대열에서 이탈해 있던 미국(트럼프 1기 행정부)은 바이든 취임과 함께 파리협약에 재가입하고 이듬해 친환경법안인 IRA 법안을 통과시키며 Green wave의 정점을 찍었다.

도표 11. 지구 평균 표면 온도 추이(20세기 평균 13.9°C 대비)



자료: 하나증권, NOAA

도표 12. 글로벌 탄소 배출 감축 노력 강화



자료: cntraveller

도표 13. 2015 파리 기후 협정 체결



자료: Greenpeace

도표 14. 바이든 행정부의 친환경정책을 상징하는 IRA

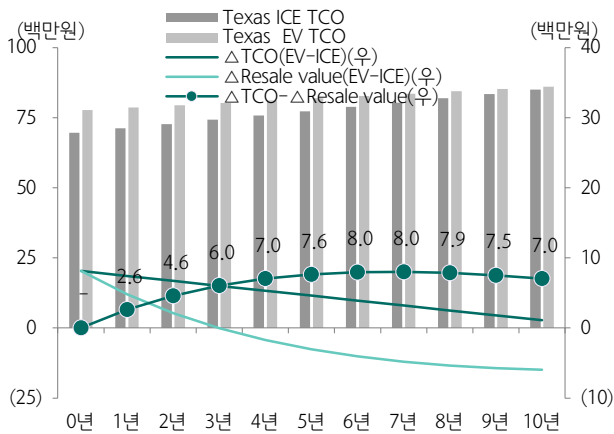


자료: U.S. Department of Commerce

현실과는 동떨어진 친환경 정책 기조

그러나 이러한 친환경정책 기조도 시장 논리에 기초할 때 정책의 지속 가능성을 담보 할 수 있다. 특히나 전기차 시장에서 미국의 경우 낮은 유류세로 인해 전기차의 총소유비용(TCO, Total Cost of Ownership)이 대부분 지역에서 내연기관차 대비 높다. 일반적으로 전기차의 경제성은 휘발유 가격 대비 낮은 충전 비용, 즉 낮은 유지비를 통해 획득된다. 그러나 미국의 경우 캘리포니아 등 특정 지역을 제외하면 유류세가 매우 저렴해 이 논리가 성립하지 않는다. 실제 미국의 리터당 휘발유 가격은 여전히 1달러가 되지 않아 2달러 수준인 유럽 국가들 대비 절반 수준이다. 게다가 미국은 타 지역 대비 자동차 소유주들의 연평균 주행거리가 길어 충전 인프라의 중요성이 높는데 여전히 낮은 수준의 충전인프라 보급률로 인해 소비자들 입장에서는 전기차 구매 유인이 크지 않은 상황이다.

도표 15. 미국 텍사스주 파워트레인별 TCO



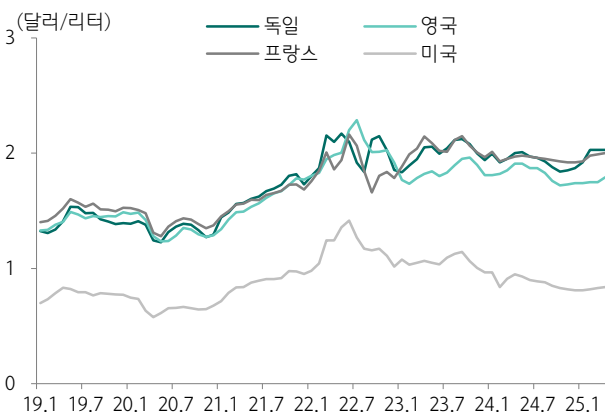
자료: 하나증권

도표 16. 미국 주별 유류세



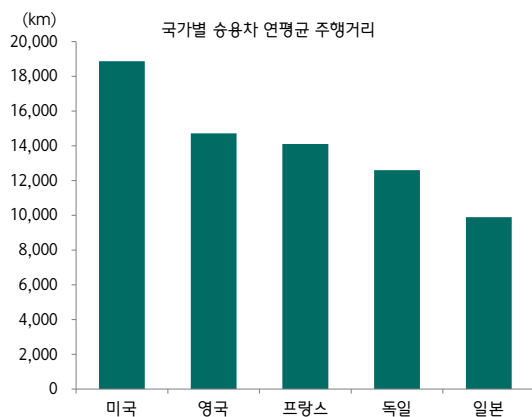
자료: Tax Foundation, 하나증권

도표 17. 유럽 주요국 및 미국 휘발유 가격 추이



자료: 하나증권

도표 18. 국가별 승용차 주행거리 비교

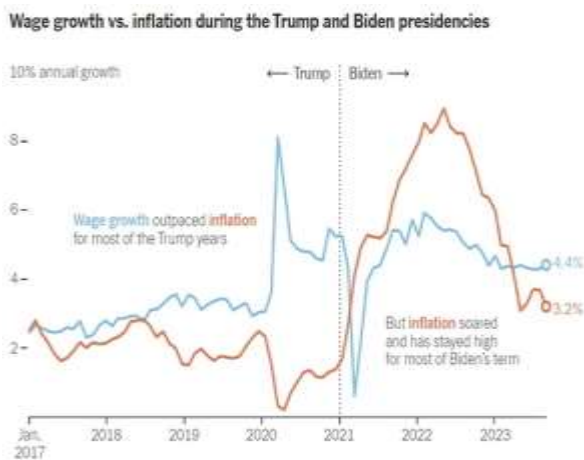


자료: 하나증권

경기 악화와 자동차 OEM들의
전기차 사업 부진
힘을 잃어가는 친환경 정책

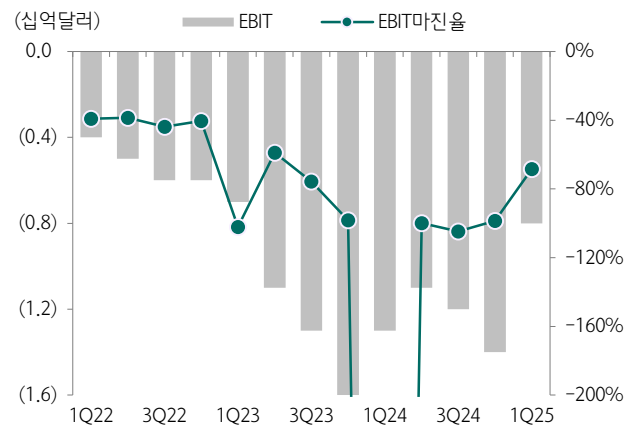
후손들에게 더 나은 미래를 물려주기 위해 전기차를 타고 탄소배출을 줄여야한다는 식의 담론은 금리가 낮고 경제성장이 지속적으로 이뤄질 때 힘을 얻을 수 있는 논리다. 쉽게 말해 먹고 살만 해야 받아들여질 수 있다. 그러나 팬데믹 이후 물가가 급격히 상승하고 포드 등 OEM들의 전기차 부문 적자가 지속되는 상황에서 이러한 당위적 메시지는 힘을 잃어가고 있다. 이로 인해 이미 바이든 행정부조차 지난 2024년 초 배기가스 규제를 완화한 바 있으며, 트럼프 2기 행정부 역시 취임과 함께 파리협약을 다시 탈퇴하고 배기가스 규제를 추가 완화하겠다는 입장이다.

도표 19. 미국의 가파른 물가 상승



자료: Bureau of Labor Statistics

도표 20. Ford 전기차 사업부 수익성 추이



자료: Ford, 하나증권

도표 21. 미국 친환경 관련 정책 변화

친환경 정책	상세
파리 기후 협약	• 2019 년, 트럼프 1 기 파리 기후 협약 탈퇴
	• 2021 년, 바이든 행정부 파리 기후 협약 재가입
	• 2025 년, 트럼프 2 기 파리 기후 협약 탈퇴
전기차 의무화	• 2021 년, 바이든 행정부 2030 년 신차 판매의 50% 무공해 차량 전환 목표 수립
	• 2025 년, 트럼프 EPA 에 전기차 의무화 철폐 지시
환경보호청(EPA) 배출가스 규제	• 2024 년, 바이든 행정부 당초 목표 대비 완화된 EPA 배출가스 규제 기준 발표 (※ 승용차 기준 배출가스 목표(2030 년): 기존 계획 99g/마일 이하 → 변경 계획 91g/마일 이하)
	• 2025 년, 트럼프 배출가스 규제 2020 년 기준으로 돌릴 것이라 언급
기업 평균 연비 규제(CAFE)	• 2024 년, 바이든 행정부 CAFE 연비 규제 기준 발표 (※ CAFE('31 년): 판매 차량 평균 연비 50.4 MPG 이상 준수, 0.1MPG 당 \$14 벌금)
	• 2025 년, 트럼프 CAFE 규제 기준 최소 수준으로 완화 및 폐지 주장
Drive American Act	• 2023 년, J.D. 밴스 상원의원(現 부통령 후보)의 Drive American Act 발의 (※ Drive American Act: 전기차 구매 보조금(최대 \$7,500) 폐지, 내연기관 차량 세액공제 등)
IRA 30D	• 중국 공급망 배제 요건 강화 통해 실질 혜택 대상 모델 감소 가능성
AMPC	• 리쇼어링 정책 추구해왔던 공화당 기초 감안할 때 유지 가능성

자료: 하나증권

둔화되고 있는 미국 전기차 판매 성장률

2022년 +94%, 2023년 +62% 성장했던 미국 BEV 판매량은 2024년에 8% 성장에 그쳤고 2025년 역시 4월까지 누적으로 +10% 성장 중이다. 물론, 꾸준히 10% 내외 성장이 나온다는 점에서 긍정적이지만 이전보다 성장 강도가 둔화되고 기업들이나 시장조사기관들이 전망했던 수준에 비하면 낮은 수준이다. 미국 전기차 침투율은 여전히 전체 침투율 9.4%, BEV 7.4%에 불과하다.

도표 22. 미국 BEV 판매대수 및 YoY 증감률 추이

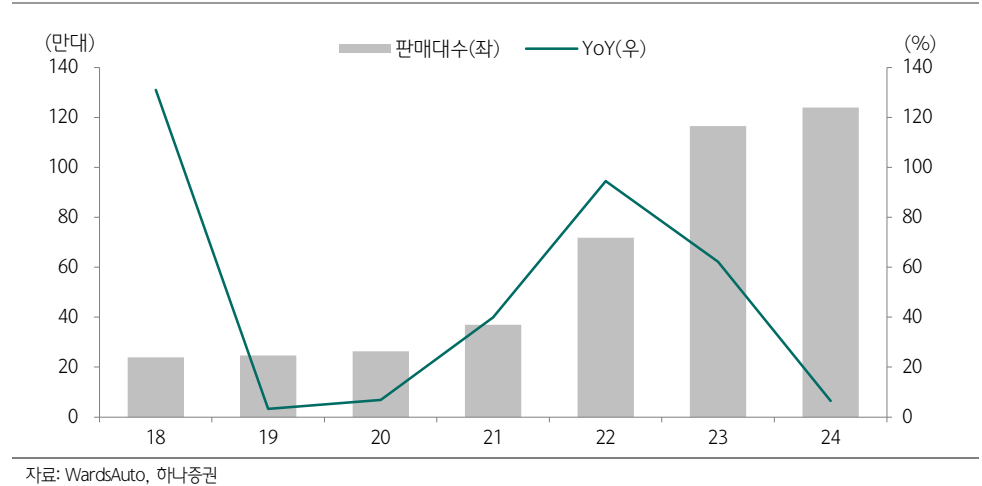


도표 23. 미국 전기차(BEV+PHEV) 판매대수 추이

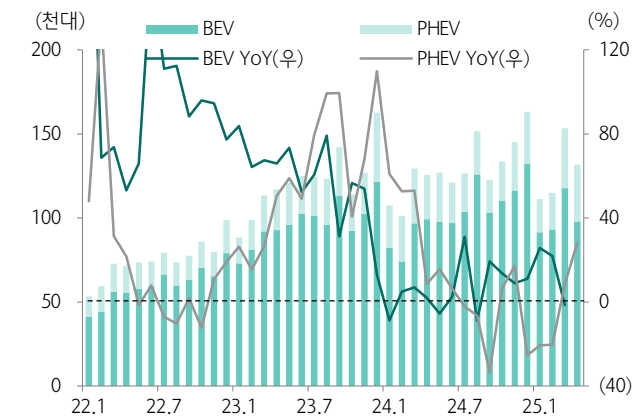
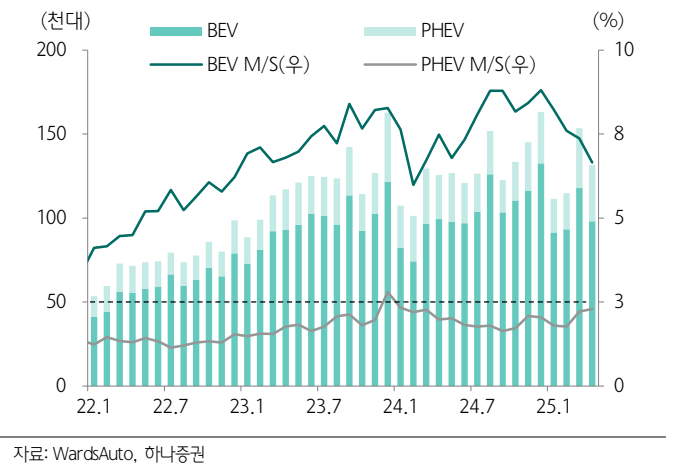


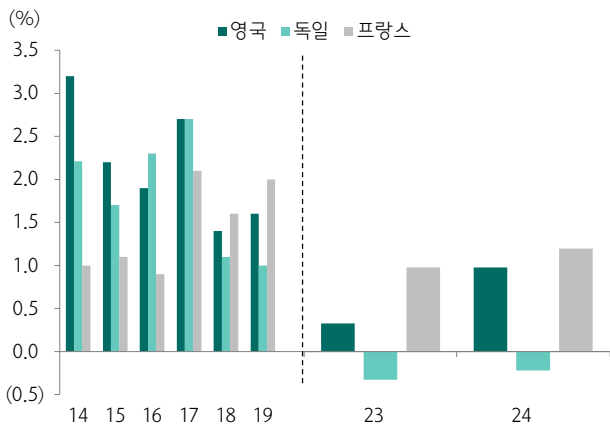
도표 24. 미국 전기차(BEV+PHEV) 시장점유율 추이



경기 악화, 금리 상승 등으로
유럽 기업들의 친환경 관련
투자 심리 악화

유럽도 유사한 흐름을 보여주고 있다. 2010년대 중반까지 최대 3% 성장하던 유럽 주요 국가들의 GDP 성장률은 최근 2년간 크게 하락했고 특히 독일은 2년연속 역성장했다. 자동차 기업들의 수익성도 마찬가지다. 10% 내외까지 상승했던 유럽 주요 OEM들의 영업이익률은, 여전히 적자 사업부인 전기차 판매 비중 상승 및 CO2규제 벌금 증가, 중국 기업들과의 경쟁 심화로 인해 최근 BEP 수준까지 하락했다. 금리 환경도 변화했다. 저금리와 낮은 물가 상승률로 인해 실질 이자율이 마이너스까지 하락하며 친환경정책 추진 동력이 강화될 수 있었던 2010년대부터 2020년대 초반까지의 상황과 달리, 물가 상승 및 금리 상승으로 인해 실질 이자율이 크게 상승하며 기업들의 재생에너지 투자 및 정부의 친환경정책 투자 동력이 크게 약화됐다.

도표 25. 유럽 주요국 GDP 성장률 추이



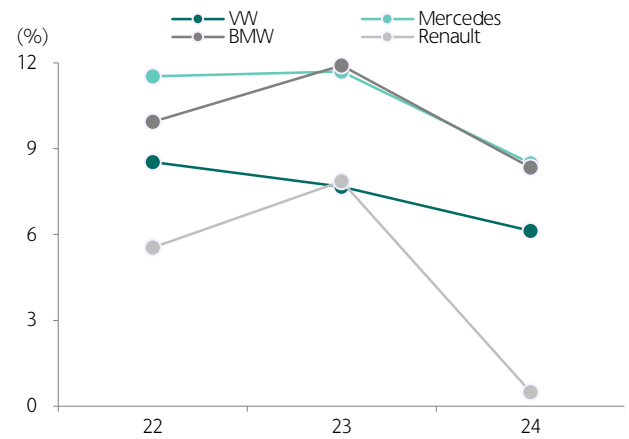
주1) 영국 GDP 성장률('20~'22) : -10.3, 8.6, 4.8

주2) 프랑스 GDP 성장률('20~'22) : -4.1, 3.7, 1.4

주3) 독일 GDP 성장률('20~'22) : -7.4, 6.9, 2.6

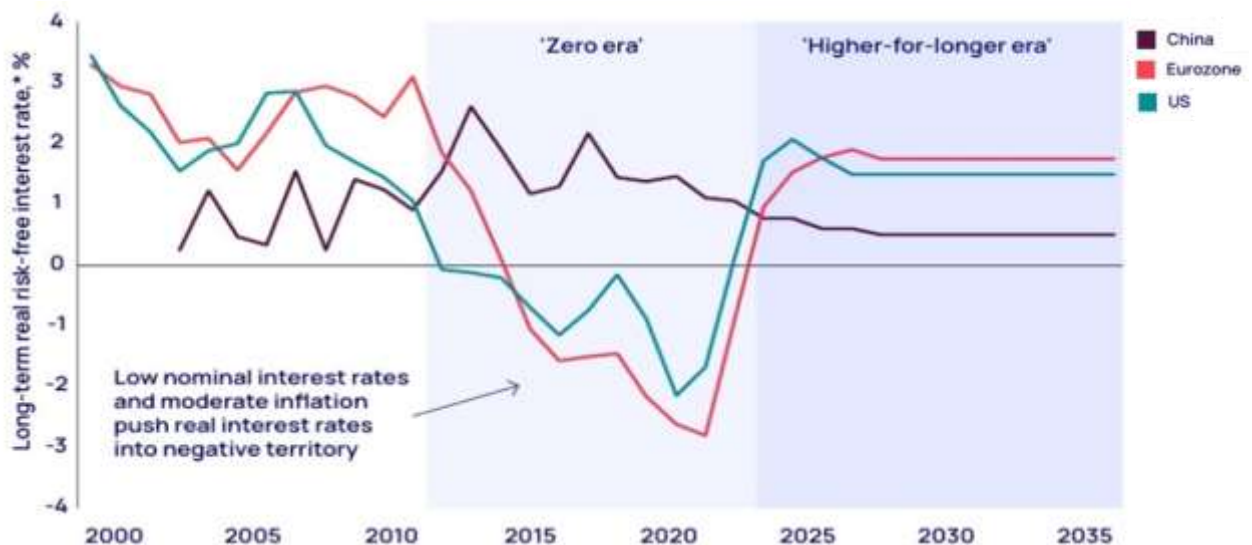
자료: WardsAuto, 하나증권

도표 26. 유럽 주요 OEM 영업이익률 추이



자료: WardsAuto, 하나증권

도표 27. 국가별 장기 실질 무위험 이자율 추이 및 전망

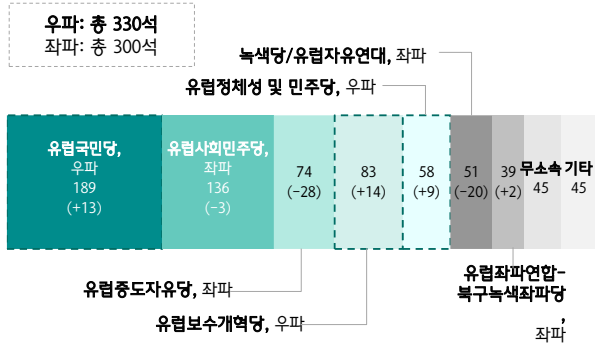


자료: Wood Mackenzie, FRED, Factset

현실적 문제에 부딪히자
친환경 정책 기조
변화하고 있는 유럽

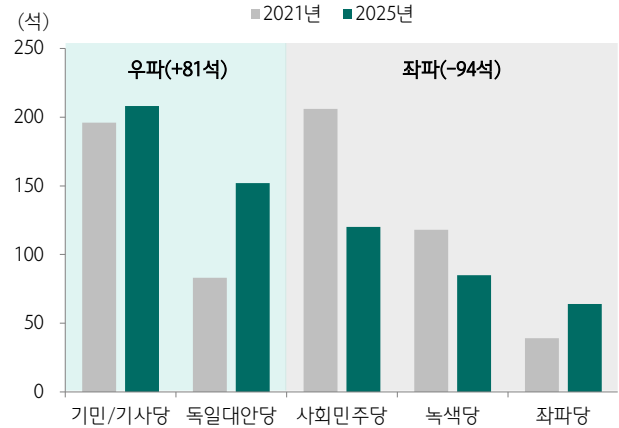
2024년 6월 유럽의회선거는 녹색당 계열 의석수가 크게 감소하였다. 의석수가 늘어난 정당은 모두 경제와 안보를 중시하는 우파정당들이었다. 2025년 3월 독일 총선도 마찬가지다. 우파 정당의 의석수가 크게 늘었고, 극우정당을 합치면 우파 정당이 전체 의석수의 과반 이상이다. 이 과정을 거치며 유럽 전기차 보조금 정책도 크게 변화했다. 영국과 독일은 전기차 보조금이 폐지됐고 프랑스는 전체 예산의 1/3이 축소됐다.

도표 28. 2024년 유럽의회 선거 결과



자료: 대외경제정책연구원, 하나증권

도표 29. 독일 국회의원 의석수 변화



자료: 하나증권

도표 30. 유럽 국가별 전기차 보조금 정책 변화

구분		기존			현황
국가	차량가격	2022	2023	2024	
영국	£32,000 미만	£ 1,500	폐지		- 보조금 지급 대신 무공해차량(ZEV) 의무화 명령 도입 무공해차량 의무화 명령: 2030년 신차 판매의 80%가 ZEV여야 함. 2035년 100%로 확대. 단, 애스턴마틴과 맥라렌과 같은 소규모 영국 기업은 2030년 기한 이후에도 가솔린 자동차 판매를 계속할 수 있음 ※ 명령 미달성 시 벌금 : 차량 판매 1대당 12,000파운드) 2035년부터 휘발유/디젤 엔진과 전기 모터 결합한 하이브리드 차량 판매 금지"
독일	€40,000 미만	€ 9,000	€ 6,750	€ 4,500	2023년 12월: 예산 소진으로 인해 보조금 지급 중단 2024년 9월: 세액공제 형태의 보조금 제도 시행(2028년 12월까지 업무 용 전기차를 구입하는 기업에 6년간 특별 감가상각 공제 혜택 부여)
	€40,000~65,000	€ 7,500	€ 4,500	X	
프랑스	€47,000 미만	€ 6,000	€ 5,000	€ 4,000	2025년: € 4,000로 동일했으나, 예산 감소 ※ 예산: 2024년 €15억 → 2025년 €10억) - 저소득층 대상 전기차 '사회적 리스' 2025년 하반기 시작 예정 ※ 월 49~150유로의 저렴한 가격에 3년간 전기차를 리스해주는 정부 프로그램)
스웨덴	차량별 상이	차량 가격의 최대 25% (900만원 한도)	폐지		2024년: '기후 프리미엄' 보조금 '24-'25년 한시적 시행 발표 (기후 프리미엄 보조금: 기업과 지자체 등의 소형 전기트럭 구매 지원 위해 약 360억원 책정) - 승용차 보조금 폐지는 유지
스페인	차량별 상이	€ 4,500 - € 7,000 (Moves III, 2024년 6월 말 종료 예정)			2024년 6월 말 종료 예정이었던 전기차 구매 보조금 정책(Moves III)에 15억유로 예산을 추가 배정해 2024년 12월 말까지 연장 - 한차례 연장한 데 이어, 2025년 6월 30일까지 재연장 결정, 15.5억유로 예산 추가 배정) - IRPF 제도: 2023년 6월 30일부터 전기차 구매 시, 15% 소득공제 혜택 ※ 기존에는 2024년까지 시행 계획이었으나, 2025년까지 연장

자료: 하나증권

유럽의 전기차 판매 둔화

2023년까지 40%에 가까운 성장을 보이던 유럽의 순수전기차 판매량은 2024년 Flat으로 성장이 멈췄다. 2025년들어 성장세 회복되고 있으나 아직까지는 연초 기저효과 및 CO2 규제 완화 발표 전 수치임을 고려해야한다.

도표 31. 유럽 BEV 판매대수 및 YoY 증감률 추이

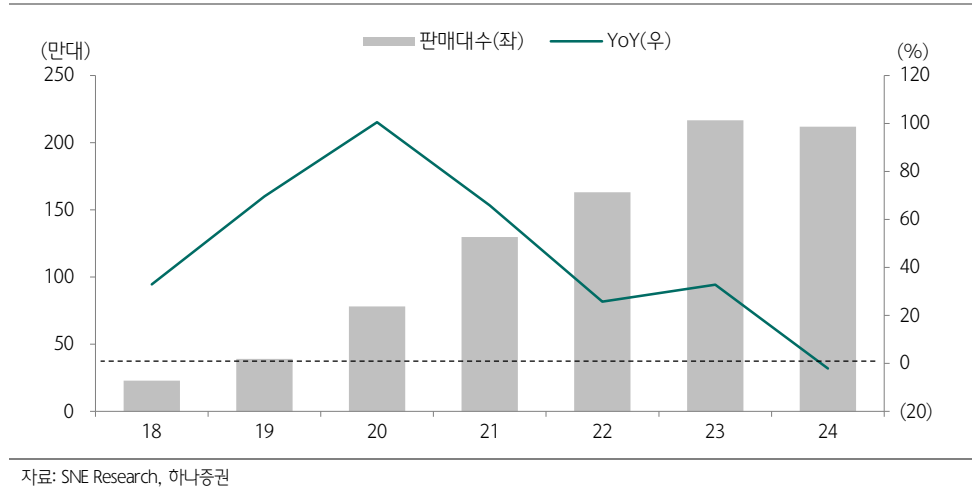


도표 32. 유럽 주요 3개국 전기차 판매량 추이

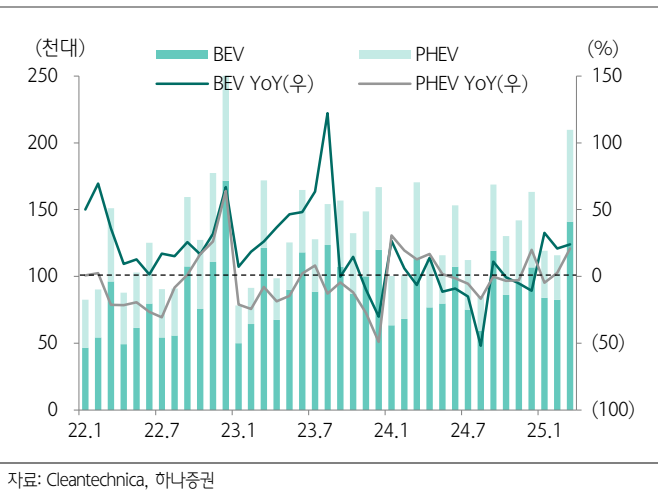
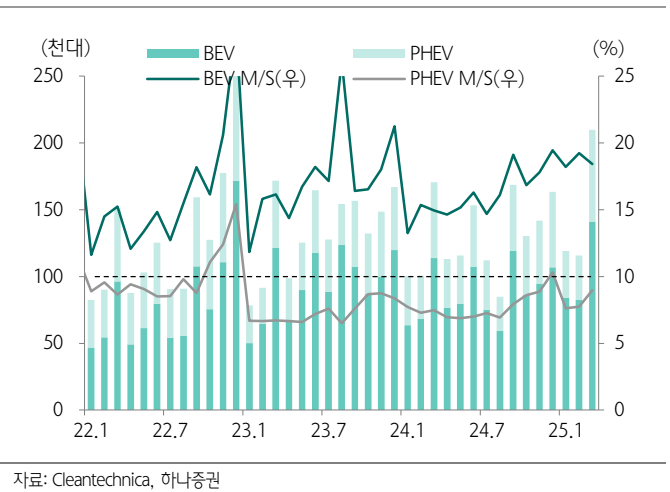


도표 33. 유럽 주요 3개국 전기차 시장점유율 추이

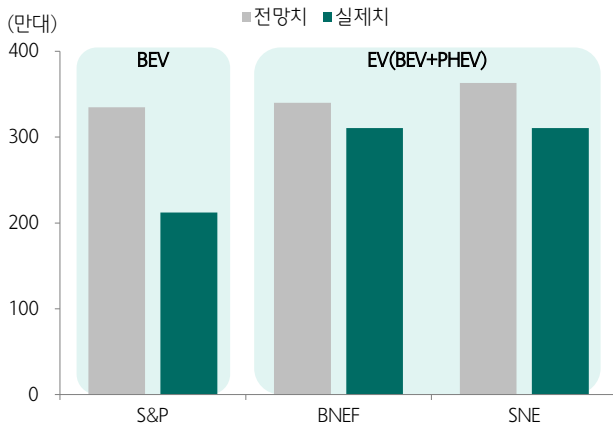


전기차 캐즘에 맞물려 셀 기업의 가동률도 하락

이러한 흐름 속에서 시장 조사기관들의 전망치 역시 현실과의 괴리가 컸다. S&P Global이 발표한 2024년 유럽/미국의 BEV 판매 전망은 각각 335만대/210만대로 실제 판매대수(212만대/124만대)와 각각 37%, 41%의 차이를 보였다. BNEF와 SNE Research가 발표한 2024년 유럽/미국 전기차(BEV+PHEV) 판매 전망은 각각 340만대/190만대, 363만대/222만대로 실제 판매대수(310만대/155만대)와 9%, 14% 차이를 보였다.

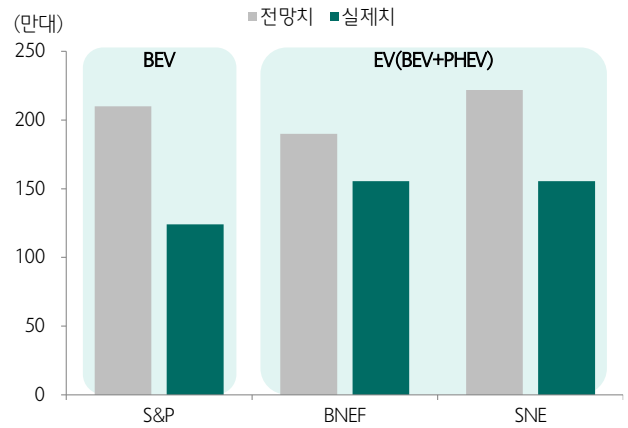
유럽과 미국의 전방 수요 둔화가 지속되고 시장이 전망했던 수요 성장이 나타나지 않으면서, 공격적인 전망에 기반해 증설을 진행했던 국내 배터리 셀 기업들의 가동률 또한 낮아졌다. LG에너지솔루션의 2024년 가동률은, 2021년(73%) 가동률 대비 15%p 낮아진 58%를 기록했다. SK on의 2024년 가동률은 46%로, 2021년(92%) 가동률 대비 46%p 낮아졌다.

도표 34. 시장조사기관별 2024년 유럽 전기차 판매 전망



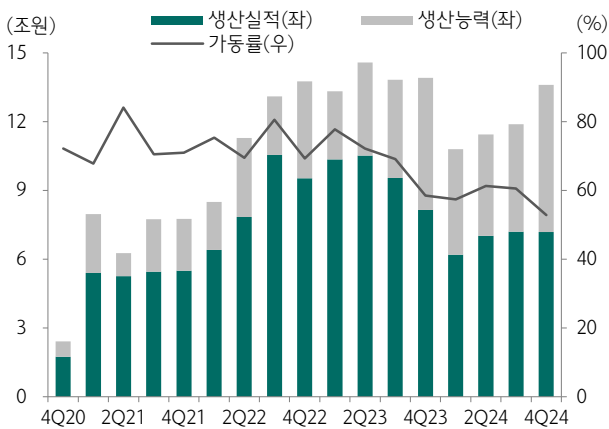
자료: S&P Global, BNEF, SNE Research, 하나증권

도표 35. 시장조사기관별 2024년 미국 전기차 판매 전망



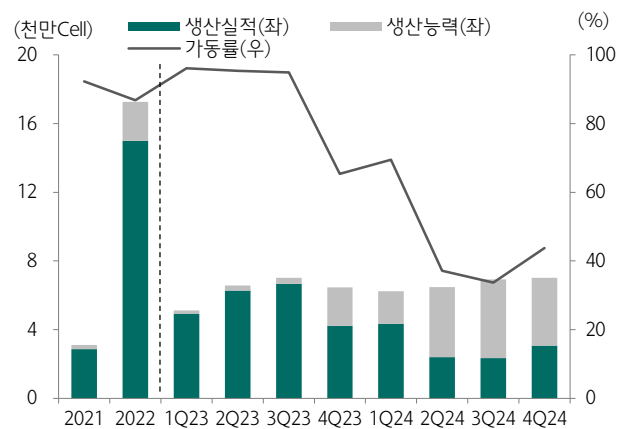
자료: BNEF, SNE Research, 하나증권

도표 36. LG에너지솔루션 생산능력 및 가동률 추이



주1) 4Q20은 2020년 12월만 포함된 수치임
자료: LG에너지솔루션, 하나증권

도표 37. SK on 생산능력 및 가동률 추이



주1) '21, '22년은 연간 총 합산 수치임
자료: SK on, 하나증권

시장 논리에 따른 현실적인
미국 전기차, 배터리, 양극재
수요 전망

따라서, 지역별로 시장 논리에 기초한 현실적 전망이 필요하다. 미국 시장의 2024년 전기차 침투율은 9.7%다. 앞서 살펴본 정책 기조 변화 및 TCO 매력도 고려할 때 가파른 성장세보다는 연평균 10%대 수준의 완만한 성장세를 전망한다. 향후 10년간 연평균 +18.1% 성장세를 이어가며 2030년 전기차 침투율 35.1%, 2034년 48.8%를 전망한다. 이에 따라 미국 내 전기차 배터리 수요는 2024년 114GWh에서 2034년 579GWh로 연평균 +17.7% 성장할 전망이다. 양극재 수요는 2024년 21만톤에서 2034년 85만톤으로 연평균 +15.0% 성장할 전망이다.

도표 38. 미국 전기차 수요 및 침투율 전망

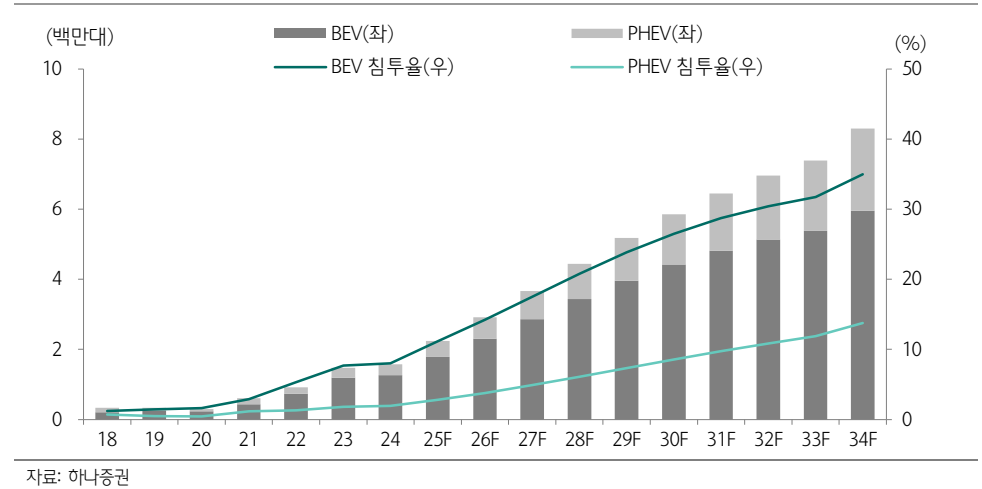


도표 39. 미국 배터리 수요 전망

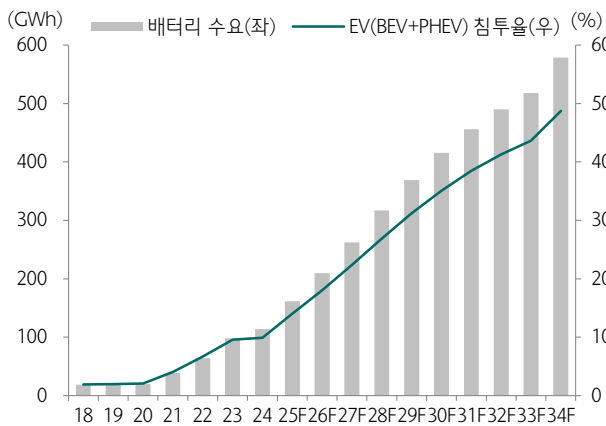
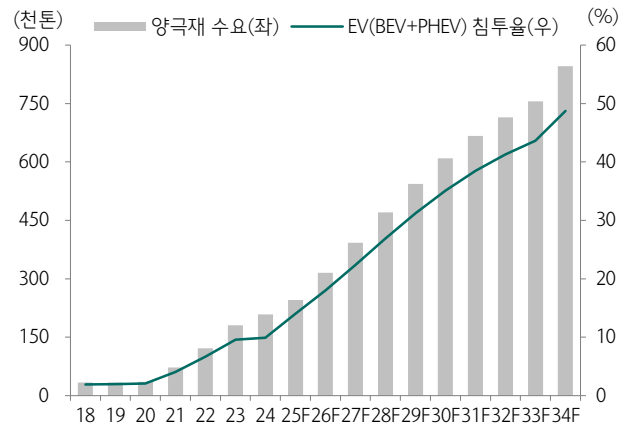


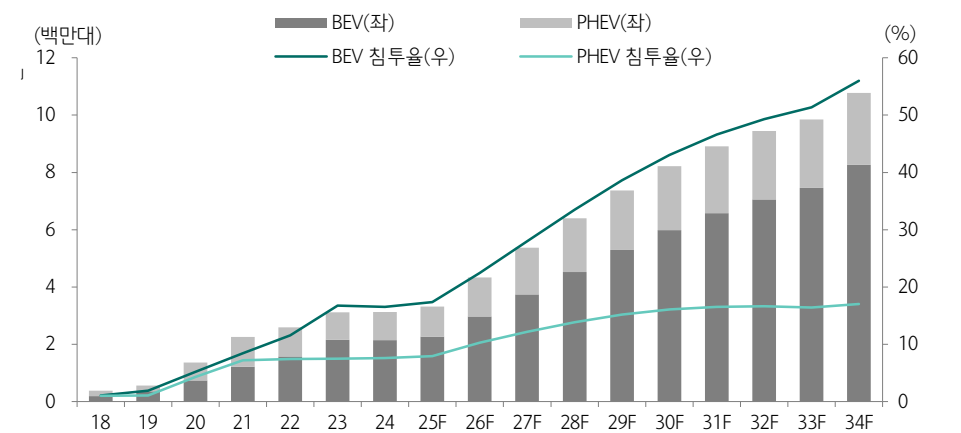
도표 40. 미국 양극재 수요 전망



시장 논리에 따른 현실적인
유럽 전기차, 배터리, 양극재
수요 전망

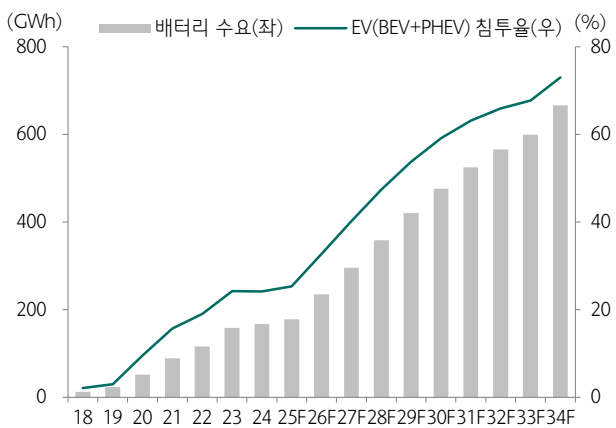
유럽 역시 시장 논리 및 정책 환경 변화를 반영하여 향후 시장 전망을 현실화하였다. 유럽 시장의 2024년 전기차 침투율은 24.1%다. 앞서 살펴보면 정책 기조 변화 및 TCO 매력도 고려할 때 가파른 성장세보다는 연평균 10%대 수준의 완만한 성장세를 전망한다. 이에 따라 2025년은 전기차 침투율 22.4%(BEV 17.4% PHEV 8.0%)를 전망하며 이후 연평균 +13.2% 성장세를 이어가 2030년에는 전기차 침투율 59.1%, 2034년에는 73.0%를 전망한다. 이에 따라 유럽 내 전기차 배터리 수요는 2024년 167GWh에서 2034년 666GWh로 연평균 +14.8% 성장할 전망이다. 전기차 배터리 용 양극재 수요는 2024년 32만톤에서 2034년 99만톤으로 연평균 +12.1% 성장할 전망이다.

도표 41. 유럽 전기차 수요 및 침투율 전망



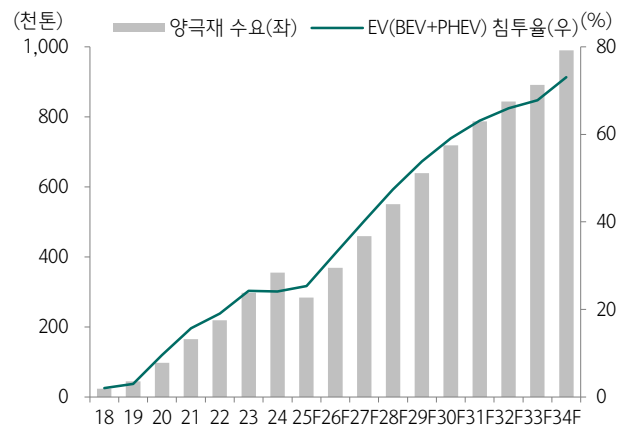
자료: 하나증권

도표 42. 유럽 배터리 수요 전망



자료: 하나증권

도표 43. 유럽 양극재 수요 전망



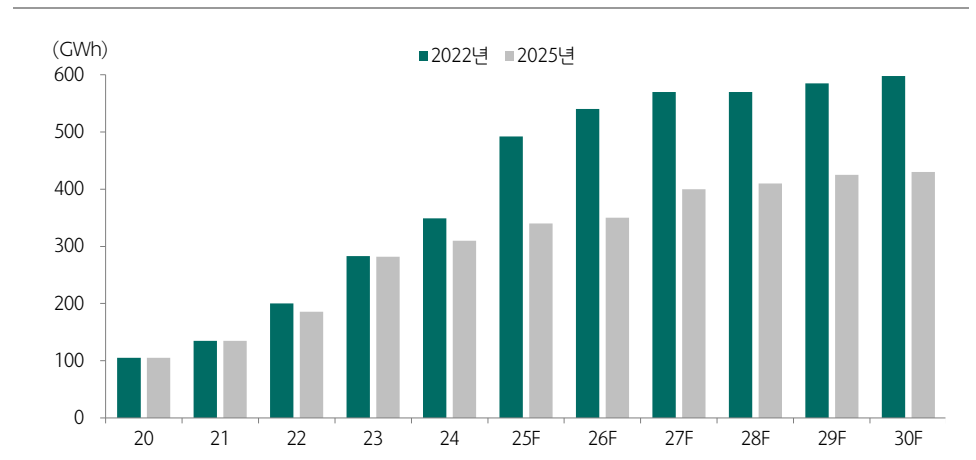
자료: 하나증권

2) 공급 및 증설 전망 현실화 필요

현실 수요에 맞는
셀 메이커 CAPA 전망

배터리 버블이 확대되던 당시 기업별 Valuation의 기준이 됐던 장기 증설 계획 역시 1~1)에서 다룬 실질 수요 전망에 기반해 현실화할 필요가 있다. 실제 LG에너지솔루션의 경우, 상장 초기이던 2022년말~2023년초까지 2025년 500GWh 수준의 CAPA 확보 목표를 유지하였으나, 2025년 현재 CAPA는 340GWh 수준이며, 평균 가동률은 60% 미만이다. 장기적으로는 2030년 이후 600GWh 이상을 확보할 것으로 예상됐으나 현재 수요 추이를 감안할 때 LG에너지솔루션의 적정 CAPA는 2030년을 전후로 400GWh 수준으로 봄이 적절하다고 판단한다.

도표 44. LG에너지솔루션 글로벌 CAPA 전망



자료: LG에너지솔루션, 하나증권

도표 45. LG에너지솔루션 글로벌 CAPA 계획(2023년 초 기준)

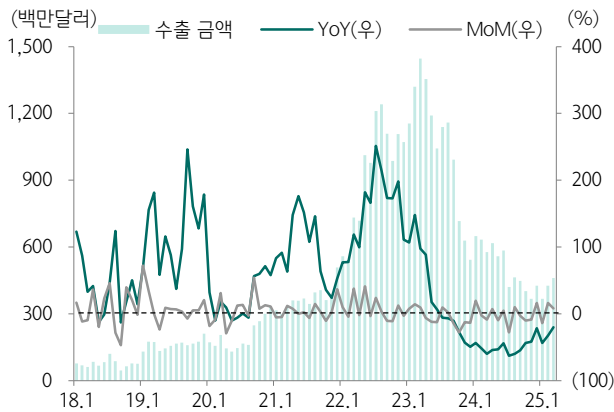


자료: LG에너지솔루션

전방 수요 둔화에 따라 수익성 악화된 양극재 기업들

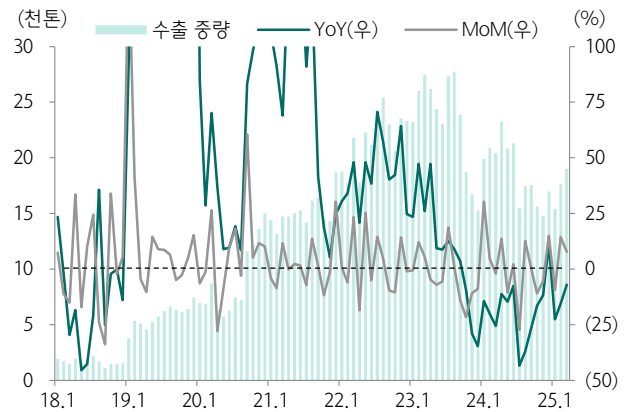
양극재 기업들 역시 마찬가지다. 전방 수요 상황 변화로 수출 중량이 크게 감소했다. 한국 배터리 셀 메이커들은 대부분 미국과 유럽에서 현지 생산을 하지만 양극재 공장은 대부분 한국에 위치해 있어 수출 데이터가 글로벌 양극재 수요의 흐름을 잘 대변해주는데, 이러한 수출 중량 감소는 결국 미국과 유럽의 한국 배터리 생산량이 급감했음을 방증한다. 2023년 상반기까지 추세적으로 증가하던 양극재 수출 중량은 이후 지속 하락했고 여전히 2023년 고점 대비 63% 수준에 불과하다. 이 과정에서 기업들의 수익성 역시 크게 악화됐다.

도표 46. 양극재 수출액 추이



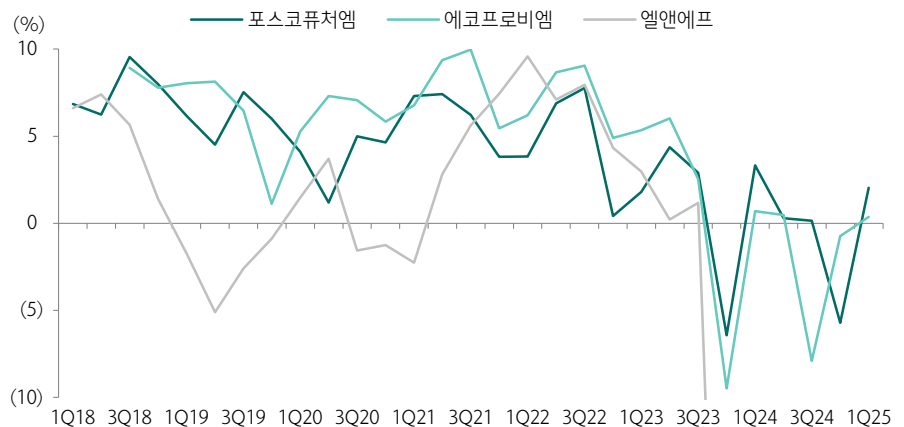
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 47. 양극재 수출 중량 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 48. 국내 양극재 기업 영업이익률 추이



주1) 엘앤에프(4Q23~1Q25) 영업이익률(%) 추이: -42.7, -32.1, -15.2, -20.6, -54.3, -38.4

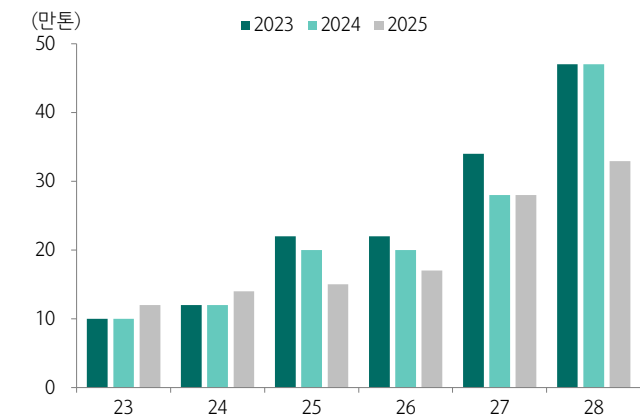
자료: Quantwise, 하나증권

증설 계획을 하향, 순연하는 국내 양극재 기업들

이로 인해, 양극재 기업들의 CAPA 증설 계획은 대폭 하향 조정되고 있다. 2023년에 목표한 CAPA 계획(2028년 기준)과 현재 계획을 비교해보면, 이전 계획보다 LG화학은 -30%, 포스코퓨처엠은 -46%, 에코프로비엠은 -45%, 엘앤에프는 -20% 하향 조정됐다.

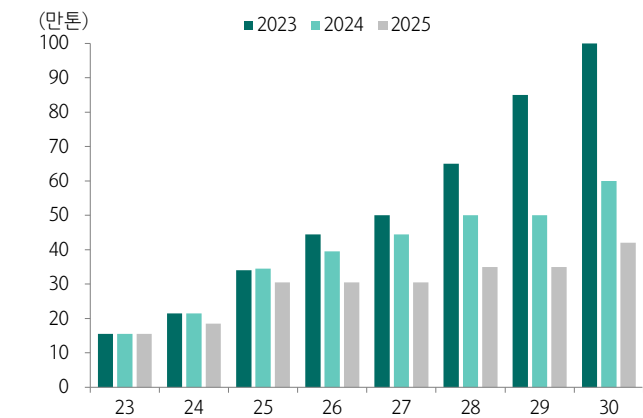
2020년~2023년까지는 미래 수요 선점을 위한 선행투자가 경쟁적으로 이뤄지는 시기였다. 그러나 이제부터는 확실한 수요가 확인될 때 후행투자를 진행하는 흐름이 당분간 지속될 것으로 판단한다.

도표 49. LG화학 양극재 CAPA 계획 변화 추이



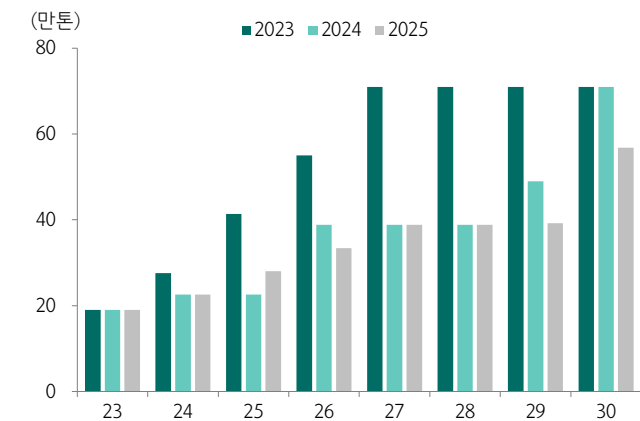
자료: LG화학, 하나증권

도표 50. 포스코퓨처엠 양극재 CAPA 계획 변화 추이



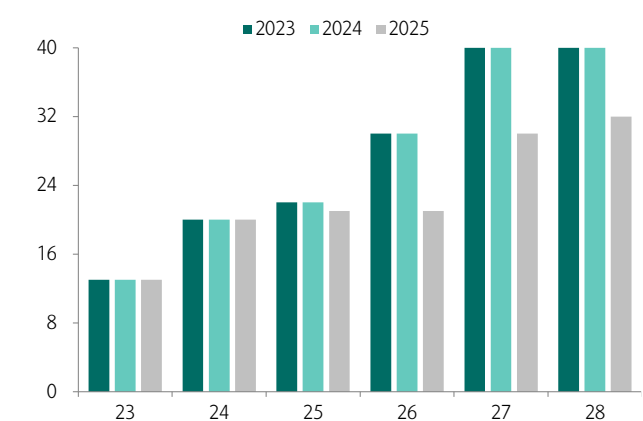
자료: 포스코퓨처엠, 하나증권

도표 51. 에코프로비엠 양극재 CAPA 계획 변화 추이



자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 52. 엘앤에프 양극재 CAPA 계획 변화 추이



자료: 엘앤에프, 하나증권

유럽시장에서 사업을 확장하고 있는 중국 기업들

한편, 지역별 점유율 전망 시 과거와 같이 유럽과 미국 내 한국의 압도적 점유율을 가정하는 것은 적절하지 않다. 아직까지는 유럽 내 배터리 공장 CAPA 규모 측면에서, 한국 3사 합산 220GWh, 중국 14GWh(CATL)로 차이가 크나, 현재 증설 진행 중인 기업들의 상황을 살펴보면, 단기간 내 중국 기업들의 유럽 CAPA 규모가 한국 기업들을 넘어설 것으로 예상된다. CATL의 경우 2025년 말부터 100GWh 규모의 헝가리 공장 가동 예정이며, 2026년 말에는 50GWh 규모의 스페인 공장이 양산에 돌입한다. 이에 따라 2026년말에는 약 164GWh의 유럽 내 CATL 공장이 가동될 전망이다. AESC 역시 2026년말까지 약 25GWh를, Gotion은 2027년까지 약 40GWh 규모 공장을 가동한다는 목표로 투자 진행 중이다.

도표 53. 유럽시장 중국 OEM 및 배터리 관련 기업 투자 진행 상황



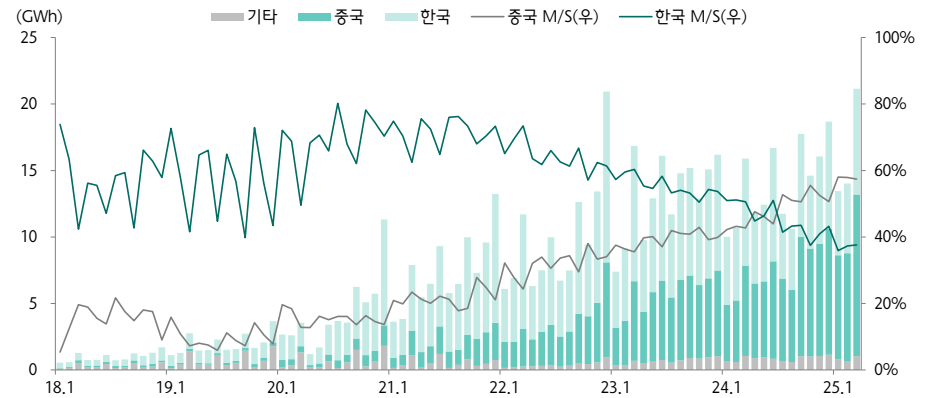
자료: 하나증권

중국기업들의
점유율 확대되고 있으나,
역내 공급망 강화에 나선 유럽

이미 유럽 배터리 시장에서 중국 기업들의 점유율은 가파른 상승을 보이며 한국 기업들의 점유율을 넘어섰다.

그러나 핵심원자재법(CRMA, Critical Raw Materials Act)의 정책 기조, 즉 첨단반도체와 전기차에 쓰이는 핵심 광물의 제3국산 의존도를 2030년까지 역내 전체 소비량의 65% 미만으로 낮춰야 한다는 조항 고려할 때, 중국 기업 의존도를 여기에서 추가로 높여가는 데에는 한계가 있을 것으로 판단한다. 중국 기업들이 아직 중국 본토를 벗어나 대규모 생산을 한 이력이 없다는 점도 향후 역내 조달 조건이 강화되는 과정에서 한국 기업들이 기대할만한 요인이다.

도표 54. 유럽 전기차 배터리 시장 내 한국 및 중국 기업 점유율 추이



자료: SNE Research, 하나증권

도표 55. 유럽 핵심광물원자재법(CRMA) 주요 내용

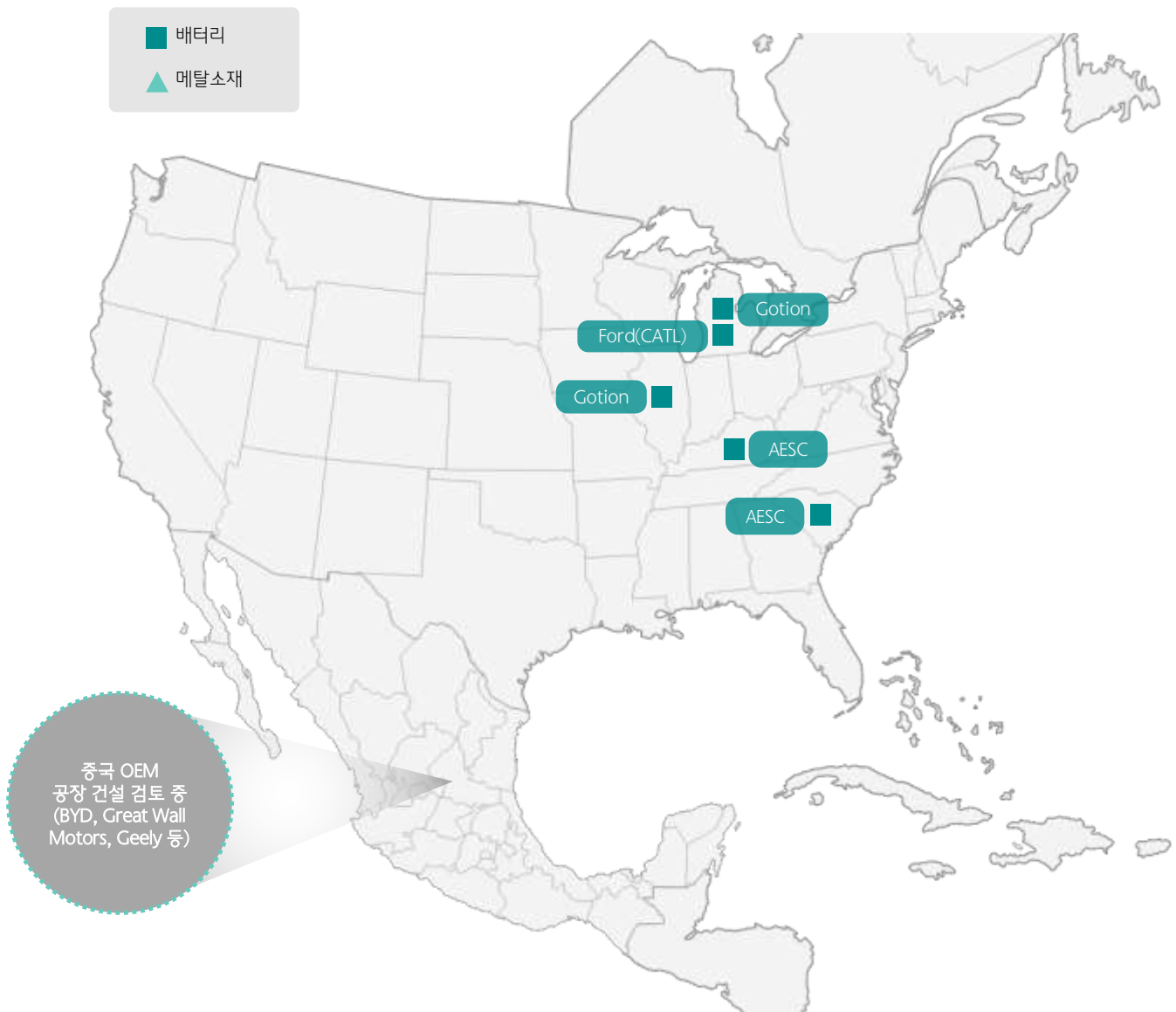
정의	EU 산업에 꼭 필요한 34개 핵심원자재(리튬, 코발트, 알루미늄 등)를 지정하고, 이 중 공급 위험이 높은 17개를 전략원자재로 별도 관리하는 법안
제정 배경	글로벌 공급망 위기 등으로 자원 안보의 필요성 증대
제정 목적	EU 내 핵심원자재의 안정적, 지속적 공급망 구축 및 강화 등
세부 내용 (2030년 목표)	- 역내 채굴: 연간 소비량의 10% 이상 - 역내 가공: 40% 이상 - 역내 재활용: 25% 이상 - 특정국가 수입의존도: 65% 이하

자료: 하나증권

미국시장에서 사업을 확장하고 있는 중국 기업들

한편, 미국 역시 유럽보다 덜하나 중국 기업들의 본토 투자가 늘어나고 있다. 중국 셀 메이커(CATL, Gotion, AESC 등)들은 OEM(GM, Ford, 현대차 등)들 공장이 주로 위치한 러스트 벨트 지역에서 투자 및 협력을 진행하고 있다. 특히, CATL의 경우 미시간 주에서 Ford와 협력해 공장을 건설 중에 있으며, 20GWh규모의 LFP배터리 공장을 2026년부터 가동 예정이다. 해당 공장은 Ford가 CATL의 LFP 배터리 기술 라이선스를 받아 100% 자회사 형태로 운영된다. 이외에도 AESC가 BMW향 전기차 배터리 공장, ESS 배터리 공장 등 총 60GWh 규모의 공장을 건설 중이며, Gotion은 자회사 통해 15만톤 규모의 양극재 공장을 증설 중이다. 한편, 중국 자동차 OEM들은 상대적으로 진입이 용이한 멕시코 투자를 검토 중이다.

도표 56. 미국 시장 내 중국 OEM 및 배터리 관련 기업 투자 현황

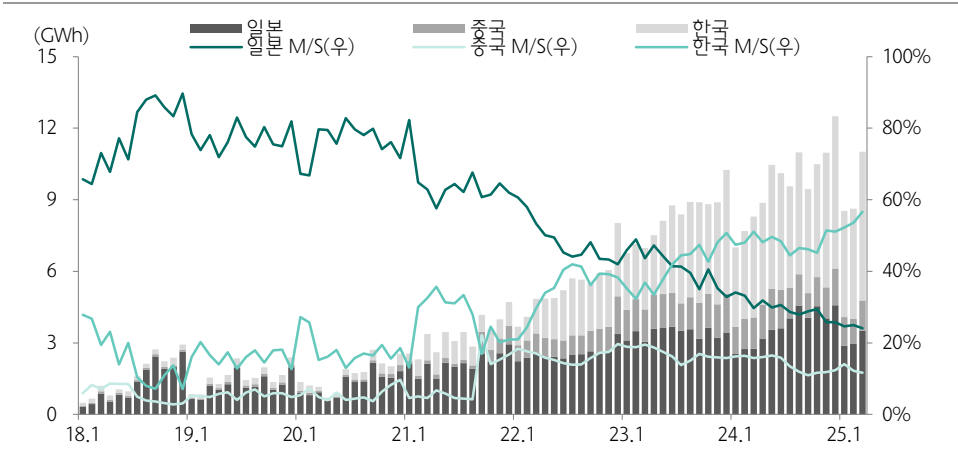


자료: 하나증권

관세와 FEOC를 통해 중국의
북미 진출 막는 미국과
그에 따른 한국의 반사 수혜

물론, 관세 장벽이 유럽 대비 훨씬 강하고 중국 기업들의 미국 본토 투자가 활발하지 않다는 점에서 여전히 미국 내 한국 기업들의 점유율은 확고하다. 특히 미국은 관세 및 FEOC(우려외국집단) 규정을 통해 중국의 북미 시장 진입을 봉쇄하고 있다. 미국은 중국산 전기차와 배터리에 고율의 관세(각각 122.5%, 45%)를 부과하고 있다. 또한, 전기차 세액공제 법안(IRA 30D)에서 FEOC 조달 비율을 지정하고 있기에, 중국산 부품이나 소재를 사용하는 전기차는 보조금 혜택을 받기 어렵다. 더 나아가, 최근에는 AMPC(IRA 45X, 생산보조금) 규정에서도 FEOC를 직접 적용하자는 개정안이 발의된 상황이다. 향후 관세 장벽 및 미중 분쟁 고려할 때 한국 기업들의 점유율 상승세는 지속될 것으로 판단한다.

도표 57. 미국내 한국, 중국, 일본 셀 기업 점유율 추이



자료: SNE Research, 하나증권

도표 58. 미국 대중국관세 부과 현황

항목	일반 수입관세	추가관세	관세 총합
전기차	102.5% (최혜국 관세 2.5% 포함)	20% (2025년 2월 부과한 10%에 3월 10% 추가)	122.5%
배터리	25%		45%

자료: 하나증권

도표 59. 미국 IRA 해외우려기관(FEOC) 주요 내용

정의	전기차 배터리의 핵심광물·부품이 FEOC와 관련있을 시, 전기차 세액공제(\$7,500) 대상에서 제외하는 규제
해외우려기관(FEOC)	중국, 러시아, 북한, 이란 등 우려국 정부가 25% 이상 지분을 직·간접적으로 소유·통제하거나, 이들의 관할·지시에 놓인 기업 및 단체
제정 배경	글로벌 공급망 재편 대응 필요성 증대
제정 목적	공급망의 탈중국화 및 안정성 확보 등
적용시기	- 배터리 부품: 2024년~ - 핵심광물: 2025년~ (※ 다만, 일부 광물(흑연 등)의 경우 2026년까지 규제 적용 유예)

자료: 하나증권

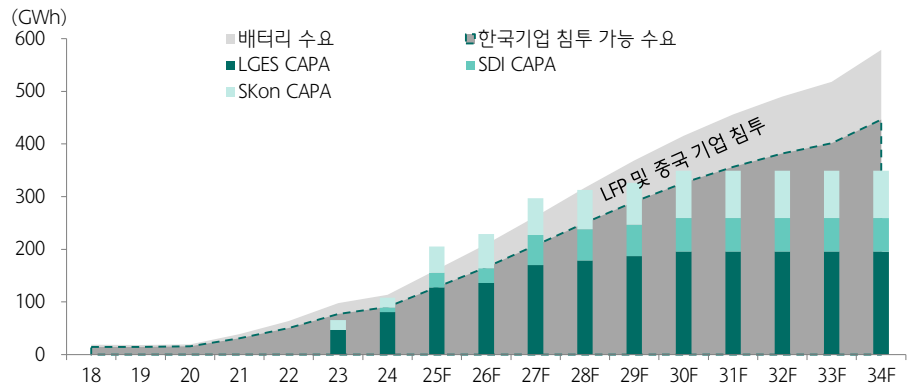
현실적인 전기차 수요와
정책 기조를 반영한
전기차용 배터리 시장 전망

3) 현실 반영한 전기차 배터리 수급 전망

1-1)에서 시장 논리에 기초한 수요 전망을, 1-2)에서는 현실한 고려한 공급 및 점유율 전망의 중요성을 언급하였다. 이에 기초한 수급 전망은 지역별로 다음과 같다. 미국 전기차 배터리 전체 수요는 2024년 114GWh에서 2030년 416GWh로, 그리고 2034년에는 579GWh로 연평균 +18% 성장이 전망된다. 다만 미국의 LFP 침투율이 상승하고 우회 경로를 통한 중국 기업들의 침투를 고려했을 때, 한국 기업들이 점유할 것으로 예상되는 시장 규모는 이보다 작은 2030년 326GWh, 2034년 446GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 가정 : LFP 침투율 현재 6%에서 31%로 상승, LFP 시장 내 한국 기업 점유율 70%, 삼원계 시장 내 한국 기업 점유율 80% 확보). 한편, 미국 시장내 한국 배터리 3사의 전기차향 CAPA는 2024년 108GWh에서 2030년 349GWh로 증가 예상된다. 이에 따라 현 추세대로라면 2030년까지는 초과공급이 지속되고 2031년부터 초과공급이 해소될 것으로 판단한다.

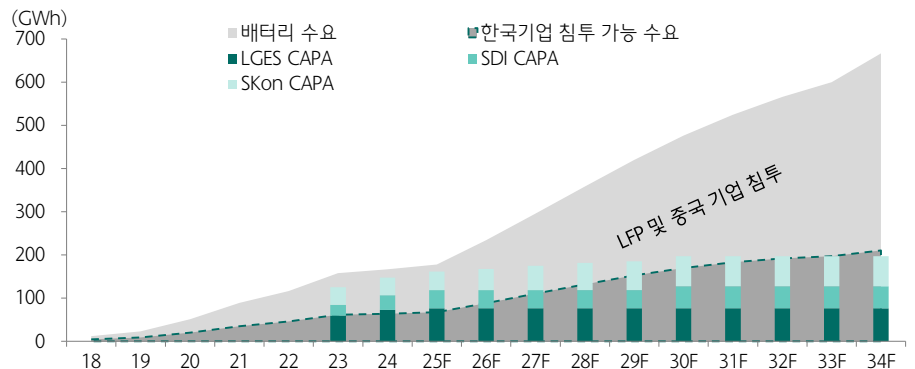
유럽의 경우 전기차 배터리 전체 수요는 2024년 167GWh에서 2030년 476GWh로, 그리고 2034년에는 666GWh로 연평균 +15% 성장이 전망된다. 다만 저가 시장 규모가 크고 요구 주행거리가 짧은 유럽 시장 특성상 LFP 침투율이 북미보다 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 중국에 대한 비판세 장벽의 강도도 북미보다 덜하므로 한국 기업들이 점유할 것으로 예상되는 시장 규모는 2030년 170GWh, 2034년 210GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(가정 : LFP 침투율 현재 7%에서 36%로 상승, LFP 시장 내 점유율 15%, 삼원계 시장 내 점유율 40% 확보). 한편, 유럽 시장내 한국 배터리 3사의 전기차 CAPA는 2024년 148GWh에서 2030년 198GWh로 증가 예상된다. 2031년까지는 초과공급이 지속되고 2032년부터 초과공급이 해소될 것으로 판단한다.

도표 60. 미국 전기차 배터리 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



주) 전기차 배터리 용 수급, ESS 예외 / 자료: 하나증권

도표 61. 유럽 전기차 배터리 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



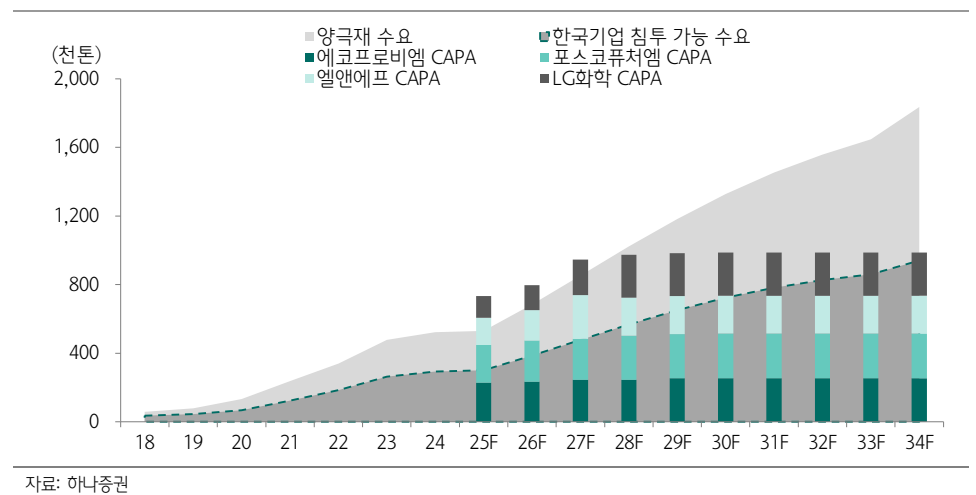
주) 전기차 배터리 용 수급, ESS 예외 / 자료: 하나증권

현실적인 전기차 수요와
정책 기조를 반영한
양극재 시장 전망

양극재의 경우 셀과 달리 역내 직접 조달 요구 강도가 약하므로, 한국 셀 메이커들의 침투 가능 수요를 북미와 유럽 합산하여 계산함이 적절하다. 북미와 유럽 전체 시장 규모는 2024년 52만톤에서 2030년 133만톤, 2034년 184만톤으로 연평균 +13% 성장이 전망된다. 해당 시장내 LFP 침투율 상승 및 유럽의 경우 삼원계 시장에서도 중국 기업들의 점유율이 빠르게 올라가고 있음을 감안할 때, 한국 기업들이 점유할 수 있는 시장 규모는 2030년 72만톤, 2034년 94만톤으로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 계산은 상기한 북미 및 유럽 내 셀 메이커 침투 가능 수요 가정 준용). 한국 양극재 4개 기업의 전기차향 합산 CAPA는 2025년 73만톤에서 2030년 99만톤으로 증가 예상된다. 현재, 한국 양극재 기업들의 증설 계획을 고려하면 2034년에 수급 균형이 이뤄질 것으로 판단한다.

양극재 시장의 초과공급 강도가 강하므로, 한국 기업들의 침투 가능 시장 내 한국 기업간 경쟁 강도는 셀 대비 양극재에서 더 강하게 나타날 전망이다. 공교롭게 최근 양극재 3사(포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프)의 장기 목표 CAPA 목표치가 30만톤 수준으로 유사해 졌는데, 이 30만톤을 채우기 위한 경쟁이 치열하게 전개될 것으로 판단한다. 그리고 이 경쟁의 승패는 양극재를 생산하는데 있어 필수적인 광물, 즉 핵심 광물에 대한 고객사 요구 조건 충족 여부에서 갈릴 것으로 판단한다. 미국의 FEOC, 유럽의 CRMA 모두 광물 적격 요건을 강하게 요구하고 있으므로, 이를 잘 충족하는 기업들의 30만톤 생산 달성 시점이 빠를 것으로 판단한다. 현 시점에서는 모회사의 자금력 및 리튬 공장 활용할 수 있는 포스코퓨처엠이 가장 앞서 있다고 판단한다.

도표 62. 미국 및 유럽 전기차 배터리용 양극재 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



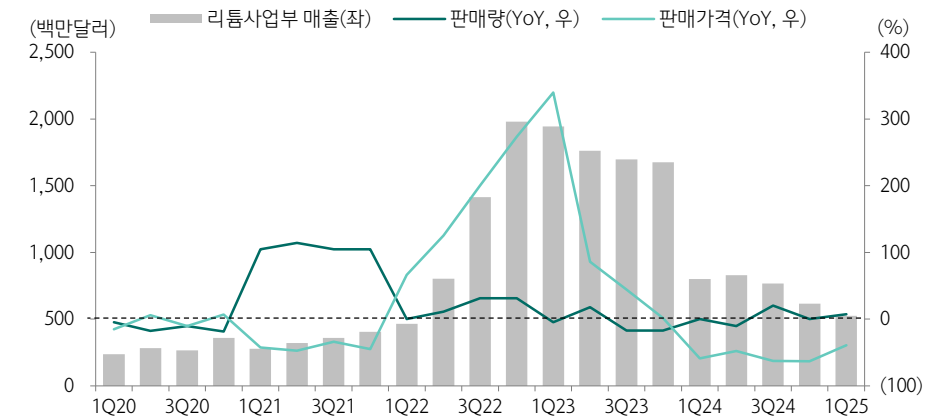
3. Price의 현실과 Cost의 한계 반영한 Valuation

메탈 가격의 변동에 따라
변화하는 기업들의 수익성

가격과 원가에 대한 전망 역시 현실화가 필요하다. 특히 배터리 및 양극재 가격의 원인 변수인 메탈 가격의 경우 광장이 높은 변동성을 보여주기 때문에 현실적 가정이 중요하다.

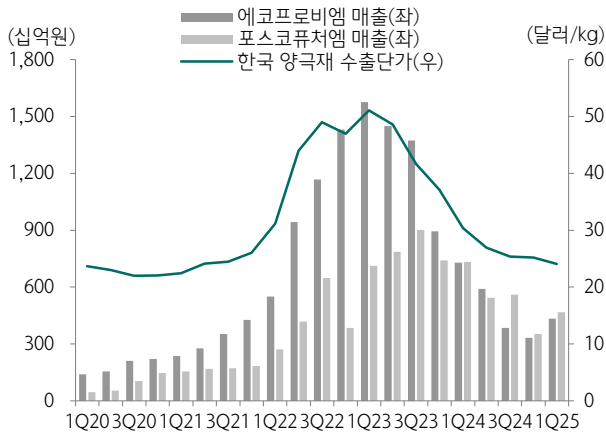
앨버말 리튬 사업 부문(Energy Storage)의 경우, 2022년 4분기 매출이 YoY +389% 성장하였는데, 이러한 급성장은 대부분 리튬 가격이 전년 대비 +273% 상승한데 기인한 것이다. 즉, 물량 증가보다는 가격 상승에 따른 매출 성장분이 컸다. 이후 2024년 1분기에는 매출이 YoY -59% 감소했는데 이 역시 리튬 가격이 -59% 하락한데 기인한다. 양극재 기업들 역시 마찬가지다. 에코프로비엠의 2022년 4분기 매출은 전년 대비 +236% 성장하였는데 이 역시 양극재 수출 판가가 1kg당 26달러에서 49달러까지 상승한데 기인한 것이다. 이후 양극재 판가는 다시 28달러까지 하락하며 2024년 매출은 전년 대비 -67% 감소했다.

도표 63. Albemarle 사업 실적 추이



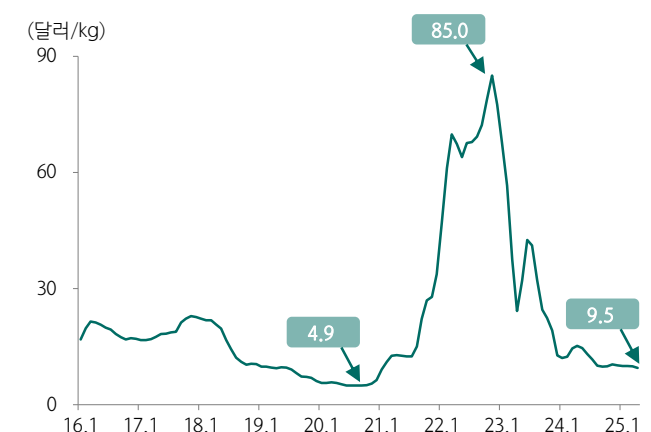
자료: Albemarle, 하나증권

도표 64. 기업별 양극재 사업부문 매출 및 한국 양극재 수출단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 65. 리튬 평균 가격 추이



자료: 한국광물자원공사, 하나증권

완만하게 상승할
리튬 가격과
고객사 요구를 반영한
향후 배터리 평가 전망

특히 리튬 가격의 경우 팬데믹 및 공급 제약요인(세계 최대 리튬 생산국인 호주와 세계 최대 제련국인 중국간의 외교 마찰)으로 인해 이례적인 상승을 보여준 바 있는데, 이러한 특수성을 고려하여 현실적인 가격 가정이 필요하다. 배터리 버블 당시에는 이처럼 높은 가격을 상수로 받아들이는 밸류에이션이 행해졌으나 앞으로는 현실적인 가정이 필요하다. 리튬 가격 전망 오차가 가장 적은 것으로 평가되는 호주 산업과학자원부(Department of Industry, Science and Resources)에 따르면, 세계 최대 리튬 생산지인 호주 내 리튬 생산 계획을 고려했을 때, 수산화리튬 가격이 2025년에는 kg당 평균 10.5달러 수준을 유지하고 이후 소폭 상승 예상되나 2026년 12.2달러, 2027년 13.9달러 수준에 머물러, 향후 상승폭이 미미할 것을 전망하고 있다.

한편, 배터리 평가의 경우 메탈 가격의 횡보세 속에서도 고객사들이 요구하는 가격 수준이 연평균 3% 수준의 하락이다. 매년 완만한 하락을 가정해야 한다. 아래 그림은 중국 내 판가이므로 이보다 북미와 유럽에서 거래되는 판가는 약 20% 이상 높을 것으로 추정되나, 하락 추세 자체는 크게 다르지 않다. 이를 종합할 때, Valuation 시 평가 가정은 배터리 셀 kWh당 95달러, 양극재 kg당 30달러 수준이 적정하다고 판단한다.

도표 66. LiOH 글로벌 가격 전망

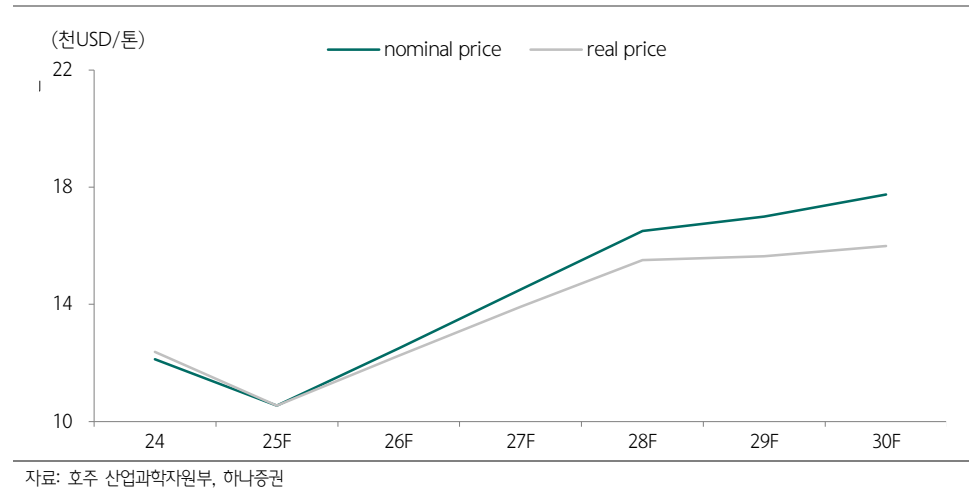


도표 67. 배터리 셀 종류별 가격 추이

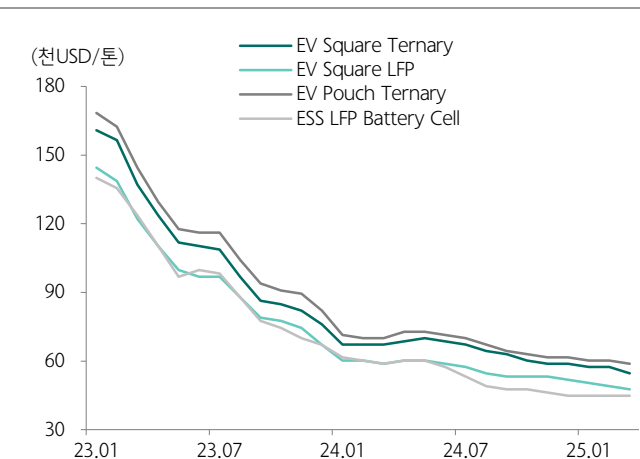
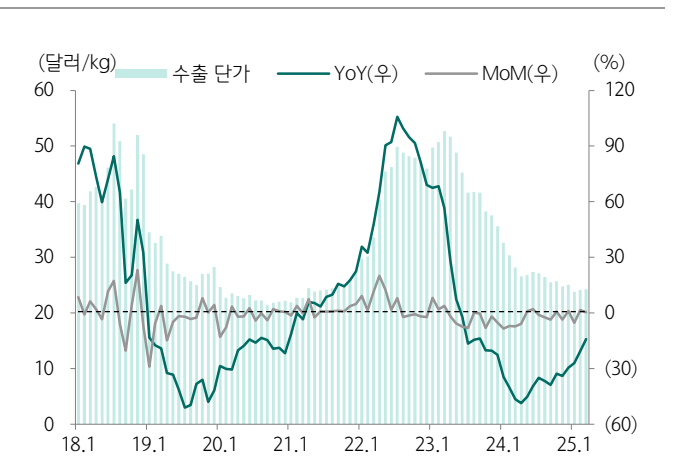


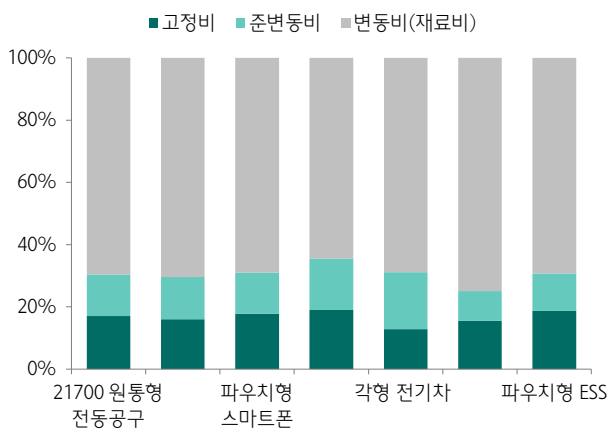
도표 68. 양극재 판매 가격 추이



변동비가 높은 배터리 사업은
규모의 경제를 창출할 수 있는
기업이 유리

한편, 배터리의 원가 구조 한계도 고려해야 한다. 배터리는 변동비 비즈니스다. 배터리는 태산에 콩 심는 산업이다. 배터리 산업의 총 매출은 2030년을 전후로 200조원을 넘어설 것으로 예상되며 이는 매출 규모만을 보았을 때 현재 메모리 반도체 시장의 크기를 넘어서는 규모다. 이처럼 태산같이 큰 매출을 벌어서 남기는 이익은, 그 원가구조 상 적을 수밖에 없다. 고정비 비중이 50%에 육박하는 반도체와 달리 배터리는 고정비 비중이 20% 내외에 불과해 영업레버리지 효과가 제한적이고 이에 따라, 예상 영업이익률 역시 5%~10% 수준을 넘기기 어렵기 때문이다. 변동비 비중이 높기에 수익성의 한계가 있음을 인정한 Valuation이 필요하다. 한편, 여기서 얻을 수 있는 함의는 그만큼 이익의 크기가 적기에 규모의 경제 효과가 갖는 중요성이 높은 산업이라는 것이며, 그렇기에 선발주자들 위주로 과점화가 더 빠르게 진행될 것으로 예상된다.

도표 69. 배터리 타입별 원가 비중



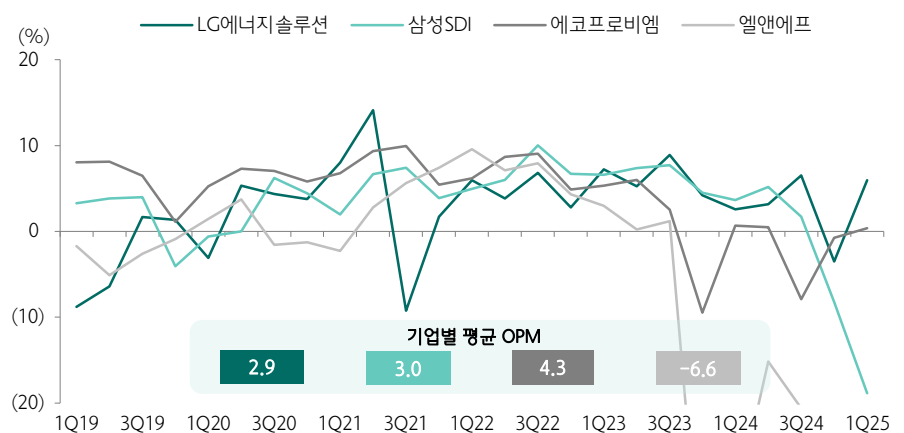
자료: 하나증권

도표 70. 전기차 주요 부품 광물 자원 원가 비중

		리튬	니켈	코발트	망간	천연 흑연	합계
NCM 622	양극재	23.7	35.3	27.8	0.6	0.0	87.4
	배터리 셀	11.6	17.4	13.7	0.3	6.9	50.0
	전기차	6.2	9.2	7.3	0.2	3.7	26.5
NCM 811	양극재	24.1	48.5	14.3	0.4	0.0	87.3
	배터리 셀	11.9	23.8	7.0	0.2	7.0	49.8
	전기차	6.3	12.6	3.7	0.1	3.7	26.4

자료: 하나증권

도표 71. 기업별 영업이익률 추이



주1) 엘앤에프(3Q23~1Q25) 영업이익률(%) 추이: -42.7, -32.1, -15.2, -20.6, -54.3, -38.4

자료: Quantwise, 하나증권

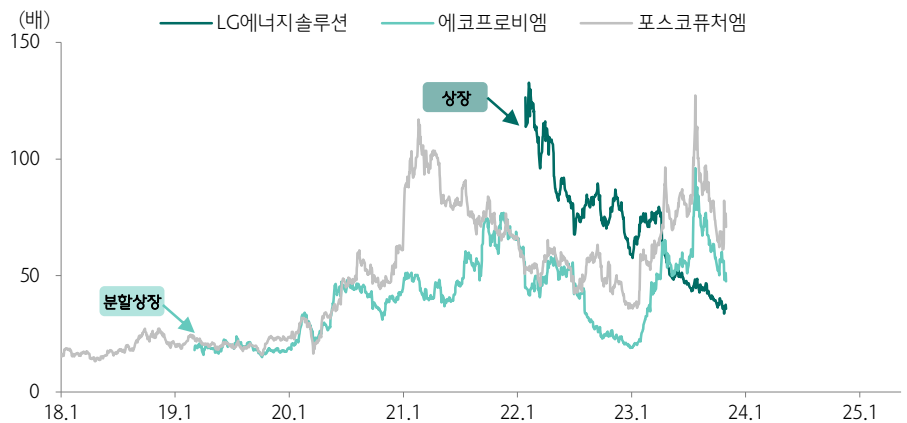
4. 셀과 양극재 Valuation

De-rating이 진행 중인
국내 배터리 관련 기업들

Target P/E 도출은 정답이 없다. 다만, De-rating은 확실하다. De-rating은 이미 진행 중이다.

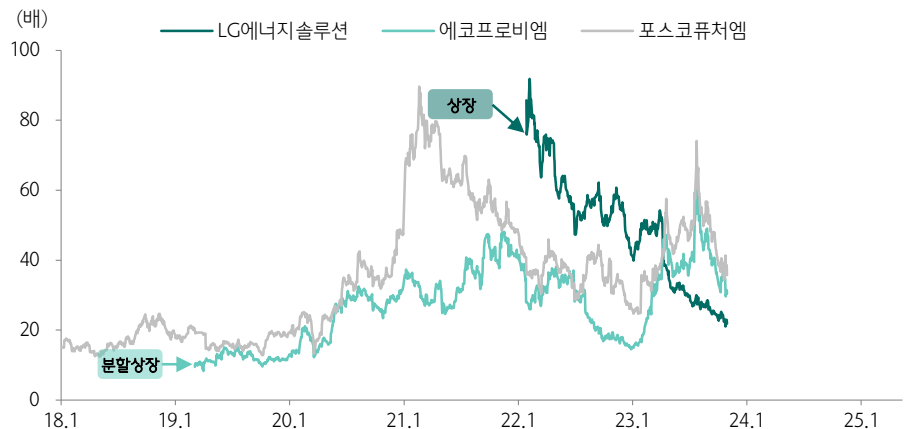
LG에너지솔루션의 12M Fwd P/E는 상장 직후 130배에서 2023년 말 40배 수준까지 하락했다. 비슷한 기간 동안 에코프로비엠의 12M Fwd P/E는 73배에서 44배까지, 포스코퓨처엠은 101배에서 62배까지 하락했다. 24M Fwd P/E도 유사한 흐름이다. 2024년부터 최근까지는 오히려 P/E가 상승하는 경우도 있었는데, 이는 실적이 대폭 악화되거나 적자 전환하는 과정에서 P/E가 200배 이상까지 상승하는, 사실상의 Valuation 공백 상태에서 발생한 현상이므로 유의미한 수치라고 보기 어렵다.

도표 72. 배터리 주요 기업 12M Fwd P/E Ratio



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 73. 배터리 주요 기업 24M Fwd P/E Ratio



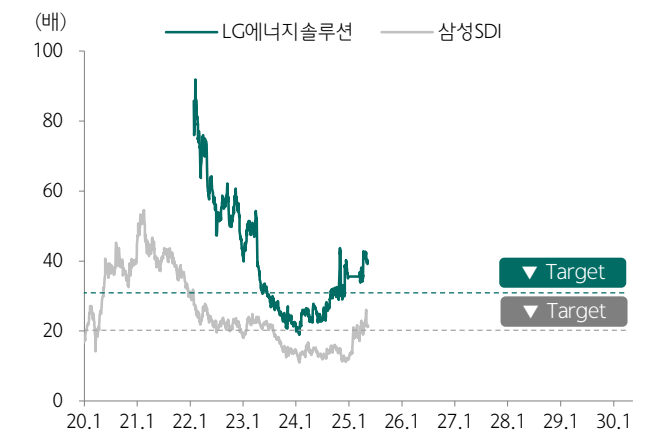
자료: Quantiverse, 하나증권

보수적 전망에 기초한
국내 셀 메이커들의
주가 상승 여력

보수적 전망에 기초하여 예상되는 5년 후 실적과 점진적 디레이팅을 가정한 Target P/E 적용하여 적정가치를 도출하였다. LG에너지솔루션의 경우 2027년 예상 지배주주순익 및 최근 3년 평균 24M Fwd P/E인 40배 적용 시 약 75조원의 가치가 도출된다. 앞서 살펴본 2030년 적정 CAPA(약 440GWh)를 기준으로 Target P/E 30배 적용 시에는 약 70조원이 도출된다. 둘다 현 시가총액(5/13 현재 73.4조원)과 유사한 수준이다. 삼성SDI는 2030년 적정 CAPA(약 180GWh)를 바탕으로 도출된 실적 및 Target P/E 20배 적용 시(최근 3년 평균 24M Fwd P/E 14배이나 증설 진행 시 Discount 해소 가정) 약 19조원이 도출된다. 현재 시가총액 12조원(5/13 현재 12조원) 감안하면 상승 여력 크다. 다만, 이를 위해서는 신규 고객사 확보 및 증설이 필요해, 향후 신규 수주 및 증설 시그널이 포착될 때 상기한 상승 여력을 보고 매수함이 적절하다고 판단한다.

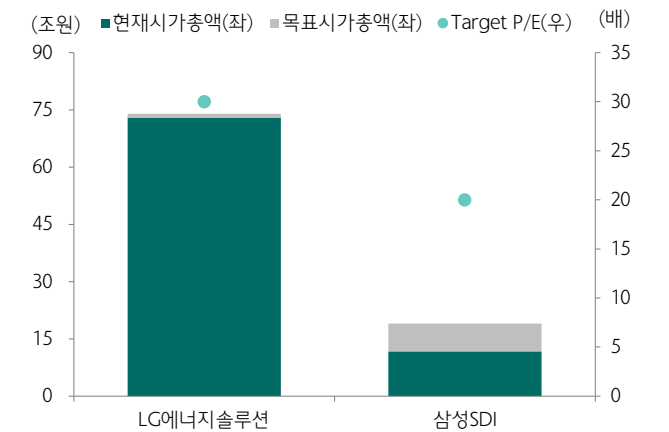
한편, 12M Fwd P/B의 경우 현재 LG에너지솔루션 3.2배, 삼성SDI 0.6배다. 높은 P/B가 장기적으로 정상화될 수 있다는 논거가 있어야 상기한 높은 P/E 적용이 정당화된다. LG에너지솔루션의 비지배주주지분을 제외한 자본 총계는 2025년 21조원에서 2030년 29조원으로 증가가 예상되며 이 때 상기 목표 시총 75조원은 P/B 2.6배 수준이다(CATL P/B 현재 3.8배). 장기적으로 P/B가 정상화되는 수준이라는 점에서 향후 주가 하방 압력은 제한적이라고 판단한다. 삼성SDI의 장기 목표 시총 19조원은 2030년 예상 자본 대비 0.7배 수준이다. P/B 부담 크지 않다는 점에서 상기한 신규 고객사 확보 시그널 확인될 경우 주가 상승 여력 크다고 판단한다.

도표 74. 셀 기업별 24M Fwd P/E



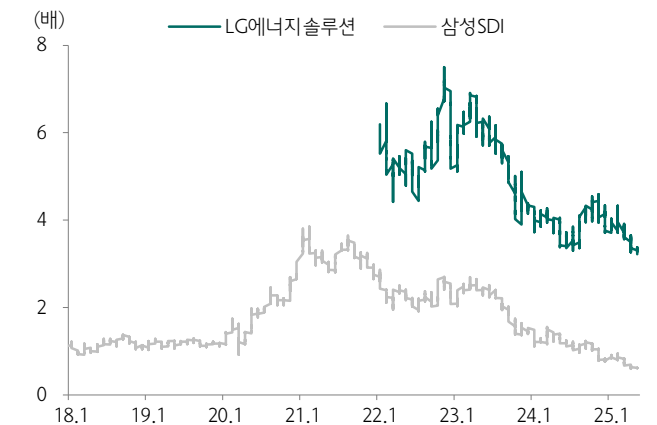
자료: Quantwise, 하나증권

도표 75. 셀 기업별 목표 시총 및 Targe P/E 배수



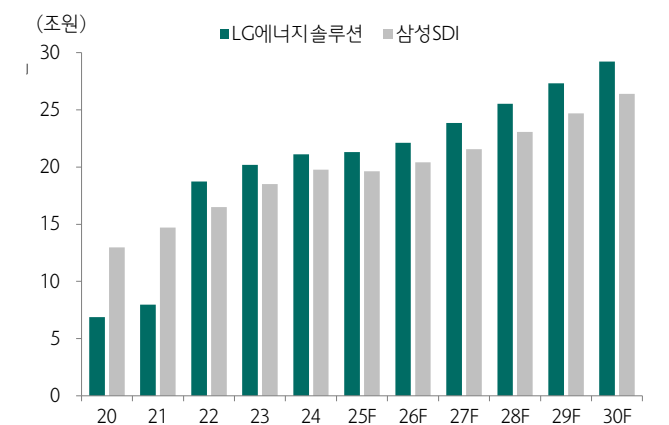
자료: Quantwise, 하나증권

도표 76. 셀 기업별 12M Fwd P/B Ratio 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 77. 셀 기업별 자본총계(비지배주주지분 제외) 추이



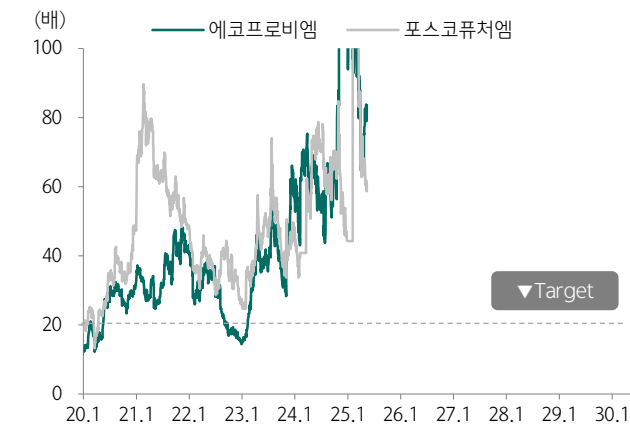
자료: Quantwise, 하나증권

보수적 전망에 기초한
국내 양극재 기업들의
주가 상승 여력

에코프로비엠, 포스코퓨처엠, 엘앤에프는 각각 30만톤 전후의 증설 계획을 제시하고 있다. 30만톤을 기준으로 2030년 예상되는 지배주주순익에 Target P/E 20배 적용 시 10조원 초반의 적정 가치가 도출된다. 현재 시가총액과 비교했을 때 에코프로비엠과 포스코퓨처엠은 상승 여력 제한적이며 엘앤에프는 매우 높은 상승 여력이 도출된다. 다만, 엘앤에프 역시 삼성SDI와 마찬가지로 해당 이익을 확보하기 위한 신규 고객사 확보 및 증설, 그리고 특별히 양극재 업체들에게 요구되는 광물 적격 요건 충족(리튬 및 전구체)이 필요한 상황에서 10조원을 목표 시총으로 제시하기에는 무리가 있다. 향후 신규 수주 및 증설 시그널이 포착될 때 상기한 상승 여력을 보고 매수함이 적절하다고 판단한다.

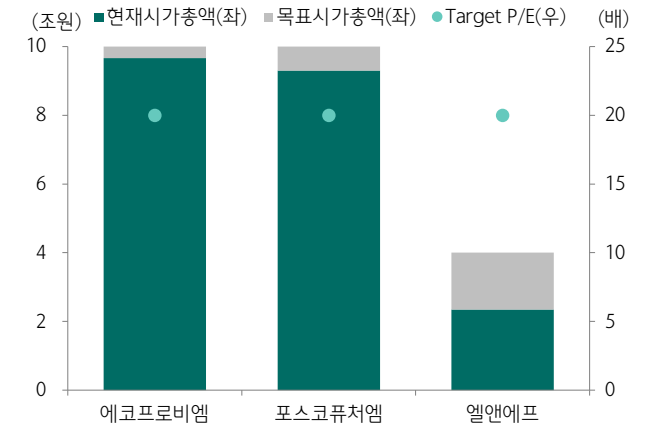
한편, P/B의 경우 현재 양극재 기업들의 배수는 매우 높은 수준이다(에코프로비엠 5.8배, 포스코퓨처엠 3.1배, 엘앤에프 3.5배). 높은 P/B가 장기적으로 정상화될 수 있다는 논거가 있어야 short의 대상에서 벗어날 수 있다. 상기한 성장 전망 전제할 때 에코프로비엠의 자본총계(비지배주주지분 제외)는 2025년 1.7조원에서 2030년 2.3조원으로 증가 예상되며 이 때 시가총액 10조원대는 P/B 4.7배로 도출된다. 현 수준보다 정상화되나 여전히 부담스러운 수준이라는 점에서 주가 상승 동력은 약하다고 판단한다. 포스코퓨처엠의 P/B는 2.5배까지 낮아져 상대적으로는 부담이 덜하다. 엘앤에프는 최근 적자폭 확대되며 자본규모가 0.6조원까지 감소해 P/B 배수가 지속 상승하고 있다. 다만, 실적 회복 가정 시 2030년 약 1조원 수준까지 회복가능한데, 만약 앞서 살펴본대로 P/E 배수에만 천착하여 경쟁사들과 동일한 20배를 부여해버리면 P/B 배수가 11배까지 올라가므로 P/B가 주가 상승 여력을 제한할 것으로 판단한다. 포스코퓨처엠과 동일한 2.5배 적용 시에는 약 2.4조원의 적정가치가 도출된다.

도표 78. 양극재 기업별 24M Fwd P/E



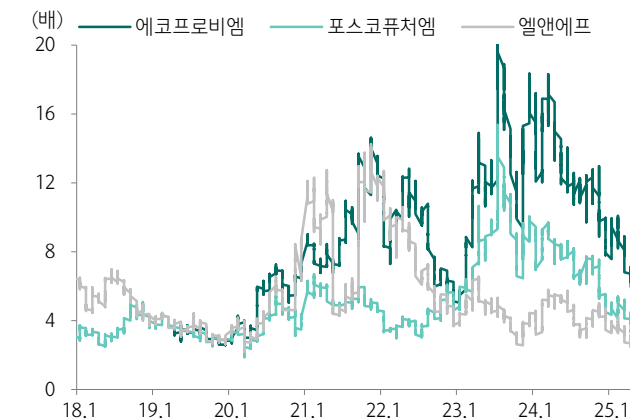
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 79. 기업별 목표 시총 및 Target P/E 배수



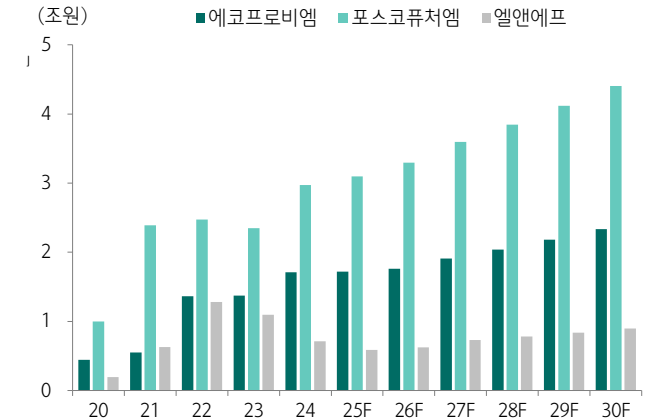
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 80. 양극재 기업별 12M Fwd P/B Ratio 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 81. 양극재 기업별 자본총계(비지배주주지분 제외) 추이 및 전망

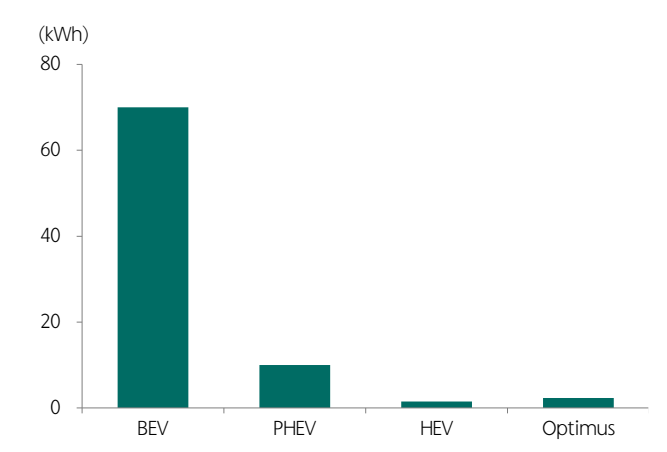


자료: Quantiverse, 하나증권

신시장 확대에 따라
과도한 디레이팅 우려는
제한할 필요

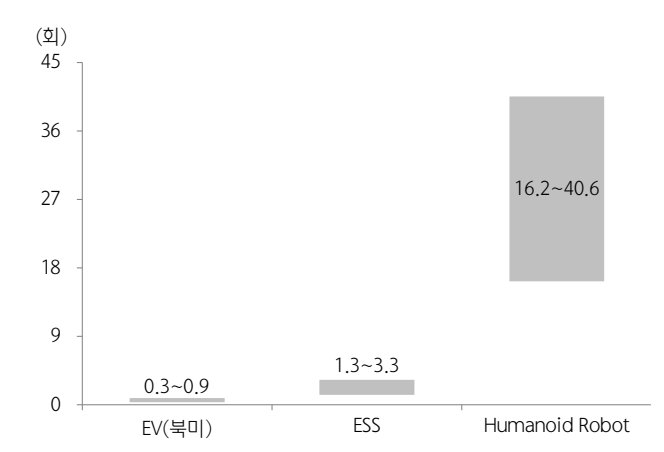
한편, 상기한 디레이팅을 감안해도 제조업으로써 높은 P/E 배수인 것 분명한나, 향후 로봇
및 드론 등 새로운 시장의 성장성 감안하면 10배 미만으로의 급격한 디레이팅 가정은 과도
하다고 판단한다.

도표 82. 기기 1대당 탑재 배터리 용량



자료: 하나증권

도표 83. Device 1대당 10년간 예상 배터리 교체 횟수



자료: 하나증권

도표 84. 글로벌 휴머노이드 로봇 시장의 전망 가정

시나리오	구분	단위	2024년	2025년F	2026년F	2027년F	2028년F	2029년F	2030년F	2031년F	2032년F	CAGR
평균적	글로벌 시장규모	십억달러	2.0	2.9	4.3	6.3	9.3	13.6	20.0	29.3	43.0	47%
	평균가격	천달러	150	120	100	80	65	55	45	40	35	-17%
	대수	천대	13	24	43	79	143	247	444	732	1,228	76%
낙관적	글로벌 시장규모	십억달러	2.0	3.1	4.8	7.4	11.5	17.8	27.5	42.6	66.0	55%
	평균가격	천달러	150	110	80	60	50	40	30	25	20	-22%
	대수	천대	13	28	60	124	230	445	918	1,705	3,300	99%
보수적	글로벌 시장규모	십억달러	2.0	2.7	3.7	5.1	6.9	9.4	12.8	17.4	23.7	36%
	평균가격	천달러	150	135	120	100	80	70	60	55	50	-13%
	대수	천대	13	20	31	51	86	134	213	317	475	56%

자료: 주요 전망 기관의 자료를 토대로 하나증권 작성

기업분석

LG에너지솔루션(373220)	32
삼성SDI(006400)	36
포스코퓨처엠(003670)	40
에코프로비엠(247540)	44
엘앤에프(066970)	48
롯데에너지머티리얼즈(020150)	50

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

Neutral (유지)

목표주가(12M) 336,000원
현재주가(5.15) 307,000원

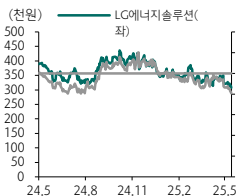
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,621.36
52주 최고/최저(원)	436,500/307,000
시가총액(십억원)	71,838.0
시가총액비중(%)	3.34
발행주식수(천주)	234,000.0
60일 평균 거래량(천주)	257.3
60일 평균 거래대금(십억원)	86.8
외국인지분율(%)	4.20
주요주주 지분율(%)	
LG화학	81.84
국민연금공단	6.13

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	26,300.7	32,821.7
영업이익(십억원)	1,660.6	3,611.5
순이익(십억원)	1,285.5	2,873.7
EPS(원)	1,682	5,117
BPS(원)	93,455	101,678

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	33,745.5	25,619.6	25,310.2	29,196.4
영업이익	2,163.2	575.4	1,360.9	2,491.8
세전이익	2,043.5	348.9	823.0	1,789.5
순이익	1,237.2	(1,018.7)	198.7	809.6
EPS	5,287	(4,354)	849	3,460
증감율	59.97	적전	흑전	307.54
PER	80.86	(79.93)	369.26	90.61
PBR	4.95	3.86	3.44	3.32
EV/EBITDA	29.17	48.47	28.98	23.33
ROE	6.36	(4.93)	0.94	3.73
BPS	86,328	90,240	91,089	94,549
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

LG에너지솔루션 (373220)

현실적인 Valuation 필요

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 걷어차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

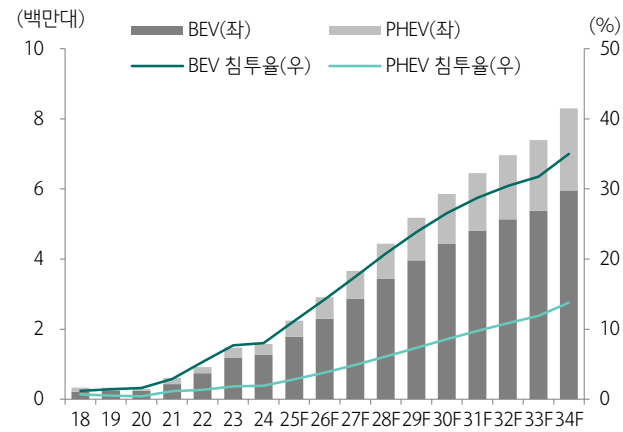
현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

미국 전기차 배터리 전체 수요는 2024년 114GWh에서 2030년 416GWh로, 그리고 2034년에는 579GWh로 연평균 +18% 성장이 전망된다. 다만 LFP 침투율이 상승하고 우회 경로를 통한 중국 기업들의 침투를 고려했을 때, 한국 기업들이 점유할 것으로 예상되는 시장 규모는 이보다 작은 2030년 326GWh, 2034년 446GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 가정 : LFP 침투율 현재 6%에서 31%로 상승, LFP 시장 내 한국 기업 점유율 70%, 삼원계 시장 내 한국 기업 점유율 80% 확보). 유럽의 경우 전기차 배터리 전체 수요는 2034년까지 666GWh로 연평균 +15% 성장, 침투 가능 시장 규모는 2030년 170GWh, 2034년 210GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(가정 : LFP 침투율 현 7%에서 36%로 상승, LFP 시장 내 점유율 15%, 삼원계 시장 내 점유율 40% 확보).

로봇 등 신규 시장 성장성이 배터리의 급격한 De-rating 막아줄 것

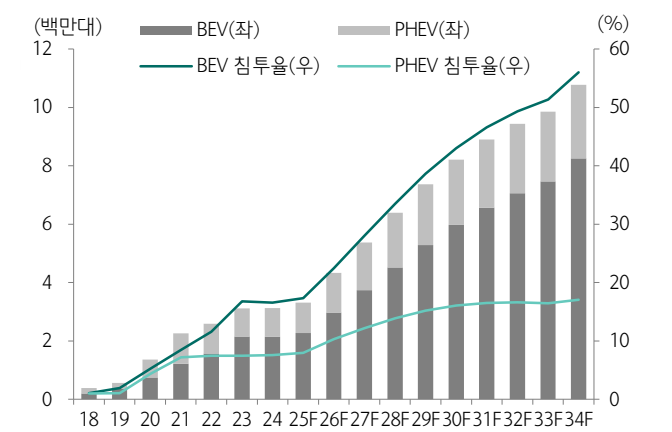
상기 전망에 기초해 2030년 예상 실적 및 Target P/E 20배를 적용, 목표주가 336,000원, 투자 의견 중립을 유지한다. 로봇 및 드론 등 신규 시장 성장으로 멀티플의 급격한 De-rating은 방어될 것으로 판단한다.

도표 85. 북미 전기차 수요 전망



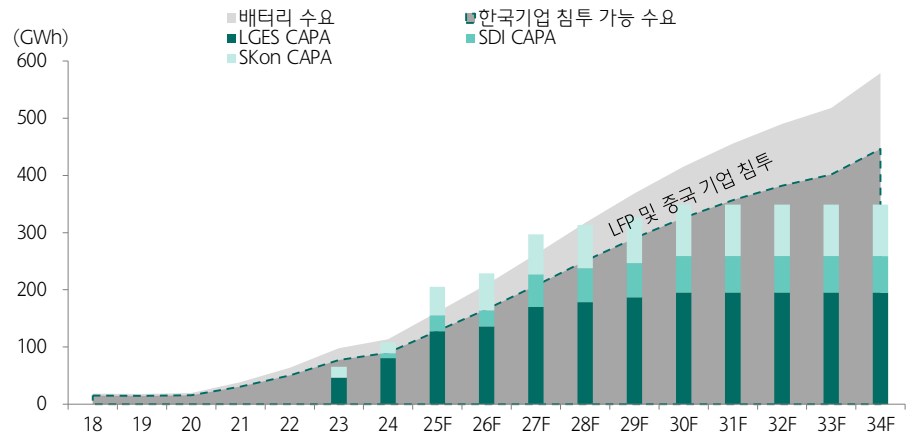
자료: 하나증권

도표 86. 유럽 전기차 수요 전망



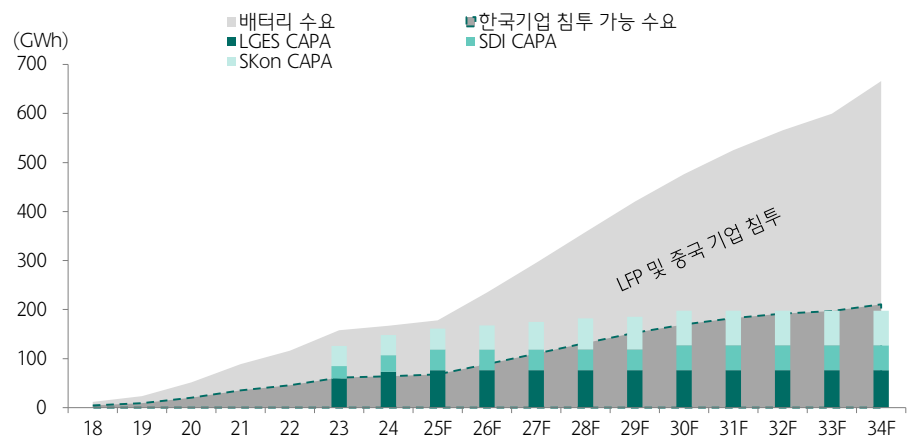
자료: 하나증권

도표 87. 북미 배터리 공급 전망



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 88. 유럽 배터리 공급 전망



자료: Quantiverse, 하나증권

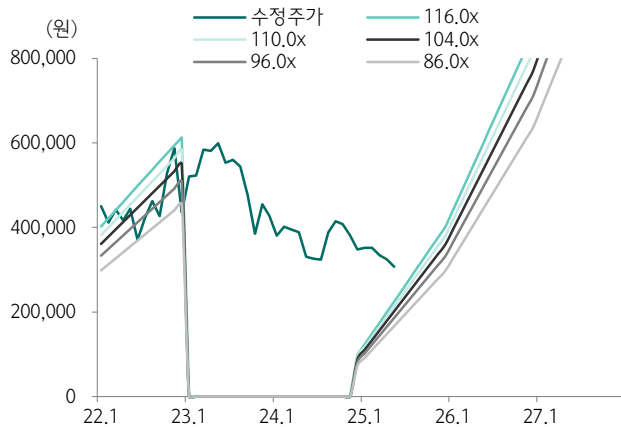
도표 89. LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	2차전지	6,265	5,496	6,569	6,980	6,734	7,242	7,663	7,557	25,620	25,310	29,196
	소형전지	1,703	1,728	2,219	2,354	2,211	2,137	2,277	2,133	7,403	8,003	8,758
	중대형전지	4,562	3,769	4,349	4,627	4,524	5,105	5,385	5,424	18,216	17,307	20,438
	전기차배터리	4,041	3,267	3,703	3,962	3,796	4,364	4,622	4,607	16,498	14,972	17,389
	ESS	521	502	647	665	728	741	764	817	1,718	2,335	3,049
	합계	6,265	5,496	6,569	6,980	6,734	7,242	7,663	7,557	25,620	25,310	29,196
	YoY	2%	-11%	-4%	8%	7%	32%	17%	8%	-24%	-1%	15%
영업이익	2차전지	-83	-117	-98.6	-141	-25	31	120.4	98	-905	-439	224
	소형전지	87	89	127	86	100	127	128	90	172	389	445
	중대형전지	-170	-206	-226	-226	-125	-96	-8	8	-1,077	-828	-220
	전기차배터리	-141	-203	-229	-230	-130	-105	-21	-1	-994	-803	-257
	ESS	-29	-4	3	4	5	9	13	9	-82	-26	36
	AMPC 이익기여분	458	436	444	462	508	531	585	643	1,480	1,800	2,267
	합계	375	319	346	322	484	562	705	741	575	1,361	2,492
	YoY	138%	63%	-23%	-243%	29%	76%	104%	130%	-73%	137%	83%
영업이익률	2차전지	-1.3%	-2.1%	-1.5%	-2.0%	-0.4%	0.4%	1.6%	1.3%	-3.5%	-1.7%	0.8%
	소형전지	5.1%	5.2%	5.7%	3.6%	4.5%	5.9%	5.6%	4.2%	2.3%	4.9%	5.1%
	중대형전지	-3.7%	-5.5%	-5.2%	-4.9%	-2.8%	-1.9%	-0.1%	0.1%	-5.9%	-4.8%	-1.1%
	전기차배터리	-3.5%	-6.2%	-6.2%	-5.8%	-3.4%	-2.4%	-0.5%	0.0%	-6%	-5%	-1%
	ESS	-5.5%	-0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	1.3%	1.7%	1.1%	-5%	-1%	1%
	AMPC 효과 제외 시	-1.3%	-2.1%	-1.5%	-2.0%	-0.4%	0.4%	1.6%	1.3%	-3.5%	-1.7%	0.8%
	합계	6.0%	5.8%	5.3%	4.6%	7.2%	7.8%	9.2%	9.8%	2.2%	5.4%	8.5%
순이익		77	35	45	42	136	166	242	267	-1,019	199	810

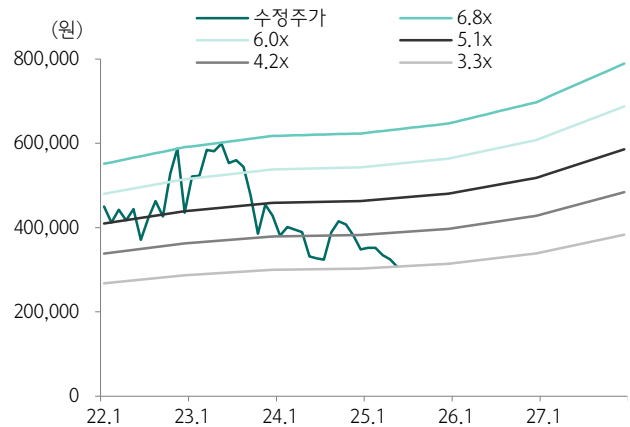
자료: LG에너지솔루션, 하나증권

도표 90. LG에너지솔루션 12M Fwd P/E



자료: 하나증권

도표 91. LG에너지솔루션 12M Fwd P/B



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	33,745.5	25,619.6	25,310.2	29,196.4	35,632.7
매출원가	28,802.4	22,213.6	22,366.2	25,059.6	29,798.5
매출총이익	4,943.1	3,406.0	2,944.0	4,136.8	5,834.2
판매비	3,456.7	4,310.6	3,383.4	3,912.3	4,792.2
영업이익	2,163.2	575.4	1,360.9	2,491.8	4,232.0
금융손익	127.8	(212.2)	(687.9)	(702.3)	(642.9)
종속/관계기업손익	(32.5)	(49.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(215.1)	34.8	150.0	0.0	0.0
세전이익	2,043.5	348.9	823.0	1,789.5	3,589.1
법인세	405.5	10.3	238.7	393.7	789.6
계속사업이익	1,638.0	338.6	584.3	1,395.8	2,799.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,638.0	338.6	584.3	1,395.8	2,799.5
비지배주주지분 순이익	400.8	1,357.3	385.6	586.2	1,063.8
지배주주순이익	1,237.2	(1,018.7)	198.7	809.6	1,735.7
지배주주지분포괄이익	1,468.4	915.5	379.8	907.3	1,819.7
NOPAT	1,734.0	558.5	966.1	1,943.6	3,301.0
EBITDA	3,773.2	2,141.2	3,520.0	4,336.7	5,201.6
성장성(%)					
매출액증가율	31.83	(24.08)	(1.21)	15.35	22.04
NOPAT증가율	82.35	(67.79)	72.98	101.18	69.84
EBITDA증가율	23.45	(43.25)	64.39	23.20	19.94
영업이익증가율	78.23	(73.40)	136.51	83.10	69.84
(지배주주)순이익증가율	61.26	적전	흑전	307.45	114.39
EPS증가율	59.97	적전	흑전	307.54	114.39
수익성(%)					
매출총이익률	14.65	13.29	11.63	14.17	16.37
EBITDA이익률	11.18	8.36	13.91	14.85	14.60
영업이익률	6.41	2.25	5.38	8.53	11.88
계속사업이익률	4.85	1.32	2.31	4.78	7.86

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,287	(4,354)	849	3,460	7,418
BPS	86,328	90,240	91,089	94,549	101,967
CFPS	22,414	22,748	23,377	28,222	35,862
EBITDAPS	16,125	9,150	15,043	18,533	22,229
SPS	144,211	109,485	108,163	124,771	152,276
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	80.86	(79.93)	369.26	90.61	42.26
PBR	4.95	3.86	3.44	3.32	3.07
PCFR	19.07	15.30	13.41	11.11	8.74
EV/EBITDA	29.17	48.47	28.98	23.33	18.85
PSR	2.96	3.18	2.90	2.51	2.06
재무비율(%)					
ROE	6.36	(4.93)	0.94	3.73	7.55
ROA	2.95	(1.93)	0.31	1.17	2.33
ROIC	7.10	1.61	2.24	4.32	7.39
부채비율	86.42	94.75	114.10	115.82	117.01
순부채비율	24.08	40.35	50.19	43.74	28.67
이자보상배율(배)	6.85	1.02	1.65	2.76	4.70

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,208.4	15,327.4	18,287.3	21,703.8	28,962.5
금융자산	5,139.2	3,898.9	6,157.0	8,580.7	12,365.5
현금성자산	5,068.8	3,898.7	6,156.8	8,580.5	12,365.3
매출채권	5,128.5	4,944.0	5,349.5	5,791.7	7,339.2
재고자산	5,396.3	4,552.4	4,925.7	5,332.9	6,757.7
기타유동자산	1,544.4	1,932.1	1,855.1	1,998.5	2,500.1
비유동자산	28,228.7	44,979.4	49,264.5	49,400.7	48,610.6
투자자산	648.3	1,272.4	1,316.8	1,365.3	1,534.7
금융자산	424.7	1,210.0	1,249.3	1,292.2	1,442.1
유형자산	23,654.7	38,349.6	42,813.8	43,125.2	42,389.1
무형자산	876.0	1,284.6	1,061.0	837.4	613.8
기타비유동자산	3,049.7	4,072.8	4,072.9	4,072.8	4,073.0
자산총계	45,437.1	60,306.8	67,551.8	71,104.5	77,573.1
유동부채	10,937.2	12,054.9	12,838.1	13,692.2	16,681.0
금융부채	3,219.1	2,491.4	2,491.5	2,491.6	2,492.0
매입채무	3,093.7	2,705.5	2,927.4	3,169.4	4,016.2
기타유동부채	4,624.4	6,858.0	7,419.2	8,031.2	10,172.8
비유동부채	10,126.5	17,285.3	23,162.9	24,465.6	25,145.9
금융부채	7,789.7	13,900.9	19,500.9	20,500.9	20,121.9
기타비유동부채	2,336.8	3,384.4	3,662.0	3,964.7	5,024.0
부채총계	21,063.6	29,340.2	36,001.0	38,157.8	41,826.9
지배주주지분	20,200.6	21,116.2	21,314.9	22,124.4	23,860.2
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	554.5	2,437.4	2,437.4	2,437.4	2,437.4
이익잉여금	2,364.5	1,397.2	1,595.9	2,405.4	4,141.1
비지배주주지분	4,172.9	9,850.3	10,235.9	10,822.2	11,886.0
자본총계	24,373.5	30,966.5	31,550.8	32,946.6	35,746.2
순금융부채	5,869.5	12,493.5	15,835.5	14,411.9	10,248.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,444.2	5,111.7	5,086.0	5,872.3	8,233.6
당기순이익	1,638.0	338.6	584.3	1,395.8	2,799.5
조정	3,083.2	4,081.7	3,959.3	4,112.3	4,159.6
감가상각비	2,286.9	3,045.8	3,959.3	4,112.2	4,159.6
외환거래손익	65.6	(9.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	14.6	(94.2)	0.0	0.0	0.0
기타	716.1	1,139.4	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(277.0)	691.4	542.4	364.2	1,274.5
투자활동 현금흐름	(9,719.3)	(12,065.4)	(8,244.4)	(4,248.4)	(3,369.5)
투자자산감소(증가)	71.3	(575.0)	(44.4)	(48.4)	(169.5)
자본증가(감소)	(9,820.8)	(12,324.5)	(8,200.0)	(4,200.0)	(3,200.0)
기타	30.2	834.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	4,354.7	5,381.5	5,600.1	1,000.1	(378.6)
금융부채증가(감소)	2,894.8	4,383.4	5,600.1	1,000.1	(378.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1,459.9	998.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(869.2)	(1,170.1)	5,083.2	2,423.7	3,784.8
Unlevered CFO	5,245.0	5,323.0	5,470.2	6,604.1	8,391.6
Free Cash Flow	(5,478.9)	(7,287.3)	(3,114.0)	1,672.3	5,033.6

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

Neutral (유지)

목표주가(12M) 195,000원(하향)
현재주가(5.15) 169,700원

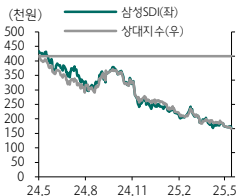
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,621.36
52주 최고/최저(원)	432,243/168,100
시가총액(십억원)	11,669.3
시가총액비중(%)	0.54
발행주식수(천주)	80,585.5
60일 평균 거래량(천주)	494.3
60일 평균 거래대금(십억원)	98.2
외국인지분율(%)	31.47
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 4인	20.00
국민연금공단	6.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	15,152.3	19,322.6
영업이익(십억원)	(111.7)	1,330.0
순이익(십억원)	237.1	1,316.5
EPS(원)	2,702	14,726
BPS(원)	272,964	290,389

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	21,436.8	16,592.2	14,810.0	17,985.5
영업이익	1,545.5	363.3	(224.4)	1,260.0
세전이익	2,381.8	527.3	(81.1)	1,325.4
순이익	2,009.2	599.3	(69.3)	864.8
EPS	27,936	8,333	(890)	10,520
증감율	2.92	(70.17)	적전	흑전
PER	16.54	29.08	(194.38)	16.44
PBR	1.76	0.87	0.71	0.68
EV/EBITDA	11.58	13.38	16.01	8.13
ROE	11.48	3.13	(0.35)	4.32
BPS	262,181	279,631	242,998	252,581
DPS	978	978	978	978



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍자원 jiwonhong@hanafn.com

삼성SDI (006400)

주가 상승 위해 신규 고객사 확보 필요

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 건너차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

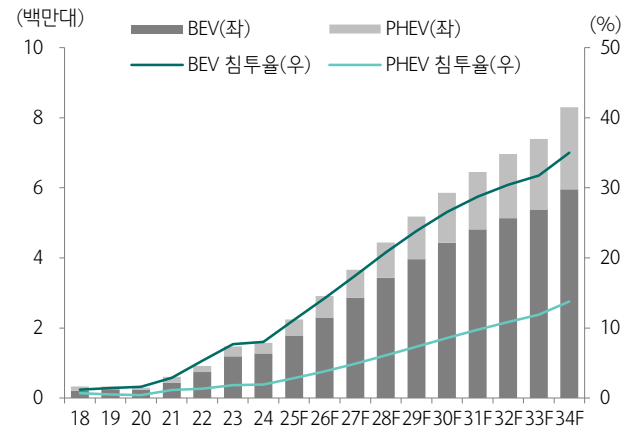
현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

미국 전기차 배터리 전체 수요는 2024년 114GWh에서 2030년 416GWh로, 그리고 2034년에는 579GWh로 연평균 +18% 성장이 전망된다. 다만 LFP 침투율이 상승하고 우회 경로를 통한 중국 기업들의 침투를 고려했을 때, 한국 기업들이 점유할 것으로 예상되는 시장 규모는 이보다 작은 2030년 326GWh, 2034년 446GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 가정 : LFP 침투율 현재 6%에서 31%로 상승, LFP 시장 내 한국 기업 점유율 70%, 삼원계 시장 내 한국 기업 점유율 80% 확보). 유럽의 경우 전기차 배터리 전체 수요는 2034년까지 666GWh로 연평균 +15% 성장, 침투 가능 시장 규모는 2030년 170GWh, 2034년 210GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(가정 : LFP 침투율 현재 7%에서 36%로 상승, LFP 시장 내 점유율 15%, 삼원계 시장 내 점유율 40% 확보).

투자의견 중립 유지하나, 신규 고객사 확보 시 장기 상승 여력 크다고 판단

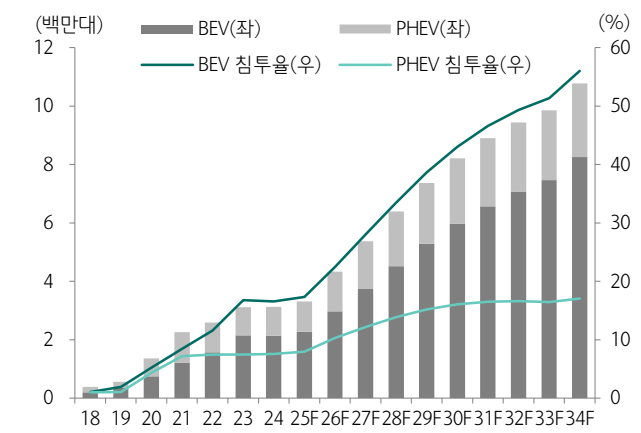
최근 유럽 시장 내 점유율 하락 반영해 목표주가를 195,000원으로 하향 조정하고 투자의견 중립을 유지한다. 당분간 기존 고객사향 배터리 출하 감소 속에서 모멘텀 부재하다고 판단한다. 다만, 장기적으로 신규 고객사 확보 및 이에 기초한 증설 발표 시 경쟁사 대비 1/3이 안되는 P/E 배수 및 1/5에 불과한 P/B 배수 고려할 때 장기 상승 잠재력 크다고 판단한다.

도표 92. 북미 전기차 수요 전망



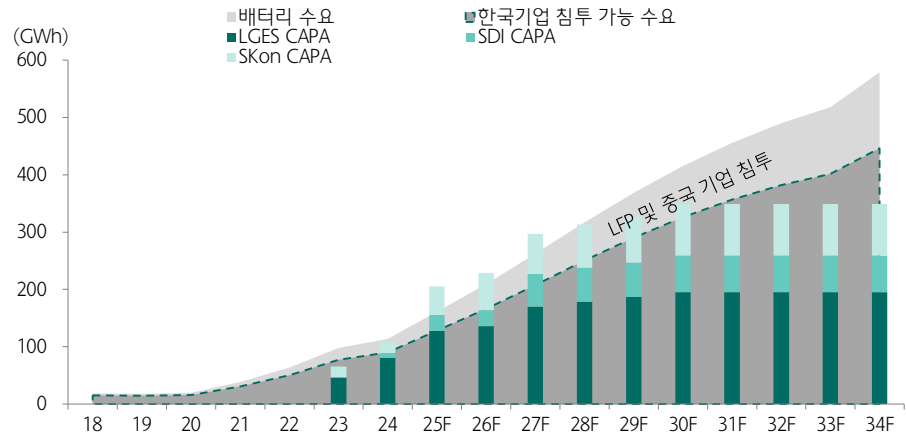
자료: 하나증권

도표 93. 유럽 전기차 수요 전망



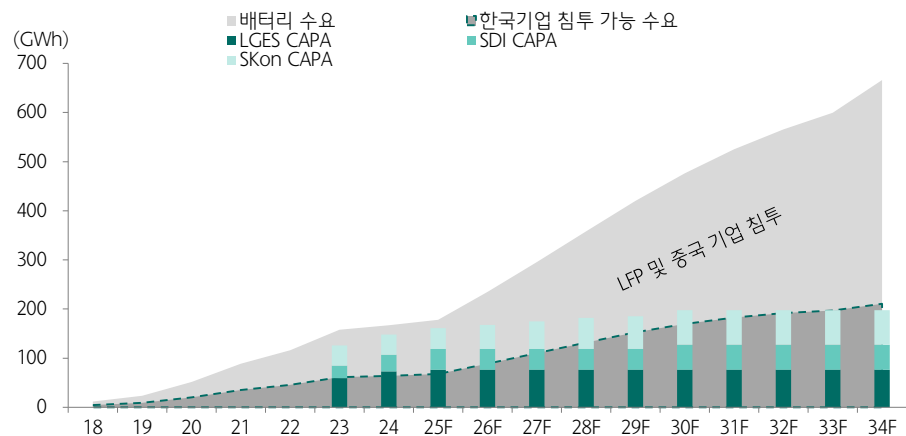
자료: 하나증권

도표 94. 북미 배터리 수급 전망



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 95. 유럽 배터리 수급 전망



자료: Quantiverse, 하나증권

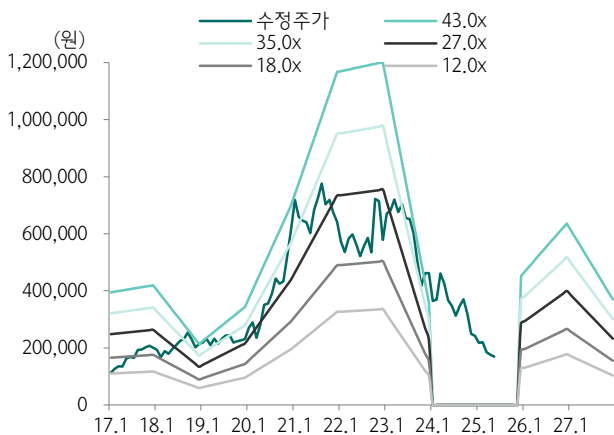
도표 96. 삼성SDI 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	2차전지	2,981	3,394	3,554	3,941	3,971	4,173	4,303	4,549	15,691	13,870	16,995
	소형전지	751	980	1,061	1,229	1,243	1,318	1,356	1,431	4,615	4,021	5,349
	중대형전지	2,230	2,415	2,493	2,712	2,727	2,855	2,947	3,118	11,076	9,849	11,646
	전기차배터리	1,565	1,683	1,746	1,899	1,913	2,008	2,067	2,187	8,414	6,892	8,174
	ESS	665	732	747	813	814	847	880	931	2,663	2,957	3,472
	소재	196	238	288	218	215	247	293	235	1,580	940	990
	전자재료	196	238	288	218	215	247	293	235	1,580	940	990
	합계	3,177	3,632	3,842	4,159	4,185	4,420	4,596	4,784	17,271	14,810	17,985
	YoY	-38%	-18%	-2%	11%	32%	22%	20%	15%	-24%	-14%	21%
영업이익	2차전지	-562	-167	-23	73	125	172	190	237	138	-680	723
	소형전지	-216	-48	18	40	39	61	79	90	-7	-206	270
	중대형전지	-346	-119	-42	33	86	111	110	147	146	-474	454
	전기차배터리	-391	-183	-105	-38	19	31	34	56	24	-717	139
	ESS	45	64	63	71	67	81	77	91	122	243	315
	AMPC	109	66	79	87	104	107	110	114	90	340	435
	소재	18	32	41	24	16	26	35	25	193	115	102
	전자재료	18	32	41	24	16	26	35	25	193	115	102
	합계	-434	-69	96	183	244	306	335	376	421	-224	1,260
	YoY	-262%	-125%	-26%	-171%	-156%	-540%	249%	105%	-74%	-153%	-661%
영업이익률	2차전지	-18.8%	-4.9%	-0.7%	1.9%	3.1%	4.1%	4.4%	5.2%	0.9%	-4.9%	4.3%
	소형전지	-28.8%	-4.9%	1.7%	3.3%	3.1%	4.6%	5.9%	6.3%	-0.2%	-5.1%	5.0%
	중대형전지	-15.5%	-4.9%	-1.7%	1.2%	3.1%	3.9%	3.7%	4.7%	1.3%	-4.8%	3.9%
	전기차배터리	-25.0%	-10.9%	-6.0%	-2.0%	1.0%	1.5%	1.6%	2.5%	0%	-10%	2%
	ESS	6.8%	8.8%	8.4%	8.7%	8.2%	9.5%	8.7%	9.8%	5%	8%	9%
	소재	9.3%	13.6%	14.1%	10.8%	7.2%	10.5%	11.8%	10.8%	12.2%	12.2%	10.3%
	전자재료	9.3%	13.6%	14.1%	10.8%	7.2%	10.5%	11.8%	10.8%	12.2%	12.2%	10.3%
	합계	-13.7%	-1.9%	2.5%	4.4%	5.8%	6.9%	7.3%	7.9%	2.4%	-1.5%	7.0%
SDC 영업이익		469	495	1,150	1,047	516	544	1,289	1,152	3,681	3,162	3,501
지분법이익		60	63	147	134	66	69	165	147	470	404	447
순이익		-270	-62	278	318	212	236	361	389	599	264	1,198

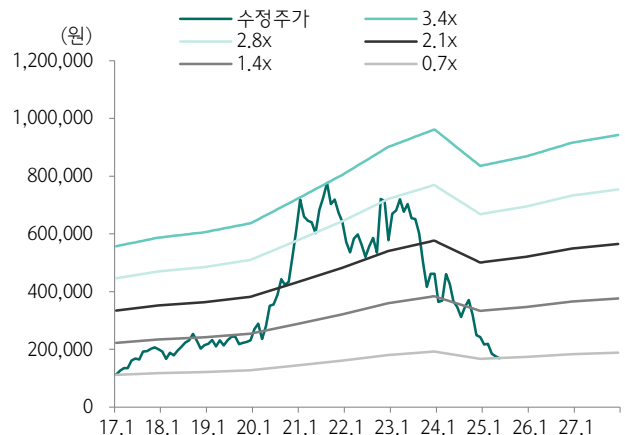
자료: 삼성SDI, 하나증권

도표 97. 삼성SDI 12M Fwd P/E



자료: 하나증권

도표 98. 삼성SDI 12M Fwd P/B



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	21,436.8	16,592.2	14,810.0	17,985.5	20,145.0
매출원가	17,654.6	13,498.7	13,391.3	14,759.4	16,225.6
매출총이익	3,782.2	3,093.5	1,418.7	3,226.1	3,919.4
판매비	2,236.7	2,820.1	1,983.6	2,401.1	2,693.7
영업이익	1,545.5	363.3	(224.4)	1,260.0	1,748.5
금융손익	(198.5)	(473.9)	(324.8)	(381.6)	(408.8)
중속/관계기업손익	1,017.2	801.2	403.7	447.0	494.6
기타영업외손익	17.6	(163.3)	64.4	0.0	0.0
세전이익	2,381.8	527.3	(81.1)	1,325.4	1,834.4
법인세	403.1	6.9	(80.4)	291.6	403.6
계속사업이익	1,978.7	520.5	(0.7)	1,033.8	1,430.8
중단사업이익	87.4	55.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,066.0	575.5	(0.7)	1,033.8	1,430.8
비지배주주지분 손이익	56.8	(23.8)	68.6	169.0	215.4
지배주주순이익	2,009.2	599.3	(69.3)	864.8	1,215.5
지배주주지분포괄이익	2,094.6	1,322.0	(0.5)	706.7	978.1
NOPAT	1,283.9	358.6	(1.9)	982.8	1,363.9
EBITDA	3,273.5	2,148.3	1,727.8	3,525.3	4,093.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.52	(22.60)	(10.74)	21.44	12.01
NOPAT증가율	(7.65)	(72.07)	적전	흑전	38.78
EBITDA증가율	0.07	(34.37)	(19.57)	104.03	16.12
영업이익증가율	(14.52)	(76.49)	적전	흑전	38.77
(지배주주)순이익증가율	2.93	(70.17)	적전	흑전	40.55
EPS증가율	2.92	(70.17)	적전	흑전	40.55
수익성(%)					
매출총이익률	17.64	18.64	9.58	17.94	19.46
EBITDA이익률	15.27	12.95	11.67	19.60	20.32
영업이익률	7.21	2.19	(1.52)	7.01	8.68
계속사업이익률	9.23	3.14	(0.00)	5.75	7.10

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	27,936	8,333	(890)	10,520	14,786
BPS	262,181	279,631	242,998	252,581	266,430
CFPS	49,553	41,326	27,769	48,177	56,158
EBITDAPS	45,514	29,870	22,185	42,886	49,798
SPS	298,058	230,699	190,169	218,792	245,062
DPS	978	978	978	978	978
주가지표(배)					
PER	16.54	29.08	(194.38)	16.44	11.70
PBR	1.76	0.87	0.71	0.68	0.65
PCFR	9.33	5.86	6.23	3.59	3.08
EV/EBITDA	11.58	13.38	16.01	8.13	6.94
PSR	1.55	1.05	0.91	0.79	0.71
재무비율(%)					
ROE	11.48	3.13	(0.35)	4.32	5.79
ROA	6.25	1.61	(0.16)	1.81	2.41
ROIC	9.89	2.09	(0.01)	4.75	6.28
부채비율	70.99	88.24	113.00	120.69	115.68
순부채비율	18.41	44.88	59.93	61.10	55.59
이자보상배율(배)	5.65	1.08	(0.49)	2.35	3.07

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,187.0	10,334.3	12,409.5	14,251.0	15,179.8
금융자산	2,133.7	2,060.7	3,359.7	4,328.5	4,816.0
현금성자산	1,524.5	1,885.1	3,165.1	4,095.0	4,570.8
매출채권	2,874.9	2,728.6	3,022.8	3,627.3	3,808.3
재고자산	3,297.4	2,879.4	3,189.9	3,827.8	4,018.8
기타유동자산	881.0	2,665.6	2,837.1	2,467.4	2,536.7
비유동자산	24,851.8	30,263.0	33,384.4	35,307.7	36,174.6
투자자산	11,394.1	11,187.5	11,401.5	11,625.2	12,159.9
금융자산	1,397.9	1,000.9	1,011.2	1,027.1	1,033.2
유형자산	11,893.3	17,706.5	20,701.7	22,489.1	22,909.1
무형자산	858.9	668.0	580.2	492.4	404.6
기타비유동자산	705.5	701.0	701.0	701.0	701.0
자산총계	34,038.9	40,597.3	45,793.9	49,558.7	51,354.5
유동부채	8,518.9	10,855.7	11,298.1	11,809.7	12,062.0
금융부채	2,894.3	6,549.7	6,553.5	6,559.4	6,561.7
매입채무	2,118.7	905.6	1,003.2	1,153.8	1,211.4
기타유동부채	3,505.9	3,400.4	3,741.4	4,096.5	4,288.9
비유동부채	5,612.7	8,174.4	12,996.1	15,292.7	15,482.4
금융부채	2,904.5	5,189.9	9,689.9	11,489.9	11,489.9
기타비유동부채	2,708.2	2,984.5	3,306.2	3,802.8	3,992.5
부채총계	14,131.6	19,030.1	24,294.3	27,102.4	27,544.4
지배주주지분	18,511.3	19,766.4	19,630.1	20,417.9	21,556.3
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0
자본조정	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
기타포괄이익누계액	1,162.2	1,972.9	1,972.9	1,972.9	1,972.9
이익잉여금	12,335.7	12,779.9	12,643.7	13,431.4	14,569.8
비지배주주지분	1,395.9	1,800.8	1,869.5	2,038.4	2,253.8
자본총계	19,907.2	21,567.2	21,499.6	22,456.3	23,810.1
순금융부채	3,665.1	9,678.9	12,883.7	13,720.8	13,235.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,103.5	(137.6)	2,069.0	3,870.5	3,925.8
당기순이익	2,066.0	575.5	(0.7)	1,033.8	1,430.8
조정	975.9	1,909.1	1,889.0	2,253.3	2,373.3
감가상각비	1,728.0	1,874.9	2,292.6	2,700.3	2,867.8
외환거래손익	27.5	(23.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1,017.2)	(801.2)	(403.7)	(447.0)	(494.6)
기타	237.6	859.1	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(938.4)	(2,622.2)	180.7	583.4	121.7
투자활동 현금흐름	(4,104.8)	(4,919.7)	(5,029.3)	(4,215.6)	(3,251.7)
투자자산감소(증가)	(177.8)	1,007.8	189.7	223.3	(40.1)
자본증가(감소)	(4,036.5)	(6,263.1)	(5,200.0)	(4,400.0)	(3,200.0)
기타	109.5	335.6	(19.0)	(38.9)	(11.6)
재무활동 현금흐름	902.7	5,544.4	4,436.9	1,728.8	(74.8)
금융부채증가(감소)	578.4	5,940.8	4,503.8	1,805.9	2.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	395.9	(326.7)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(71.6)	(69.7)	(66.9)	(77.1)	(77.1)
현금의 증감	(1,089.8)	360.6	1,071.8	929.9	475.8
Unlevered CFO	3,563.9	2,972.2	2,162.6	3,960.3	4,616.4
Free Cash Flow	(1,944.7)	(6,408.9)	(3,131.0)	(529.5)	725.8

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

Neutral(유지)

목표주가(12M) 124,000원
현재주가(5.15) 114,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,621.36
52주 최고/최저(원)	286,000/114,500
시가총액(십억원)	8,869.5
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	77,463.2
60일 평균 거래량(천주)	375.9
60일 평균 거래대금(십억원)	50.0
외국인지분율(%)	9.45
주요주주 지분율(%)	
포스코홀딩스 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,814.2	4,893.6
영업이익(십억원)	81.9	198.5
순이익(십억원)	55.6	134.5
EPS(원)	731	1,661
BPS(원)	40,488	42,513

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,759.9	3,699.9	4,022.8	5,519.1
영업이익	35.9	0.7	70.1	208.1
세전이익	(16.1)	(431.9)	160.0	260.8
순이익	28.7	(212.3)	124.9	199.3
EPS	371	(2,741)	1,612	2,573
증감율	(75.70)	적전	흑전	59.62
PER	967.65	(51.84)	71.53	44.81
PBR	11.80	3.70	2.88	2.71
EV/EBITDA	176.17	77.12	44.99	26.48
ROE	1.19	(7.98)	4.12	6.24
BPS	30,412	38,391	40,003	42,576
DPS	250	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

포스코퓨처엠 (003670)

정책 및 수급 변화 반영한 Valuation 필요

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 걷어차고 자국 내 새로운 제조 성장 동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

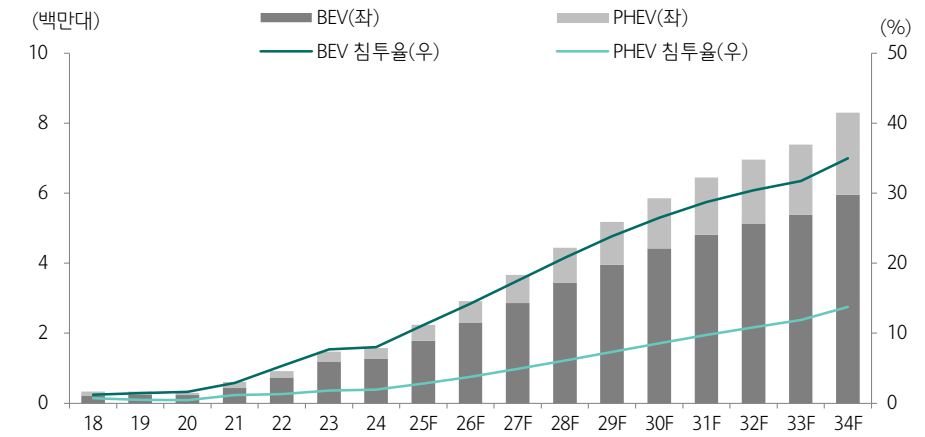
현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

양극재의 경우 셀과 달리 역내 직접 조달 요구 강도가 약하므로, 한국 셀 메이커들의 침투 가능 수요를 북미와 유럽 합산하여 계산함이 적절하다. 북미와 유럽 전체 시장 규모는 2024년 52만톤에서 2030년 133만톤, 2034년 184만톤으로 연평균 +13% 성장이 전망된다. 해당 시장내 LFP 침투율 상승 및 유럽의 경우 삼원계 시장에서도 중국 기업들의 점유율이 빠르게 올라가고 있음을 감안할 때, 한국 기업들이 점유할 수 있는 시장 규모는 2030년 72만톤, 2034년 94만톤으로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 계산은 상기한 북미 및 유럽 내 셀 메이커 침투 가능 수요 가정 준용).

주가 상승 여력 제한적이나 매도 실익도 크지 않은 상황

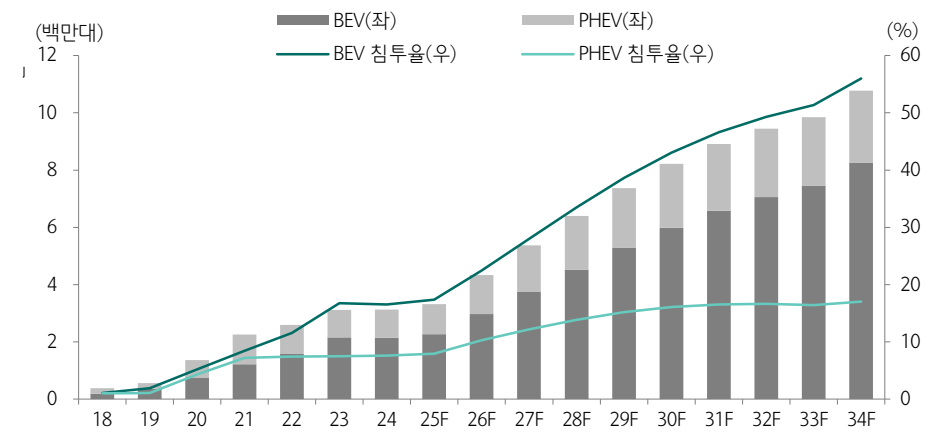
2028-2030년 예상되는 실적에 Target P/E 20배 적용 시 도출되는 기업가치는 12조원이다. 이에 따라 Short의 실익은 없다고 판단하나, 중장기 상승 여력 역시 한계가 있다. 목표주가 124,000원 및 투자이견 중립을 유지한다.

도표 99. 미국 전기차 수요 및 침투율 전망



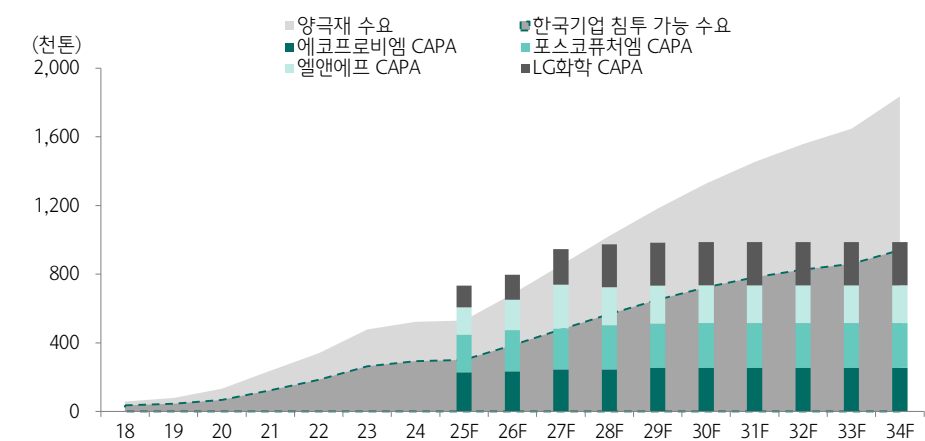
자료: 하나증권

도표 100. 유럽 전기차 수요 및 침투율 전망



자료: 하나증권

도표 101. 양극재 수요 공급 전망



자료: Quantwise, 하나증권

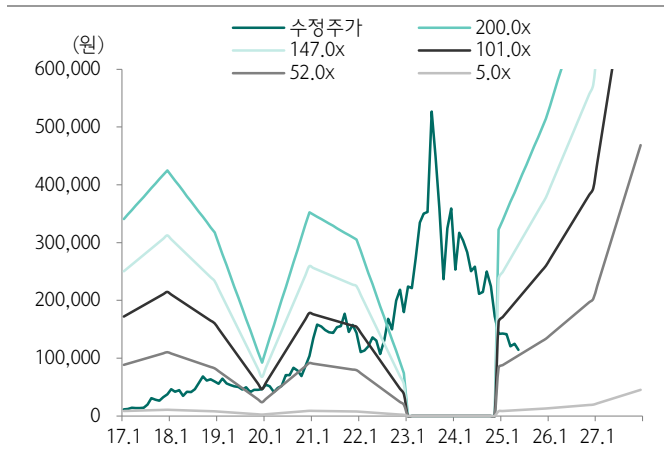
도표 4. 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	845.3	873.0	1,055.0	1,249.5	1,287.6	1,337.3	1,417.5	1,476.6	3,699.9	4,022.8	5,519.1	7,191.8
YoY	-26%	-5%	14%	73%	52%	53%	34%	18%	-22%	9%	37%	30%
QoQ	17%	3%	21%	18%	3%	4%	6%	4%				
양극재	466.7	476.8	633.2	805.8	850.7	893.3	966.1	1,014.4	2,187.2	2,382.5	3,724.4	5,333.8
YoY	-36%	-12%	13%	129%	82%	87%	53%	26%	-30%	9%	56%	43%
QoQ	33%	2%	33%	27%	6%	5%	8%	5%				
천연흑연 음극재	38.5	45.8	54.5	58.7	59.0	62.0	65.1	71.6	145.0	197.5	257.6	340.1
YoY	-22%	-3%	122%	147%	53%	35%	19%	22%	-35%	36%	30%	32%
QoQ	62%	19%	19%	8%	1%	5%	5%	10%				
인조흑연 음극재	0.7	0.7	7.2	14.0	14.4	14.9	15.5	16.1	9.3	22.5	61.0	73.1
YoY	3726%	-77%	18655%	120%	2072%	2177%	117%	15%	6164%	142%	171%	20%
QoQ	-90%	-1%	991%	96%	3%	4%	4%	4%				
기타	339.5	349.7	360.2	371.0	363.5	367.2	370.8	374.6	1,358.5	1,420.3	1,476.1	1,444.8
YoY	-5%	9%	6%	9%	7%	5%	3%	1%	-3%	5%	4%	-2%
QoQ	-1%	3%	3%	3%	-2%	1%	1%	1%				
영업이익	17.2	12.4	20.4	20.1	42.8	56.3	55.2	53.8	42.8	70.1	208.1	352.9
YoY	-55%	-21%	110%	-183%	150%	353%	170%	168%	20%	64%	197%	70%
QoQ	흑전	-28%	64%	-2%	113%	31%	-2%	-3%				
영업이익률	2.0	1.4	1.9	1.6	3.3	4.2	3.9	3.6	1.2	1.7	3.8	4.9
YoY(%p)	(1.6)	(0.3)	0.9	5.0	1.3	2.8	2.0	2.0	0.4	0.6	2.0	1.1
QoQ(%p)	5.4	(0.6)	0.5	(0.3)	1.7	0.9	(0.3)	(0.3)				
순이익	49.1	21.0	27.7	27.1	41.8	52.0	53.1	52.4	(212.3)	124.9	199.3	302.2
YoY	-19%	-340%	1019%	-110%	-15%	148%	92%	94%	-839%	-159%	60%	52%
QoQ	흑전	-57%	32%	-2%	54%	24%	2%	-1%	3,699.9	4,022.8	5,519.1	7,191.8

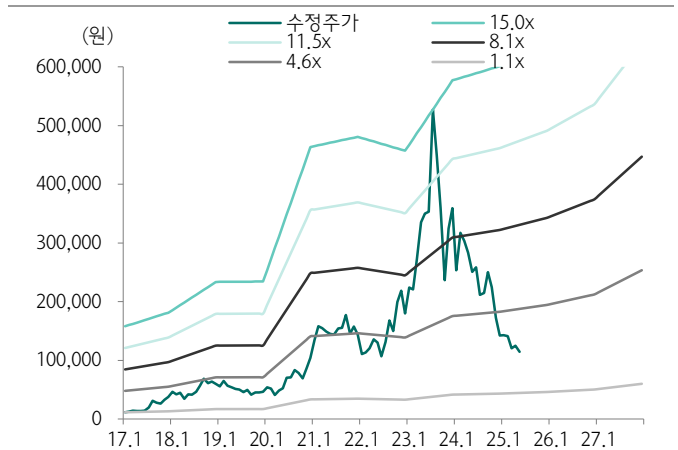
자료: 포스코퓨처엠, 하나증권

도표 102. 포스코퓨처엠 12M Fwd P/E



자료: 하나증권

도표 103. 포스코퓨처엠 12M Fwd P/B



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,759.9	3,699.9	4,022.8	5,519.1	7,191.8
매출원가	4,502.6	3,464.0	3,744.9	5,061.7	6,537.2
매출총이익	257.3	235.9	277.9	457.4	654.6
판매비	221.3	235.2	207.8	249.3	301.7
영업이익	35.9	0.7	70.1	208.1	352.9
금융손익	27.7	(13.0)	51.0	52.6	42.5
종속/관계기업손익	(30.9)	(95.2)	5.8	0.0	0.0
기타영업외손익	(48.7)	(324.5)	33.2	0.0	0.0
세전이익	(16.1)	(431.9)	160.0	260.8	395.4
법인세	(20.5)	(200.6)	33.7	57.4	87.0
계속사업이익	4.4	(231.3)	126.3	203.4	308.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.4	(231.3)	126.3	203.4	308.4
비지배주주지분 손이익	(24.3)	(19.0)	1.4	4.1	6.2
지배주주순이익	28.7	(212.3)	124.9	199.3	302.2
지배주주지분포괄이익	10.4	(85.4)	144.6	232.9	353.2
NOPAT	(9.9)	0.4	55.3	162.4	275.2
EBITDA	173.5	184.9	329.8	583.1	770.5
성장성(%)					
매출액증가율	44.16	(22.27)	8.73	37.20	30.31
NOPAT증가율	적전	흑전	13,725.00	193.67	69.46
EBITDA증가율	(32.78)	6.57	78.37	76.80	32.14
영업이익증가율	(78.36)	(98.05)	9,914.29	196.86	69.58
(지배주주)순이익증가율	(75.74)	적전	흑전	59.57	51.63
EPS증가율	(75.70)	적전	흑전	59.62	51.65
수익성(%)					
매출총이익률	5.41	6.38	6.91	8.29	9.10
EBITDA이익률	3.65	5.00	8.20	10.57	10.71
영업이익률	0.75	0.02	1.74	3.77	4.91
계속사업이익률	0.09	(6.25)	3.14	3.69	4.29

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	371	(2,741)	1,612	2,573	3,902
BPS	30,412	38,391	40,003	42,576	46,478
CFPS	3,574	3,010	4,686	7,528	9,947
EBITDAPS	2,239	2,386	4,258	7,528	9,947
SPS	61,447	47,764	51,931	71,249	92,841
DPS	250	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	967.65	(51.84)	71.53	44.81	29.55
PBR	11.80	3.70	2.88	2.71	2.48
PCR	100.45	47.21	24.61	15.32	11.59
EV/EBITDA	176.17	77.12	44.99	26.48	20.55
PSR	5.84	2.98	2.22	1.62	1.24
재무비율(%)					
ROE	1.19	(7.98)	4.12	6.24	8.77
ROA	0.52	(2.98)	1.29	1.66	2.30
ROIC	(0.27)	0.01	0.88	2.21	3.48
부채비율	142.57	138.89	231.39	246.00	244.92
순부채비율	95.30	87.32	127.68	137.01	136.00
이자보상배율(배)	0.71	0.01	(35.38)	(80.54)	(131.92)

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,411.9	2,112.7	4,067.3	4,560.6	5,104.4
금융자산	641.3	757.8	1,928.4	2,033.9	1,664.5
현금성자산	389.6	644.2	1,833.9	1,938.5	1,567.1
매출채권	758.0	469.3	810.7	958.1	1,305.1
재고자산	916.7	768.2	1,129.3	1,334.6	1,817.9
기타유동자산	95.9	117.4	198.9	234.0	316.9
비유동자산	3,922.7	5,819.7	7,355.0	8,069.1	8,549.7
투자자산	290.8	199.8	336.8	395.9	535.1
금융자산	28.0	14.4	16.4	17.3	19.5
유형자산	3,359.5	5,159.5	6,566.9	7,229.3	7,576.4
무형자산	40.9	44.8	35.6	28.3	22.5
기타비유동자산	231.5	415.6	415.7	415.6	415.7
자산총계	6,334.6	7,932.5	11,422.3	12,629.8	13,654.1
유동부채	1,396.4	1,570.1	2,253.8	2,549.0	3,243.8
금융부채	815.8	643.9	656.9	662.6	675.8
매입채무	262.3	298.8	516.2	610.1	831.0
기타유동부채	318.3	627.4	1,080.7	1,276.3	1,737.0
비유동부채	2,326.7	3,041.9	5,721.6	6,430.6	6,451.7
금융부채	2,314.1	3,013.4	5,672.4	6,372.4	6,372.4
기타비유동부채	12.6	28.5	49.2	58.2	79.3
부채총계	3,723.1	4,612.0	7,975.5	8,979.5	9,695.4
지배주주지분	2,350.2	2,970.3	3,095.2	3,294.5	3,596.7
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	1,457.4	1,459.5	1,459.5	1,459.5	1,459.5
자본조정	(127.6)	595.8	595.8	595.8	595.8
기타포괄이익누계액	(16.7)	115.4	115.4	115.4	115.4
이익잉여금	998.5	760.9	885.7	1,085.1	1,387.3
비지배주주지분	261.3	350.2	351.6	355.7	361.9
자본총계	2,611.5	3,320.5	3,446.8	3,650.2	3,958.6
순금융부채	2,488.6	2,899.4	4,400.9	5,001.1	5,383.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(444.8)	670.9	411.7	542.5	641.6
당기순이익	4.4	(231.3)	126.3	203.4	308.4
조정	166.9	429.4	253.9	375.0	417.7
감가상각비	137.6	184.1	259.7	375.0	417.7
외환거래손익	(6.4)	68.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	30.9	95.2	(5.8)	0.0	0.0
기타	4.8	81.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(616.1)	472.8	31.5	(35.9)	(84.5)
투자활동 현금흐름	(1,031.4)	(1,810.4)	(1,770.1)	(1,090.0)	(900.3)
투자자산감소(증가)	33.8	186.3	(131.2)	(59.1)	(139.2)
자본증가(감소)	(1,351.0)	(2,034.4)	(1,658.0)	(1,030.0)	(759.0)
기타	285.8	37.7	19.1	(0.9)	(2.1)
재무활동 현금흐름	1,591.6	1,375.4	2,672.1	705.6	13.3
금융부채증가(감소)	1,636.5	527.3	2,672.1	705.6	13.3
자본증가(감소)	2.9	2.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(23.9)	868.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(23.9)	(22.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	108.2	254.6	1,189.0	104.6	(371.4)
Unlevered CFO	276.9	233.2	363.0	583.1	770.5
Free Cash Flow	(1,797.1)	(1,370.8)	(1,246.3)	(487.5)	(117.4)

Neutral(유지)

목표주가(12M) 105,000원
현재주가(5.15) 97,200원

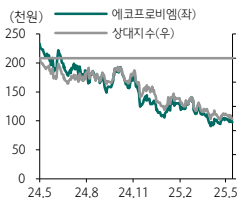
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	733.23
52주 최고/최저(원)	222,000/91,100
시가총액(십억원)	9,506.3
시가총액비중(%)	2.53
발행주식수(천주)	97,801.3
60일 평균 거래량(천주)	590.7
60일 평균 거래대금(십억원)	67.1
외국인지분율(%)	11.05
주요주주 지분율(%)	
에코프로 외 14 인	50.33

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,248.4	4,409.8
영업이익(십억원)	75.0	172.2
순이익(십억원)	15.7	87.0
EPS(원)	54	769
BPS(원)	16,566	17,641

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,900.9	2,766.8	3,123.1	4,244.8
영업이익	156.0	(34.1)	63.4	135.7
세전이익	77.7	(93.0)	7.3	65.4
순이익	(8.7)	(96.5)	5.9	44.6
EPS	(89)	(987)	60	456
증감율	적전	적지	흑전	660.00
PER	(3,235.96)	(111.35)	1,656.67	217.98
PBR	20.32	6.25	5.63	5.49
EV/EBITDA	119.45	164.68	54.36	17.44
ROE	(0.64)	(6.26)	0.34	2.56
BPS	14,176	17,582	17,642	18,098
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍자원 jiwonhong@hanafn.com

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

에코프로비엠 (247540)

주가 하방 압력 제한적

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 건너차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

양극재의 경우 셀과 달리 역내 직접 조달 요구 강도가 약하므로, 한국 셀 메이커들의 침투 가능 수요를 북미와 유럽 합산하여 계산함이 적절하다. 북미와 유럽 전체 시장 규모는 2024년 52만톤에서 2030년 133만톤, 2034년 184만톤으로 연평균 +13% 성장이 전망된다. 해당 시장내 LFP 침투율 상승 및 유럽의 경우 삼원계 시장에서도 중국 기업들의 점유율이 빠르게 올라가고 있음을 감안할 때, 한국 기업들이 점유할 수 있는 시장 규모는 2030년 72만톤, 2034년 94만톤으로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 계산은 상기한 북미 및 유럽 내 셀 메이커 침투 가능 수요 가정 준용).

주가 상승 여력 제한적이거나 매도 실익도 크지 않은 상황

흑자 기조 안착했고, 시장 내 점유율 확고하다는 점에서 현 주가에서 Short의 실익은 없다고 판단한다. 다만, 2020년대 후반 예상 CAPA인 35만톤 전량 생산 가정한 2030년 예상 지배순익에 Target P/E 20배 적용 시 약 11.6조원 도출된다는 점에서 현 시총과 큰 차이가 없어, 중장기 상승 여력은 제한적이라고 판단한다. 투자의견 중립을 유지한다.

도표 104. 미국 전기차 수요 및 침투율 전망

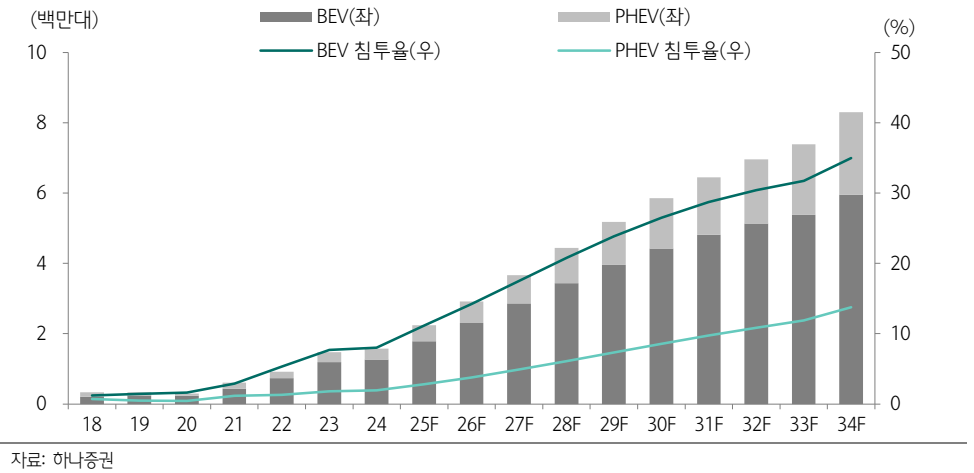


도표 105. 유럽 전기차 수요 및 침투율 전망

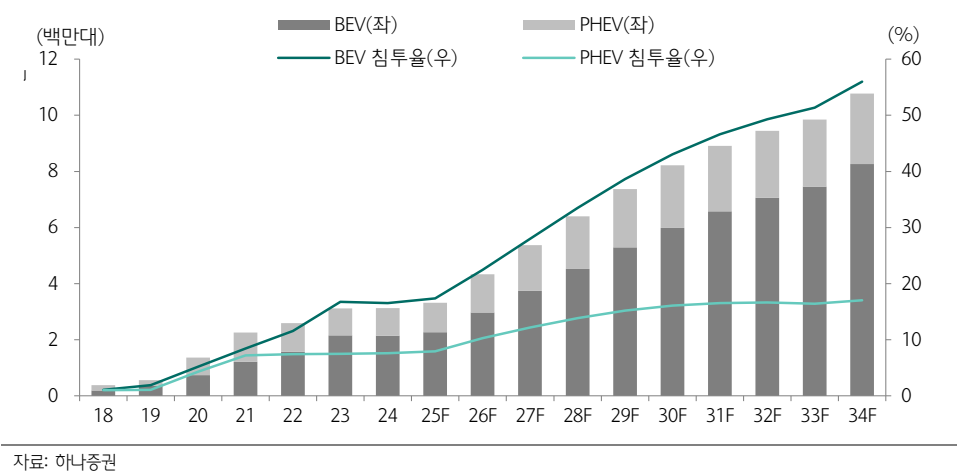


도표 106. 양극재 수요 공급 전망

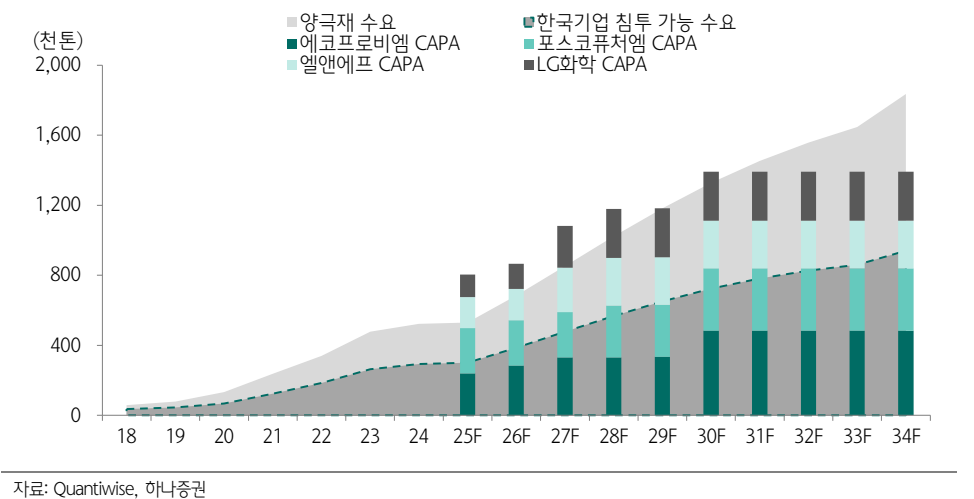


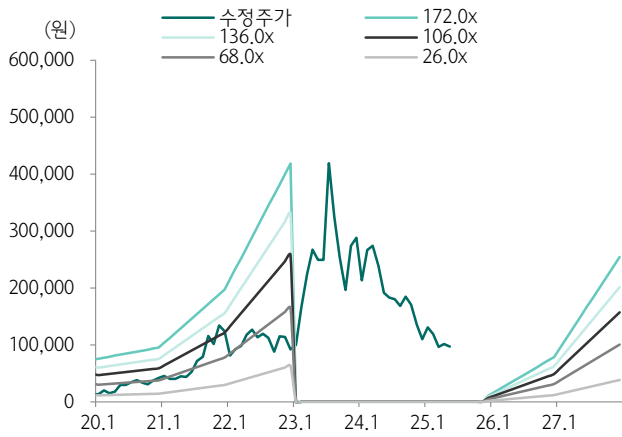
도표 107. 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출	629.8	688.4	813.6	991.2	1,006.6	1,047.3	1,090.0	1,100.9	2,766.8	3,123.1	4,244.8	5,057.3
YoY(%)	(35.1)	(15.0)	55.9	113.2	59.8	52.1	34.0	11.1	(59.9)	12.9	35.9	19.1
QoQ(%)	35.5	9.3	18.2	21.8	1.5	4.0	4.1	1.0				
매출원가	594.6	651.8	767.6	943.2	957.7	981.9	1,019.9	1,028.3	2,672.0	2,957.3	3,987.8	4,684.4
판관비	32.9	18.0	23.7	27.8	28.9	31.2	31.4	29.8	129.0	102.4	121.3	94.1
영업이익	2.3	18.6	22.3	20.3	20.0	34.2	38.7	42.8	(34.1)	63.4	135.7	278.8
YoY(%)	(66.0)	377.8	(154.0)	(686.2)	781.6	83.7	73.6	111.3	적전	흑전	114.0	105.5
QoQ(%)	흑전	719.1	19.8	(9.1)	(1.2)	70.7	13.2	10.7				
영업이익률(%)	0.4	2.7	2.7	2.0	2.0	3.3	3.5	3.9	(1.2)	2.0	3.2	5.5
YoY(%p)	(0.3)	2.2	10.6	2.8	1.6	0.6	0.8	1.8	(3.5)	3.3	1.2	2.3
QoQ(%p)	1.1	2.3	0.0	(0.7)	(0.1)	1.3	0.3	0.3				
지배주주순익	(8.8)	2.4	6.3	6.0	1.4	10.4	14.5	18.2	(96.5)	5.9	44.6	144.8

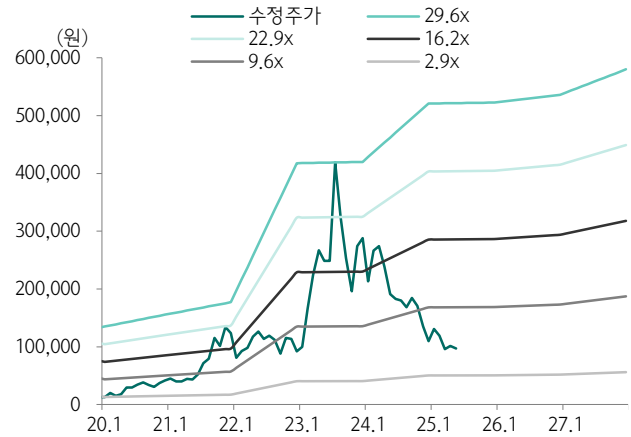
자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 108. 에코프로비엠 12M Fwd P/E



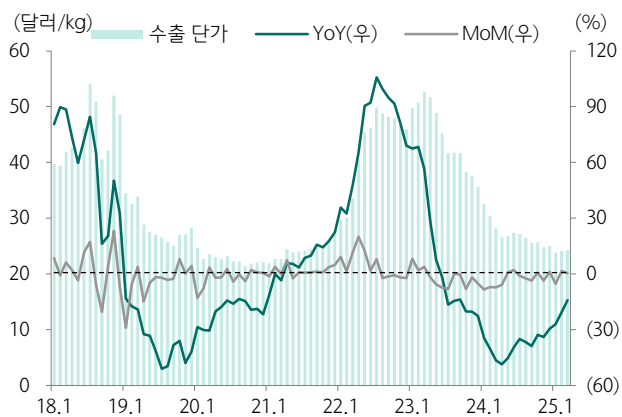
자료: 하나증권

도표 109. 에코프로비엠 12M Fwd P/B



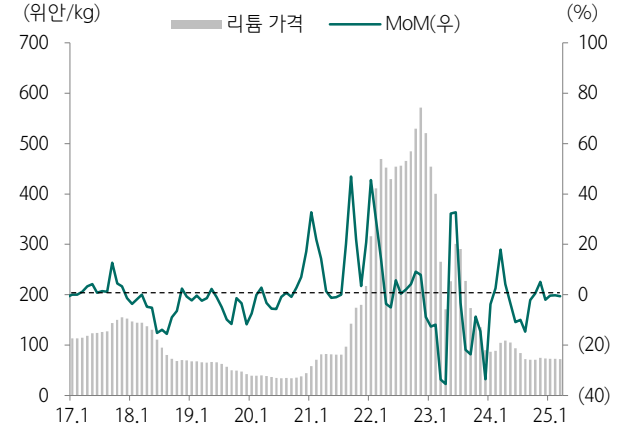
자료: 하나증권

도표 110. 한국 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 111. 리튬 월별 평균 가격 추이



자료: 한국광물자원공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,900.9	2,766.8	3,123.1	4,244.8	5,057.3
매출원가	6,607.5	2,672.0	2,957.3	3,987.8	4,684.4
매출총이익	293.4	94.8	165.8	257.0	372.9
판매비	137.4	129.0	102.4	121.3	94.1
영업이익	156.0	(34.1)	63.4	135.7	278.8
금융손익	(50.7)	(62.6)	(73.0)	(70.2)	(65.9)
종속/관계기업손익	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(35.1)	3.7	16.9	0.0	0.0
세전이익	77.7	(93.0)	7.3	65.4	212.9
법인세	23.0	(34.5)	0.6	14.8	48.4
계속사업이익	54.7	(58.5)	6.7	50.6	164.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	54.7	(58.5)	6.7	50.6	164.5
비지배주주지분 손이익	63.4	38.0	0.8	6.1	19.7
지배주주순이익	(8.7)	(96.5)	5.9	44.6	144.8
지배주주지분포괄이익	5.8	(0.7)	6.2	47.0	152.9
NOPAT	109.8	(21.5)	58.4	104.9	215.4
EBITDA	248.7	75.5	220.0	680.7	763.8
성장성(%)					
매출액증가율	28.81	(59.91)	12.88	35.92	19.14
NOPAT증가율	(65.88)	적전	흑전	79.62	105.34
EBITDA증가율	(44.18)	(69.64)	191.39	209.41	12.21
영업이익증가율	(59.02)	적전	흑전	114.04	105.45
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	655.93	224.66
EPS증가율	적전	적지	흑전	660.00	224.56
수익성(%)					
매출총이익률	4.25	3.43	5.31	6.05	7.37
EBITDA이익률	3.60	2.73	7.04	16.04	15.10
영업이익률	2.26	(1.23)	2.03	3.20	5.51
계속사업이익률	0.79	(2.11)	0.21	1.19	3.25

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(89)	(987)	60	456	1,480
BPS	14,176	17,582	17,642	18,098	19,578
CFPS	4,736	619	2,422	6,960	7,810
EBITDAPS	2,543	772	2,249	6,960	7,810
SPS	70,560	28,290	31,933	43,402	51,710
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(3,235.96)	(111.35)	1,656.67	217.98	67.16
PBR	20.32	6.25	5.63	5.49	5.08
PCFR	60.81	177.54	41.04	14.28	12.73
EV/EBITDA	119.45	164.68	54.36	17.44	15.17
PSR	4.08	3.88	3.11	2.29	1.92
재무비율(%)					
ROE	(0.64)	(6.26)	0.34	2.56	7.89
ROA	(0.23)	(2.22)	0.13	0.88	2.73
ROIC	4.58	(0.69)	1.66	2.87	5.94
부채비율	172.71	118.70	150.63	151.40	149.21
순부채비율	82.17	72.14	74.22	67.75	48.94
이자보상배율(배)	2.24	(0.40)	0.74	1.56	3.19

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,443.5	1,378.0	1,686.9	1,893.6	2,441.7
금융자산	513.2	521.9	684.9	780.8	1,087.0
현금성자산	512.7	499.2	636.5	726.9	1,021.5
매출채권	767.0	142.2	156.4	173.7	211.5
재고자산	1,108.8	616.3	751.9	835.1	1,016.6
기타유동자산	54.5	97.6	93.7	104.0	126.6
비유동자산	1,918.3	2,945.7	3,284.9	3,220.8	3,037.9
투자자산	17.9	22.2	27.0	28.0	30.1
금융자산	17.9	22.2	27.0	28.0	30.1
유형자산	1,824.2	2,793.3	3,138.0	3,077.6	2,894.6
무형자산	14.3	18.8	8.6	3.9	1.8
기타비유동자산	61.9	111.4	111.3	111.3	111.4
자산총계	4,361.8	4,323.7	4,971.8	5,114.4	5,479.6
유동부채	2,131.3	1,297.2	1,714.4	1,801.3	1,991.0
금융부채	1,231.9	920.1	929.2	931.0	935.2
매입채무	734.1	204.2	435.3	483.5	588.6
기타유동부채	165.3	172.9	349.9	386.8	467.2
비유동부채	631.1	1,049.4	1,273.7	1,278.7	1,289.8
금융부채	595.6	1,028.0	1,228.0	1,228.0	1,228.0
기타비유동부채	35.5	21.4	45.7	50.7	61.8
부채총계	2,762.4	2,346.6	2,988.1	3,080.1	3,280.8
지배주주지분	1,371.5	1,712.0	1,717.9	1,762.4	1,907.1
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	913.6	915.1	915.1	915.1	915.1
자본조정	22.1	361.9	361.9	361.9	361.9
기타포괄이익누계액	11.4	110.7	110.7	110.7	110.7
이익잉여금	375.3	275.4	281.3	325.8	470.6
비지배주주지분	227.9	265.0	265.8	271.9	291.7
자본총계	1,599.4	1,977.0	1,983.7	2,034.3	2,198.8
순금융부채	1,314.3	1,426.2	1,472.2	1,378.3	1,076.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	20.6	670.1	305.8	614.3	602.8
당기순이익	54.7	(58.5)	6.7	50.6	164.5
조정	350.2	78.5	229.6	615.3	550.9
감가상각비	92.7	109.6	156.6	545.1	485.1
외환거래손익	2.2	6.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	251.0	(37.3)	73.0	70.2	65.8
영업활동 자산부채변동	(384.3)	650.1	69.5	(51.6)	(112.6)
투자활동 현금흐름	(672.5)	(1,021.8)	(508.4)	(469.4)	(292.5)
투자자산감소(증가)	41.0	(4.3)	(4.8)	(1.0)	(2.2)
자본증가(감소)	(756.2)	(1,023.8)	(491.0)	(480.0)	(300.0)
기타	42.7	6.3	(12.6)	11.6	9.7
재무활동 현금흐름	847.4	323.1	123.0	(85.3)	(83.2)
금융부채증가(감소)	879.1	120.6	209.1	1.9	4.1
자본증가(감소)	36.2	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(24.0)	201.0	(86.1)	(87.2)	(87.3)
배당지급	(43.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	192.3	(13.5)	147.1	90.5	294.6
Unlevered CFO	463.2	60.5	236.8	680.7	763.8
Free Cash Flow	(735.5)	(353.6)	(185.2)	134.3	302.8

Not Rated

현재주가(5.15)

62,200원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,621.36
52주 최고/최저(원)	171,600/54,000
시가총액(십억원)	2,258.9
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	36,316.2
60일 평균 거래량(천주)	361.7
60일 평균 거래대금(십억원)	26.3
외국인지분율(%)	15.94
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 16 인	23.70
국민연금공단	6.07

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,367	
영업이익(십억원)	(158)	
순이익(십억원)	(171)	
EPS(원)	(4,689)	
BPS(원)	17,537	

Stock Price



Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	313	356	971	3,887
영업이익	(8)	1	44	266
세전이익	(11)	(18)	(126)	341
순이익	(9)	(15)	(113)	270
EPS	(336)	(550)	(3,526)	7,526
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(60.6)	(125.0)	(63.1)	23.1
PBR	3.9	9.8	12.3	4.9
EV/EBITDA	220.0	143.2	121.9	23.8
ROE	(6.9)	(7.8)	(17.9)	21.1
BPS	5,207	6,990	18,078	35,731
DPS	50	50	0	500



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍자원 jiwonhong@hanafn.com

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

엘앤에프 (066970)

Tesla chain 매력 부각

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 걷어차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

양극재의 경우 셀과 달리 역내 직접 조달 요구 강도가 약하므로, 한국 셀 메이커들의 침투 가능 수요를 북미와 유럽 합산하여 계산함이 적절하다. 북미와 유럽 전체 시장 규모는 2024년 52만톤에서 2030년 133만톤, 2034년 184만톤으로 연평균 +13% 성장이 전망된다. 해당 시장내 LFP 침투율 상승 및 유럽의 경우 삼원계 시장에서도 중국 기업들의 점유율이 빠르게 올라가고 있음을 감안할 때, 한국 기업들이 점유할 수 있는 시장 규모는 2030년 72만톤, 2034년 94만톤으로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 계산은 상기한 북미 및 유럽 내 셀 메이커 침투 가능 수요 가정 준용).

자본 증가 확인 필요

테슬라 저가 모델 및 로보택시 출시 수혜로 테슬라 매출 비중 높은 엘앤에프의 매력이 부각 될 것으로 판단한다. 단기적으로는 글로벌 Green Backlash 기조 및 전기차 수요 둔화, 중국과의 경쟁 심화, 자본 감소에 따른 신용 리스크 부각될 수 있다. 다만, 장기적으로 테슬라 낙수 효과 확대되는 가운데 이익 증가에 따른 자본 증가 확인될 때, 경쟁사 대비 1/4에 불과한 P/E 디스카운트 해소되며 주가 상승 여력 확대될 것으로 판단한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	313	356	971	3,887	4,644
매출원가	298	333	893	3,536	4,784
매출총이익	15	23	78	351	(140)
판매비	23	22	34	85	83
영업이익	(8)	1	44	266	(222)
금융손익	(5)	(17)	(175)	50	(57)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	(0)
기타영업외손익	1	(2)	5	24	(16)
세전이익	(11)	(18)	(126)	341	(296)
법인세	(2)	(3)	(13)	70	(101)
계속사업이익	(9)	(15)	(112)	271	(195)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(9)	(15)	(112)	271	(195)
비지배주주지분 손이익	0	0	1	1	(1)
지배주주순이익	(9)	(15)	(113)	270	(194)
지배주주지분포괄이익	(9)	(16)	(105)	271	(198)
NOPAT	(6)	1	40	212	(147)
EBITDA	4	15	65	297	(176)
성장성(%)					
매출액증가율	(38.1)	13.7	172.8	300.3	19.5
NOPAT증가율	적전	흑전	3,900.0	430.0	적전
EBITDA증가율	(89.2)	275.0	333.3	356.9	적전
영업이익증가율	적전	흑전	4,300.0	504.5	적전
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	4.8	6.5	8.0	9.0	(3.0)
EBITDA이익률	1.3	4.2	6.7	7.6	(3.8)
영업이익률	(2.6)	0.3	4.5	6.8	(4.8)
계속사업이익률	(2.9)	(4.2)	(11.5)	7.0	(4.2)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)					
EPS	(336)	(550)	(3,526)	7,526	(5,372)
BPS	5,207	6,990	18,078	35,731	30,468
CFPS	336	620	2,482	9,763	(4,978)
EBITDAPS	133	552	2,018	8,292	(4,860)
SPS	11,710	12,872	30,269	108,360	128,397
DPS	50	50	0	500	0
주가지표(배)					
PER	(60.6)	(125.0)	(63.1)	23.1	(38.0)
PBR	3.9	9.8	12.3	4.9	6.7
PCR	60.6	110.9	89.6	17.8	(41.0)
EV/EBITDA	220.0	143.2	121.9	23.8	0.0
PSR	1.7	5.3	7.3	1.6	1.6
재무비율(%)					
ROE	(6.9)	(7.8)	(17.9)	21.1	(17.7)
ROA	(2.2)	(3.3)	(7.4)	8.9	(5.8)
ROIC	(1.9)	0.4	5.7	10.5	(6.2)
부채비율	215.7	135.9	141.2	135.3	201.9
순부채비율	178.7	90.8	22.1	63.6	159.9
이자보상배율(배)	(1.8)	0.3	3.3	12.5	(2.8)

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	206	212	1,071	2,303	1,969
금융자산	3	38	520	160	260
현금성자산	1	21	272	120	241
매출채권	57	59	268	797	426
재고자산	139	105	262	1,228	1,163
기타유동자산	7	10	21	118	120
비유동자산	210	254	462	721	1,382
투자자산	2	2	3	3	130
금융자산	2	2	3	3	42
유형자산	197	237	427	710	1,120
무형자산	9	9	10	8	12
기타비유동자산	2	6	22	0	120
자산총계	416	466	1,532	3,024	3,351
유동부채	187	158	398	1,288	1,747
금융부채	147	110	166	535	1,543
매입채무	29	37	200	601	143
기타유동부채	11	11	32	152	61
비유동부채	97	110	499	451	494
금융부채	92	107	494	443	491
기타비유동부채	5	3	5	8	3
부채총계	284	269	897	1,739	2,241
지배주주지분	130	195	631	1,279	1,097
자본금	12	14	17	18	18
자본잉여금	80	160	694	665	704
자본조정	(12)	(12)	(5)	2	(6)
기타포괄이익누계액	14	14	23	23	23
이익잉여금	35	18	(99)	572	358
비지배주주지분	2	3	4	6	13
자본총계	132	198	635	1,285	1,110
순금융부채	236	179	141	818	1,775

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	(25)	45	(138)	(864)	(375)
당기순이익	(9)	(15)	(112)	271	(195)
조정	12	27	187	64	(156)
감가상각비	11	14	20	31	46
외환거래손익	1	2	2	70	56
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	11	165	(37)	(258)
영업활동 자산부채변동	(28)	33	(213)	(1,199)	(24)
투자활동 현금흐름	(88)	(71)	(414)	(82)	(561)
투자자산감소(증가)	(1)	(0)	(1)	1	(127)
자본증가(감소)	(85)	(54)	(179)	(287)	(482)
기타	(2)	(17)	(234)	204	48
재무활동 현금흐름	103	46	802	795	1,050
금융부채증가(감소)	106	(21)	443	179	615
자본증가(감소)	0	82	537	(28)	39
기타재무활동	(1)	(14)	(177)	644	413
배당지급	(2)	(1)	(1)	0	(17)
현금의 증감	(11)	20	251	(152)	121
Unlevered CFO	9	17	80	350	(180)
Free Cash Flow	(111)	(9)	(317)	(1,152)	(857)

2025년 05월 16일 | 기업분석_기업분석(Report)

Not Rated

현재주가(5.15)

21,950원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,621.36
52주 최고/최저(원)	57,300/20,250
시가총액(십억원)	1,149.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	52,365.5
60일 평균 거래량(천주)	122.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
외국인지분율(%)	7.49
주요주주 지분율(%)	
롯데케미칼 외 22 인	46.99
스탁스페셜시추에이션원 유한회사	11.94

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)		
순이익(십억원)		
EPS(원)		
BPS(원)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	2017	2018	2019	2020
매출액	454	502	550	537
영업이익	50	49	47	51
세전이익	42	54	55	45
순이익	42	41	47	43
EPS	1,000	897	1,016	927
증감율	3.0	(10.3)	13.3	(8.8)
PER	38.3	45.7	42.1	54.9
PBR	3.3	3.6	3.5	3.8
EV/EBITDA	20.8	23.3	23.1	27.8
ROE	8.0	7.8	8.2	7.0
BPS	11,531	11,460	12,390	13,255
DPS	650	0	50	200



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍자원 jiwonhong@hanafn.com

롯데에너지머티리얼즈 (020150)

단기 모멘텀 부재하나, 안정적 재무구조 부각

친환경정책 속도조절 불가피

배터리 버블의 가장 큰 원인은 시장 논리를 도외시 한 것이다. 유럽에서 시작해 바이든이 이어받은 거대한 친환경 물결을 시장은 불변의 상수로 받아들였다. 그러나 물가, 전쟁 등의 실존적 문제가 부각되며 친환경 정책에 제동이 걸렸다. 2024년 유럽 의회 및 미국 대통령 선거에서 Green Backlash 목소리가 크게 반영되며, 잠재 리스크가 현실화 되고있다.

에너지 안보 전략 물자의 중요성

그럼에도 탈탄소는 지속된다. 개도국들의 성장 사다리를 걷어차고 자국 내 새로운 제조 성장동력을 얻기 위한 선진국들의 Energy transition 기조는 선의가 아닌 이익에 기초하기에 지속 가능하다. 상기한 것처럼 속도 조절은 불가피하나 그 기조 자체는 확고하다. 이때, 에너지 전환의 기초자산인 배터리 공급망을 중국이 장악하고 있는 현 상황은, Energy transition이 자칫 Chinese transition이 될 수 있음을 경고한다. 배터리는 LCD와 달리 에너지 안보 관점에서 다뤄야 할 전략 물자이므로, 향후 비관세장벽을 적극 활용한 중국 공급망 의존도 완화 시도가 미국과 유럽에서 지속 전개될 것이다. 이 과정에서 중국에 이어 글로벌 배터리 시장 점유율 2위인 한국의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.

현실적인 침투 가능 수요 전망 필요

미국 전기차 배터리 전체 수요는 2024년 114GWh에서 2030년 416GWh로, 그리고 2034년에는 579GWh로 연평균 +18% 성장이 전망된다. 다만 LFP 침투율이 상승하고 우회 경로를 통한 중국 기업들의 침투를 고려했을 때, 한국 기업들이 점유할 것으로 예상되는 시장 규모는 이보다 작은 2030년 326GWh, 2034년 446GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(침투 가능 수요 가정 : LFP 침투율 현재 6%에서 31%로 상승, LFP 시장 내 한국 기업 점유율 70%, 삼원계 시장 내 한국 기업 점유율 80% 확보). 유럽의 경우 전기차 배터리 전체 수요는 2034년까지 666GWh로 연평균 +15% 성장, 침투 가능 시장 규모는 2030년 170GWh, 2034년 210GWh로 봄이 적절하다고 판단한다(가정 : LFP 침투율 현 7%에서 36%로 상승, LFP 시장 내 점유율 15%, 삼원계 시장 내 점유율 40% 확보).

단기 모멘텀 부재하나 안정적 재무구조 매력 부각

단기적으로는 글로벌 Green Backlash 기조 및 전기차 수요 둔화, 중국과의 경쟁 심화 속에서 주가 상승 모멘텀 부재하다고 판단한다. 다만, 배터리 산업 내 전반적인 신용 리스크 부각되는 상황에서 경쟁사 대비 압도적인 재무 구조 안정성이 빛을 발할 것으로 판단한다. 안정적인 부채비율 및 현금흐름 바탕으로 전방 수요 회복 시 가격 매력 부각되며 주가 상승 잠재력 확대될 것으로 판단한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	454	502	550	537	689
매출원가	373	422	473	451	576
매출총이익	81	80	77	86	113
판매비	31	31	31	36	43
영업이익	50	49	47	51	70
금융손익	(1)	5	3	(2)	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	2
기타영업외손익	(7)	0	5	(4)	4
세전이익	42	54	55	45	78
법인세	(1)	12	11	3	15
계속사업이익	42	41	44	43	63
중단사업이익	(0)	(0)	2	0	0
당기순이익	42	41	47	43	63
비배주주지분 손이익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	42	41	47	43	63
지배주주지분포괄이익	54	25	43	40	77
NOPAT	50	37	38	48	56
EBITDA	73	73	82	85	113
성장성(%)					
매출액증가율	13.8	10.6	9.6	(2.4)	28.3
NOPAT증가율	78.6	(26.0)	2.7	26.3	16.7
EBITDA증가율	40.4	0.0	12.3	3.7	32.9
영업이익증가율	72.4	(2.0)	(4.1)	8.5	37.3
(지배주주)순이익증가율	7.7	(2.4)	14.6	(8.5)	46.5
EPS증가율	3.0	(10.3)	13.3	(8.8)	46.8
수익성(%)					
매출총이익률	17.8	15.9	14.0	16.0	16.4
EBITDA이익률	16.1	14.5	14.9	15.8	16.4
영업이익률	11.0	9.8	8.5	9.5	10.2
계속사업이익률	9.3	8.2	8.0	8.0	9.1

투자지표					
	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	1,000	897	1,016	927	1,361
BPS	11,531	11,460	12,390	13,255	21,440
CFPS	1,723	1,733	2,136	2,007	2,767
EBITDAPS	1,733	1,595	1,768	1,846	2,446
SPS	10,762	10,899	11,932	11,644	14,940
DPS	650	0	50	200	300
주가지표(배)					
PER	38.3	45.7	42.1	54.9	99.2
PBR	3.3	3.6	3.5	3.8	6.3
PCR	22.2	23.7	20.0	25.4	48.8
EV/EBITDA	20.8	23.3	23.1	27.8	54.7
PSR	3.6	3.8	3.6	4.4	9.0
재무비율(%)					
ROE	8.0	7.8	8.2	7.0	6.3
ROA	6.5	6.0	4.5	4.0	3.6
ROIC	23.2	11.9	8.6	9.4	7.4
부채비율	22.6	31.0	27.2	26.6	30.0
순부채비율	(45.0)	(33.5)	(40.8)	(26.5)	(31.1)
이자보상배율(배)	115.9	33.9	46.0	20.3	20.4

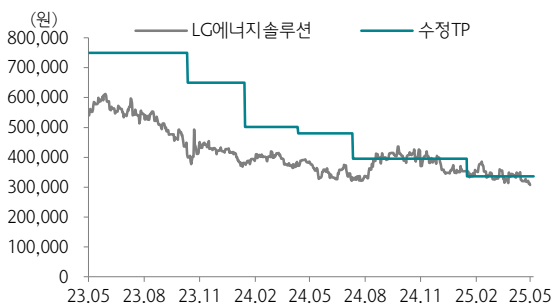
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	395	357	593	519	959
금융자산	250	197	401	294	632
현금성자산	46	53	333	137	235
매출채권	54	64	71	98	153
재고자산	59	51	84	102	135
기타유동자산	32	45	37	25	39
비유동자산	256	335	444	562	794
투자자산	64	43	49	90	101
금융자산	64	43	49	70	59
유형자산	176	271	375	454	674
무형자산	4	4	6	7	8
기타비유동자산	12	17	14	11	11
자산총계	650	692	1,037	1,081	1,754
유동부채	89	109	101	109	149
금융부채	8	15	5	12	13
매입채무	24	22	25	18	23
기타유동부채	57	72	71	79	113
비유동부채	31	55	120	119	256
금융부채	4	5	63	56	199
기타비유동부채	27	50	57	63	57
부채총계	120	164	221	227	404
지배주주지분	530	528	571	612	988
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	379	385	385	387	697
자본조정	3	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	29	10	(1)	(2)	12
이익잉여금	96	110	164	203	257
비지배주주지분	0	0	244	242	361
자본총계	530	528	815	854	1,349
순금융부채	(238)	(177)	(333)	(227)	(420)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	61	86	48	49	30
당기순이익	42	41	47	43	63
조정	30	39	38	42	60
감가상각비	24	25	35	34	43
외환거래손익	7	5	8	21	12
지분법손익	0	0	0	(0)	(2)
기타	(1)	9	(5)	(13)	7
영업활동 자산부채변동	(11)	6	(37)	(36)	(93)
투자활동 현금흐름	(220)	(62)	(47)	(218)	(457)
투자자산감소(증가)	(17)	21	(5)	(41)	(11)
자본증가(감소)	(18)	(119)	(115)	(117)	(208)
기타	(185)	36	73	(60)	(238)
재무활동 현금흐름	180	(18)	283	(11)	526
금융부채증가(감소)	(2)	8	37	(14)	130
자본증가(감소)	192	6	(0)	2	310
기타재무활동	(8)	(2)	246	3	95
배당지급	(2)	(30)	0	(2)	(9)
현금의 증감	20	7	280	(196)	98
Unlevered CFO	73	80	99	93	128
Free Cash Flow	44	(33)	(84)	(67)	(179)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

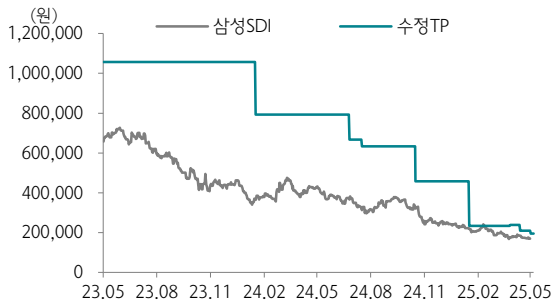
LG에너지솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.31	Neutral	336,000		
24.10.29	Neutral	395,000	-3.37%	-12.78%
24.7.26	BUY	395,000	-3.77%	10.51%
24.4.26	BUY	480,000	-26.10%	-18.13%
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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

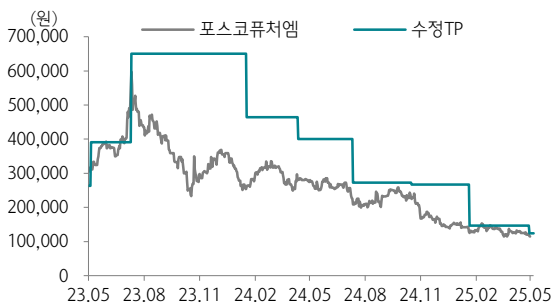
삼성SDI



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.16	Neutral	195,000		
25.4.28	Neutral	210,000	-17.31%	-12.57%
25.4.11	Neutral	238,000	-23.77%	-20.00%
25.1.31	Neutral	233,010	-12.97%	3.78%
24.10.31	BUY	457,208	-44.86%	-27.73%
24.7.31	BUY	632,455	-46.46%	-40.02%
24.7.10	BUY	667,701	-48.31%	-42.89%
24.1.31	BUY	793,017	-49.75%	-40.00%
23.5.23	1년 경과	-	-	-
22.5.23	BUY	1,057,356	-40.05%	-26.57%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

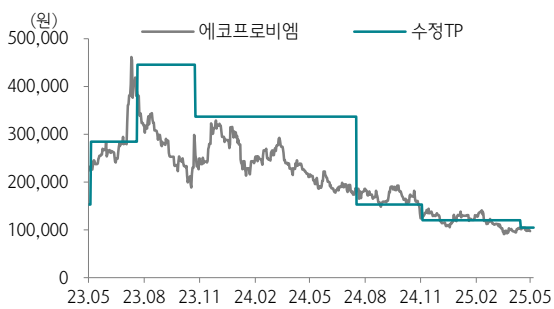
포스코퓨처엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.14	Neutral	124,000		
25.2.4	Neutral	147,000	-10.21%	4.08%
24.10.31	BUY	267,000	-37.29%	-9.74%
24.7.26	BUY	273,000	-16.85%	-5.31%
24.4.26	BUY	400,000	-33.76%	-28.50%
24.2.1	BUY	464,000	-36.17%	-27.59%
23.7.25	BUY	650,000	-45.28%	-13.85%
23.5.19	BUY	391,000	-1.73%	38.62%
22.11.8	BUY	263,000	-6.75%	57.41%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

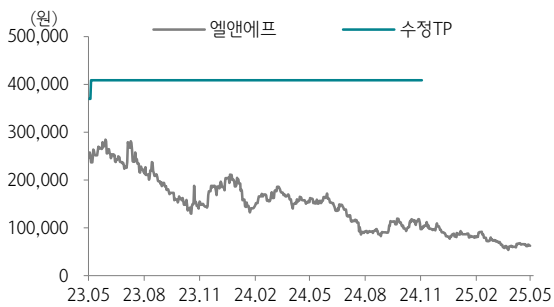
에코프로비엠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.30	Neutral	105,000		
24.11.18	Neutral	120,000	-1.18%	-24.08%
24.8.1	Neutral	153,000	10.96%	-18.63%
23.11.8	BUY	337,000	-28.92%	-2.37%
23.8.4	BUY	446,000	-37.81%	-22.76%
23.5.19	BUY	285,000	3.71%	62.11%
22.7.14	BUY	153,000	-6.10%	93.46%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엘앤에프



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.18	Not Rated	-		
24.5.19	1년 경과	-	-	-
23.5.19	BUY	409,000	-53.38%	-30.32%
23.5.17	1년 경과	-	-	-
22.5.17	BUY	370,000	-37.91%	-8.92%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데에너지머티리얼즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.11.17	Not Rated	-		

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 2025년 5월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2025년 5월 16일 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 하시기 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 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	94.95%	5.05%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 13일