

투자 전략 요약: 유의미한 섹터 매수 대응 필요

1Q24 실적 저점 확인. 25년까지 편한 분기 실적 방향성

테마도 좋지만 섹터 전체적인 펀더멘털과 밸류에이션에 주목

03
Monthly

월간 리서치 [배터리]

화씨지벽(和氏之璧). 비중 확대 구간 진입



EV Batteries

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

강민희 minhui.kang@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

투자 전략 요약: 유의미한 섹터 매수 대응 필요

1Q24 저점 확인. 25년까지 편한 분기 실적 방향

이미 주가에 충분히 반영된 1분기 실적 우려. 배터리 셀 목표주가 상향

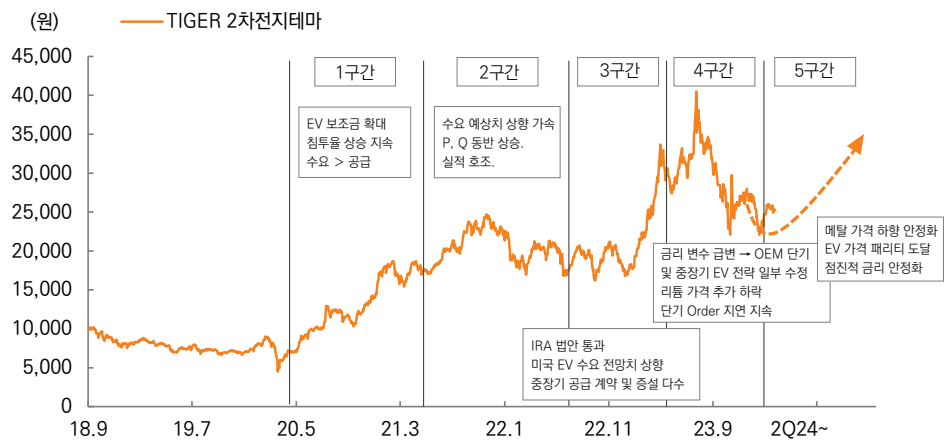
1분기 실적 우려는 주가에 충분히 반영되었으며, 배터리 셀 업체 기준 당사 영업이익 추정치의 추가적인 하향 조정은 제한적이라고 판단한다. 섹터 전체적으로 P(평가), Q(출하량)의 바닥을 통과하고 있다고 판단하며, 2분기부터 복미 라인을 시작으로 실적 개선이 시작될 것으로 예상된다. 특히, 양극재/배터리 셀의 추가적인 가격 하락이 제한적임을 인지한 고객사들의 재고 빌드업이 2분기부터 진행될 것으로 예상된다. 업황은 바닥을 통과하고 있으며, 25년까지 분기 실적 개선 사이클에 진입했다고 판단한다.

삼성SDI 목표주가는 66만원(기준 52만원)으로, LG에너지솔루션의 목표주가는 54만원으로 상향 조정(기준 50만원)으로 상향 조정한다. 목표주가 산정 시 사용하는 EBITDA 추정치를 24년 → 25년으로 변경하였다. LG에너지솔루션의 1Q24 영업이익 추정치와 2Q24 AMPC 금액 추정치를 상향 조정하였으며, 삼성SDI의 경우에는 기존 추정치인 2,530억원을 유지하였다. 삼성SDI는 AMPC가 없음에도 시장 우려대비 견조한 실적이 예상된다. 배터리 셀 뿐만 아니라 섹터 전반적인 관심이 필요한 구간이라고 판단한다.

테마도 좋지만 펀더멘털 방향성에도 관심 필요

테마도 좋지만 바닥을 통과하고 있는 전체적인 섹터 업황과 밸류에이션 수준에 대한 관심이 필요한 구간이라고 판단한다. 삼성SDI와 LG에너지솔루션 목표주가 상향 조정과 함께 1) 밸류에이션에 대한 접근이 여전히 유효하며 2) 상대적으로 견조한 실적 흐름이 예상되는 삼성SDI와 LG화학을 섹터 내 탑픽으로 유지한다.

그림 1. 23년 8월 ~ 24년 3월 단기 업황 둔화 구간 통과 중. 분기 실적 개선 구간 진입



자료: Wisefn, 미래에셋증권 리서치센터

분기별 업황: 업황 바닥 확인. 2분기 실적 개선 본격화

1분기 쇼크는 없다. 2분기 업황 개선 본격화 전망

섹터 업황은 1분기까지 부진할 것으로 예상하지만, 이미 분기 실적 우려는 주가에 충분히 반영되었으며, 배터리 셀 업체 기준 당사 영업이익 추정치의 추가적인 하향 조정은 제한적이라고 판단한다. 섹터 전체적으로 P(평가), Q(출하량)의 바닥을 통과하고 있다고 판단하며, 2분기부터 북미 출하량 증가로 실적 개선이 시작될 것으로 예상된다.

LG에너지솔루션의 1Q24 영업이익 예상치를 1,770억원으로 상향 조정하며(기존 490억원), 삼성SDI는 영업이익은 2,530억원으로 기존 추정치를 유지한다. LG에너지솔루션의 목표주가는 54만원으로 상향 조정(기존 50만원), 삼성SDI 목표주가는 66만원(기존 52만원)으로 상향 조정한다. 목표주가 산정 시 사용하는 EBITDA 추정치를 24년 → 25년으로 변경하였다. 1) 펀더멘털 방향성, 2) EV 수요 우려에 대한 우려, 3) 정책에 대한 우려 모두 1분기가 바닥이라고 판단하며, 25년까지 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 판단한다. 배터리 셀 뿐만 아니라 섹터 전반적인 비중 확대 전략이 유효하다고 판단한다.

가격 바닥 확인. 지금부터는 P가 Q를 견인

2월 리튬 및 니켈 가격이 반등하였다. 중국 시장 기준 배터리 등급 탄산리튬 가격은 1월 저점 대비 +12%, 니켈 가격(LME)은 2월 저점 대비 +16% 상승하였다. 메탈 가격과의 리드타임을 감안 시, 양극재와 배터리 셀 모두 2분기 중 가격 바닥을 통과할 것으로 판단한다.

출하량(Q)의 경우에도 북미 라인 중심의 회복세가 2분기부터 진행될 것으로 예상된다. 2분기 북미 라인 출하량(=AMPC)은 전분기 대비 2배 수준 증가할 것으로 추정한다(2분기 AMPC 금액 상향 조정). LG에너지솔루션의 AMPC 금액은 1분기 1,880억원 → 2분기 4,030억원으로 증가할 것으로 예상하며, SKON의 경우에도 1분기 극단적인 저점(770억원)에서 2분기(1,580억원)부터 점진적 회복이 예상된다. 두 업체 모두 북미 라인 조정이 진행되고 있어(LGES 얼티엄 소재 변경, SKON Ford → 현대차 고객 변경), 1분기 AMPC가 둔화되지만, 라인 조정 완료 후 북미 라인 출하량은 정상화가 진행될 것으로 판단한다.

평가의 바닥 신호가 출하량 회복을 견인할 것으로 전망한다. 작년 하반기부터 예상치 못한 급격한 메탈 가격 급락으로 단기 주문 이연이 가속화되고 있었다. 2분기 가격 바닥을 예상한 전방 고객사들의 점진적인 재고 빌드업이 재개될 것으로 예상된다.

그림 2. 2분기 제품 가격 바닥. 판가가 출하량 증가를 견인하는 구간 진입 중

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	비고
배터리 셀	P	↓	→	↓	↓	↓	→	→	→/↑	현 수준 메탈 가격 유지 전제 시, 2분기 중 배터리 셀 가격 바닥 형성 2분기 북미 라인 중심 출하량 회복 본격화
	Q	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	
	C	↓	→	↓	↓	↓	↓	→	→	
양극재	P	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→/↑	현 수준 메탈 가격 유지 전제 시, 4월 중 양극재 가격 바닥 형성 1분기에 이어 2분기 출하량 증가 지속될 것으로 예상
	Q	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	
	C	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→	
동박	P	→	→	→	→	→	→	→	→	
	Q	↓	→	→	↓	↓	→	↑	↑	
	C	↓	↓	→	→	→	→	→	→	
전해액	P	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→	
	Q	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↑	
	C	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→	
전해액 원재료	P	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→	
	Q	↓	↓	↓	↓	↓	→	↑	↑	
	C	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→	
분리막	P	↓	→	→	→	↓	→	→	→	
	Q	↓	↓	→	→	↓	↑	↑	↑	
	C	→	→	→	→	→	→	→	→	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 양극재 업체 분기 출하량 증가율 전망: 2분기 출하량 회복 지속 예상

(QoQ, %)

	1Q24F	2Q24F
LG화학	+40%	+20%
엘앤에프	+30%	+30%
포스코퓨처엠	+20%	+10%
에코프로비엠	Flat	+10%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

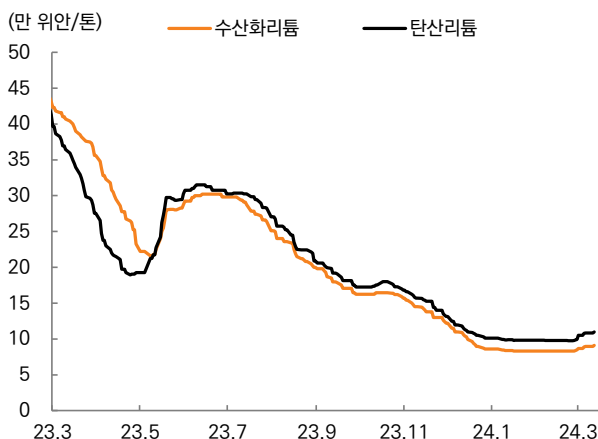
표 2. 분기 AMPC 추정. 2분기 북미 출하량 상향 조정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F
LG에너지솔루션	100	111	216	250	188	403
SKON	40	127	210	240	77	158

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 리튬 가격 2월 중 바닥 통과



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 니켈 가격 2월 중 바닥 통과



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

수요: 연초 우려 수준의 EV 판매. 하반기センチ먼트 개선 예상

연말 연초 예상했던 수준의 수요 둔화. 하반기センチ먼트 개선

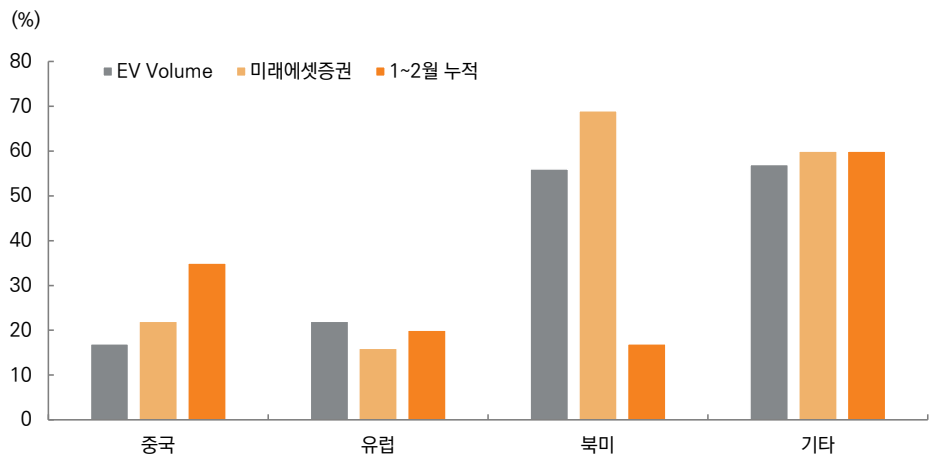
1~2월 누적 판매 190만대 수준(+27% YoY) 추정. 시장 예상 밴드 상단 수준

1~2월 누적 글로벌 EV 판매량은 190만대(+27% YoY) 수준일 것으로 추정한다. 시장 별로 중국 +35% YoY, 유럽 +20% YoY, 북미 +17% YoY 수준이며, 높은 23년 1~2월 기저가 높은 북미 시장을 제외하고는 당사 연간 예상치에 부합하는 수준의 판매량을 기록한 것으로 추정한다. 2월 최종 취합 데이터는 차주 발표될 예정이다.

전체적으로 '수요가 좋다'고 판단할 수 있는 구간은 아니지만, 하반기로 갈수록 수요에 대한センチ먼트는 개선될 것으로 판단한다. 1) 금리 하향 안정화(오토론 금리 6개월 후행), 2) EV 가격 인하 가속(내연기관과의 가격 패리티 도달), 3) 북미 지역 신규 모델 출시 및 보조금 수령 리스트 증가가 주된 요인이다.

섹터 펀더멘털 뿐만 아니라 연말 연초 극심했던 수요에 대한センチ먼트도 1Q24 바닥을 통과하고 있다는 판단이다.

그림 5. 시장 별 1~2월 누적 판매 성장률과 당사 예상치 비교



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

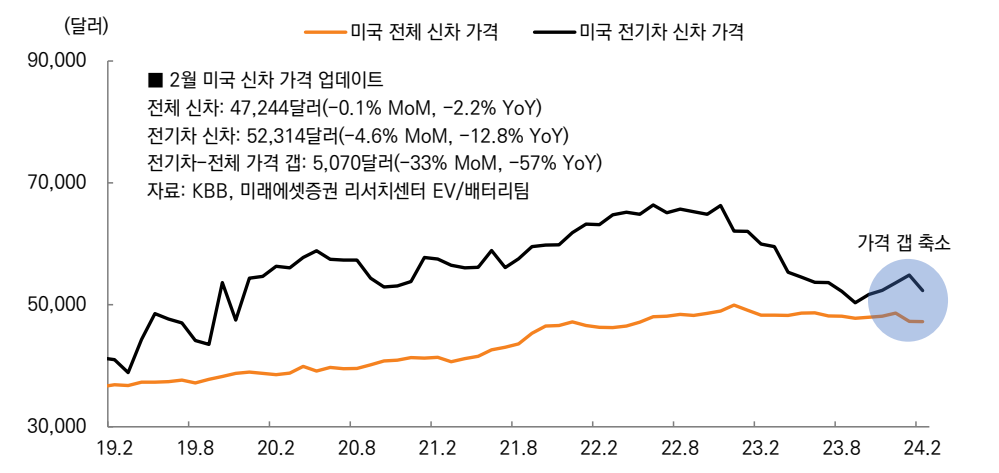
하반기로 갈수록 수요センチメント 개선 예상 1) 금리 하향안정화, 2) EV 가격 인하 가속
 금리의 점진적 안정화로 하반기 중 오토론 금리가 점진적으로 하락할 것으로 예상하며, 연초부터 본격화된 EV 인센티브 증가, 자체 가격 할인 등의 효과 등이 지속되며, 내연기관 대비 가격 패리티는 개선되어 나갈 것으로 판단한다.

그림 6. 기준 금리, 2년물 금리, 오토론 금리 추이. 하반기 진입 후 금리 하향 안정화 기대 UP



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 신차 전체 평균 가격과 EV 평균 가격 추이



자료: KBB, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연초 전기차 가격 인하 가속. 내연기관과의 패리티 도달 기대감 UP

시행일	그룹	브랜드	모델	EV/PHEV	시장	보조금 (달러)	인하폭 (달러)	판매가격 (달러)
2024-01-05	Volkswagen	ID.3	ID.3 Pro	EV	독일	2,000	5,680	43,325
2024-01-05	Volkswagen	ID.3	ID.3 Pro S	EV	독일	2,000	3,870	51,996
2024-01-05	Volkswagen	ID.4	ID.4	EV	독일	2,000	6,460	47,663
2024-01-05	Volkswagen	ID.4	ID.4 GTX	EV	독일	2,000	6,460	74,443
2024-01-05	Volkswagen	ID.5	ID.5 GTX	EV	독일	보조금 제외	6,460	54,717
2024-01-05	Volkswagen	ID.7	ID.7 Pro	EV	독일	보조금 제외	5,160	
2024-01-10	Volkswagen	ID.3	ID.3	EV	노르웨이		13,520	34,077
2024-01-10	Volkswagen	ID.4	ID.4	EV	노르웨이		7,006	39,102
2024-01-10	Volkswagen	ID.3	ID.3 Pro	EV	프랑스	5,500~7,600		43,321
2024-01-10	Volkswagen	ID.4	ID.4	EV	프랑스	5,500~7,600	7,600	47,654
2024-01-10	Volkswagen	ID.5	ID.5 crossover	EV	프랑스	5,500~7,600	8,830	54,707
2024-01-10	Volkswagen	ID.5	ID.5 Life Max	EV	프랑스	5,500~7,600	8,826	55,772
2024-01-17	Volkswagen	Volkswagen	ID.3	EV	벨기에	5,500		43,403
2024-01-17	Volkswagen	Volkswagen	ID.4	EV	벨기에	5,500		43,033
2024-01-12	Tesla	Model 3	Model 3	EV	중국	보조금 제외	2,150	34,101
2024-01-12	Tesla	Model 3	Model 3 Long Range	EV	중국	보조금 제외	1,600	39,648
2024-01-12	Tesla	Model Y	Model Y	EV	중국	보조금 제외	1,040	35,904
2024-01-12	Tesla	Model Y	Model Y Long Range	EV	중국	보조금 제외	900	41,590
2024-01-17	Tesla	Model Y	Model Y Long Range	EV	프랑스		3,330	46,554
2024-01-17	Tesla	Model Y	Model Y	EV	네덜란드		4,520	54,134
2024-01-17	Tesla	Model Y	Model Y	EV	노르웨이		2,300	38,825
2024-01-17	Tesla	Model Y	Model Y rear-wheel	EV	독일		2,060	46,545
2024-01-18	Tesla	Model Y	Model Y Long Range	EV	독일		5,410	54,124
2024-01-18	Tesla	Model Y	Model Y Performance	EV	독일		5,430	60,766
2024-02-18	Tesla	Model Y	Model Y rear-wheel	EV	독일		1,000	42,990
2024-02-18	Tesla	Model Y	Model Y Long Range	EV	독일	7,500	1,000	47,990
2024-01-18	BYD	Atto 3	Atto 3	EV	독일	보조금 적용	7,580	41,700
2024-01-18	BYD	Seal	Seal U Comfort	EV	독일	보조금 적용	7.1%	41,226
2024-01-18	BYD	Dolphin	Dolphin	EV	독일	보조금 적용	8.0%	
2024-01-18	BYD	Seal	Seal	EV	독일	보조금 적용	5.0%	
2024-02-02	Tesla	Model Y	Model Y RWD	EV	캐나다	12,000	4,000	53,990
2024-02-02	Tesla	Model Y	Model Y Long Range	EV	캐나다		4,000	63,990
2024-02-16	현대자동차	아이오닉5	SE Standard Range RWD	EV	미국	보조금 제외	7,500	43,175
2024-02-15	Lucid	Air Pure	Air Pure RWD	EV	미국	보조금 제외	7,500	69,900
2024-02-19	BYD	친	친 플러스	PHEV	중국	보조금 적용	3,605	11,066
2024-02-19	Ford	Mustang	Mach-E	EV	캐나다	5,000	5,000	51,995
2024-02-19	Ford	Mustang	Mach-E GT	EV	캐나다	5,000	13,000	69,995
2024-02-20	Ford	Mustang	Mach-E	EV	미국	5,000	5,000	39,895
2024-02-20	Ford	Mustang	Mach-E GT	EV	미국	5,000	13,000	52,395
2024-02-21	Ford	Mustang	Mach-E 프리미엄	EV	미국		8,100	48,895
2024-02-21	우링모터스	ShanghaiGM Wuling	우링싱광	PHEV	중국	보조금 적용	830	13,724
2024-02-19	GM	Buick	Lacrosse	EV	중국	보조금 적용	4850	24931
2024-02-19	GM	Buick	Verano Pro	EV	중국	보조금 적용	7622	17863
2024-02-19	GM	Buick	Envision Plus	PHEV	중국	보조금 적용	9010	31306
2024-02-19	Hozon Auto	Neta	Neta X	EV	중국	694	3,060	14,536
2024-02-19	Hozon Auto	Neta	Neta Aya	EV	중국	416	1,110	9,127
2024-02-19	Hozon Auto	Neta	Neta S	EV	중국	694	700	21,471

시행일	그룹	브랜드	모델	EV/PHEV	시장	보조금 (달러)	인하폭 (달러)	판매가격 (달러)
2024-02-19	장안자동차	A05	A05	EV	중국	보조금 적용	1,520	10,934
2024-02-21	장안자동차	X5	X5 PLUS	EV	중국	보조금 적용	2,500	10,242
2024-02-21	장안자동차	X7	X7 PLUS	EV	중국	보조금 적용	2,080	11,628
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Select RWD Standard Range	EV	캐나다	7,000	5,000	51,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Select eAWD Standard Range	EV	캐나다	7,000	5,000	54,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Premium RWD Standard Range (LFP)	EV	캐나다	7,000	5,000	56,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Premium eAWD Standard Range (LFP)	EV	캐나다	7,000	5,000	59,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Premium RWD Extended Range	EV	캐나다	7,000	5,000	61,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	Premium eAWD Extended Range	EV	캐나다	7,000	5,000	64,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	California Route 1 Extended Range	EV	캐나다	7,000	5,000	64,995
2024-02-19	Ford	Mustang Mach-E	GT Performance Edition Extended Range	EV	캐나다	보조금 제외	13,000	69,995
2024-03-05	KIA	EV9	EV9 Light RWD	EV	미국	보조금 제외	6,000	56,395
2024-03-05	KIA	EV9	EV9 Light Long Range RWD	EV	미국	보조금 제외	6,000	60,695
2024-03-05	KIA	EV9	EV9 Wind e-AWD	EV	미국	보조금 제외	6,000	65,395
2024-03-05	KIA	EV9	EV9 Land e-AWD	EV	미국	보조금 제외	6,000	71,395
2024-03-05	KIA	EV9	GT-Line e-AWD	EV	미국	보조금 제외	6,000	73,900
2024-03-08	GM	Chevy Blazer	Chevy Blazer 2LT AWD	EV	미국	7,500	6,520	42,695
2024-03-08	GM	Chevy Blazer	Chevy Blazer RS AWD	EV	미국	7,500	5,620	47,095
2024-03-08	GM	Chevy Blazer	Chevy Blazer RS RWD	EV	미국	7,500	5,620	48,670

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

연초 예상대비 더딘 미국 판매 증가율. 점진적 개선 전망

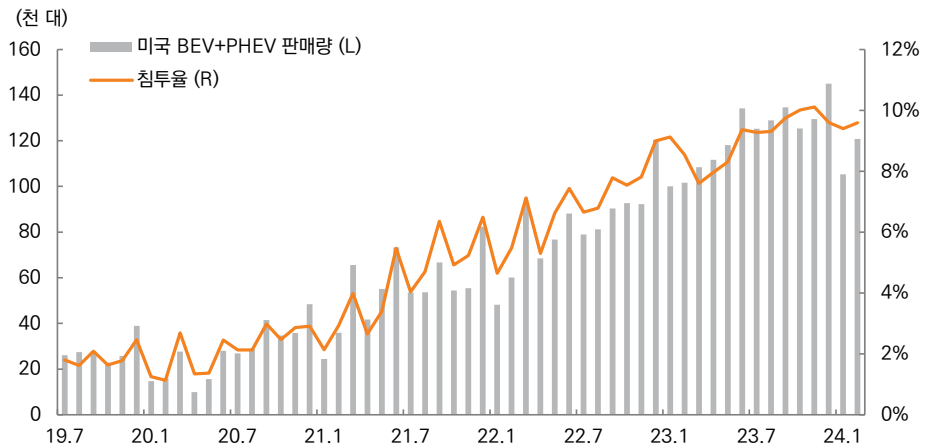
미국 시장 성장률에 대한 시장의 우려가 높다. 확실히 연초 BEV보다 HEV의 판매 증가율이 높은 상황이다. 미국 2월 BEV 판매량은 97,645대(+15% YoY), PHEV 판매량은 23,139대(+32% YoY), HEV 판매량은 105,799대(+58% YoY)를 기록하였다.

단, 1) 작년 초 IRA 보조금 시작으로 타 시장 대비 기저가 높다는 점, 2) 24년 1월 2일 FEOC 적용이 시작되며 IRA 보조금 수령 가능 모델 수가 43개 종에서 19개 종으로 줄어든 점에 주목할 필요가 있다. 3월부터 점진적으로 기저는 낮아지며, IRA 보조금 수령 가능 모델 수는 1월 19개종, 2월 27개 종, 3월 33개 종으로 다시 확대되고 있다.

2월 중 VW ID.4 8개 종이 추가되었으며, 2월 말 ~ 3월 중 GM LYRIQ, Honda Prologue, Audi Q5(2개 종), Nissan Leaf(2개 종)이 추가되었다. 향후 얼티엄 라인의 분리막, 전해액 소싱처 변화가 지속되며 블레이저, 이쿼녹스 등의 모델이 추가될 것으로 판단하며, 현대차의 경우에도 북미 EV 제조 시점을 당기면서 배터리 제조 지역 변경을 진행 중인 것으로 파악되는 바, 하반기 중 보조금 명단에 진입할 것으로 판단한다. 하반기 IRA 보조금 수령 가능 모델 수는 작년 하반기 수준으로 회복될 것으로 전망한다.

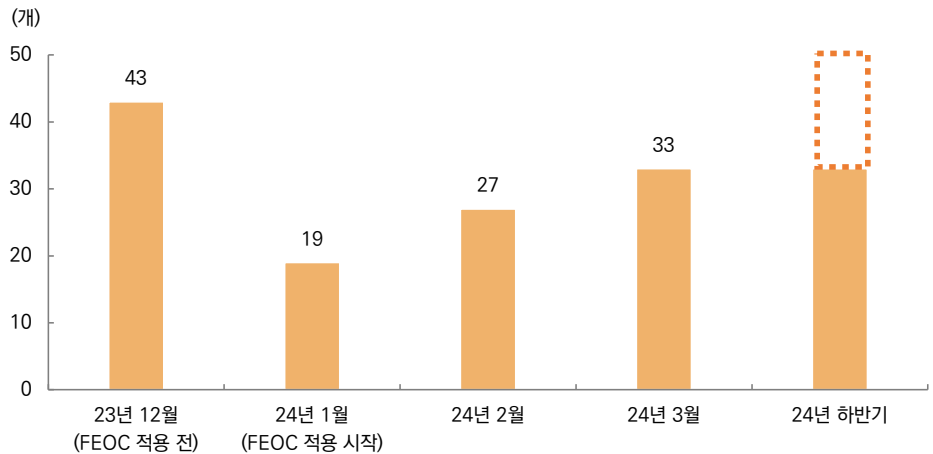
연초 미국 지역 EV 판매 성장률을 저해하고 있는 요인들은 점진적으로 해소되어 가고 있다고 판단한다. 연초 성장률은 예상치에 미치지 못하지만, 향후 점진적으로 개선될 여력이 있다고 판단한다.

그림 8. 미국 시장 침투율 추이. 작년 초 높은 기저 효과 감안 필요



자료: EV volumes, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. IRA 보조금 수령 모델 수



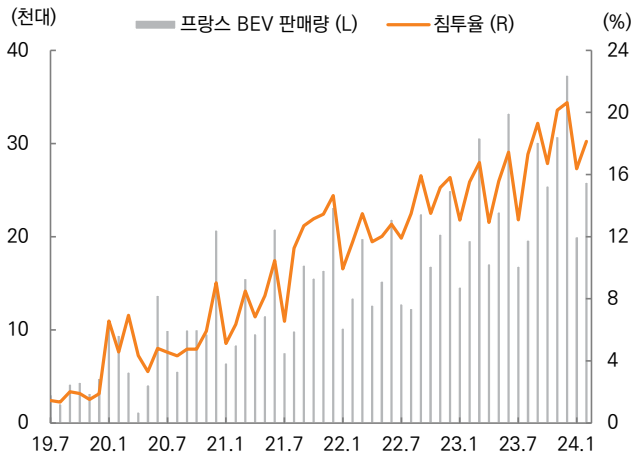
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. IRA Tax Credit 수령 모델(3월 6일 기준)

그룹	브랜드	모델명	연식	EV/PHEV	보조금	MSRP 기준(이하)	배터리 공급업체 추정	조건 충족 추정
GM	Chevrolet	Bolt EUV	22-23	EV	\$7,500	\$55,000	LG에너지솔루션(미국)	부품, 광물
		Bolt EV	22-23	EV	\$7,500	\$55,000	LG에너지솔루션(미국)	부품, 광물
	Cadillac	LYRIQ	24	EV	\$7,500	\$80,000	LG에너지솔루션(미국)	부품, 광물
Stellantis	Chrysler	Pacifica PHEV	22-24	PHEV	\$7,500	\$80,000	LG에너지솔루션(미국)	부품, 광물
	Jeep	Grand Cherokee PHEV 4xe	22-24	PHEV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(헝가리)	광물
		Wrangler PHEV 4xe	22-24	PHEV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(헝가리)	광물
Ford	Ford	Escape Plug-in Hybrid	22-24	PHEV	\$3,750	\$80,000		광물
		F-150 Lightning (Extended)	22-24	EV	\$7,500	\$80,000	SK온(미국)	부품, 광물
		F-150 Lightning (Standard)	22-24	EV	\$7,500	\$80,000	SK온(미국)	부품, 광물
	Lincoln	Corsair Grand Touring	22-24	PHEV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(헝가리)	광물
Rivian	Rivian	R1S Dual Large	23-24	EV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(말레이시아)	광물
		R1S Quad Large	23-24	EV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(말레이시아)	광물
		R1T Dual Large	23-24	EV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(말레이시아)	광물
		R1T Dual Max	23-24	EV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(말레이시아)	광물
		R1T Quad Large	23-24	EV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(말레이시아)	광물
Tesla	Tesla	Model3 Performance	23-24	EV	\$7,500	\$55,000	파나소닉(미국)	부품, 광물
		Model X Long Range	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	파나소닉(미국)	부품, 광물
		Model Y All-Wheel Drive	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	파나소닉(미국)	부품, 광물
		Model Y Performance	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	파나소닉(미국)	부품, 광물
		Model Y Rear-Wheel Drive	24	EV	\$7,500	\$80,000	파나소닉(미국)	부품, 광물
Volkswagen	Volkswagen	ID.4 AWD PRO	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 AWD PRO S	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 AWD PRO S PLUS	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 PRO	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 PRO S	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 PRO S PLUS	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 S	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
		ID.4 STANDARD	23-24	EV	\$7,500	\$80,000	SKON(미국)	부품, 광물
	AUDI	Q5 PHEV 55 TFSI e quattro	23-24	PHEV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(헝가리)	광물
		Q5 S Line 55 TFSI e quattro	23-24	PHEV	\$3,750	\$80,000	삼성SDI(헝가리)	광물
Honda	Honda	Prologue	24	EV	\$7,500	\$80,000	LG에너지솔루션(미국)	부품, 광물
Nissan	Nissan	LEAF S	24	EV	\$3,750	\$55,000		
		LEAF SV PLUS	24	EV	\$3,750	\$55,000		

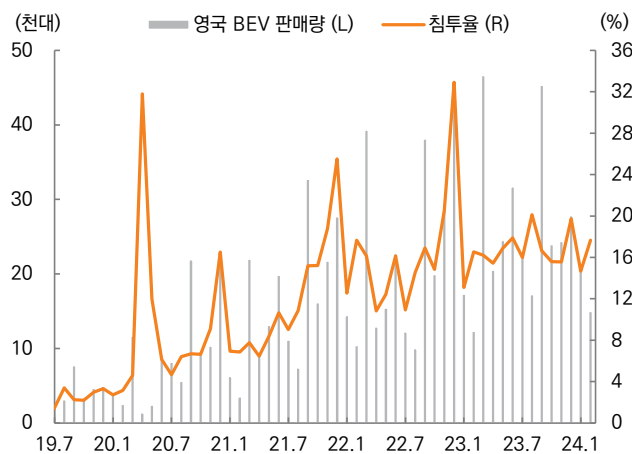
자료: IRS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 프랑스 월별 BEV 판매 추이



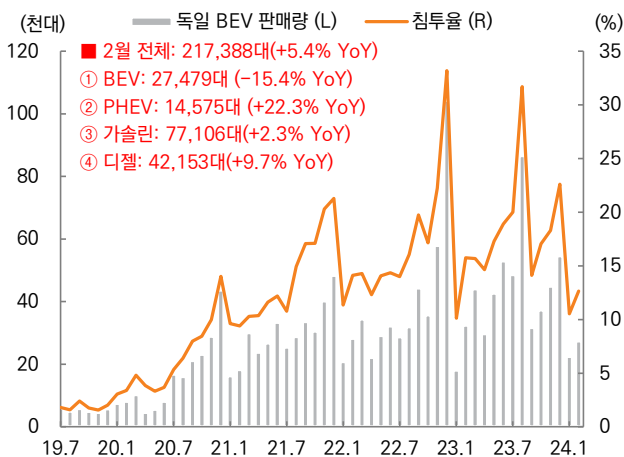
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 영국 월별 BEV 판매 추이



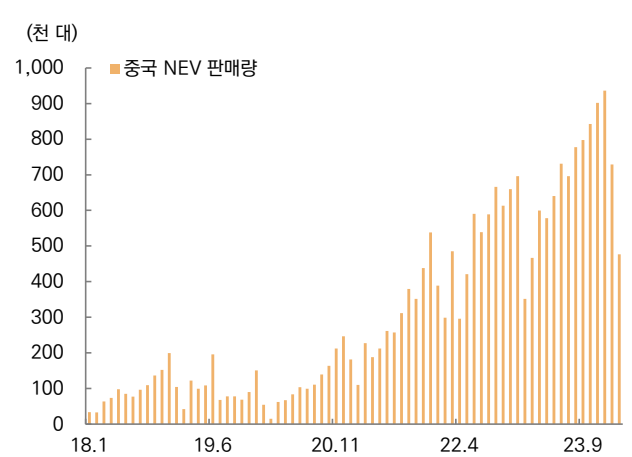
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 독일 월별 BEV 판매 추이



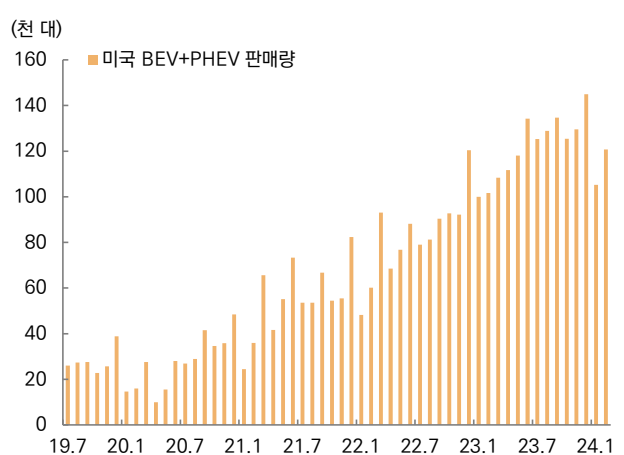
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 중국 NEV 판매 추이



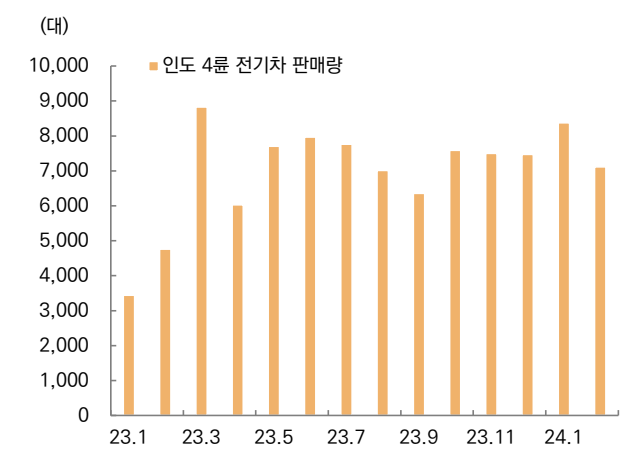
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 미국 BEV + PHEV 판매 추이



자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 인도 4륜 전기차 판매 추이



자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

가격: 상위 업체도 힘든 가격 수준

메탈 가격 바닥 확인: 판가가 출하 회복을 견인하는 구간

당사는 지난 월간 자료들을 통해 2월 춘절 전후 메탈 가격 바닥을 다질 가능성이 높다고 언급하였으며, 실제로 2월 바닥 가격 기준 탄산리튬(배터리 등급, 중국 기준)은 +11%, 니켈가격(LME 기준)은 +16% 상승하였다. 단, 유의미한 EV 판매 개선세가 감지되고 있지는 않은 상황이기때 가격의 지속 상승에 대한 막연한 기대감보다는, 2월 중 진행되었던 글로벌 상위 업체들의 컨퍼런스 콜에서 확인된 공급 축소에 따른 가격 방어 신호에 지속 주목한다.

현 시점의 메탈 가격이 유지된다면, 양극재는 2분기 초, 배터리 셀은 2분기 말 가격이 바닥을 통과한 후 소폭 상승할 것으로 예상된다. 추가적인 가격 하락이 제한적임을 확인한 일부 고객사들의 이연되었던 주문량 회복이 기대된다.

2월 중 진행된 주요 메탈 Player의 Q&A 요약(가격 관련 부분 발췌)

1) 앨버말

Q&A

Q) 리튬 가격 전망?

A) 현재 수준에 머무를 것으로 예상. 생산 중단되고 프로젝트가 장부에서 제외되어 결국 가격이 상승하여 불균형 발생 예상. 이 후 다시 우상향 사이클 기대

Q) Capex? 일부 투자 지역 재가속하기 위한 조건?

A) 우리가 보는 가격 수준과 수요. 현재 수준의 가격에서는 지속 불가능하다고 생각. 현재 운영 중인 일부 자산에서는 운영 현금 수준보다 낮음. 또한, 현물 가격이 특정 수치에 도달하더라도 투자 모드로 되돌릴 필요는 없음

Q) 현재 재고 수준?

A) 업스트림 공급망 상단에서 리튬염과 생산량을 보면 재고 정상화되었다고 느낌. 지금 보고 있는 감축량은 배터리 셀 및 모듈 단이기 때문에 예측하기 어려움

Q) 현물 가격 하락시키는 있는 재고 과잉을 어디에서 볼 수 있는지?

A) 업스트림은 아님. 높은 재고 수준은 아니기 때문에 실제로 호주에 있는 500만 프로젝트가 관리 및 유지보수 단계에 있지 않음

Q) 수산화리튬 현물 가격이 중국의 탄산리튬 가격보다 낮아지는 이유?

A) 작년 중국 LFP 생산위한 탄산리튬의 수요 증가함에도 불구하고 유럽 및 북미에서는 반대 추세. 두 제품은 균형을 이루기 시작했으며 혼합 비율이 50대 50으로 가까워지고 있으나 지켜봐야 함. 기술과 규모의 경제가 발전함에 따라 움직일 것으로 예상. 가동률 낮추지 않고도 수요 따라잡을 수 있음

Q) 중국 레피돌라이트 생산 중단? 얼마나 폐쇄될 것으로 예상하는지?

A) 비통합 레피돌라이트 생산은 중단되었음. 현재 가격에서는 비용이 가격보다 훨씬 높은 상황

2) Arcadium Lithium

1H24 리튬 산업 전망

- 리튬가격 상승할 것으로 예상하나 자본집약적 특성으로 인해 변동성 확대
- 레피돌라이트와 비통합 스포듀민과 같은 고비용 생산은 시장 떠날 것
- Energy Storage 공급 증가(LFP, 미드니켈, 하이니켈) 예상

Q&A

Q) 주문 물량에 따른 수산화리튬 3월~4월 가격?

A) 변동성 높아 아직 가격은 불확실하나 해당 거래량 중 일부는 확실히 상승 기회 있음. 불확실한 물량에 대해서는 자격심사 진행. 수요 전망을 긍정적으로 보는 이유는 주문량에 대해 꽤 좋은 가시성 확보. 탄산리튬은 주로 월 단위 판매라 조금 더 복잡

Q) 중국은 불확실한 상황인데 업데이트? 선물 가격 관련한 당사의 뷰?

A) 지난 10년 이상 본 것 중 가장 불투명한 상황인데, 여러가지 이유 존재. 공급망이 더 복잡해졌고, 보유한 큰 고객 중 일부는 다른 배터리 기술로의 이동(ex. IRA로 인한 제조 위치 변동)이라고 생각

Q) 중국 기가팩토리 낮은 가동률이 당사에 미치는 영향? 재고 정리 작업이 진행되는 과정에서의 가시성?

A) Tier2 혹은 Tier3 배터리 셀 업체들의 가동 중단 및 폐쇄 더 많이 발생할 것으로 예상했지만 아직은 좀 이른 상황. 호주 스포듀민 쪽에서는 수요 다시 증가할 수 있다는 뷰도 있음. 당사에 미치는 영향은 제한적

3) SQM

Q&A

Q) 24년 공급과잉 지속 관련 코멘트?

A) 가격은 예측하기 어려울 것으로 예상. 3개월 동안 가격은 안정적이었음. 신규 공급이 시장에 들어와서 총 수요는 +20% 증가할 것으로 예상

Q) 미국 EV 수요 속도조절이 당사에 미치는 영향?

A) 궁극적으로 EV수요는 증가할 것으로 예상되며 영향은 미미.

Q) 4Q23 Realized price 예상 하회 요인?

A) 향후 가격은 불확실하지만 계약 베이스는 지수와 연동. 중국 판매량은 중국이랑 중국 외 가격 지수에 연동

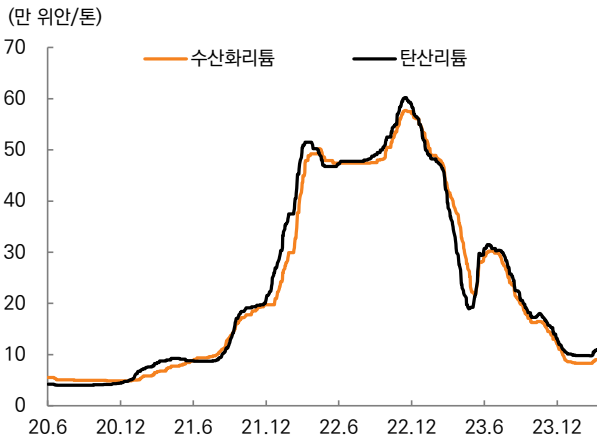
Q) 생산량 가이드선스?

A) 수요 변화 가능성 및 재고 고려해서 진행할 예정

4) Glencore

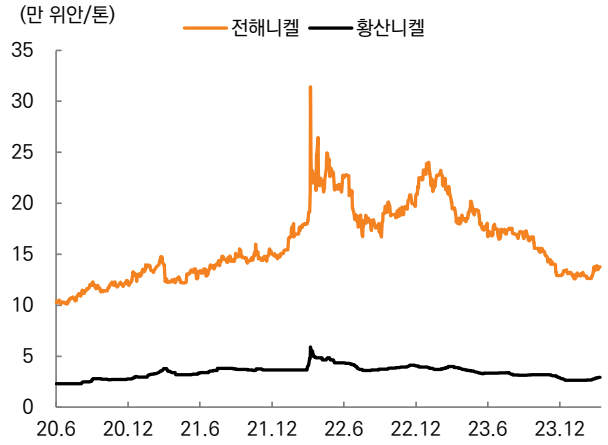
- 작년 연평균 니켈 가격은 851c/lb(18,744달러/톤)
- 24년 연간 가이드선스 기준 니켈 가격 전망은 738c/lb(16,256달러 톤)
(2월 중순 컨퍼런스 콜 당시 니켈 가격)
- 원가 열위 프로젝트 드랍으로 인한 니켈 생산량 전망(생산 감축 언급)
- 22년 10.8만톤 → 23년 9.8만톤 → 24년 8.0~9.0만톤 → 25년 7.5~8.5만톤

그림 16. 리튬 가격 추이



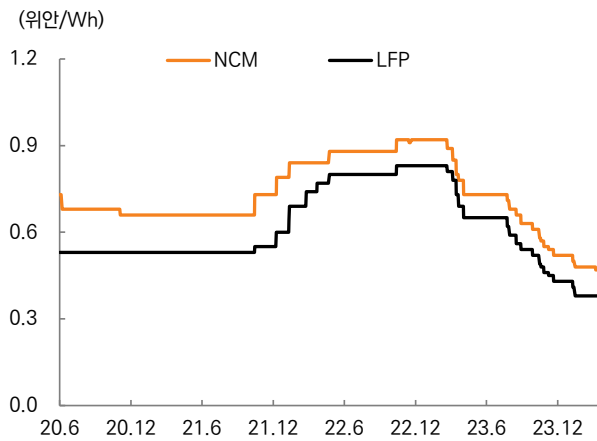
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 니켈 가격 추이



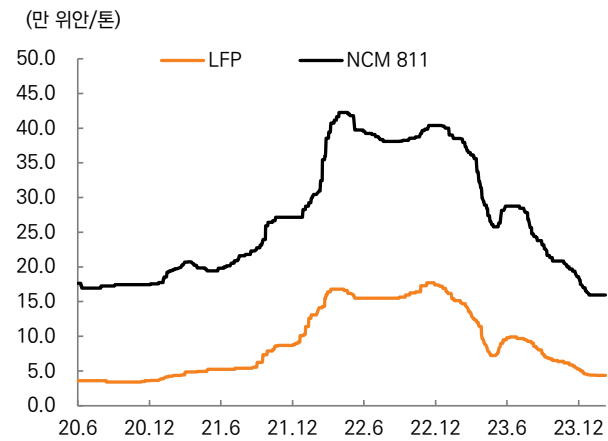
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 배터리 가격 추이



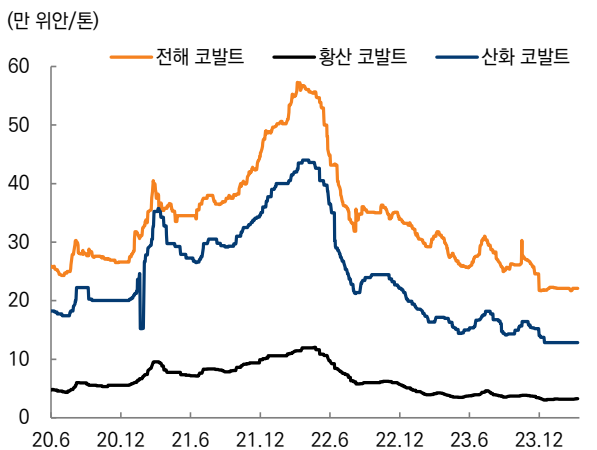
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 양극재 가격 추이



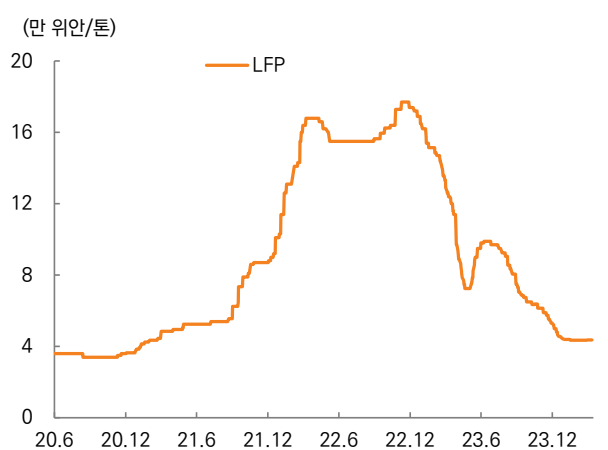
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 코발트 가격 추이



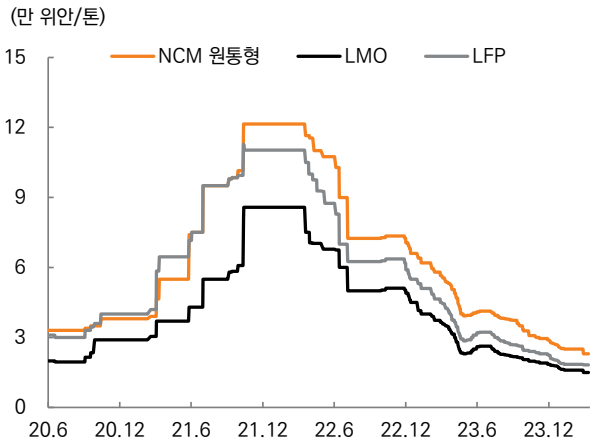
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 양극재 LFP 가격 추이



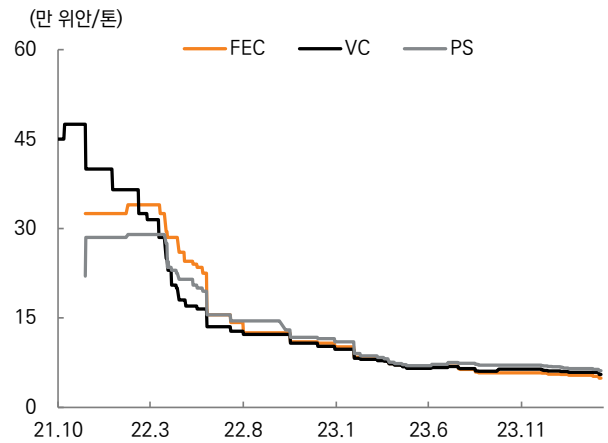
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 전해액 가격 추이



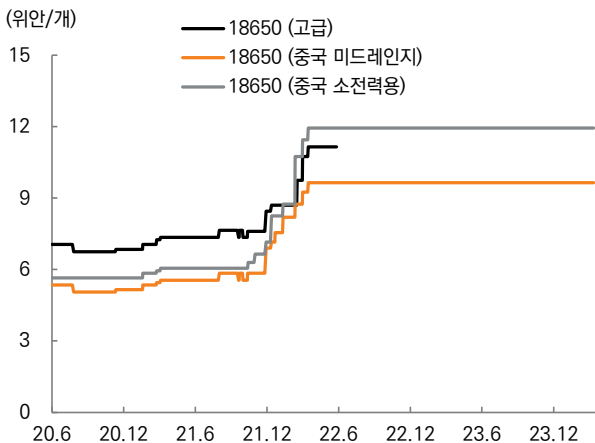
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 전해액 첨가제 가격 추이



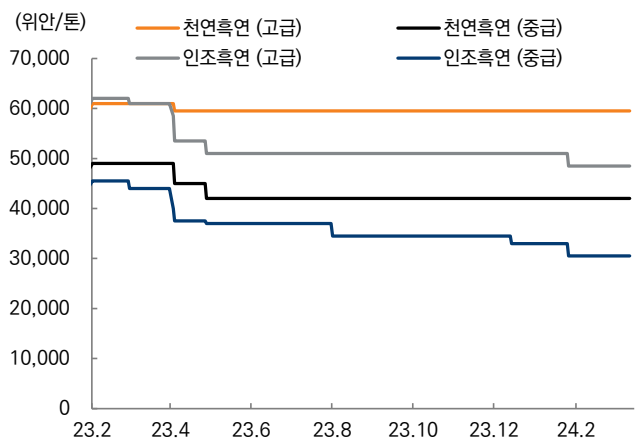
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 원통형 배터리 가격 추이



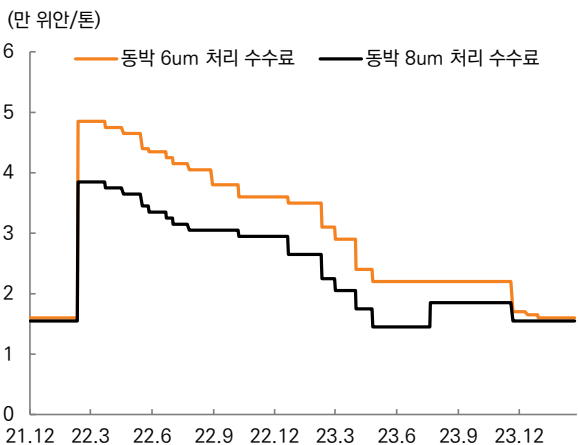
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 음극재 가격 추이



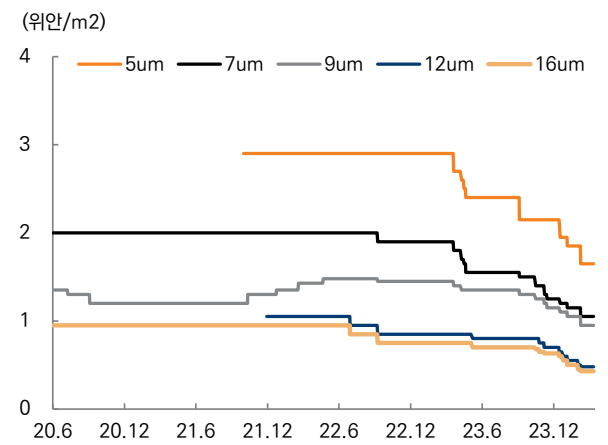
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 동박 가격 추이



자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 분리막 가격 추이



자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix: 주요 업체 수익률 및 Valuation

배터리 셀

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
삼성 SDI	31,597	25,185	30,576	2,091	2,953	10.5	12.4	13.9	10.7	1.3	1.2	7.9	6.2
LG에너지솔루션	98,163	37,148	50,581	3,455	6,555	10.9	18.3	46.6	23.7	4.2	3.6	15.3	9.7
SK이노베이션	11,574	77,735	83,005	3,057	4,707	5.8	9.2	9.2	5.3	0.5	0.5	6.4	5.0
CATL	132,387	88,706	106,877	10,944	13,463	22.1	22.0	-	-	-	-	-	-
BYD	94,857	149,427	178,732	9,236	11,951	24.4	24.6	-	-	-	-	-	-
Panasonic	30,734	75,654	78,700	3,640	4,304	10.6	9.1	-	-	-	-	-	-

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 양극재

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
엘앤에프	5,778	5,178	8,201	151	460	7.4	21.9	181.7	19.4	4.3	3.5	44.0	14.4
코스모신소재	5,640	1,230	2,523	76	168	14.3	25.3	90.1	40.5	11.5	8.9	48.2	24.8
포스코퓨처엠	5,742	6,488	10,253	318	693	8.5	16.3	108.0	49.0	8.8	7.5	44.9	25.2
LG화학	5,676	62,388	76,638	3,961	6,874	7.1	11.5	16.1	8.6	1.1	1.0	5.9	4.4
에코프로비엠	5,713	7,768	11,801	393	765	15.6	26.9	138.6	62.2	15.9	12.9	48.2	27.4
유미코아	7,464	9,200	6,935	949	982	10.5	11.9	12.7	12.1	1.3	1.3	7.0	7.0
스미토모 금속광산	10,383	12,594	12,927	627	858	3.3	5.2	-	-	-	-	13.3	9.9
이스프링	3,204	3,782	4,578	469	544	15.1	15.3	-	-	-	-	4.1	3.1
닝보 산산	4,946	4,770	5,424	416	603	7.3	10.9	-	-	-	-	-	-
다이나노닉	1,925	3,855	4,976	303	449	9.4	15.3	-	-	-	-	6.4	5.5
Yongbai tech	2,838	4,617	5,535	279	367	12.5	14.7	-	-	-	-	7.7	6.3

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 리튬

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
에코프로	1,668	8,288	13,498	59	104	4.6	7.5	32.5	19.0	1.4	1.3	15.5	11.3
앨버말	18,736	9,372	10,800	1,250	2,121	17.1	19.6	13.5	8.9	1.3	1.1	10.4	7.1
강평리튬	11,864	5,728	7,134	1,201	1,586	10.9	13.6	-	-	-	-	10.4	7.4
천제리튬	13,460	3,956	4,138	2,763	2,738	13.1	11.8	-	-	-	-	4.1	3.3

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 전해액&전해질

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
천보	874	297	509	22	69	1.7	10.8	-58.8	24.7	2.8	2.6	24.7	13.3
엔켐	883	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
후성	896	612	758	23	52	2.4	7.2	122.7	40.5	3.1	2.9	15.1	11.3
솔브레인홀딩스	890	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
동화기업	905	1,279	1,765	88	163	5.8	12.1	37.6	16.3	1.9	1.6	14.2	8.4
우베흥산	2,373	4,289	4,514	163	216	5.9	6.2	-	-	-	-	10.5	9.2
캡켐	6,070	1,982	2,584	360	500	15.6	16.7	-	-	-	-	14.2	10.1
센트럴 글래스	673	1,456	1,474	104	117	9.2	6.9	-	-	-	-	5.8	5.0
텐치 고신재료	13,460	3,956	4,138	2,763	2,738	13.1	11.8	-	-	-	-	4.1	3.3

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 분리막

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
SKIET	919	906	1,411	88	217	3.2	7.1	75.8	32.0	2.3	2.2	22.0	14.0
더블유씨피	903	359	582	59	104	4.6	7.5	32.5	19.0	1.4	1.3	15.5	11.3
원난언제신소재	7,707	2,987	3,683	837	968	13.2	14.1	-	-	-	-	7.3	5.7
중차이 과기	4,649	5,680	6,552	718	862	14.0	15.0	-	-	-	-	7.4	6.6
W-Scope	360	457	653	49	120	3.5	8.4	-	-	-	-	6.4	4.8
아사히카세이	12,764	25,008	26,122	1,237	1,553	5.3	6.5	-	-	-	-	7.2	6.3
도레이 인더스트리스	9,800	22,390	23,403	913	1,226	4.5	5.6	-	-	-	-	7.7	6.5

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 동박

(십억 원)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
롯데에너지 머티리얼즈	918	991	1,278	64	119	2.3	4.0	43.1	23.0	1.2	1.1	11.8	9.0
SKC	916	2,671	3,612	51	263	-2.3	5.5	25.5	45.1	2.0	2.0	19.0	11.0
솔루스첨단소재	964	626	906	-5	54	-2.1	2.0	-178.5	66.1	1.9	1.8	19.5	11.7
고려아연	961	10,081	10,526	768	860	6.1	6.6	17.3	15.5	1.1	1.0	8.2	7.5

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 전구체

(십억 원)

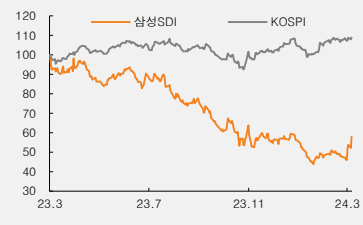
기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
에코프로 머티리얼즈	1,500	1,133	1,674	67	145	-	-	278.6	121.6	-	-	-	-
GEM	4,888	6,172	7,304	391	568	6.4	2.2	-	-	-	-	13.6	11.0
CNGR	5,712	7,193	8,551	617	791	13.4	14.8	-	-	-	-	10.5	7.2
화유코발트	8,113	16,792	20,573	1,674	2,053	15.3	16.6	-	-	-	-	7.4	6.0

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 660,000원
현재주가(24/3/12)	459,500원
상승여력	43.6%

영업이익(24F, 십억원)	1,757
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,747
EPS 성장률(24F, %)	7.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	48.1
P/E(24F, x)	14.9
MKT P/E(24F, x)	11.5
KOSPI	2,681.81
시가총액(십억원)	31,597
발행주식수(백만주)	69
유동주식비율(%)	73.5
외국인 보유비중(%)	42.4
베타(12M) 일간수익률	1.78
52주 최저가(원)	347,500
52주 최고가(원)	778,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	19.4 -17.7 -37.7
상대주가	16.6 -22.1 -44.3



[디스플레이/배터리]
김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

삼성SDI

목표주가 66만원으로 상향 조정

목표주가 66만원으로 상향 조정. 이제 좋아지기 시작

삼성SDI에 대한 목표주가를 66만원으로 상향 조정한다(기존 52만원). 목표주가 산정에 사용하던 EV/EBITDA를 24년 → 25년으로 변경하였다. 멀티플 적용 시점의 변경은 25년 EV 판매량 증가율이 24년을 상회할 것으로 판단하기 때문이다. 1) 금리 안정화, 2) EV 가격 인하에 따른 내연기관과의 가격 패리티 도달 시점이 빨라지고 있다. 단순히 전고체 배터리, 4680의 테마성 성격이 아닌 본업 실적의 바닥 통과에 보다 주목할 필요가 있으며, 저평가된 밸류에이션 역시 여전히 매력적이다.

1Q24 실적이 바닥. 25년까지 실적 개선 시작 전망

동사의 1Q24 영업이익은 2,530억원을 기록할 것으로 예상된다(기존 추정치 유지). 섹터 P(평가), Q(출하량)이 가장 안 좋은 1분기에 AMPC 없이도 상대적으로 견조한 실적을 기록할 것으로 전망한다.

2Q24부터 실적 개선이 본격화될 것으로 전망하는데, 이는 1) 2월 중 바닥을 잡은 리튬/니켈 가격, 2) 배터리 판가의 추가 하락이 제한적임을 인지한 전방 고객사들의 재고 빌드업이 진행될 것으로 판단하기 때문이다. 탄산리튬(배터리 그레이드, 중국) 가격은 2월 저점 대비 +12%, 니켈가격(LME)은 2월 저점 대비 +16% 상승하였다. 배터리 판가까지의 리드타임을 고려할 시, 2분기가 배터리 가격의 바닥이다. 메탈가격의 추가적인 상승이 진행될 경우, 3분기부터 배터리 판가 상승의 가능성도 있다.

P(평가), Q(출하량)의 방향성을 감안 시, 동사의 분기 실적은 1Q24를 바닥으로 25년까지 성장할 것으로 전망한다. 특히, 동사는 투자가 후행적으로 집행되며 주요 북미 라인들의 가동이 25년부터 본격화되며, AMPC 역시도 25년부터 유의미하게 인식될 것으로 추정한다. 업황, 분기 실적 모두 바닥을 통과하고 있다.

테마 반영하지 않아도 여전히 매력적인 밸류에이션

전고체 배터리, 4680 등의 모멘텀과 이에 따른 긍정적인 멀티플이 예상되나, 굳이 미래의 신제품까지 반영하지 않아도 충분히 저평가되어 있는 매력적인 밸류에이션이라고 판단한다. 추가적으로 삼성디스플레이 배당 정책 확대에 따른 배당금 수령 역시 대규모 투자가 필요한 상황에서 긍정적인 모멘텀이라고 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	20,124	22,708	23,767	29,651
영업이익 (십억원)	1,808	1,633	1,757	2,940
영업이익률 (%)	9.0	7.2	7.4	9.9
순이익 (십억원)	1,952	2,009	2,167	2,938
EPS (원)	27,736	28,547	30,785	41,741
ROE (%)	12.5	11.5	11.0	13.1
P/E (배)	21.3	16.5	14.9	11.0
P/B (배)	2.5	1.8	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

업황 바닥 통과. 목표주가 66만원으로 상향 조정

표 5. 삼성SDI 밸류에이션 Table

(십억원, 배)

	25년 EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	Note
소형 배터리	1,450	10.5	15,221	Target EV/EBITDA 적용 시점 24년 → 25년으로 변경(배터리사업)
중대형 배터리	2,788	10.5	29,279	
전자재료	465	10.0	4,653	
영업 가치 (A)			49,153	
Net borrowings (C)			3,430	
Equity value (A)+(B)-(C)+(D)			45,723	
Number of outstanding shares			68,765	
Value per share			664,913	

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

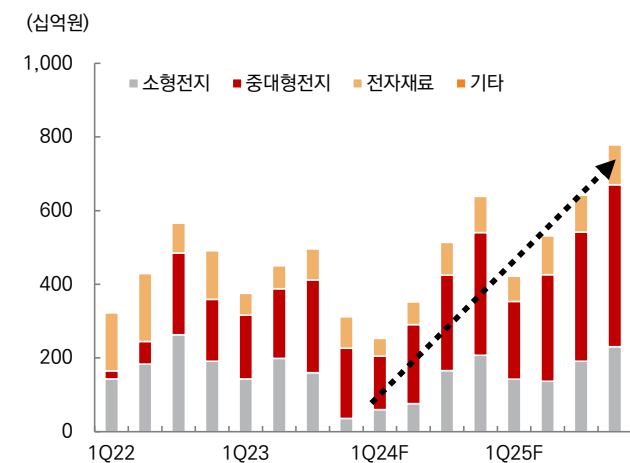
(십억원, %)

구분	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	5,095	5,342	6,160	7,170	6,324	6,702	7,569	9,056	22,708	23,767	29,651
전지	4,557	4,792	5,546	6,492	5,719	6,089	6,915	8,350	20,406	21,387	27,073
소형전지(IT)	1,530	1,562	1,915	2,280	1,944	1,980	2,261	2,572	7,580	7,287	8,758
중대형전지(EV, ESS)	3,028	3,230	3,631	4,212	3,775	4,108	4,654	5,778	12,826	14,100	18,315
전자재료	537	550	615	677	604	613	654	706	2,302	2,379	2,578
영업이익	253	352	514	638	422	588	812	1,119	1,633	1,757	2,940
전지	205	290	425	540	353	426	542	670	1,342	1,460	1,992
소형전지(IT)	60	76	166	207	142	136	191	231	538	508	701
중대형전지(EV, ESS)	145	215	259	333	211	290	351	440	805	952	1,291
전자재료	48	61	89	98	68	105	100	108	291	297	381
기타									0	0	567
영업이익률	5.0	6.6	8.3	8.9	6.7	8.8	10.7	12.4	7.2	7.4	9.9
전지	4.5	6.1	7.7	8.3	6.2	7.0	7.8	8.0	6.6	6.8	7.4
소형전지(IT)	3.9	4.8	8.7	9.1	7.3	6.9	8.5	9.0	7.1	7.0	8.0
중대형전지(EV, ESS)	4.8	6.6	7.1	7.9	5.6	7.1	7.5	7.6	6.3	6.7	7.0
전자재료	8.9	11.2	14.5	14.5	11.3	17.1	15.3	15.3	12.6	12.5	14.8

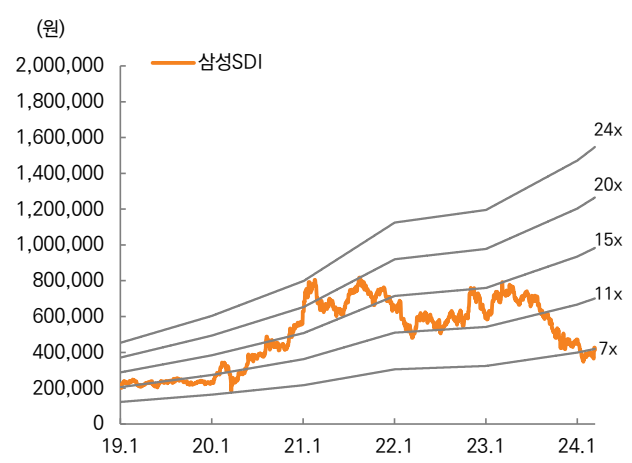
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 1Q24 영업이익 바닥 형성 후, 25년까지 성장 전망

그림 29. 삼성SDI 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
매출액	22,708	23,767	29,651
매출원가	18,726	18,899	22,993
매출총이익	3,982	4,868	6,658
판매비와관리비	2,349	3,111	3,717
조정영업이익	1,633	1,757	2,940
영업이익	1,633	1,757	2,940
비영업손익	853	934	926
금융손익	-191	-271	-447
관계기업등 투자손익	1,017	1,189	1,368
세전계속사업손익	2,486	2,691	3,866
계속사업법인세비용	420	458	657
계속사업이익	2,066	2,234	3,209
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	2,066	2,234	3,209
지배주주	2,009	2,167	2,938
비지배주주	57	67	271
총포괄이익	2,132	2,234	3,209
지배주주	2,095	2,691	3,865
비지배주주	37	-457	-656
EBITDA	3,361	3,663	4,956
FCF	-1,945	-1,089	-1,218
EBITDA 마진율 (%)	14.8	15.4	16.7
영업이익률 (%)	7.2	7.4	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	9.1	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
유동자산	9,187	8,912	10,000
현금 및 현금성자산	1,524	1,046	165
매출채권 및 기타채권	3,048	3,410	3,887
재고자산	3,297	3,068	4,482
기타유동자산	1,318	1,388	1,466
비유동자산	24,852	32,092	39,480
관계기업투자등	9,996	12,879	16,268
유형자산	11,893	16,347	20,377
무형자산	859	799	754
자산총계	34,039	41,004	49,480
유동부채	8,519	10,149	12,064
매입채무 및 기타채무	3,480	4,483	5,663
단기금융부채	2,894	2,902	2,911
기타유동부채	2,145	2,764	3,490
비유동부채	5,613	8,394	11,812
장기금융부채	2,905	4,905	7,405
기타비유동부채	2,708	3,489	4,407
부채총계	14,132	18,542	23,876
지배주주지분	18,511	20,999	23,870
자본금	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	12,336	14,435	17,306
비지배주주지분	1,396	1,463	1,734
자본총계	19,907	22,462	25,604

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,104	5,211	4,782
당기순이익	2,066	2,234	3,209
비현금수익비용가감	1,498	1,501	1,816
유형자산감가상각비	1,660	1,846	1,970
무형자산상각비	68	60	45
기타	-230	-405	-199
영업활동으로인한자산및부채의변동	-938	2,199	856
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-484	-313	-418
재고자산 감소(증가)	-134	230	-1,414
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-120	611	718
법인세납부	-398	-458	-657
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,105	-6,264	-6,014
유형자산처분(취득)	-4,037	-6,300	-6,000
무형자산감소(증가)	-12	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	36	-14
기타투자활동	21	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	903	1,941	2,442
장단기금융부채의 증가(감소)	578	2,008	2,509
자본의 증가(감소)	0	0	0
배당금의 지급	-72	-67	-67
기타재무활동	397	0	0
현금의 증가	-1,090	-479	-881
기초현금	2,614	1,524	1,046
기말현금	1,524	1,046	165

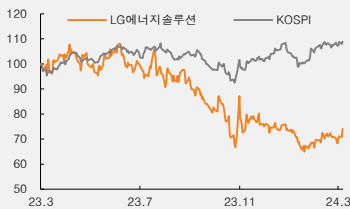
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	14.9	11.0
P/CF (x)	9.3	8.7	6.4
P/B (x)	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	11.3	10.8	8.7
EPS (원)	28,547	30,785	41,741
CFPS (원)	50,637	53,059	71,398
BPS (원)	267,915	303,261	344,051
DPS (원)	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	3.2	2.9	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	12.8	4.7	24.8
EBITDA증가율 (%)	2.8	9.0	35.3
조정영업이익증가율 (%)	-9.7	7.6	67.4
EPS증가율 (%)	2.9	7.8	35.6
매출채권 회전율 (회)	8.6	7.8	8.7
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.5	7.9
매입채무 회전율 (회)	8.7	7.8	7.4
ROA (%)	6.4	6.0	7.1
ROE (%)	11.5	11.0	13.1
ROIC (%)	10.2	12.5	15.6
부채비율 (%)	71.0	82.5	93.3
유동비율 (%)	107.8	87.8	82.9
순차입금/자기자본 (%)	18.4	27.4	37.3
조정영업이익/금융비용 (x)	6.0	4.9	5.4

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 540,000원
현재주가(24/3/12)	419,500원
상승여력	28.7%

영업이익(24F, 십억원)	3,503		
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	2,736		
EPS 성장률(24F, %)	48.5		
MKT EPS 성장률(24F, %)	48.1		
P/E(24F, x)	53.4		
MKT P/E(24F, x)	11.5		
KOSPI	2,681.81		
시가총액(십억원)	98,163		
발행주식수(백만주)	234		
유동주식비율(%)	14.8		
외국인 보유비중(%)	5.0		
베타(12M) 일간수익률	0.95		
52주 최저가(원)	368,000		
52주 최고가(원)	612,000		
(%)			
1M	6M	12M	
절대주가	6.5	-16.0	-23.9
상대주가	4.0	-20.6	-32.0



[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

LG에너지솔루션

목표주가 54만원으로 상향 조정

목표주가 54만원으로 상향 조정. 프리미엄 유효

LG에너지솔루션에 대한 목표주가를 54만원으로 상향 조정한다(기존 50만원). EV/EBITDA 적용 시점을 24년 → 25년으로 변경하였으며, Peer Valuation 하락을 반영하여 Target EV/EBITDA는 17배 → 15배를 하향 조정하였다. 단, 글로벌 경쟁사 대비 프리미엄은 여전히 유지되어야 한다는 판단인데, 이는 1) 미국 시장 선점에 따른 협상력 우위 지속, 2) 하반기 LFP(ESS 용), 4680 셀 양산(테슬라) 시작으로 제품 포트폴리오 관점에서 글로벌 경쟁사 대비 경쟁력을 여전히 보유하고 있기 때문이다. 분기 실적은 1Q24를 바닥으로 25년까지 성장이 지속될 것으로 전망한다.

1Q24 영업이익 추정치 및 2Q24 AMPC 예상치 상향 조정

동사의 1Q24 영업이익 예상치를 1,770억원(기존 490억원)으로 상향 조정한다. 생각보다 이른 시점(2월)에 메탈 가격 반등이 시작되어, 상대적으로 리드타임이 짧은 원통형 배터리의 판가 및 스프레드 개선이 예상보다 이른 시점에 진행될 것으로 판단한다. 1Q24 소형 배터리 사업부 실적 추정치를 상향 조정하였다.

동사의 2Q24 AMPC 추정치를 4,030억원(기존 3,500억원)으로 상향 조정한다. 1분기(1,880억원) 대비 2배 이상 증가할 것으로 예상된다. 1분기 중 분리막/전해액 소재 변경에 따른 라인 전환으로 1Q24 AMPC(=복미 라인 출하량)은 전분기 대비 저조할 것으로 추정하나, 소재 변경 완료 후 가동되는 얼티엄 2공장의 셀 출하량이 2분기부터 큰 폭 상승할 것으로 예상된다.

동사의 분기 실적은 1Q24를 바닥으로 25년까지 성장할 것으로 예상된다. P(판가)는 예상보다 이른 시점에 바닥을 잡았으며, 추가적인 배터리 판가 하락이 제한적임을 인지한 OEM들의 재고 빌드업은 2분기부터 진행될 것으로 예상된다. 앞선 산업보고서에서 언급하였듯, 1) EV의 내연기관과의 가격 패리티 도달, 2) 금리의 점진적 안정화로, 25년 글로벌 EV 수요는 시장 예상대비 높은 성장이 재개될 것으로 예상된다.

중장기 테마보다는 본질에 집중. 24년 하반기 시작되는 LFP와 4680

동사는 24년 하반기부터 LFP(ESS)와 4680(테슬라)의 양산을 시작한다. ESS 시장 내 LFP 확장성, 테슬라를 시작으로하는 4680 배터리의 EV 시장 내 확장성 감안 시, 충분한 프리미엄은 여전히 유효하다고 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	25,599	33,745	34,532	42,734
영업이익 (십억원)	1,214	1,486	3,503	5,015
영업이익률 (%)	4.7	4.4	10.1	11.7
순이익 (십억원)	767	1,237	1,838	2,577
EPS (원)	3,305	5,287	7,854	11,011
ROE (%)	5.7	6.4	8.7	11.0
P/E (배)	131.8	80.9	53.4	38.1
P/B (배)	5.4	5.0	4.5	4.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. LG에너지솔루션 목표주가 산출

(십억원)

Operating Value	EBITDA	EV/EBITDA	EV	비고
합산	9,176	15	137,637	적용 EV/EBITDA 시점 24년 → 25년으로 변경 Target EV/EBITDA 17배 → 15배로 하향 조정, 글로벌 경쟁사 대비 프리미엄은 유효
소형 배터리	2,212			
EV	4,527			
ESS	446			
IRA 생산 인센티브(24년)	1,991			
25년 예상 순차입금			10,379	
적정 시가총액			127,258	
주식 수			234,000	
목표 주가			543,838	

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. LG에너지솔루션 분기 실적 추정(1분기 영업이익 및 2분기 AMPC 추정치 상향 조정)

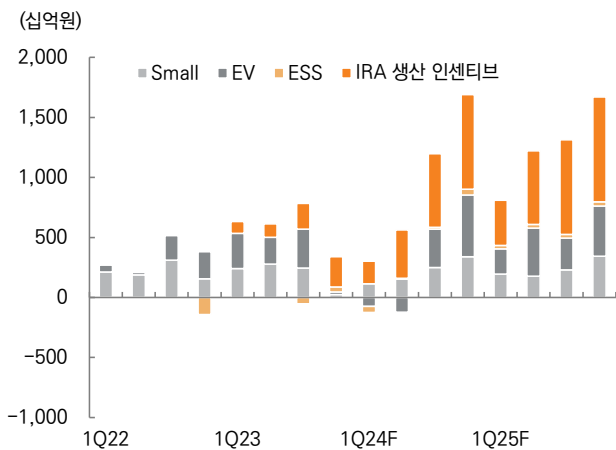
(십억원, %)

	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	6,322	7,225	9,001	11,984	9,334	9,809	10,797	12,794	33,745	34,532	42,734
Small	2,215	2,361	2,771	3,375	2,721	2,867	3,190	3,727	9,549	10,722	12,505
EV	3,939	4,530	5,663	7,645	6,047	6,349	6,984	8,381	21,874	21,777	27,762
ESS	167	334	568	965	565	594	623	686	2,322	2,033	2,468
OP	177	439	1,197	1,690	810	1,221	1,313	1,671	2,163	3,503	5,015
Small	114	153	249	340	194	178	229	343	787	857	944
EV	-76	-123	319	514	212	401	265	419	860	634	1,296
ESS	-50	7	17	48	28	30	31	34	-9	22	123
IRA 보조금	188	403	613	788	376	613	788	875	677	1,991	2,651
OPM	2.8	6.1	13.3	14.1	8.7	12.4	12.2	13.1	6.4	10.1	11.7
Small	5.2	6.5	9.0	10.1	7.1	6.2	7.2	9.2	8.2	8.0	7.6
EV	-1.9	-2.7	5.6	6.7	3.5	6.3	3.8	5.0	3.9	2.9	4.7
ESS	-30.0	2.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-0.4	1.1	5.0
EBITDA	1,021	1,294	2,075	2,591	1,984	2,415	2,529	2,909	4,447	6,981	9,836
Small	324	374	492	607	480	483	556	693	1,449	1,797	2,212
EV	501	454	896	1,091	1,019	1,208	1,073	1,226	2,509	2,941	4,527
ESS	8	64	75	106	109	110	112	115	155	253	446
IRA 보조금									677	1,991	2,651

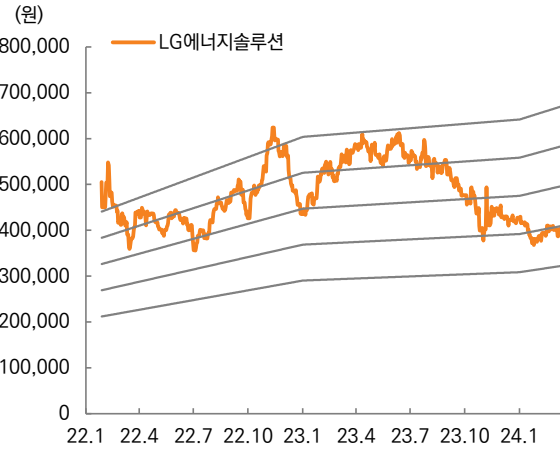
자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 분기 실적 1Q24 바닥 통과 중. 분기 실적 개선 가속화

그림 31. LG에너지솔루션 12개월 선행 EV/EBITDA



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
매출액	33,745	34,532	42,734
매출원가	28,802	28,751	34,289
매출총이익	4,943	5,781	8,445
판매비와관리비	3,457	2,278	3,431
조정영업이익	1,486	3,503	5,015
영업이익	1,486	3,503	5,015
비영업손익	557	369	260
금융손익	-138	-215	-292
관계기업등 투자손익	-32	31	31
세전계속사업손익	2,043	3,872	5,275
계속사업법인세비용	405	736	1,002
계속사업이익	1,638	3,136	4,273
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	1,638	3,136	4,273
지배주주	1,237	1,838	2,577
비지배주주	401	1,298	1,696
총포괄이익	1,911	3,136	4,273
지배주주	1,468	3,616	4,927
비지배주주	443	-480	-654
EBITDA	3,773	6,981	8,607
FCF	-5,479	-2,570	-2,245
EBITDA 마진율 (%)	11.2	20.2	20.1
영업이익률 (%)	4.4	10.1	11.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	5.3	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
유동자산	17,208	20,072	18,956
현금 및 현금성자산	5,069	4,493	2,324
매출채권 및 기타채권	5,648	7,367	7,864
재고자산	5,396	7,136	7,618
기타유동자산	1,095	1,076	1,150
비유동자산	28,229	34,862	41,225
관계기업투자등	224	335	357
유형자산	23,655	30,319	36,846
무형자산	876	734	615
자산총계	45,437	54,934	60,181
유동부채	10,937	14,783	15,565
매입채무 및 기타채무	3,094	4,634	4,947
단기금융부채	3,219	3,223	3,224
기타유동부채	4,624	6,926	7,394
비유동부채	10,126	12,641	12,834
장기금융부채	7,790	9,790	9,790
기타비유동부채	2,336	2,851	3,044
부채총계	21,064	27,424	28,399
지배주주지분	20,201	22,038	24,615
자본금	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	2,364	4,202	6,779
비지배주주지분	4,173	5,471	7,167
자본총계	24,374	27,509	31,782

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,444	7,430	7,755
당기순이익	1,638	3,136	4,273
비현금수익비용가감	3,607	4,398	4,855
유형자산감가상각비	2,150	3,336	3,473
무형자산상각비	137	142	119
기타	1,320	920	1,263
영업활동으로인한자산및부채의변동	-277	847	-79
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-165	-1,654	-458
재고자산 감소(증가)	1,934	-1,740	-482
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-927	1,540	313
법인세납부	-726	-736	-1,002
투자활동으로 인한 현금흐름	-9,719	-9,930	-9,932
유형자산처분(취득)	-9,821	-10,000	-10,000
무형자산감소(증가)	-101	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-49	70	68
기타투자활동	252	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	4,355	2,004	1
장단기금융부채의 증가(감소)	2,895	2,004	1
자본의 증가(감소)	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0
기타재무활동	1,460	0	0
현금의 증가	-869	-576	-2,169
기초현금	5,938	5,069	4,493
기말현금	5,069	4,493	2,324

예상 주당가치 및 valuation (요약)

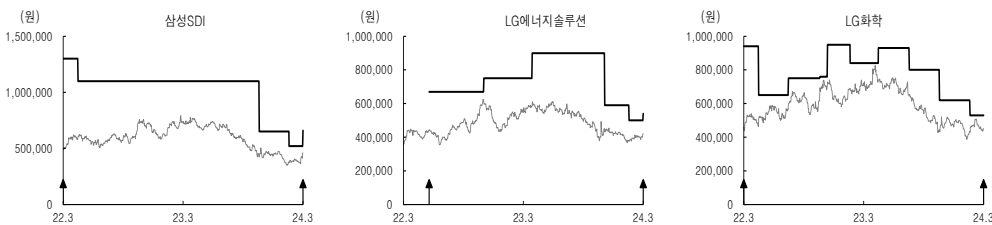
	2023	2024F	2025F
P/E (x)	80.9	53.4	38.1
P/CF (x)	19.1	13.0	10.8
P/B (x)	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA (x)	29.2	16.1	13.5
EPS (원)	5,287	7,854	11,011
CFPS (원)	22,414	32,196	39,009
BPS (원)	86,328	94,181	105,192
DPS (원)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	31.8	2.3	23.8
EBITDA증가율 (%)	23.5	85.0	23.3
조정영업이익증가율 (%)	22.5	135.7	43.2
EPS증가율 (%)	60.0	48.5	40.2
매출채권 회전율 (회)	6.8	5.8	6.1
재고자산 회전율 (회)	5.4	5.5	5.8
매입채무 회전율 (회)	8.3	7.4	7.2
ROA (%)	3.9	6.2	7.4
ROE (%)	6.4	8.7	11.0
ROIC (%)	4.6	8.6	10.2
부채비율 (%)	86.4	99.7	89.4
유동비율 (%)	157.3	135.8	121.8
순차입금/자기자본 (%)	24.1	31.0	33.6
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	7.9	11.1

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)					LG화학 (051910)				
2024.03.13	매수	660,000	-	-	2022.05.31	매수	670,000	-31.94	-6.87
2024.01.31	매수	520,000	-24.66	-11.63	2024.02.01	매수	530,000	-	-
2023.11.01	매수	650,000	-33.26	-22.15	2023.10.31	매수	620,000	-24.47	-15.97
2023.04.28	1년 경과 이후	1,100,000	-42.81	-32.55	2023.07.31	매수	800,000	-31.30	-18.13
2022.04.28	매수	1,100,000	-41.60	-27.91	2023.04.28	매수	930,000	-24.50	-19.14
2021.11.03	매수	1,300,000	-52.13	-41.31	2023.02.01	매수	840,000	-14.94	-1.79
LG에너지솔루션 (373220)					2022.11.24				
2024.03.13	매수	540,000	-	-	2022.11.01	매수	760,000	-7.86	-3.03
2024.01.30	매수	500,000	-20.65	-16.10	2022.07.28	매수	750,000	-18.58	-10.53
2023.11.17	매수	590,000	-29.28	-22.97	2022.04.28	매수	650,000	-17.09	-9.38
2023.04.10	매수	900,000	-41.09	-32.00	2022.02.09	매수	940,000	-43.53	-29.68
2022.11.14	매수	750,000	-29.69	-20.00					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(←), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI, LG화학, LG에너지솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.