겨울이 끝나가는 신호들: 추세 전환과 수요 추정의 변수인 '정책' 긍정적으로 변화 중

유럽 OEM 살리기 정책 본격화. 보조금 재개 움직임 → 25년 유럽 EV +24% 증가 전망

미국 IRA 폐지는 현실적으로 쉽지 않을 것 → 25년 미국 EV +34% 증가 전망

09
Monthly

월간 리서치 [배터리]

겨울이 끝나가는 신호들



김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com
강민희 minhui.kang@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

요약 : 겨울이 끝나가는 신호들

사이클 복기가 필요한 시점: 추세 전환 변수에 주목

20년 하반기 예상치 못한 글로벌 전기차/배터리 섹터의 업사이클이 시작되었다. 사이클의 시작은 1) 정책(예상치 못한 EV 보조금 확대)과 2) Tesla라는 기업의 점유율 상승에서 시작되었다. 시장 점유율이 뒤쳐지기 시작한 후발 OEM들은 뒤늦게 EV 투자라는 엑셀을 밟았고, 이는 단기 및 중장기 관점에서 Shortage를 유발하였다. 20년 4월 ~ 22년 8월까지는 글로벌 모든 밸류체인의 공통적인 업사이클 구간이었다.

22년 8월을 기점으로 한국 배터리 밸류체인과 글로벌 배터리 밸류체인의 밸류에이션 갭이 확대되기 시작하였다. 글로벌 관점에서 업황 둔화 신호는 이미 감지되고 있었다. 일부 유럽 지역에서 보조금이 축소되기 시작하였으며, 리튬 등 일부 밸류체인의 공급 과잉 신호가 감지되며 판가 지표들의 하락이 시작되었다. 다만, 한국 밸류체인들은 그 시점 이후 오히려 리레이팅이 되는데 이는 22년 8월 IRA 법안 통과에 기인한다. IRA는 1) 미국 OEM 중심의 EV 수요 개선(보조금 지급), 2) 중국 배터리 밸류체인 진입 제한이 핵심인데, 이는 중장기 관점에서 미국 지역 내 배터리 및 소재 수요/공급 상황을 매우 불편하게 만들었다. 그 결과가 중장기 수주였다. 23년 글로벌 업체 대비 리레이팅의 주된 요인이었다고 판단한다.

23년 8월 이후는 급격한 다운사이클이 진행되었다. 글로벌 업황은 이미 22년 9월을 기점으로 지속 악화되고 있는 상황이었으며, 기대하였던 미국의 EV 수요 증가는 예상치에 크게 미치지 못하였다. 현실적으로 중국을 배재할 수 없는 일부 배터리 소재 단에서는 중국 플레이어들의 진입을 일부 허용하는 형태로 규제가 수정되었다. 타이트 할 것으로 전망되던 단기/중장기 수요/공급 전망은 폐기되기 시작하였으며, EV 투자의 엑셀을 밟던 후발 OEM들은 하나둘씩 계획에서 후퇴하기 시작하였다. 후발 OEM들의 EV 전략 후퇴에는 22년 9월부터 진행된 Tesal의 판매 부진도 영향을 미쳤을 것으로 판단한다.

다시 원점으로 돌아와서 섹터 주가의 추세 전환의 함수를 고민해보자. 현 시점에서 역시 섹터 추세 전환의 함수는 1) 정책(보조금), 2) Tesla/BYD 등 EV 상위 플레이어라고 판단한다. 정책 함수들은 (연말까지 지속 확인이 필요하지만) 긍정적으로 변화하는 중이다. 1) 미국 대선 지지율은 대선 토론 이후 헤리스 진영에 유리해지고 있으며(미국 EV 관련 정책 지속성 확보 및 불확실성 제거), 2) 유럽 지역에서는 극단적인 자동차 산업 위기를 탈피하기 위한 EV 보조금 재가가 논의되기 시작하였다. 대선 결과 및 유럽 지역 정책 시행 여부는 아직 속단하기는 이르지만, 긍적적 방향의 함수임은 분명하다.

BYD는 캐즘이라는 단어가 무색하게 긍정적인 판매 추이를 지속하고 있다. 너무 잘해서 유럽 및 미국에서 관세를 부과하지 않을 수 없을 정도이다. 지금까지 문제는 Tesla였다. 캐즘의 명분을 제공했다. 다만, Tesla 역시도 YoY 관점에서 판매량 회복 신호가 감지될 것으로 판단한다. Tesla 판매 부진의 주된 요인이었던 1) 모델 노후화, 2) 높은 금리(엘런머스크 언급)는 25년 해소되기 시작한다. 10월 2일 3분기 EV 배송 및 ESS 출하량 발표, 10월 10일 로보택시 행사에 따른 모멘텀 재개에 주목한다. 25년 Tesla의 수요 회복 사이클 진입 시, 후발 OEM 업체들의 EV 전략 변화 가능성도 존재한다고 판단한다.

투자전략: 베터리 셀 비중확대. 부문별 상위 업체 중심 점진적 매수 대응 유효

아직 연말까지 확인하여야 할 요소가 많다. EV 보조금 및 규제를 포함한 정책 변수들은 최종 결정까지는 합의의 시간이 필요하다. 또한, 한국 배터리 업체들의 실적 역시 단기적으로 급격한 개선은 제한적인 상황이다.

다만 9월 이후 섹터 추세 전환의 변수들이 긍정적으로 변화하고 있기에 섹터의 점진적 매수 대응이 유효할 것으로 판단한다. 단, 테마성 성격의 업체들과 실체가 불분명한 후발주자에 대한 투자는 권고하지 않는다. 일부 리튬 상위 공급자들의 치킨게임이 언제든 시작될 수 있는, 아직 업황은 적자생존 구간이다. 25년 업황이 개선된다 할지라도 1) 기 수주된 물량을 기반으로, 2) 양산 및 제품 성능이 인증된 상위 업체 중심의 사이클이 진행될 것으로 판단한다. 3) 밸류에이션도 고민해야 한다.

현 시점의 투자 전략은 배터리 셀 중심의 투자를 권고한다. 단기 업황 부진에도 고객사 향 최저 물량 보상금 확보로 상대적으로 안정적인 분기 실적 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 10월 중 섹터 추세 전환의 변수(정책과 Tesla)가 강해질 경우, 1) 각 소재 별 상위 업체, 2) 3분기 대비 4분기 유의미한 출하량 증가가 예상되는 밸류체인으로의 포트폴리오 확대를 추천한다. 4분기 유의미한 출하량 증가가 예상되는 밸류체인은 1) ESS, 2) LGES 소형 배터리(Tesla), 3) 신규 가동 라인(SDI 스텔란티스 북미, LGES 인도네시아) 이다.

그림 1. 20년 이후 섹터 사이클 복기: 추세 전환의 함수는 1) 정책, 2) 선발 업체(Tesla)



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

단기 실적 기대감은 내려놓고, 10월 P, Q 지표들에 주목

분기 실적의 유의미한 개선은 제한적인 상황이나, 섹터 주가의 주요 Factor들은 10월부터 개선되어 나갈 것으로 전망한다.

(1) 단기 실적의 급격한 개선 기대감은 내려놓자

3분기까지 섹터 전체적인 실적 부진은 불가피한 상황이다. 1) 2분기 말 ~ 3분기 중순까지 주요 메탈 가격 하락이 가속화되었으며, 2) 전방 수요 부진과 주요 고객사들의 주문 지연이 8월까지 지속된 것으로 판단한다. 추가적으로 원/달러 환율 하락에 따른 부정적 요인도 발생할 것으로 예상한다.

밸류체인 별로 차별화된 출하량 추이가 예상된다. 3분기 대비 4분기 유의미한 출하량 증가가 예상되는 주요 밸류체인은 1) ESS, 2) LG에너지솔루션 소형 배터리(Tesla), 3) 삼성SDI 스텔란티스 북미 및 LGES 인도네시아 등 신규 가동 라인이다. 극단적인 출하량 부진이 지속되고 있는 SKON 역시, 현대/기아차 향 미국 물량 공급이 시작되며 최악의 구간에서는 벗어나기 시작할 것으로 판단한다.

단, 1) 7~8월 중 진행되었던 추가적인 메탈 가격 하락이 4분기 주요 제품의 수익성 스프레드에 부정적인 영향을 지속할 것으로 예상되며, 2) 원/달러 환율 하락에 따른 부정적 영향, 3) 연말 재고조정 및 일회성 비용 반영 등을 감안 시 4분기 급격한 영업이익 개선은 제한적일 것으로 판단한다. 단기 실적의 급격한 개선 기대감은 내려놓자.

그림 2. 섹터별 업황 업데이트: 단기적으로 급격한 실적 개선은 제한적. 점진적 바닥 통과 중

		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
배터리셀	P	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→
	Q	↓	↑/↓	↑/→	↑	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	→	→	→	→	↑	↑	→
양극재	P	↓	↓	↓	↓	→	→	→	→
	Q	↑	↑/↓	→/↓	→/↑	→	↑	↑	↑
	수익성	↑	↑/↓	→	→	→	↑	↑	→
동박	P	→	→	↑	→	→	→	→	→
	Q	↑	↑/↓	↓	↑	→	↑	↑	↑
	수익성	→	→	→	→	→	↑	↑	→
전해액	P	↓	→	↓	→	→	→	→	→
	Q	↓	↑/↓	→/↓	↑	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	→	→	→	→	↑	↑	↑
전해액 원재료	P	↓	→	↓	→	→	→	→	→
	Q	↓	↑/↓	→/↓	↑	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	→	→	→	→	→	→	→
분리막	P	↓	→	→	→	↓	→	→	→
	Q	↑/↓	↑/↓	↓	↑	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	→	↓	↑	→	↑	↑	→

자료: 미래에셋증권 리서치센터

(2) P: 판가 선행 지표 바닥 신호 발생

당사는 지난 7월 23일 "배터리 메탈 가격 하락이 불러올 나비효과(최유진 연구원)" 보고서를 통해 24년 탄산 리튬 가격 밴드 하단을 $1.1만/톤으로 제시한 바 있다. 탄산 리튬 가격이 하단 가격 이하로 하락 시, 중국 레피도라이트, 아프리카 스포듀민, 중국 제련, 중국 스포듀민 등 원가 열위 생산자의 공급 축소 신호와 상위 업체 중심의 Consolidation이 가속화될 것으로 전망하였다.

해당 보고서 발간 이후, 중국 탄산 리튬 가격은 8월 초와 9월 초 당사의 예상 가격 밴드 하단을 두 차례 하회하였으나, 1) 알버말의 탄산 리튬 및 스포튜민 경매 가격 발표, 2) 공급단의 생산 중단 및 프로젝트 이연 신호들이 발생하며 $1.1만/톤 수준에서 바닥을 잡아가고 있다.

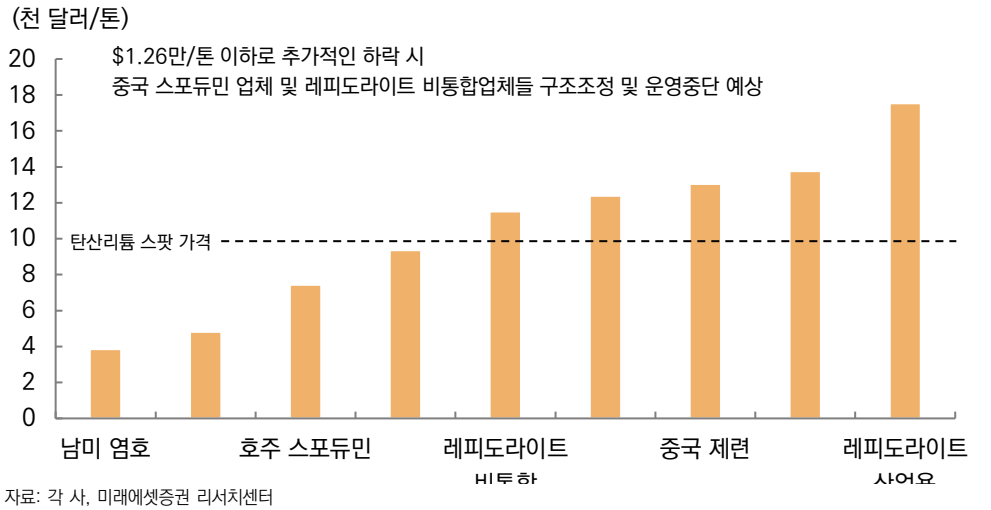
1) 아직 산업 내 리튬 재고가 높은 상황이며, 2) 단기 급격한 수요 개선 역시 제한적임을 감안 시, 급격한 리튬 가격 상승을 기대하기는 어렵다. 다만, 한 가격 수준에서 원가 열위 업체들 순서로 공급 축소 신호가 지속 발생하고 있다는 점에는 주목할 필요가 있다.

지난 9월 11일, CATL은 장시성 이춘 레피돌라이트 리튬 생산 중단을 발표하였다. 해당 라인의 글로벌 공급량의 5% 수준을 차지한다. 최근에는 Arcadium 리튬의 호주 스포튜민 사업 중단 가능성도 재기되었다. 호주 스포듀민의 Cash Cost는 더 낮은 수준이다.

당사는 리튬 가격이 공급 조절의 신호들을 확인하며 4분기를 저점으로 점진적으로 정상화될 것으로 예상한다. 탄산리튬 기준 톤 당 1.1만 달러 ~ 1.7만 달러로 수준의 밴드 전망을 유지한다.

2024년 니켈 가격 전망도 유지한다. LME 현물 기준 톤 당 1.6만 달러 ~ 1.9만 달러 수준에서 안정화 추세를 보일 것으로 예상한다. 톤 당 $1.6만 이하의 가격 수준에서는 적자가 불가피하여 공급 축소 신호가 지속 감지되고 있다. 또한, 니켈 광산의 최대 보유국인 인도네시아 정부는 니켈 광산 생산 할당량을 정책적으로 조정하고 있어 $1.9만 톤 이상의 가격 상승은 제한적이라고 판단한다.

그림 3. 리튬 공급자 별 Cash Cost 비교



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 탄산리튬 가격 추이



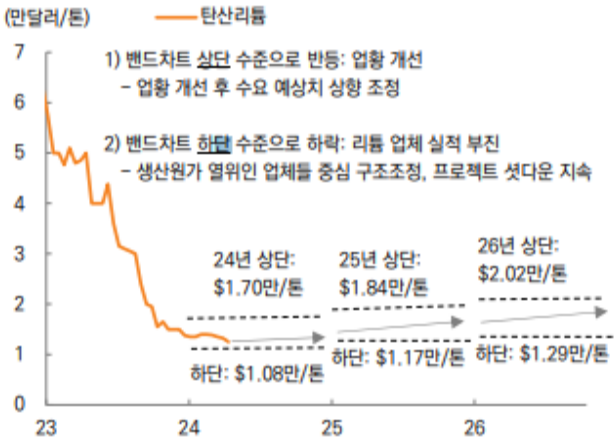
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 니켈 가격 추이



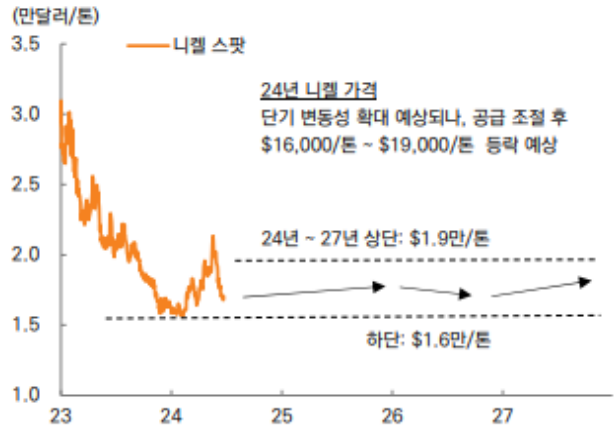
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 탄산리튬 가격 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 니켈 가격 전망



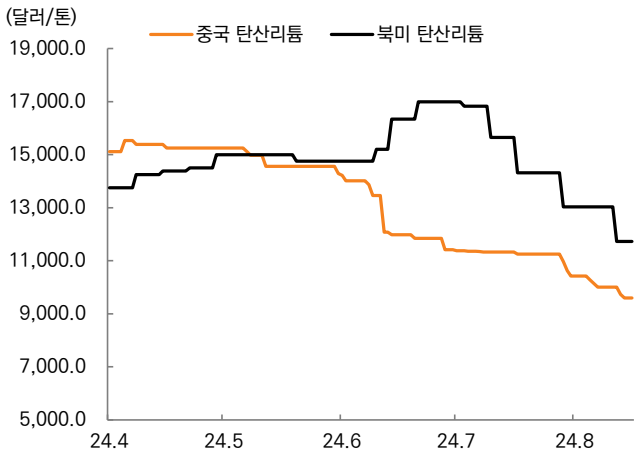
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 리튬 가격 상하단 가격 전망

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
스포듀민 (달러/톤)	**429**	**952**	**4,372**	**3,710**	**1,228**	**1,326**	**1,459**
상단	500	2,560	6,110	6,010	1,351	1,459	1,605
하단	390	405	2,560	1,120	860	928	1,021
탄산리튬 (만달러/톤)	**0.6**	**1.7**	**6.7**	**3.5**	**1.5**	**1.7**	**1.8**
상단	0.7	3.8	8.2	7.1	1.70	1.84	2.02
하단	0.5	0.7	3.8	1.3	1.08	1.17	1.29
수산화리튬 (만달러/톤)	**0.7**	**1.6**	**6.5**	**3.6**	**1.5**	**1.6**	**1.8**
상단	0.7	3.1	7.7	7.3	1.7	1.8	2.0
하단	0.8	0.7	3.1	1.2	1.1	1.1	1.3
니켈 (만달러/톤)	**1.4**	**1.8**	**3.4**	**2.3**	**1.8**	**1.8**	**1.8**
상단	1.8	2.1	4.8	3.1	1.9	1.9	1.9
하단	1.1	1.6	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6

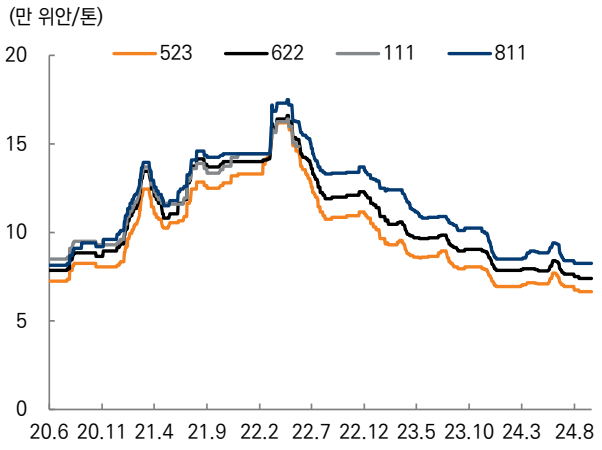
자료: ICC Battery, SMM, Blommberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 북미 리튬 및 중국 리튬 가격 추이



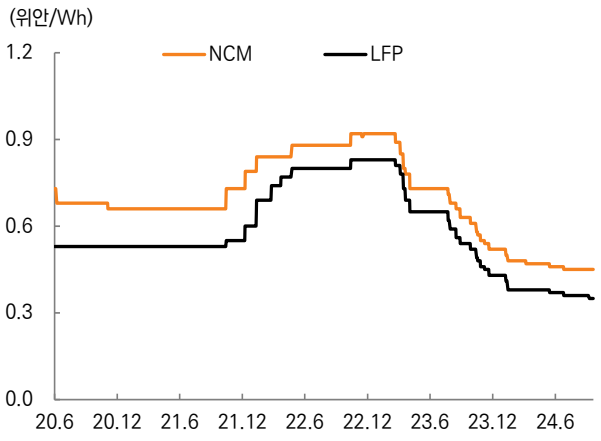
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 양극재 전구체 가격 추이



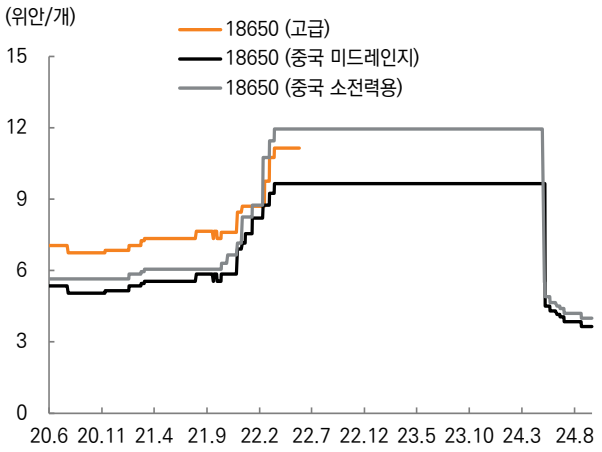
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 각형 배터리 가격 추이



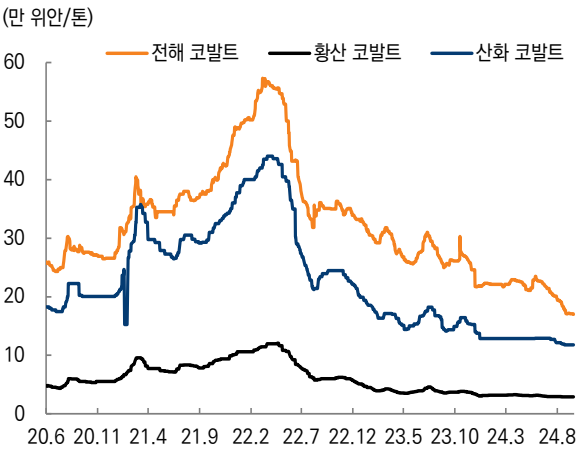
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 원통형 배터리 가격 추이



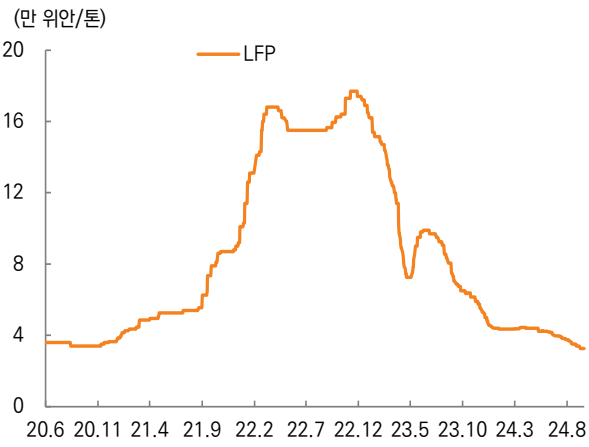
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 코발트 가격 추이



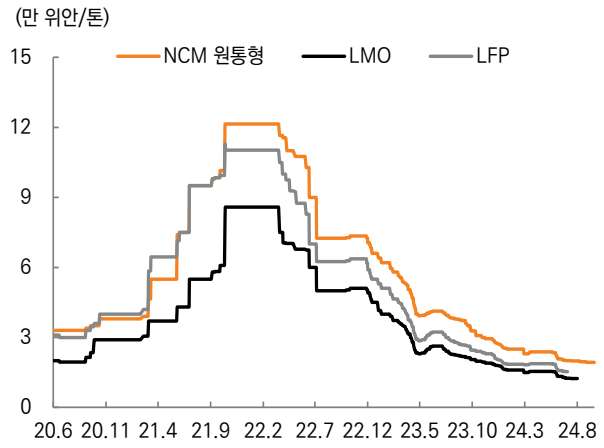
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 양극재 LFP 가격 추이



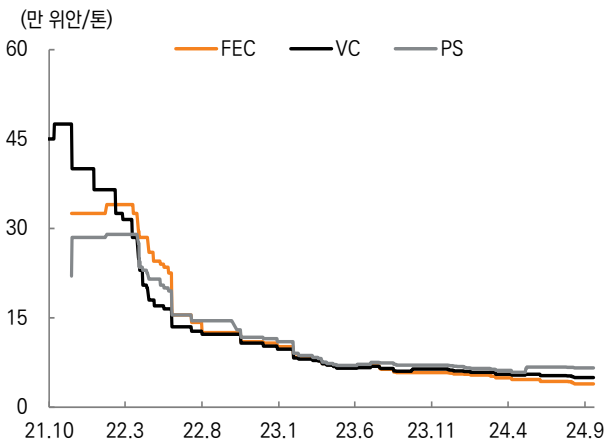
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 전해액 가격 추이



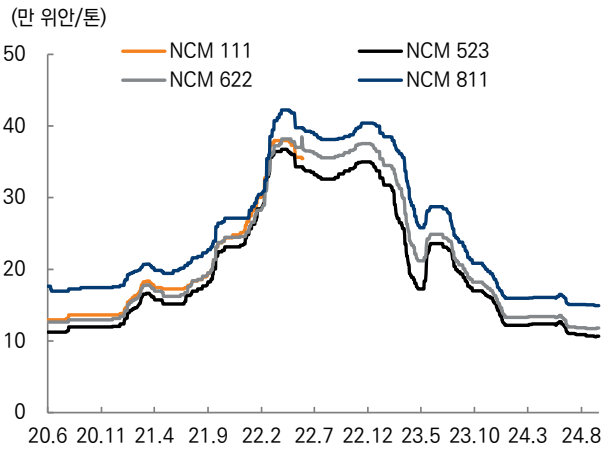
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 전해액 첨가제 가격 추이



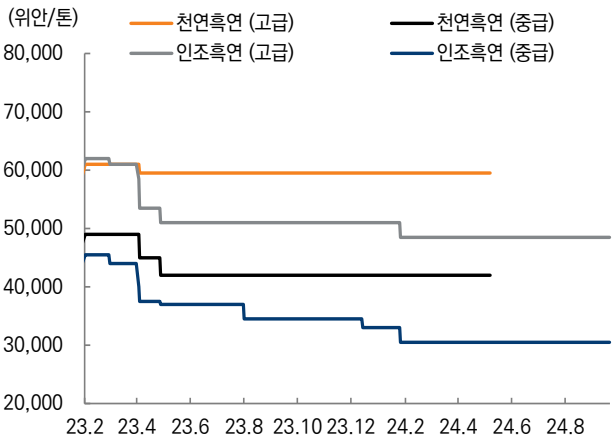
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 양극재 가격 추이



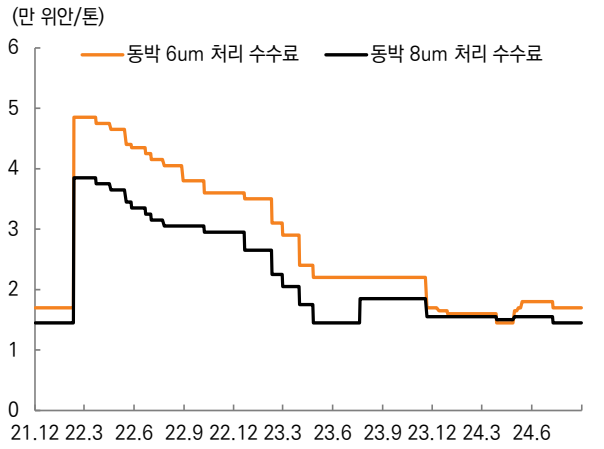
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 음극재 가격 추이



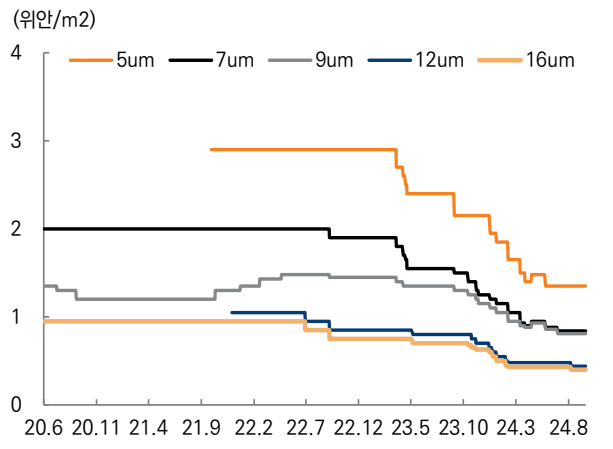
자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 동박 가격 추이



자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 분리막 가격 추이



자료: ICC battery, 미래에셋증권 리서치센터

(3) Q: 월 EV 수요 데이터 최악 통과

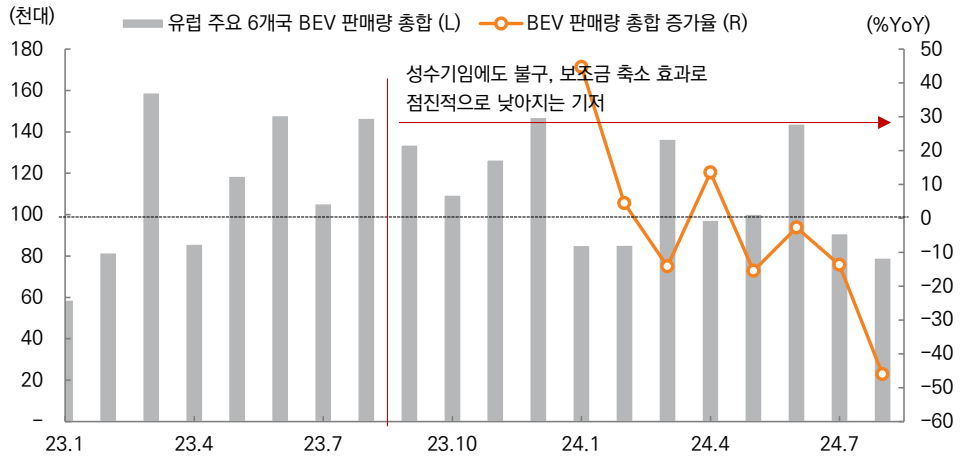
월 판매량 기준, 최악의 수요 데이터는 이미 지나갔다고 판단한다. 10월 첫 째주 발표되는 9월 판매량부터는 수요 데이터의 점진적 개선이 기대된다.

유럽: 9월, 정상화되는 기저

유럽 8월 EV 판매량은 매우 부진하였다. BEV 12.6만대 (-36% YoY), PHEV 52,900대 (-22% YoY)를 기록하였다. 특히 23년 8월까지만 법인 EV 차량 보조금이 지급되어 기저가 매우 높았던 독일 BEV가 27,024대 (-69% YoY)를 기록하였으며, 프랑스 BEV 13,143대(-33% YoY), 스웨덴 6,790대(-30% YoY), 이탈리아 2,399대(-41% YoY) 등 대부분의 유럽 국가들의 판매가 부진하였다.

단, 9월부터 기저는 낮아지기 시작하며 YoY 관점에서의 점진적 데이터 개선이 기대된다. 특히 절대 판매량 비중이 높은 독일 시장의 기저가 정상화되며, 향후 8월과 같은 극단적인 판매 부진은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 21. 유럽 월별 EV 판매량 추이. 작년 말 보조금 축소 효과로 점진적으로 낮아지는 기저



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 노르웨이 9월 일별 판매 추이. Tesla Model 3 및 Y 9월 배송 긍정적

Show 10 entries Search:

	Make and Model	Today	Sep	Q3	2024	Total	% / total	August	1-23 Aug	Parallel Import (%)
1	Tesla Model 3	18	1 736	2 408	4 499	45 601	5.10 %	369	266	424 (0.93%)
2	TESLA Model Y	51	1 204	3 495	12 279	61 504	6.88 %	2 110	1 418	906 (1.47%)
3	VOLVO EX30	2	511	1 684	5 257	5 263	0.59 %	866	601	0 (0.00%)
4	Skoda Enyaq	2	502	1 705	2 875	23 830	2.67 %	791	613	1 571 (6.59%)
5	TOYOTA BZ4X	6	358	1 218	4 162	10 437	1.17 %	498	355	47 (0.45%)
6	VOLKSWAGEN ID.4	2	287	1 432	4 865	32 210	3.60 %	564	378	578 (1.79%)
7	NISSAN NISSAN ARIYA	0	220	795	2 146	5 292	0.59 %	297	215	13 (0.25%)
8	VOLKSWAGEN ID.3	1	194	648	2 520	19 497	2.18 %	338	189	103 (0.53%)
9	BMW i4 M50 xDrive	5	150	390	390	390	0.04 %	233	157	0 (0.00%)
10	BMW iX1 xDrive30	2	136	450	1 134	3 920	0.44 %	184	109	7 (0.18%)
	Total	115	8 063	25 621	83 251	849 966	100 %	11 074	7 592	79 931 (9.4%)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

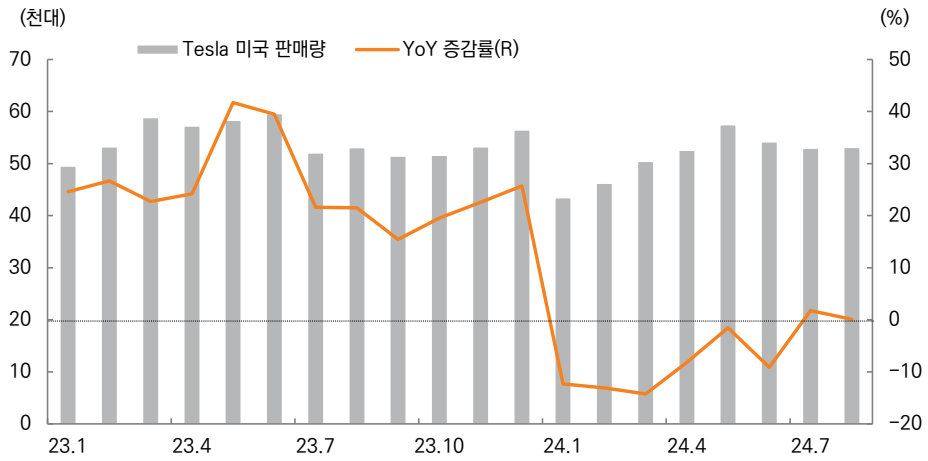
미국: 여전히 Tesla와 GM에 주목

미국 8월 BEV 판매량은 12.1만대(+14.2% YoY), PHEV 판매량은 2.9만대(+12% YoY)를 기록하였다. BEV 판매 증가율은 점진적으로 개선되고 있으나(YTD 증가율 +8.1% YoY), HEV의 판매 증가율(15.0만대, +39% YoY)이 더 높은 상황이 지속되고 있다. OEM 별 BEV 판매량은 Tesla 53,160대(Flat YoY), GM 12,209대(+74% YoY), 현대차 그룹 11,625(+3% YoY), Ford 8,944대(+29% YoY) 순서이다.

연말까지 미국 판매 데이터 개선의 Key는 여전히 Tesla와 GM이다. 상반기 큰 폭의 판매 역성장을 기록하였던 Tesla(1Q24 -13% YoY, 2Q24 -6% YoY)는 Cybertruck 판매량 증가 등으로 인하여 8월 전년 동기 수준의 판매량까지 회복하였다. GM은 Equinox EV 침투율이 25.5%, Blazer EV 침투율이 41.2%까지 상승하며 처음으로 월 1만대 이상 판매를 기록하였다. Sierra EV 8월 판매 시작, 9월 EV 모델 인센티브 확대로 인하여 연말까지 월별 데이터 개선이 지속될 것으로 예상한다. 10월 2일 Tesla 3분기 배송 대수 발표, 10월 8일 GM 인베스터데이가 진행된다.

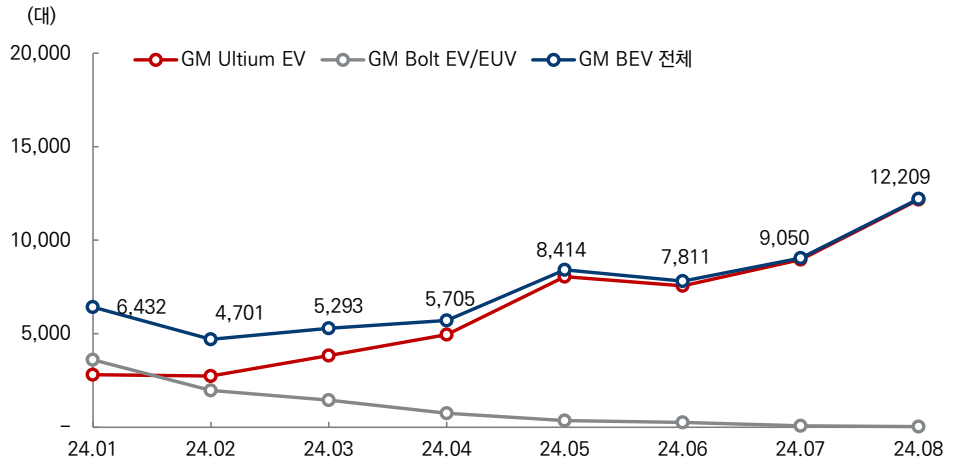
미국 역시 4분기 기저가 전통적인 성수기치고는 그리 높지 않다. 미국 전체 판매량 중 31%를 차지하는 캘리포니아의 수요 성장률이 보조금 제도 변경으로 인해 둔화되기 시작한 것이 4Q23이기 때문이다. Clean Vehicle Rebate Project(CVRP)라는 캘리포니아 주 자체 보조금 제도의 예산이 23년 9월에 소진된 후 23년 11월에 공식적으로 신청 마감되었다.

그림 23. Tesla 미국 판매량. YoY 관점의 점진적 회복



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. GM BEV 월별 판매량 추이: 얼티엄 중심 판매량 증가 지속



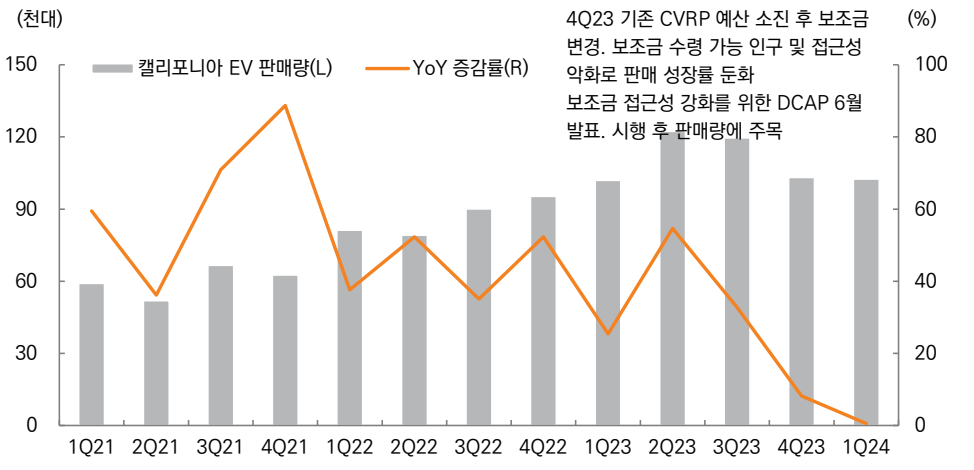
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. GM 모델 별 EV 판매 비중 추이

현황	모델명	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08
	Blazer EV (쉐보레)	0	0	600	1,325	2,706	2,603	2,626	2,983
판매중	Blazer 전체 판매	4,890	5,040	7,265	6,622	6,926	5,979	6,984	7,247
	EV 판매 비중	0.0	0.0	8.3	20.0	39.1	43.5	37.6	41.2
	Equinox EV (쉐보레)					145	868	2,194	4,225
판매중	Equinox 전체 판매	13,661	20,152	20,372	18,826	19,439	15,018	11,857	16,540
	EV 판매 비중					0.7	5.8	18.5	25.5
	Silverado EV (쉐보레)	225	325	511	851	830	515	592	907
판매중	Silverado 전체 판매	34,124	43,212	50,227	49,298	53,887	44,944	43,247	45,885
	EV 판매 비중	0.7	0.8	1.0	1.7	1.5	1.1	1.4	2.0
	Sierra EV (GMC)								73
판매중	Sierra 전체 판매	18,355	22,142	28,100	25,873	26,795	27,520	27,120	27,039
	EV 판매 비중								0.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 캘리포니아 EV(BEV+PHEV) 판매량 추이 및 YoY 증감률: 4Q23 CVRP 변경 이후 둔화



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

25년 수요 개선 기대감 UP

(1) 정책 변수 변화

25년 유럽/미국 EV 관련 정책 변화에 대한 확인이 필수적이다. 20년도에도 그러했듯이, 섹터 추세 전환의 가장 중요한 함수는 정책이며, 특히 보조금 재개 등 중장기 수요 추정치 상향 조정이 가능한 정책 변수의 변화에 주목할 필요가 있다.

1) 미국: 트럼프 당선 시에도 극단적인 시나리오는 제한적

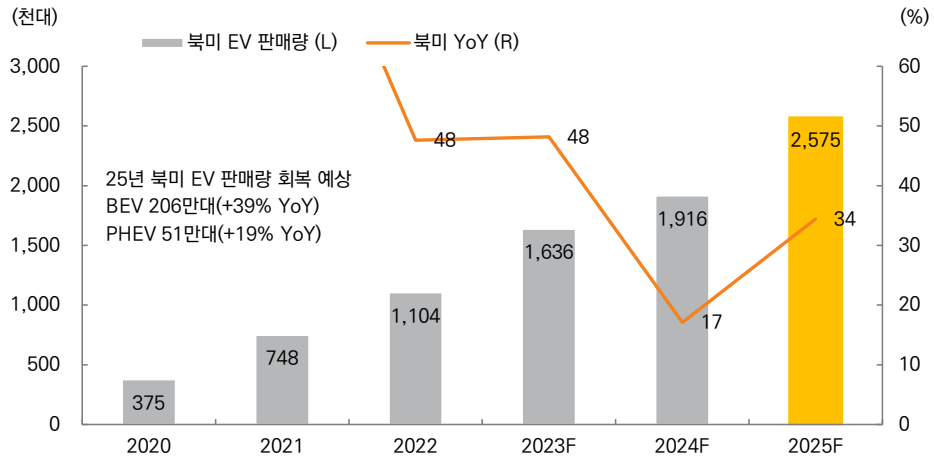
미국 대선 토론 이후 해리스 지지율 상승으로 EV 정책 관련 변화 확률이 낮아진 것은 사실이나, 결과는 지켜봐야 한다. 다만, 트럼프 당선 시에도 IRA가 폐지되는 극단적인 시나리오는 제한적일 것으로 판단한다.

트럼프는 당선 시 IRA를 폐지하겠다는 언급을 지속하고 있으나, 이는 행정부의 권한이 아니다. 하원과 상원을 모두 통과해야하는 입법부의 영역이다. 실제로 과거 IRA 통과 과정도 순탄치 않았다. 21년 BBB 법안으로 시작된 정책은 1년 8개월 간의 상/하원 합의 기간을 거쳐 22년 8월에나 통과되었고, 정책의 시작은 23년 1월이었다. 공감대가 형성되어있던 정책임에도 불구 통과가 쉽지 않았다. IRA 폐지는 더 쉽지 않을 것으로 전망한다. 상하원 공화당 동시 집권 가능성도 낮으며, 최근에는 공화당 내부에서도 IRA의 전면 폐지를 반대하는 의견들이 제시되고 있다. 트럼프가 당선된다 하더라도 임기는 4년이다. IRA 폐지 및 발효되는 시점을 감안하더라도, 시장에서 우려하는 수준의 극단적인 시나리오는 제한적일 것으로 판단한다.

북미(미국+캐나다) 25년 EV 판매량은 257만대(+34% YoY)로 전망한다. BEV는 206만대(+39% YoY), PHEV는 51.5만대(+19% YoY)로 전망한다. Tesla와 GM의 판매량 증가가 전체 북미 시장을 수요 회복을 견인할 것으로 전망한다.

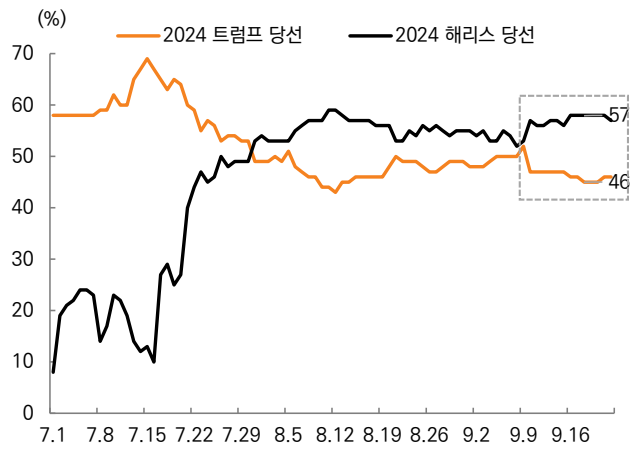
BEV OEM 별 25년 증분(+58만대)은 1) 테슬라 +15만대(모델 Y 주니퍼, 사이버트럭 Non-Foundation, 중저가 모델 등 신규 모델 출시), 2) GM(신규 모델 출시 다수) +20만대, 3) 스텔란티스 +5만대(북미 제조 시작), 4) 현기차 +5만대(북미 제조 시작) 각 +5만대, 5) 일본 3사 +5만대, 6) 독 3사 등 기타 +5만대의 합산이다.

그림 26. 미국 연간 판매량 전망: 25년 +34% YoY로 판매 증가율 회복 예상



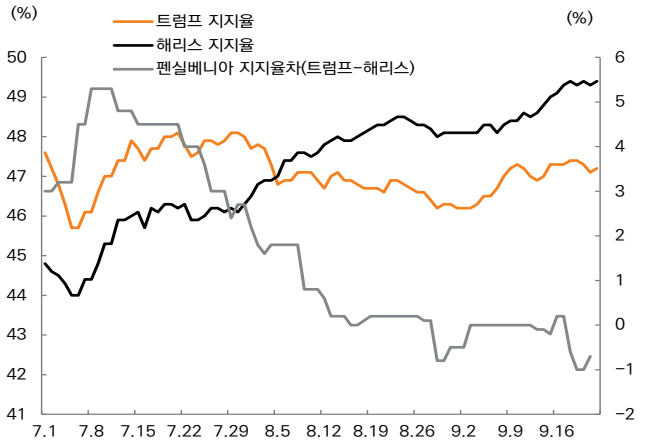
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 베팅사이트(PredictIt)에 반영된 당선 확률



자료: PredictIt, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. Key 경합주인 펜실베니아 지지율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 유럽: 긍적적 시나리오 진행 중

유럽 수요 전망은 정책 변수에 따라 25년부터의 극과 극의 시나리오가 펼쳐질 전망이다. 현 상황은 다음과 같다. 폭스바겐이 독일 내 공장을 폐쇄하겠다는 신호를 보낼만큼 유럽 자동차 산업은 큰 위기에 직면해 있다. 큰 경쟁자인 중국 EV를 관세 인상을 통해여 견제할 것으로 예상되지만, 이로는 부족하다.

EU 및 유럽 정부들이 선택할 수 있는 선택지는 1) CO2 규제를 연기 혹은 회피하여 유럽 OEM의 생존을 모색하거나(일부 자동차 업체들 로비 중), 2) CO2 규제를 유지한 상황에서 이를 일정 부분 맞출수 있는 지원책을 마련하거나 둘 중 하나라고 판단한다.

당사는 시나리오 2)의 가능성이 높다고 판단한다. 20년도 상반기 COVID가 확산되어 자동차 업체들의 파산 가능성까지 언급되었던 위기에서도 유럽 정책 기반자들은 산업 회생 정책으로 EV 관련 보조금 확대 카드를 선택하였다. 대규모 유동성이 투입되었던 당시와 비교하기는 어렵겠지만, 유럽 정책 기반자들이 '오늘이 힘들다고 내일을 버리는(친환경 정책에서 퇴보하는) 기조'로 선회할 가능성이 높지 않다고 판단한다.

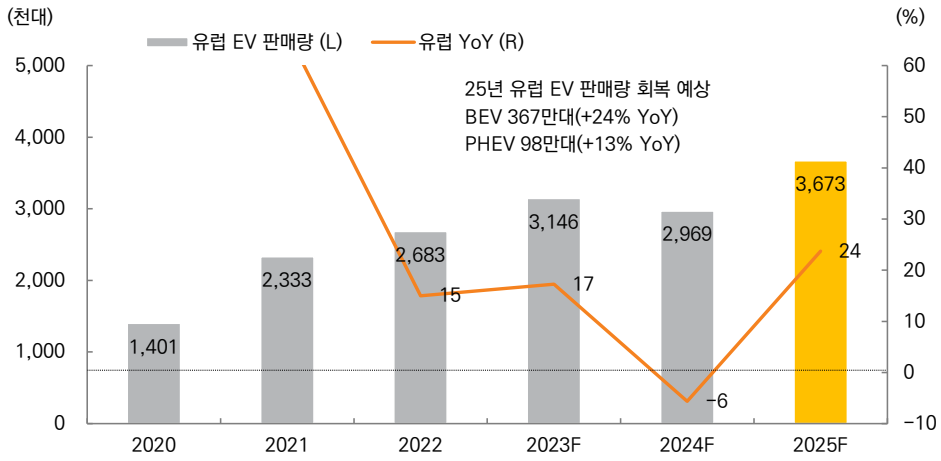
다만, 수요 추정치의 상향 조정은 최근 일각에서 주장하는 CO2 규제만으로는 부족하다. EV 수요 성장률이 둔화되었던 것은 결국 보조금 축소(제품 가격 상승)이었기 때문이다. 유럽 OEM의 회생을 위한 보조금 재개가 필수적이다. 당사는 독일, 영국 등 일부 국가를 중심으로 EV 관련 보조금이 재개될 가능성이 있다고 판단한다.

실제로 독일의 경우, 지난 7월 법인 차량에 대한 Tax Incective를 고가의 독일 OEM의 BEV에 유리한 방식으로 변경을 발표하였다(Tax Incentive 수령 가능 차량 가격 상향 조정). 독일 전체 자동차 판매 중 60%가 법인 차량임을 감안 시, 수요에 일정 부분 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 9월 23일에는 '자동차 정상회담'을 개최하였다. SPD(사회민주당) 정치인들은 새로운 폐차 보조금 제도를 제안하였다. 내연기관 차량을 폐차하고 신규 전기차를 구매자하는 사람에게는 6,000유로, 중고 전기차를 구매하는 사람에게는 3,000유로의 보조금을 제안하였다.

해당 정책 제안이 받아드려져 실제로 실행될 지는 아직 미지수이다. 독일로 시작한 보조금 재개 움직임이 다른 국가들로 확대될 지 여부도 지속 확인이 필요하다. 다만 명확한 것은 1) 유럽 자동차 산업이 큰 위기에 처해있으며, 2) 가장 위협적인 경쟁자인 중국 EV를 '관세'로 막고 있다는 점이다. 3) 친환경 기조의 후퇴(벌금 유예, 연기)의 가능성보다는 이를 맞출수 있게 하는 긴급 조치(보조금 등 지원책)이 진행될 경우, 기존 예상대비 25년부터 유럽 EV 수요는 유의미한 개선이 시작될 것으로 판단한다.

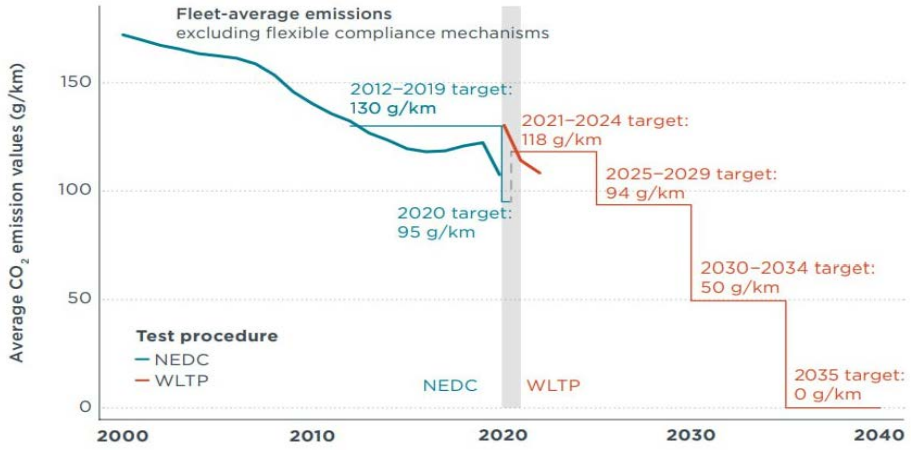
유럽 25년 EV 판매량은 367만대(+24% YoY)로 전망한다. BEV는 268만대(+28% YoY), PHEV는 98만대(+13% YoY)를 예상한다. 유럽 OEM의 생존을 위한 EV 보조금 재개와 CO2 규제 강화가 맞물리며 수요 회복이 진행될 것으로 판단한다. 추가적인 수요 추정치의 상향 조정은 현 시점 확인되는 정책 외 추가적인 보조금 관련 정책들의 발표가 진행되어야 할 것으로 판단한다.

그림 29. 유럽 연간 판매량 전망: 우호적으로 변해가는 정책 기조



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 25년 ~ 29년 CO2 배출 기준 118g/km → 94g/km로 강화



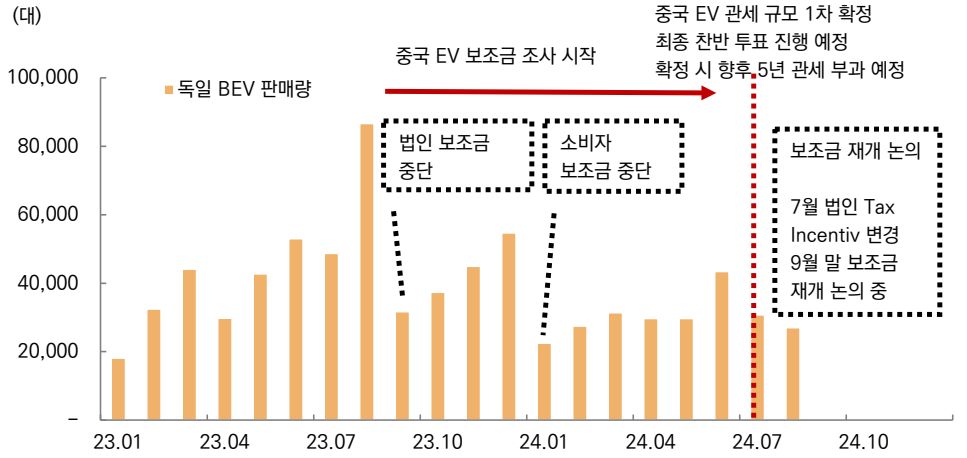
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. CO2 규제 달성을 위하여 BEV 및 PHEV 판매 비중 확대 필요



자료: AECC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 독일 EV 판매량 추이와 보조금 등 정책 변화 과정



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

(2) 금리 인하 시작

지난 몇 년 간의 금리 인상으로만 EV 수요 부진을 온전히 설명하기 어려우며, 정량적인 분석이 제한적임에도 불구하고, 상대적으로 판가가 높으며, 리스 및 파이낸스 비중이 높은 전기차 수요에 부정적 요인이었음은 분명하다.

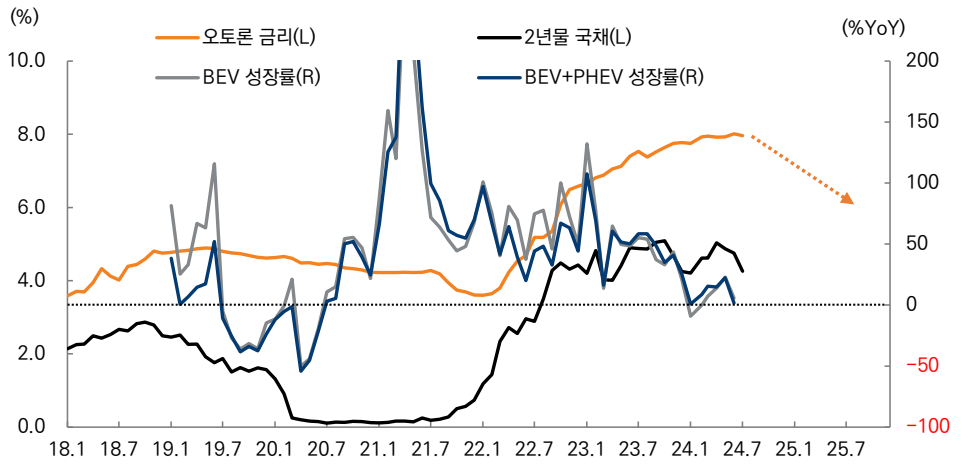
실제로 22년 하반기부터 금리 인상 가속화로 미국 오토론 금리는 5.0% 수준에서 8.0%수준까지 급상승하였다. 23년 초 IRA 보조금이 시작되며 미국 EV 판매 증가율이 잠시 개선되었으나, 23년 하반기 오토론 금리가 7%를 상회하기 시작하며, 판매 증가율은 유의미하게 둔화되기 시작하였다. S&P에 따르면 미국 EV 구매자의 80%가 현금이 아닌 리스/파이낸싱을 이용하고 있다. 오토론 금리가 기준금리에 2~3개월 후행하는 점을 감안 시, 25년부터 EV 구매 환경은 점진적으로 개선되어 나갈 것으로 전망한다.

표 2. 미국 EV 구매자 리스 및 파이낸싱 이용 구매 비중 80% 상회

	2Q21	2Q22	2Q23	2Q24
% of EV Leased	20.9	29.1	33.6	48.7
% of EV Financed	55.4	48.7	44.6	34.7
% of EV Cash/Others	23.8	22.3	21.9	16.6
리스 및 파이낸싱 구매 비중	76.3	77.8	78.2	83.4

자료: S&P, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 미국 오토론 금리와 EV 판매 증감률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

캐즘의 명분을 제공한 Tesla, 결자해지 필요. 10월 데이터에 주목

10월 2일 Tesla 데이터 포인트 발표(3분기 EV 배송량, ESS 출하량)와 10월 10일 진행 예정인 로보택시 행사에 따른 모멘텀에 주목한다.

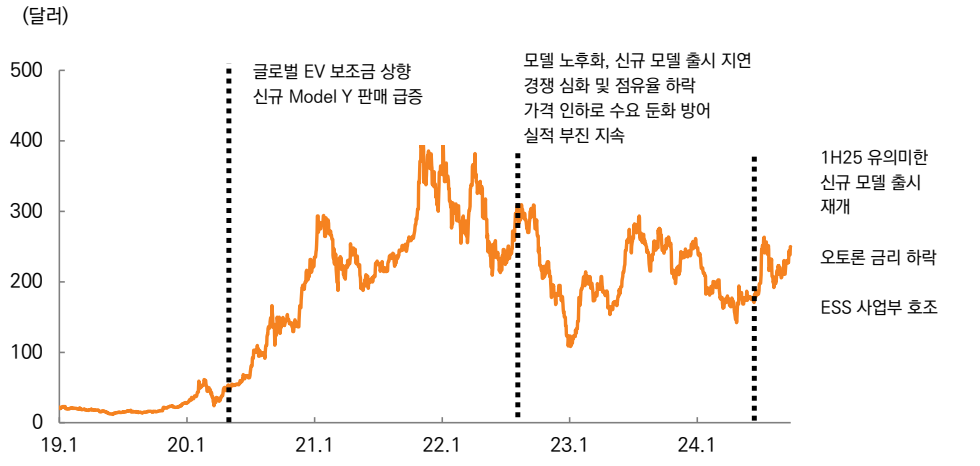
22년 9월을 기점을 Tesla의 판매 성장률과 시장 점유율은 점진적으로 하락하기 시작하였다. 중국 시장 내에서 경쟁이 심화되기 시작하였으며, 23년부터는 미국 시장 내에서도 경쟁이 심화되며 판매 성장률과 점유율 측면에서의 부진이 지속되었다. Tesla의 판매 부진은 후발 OEM들의 EV 관련 전략을 후퇴시키는, EV 캐즘의 명분을 일부 제공했다고 판단한다.

지난 2년 간 Tesla 판매 부진의 주요 원인은 1) 모델 노후화 및 경쟁 심화, 2) 금리 상승이었다고 판단한다. 유의미한 신규 EV 출시 및 스펙업이 진행되지 않아 모델 노후화가 지속되었다. 지난 몇 년간 모델3 하이랜드(스펙업 크지 않았음), Cybertruck Foundation(1.5억원 모델, 미국 한정)을 제외하고 유의미한 신차 출시가 없었으며 출시 시점도 지속 연기되었다.

지난 몇 개 분기 컨콜에서 일론 머스크는 이러한 수요 부진의 주된 원인으로 높은 금리를 지속 언급하였다. 앞서 금리 부분에서 언급한 것과 같이 수요에 부정적 영향이었음은 분명하다.

25년부터 부정적인 수요 변수들이 변화하기 시작한다. 오토론 금리는 기준 금리에 후행하여 하락하기 시작할 것을 판단한다. 오토론 금리 하락 사이클에 맞물려 25년 Tesla의 유의미한 신규 모델 출시 사이클이 시작될 것으로 예상한다. 매스 판매 모델인 1) Model Y 주니퍼(대당 배터리 탑재량 95kwh 수준으로 추정. 주행거리 큰 폭 개선, 2) Cybertruck Non-foundation 모델(저가형)이 상반기 중 출시될 것으로 예상되며, 아직 출시 시점은 미정이지만 중저가 EV 출시 가능성도 존재한다. Tesla의 판매량 개선과 점유율 회복에 따라 후퇴하던 일부 OEM들의 EV 전략이 재조정될 가능성도 존재한다고 판단한다.

그림 34. 결자해지, Tesla로 시작된 EV 캐즘 우려. 25년 신규 EV 출시와 오토론 금리 하락에 주목



자료: Quantiwise, 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
삼성SDI	26,062	20,751	24,894	1,263	2,288	6.9	9.6	18.1	12.3	1.2	1.1	9.1	6.7
LG에너지솔루션	92,898	27,690	35,996	1,647	4,295	5.0	11.8	137.5	39.2	3.9	3.6	20.6	11.9
SK이노베이션	10,990	77,383	80,767	1,874	3,452	0.6	5.2	-27.0	12.4	0.7	0.7	7.9	5.9
CATL	162,896	74,466	87,828	11,271	13,268	22.9	22.9	17.2	14.4	3.7	3.1	8.4	6.5
BYD	133,252	139,852	167,913	8,056	10,259	22.6	23.1	20.5	16.4	4.4	3.6	6.7	5.2
Panasonic	28,586	77,671	80,564	3,261	3,655	10.9	7.3	6.6	9.3	0.6	0.6	5.4	4.4

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	3,408	2,749	4,376	-291	191	-23.1	10.6	-18.5	39.3	4.0	3.6	-30.4	21.6
코스모신소재	3,664	890	2,130	38	112	6.8	17.5	118.5	41.1	7.8	6.6	69.3	28.4
포스코퓨처엠	18,591	4,469	6,499	124	321	3.2	7.1	208.7	92.6	7.3	6.9	58.4	32.9
LG화학	22,519	51,871	62,736	2,242	4,601	3.7	7.3	25.0	10.2	0.8	0.7	6.0	4.6
에코프로비엠	16,568	3,973	6,522	66	336	-0.0	11.8	-66.9	84.4	12.4	10.9	86.6	34.5
유미코아	3,932	5,428	5,538	687	701	-12.4	10.7	10.2	9.5	0.9	0.9	5.5	5.7
스미토모 금속광산	10,732	13,213	14,651	719	921	3.4	5.0	16.1	12.3	0.6	0.6	15.3	11.2
이스프링	3,040	1,648	2,220	141	195	6.5	7.4	22.3	17.0	1.2	1.1	8.2	6.5
다이나노닉	3,100	4,008	4,566	213	440	3.6	5.1	19.1	8.2	0.7	0.6	6.4	5.1
닝보산산	1,468	1,895	2,306	-143	63	-9.6	3.8	-	30.6	1.1	1.1	241.6	10.5
Yongbai tech	1,873	3,145	3,736	76	153	4.8	7.9	33.6	16.1	1.1	1.0	11.0	7.9

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	11,024	-	-	-30	21	-	-	-	-	-	-	-117.2	26.1
앨버말	13,898	7,430	8,275	-514	382	-3.9	6.9	-	25.4	1.0	1.0	12.0	9.8
강펑리튬	9,459	3,951	4,726	221	657	2.5	5.8	46.3	18.9	1.1	1.1	25.1	13.5
천제리튬	8,077	2,430	2,787	1,105	1,602	-2.5	6.0	-	15.4	0.9	0.9	7.7	5.6

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	537	186	295	-30	21	-15.8	-0.1	-13.4	407.8	2.5	2.5	-117.2	26.1
엔켐	3,816	983	1,229	87	108	18.8	23.1	84.1	61.4	16.2	12.9	49.7	40.0
후성	661	517	625	-7	41	-3.8	5.8	-63.0	33.7	1.9	1.8	23.8	11.1
솔브레인홀딩스	1,111	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
동화기업	581	957	1,085	28	70	2.4	5.7	33.1	13.1	0.6	0.6	16.6	8.9
우베흥산	2,671	4,280	4,716	205	248	7.5	7.0	8.7	8.9	0.6	0.6	10.3	9.9
캡켐	4,284	1,580	2,005	243	337	11.1	13.6	20.3	14.8	2.3	2.0	13.8	10.3
센트럴 글래스	836	1,466	1,439	133	114	11.4	8.9	6.8	8.1	0.7	0.7	4.6	5.6
덴치 고신재료	5,046	2,591	3,275	179	338	5.0	10.3	33.7	17.4	2.0	1.8	13.3	9.2

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
SK아이이테크놀로지	2,331	395	794	-144	60	-5.1	2.2	-24.5	56.8	1.1	1.1	-41.7	15.8
더블유씨피	623	409	490	16	49	1.5	4.2	53.4	18.5	0.8	0.8	12.7	10.0
창신신소재	4,786	2,251	2,761	261	378	3.1	4.5	28.7	16.6	0.9	0.9	10.3	8.2
중차이 과기	3,122	4,927	5,573	422	508	6.3	7.4	8.6	7.0	0.8	0.8	7.3	7.0
W-Scope	184	-	590	-	67	-	3.8	-	9.7	0.4	0.4	-	8.2
아사히카세이	13,879	25,458	27,902	1,287	1,783	2.5	6.1	17.3	13.1	0.8	0.8	6.9	6.3
도레이 인더스트리스	12,035	22,530	24,546	527	1,232	1.3	4.6	24.7	14.7	0.7	0.7	10.5	7.7

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
롯데에너지머티리얼즈	1,861	1,049	1,265	26	83	1.3	3.2	96.7	35.3	1.3	1.3	15.6	10.6
SKC	4,949	2,025	2,907	-154	129	-7.1	-1.3	-36.5	-327.1	3.6	3.7	-108.6	23.4
솔루스첨단소재	857	603	818	-26	41	-2.5	2.1	-1,031.0	65.5	1.9	1.8	34.0	14.1
고려아연	14,968	11,296	11,987	940	1,007	6.9	7.4	17.2	15.1	1.1	1.1	8.2	7.6

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재: 전구체 (십억 원)

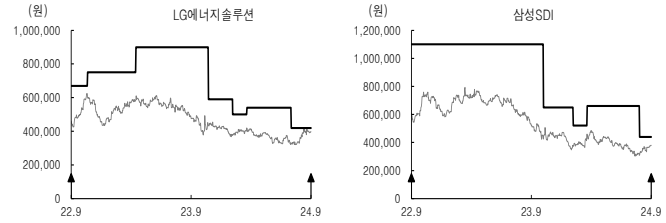
기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
에코프로머티리얼즈	8,026	600	1,291	2	69	0.5	5.9	1,423.3	125.7	7.6	7.2	179.6	56.4
GEM	5,688	6,901	8,108	421	576	9.2	11.1	20.8	15.6	1.6	1.4	12.4	9.7
CNGR	5,044	7,536	8,953	537	667	9.1	10.6	12.4	10.8	1.3	1.1	9.7	8.0
화유코발트	7,216	13,157	15,016	1,008	1,193	8.9	9.7	11.7	9.9	1.1	1.0	7.7	6.6

자료: Wisefn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG에너지솔루션 (373220)					삼성SDI (006400)				
2024.07.26	매수	420,000	-	-	2024.08.20	매수	440,000	-	-
2024.03.13	매수	540,000	-32.21	-22.96	2024.03.13	매수	660,000	-40.61	-26.36
2024.01.30	매수	500,000	-20.65	-16.10	2024.01.31	매수	520,000	-24.66	-11.63
2023.11.17	매수	590,000	-29.28	-22.97	2023.11.01	매수	650,000	-33.26	-22.15
2023.04.10	매수	900,000	-41.09	-32.00	2023.04.28	1년 경과 이후	1,100,000	-42.81	-32.55
2022.11.14	매수	750,000	-29.69	-20.00	2022.04.28	매수	1,100,000	-41.60	-27.91
2022.05.31	매수	670,000	-31.94	-6.87					

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI,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.