

2차전지 (비중확대)

위기회(危機會)

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

박준서

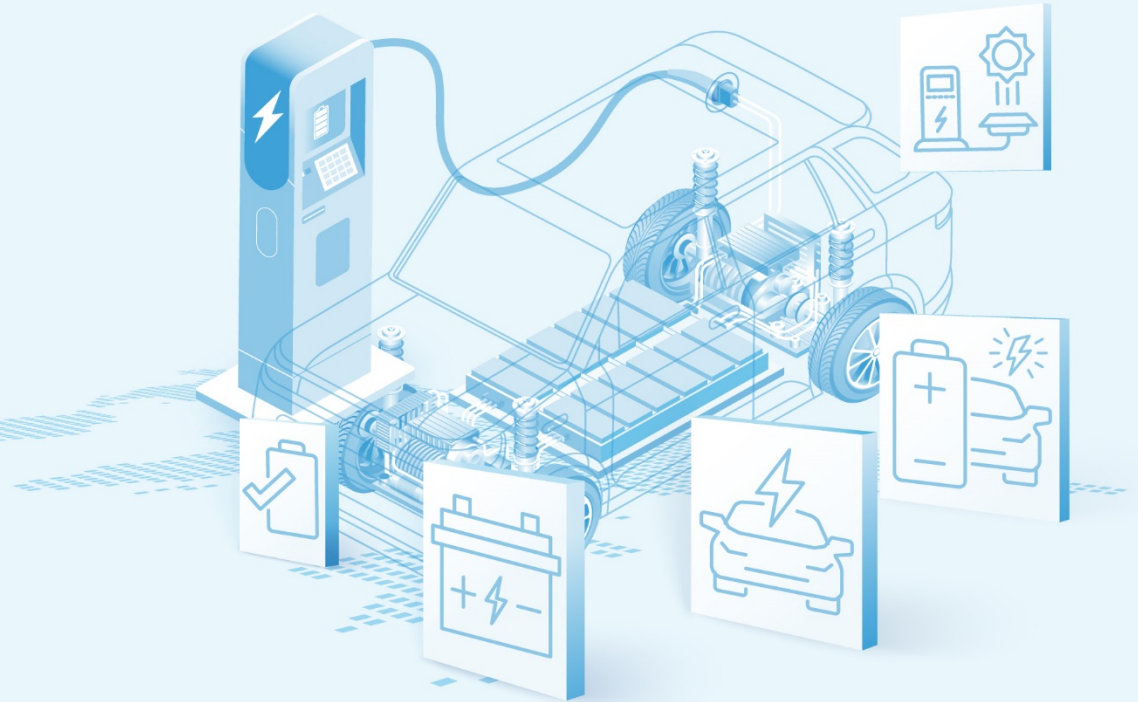
park.junseo@miraeasset.com

최유진

choi.yoojin@miraeasset.com

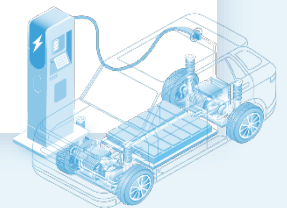
강민희

minhui.kang@miraeasset.com



CONTENTS

[요약] 2차전지 투자 요약: 위기회(危機會)	3p
I. 수요 전망: EV/ESS	7p
II. 판가 전망: 25년 상반기 바닥	24p
III. Tesla에 거는 기대	30p
IV. 보호무역주의: 역내 생산	37p
V. 밸류에이션 점검	40p
종목 분석	
LG에너지솔루션 (373220) Top picks	43p
엘앤에프 (066970) Top picks	46p
더블유씨피 (393890)	49p
포스코퓨처엠 (003670)	52p
에코프로비엠 (247540)	55p
닝더스다이 (300750.CH) Top picks	58p



[요약] 2차전지 투자 요약: 위기회 (危機會)

지난 1년 간 섹터의 중장기 불확실성을 야기했던 미국 대선이 마무리되었다. 결과는 Red Wave로 직관적인 관점에서 한국 2차전지 섹터에 부정적임은 분명하다. 1) IRA 변경 및 폐지 관련 뉴스 플로우가 지속되고 있으며, 2) DOE 대출 정책, EPA의 내연기관 관련 규제 변경 가능성에 대한 우려도 높아질 것으로 판단한다. 아직 정해지지 않은 '카더라' 뉴스에 따른 단기 주가 변동성 확대는 불가피하다.

단, 당사는 이미 섹터 주가에 반영되고 있는 극단적인 시나리오는 제한적이라고 판단한다. '예산안 조정'을 통한 EV 보조금 및 AMPC 축소도 상/하원의 동기가 필요한 시스템이며, 연중 발의 한도도 2회로 제한된다. 필리버스터가 불가능하기에 상원 통과가 가능하다고 하더라도, 현 시점 하원의석 차이를 고려 시 꽤 오랜 기간의 합의 과정이 필요할 것으로 판단한다. 해당 시스템으로 통과되었던 IRA도 의견 수렴 및 합의점 도출까지 1년 8개월이 소요되었다.

단기 정책 불확실성에 따른 주가 변동은 유효하나, 실제로 업황에 미치는 영향은 향후 확인이 필요한 영역이다. 특히, AMPC의 폐지는 공화당 내부 뿐만 아니라 기 투자된 글로벌/미국 업체들의 반발이 거셀 것으로 예상된다. 불확실한 것은 맞지만, 정해진 것은 아직 아무것도 없다.

당사는 최근의 극단적인 우려에도 25년 긍정적인 글로벌 EV 수요 전망을 제시한다.

25년 글로벌 EV 판매량은 2,017만대(+19% YoY), 시장 별로 중국 +13% YoY, 유럽 +26% YoY, 북미 +30% YoY, 기타 +32% YoY 증가할 것으로 전망한다. 공격적인 북미 시장 수요 전망에 이견이 많을 것으로 보인다. 당사는 1) 현재 추진되고 있는 정책 변화 통과되더라도 25년 중 시작되기 어렵다고 판단하며, 보조금 불확실성은 오히려 수요의 Pull-in 효과를 줄 수 있을 것으로 판단한다. 2) 금리 민감도가 높은 미국 시장 특성 상 오토론 금리 하락도 수요에 긍정적 요인이며, 3) 지난 2년 간 전체 미국 시장 수요 둔화의 주범인 Tesla의 신규 세그먼트 EV 출시도 기대된다.

글로벌 EV 배터리 수요는 1,088GWh(+28% YoY) 증가할 것으로 전망한다. 산업 평균 성장률 이상의 고성장이 예상되는 영역은 1) 유럽 LFP(+63%), 2) 기타 시장 LFP(+50% YoY), 3) 북미 하이니켈(+45% YoY)이다. 글로벌 하이니켈 배터리는 24년 성장이 없었던 유럽 시장의 25년 수요 회복(유럽 하이니켈 +33% YoY)에 따라 +31% YoY 증가할 것으로 전망한다. LFP 배터리의 견조한 성장이 지속되는 중, 25년은 하이니켈 배터리의 반격이 시작될 것으로 판단한다.

25년 상반기 판가는 안정화될 것으로 판단한다. 지난 2년 정책 불확실성 확대로 리튬 등 공급과잉이 심했던 영역에서부터의 후발주자 중심 공급축소가 가속화될 것으로 예상된다. 배터리 셀을 포함한 주요 소재 제품군의 판가는 1H25 바닥을 형성할 것으로 예상된다.

25년 핵심 Keyword는 Tesla이다. 25년 Tesla의 EV 수요 증가율은 +26%로 시장 전체 성장률(+19%)을 상회할 것으로 전망한다. 지난 3년 간 LFP 모델 확대가 주요했다면, 25년부터는 Tesla 내 하이니켈 배터리 수요 증가율(+65%)이 LFP 배터리 수요 증가율(+24%)을 상회할 것으로 판단한다. 해당 배터리 탑재량 100kWh 수준의 사이버트럭 판매량이 Key Factor이다.

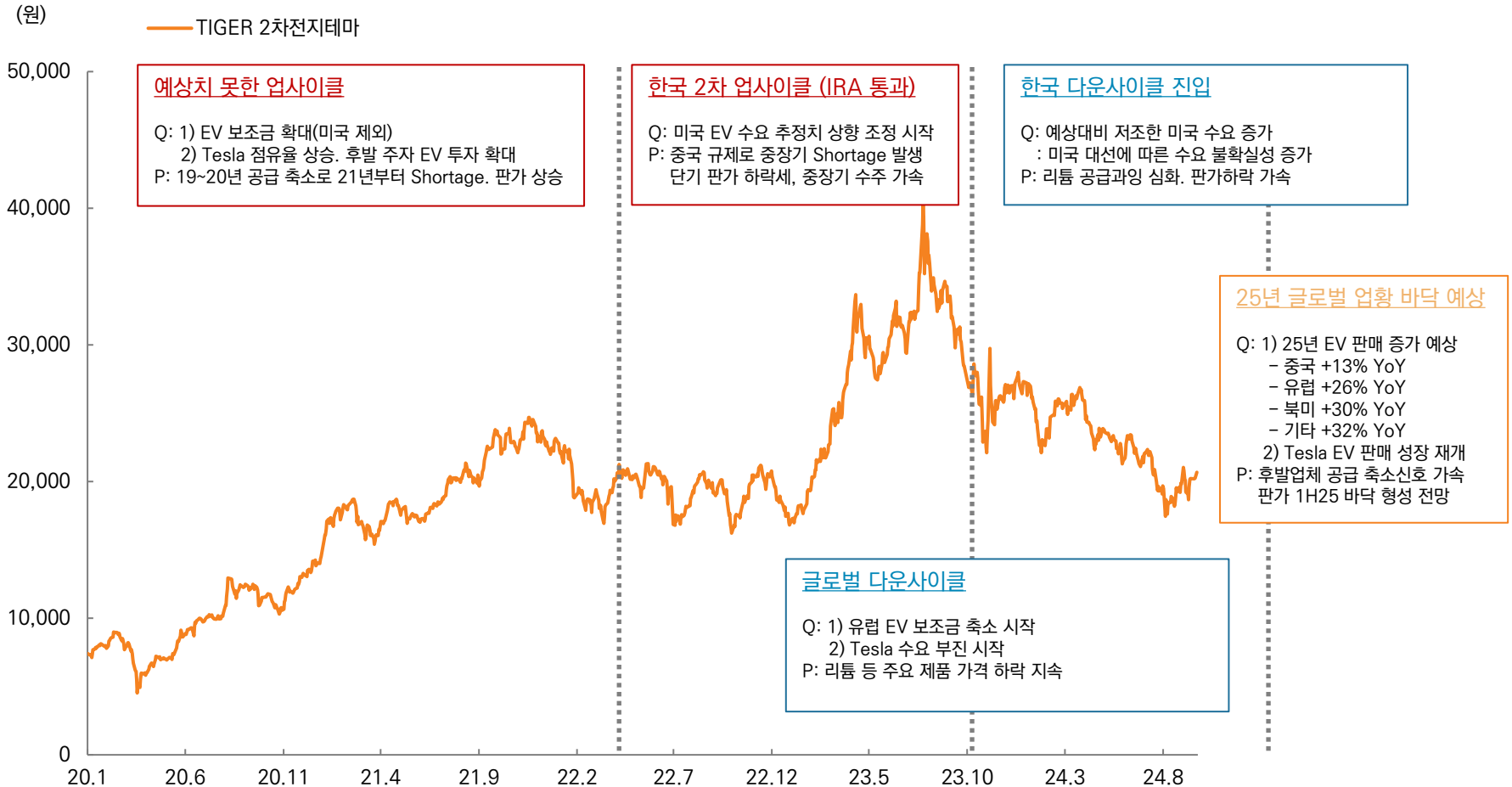
보호무역주의라는 Keyword에서는 1) 미국의 대 중국 관세 인상 여부(동박/분리막 수혜 예상), 2) 인도 정부의 Tesla 투자 유치에 주목한다. 보호무역주의 확대는 한국 배터리 밸류체인에 중립 이상의 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

Tesla(4680), LFP 사업 확장 여부, 대 중국 관세 수혜 여부 등 감안하여 Top Pick을 선정하였다. Top picks는 LG에너지솔루션(목표주가 51만원), 엘앤에프(목표주가 15만원), CATL(목표주가 380위안)이다. 차세대 소재(최유진 연구위원)에서는 대주전자재료, 배터리 장비(박준서 연구위원)에서는 피엔티를 추천한다. 어려운 구간이 지속되고 있지만, 25년 중 적자생존 구간이 마무리되며 선법업체 중심의 시장 구도로 재편될 것으로 판단한다. 위기회(危機會), 위기는 곧 기회이다.

[요약] 2차전지 사이클 정리

2차전지 사이클 요약. 25년 상반기 중 바닥 통과할 것으로 전망

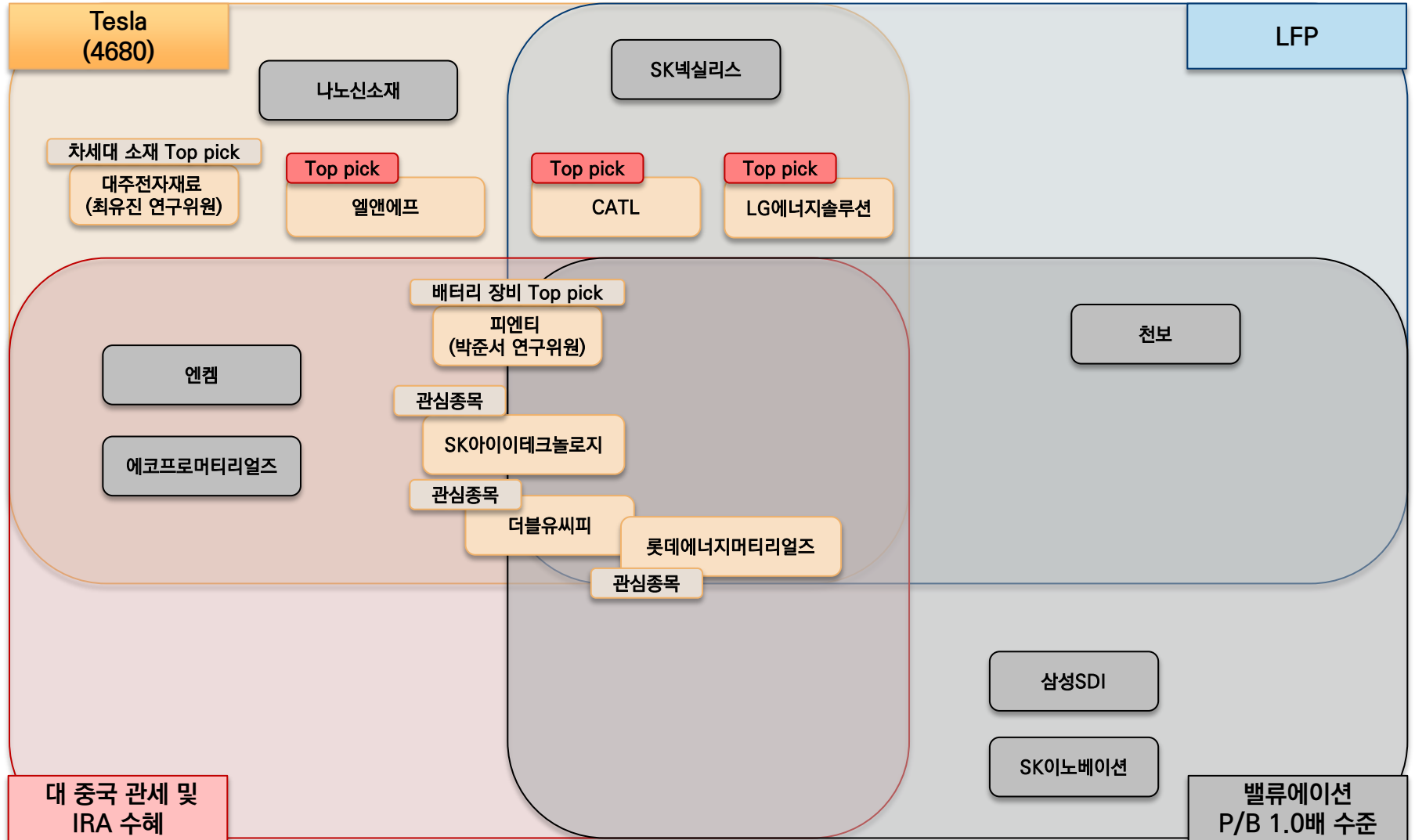
Tiger 2차전지테마 주가 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

[요약] Tesla(4680), LFP, 정책 수혜, 밸류에이션 교집합 찾기

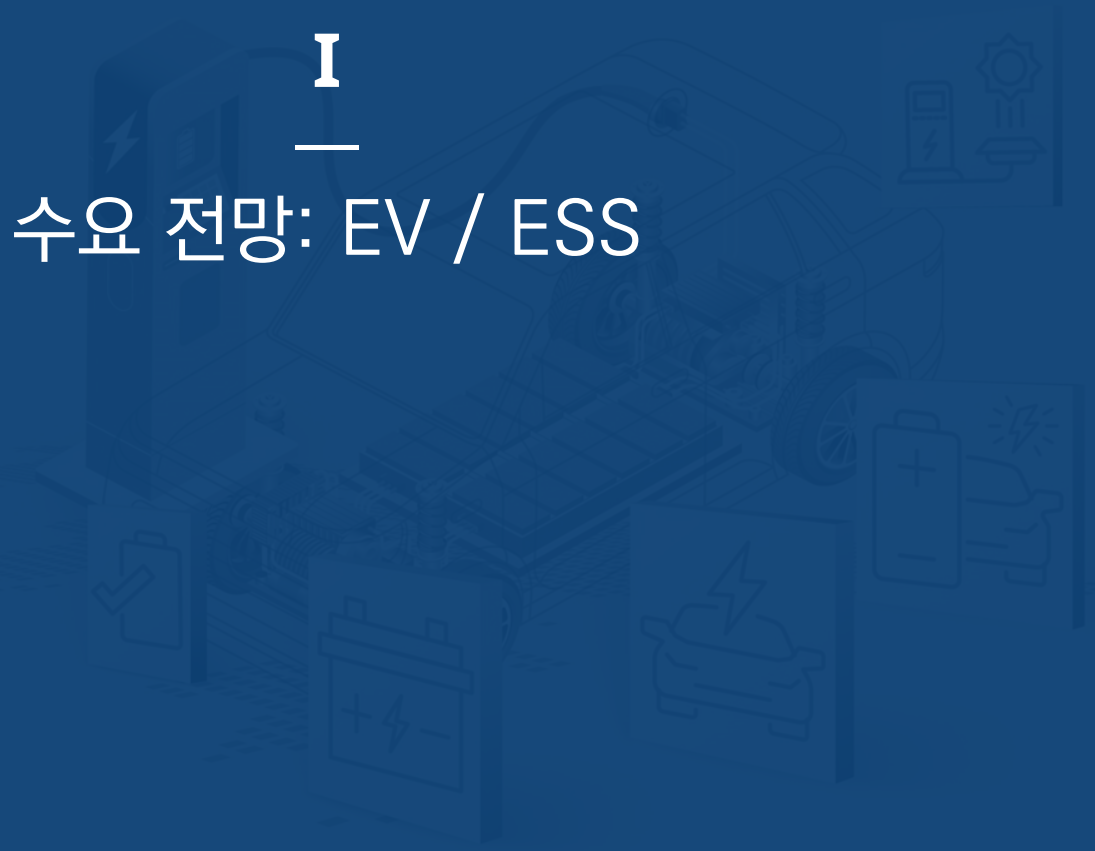
교집합 찾기: Top picks LG에너지솔루션, 엘앤에프, 해외 닝더스다이(CATL)



I

—

수요 전망: EV / ESS

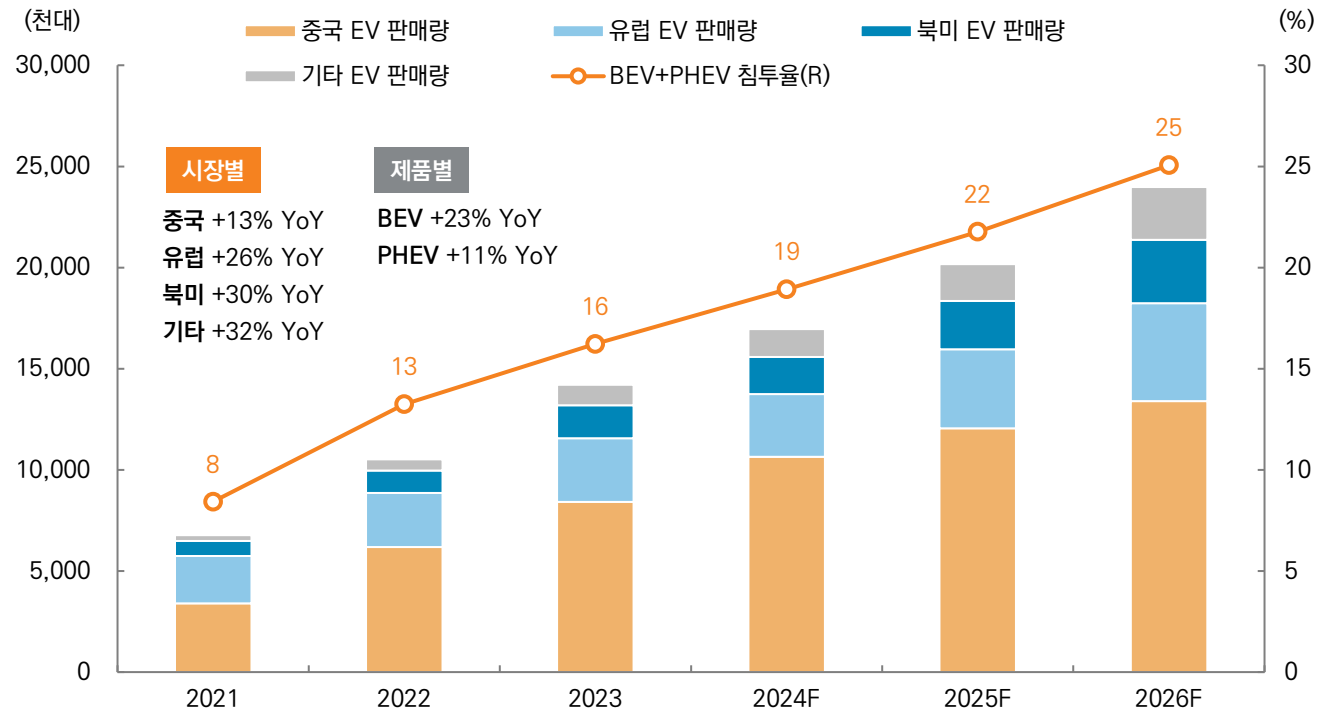


I. 글로벌 EV 수요 : 그래도 성장은 지속된다

25년 글로벌 EV 수요 +19% YoY 전망

- 25년 글로벌 EV(BEV + PHEV) 수요 2,017만대(+19% YoY) 예상
- BEV 1,339만대(+23% YoY), PHEV 679만대(+11% YoY)
- 시장 별로는 중국 +13% YoY, 유럽 +26% YoY, 북미 +30% YoY, 기타 +32% YoY 예상
- 정책 불확실성 확대 속, 제품 경쟁력 우위의 상위업체 중심의 점유율 확대 가속화될 것으로 전망

글로벌 EV(BEV+PHEV) 판매량 전망 : 정책 불확실성 우려에도 지속되는 성장



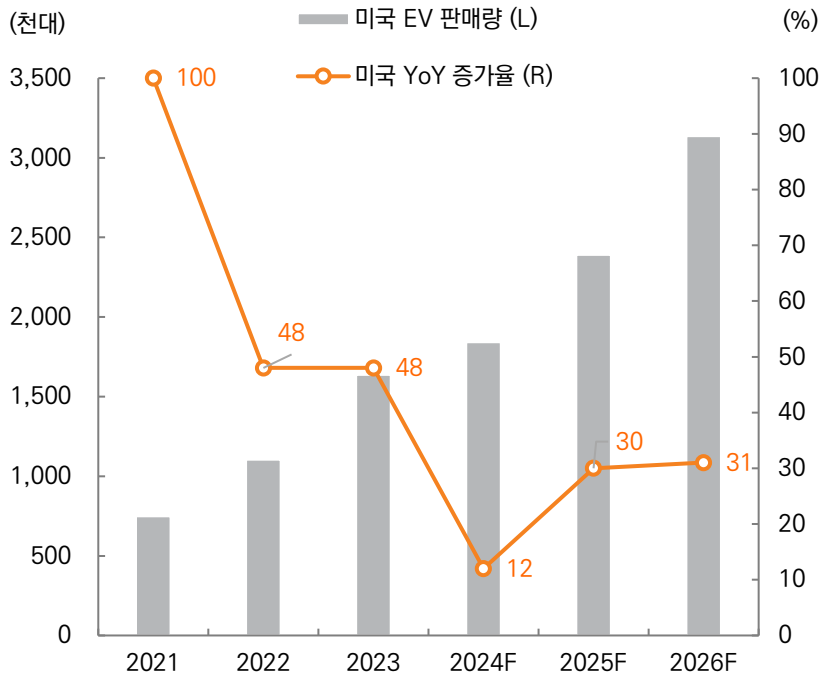
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

I. 북미 : 정책 불확실성 지속되나, Tesla 중심 수요 성장 지속

북미 239만대 전망 (+30% YoY)

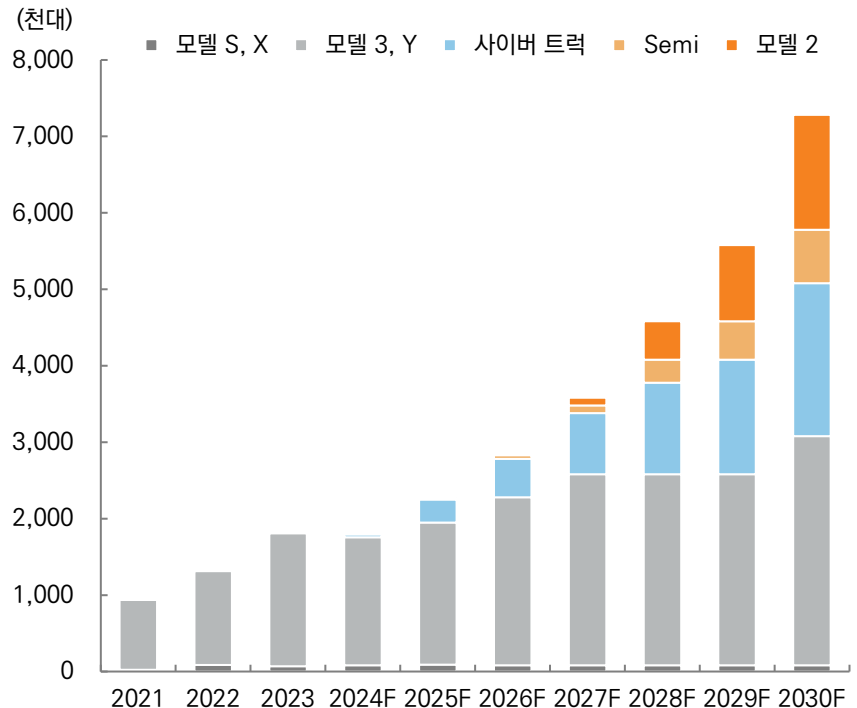
- 미국 대선(Red Wave) 이후, 정책 불확실성 확대되었으나 시장 우려 대비 25년 수요 성장 지속 예상
 - 긴급 예산안 조정도 상/하원 동의 필요. 보조금 축소 가능 시점 감안 시, 25년 부정적 영향 제한적
 - 보조금 축소 예상되는 구간에 소비자의 EV 구매 강도는 오히려 강화될 가능성 존재
 - Tesla 북미 시장 신차 출시(Cybertruck 저가형, 중저가 모델 등)로 최소 +15만대 증량 효과 가능
 - 오토론 금리의 점진적 하락

25년 북미 EV 판매 +30% YoY 전망



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

Tesla Cybertruck 등 신차 출시 본격화



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

I. 미국 정책 시나리오: 극단적 시나리오 제한적

Red Wave에도 극단적 시나리오 제한적

- 트럼프 및 공화당은 '예산안 조정' 을 통해 보조금 정책(45X, 30D) 폐지/수정 시도 전망
- 예산안 조정은 상원 필리버스터 불필요(상원 통과가능성 높음)하나 하원의 과반수 찬성도 필요
- 25년 연중 2회 예산안 조정 발의 가능 → 부정적 시나리오 시 25년말부터 보조금 축소 가능
- 단, 하원 의석수 차이 감안 시 공화당 내부 의견 합치까지 시간 소요될 것으로 판단하며, 특히 AMPC 폐지의 경우에는 기 투자된 OEM과 배터리 업체들의 극단적인 저항이 진행될 것으로 판단
- 25년 북미 EV 수요는 정책보다는 오토론 금리 하락과 Tesla의 수요 성장이 더 중요한 Key Factor

미국 EV / 배터리 정책 시나리오 → 극단적인 우려 제한적

Base 시나리오

IRA 자체의 폐기/수정이 아닌 '예산안 조정'을 통한 1) EV 보조금 및 2) AMPC 폐지 및 수정 시도

'예산안 조정' 역시 상/하원 과반 이상의 동의가 필요하며, 특히 하원의 경우 공화당 내부 과반 통과를 위해 합의 및 설득의 과정이 필요할 것으로 예상(상원 필리버스터 무력화되나 하원 과반 동의 필요)

통과 가정 시에도 시행 가능 시점(25년 말 ~ 26년) 감안 시 실제 EV 판매량에 미치는 영향은 제한적일 것

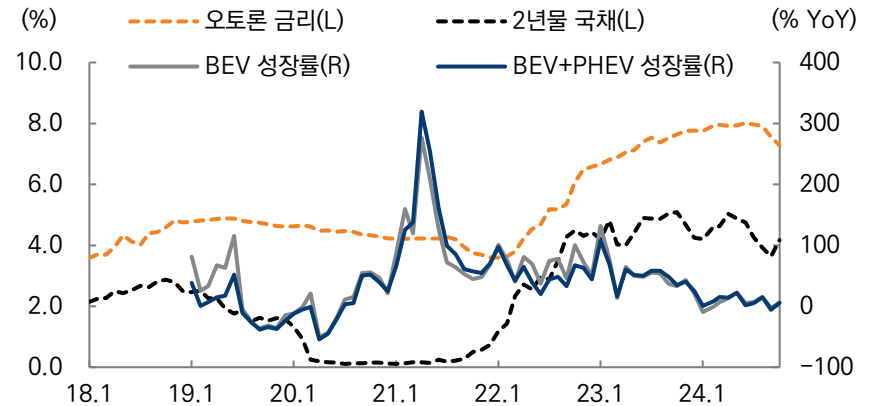
AMPC(생산 세액공제) 폐지는 미국 내 일자리 창출 효과 등을 감안 시, 내부 반대의견으로 EV 보조금 폐지보다도 더욱 쉽지 않을 전망

주요 세액공제 폐지 시도 시 내부 반대 의견을 수렴하기 위하여 관련 제도의 '수정'은 가능할 것
(Ex. 보조금 수령 조건 변경을 통해 수령 모델 수 및 업체 수 제한)

부정적 시나리오

25년 중 '예산안 조정'을 통하여 1) EV 보조금, 2) AMPC 폐지 및 축소 통과 시나리오 → 25년 말부터 EV 보조금 및 AMPC 금액 축소 가능. 해당 정책의 리스크는 26년 말 중간선거까지 영향을 줄 수 있으며, 길게는 트럼프 임기 28년까지 부정적 영향 가능

오토론 금리 하락, 수요에 긍정적 영향



	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: 미래에셋증권 리서치센터

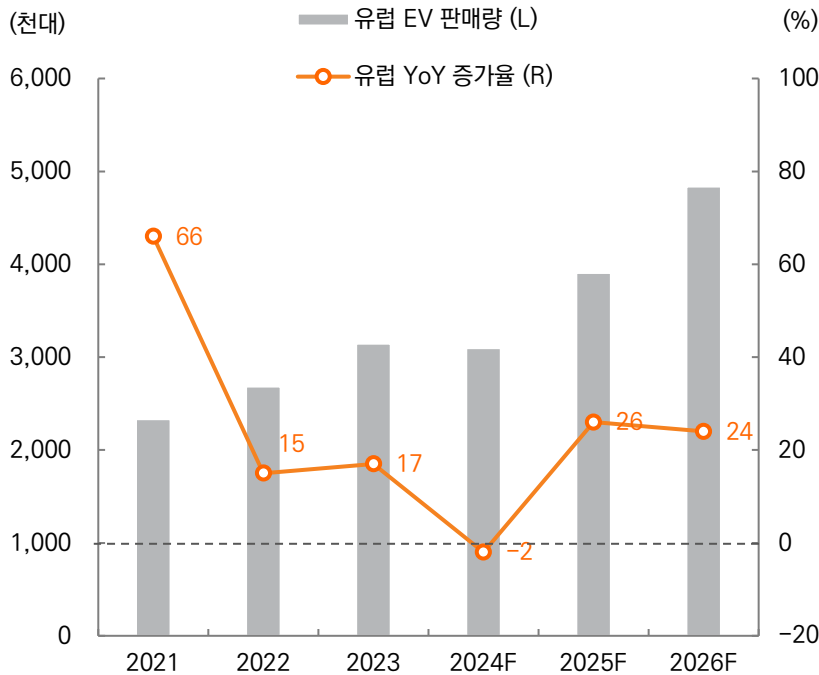
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 유럽 : 중저가 라인업 + 규제 + 보조금 재개 여부 주목

유럽 +26% YoY 전망

- 25년 유럽 EV 수요 회복 원년: BEV 283만대(+34% YoY), PHEV 108만대(+9% YoY)
- 강화된 CO2 규제를 맞추기 위한 중저가 라인업 중심의 수요 성장 재개될 것으로 판단
- 미국 대선 이후, 글로벌 보호무역주의가 한층 더 강화된 상황
- 유럽 OEM을 회생시키기 위한 EU 및 각 국 정부들의 정책 변화에 주목

25년 유럽 EV 시장 유의미한 회복 전망

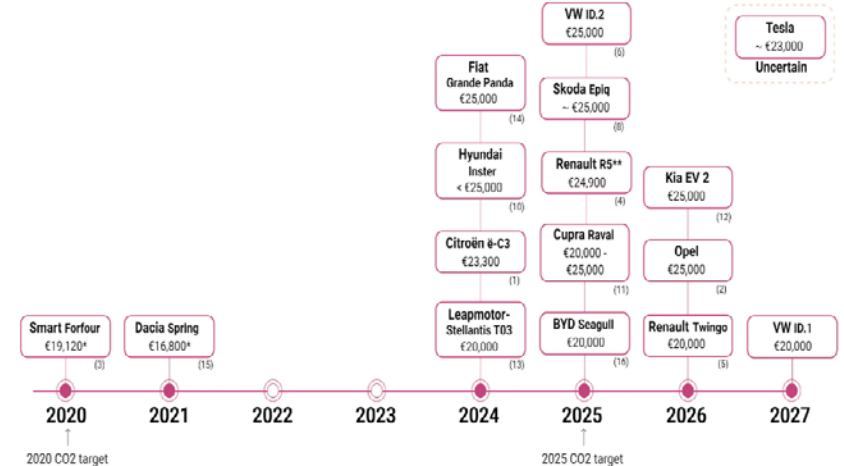


자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

25년 출시되는 유럽 중저가 EV 라인업

Affordable sub €25,000 BEV available in Europe

2025 CO2 target will bring a new wave of affordable EV models



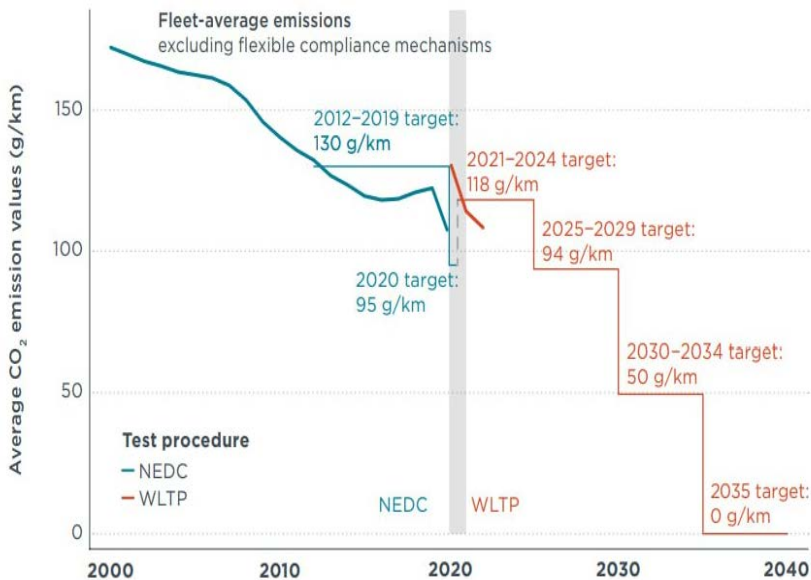
자료: ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 유럽 정책 시나리오: 유럽 OEM 생존을 위한 정책 변화에 주목

유럽 OEM 회생 정책에 주목

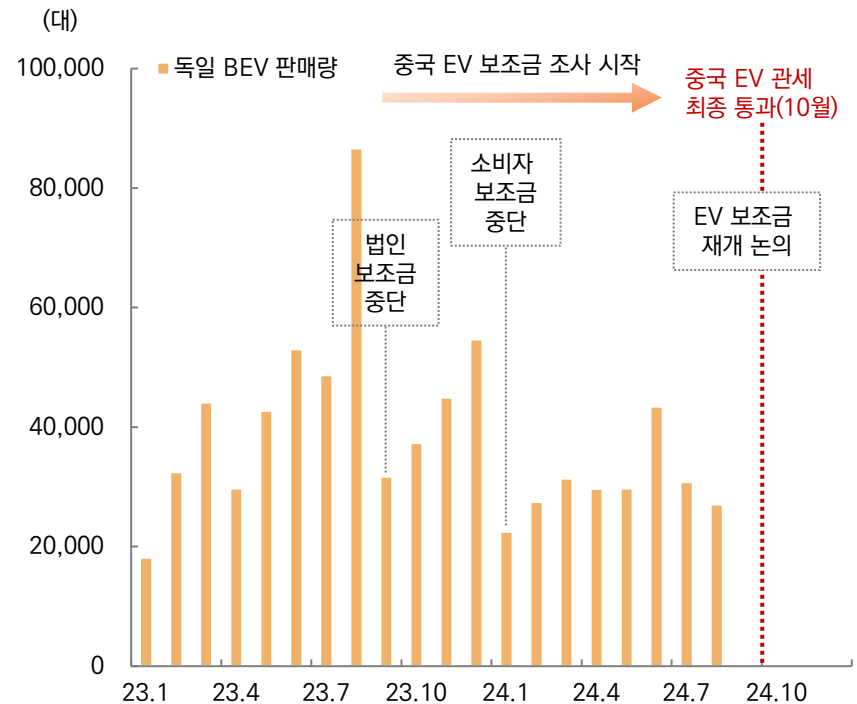
- 유럽 OEM, ① EV 경쟁력 열위, ② 보호무역주의 확대, ③ 실적 부진 지속으로 글로벌 경쟁력 약화
- EU를 포함한 유럽 국가들의 OEM 회생 정책 방향성과 강도에 주목
- ① CO2 규제(벌금) 유예, ② EV 보조금 재개 등 지원책
 - ① 시나리오 시, 유럽 EV 시장 및 유럽 OEM의 단기/중장기 경쟁력 후퇴
 - ② 시나리오 시, 유럽 EV 수요 추정치 추가 상향 조정 가능. 보조금 예산 및 지급 시점에 주목

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



자료: ICCT, 미래에셋증권 리서치센터

유럽 EV 보조금 재개 여부에 주목



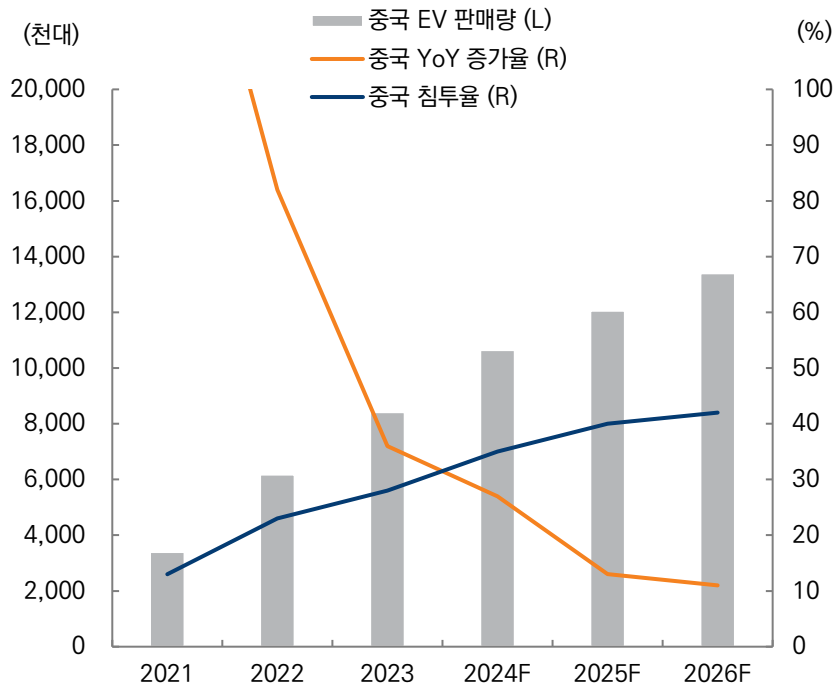
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

I. 중국 시장 +13% YoY, 기타 시장 +32% YoY 전망

장벽 없는 시장 중심으로 중국 업체들의 해외 진출 가속화

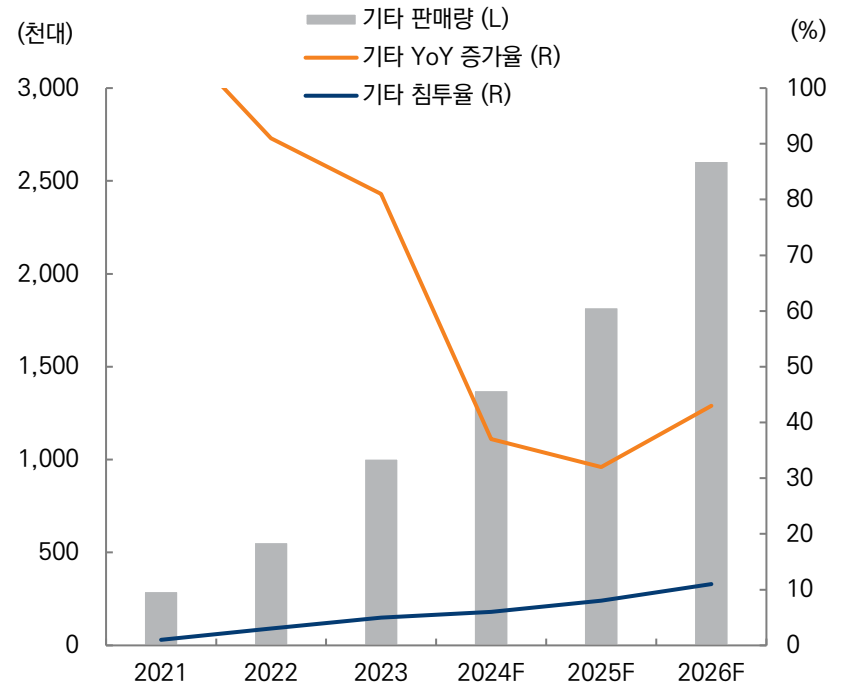
- 중국 EV 시장 높은 침투율에도 불구하고 견조한 판매량 증가(+13% YoY) 지속될 것으로 전망
- 상대적으로 높은 침투율로 인하여 판매 증가율은 둔화되겠지만, 생산자 측면에서 EV 라인업 확대 가속, 소비자 측면에서 번호판 규제 등으로 내연기관 구매 제한적
- 중국 내수 시장 성장률 둔화로 인하여, 주요 중국 OEM들의 해외 시장 진출 가속화될 것으로 전망
- 특히, 무역 장벽에서 자유로운 동남아, 남미 시장 중심의 기타 시장 EV 판매량 증가(+32% YoY) 견인

25년 중국 EV 판매량 +13% YoY 전망. 이미 높은 침투율이 장벽



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

25년 기타 시장 EV 판매량 +32% YoY → 중국 OEM의 해외 진출 가속



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

I. 글로벌 EV(BEV + PHEV) 판매량 전망

글로벌 EV(BEV + PHEV) 판매량 추이 및 전망

		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BEV 판매량(천대)	중국 BEV	2,778	4,663	5,708	6,218	7,174	8,294
	유럽 BEV	1,279	1,657	2,153	2,108	2,831	3,851
	북미 BEV	542	888	1,305	1,447	1,916	2,631
	기타 BEV	213	457	830	1,088	1,465	2,187
BEV 합계(천대)		4,812	7,665	9,996	10,860	13,386	16,963
PHEV 판매량(천대)	중국 PHEV	623	1,517	2,704	4,429	4,884	5,105
	유럽 PHEV	1,054	1,026	993	988	1,075	984
	북미 PHEV	206	216	331	394	474	505
	기타 PHEV	79	99	176	288	354	421
PHEV 합계(천대)		1,962	2,859	4,204	6,100	6,788	7,014
BEV+PHEV 합계(천대)		6,774	10,524	14,200	16,960	20,174	23,977
BEV+PHEV 침투율(%)		8	13	16	19	22	25
시장별 판매량(천대)	중국 EV 판매량	3,401	6,181	8,411	10,648	12,058	13,399
	유럽 EV 판매량	2,333	2,683	3,146	3,097	3,906	4,835
	북미 EV 판매량	748	1,104	1,636	1,841	2,390	3,136
	기타 EV 판매량	292	556	1,006	1,375	1,820	2,608
시장별 침투율(%)	중국 침투율	13	23	28	35	40	42
	유럽 침투율	14	19	19	18	22	27
	북미 침투율	4	6	9	9	12	15
	기타 침투율	1	3	5	6	8	11
YoY 증가율(%)	중국 YoY 증가율	155	82	36	27	13	11
	유럽 YoY 증가율	66	15	17	-2	26	24
	북미 YoY 증가율	100	48	48	12	30	31
	기타 YoY 증가율	112	91	81	37	32	43
	글로벌 YoY 증가율	109	55	35	19	19	19

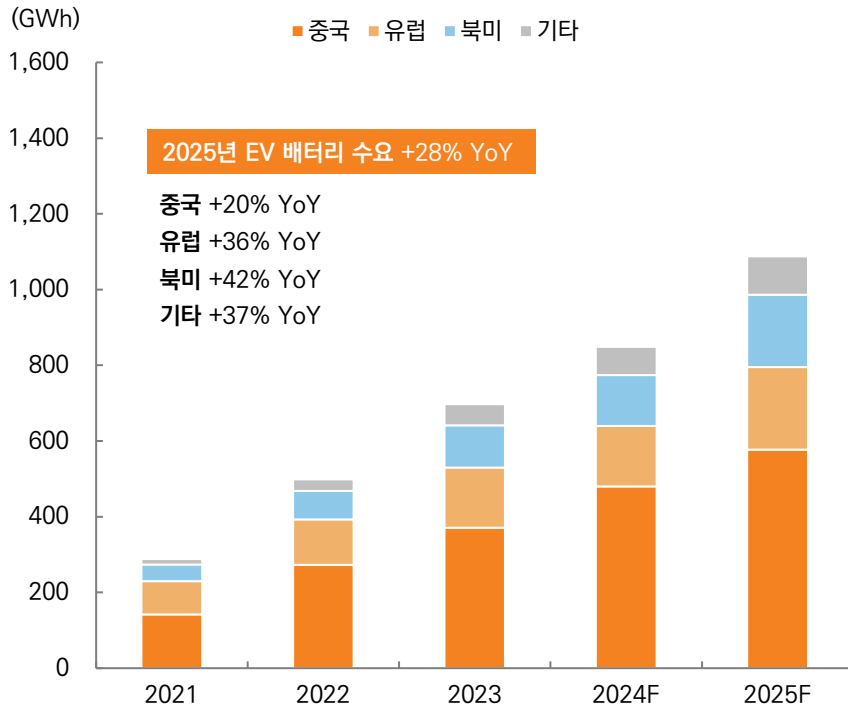
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

II. 25년 글로벌 EV 배터리 수요 +28% YoY

25년 EV 배터리 수요 1,088GWh(+28% YoY)

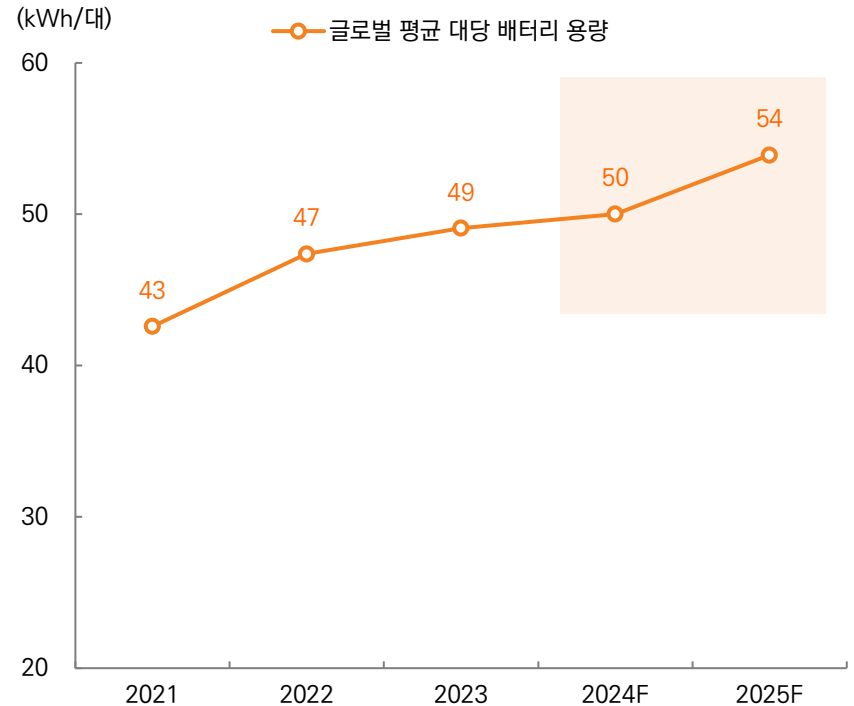
- 25년 글로벌 EV 배터리 수요 1,088GWh(+28% YoY) 증가 전망(EV 수요 +19%, 대당 탑재량 +8%).
- 시장 별로는 중국 +20% YoY, 유럽 +36% YoY, 북미 +42% YoY, 기타 +37% YoY
- 특히, 25년(+8%)은 24년(+2%) 대비 대당 탑재량 증가가 유의미하게 진행될 것으로 예상
 ① 하이니켈 중심 노출도 높은 유럽 및 미국 시장의 수요 회복, ② Tesla 4680을 선두로 한 주행거리가
 유의미하게 개선된 신제품 출시에 기인

25년 글로벌 EV 배터리 수요 +28% YoY 증가 전망



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

25년 대당 배터리 탑재 용량 54kWh(+8% YoY) 증가 전망



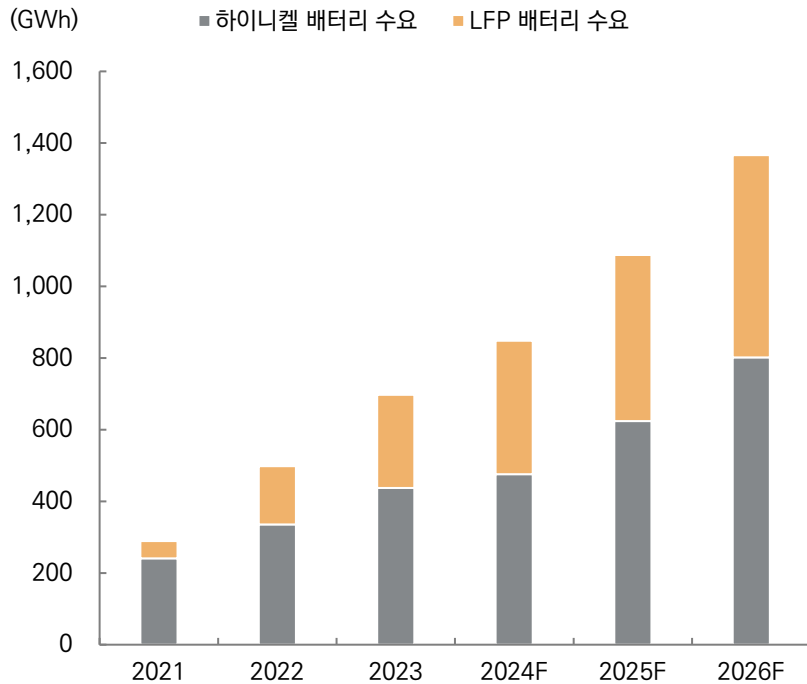
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 25년 글로벌 EV 배터리 수요 +28% YoY

25년 제품 별 전망
 하이니켈 +32% YoY
 LFP +24% YoY

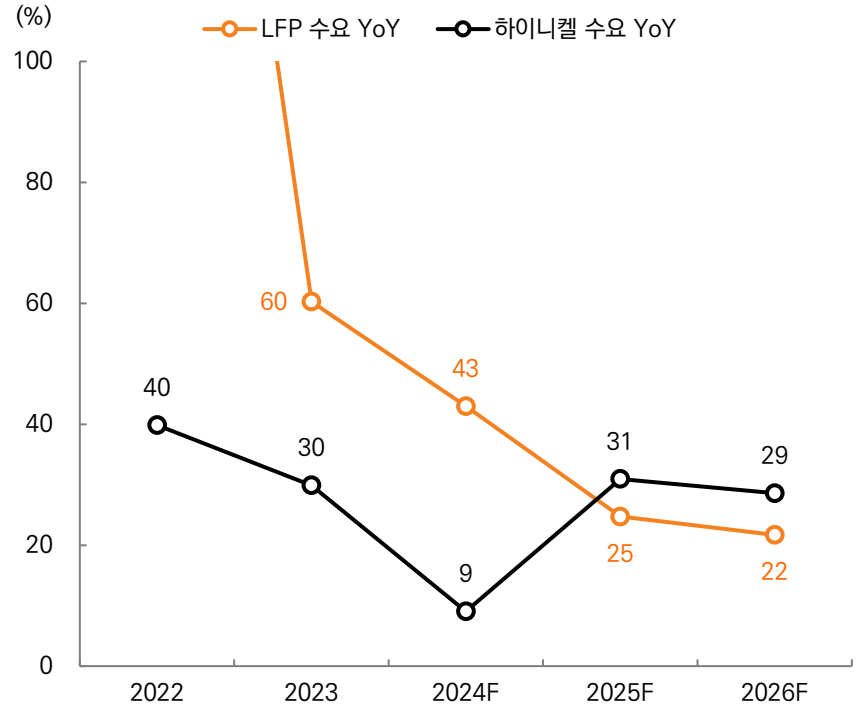
- 지난 3년간 ① 타 시장 대비 중국 시장 수요 성장 우위, ② Tesla 포함 OEM들의 중저가 라인업 확대로 인하여 LFP 배터리의 수요 성장률이 삼원계를 상회(24년 LFP +43% YoY, 하이니켈 +9% YoY)
- 유럽 내 중저가 라인업 확대 및 중국 OEM의 기타 시장 진출 가속화로 LFP의 견조한 성장 지속될 것
- 단, 하이니켈 계의 배터리 역시 25년부터 성장률이 회복될 것으로 전망하는데 이는 ① 유럽 시장 수요 회복(24년 Flat), ② 북미 Tesla 2170 업그레이드 및 4680 하이니켈 계열 신규 세그먼트 출시에 기인
- 시장 성장률(+28% YoY) 대비 성장률이 높은 영역은 ① 유럽/기타 LFP, ② 북미 하이니켈

글로벌 EV 배터리 수요 전망: LFP 견조한 성장 속 하이니켈 반격



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

25년 하이니켈 배터리 +32% YoY, LFP 배터리 +24% YoY



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

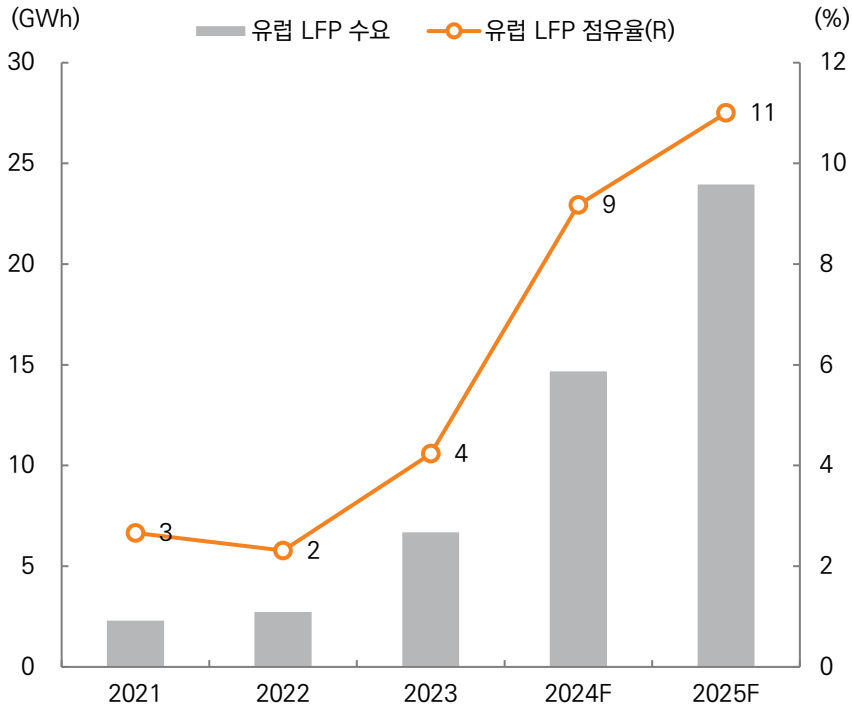
II. 25년 유럽 및 기타 시장 LFP 시장 주목

유럽 LFP +63% YoY

기타 LFP +50% YoY

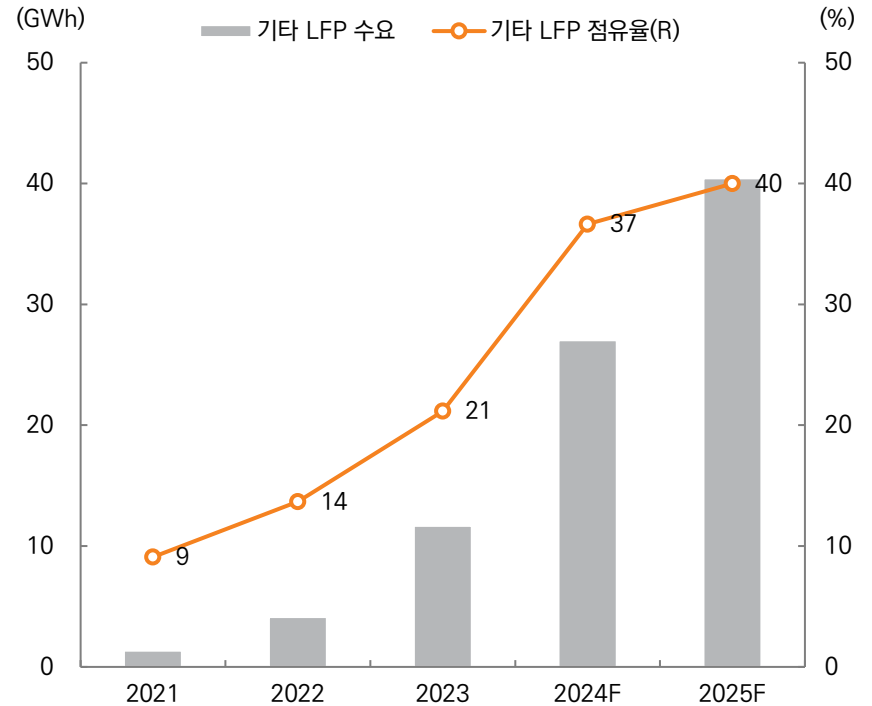
- 25년 유럽 LFP 배터리 수요(+63% YoY)는 유럽 OEM들의 중저가 라인업 출시로 산업 평균 상회
- 침투율 증가 속도 및 YoY 증가율은 전년비 둔화될 것으로 전망: 중국 EV 관세 발효
- 25년 유럽 하이니켈 배터리 수요(+33% YoY)로 24년(-4% YoY) 대비 회복할 것으로 전망
- 기타 시장의 LFP 배터리 수요(+50% YoY)는 중국 EV 업체들의 동남아 및 남미 시장 진출에 기인

유럽 LFP 배터리 수요 +63% YoY 전망



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

기타 LFP 배터리 수요 +50% YoY 전망



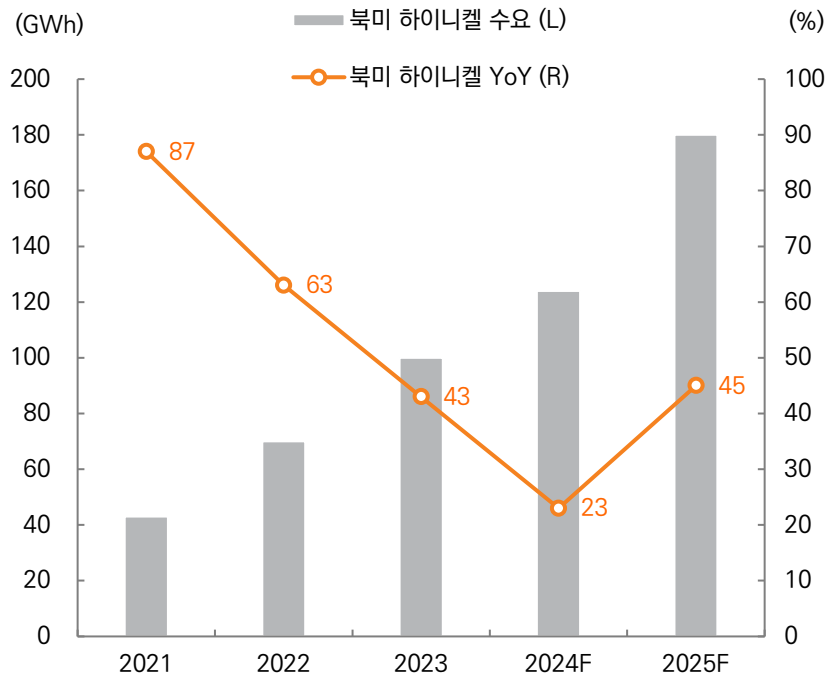
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

II. 25년 북미 하이니켈 +45% YoY

북미 하이니켈 정책 불확실성에도 성장 지속(+45% YoY)

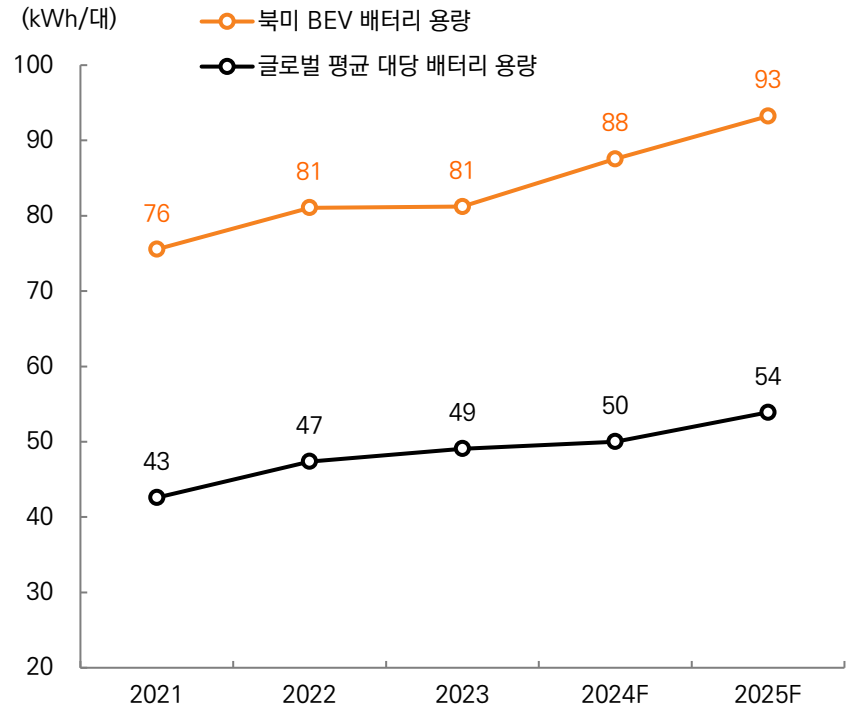
- 정책 불확실성에도 25년 북미 하이니켈 배터리 수요 유의미한 회복(+45% YoY) 전망
- EV 판매량 증가 +30% YoY, 대당 탑재량 93kWh(+7% YoY)
- 미국 정책 Base 시나리오 가정 시, 보조금의 전면 폐지 가능성은 향후 확인이 필요하며, 오히려 단기 수요 Pull-in 효과 발생 가능. 적어도 25년 수요 예상치의 유의미한 하향 조정은 제한적으로 판단
- 보조금 외 수요 변수인 ① 오토론 금리, ② 배터리 가격 하락에 따른 EV 가격 하락, ③ Tesla 등 주요 OEM의 신규 제품 출시, ④ 대 중국 정책 무역 정책 강화에 따른 북미 하이니켈 수요 증가 전망 유효

북미 하이니켈 +45% YoY 전망



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

EV 판매량 증가 +30% YoY, 대당 탑재량 93kWh(+7% YoY)



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 EV 배터리 수요 전망

		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
BEV+PHEV 합계(천대)		6,774	10,524	14,200	16,960	20,174	23,977
EV 배터리 평균 탑재량 가정(kWh/대)		42.6	47.4	49.1	50.0	53.9	57.0
평균 탑재량 YoY(%)		1.2	11.3	3.6	1.9	7.8	5.7
배터리 수요(GWh)							
BEV	중국	130	239	305	365	449	531
	유럽	74	105	143	142	196	266
	북미	41	72	106	127	179	248
	기타	14	29	52	67	93	142
PHEV	중국	12	33	66	115	128	136
	유럽	14	15	16	18	22	21
	북미	3	4	6	8	12	14
	기타	1	2	3	7	8	10
합계(BEV+PHEV)	중국	142	273	371	480	577	666
	유럽	88	120	159	160	218	287
	북미	44	76	112	134	191	262
	기타	15	30	55	74	101	152
글로벌 EV 배터리 수요 합계(GWh)		288	499	697	848	1,088	1,367
글로벌 EV 배터리 수요 YoY(%)		111	73	40	22	28	26
지역별 EV 배터리 수요 YoY(%)	중국	153	93	36	29	20	15
	유럽	72	36	32	1	36	31
	북미	91	72	48	20	42	37
	기타	130	106	83	34	37	50
LFP EV 배터리 수요(GWh)		48	162	260	372	464	564
	중국	43	150	230	319	388	437
	유럽	2	3	7	15	24	43
	북미	1	5	11	11	11	16
	기타	1	4	12	27	40	68
하이니켈 EV 배터리 수요(GWh)		241	336	437	476	624	802
LFP 수요 YoY(%)		568	238	60	43	25	22
하이니켈 수요 YoY(%)		86	40	30	9	31	29
25년 주요 시장 수요(GWh)							
하이니켈 수요	북미	43	70	100	124	180	246
하이니켈 수요	유럽	86	117	152	146	194	244
LFP 수요	유럽	2	3	7	15	24	43
LFP 수요	기타	1	4	12	27	40	68
하이니켈 YoY(%)	북미	87	63	43	23	45	37
하이니켈 YoY(%)	유럽	68	37	30	-4	33	25
LFP YoY(%)	유럽	720	18	142	119	63	79
LFP YoY(%)	기타	810	210	183	132	50	69

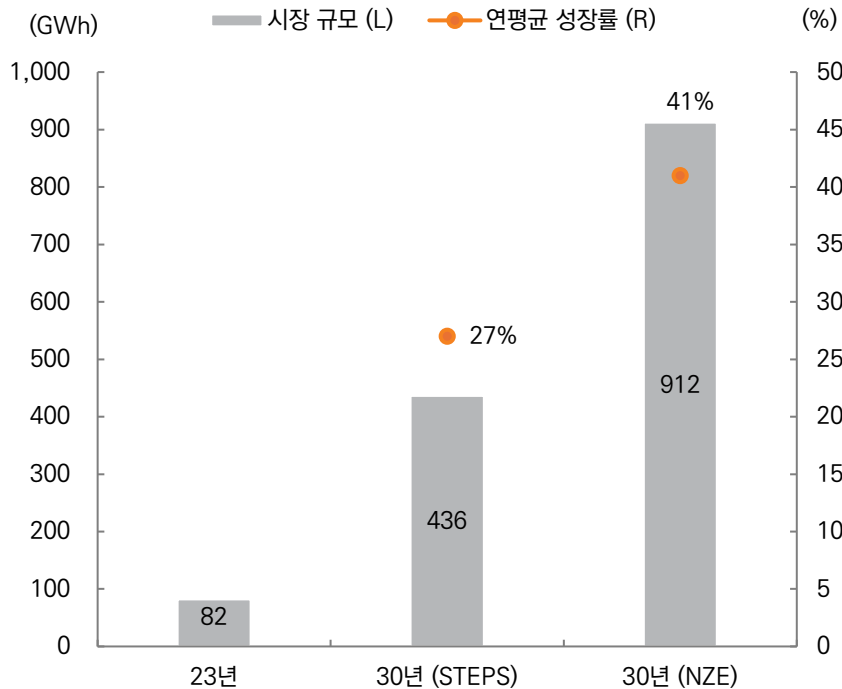
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

II. ESS, 견조한 성장 지속할 것

지속 상향 조정되는 ESS 수요 전망

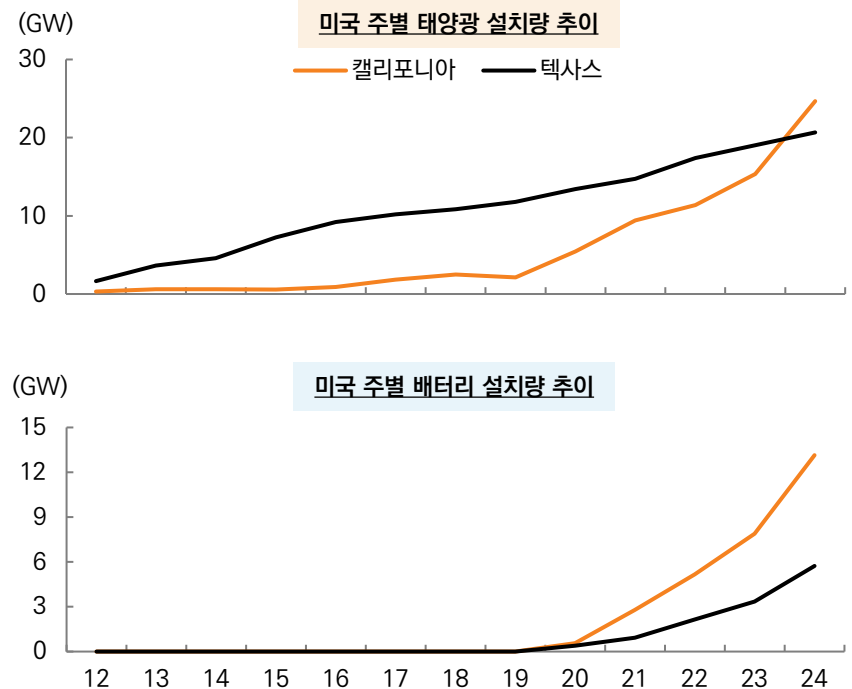
- EV와 달리 ESS 시장 성장은 가속화되고 있는 상황. 시장 성장의 주요 Driver는 ① 각국의 에너지 전환 관련 정책 강화, ② AI용 데이터센터 등 신규 수요처 확대, ③ 배터리 하락(23년 -14% YoY) 가속에 따른 원가 개선
- (IEA) 글로벌 ESS용 배터리 시장 규모는 23년 83GW → 30년 440GW로 연평균 27% 성장 전망
- (NZE) 시나리오 기준은 시장 규모 30년 912GWh로 연평균 41% 성장 전망
- 향후 전망치 추가 상향 조정의 변수는 ① 태양광 내 배터리 비중 상향(배터리 가격하락), ② 듀레이션

시나리오 별 시장 규모 전망 (듀레이션 23년 2시간, 30년 2.7시간 가정)



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

미국 캘리포니아, 텍사스 ① 배터리 비중 상승, ② 중장기 듀레이션 6시간



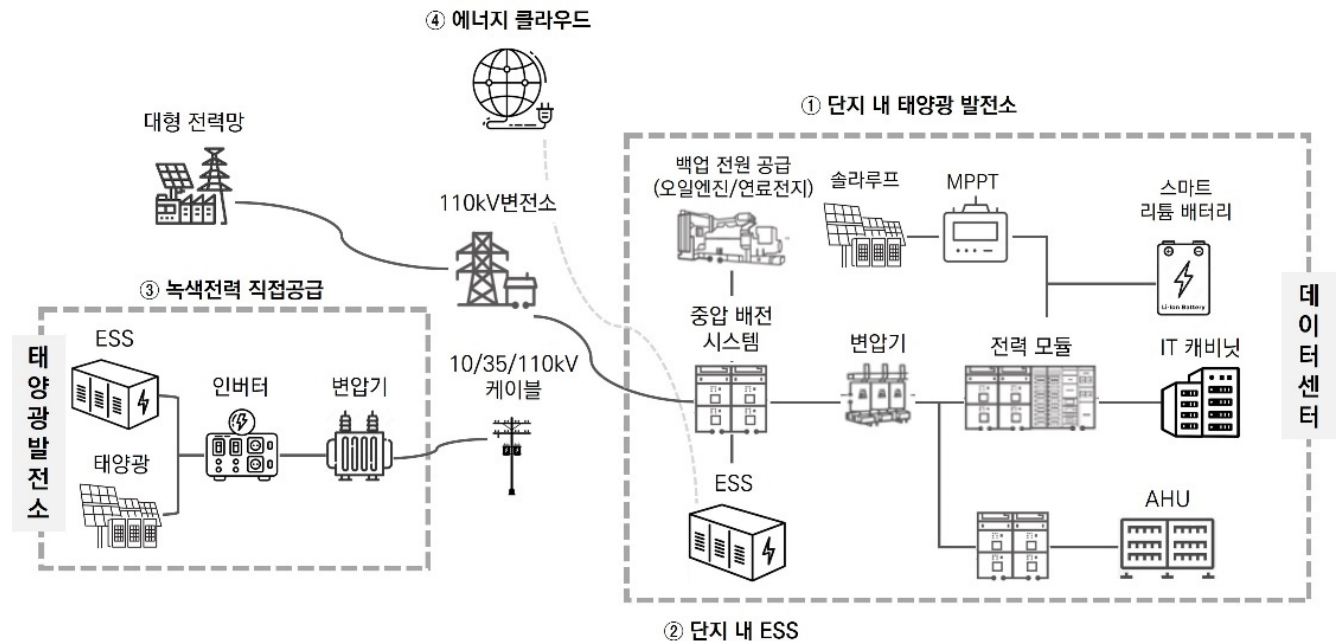
자료: Rystad Energy US Renewables & Power Analysis Dashboard, 미래에셋증권 리서치센터

II. ESS, 견조한 성장 지속할 것

아직은 작지만 확대될 데이터센터용 ESS

- 최근 가속화되고 AI 데이터센터의 전력 수요량 증가로 ESS 배터리 수요도 증가되고 있어 기존 전망치 대비 추가적인 수요 상향 조정이 가능할 것으로 전망
- AI 데이터센터 전력 수요 증가는 특히 ① 안정적인 데이터센터의 가동을 위한 백업 전원 시스템(UPS 용 ESS)과 ② 신재생 전력과 연계된 유틸리티용 ESS 시장에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대
- AI 데이터센터 전력 수요 증가의 수혜는 신재생 에너지 연계된 유틸리티용 ESS 시장에서 대부분 창출 될 것으로 판단

데이터센터 및 ESS의 활용 시나리오



자료: Aibanges, 미래에셋증권 리서치센터

II. ESS, 견조한 성장 지속할 것

데이터센터용 ESS는 얼마나 필요한가

- 데이터센터의 태양광 연계 ESS 시장 규모에 대한 명확한 시장 전망치가 제한적인 상황
- 향후 3개년 간 데이터센터 태양광 연계 ESS 시장 규모는 전체 시장의 12~14% 수준 전망
- 3개년 합산한 데이터센터용 ESS 시장 규모는 49~55GWh, 금액 기준 규모는 6~7조 원 수준일 것
- IEA 전망치 역산 시 26년 데이터센터용 ESS 시장 규모 25GWh 수준(전체 ESS 시장 15% 차지)
- Vertiv 전망치 역산 시 26년 기준 시장 규모는 27GWh 수준

데이터센터용 ESS 시장 규모 추정 (IEA 가정 역산)

	2023	2024F	2025F	2026F
IEA 데이터센터 전력 소모량(TWh)	460			800
태양광 비중 가정(70% 등)	322			579
필요 용량 역산(GW)	37		상향 조정 가능 영역	66
설치 용량 역산(GW) * 4	147			264
연 추가 필요 용량 가정(GW)		29	39	49
ESS 설치 비중(%)	12	15	18	20
듀레이션 가정	2	2	2.3	2.5
데이터센터용 태양광 연계 ESS 시장 규모(GWh)		9	16	25
IEA 스텝 시나리오 ESS 시장 규모	82	104	132	168
전체 ESS 시장 규모 내 데이터 센터용 비중(%)		8	12	15

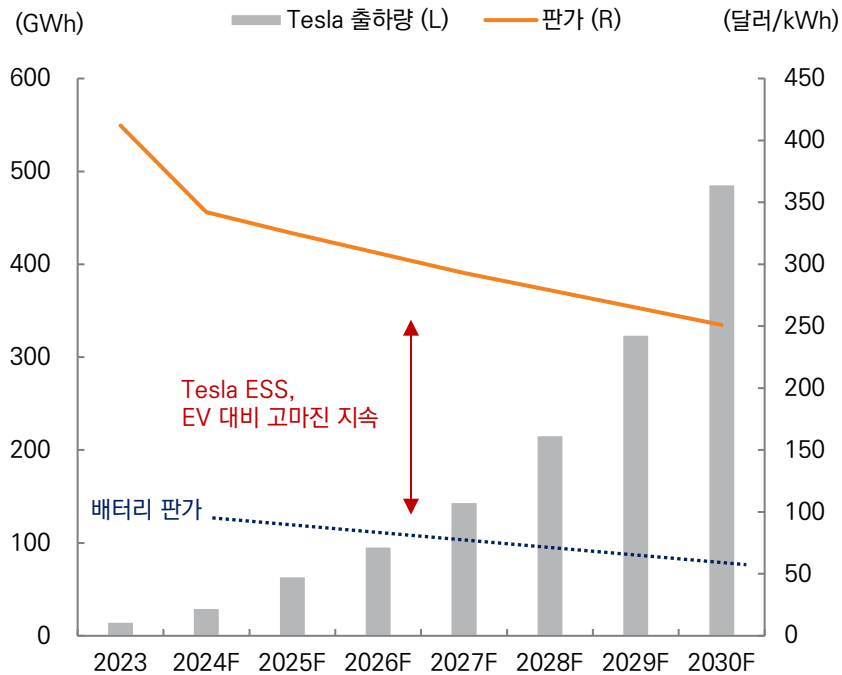
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

II. ESS, 견조한 성장 지속할 것

ESS도 Tesla에 주목

- ESS 시장에서도 Tesla에 주목. Tesla ESS는 상해 기가팩토리 가동으로 시장 성장률 이상의 물량 증가(24년 +103% YoY, 25년 +111% YoY)가 가능할 것으로 판단
- 수익성 관점에서도 현재 CATL이 공급 중인 배터리 판가 수준과 Tesla의 ESS 판매단가(24년 kWh 당 342달러) 고려 시, 고수익성 지속될 것으로 전망
- 현재 Tesla의 ESS 공급은 대부분 CATL이 진행 중. CATL ESS 부문 실적 호조 지속 전망
- 26년부터 LG엔솔 미시간 LFP 라인 가동, Tesla 자체 4680 셀 등으로 점진적 이삼원화 진행 예상

Tesla ESS 출하량 및 판가 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

IEA NZE 시나리오 가정 ESS 시장 규모 및 업체별 출하량 전망

	25년	26년	27년	28년	29년	30년
IEA NZE 시나리오 가정 ESS 시장 규모	163	230	325	458	646	912
업체 별 점유율 전망(%)						
CATL	62	65	65	60	60	50
LG에너지솔루션	10	10	10	10	10	15
삼성SDI	14	10	10	10	10	15
기타	14	15	15	20	20	20
업체별 출하량 전망(GWh)						
CATL	101	150	211	275	388	456
LG에너지솔루션	16	23	32	46	65	137
삼성SDI	23	23	32	46	65	137
기타	23	35	49	92	129	182

자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

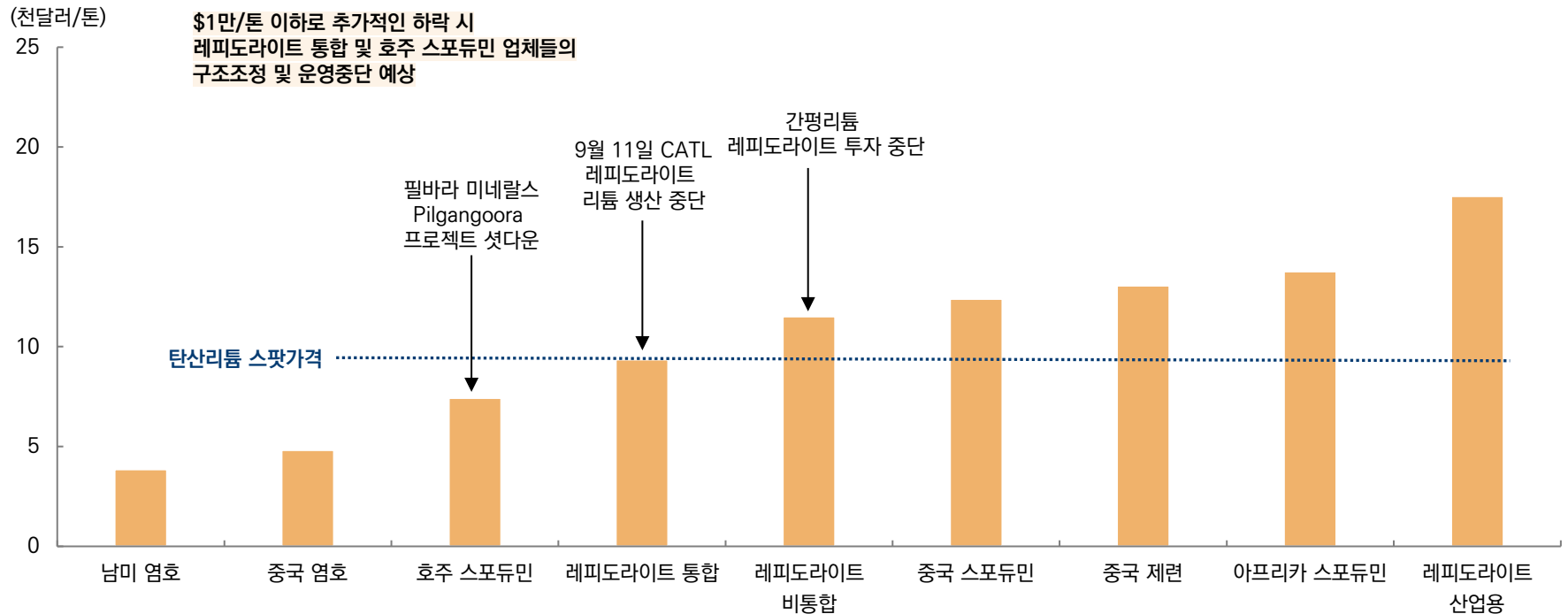
평가 전망: 25년 상반기 바닥

II. 25년 판가 안정화 예상

원가 열위업체 공급 축소 가속화

- 미국 대선 이후 ① 전방 수요 불확실성 확대, ② 보호무역주의 강화에 따라 후발 업체 중심의 공급 축소 신호 가속화 전망. 25년 리튬 및 니켈 후발 업체들의 공급 축소 신호에 주목
- 지난 9월 CATL(중국 레피도라이트 통합/비통합)의 생산 중단이 시작되었으며, 미국 대선 후인 11월 부터는 호주 스포듀민(필바라, 라이온타운, 미네랄리소스)의 감산 신호가 감지되며 리튬 가격 반등
- 25년 중 원가 우위인 염호를 제외한 리튬 광물 포트폴리오의 생산량 감축, 프로젝트 지연, M&A, 파산 등 단기/중장기 공급 축소 신호가 지속되며 리튬 가격 하방 밴드를 유지시킬 것으로 전망

지난 9월 레피도라이트 통합(CATL) 생산 중단. 11월 호주 스포듀민 업체 생산량 감축 발표



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 리튬 및 니켈 가격 밴드 전망

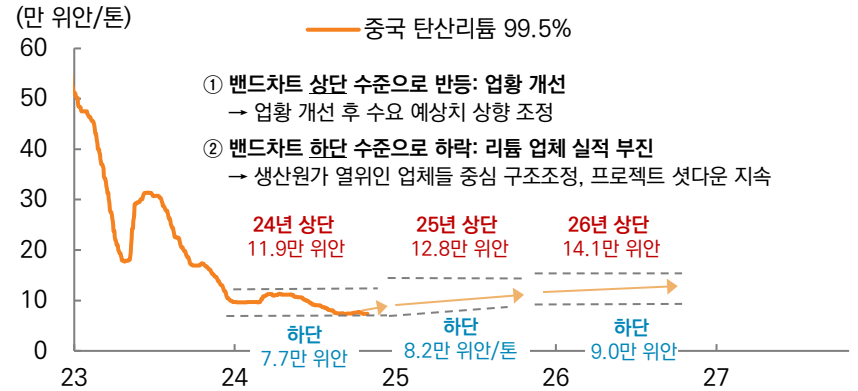
리튬 가격 추이 및 전망

리튬 가격 추이(과거 사이클)



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

리튬 가격 밴드 전망



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

리튬 가격 밴드 전망

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
스포듀민 (달러/톤)	429	952	4,372	3,710	1,230	1,350	1,500	1,785
상단 (달러/톤)	500	2,560	6,110	6,010	2,090	2,300	2,530	3,030
하단 (달러/톤)	390	405	2,560	1,120	615	675	740	890
탄산리튬 (만 위안/톤)	4.4	12	48.3	25.7	13.5	14.9	16.3	19.6
상단 (만 위안/톤)	5.3	27.8	59.8	52	23	25.2	27.8	33.3
하단 (만 위안/톤)	4	5.3	27.8	9.7	6.8	7.4	8.2	9.8
수산화리튬 (만 위안/톤)	5.2	11.4	46.9	26.3	11.6	12.7	14	16.8
상단 (만 위안/톤)	4.8	22.3	56	53	19.6	21.6	23.8	28.5
하단 (만 위안/톤)	5.6	5	22.3	8.6	5.8	6.4	7	8.4

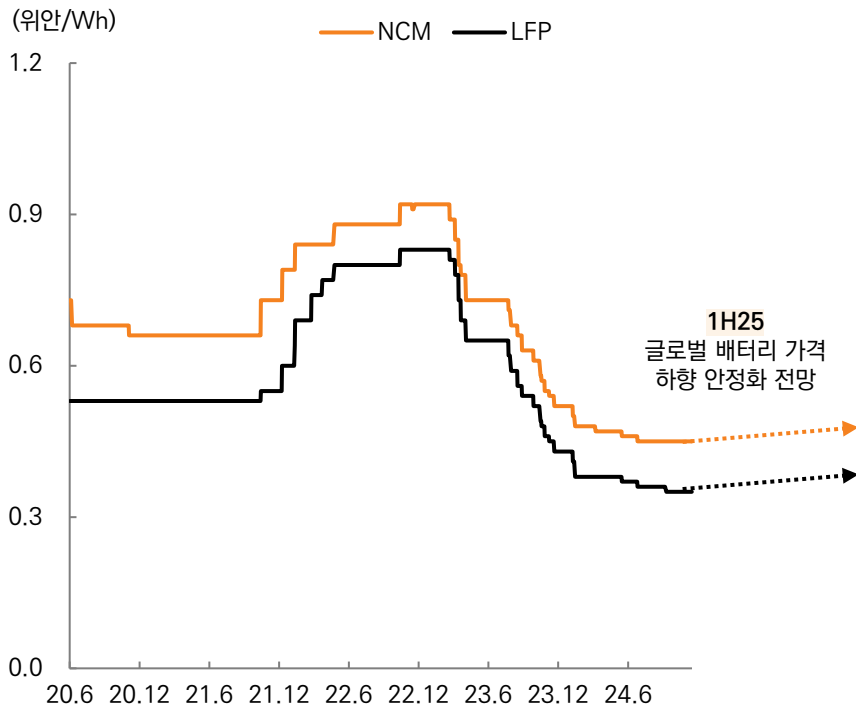
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 배터리 가격 및 주요 소재 가격 전망

배터리 및 소재 가격 1H25 바닥 형성 전망

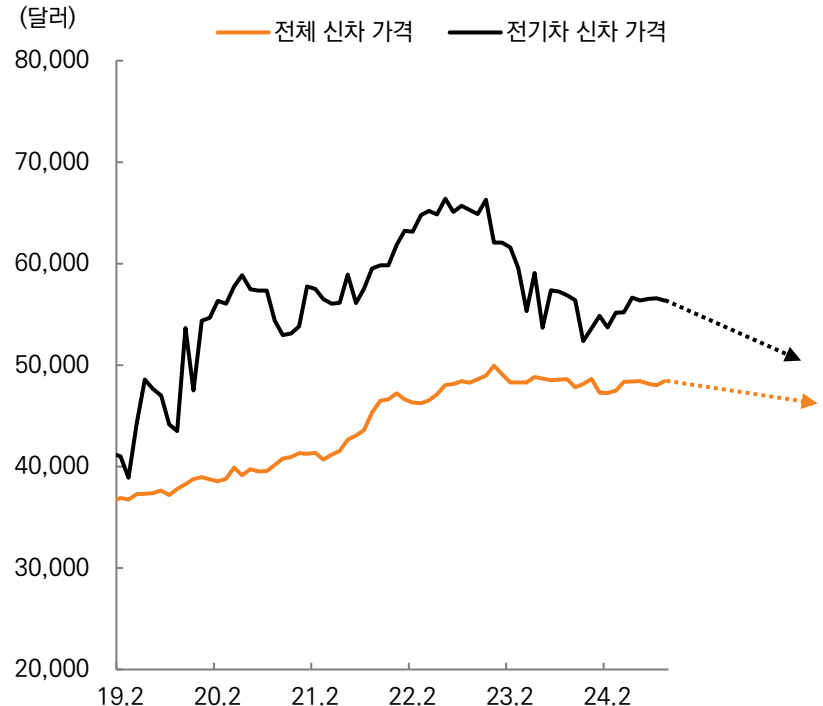
- 주요 메탈 단의 공급 축소 신호 가속으로 배터리 및 주요 소재 가격 1H25 바닥 형성할 것으로 전망
- 배터리 셀은 2Q25 중 가격 바닥, 양극재는 1Q25 중 가격 바닥 통과할 것으로 예상
- 동박 가격(가공 수수료 기준)은 이미 2H24 바닥을 통과한 후, 최근 소폭 상승 추세
- 배터리 및 주요 소재 가격 바닥 신호에 따른 ① 전방 주문량의 점진적 회복, ② 원가를 확보한 일부 OEM들의 EV 가격 할인 정책이 25년 본격화될 것으로 전망

배터리 가격 전망: 메탈 가격 방향성 고려 시 1H25 바닥 형성 전망



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

내연기관과 전기차 평균 가격 추이(미국 평균 가격)

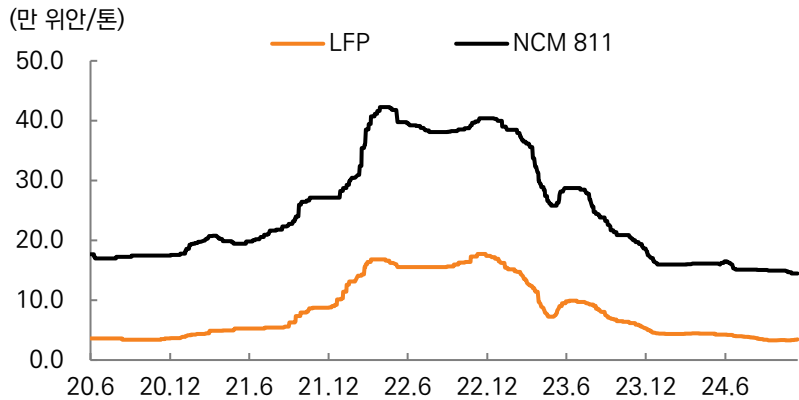


자료: Kelly Blue Book, 미래에셋증권 리서치센터

II. 주요 소재 가격 추이 및 전망: 25년 하향 안정화

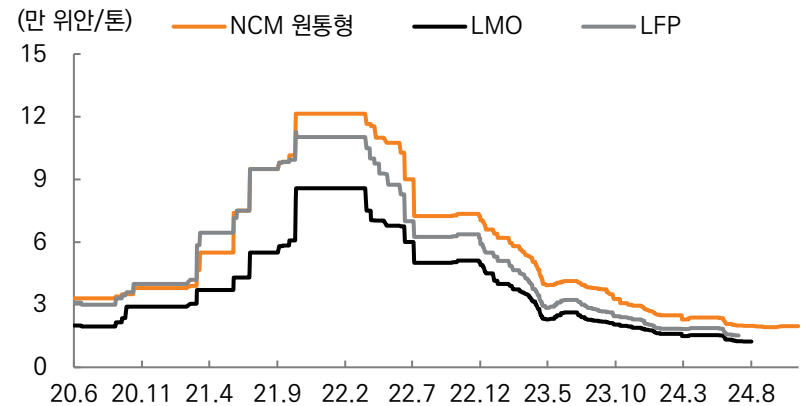
주요 배터리 소재 가격 추이: 대부분의 소재 가격 1H25 바닥 예상. 동박 가격(마진값) 소폭 상승 중

양극재 가격 추이: 1Q25 바닥 전망



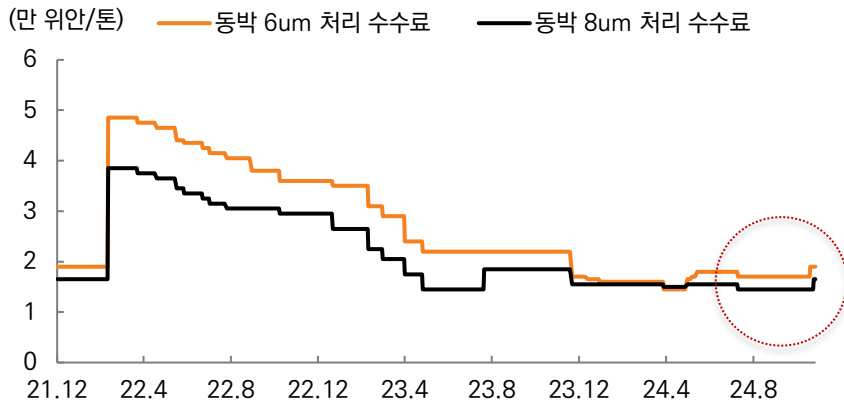
자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

전해액 가격 추이



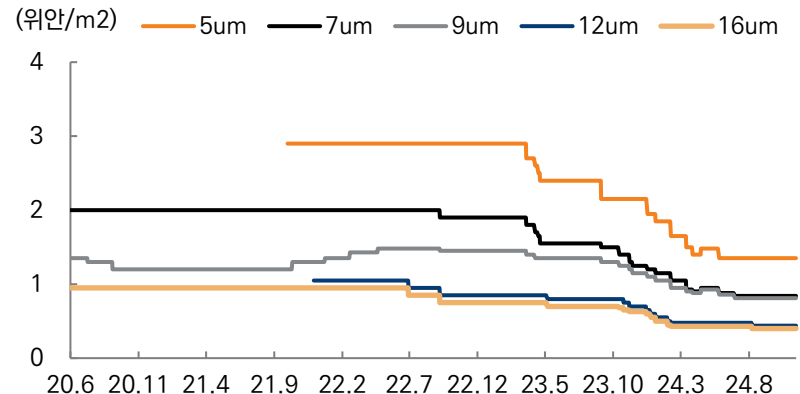
자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

동박 가격(마진값) 추이



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

분리막 가격 추이



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

II. 25년 상저하고 전망. Tesla 밸류체인 주목

24년 연말 재고조정으로 인한 실적 부진. 25년 상저하고 업황 전망

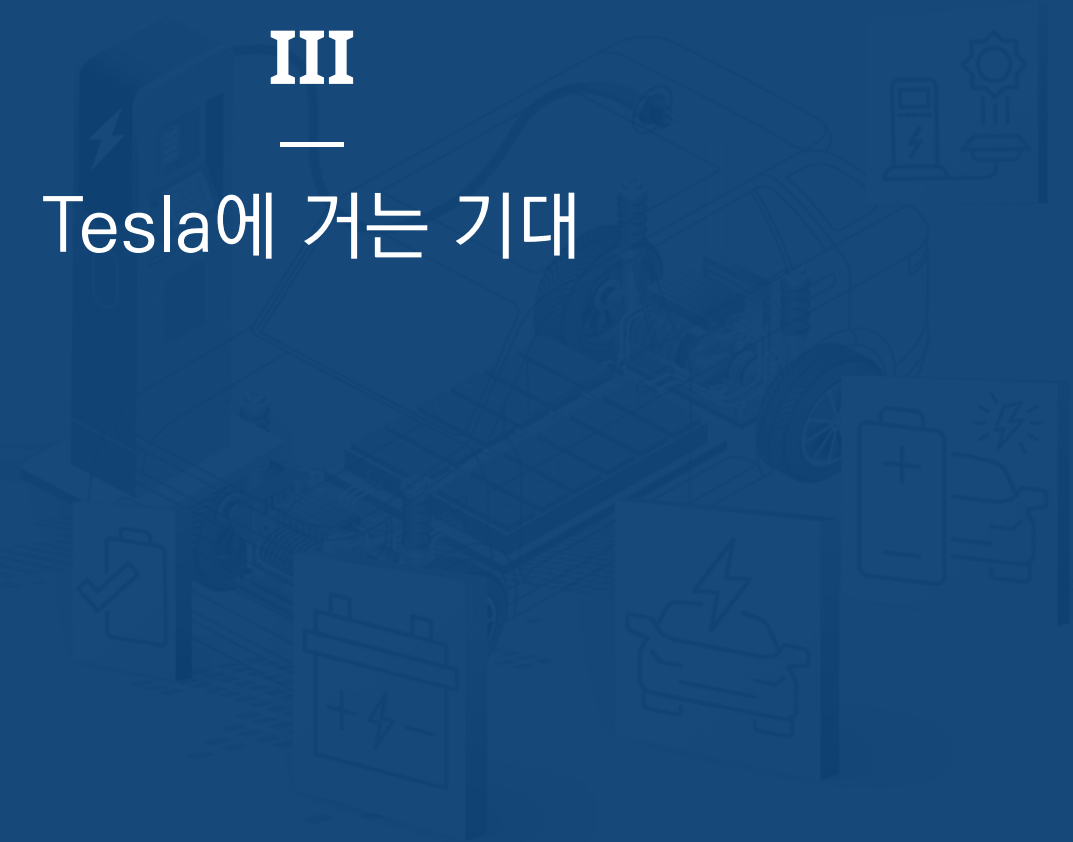
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
배터리 셀	P	↓	↓	↓	↓	↓	→	→	→
	Q	↓	→	→	→	→	→	↑	↑
	수익성	↓	↓	↓	↓	→	↑	↑	↑
양극재	P	↓	↓	↓	↓	→	→	→	→
	Q	↑/↓	↑/↓	↓	→/↓	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↑	→
동박	P	→	→	→	→	→	→	→	→
	Q	↑/↓	↑/↓	↓	→	→	↑	↑	↑
	수익성	→	→	↓	↓	→	↑	↑	→
전해액	P	↓	→	↓	→	→	→	→	→
	Q	↓	↑/↓	↓	→	→	↑	↑	↑
	수익성	↓	→	↓	↓	→	↑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

자료: 미래에셋증권 리서치센터

III

—

Tesla에 거는 기대



III. Tesla에 거는 기대

Tesla에 거는 기대 25년 EV 시즌2 시작

- 25년 Tesla 글로벌 EV 판매량 227만대(+26% YoY) 전망
- 지난 2년 간 판매 부진의 주요 원인이었던 ① 모델 노후화(경쟁 심화), ② 금리 인상 등의 부정적 변수 제거 전망
- 25년 ① 신차 출시 본격화, ② 오토론 금리 하락, ③ 자율주행 규제 완화 등에 따라 지난 2년 간의 EV 다운사이클에서 해소되기 시작할 것으로 전망 → 26년은 로보택시 양산 여부가 변수
- 추가적으로 인도 시장 진출 여부에 주목

Tesla 자율주행도 좋지만, EV 신차 출시에도 주목 → 25년 EV 수요 회복의 원년



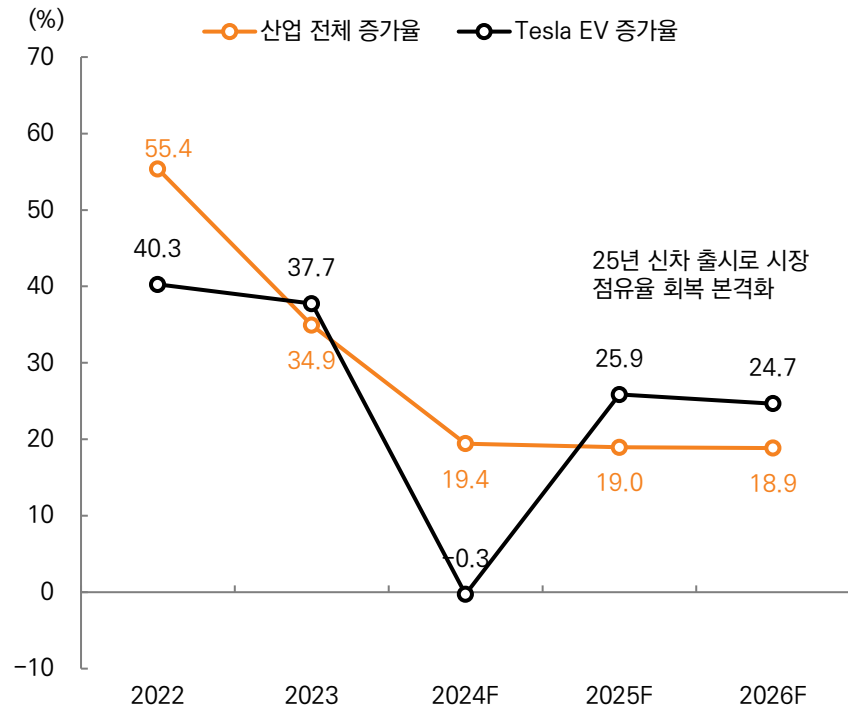
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. Tesla에 거는 기대

25년 Tesla 수요, 글로벌 평균 상회 점유율 회복 시작

- Tesla의 25년, 26년 판매 증가율 각 +26%, +25%는 당사 추정 시장 증가율인 19%를 상회
- 신차 출시로 글로벌 점유율 회복이 시작될 것으로 전망(Tesla 25년 판매 가이던스는 +20% ~ +30%)
- 25년 출시 예정된 주요 모델은 ① Cybertruck 저가형(79,000달러~), ② Model Y 주니퍼(롱레인지 주행거리 개선), ③ 저가형 모델. 26년 로봇택시 양산 시작될 것으로 전망

Tesla 산업 성장률 이상의 EV 수요 증가 전망. 점유율 회복 원년



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Tesla 25년 신차 출시 전망

1H25	<p>Cybertruck Non-Foundation(저가형) 모델 : 79,000달러로 책정(기존 모델 10만 ~ 12만달러) : IRA 보조금 한도(8만달러) 이하로 보조금 가능</p> <p>Model Y 주니퍼 : 스텐다드(LFP) 선행 양산 시작(10월 말) : 1H25 주행거리 큰 폭 개선된 롱레인지 출시 전망 : 2170 업그레이드 & 4680 셀 탑재 전망</p>
2H25	<p>중저가 제품인 Model 2(가칭) 출시 : 배터리 밸류체인 미정. LFP로 추정</p>
2026	<p>로봇택시 양산 시작 : 배터리 밸류체인 미정</p> <p>LG 및 파나소닉 등 주요 업체 양산 예상 시점 감안 시, 4680 배터리 탑재될 가능성 높다고 판단</p>

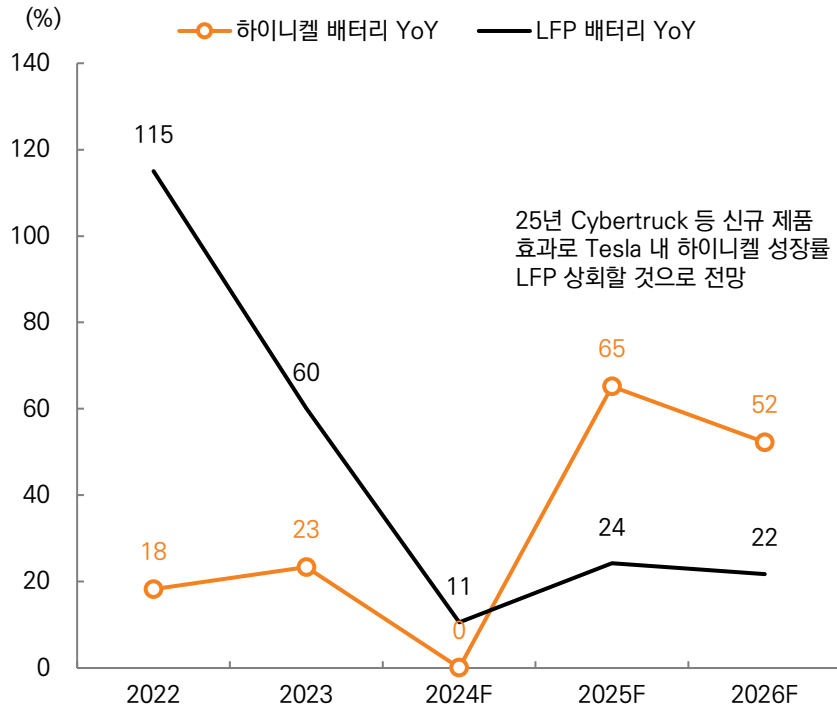
자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. Tesla에 거는 기대

Cybertruck 효과 Tesla 내 하이니켈 배터리 점유율 상승 전망

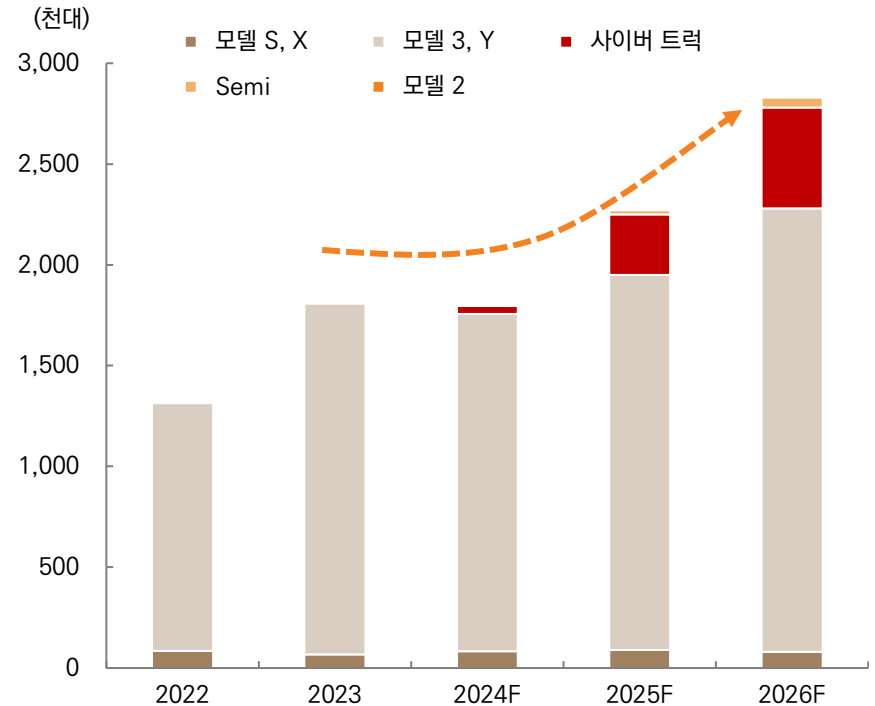
- 지난 3년 간, 모델 3/Y 내 스탠다드 모델이 LFP로 전환되며 Tesla 내 하이니켈 점유율은 큰 폭 하락
- Model3/Y 내 LFP 비중은 20년 7% → 24년 52%까지 상승. 지난 3년 간 Tesla 내 LFP 배터리 수요 증가율이 하이니켈 배터리를 크게 상회. 모델 3 내 LFP 비중은 55% 수준 지속 전망. 향후 4680 배터리 탑재로 추가적인 점유율 확대 제한적이라고 판단
- 25년부터 Tesla 내 하이니켈 배터리 수요 증가율이 LFP 를 상회할 것으로 전망하는데, 이는 해당 탑재량 100kWh 수준의 Cybertruck이 주 요인

25년 Tesla 내 하이니켈 배터리 수요 증가율이 LFP 상회할 것



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Cybertruck 판매 증가로 Tesla 내 하이니켈 성장률 회복 시작



자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. Tesla에 거는 기대

테슬라 모델 별 판매 전망 및 배터리 수요 추정

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
합산(kWh)	500	936	1,313	1,809	1,804	2,270	2,830
모델 S, X	57	25	85	68	84	90	80
모델 3, Y	443	911	1,228	1,739	1,672	1,860	2,200
사이버 트럭	0	0	0	0	40	300	500
Semi	0	0	0	0	5	20	50
모델 2	0	0	0	0	0	0	
모델 3, Y 내 LFP 비중(%)	7	25	40	45	52	55	55
배터리 용량 가정(kWh)							
모델 S, X	80	80	80	80	80	80	80
모델 3, Y	65	65	65	65	65	68	70
사이버 트럭	100	100	100	100	100	100	100
Semi	900	900	900	900	900	900	900
모델 2	50	50	50	50	50	50	50
하이니켈 배터리 수요(kWh)	31	47	55	68	68	112	171
모델 S, X	5	2	7	5	7	7	6
모델 3, Y	27	45	48	62	53	57	69
사이버 트럭	0	0	0	0	4	30	50
Semi	0	0	0	0	5	18	45
LFP 배터리 수요(kWh)	2	15	32	51	56	70	85
모델 3, Y	2	15	32	51	56	70	85
모델 2	0	0	0	0	0	0	0
하이니켈 배터리 YoY(%)			18	23	0	65	52
LFP 배터리 YoY(%)			115	60	11	24	22

자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

III. Tesla에 거는 기대

25년 4680 본격 가동

- 25년 기준 가동이 예정되어 있는 4680 원통형 배터리 생산능력은 61GWh(Tesla 15GWh, LGES 오창 9GWh, Panasonic 와카야마 7GWh, 파나소닉 캔자스 30GWh)
- ① 100kWh 탑재, ② 가동률 및 수율 각 70% 가정 시, 25년 연간 30만대 수준의 EV 양산/판매 가능
- Tesla 자체 4680 라인인 Game Changer인 건식 공정 성공 여부가 핵심. 원통형 건식 공정 특화된 일부 소재(침수성 높은 분리막 등) 샘플을 이용하여 제품 양산 테스트 지속 중인 것으로 판단
- 제품 출시 로드맵 고려 시, 26년 로보택시 대량 양산 시점 = 4680 건식 공정 대량 양산 시점 예상

주요 배터리 셀 업체 4680 원통형 라인 생산능력 및 고객사 현황

기업	공장 위치	가동	Capa	납품
테슬라	텍사스	가동 중	15	테슬라
LG엔솔	오창	2025년 초	9	테슬라
	애리조나	2026년	36	테슬라, 리비안, 벤츠
파나소닉	와카야마	가동 중	7	테슬라
	캔자스	2025년	30	테슬라
삼성SDI	천안	가동 중	1	고객사 샘플
	헝가리	2026년 ~	10	BMW 예상
SKON	서산	2026년 ~	Pilot	고객사 샘플

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주요 배터리 셀 업체 건식공정 현황

기업	현황	단계
테슬라	텍사스에 음극 4개 라인 구축 추정 건식으로 4680배터리 생산 시작 수율 개선 중	일부 생산
LGES	건식 공정 연구실(Lab)단계 연구 완료 4Q24 준양산 단계인 파일럿 생산 2028년까지 본격 생산 돌입 목표	개발 중
삼성SDI	3Q24 드라이(Dry) EV 건식 공정 파일럿 라인 구축 2027년까지 건식 라인 적용된 전고체 배터리 생산 목표	개발 중
SK온	미국 3D 프린팅 업체 SAKUU와 JDA(공동개발계약 체결) SAKUU는 3D 스프레이식 건식 접근	개발 중

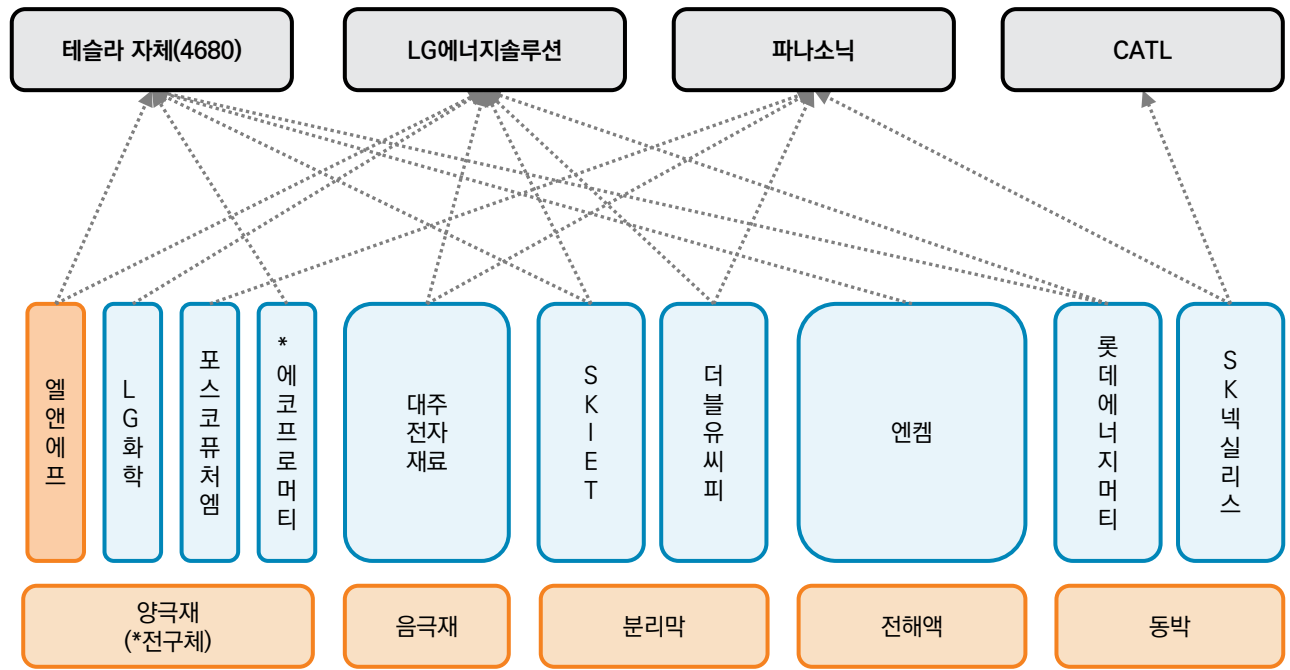
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. Tesla에 거는 기대

Tesla 밸류체인에 주목

- Tesla 자체: 엘앤에프(양극재), 에코프로머티(전구체), SKIET(분리막), 롯데머(동박), 엔캠(전해액)
- LGES : 엘앤에프(양극재), LG화학(양극재), 대주전자재료(음극재), SKIET/더블유씨피(분리막), 롯데에너지머티리얼즈(동박)
- 파나소닉: 포스코퓨처엠(양극재), 대주전자재료(음극재), 더블유씨피(분리막), SK넥실리스(동박)
- 해당 밸류체인 중 24년 기 공급 중인 업체는 엘앤에프, LG화학, SKIET
- Tesla 향 매출 노출도 측면에서는 엘앤에프 우위(25년 전사 매출 중 80% 이상 차지할 것으로 전망)

Tesla 한국 밸류체인 정리: 25년 매출 노출도 측면 엘앤에프(80% 이상) 우위



자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV

—

보호무역주의: 역내 생산

- 1) 대 중국 관세
- 2) 인도, EV 투자 유치

IV. 보호무역주의(역내 생산 강화): ① 대 중국 미국 관세

대 중국 관세 인상 수혜 동박/분리막

- 미국의 대 중국 관세 인상은 일부 한국 배터리 소재(동박/분리막) 업체에게 수혜일 가능성
- 중국 수입품에 대해 60% 관세 부과 시, 미국 내 배터리 업체들의 중국 소재 사용 제한될 것
- 특히, IRA 법안 안에서 중국으로부터 보호받지 못했던 동박/분리막의 탈 중국화 기조 강화에 주목
- 현재 한국 분리막, 동박(말레이시아 기준)의 판가/원가는 중국 대비 10~30% 수준 열위로 추정. 지난 바이든 정부 관세 인상으로 중국 업체 판가와 유사 수준이 되었으며, 트럼프 정부의 관세 인상 시, 중국 업체 제품 대비 판가/원가 우위를 점할 수 있을 것으로 판단

바이든 행정부 대 중국 관세 변동 사항

	기존	신규(24년 수정)	비고
전기차	25.00%	100.00%	24년 적용 시작
EV 배터리	7.50%	25.00%	
배터리 부품	7.50%	25.00%	
핵심 광물(흑연, 자석 제외)	0.00%	25.00%	
Non-EV 배터리	7.50%	25.00%	26년 적용 시작
흑연, 자석	0.00%	25.00%	



트럼프 행정부 대 중국 관세 60%로 인상 가능

대 중국 제품 관세 인상 시, 향후 북미 배터리 셀 탈 중국화 가속

		동박	분리막
LGES	GM JV	롯데에너지머티리얼즈/CCP	창신신소재/도레이
	혼다 JV	미확정	미확정
	스텔란티스 JV	미확정	미확정
	현대차 JV	미확정	미확정
삼성SDI	애리조나	롯데에너지머티리얼즈	더블유씨피/SKIET
	스텔란티스 JV	롯데에너지머티리얼즈	더블유씨피
SKON	조지아	SK넥실리스	SKIET
	현대차JV	SK넥실리스	SKIET
	포드JV	SK넥실리스	SKIET
CATL	포드JV	중국업체	중국업체
	GM LRS	중국업체	중국업체
	Tesla LRS	중국업체	중국업체
Panasonic	애리조나	후루카와/니폰덴카이	아사히카세히
	켄터키	후루카와/니폰덴카이 SK넥실리스(26년)	아사히카세히/더블유씨피

자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

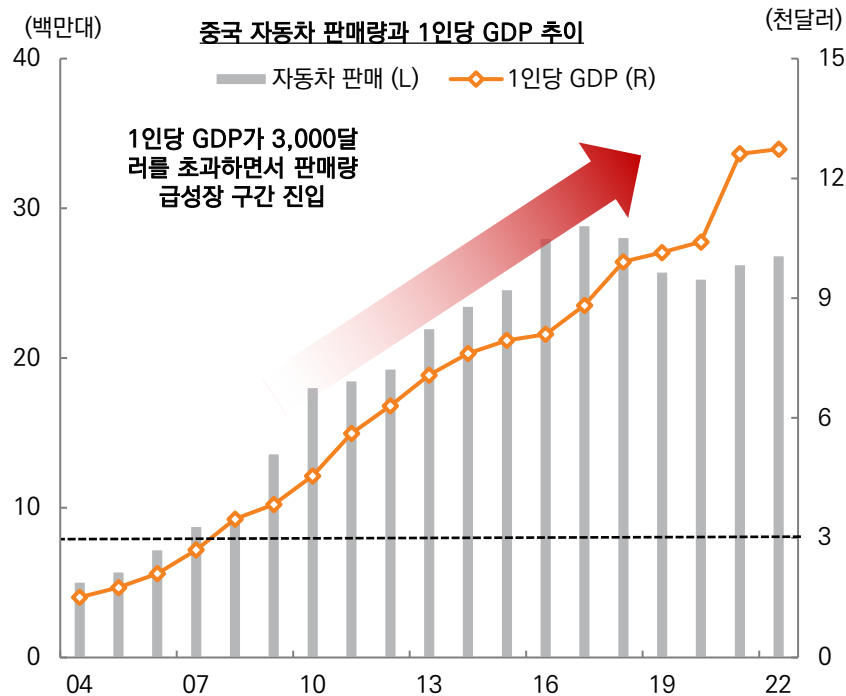
자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 보호무역주의(역내 생산 강화): ② 인도, EV 투자 유치

성장 잠재력 높은 인도 : Tesla 진출 여부에 주목

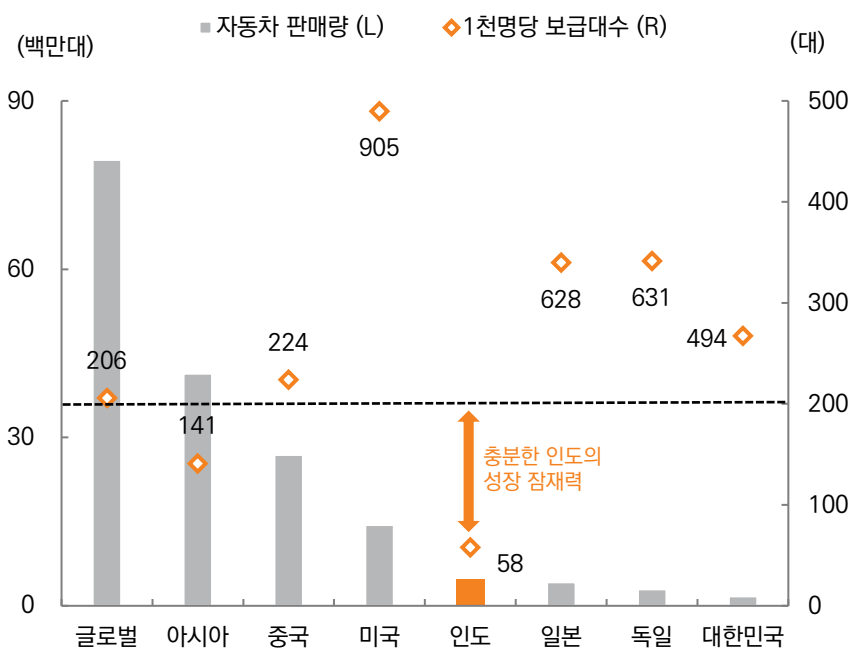
- 인도, 수입 전기차에 대하여 가격에 따라 70~100%의 높은 관세 부과 중. 성장성이 높은 시장임에도 Tesla를 비롯한 글로벌 OEM의 인도 시장 진출에 제한적이었던 이유
- 인도 정부는 24년 상반기 ① 5억 달러 이상 투자, ② 3년 이내 인도 내 전기차 생산 시작 업체 대상 관세 15%로 인하 발표. 특히, 테슬라의 생산 유치 노력 지속
- Tesla-인도 관련 : Elon musk, 4월 인도 방문 후 투자 예상되었으나 방문 취소, 투자 지연. 10월 말 인도 장관 Giga Texas 미팅 재개. 11월 말 인도 정부 해외 EV 업체 투자 유치를 위한 워크숍 개최

중국 1인당 GDP와 자동차 판매량 관계. 잠재수요 높은 인도 시장



자료: Bloomberg, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 주요국 자동차 판매량 및 1천명당 보급대수 비교

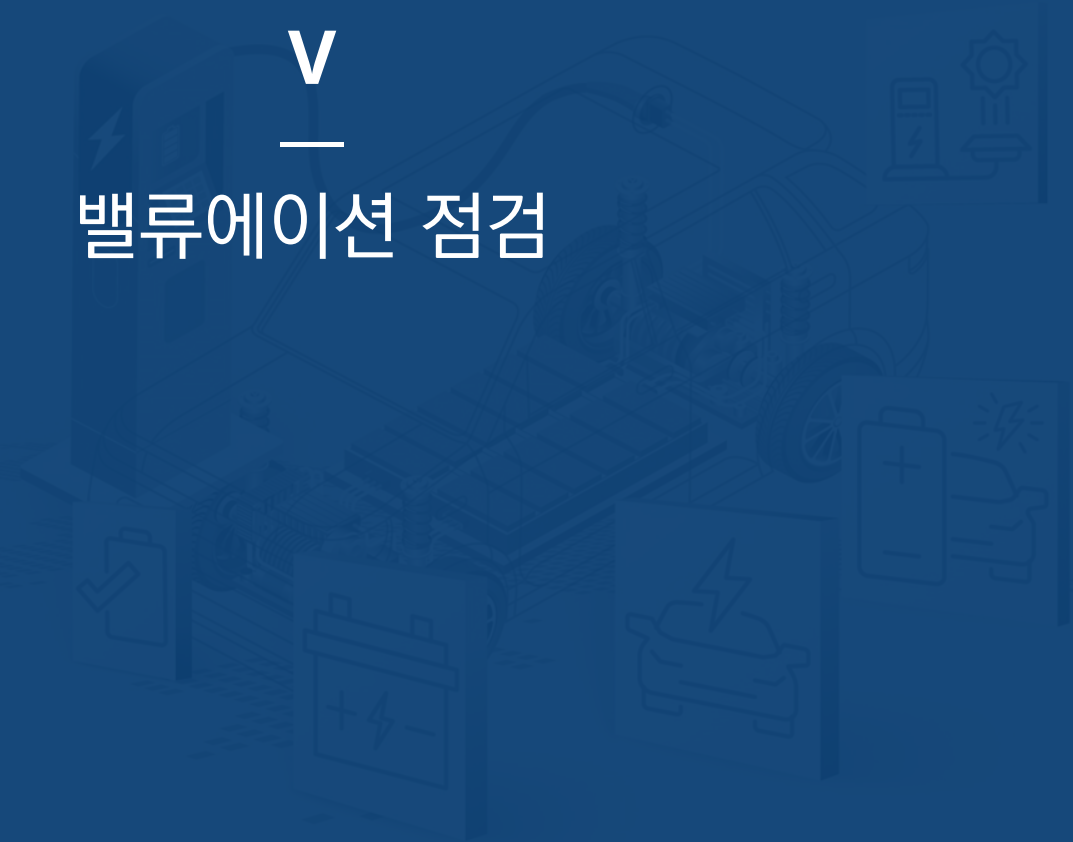


자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

V

—

밸류에이션 점검



III. Global Peer Group (Valuation)

글로벌 배터리 셀 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
LG에너지솔루션	92,079	33,124	42,775	1,221	3,620	9.8	15.7	53.2	29.3	4.1	3.6	14.3	9.8
삼성SDI	17,810	22,368	27,234	977	1,908	8.6	10.4	13.5	10.5	1.0	1.0	7.1	5.6
SK이노베이션	10,761	77,949	83,617	1,102	2,852	3.8	7.2	18.5	8.8	0.7	0.7	6.6	5.1
CATL	228,559	85,129	101,291	14,793	17,494	22.7	22.3	19.0	5.5	4.2	3.5	9.5	7.5
BYD	152,425	177,276	202,620	11,114	13,326	23.7	23.2	17.8	4.8	4.0	3.3	5.6	4.3
Panasonic	34,091	77,410	75,040	3,435	4,440	7.2	8.7	11.5	9.2	0.8	0.7	5.3	4.3
EVE Energy	20,108	12,728	15,306	1,250	1,562	13.5	14.6	18.2	14.4	2.4	2.1	13.8	10.1
Gotion High Tech	8,261	8,928	10,487	359	454	5.0	6.0	30.4	21.9	1.5	1.4	15.4	13.1
Sunwoda	8,701	11,918	13,303	411	561	8.0	8.7	20.7	16.9	1.7	1.6	10.5	8.8

글로벌 양극재 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
엘앤에프	3,662	3,704	5,442	127	278	6.7	16.2	147.7	24.6	3.9	3.3	27.9	16.4
코스모신소재	2,133	2,067	2,685	110	154	17.9	20.5	34.4	25.5	5.8	4.8	26.1	20.2
포스코퓨처엠	13,285	5,772	8,031	265	440	5.8	9.4	108.3	59.9	6.8	6.2	35.9	25.5
LG화학	20,366	58,988	67,826	3,924	6,236	6.0	9.3	13.3	8.3	0.7	0.7	4.9	4.0
에코프로비엠	12,519	5,051	7,597	222	413	7.3	13.5	177.4	73.0	11.0	9.4	42.3	26.7
유미코아	3,711	5,531	5,669	706	742	10.7	11.2	9.2	8.7	1.0	0.9	5.6	5.5
스미토모 금속광산	10,086	14,370	14,815	775	944	5.0	5.4	12.2	9.5	0.6	0.6	12.9	12.0
이스프링	4,826	2,057	2,398	186	223	7.0	7.9	28.5	23.6	1.8	1.7	11.1	9.1
닝보 산산	4,287	4,731	5,247	413	473	4.1	4.3	23.0	21.0	-	-	-	-
다이나노닉	2,337	2,229	2,759	41	111	2.8	6.5	65.1	23.3	1.9	1.8	18.1	8.5

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. Global Peer Group (Valuation)

글로벌 리튬 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
에코프로	9,147	4,370	7,972	-12	356	-6.9	10.8	-	63.4	7.2	6.5	67.8	25.1
알버말	16,998	7,894	9,202	125	596	7.0	14.0	63.5	21.2	1.3	1.3	13.6	9.6
강평리튬	14,780	4,552	5,654	576	914	3.6	5.7	43.1	23.0	1.7	1.6	21.0	14.9
텐치리튬	12,559	2,589	3,206	1,272	1,666	5.0	6.8	27.8	18.7	1.4	1.4	10.2	8.6

글로벌 전해액 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
천보	424	166	268	-26	23	-17.4	0.0	-10.6	433.5	2.3	2.3	-850.0	23.1
후성	552	474	573	-6	24	-1.2	2.4	183.8	80.5	1.7	1.6	21.7	12.9
동화기업	436	924	1,033	25	65	1.8	5.0	34.2	13.3	0.6	0.5	15.3	8.3
우베흥산	2,205	4,565	4,767	246	303	7.0	7.6	7.7	6.6	0.5	0.5	9.2	8.5
캠캠	6,137	2,065	2,560	347	456	13.6	15.4	20.8	15.7	2.9	2.5	13.5	10.5
센트럴 글래스	799	1,327	1,384	107	120	8.3	8.1	8.3	8.4	0.7	0.7	5.6	5.0
Tinci Materials	8,444	3,195	3,951	310	451	9.0	11.4	32.6	24.3	3.1	2.8	13.8	10.8

III. Global Peer Group (Valuation)

글로벌 분리막 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
SK아이이테크놀로지	1,897	680	1,069	15	22	0.6	0.7	61.2	-66.3	1.0	1.0	18.7	17.9
더블유씨피	430	451	645	37	78	3.3	5.7	18.3	10.1	0.6	0.5	8.3	8.0
Yunnan Energy Materials	7,248	2,570	3,012	267	390	4.0	5.5	34.7	22.7	1.3	1.3	13.5	10.6
중차이 과기	4,312	5,480	6,081	393	482	6.2	7.2	11.6	11.6	1.1	1.1	9.4	8.1
W-Scope	163	529	732	42	110	3.1	5.9	11.0	5.5	0.3	0.3	9.4	6.2
아사히카세이	13,766	27,360	28,500	1,765	1,943	6.1	6.9	13.0	11.1	0.8	0.8	6.4	5.9
도레이인더스트리스	13,300	23,819	24,903	1,277	1,475	5.2	6.0	15.7	13.0	0.8	0.8	8.7	7.8

글로벌 동박 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
롯데에너지머티리얼즈	1,240	1,166	1,358	55	85	2.2	3.1	48.8	32.4	1.2	1.2	11.2	9.8
SKC	3,976	2,859	3,718	85	327	-2.4	3.7	-100.3	295.3	3.8	3.6	28.9	16.3
솔루스첨단소재	654	789	1,055	25	54	0.5	1.9	138.5	71.1	1.5	1.5	14.9	12.0
고려아연	20,745	12,750	13,294	1,043	1,100	7.5	7.5	22.4	21.5	1.5	1.4	11.6	11.0

글로벌 전구체 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
에코프로머티리얼즈	6,230	873	1,704	-35	74	-2.1	8.7	-35.8	101.1	9.0	8.2	52.2	32.7
GEM	7,041	8,188	9,650	584	779	9.4	10.8	20.2	15.6	1.8	1.7	-	-
CNGR	7,513	9,419	10,986	682	829	11.0	12.0	15.7	13.0	1.6	1.4	12.0	8.1
화유코발트	11,262	14,635	16,312	1,220	1,351	10.6	10.7	14.8	13.0	1.5	1.3	9.2	8.0

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

위기회(危機會): 선발 업체 쏠림 가속

투자이견(유지)	매수
목표주가(유지)	510,000원
현재주가(24/11/19)	393,500원
상승여력	29.6%

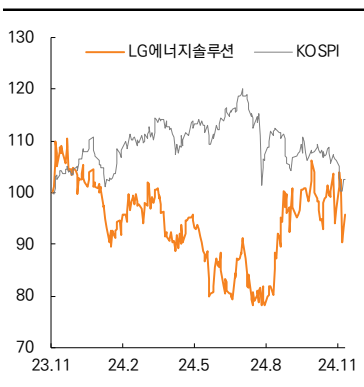
영업이익(24F, 십억원)	655		
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	764		
EPS 성장률(24F, %)	적전		
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5		
P/E(24F, x)	-		
MKT P/E(24F, x)	10.2		
KOSPI	2,471.95		
시가총액(십억원)	92,079		
발행주식수(백만주)	234		
유동주식비율(%)	17.6		
외국인 보유비중(%)	4.9		
베타(12M) 일간수익률	0.95		
52주 최저가(원)	321,000		
52주 최고가(원)	454,500		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.3	4.5	-8.9
상대주가	6.3	15.2	-9.0

투자포인트

- 업황 둔화/정책 불확실성 확대로 후발 업체 투자 축소 가속 → 중장기 수주 선발업체 쏠림
- 제품 폼팩터 우위 지속: OEM의 선호 폼팩터인 4680 원통형, LFP 라인 보유 및 증설 지속 → 4680 원통형: 25년 오창 가동, 26년 미국 애리조나 가동 시작 → LFP: 24년 중국 가동, 25년 미국 미시간 LFP 라인 전환 후 26년 가동 시작
- Tesla에 거는 기대: 25년 Tesla 신차 사이클 내 동사 비중 확대(2170 업그레이드, 4680 원통형)

리스크

- 미국 정책 불확실성: EV 보조금 및 AMPC 폐지 추진에 따른 변동성 확대 가능 → 해당 정책의 단기 시행 가능성 제한적이며, 통과 확률도 높지 않다고 판단



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	17,852	25,599	33,745	26,162	31,494
영업이익 (십억원)	768	1,214	2,163	655	3,193
영업이익률 (%)	4.3	4.7	6.4	2.5	10.1
순이익 (십억원)	793	767	1,237	-465	1,214
EPS (원)	3,963	3,305	5,287	-1,985	5,186
ROE (%)	10.7	5.7	6.4	-2.3	5.7
P/E (배)	-	131.8	80.9	-	75.9
P/B (배)	-	5.4	5.0	4.5	4.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

[2차전지] 김철중
 chuljoong.kim@miraeasset.com

LG에너지솔루션 분기실적 테이블

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	6,129	6,162	6,878	6,994	6,624	6,922	7,980	9,968	33,745	26,162	31,494
Small	2,182	1,974	1,789	1,818	1,836	2,023	2,477	3,152	9,549	7,763	9,488
EV	3,818	3,957	4,396	4,417	4,265	4,350	4,872	6,090	21,874	16,588	19,577
ESS	129	231	693	758	523	549	631	726	2,322	1,811	2,429
OP	157	195	448	-146	410	590	848	1,345	2,164	655	3,193
Small	91	99	94	-30	55	133	199	357	748	254	744
EV	-71	-241	-112	-443	70	68	113	264	776	-866	515
ESS	-52	-110	0	8	10	22	32	36	-36	-154	100
IRA 보조금	189	448	466	319	275	367	504	688	677	1,422	1,834
OPM	2.6	3.2	6.5	-2.1	6.2	8.5	10.6	13.5	6.4	2.5	10.1
Small	4.2	5.0	5.3	-1.6	3.0	6.6	8.0	11.3	7.8	3.3	7.8
EV	-1.9	-6.1	-2.5	-10.0	1.6	1.6	2.3	4.3	3.5	-5.2	2.6
ESS	-40.0	-47.7	0.0	1.0	2.0	4.0	5.0	5.0	-1.6	-8.5	4.1
EBITDA	816	931	1,241	705	1,325	1,505	1,833	2,330	4,448	3,694	6,993
Small	301	311	308	187	271	350	416	574	1,411	1,107	1,612
EV	506	336	465	134	705	703	811	962	2,424	1,441	3,180
ESS	6	-53	58	65	74	85	101	106	129	76	367
IRA 보조금	189	448	466	319	275	367	504	688	677	1,422	1,834

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	25,599	33,745	26,162	31,494
매출원가	21,308	28,802	22,461	25,395
매출총이익	4,291	4,943	3,701	6,099
판매비와관리비	3,077	3,457	4,467	4,740
조정영업이익	1,214	2,163	655	3,193
영업이익	1,214	2,163	655	3,193
비영업손익	-219	-120	-242	-354
금융손익	39	-138	-275	-402
관계기업등 투자손익	-37	-32	-12	71
세전계속사업손익	995	2,043	413	2,839
계속사업법인세비용	215	405	71	539
계속사업이익	780	1,638	343	2,300
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	780	1,638	343	2,300
지배주주	767	1,237	-465	1,214
비지배주주	13	401	807	1,086
총포괄이익	752	1,911	1,661	2,300
지배주주	707	1,468	437	-171
비지배주주	45	443	1,225	2,471
EBITDA	3,056	4,450	3,693	6,993
FCF	-6,790	-5,479	-6,468	29
EBITDA 마진율 (%)	11.9	13.2	14.1	22.2
영업이익률 (%)	4.7	6.4	2.5	10.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.0	3.7	-1.8	3.9

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	18,804	17,208	16,431	20,298
현금 및 현금성자산	5,938	5,069	2,461	2,558
매출채권 및 기타채권	5,209	5,648	6,876	8,688
재고자산	6,996	5,396	6,121	7,664
기타유동자산	661	1,095	973	1,388
비유동자산	19,495	28,229	36,342	39,548
관계기업투자등	204	224	195	279
유형자산	15,331	23,655	31,390	34,736
무형자산	642	876	881	736
자산총계	38,299	45,437	52,773	59,845
유동부채	11,445	10,937	12,306	15,942
매입채무 및 기타채무	3,842	3,094	3,387	4,828
단기금융부채	2,871	3,219	3,763	3,766
기타유동부채	4,732	4,624	5,156	7,348
비유동부채	6,261	10,126	12,681	13,818
장기금융부채	5,243	7,790	10,008	10,008
기타비유동부채	1,018	2,336	2,673	3,810
부채총계	17,706	21,064	24,987	29,759
지배주주지분	18,732	20,201	20,656	21,870
자본금	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	1,155	2,364	1,899	3,113
비지배주주지분	1,862	4,173	7,130	8,216
자본총계	20,594	24,374	27,786	30,086

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	131.8	80.9	-	75.9
P/CF (x)	28.5	19.1	22.2	13.2
P/B (x)	5.4	5.0	4.5	4.2
EV/EBITDA (x)	34.7	24.7	29.9	15.9
EPS (원)	3,305	5,287	-1,985	5,186
CFPS (원)	15,270	22,414	17,704	29,777
BPS (원)	80,052	86,328	88,275	93,462
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	43.4	31.8	-22.5	20.4
EBITDA증가율 (%)	37.7	45.6	-17.0	89.4
조정영업이익증가율 (%)	57.9	78.2	-69.7	387.4
EPS증가율 (%)	-16.6	60.0	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	6.7	6.8	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	4.7	5.4	4.5	4.6
매입채무 회전율 (회)	7.1	8.3	6.9	6.2
ROA (%)	2.5	3.9	0.7	4.1
ROE (%)	5.7	6.4	-2.3	5.7
ROIC (%)	5.3	6.7	0.8	6.4
부채비율 (%)	86.0	86.4	89.9	98.9
유동비율 (%)	164.3	157.3	133.5	127.3
순차입금/자기자본 (%)	10.5	24.1	40.7	37.3
조정영업이익/금융비용 (x)	10.7	6.9	1.4	6.7

Tesla EV, Season 2: 25년 Tesla 매출 비중 80% 상회 전망

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 150,000원
현재주가(24/11/19)	100,900원
상승여력	48.7%

영업이익(24F, 십억원)	-437
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-457
EPS 성장률(24F, %)	적지
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSPI	2,471.95

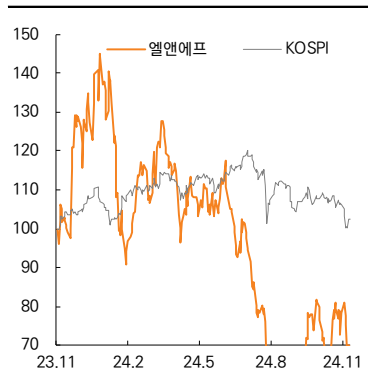
시가총액(십억원)	3,662
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	20.9
베타(12M) 일간수익률	1.57
52주 최저가(원)	82,900
52주 최고가(원)	211,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	2.2 -37.3 -31.9
상대주가	7.3 -30.8 -31.9

투자포인트

- 25년 Tesla EV 판매 증가율(+26%), 산업 증가율(+19%) 상회할 것으로 전망
- Tesla 내 하이니켈 배터리 수요 증가율(+65%)도 LFP 배터리 수요 증가율(+24%) 상회 전망
- 25~26년 Tesla 신규 제품 출시 수혜: 초도 물량 공급 업체
 - ① Tesla 4680 직납(습식/건식)
 - ② LG에너지솔루션 4680(25년 오창, 26년 애리조나 공급)
 - ③ LG에너지솔루션 2170 업그레이드(Tesla Model Y 주니퍼 등): 니켈 함유 95%

리스크

- 재고평가관련 손실 인식 지속



계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,887	4,644	1,970	2,690	4,601
영업이익 (십억원)	266	-222	-437	19	203
영업이익률 (%)	6.8	-4.8	-22.2	0.7	4.4
순이익 (십억원)	270	-194	-308	-8	155
EPS (원)	7,526	-5,372	-8,475	-229	4,267
ROE (%)	28.3	-16.4	-32.6	-1.1	18.1
P/E (배)	23.1	-	-	-	23.6
P/B (배)	4.9	6.7	4.6	4.7	3.9
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

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

[2차전지] 김철중
 chuljoong.kim@miraeasset.com

밸류에이션 테이블

		비고
26년 예상 EPS (원)	4,267	26년 예상 EPS -32% 하향 조정, 기존 목표주가 22만원
Target P/E (x)	35	
목표주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	100,900	
상승여력 (%)	48.7	

분기실적 테이블

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	635.7	554.8	351.6	427.8	513.4	605.0	694.9	877.2	1,969.9	2,690.5	4,601.4
영업이익	-203.8	-84.2	-72.4	-76.7	-29.4	3.9	14.3	30.6	-437.2	19.4	203.1
세전이익	-148.7	-99.6	-123.4	-57.8	-37.7	-3.1	8.2	22.7	-429.4	-9.9	183.8
당기순이익	-111.5	-73.8	-76.4	-45.8	-31.8	-2.6	6.9	19.1	-307.5	-8.3	154.9
영업이익률	-32.1	-15.2	-20.6	-17.9	-5.7	0.6	2.1	3.5	-22.2	0.7	4.4
세전이익률	-23.4	-18.0	-35.1	-13.5	-7.4	-0.5	1.2	2.6	-21.8	-0.4	4.0
순이익률	-17.5	-13.3	-21.7	-10.7	-6.2	-0.4	1.0	2.2	-15.6	-0.3	3.4
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-3.3	-12.7	-36.6	21.7	20.0	17.8	14.9	26.3	-57.6	36.6	71.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	267.8	113.7	적지	흑전	945.1
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	175.7	적지	적지	흑전
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	175.7	적지	적지	흑전

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,644	1,970	2,690	4,601
매출원가	4,784	2,327	2,591	4,293
매출총이익	-140	-357	99	308
판매비외관리비	83	80	80	105
조정영업이익	-222	-437	19	203
영업이익	-222	-437	19	203
비영업손익	-74	8	-29	-19
금융손익	-70	0	-69	-59
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-296	-429	-10	184
계속사업법인세비용	-101	-120	-1	28
계속사업이익	-195	-309	-8	156
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-195	-309	-8	156
지배주주	-194	-308	-8	155
비지배주주	-1	-2	0	1
총포괄이익	-199	-309	-8	156
지배주주	-198	-307	-8	155
비지배주주	-1	-2	0	1
EBITDA	-176	-375	87	283
FCF	-857	13	-134	-294
EBITDA 마진율 (%)	-3.8	-19.0	3.2	6.2
영업이익률 (%)	-4.8	-22.2	0.7	4.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	-15.6	-0.3	3.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,969	1,449	1,624	2,059
현금 및 현금성자산	241	332	128	25
매출채권 및 기타채권	426	298	537	741
재고자산	1,163	698	838	1,173
기타유동자산	139	121	121	120
비유동자산	1,382	1,538	1,470	1,591
관계기업투자등	88	88	88	88
유형자산	1,120	1,175	1,109	1,231
무형자산	12	10	8	7
자산총계	3,351	2,987	3,094	3,650
유동부채	1,747	1,735	1,848	1,996
매입채무 및 기타채무	182	93	191	318
단기금융부채	1,543	1,627	1,627	1,627
기타유동부채	22	15	30	51
비유동부채	494	454	456	709
장기금융부채	491	453	453	703
기타비유동부채	3	1	3	6
부채총계	2,241	2,189	2,304	2,704
지배주주지분	1,097	787	778	934
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	702	702
이익잉여금	358	50	42	197
비지배주주지분	13	11	11	12
자본총계	1,110	798	789	946

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	23.6
P/CF (x)	-	-	28.8	11.3
P/B (x)	6.7	4.6	4.7	3.9
EV/EBITDA (x)	-	-	64.5	21.1
EPS (원)	-5,372	-8,475	-229	4,267
CFPS (원)	-4,978	-10,790	3,506	8,893
BPS (원)	30,468	21,885	21,656	25,923
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.5	-57.6	36.6	71.0
EBITDA증가율 (%)	적전	적지	흑전	224.1
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	945.1
EPS증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.6	5.4	6.4	7.2
재고자산 회전율 (회)	3.9	2.1	3.5	4.6
매입채무 회전율 (회)	12.9	19.7	18.2	16.9
ROA (%)	-6.1	-9.8	-0.3	4.6
ROE (%)	-16.4	-32.6	-1.1	18.1
ROIC (%)	-6.2	-17.2	0.7	6.5
부채비율 (%)	201.9	274.4	291.9	286.0
유동비율 (%)	112.7	83.5	87.8	103.2
순차입금/자기자본 (%)	159.9	219.0	247.2	243.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.8	0.0	0.2	2.9

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

오버행이 끝난 후, 상승 여력 100% 이상

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 27,000원
현재주가(24/11/19)	12,760원
상승여력	111.6%

영업이익(24F, 십억원)	-37
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-26
EPS 성장률(24F, %)	적전
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSDAQ	686.12
시가총액(십억원)	430
발행주식수(백만주)	34
유통주식비율(%)	63.8
외국인 보유비중(%)	12.9
베타(12M) 일간수익률	1.63
52주 최저가(원)	12,500
52주 최고가(원)	52,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-25.1 -62.1 -68.2
상대주가	-17.8 -52.8 -62.9

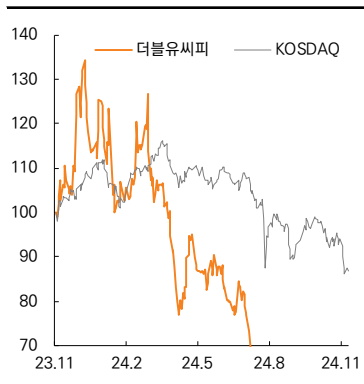
[2차전지] 김철중
chuljoong.kim@miraeeasset.com

투자포인트

- 기존 투자자 오버행 이슈 해소 후, 주가 상승여력 2배 이상
- 전방 수요 둔화에 따른 가동률 하락으로 고정비 부담 가중. 단기 실적 부진할 것으로 전망
- 25년 2분기 점진적 실적 개선. 25년 하반기부터 1) 신공법 가동과 2) 4680 원통형 향 공급 가시성 확보되며, 주가 상승 본격화될 것으로 전망
- 동사는 침수성이 개선된 '4680 레드'라는 4680 전용 분리막 제품 런칭 후, 신공법 기반으로 Panasonic/LG 등 신규 고객 향 프로모션 진행 중

리스크

- 글로벌 EV 수요 둔화



결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	257	305	370	410	575
영업이익 (십억원)	58	46	-37	18	65
영업이익률 (%)	22.6	15.1	-10.0	4.4	11.3
순이익 (십억원)	55	54	-32	17	62
EPS (원)	1,938	1,591	-936	512	1,835
ROE (%)	8.2	5.5	-3.2	1.7	6.0
P/E (배)	20.8	28.0	-	24.9	7.0
P/B (배)	1.5	1.5	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

밸류에이션 테이블

		비고
2026F EBITDA (십억원)	150	26년 EBITDA -15% 하향 조정, 기존 목표주가 5만원
Target EV/EBITDA (x)	10	글로벌 Peer Valuation 하락 반영 Target EV/EBITDA 15배 → 10배로 하향 조정
적정 사업가치 (십억원)	1,500	
25년 순 차입금 예상 (십억원)	579	
주식 수(주)	33,697	
목표주가 (원)	27,000	
현재주가 (원)	12,760	
상승여력 (%)	111.6	

분기실적 테이블

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	122.4	116.6	65.5	65.0	72.0	87.5	121.8	129.0	369.5	410.3	575.3
영업이익	0.6	1.8	-19.4	-20.4	-2.6	2.2	7.5	11.3	-37.4	18.5	64.9
세전이익	3.0	4.1	-24.1	-19.9	-2.3	2.4	7.6	11.6	-36.9	19.3	69.1
당기순이익	3.4	3.4	-20.9	-17.4	-2.0	2.1	6.8	10.4	-31.5	17.2	61.8
영업이익률	0.5	1.5	-29.6	-31.4	-3.6	2.5	6.2	8.8	-10.1	4.5	11.3
세전이익률	2.5	3.5	-36.7	-30.7	-3.2	2.7	6.2	9.0	-10.0	4.7	12.0
순이익률	2.8	2.9	-32.0	-26.7	-2.8	2.4	5.6	8.0	-8.5	4.2	10.8
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	32.8	-4.8	-43.8	-0.8	10.8	21.4	39.2	5.9	20.9	11.0	40.2
영업이익	-84.6	200.0	적전	적지	적지	흑전	238.8	50.3	31.0	-149.4	32.0
세전이익	42.3	34.3	적전	적지	적지	흑전	221.5	52.1	-167.7	-152.1	258.8
당기순이익	-4.0	0.9	적전	적지	적지	흑전	221.5	52.1	-158.8	-154.7	258.8

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	305	370	410	575
매출원가	246	389	372	487
매출총이익	59	-19	38	88
판매비와관리비	12	18	20	23
조정영업이익	46	-37	18	65
영업이익	46	-37	18	65
비영업손익	9	0	1	4
금융손익	3	1	1	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	55	-37	19	69
계속사업법인세비용	1	-5	2	7
계속사업이익	54	-32	17	62
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	54	-32	17	62
지배주주	54	-32	17	62
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	69	-13	17	62
지배주주	69	-13	17	62
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	97	24	86	150
FCF	-301	-136	-99	-170
EBITDA 마진율 (%)	31.8	6.5	21.0	26.1
영업이익률 (%)	15.1	-10.0	4.4	11.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.7	-8.6	4.1	10.8

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	266	212	333	426
현금 및 현금성자산	88	88	88	117
매출채권 및 기타채권	96	83	164	206
재고자산	77	35	69	87
기타유동자산	5	6	12	16
비유동자산	1,093	1,262	1,345	1,559
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,069	1,238	1,321	1,536
무형자산	4	3	3	2
자산총계	1,359	1,474	1,678	1,986
유동부채	239	326	407	449
매입채무 및 기타채무	75	72	142	179
단기금융부채	149	245	245	245
기타유동부채	15	9	20	25
비유동부채	119	160	267	470
장기금융부채	110	153	253	453
기타비유동부채	9	7	14	17
부채총계	358	487	674	919
지배주주지분	1,000	988	1,005	1,067
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	873	873	873	873
이익잉여금	100	68	85	147
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,000	988	1,005	1,067

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	28.0	-	24.9	7.0
P/CF (x)	14.4	16.1	5.0	2.9
P/B (x)	1.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	17.2	30.7	9.8	6.7
EPS (원)	1,591	-936	512	1,835
CFPS (원)	3,091	794	2,549	4,464
BPS (원)	29,689	29,306	29,818	31,654
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.5	21.2	11.0	40.2
EBITDA증가율 (%)	-5.5	-75.1	256.6	75.1
조정영업이익증가율 (%)	-20.1	적전	흑전	251.1
EPS증가율 (%)	-17.9	적전	흑전	258.8
매출채권 회전율 (회)	3.0	4.2	3.3	3.1
재고자산 회전율 (회)	4.8	6.6	7.9	7.3
매입채무 회전율 (회)	12.0	10.7	6.1	5.3
ROA (%)	4.4	-2.2	1.1	3.4
ROE (%)	5.5	-3.2	1.7	6.0
ROIC (%)	4.8	-2.7	1.2	3.8
부채비율 (%)	35.8	49.3	67.0	86.2
유동비율 (%)	111.2	64.8	81.9	94.9
순차입금/자기자본 (%)	17.0	31.3	40.6	54.3
조정영업이익/금융비용 (x)	26.3	-27.9	13.2	28.2

GM에 거는 기대

투자이건(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 220,000원
현재주가(24/11/19)	171,500원
상승여력	28.3%

영업이익(24F, 십억원)	47
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	56
EPS 성장률(24F, %)	74.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5
P/E(24F, x)	264.7
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSPI	2,471.95
시가총액(십억원)	13,285
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	37.4
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	1.72
52주 최저가(원)	167,600
52주 최고가(원)	368,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-25.6 -38.0 -40.0
상대주가	-21.9 -31.6 -40.1

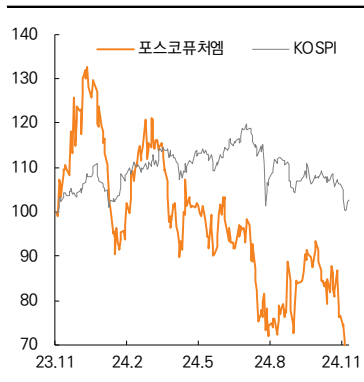
[2차전지] 김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

투자포인트

- 25년 1월, GM의 25년 및 중장기 EV 판매 목표에 주목 → 시장 기대치는 충분히 하향조정 된 상황
- 리튬 가격 추이 감안 시, 1Q25 양극재 가격 바닥 형성 후 안정화 예상 → 2Q25 실적 정상화 전망
- 최근 일본 배터리 – 북미 OEM 사 향으로 추정되는 신규 수주 물량에 주목
- 대 중국 관세 인상 가능성으로 인한 미국 배터리 공장의 흑연/음극재 등 탈 중국화 가속에 주목

리스크

- 글로벌 EV 수요 둔화
- GM의 부정적인 25년 EV 판매량 가이드스 제공



계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,302	4,760	3,903	4,741	7,718
영업이익 (십억원)	166	36	47	195	439
영업이익률 (%)	5.0	0.8	1.2	4.1	5.7
순이익 (십억원)	118	29	50	136	383
EPS (원)	1,527	371	648	1,761	4,944
ROE (%)	4.9	1.2	2.1	5.6	14.2
P/E (배)	117.9	968.2	264.7	97.4	34.7
P/B (배)	5.6	11.8	5.6	5.3	4.6
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

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

포스코퓨처엠 (003670)

밸류에이션 테이블

		비고
2026F EPS (십억원)	4,944	예상 EPS -20% 하향 조정, 기존 목표주가 28만원
Target P/E (x)	45	
목표주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	171,500	
상승여력 (%)	28.3	

분기실적 테이블

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	1,138	916	923	926	965	1,032	1,245	1,499	3,903	4,741	7,718
양극재	732	543	558	561	591	669	854	1,122	2,395	3,236	6,079
음극재	49	50	25	23	23	24	31	32	147	110	247
내화물 제조정비	141	129	119	122	130	135	130	135	511	530	535
라임케미칼	215	193	221	220	220	205	230	210	850	865	857
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	38	3	1	5	31	36	58	71	47	195	439
영업이익률	3.3	0.3	0.2	0.5	3.2	3.5	4.7	4.7	1.2	4.1	5.7
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-0.6	-19.6	0.8	0.4	4.1	7.0	20.7	20.3	-18.0	21.5	62.8
영업이익	흑전	-92.8	-49.0	251.3	527.4	15.9	63.7	21.3	31.6	316.5	124.6

자료: 포스코퓨처엠, 미래에셋증권 리서치센터

포스코퓨처엠 (003670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,760	3,903	4,741	7,718
매출원가	4,503	3,629	4,301	6,929
매출총이익	257	274	440	789
판매비와관리비	221	227	244	350
조정영업이익	36	47	195	439
영업이익	36	47	195	439
비영업손익	-52	-58	-35	9
금융손익	-34	-68	-83	-88
관계기업등 투자손익	-31	-3	0	0
세전계속사업손익	-16	-11	160	448
계속사업법인세비용	-21	-51	16	45
계속사업이익	4	40	144	403
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	4	40	144	403
지배주주	29	50	136	383
비지배주주	-24	-10	7	20
총포괄이익	-16	102	144	403
지배주주	10	94	95	267
비지배주주	-26	9	49	137
EBITDA	173	234	480	799
FCF	-1,797	-573	-495	-1
EBITDA 마진율 (%)	3.6	6.0	10.1	10.4
영업이익률 (%)	0.8	1.2	4.1	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.6	1.3	2.9	5.0

자료: 포스코퓨처엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,412	2,269	2,856	4,013
현금 및 현금성자산	390	439	180	313
매출채권 및 기타채권	769	683	1,105	1,724
재고자산	917	779	1,148	1,474
기타유동자산	336	368	423	502
비유동자산	3,923	5,427	5,943	6,385
관계기업투자등	263	269	269	269
유형자산	3,359	4,878	5,400	5,845
무형자산	41	29	22	16
자산총계	6,335	7,696	8,799	10,398
유동부채	1,396	2,320	3,143	4,349
매입채무 및 기타채무	468	1,060	1,715	2,675
단기금융부채	816	1,180	1,298	1,471
기타유동부채	112	80	130	203
비유동부채	2,327	2,687	2,843	2,852
장기금융부채	2,314	2,677	2,827	2,827
기타비유동부채	13	10	16	25
부채총계	3,723	5,007	5,986	7,201
지배주주지분	2,350	2,390	2,506	2,870
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,457	1,459	1,459	1,459
이익잉여금	998	1,028	1,145	1,509
비지배주주지분	261	299	307	327
자산총계	2,611	2,689	2,813	3,197

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	968.2	264.7	97.4	34.7
P/CF (x)	100.4	57.5	25.5	14.9
P/B (x)	11.8	5.6	5.3	4.6
EV/EBITDA (x)	177.5	71.4	35.9	21.6
EPS (원)	371	648	1,761	4,944
CFPS (원)	3,574	2,982	6,714	11,475
BPS (원)	30,412	30,894	32,405	37,099
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	436.4	48.4	13.5	4.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	44.2	-18.0	21.5	62.8
EBITDA증가율 (%)	-32.8	34.8	105.4	66.4
조정영업이익증가율 (%)	-78.4	30.8	316.5	124.6
EPS증가율 (%)	-75.7	74.7	171.8	180.8
매출채권 회전을 (회)	9.1	5.4	5.4	5.5
재고자산 회전을 (회)	5.3	4.6	4.9	5.9
매입채무 회전을 (회)	16.3	10.5	7.7	7.8
ROA (%)	0.1	0.6	1.7	4.2
ROE (%)	1.2	2.1	5.6	14.2
ROIC (%)	-0.3	-3.8	3.1	6.3
부채비율 (%)	142.6	186.2	212.8	225.2
유동비율 (%)	172.7	97.8	90.9	92.3
순차입금/자기자본 (%)	104.0	115.9	129.1	114.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.7	0.5	2.0	4.3

에코프로비엠 (247540)

근본적인 원인 해결에 집중

투자이건(유지)	매수
목표주가(유지)	▼ 175,000원
현재주가(24/11/19)	128,000원
상승여력	36.7%

영업이익(24F, 십억원)	-59		
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-40		
EPS 성장률(24F, %)	적지		
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.5		
P/E(24F, x)	-		
MKT P/E(24F, x)	10.0		
KOSDAQ	686.12		
시가총액(십억원)	12,519		
발행주식수(백만주)	98		
유동주식비율(%)	48.3		
외국인 보유비중(%)	11.2		
베타(12M) 일간수익률	1.93		
52주 최저가(원)	124,500		
52주 최고가(원)	329,000		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.5	-39.8	-46.2
상대주가	-13.8	-24.9	-37.4

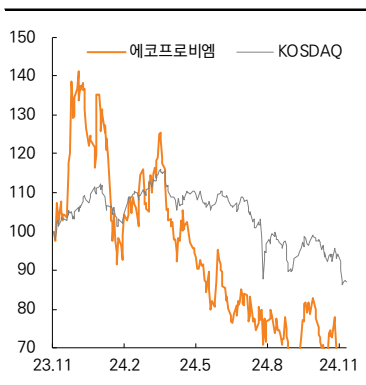
[2차전지] 김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

투자포인트

- 주요 전방 OEM(포드, 현대차, 폭스바겐) 상황 타 밸류체인 대비 부정적인 상황
- 인도네시아 니켈 정제 → 에코프로머티리얼즈 전구체 수직계열화를 통해, 하이니켈 양극재 판가 경쟁력 확보 → 시장 점유율 확대라는 근본적인 원인 해결에 집중하고 있는 상황
- 수직계열화 성공 후, 그룹 내재 마진 확보를 통한 신규 고객사 확보 본격화될 것으로 판단
- 분기 실적은 1Q25 바닥으로 점진적으로 회복될 것으로 판단

리스크

- 정책 불확실성 확대에 따라 주요 전방 OEM의 EV 전략 후퇴 가속



결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	5,358	6,901	2,748	3,377	5,154
영업이익 (십억원)	381	156	-59	119	261
영업이익률 (%)	7.1	2.3	-2.1	3.5	5.1
순이익 (십억원)	232	-9	-107	7	116
EPS (원)	2,433	-89	-1,097	67	1,182
ROE (%)	24.3	-0.6	-8.0	0.5	8.4
P/E (배)	37.9	-	-	1,905.4	108.3
P/B (배)	6.5	20.3	9.4	9.4	8.6
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에코프로비엠, 미래에셋증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

밸류에이션 테이블

		비고
2027F EPS (십억원)	3,880	적용 EPS 시점 27년으로 변경, 기존 목표주가 30만원
Target P/E (x)	45	
목표주가 (원)	175,000	
현재주가 (원)	128,000	
상승여력 (%)	36.7	

분기실적 테이블

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	970.5	809.5	521.9	446.5	547.8	774.6	902.9	1,151.2	2,748.5	3,376.5	5,153.9
영업이익	6.7	3.9	-41.2	-28.3	-1.5	26.1	36.3	58.1	-58.9	119.0	261.0
세전이익	-6.5	-13.6	-72.5	-32.6	-28.2	-1.3	12.2	35.4	-125.2	18.0	151.1
당기순이익	-17.7	-3.8	-59.1	-26.6	-28.8	-1.0	9.3	27.1	-107.3	6.6	115.6
영업이익률	0.7	0.5	-7.9	-6.3	-0.3	3.4	4.0	5.0	-2.1	3.5	5.1
세전이익률	-0.7	-1.7	-13.9	-7.3	-5.1	-0.2	1.3	3.1	-4.6	0.5	2.9
순이익률	-1.8	-0.5	-11.3	-6.0	-5.3	-0.1	1.0	2.3	-3.9	0.2	2.2
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-17.8	-16.6	-35.5	-14.4	22.7	41.4	16.6	27.5	-60.2	22.9	52.6
영업이익	흑전	-41.8	적전	적지	적지	흑전	39.3	60.0	적전	흑전	119.2
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	190.4	적전	흑전	740.0
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	190.4	적지	흑전	1,659.4

자료: 에코프로비엠, 미래에셋증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	6,901	2,748	3,377	5,154
매출원가	6,607	2,661	3,083	4,682
매출총이익	294	87	294	472
판매비외관리비	137	146	174	211
조정영업이익	156	-59	119	261
영업이익	156	-59	119	261
비영업손익	-78	-66	-101	-110
금융손익	-58	-69	-77	-87
관계기업등 투자손익	7	0	0	0
세전계속사업손익	78	-125	18	151
계속사업법인세비용	23	-56	3	23
계속사업이익	55	-69	15	128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55	-69	15	128
지배주주	-9	-107	7	116
비지배주주	63	38	9	13
총포괄이익	69	-22	15	128
지배주주	6	-22	10	87
비지배주주	63	0	5	41
EBITDA	249	-4	237	413
FCF	-736	-145	-259	131
EBITDA 마진율 (%)	3.6	-0.1	7.0	8.0
영업이익률 (%)	2.3	-2.1	3.5	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.1	-3.9	0.2	2.3

자료: 에코프로비엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,443	1,239	1,509	1,965
현금 및 현금성자산	513	492	129	346
매출채권 및 기타채권	784	296	762	879
재고자산	1,109	413	577	680
기타유동자산	37	38	41	60
비유동자산	1,918	2,719	3,003	3,253
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,824	2,601	2,883	3,132
무형자산	14	13	13	13
자산총계	4,362	3,958	4,512	5,217
유동부채	2,131	1,618	2,133	2,492
매입채무 및 기타채무	833	294	757	1,081
단기금융부채	1,232	1,294	1,297	1,299
기타유동부채	66	30	79	112
비유동부채	631	759	783	1,000
장기금융부채	596	743	743	943
기타비유동부채	35	16	40	57
부채총계	2,762	2,377	2,916	3,493
자배주주지분	1,371	1,316	1,322	1,438
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	914	914	914	914
이익잉여금	375	265	272	387
비지배주주지분	228	265	274	287
자본총계	1,599	1,581	1,596	1,725

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	1,905.4	108.3
P/CF (x)	64.1	31.1	52.4	30.1
P/B (x)	20.3	9.4	9.4	8.6
EV/EBITDA (x)	119.4	-	62.0	35.6
EPS (원)	-89	-1,097	67	1,182
CFPS (원)	4,492	4,112	2,443	4,246
BPS (원)	14,176	13,606	13,674	14,856
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	28.8	-60.2	22.9	52.6
EBITDA증가율 (%)	-44.2	적전	흑전	74.0
조정영업이익증가율 (%)	-59.0	적전	흑전	119.2
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	1,659.4
매출채권 회전을 (회)	8.4	5.3	6.8	6.8
재고자산 회전을 (회)	7.0	3.6	6.8	8.2
매입채무 회전을 (회)	9.0	5.6	8.2	7.1
ROA (%)	1.4	-1.7	0.4	2.6
ROE (%)	-0.6	-8.0	0.5	8.4
ROIC (%)	4.5	-2.4	3.2	6.4
부채비율 (%)	172.7	150.3	182.7	202.5
유동비율 (%)	114.6	76.6	70.8	78.8
순차입금/자기자본 (%)	82.2	97.7	119.5	109.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.2	-0.7	1.4	2.8

공고히 유지되는 글로벌 1위 지위

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	CNY 380
현재주가(24/11/19)	CNY 268.72
상승여력	41.40%
국가	중국
선전 종합(p)	2,009.86

투자포인트

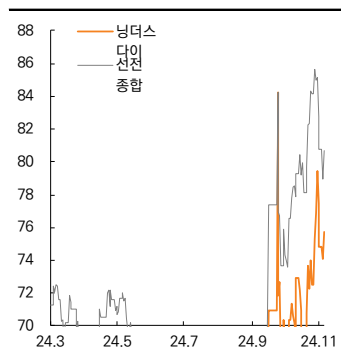
- 25년 유럽 LFP +63%, 기타 시장 LFP +50% 수요 증가 예상. 중국 내수 시장의 높은 침투율로 인한 성장률 둔화를 유럽 및 기타 시장에서 상쇄할 것으로 전망
- BYD 외 중국 내수 점유율 96% 수준. 중국 배터리/소재 시장도 상위 업체 중심 수주 풀림 가속
- Tesla의 ESS 중국 기가팩토리 가동에 따른 ESS 배터리 수요 증가 가속 전망

Risk 요인

- 보호무역주의 강화: 미국의 대 중국 관세 등
- Tesla EV 내 4680(하이니켈) 배터리 탑재 비중 증가

EPS 성장률(24F, %)	-5.9
P/E(24F, x)	24.2
배당수익률(%)	3.1
시가총액(조원)	227.61
상장주식수(백만주)	4,403.5
60일 평균 거래대금(백만CNY)	8,258.59
52주 최저가(CNY)	140.75
52주 최고가(CNY)	299.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.5	32.4	48.7
상대주가	2.0	17.6	42.3



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (억CNY)	1,304	3,286	4,009	3,652	4,507	5,589
영업이익 (억CNY)	198	368	537	636	749	922
영업이익률 (%)	15.2	11.2	13.4	17.4	16.6	16.5
순이익 (억CNY)	159	307	441	488	574	706
EPS (CNY)	3.82	7.18	11.79	11.09	13.04	16.05
ROE (%)	21.4	24.7	24.4	22.5	22.0	22.3
P/E (배)	85.5	30.5	13.8	24.2	20.6	16.7
P/B (배)	16.0	5.8	3.6	5.0	4.1	3.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 닝더스다이, 미래에셋증권 리서치센터

[2차전지] 김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

밸류에이션 테이블

Operating Value	EBITDA	EV/EBITDA	EV	비고
25년 예상 EBITDA(백만위안)	92,906	17	1,579,407	글로벌 Peer 평균 +50% 할증
25년 예상 순차입금(백만위안)			-86,742	
적정 시가총액(백만위안)			1,666,150	
주식 수(천주)			4,386,238	
목표주가(위안)			380	

분기실적 테이블

(십억위안, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	79.8	87.0	92.3	106.1	89.1	98.1	122.6	141.0	400.9	365.2	450.7
매출원가	59.3	64.2	64.1	75.3	64.2	70.6	88.2	101.5	310.8	262.9	324.5
매출총이익	20.5	22.8	28.2	30.8	25.0	27.5	34.3	39.5	90.2	102.2	126.2
매출총이익률	25.7	26.2	30.5	29.0	28.0	28.0	28.0	28.0	22.5	28.0	28.0
영업이익	13.3	16.2	16.6	17.5	16.0	16.7	19.6	22.6	53.7	63.6	74.9
영업이익률	16.7	18.6	18.0	16.5	18.0	17.0	16.0	16.0	13.4	17.4	16.6
EBITDA	17.0	19.9	20.2	21.2	20.6	21.2	24.1	27.1	68.0	78.2	92.9
EBITDA 마진	21.3	22.8	21.9	19.9	23.1	21.6	19.7	19.2	17.0	21.4	20.6
당기순이익	11.2	13.7	13.1	15.0	13.7	13.7	15.6	19.4	46.8	53.0	62.4
순이익률	14.0	15.7	14.2	14.1	15.4	14.0	12.7	13.8	11.7	14.5	13.8

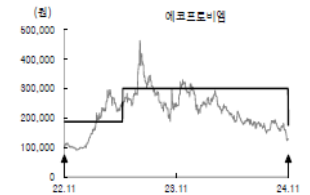
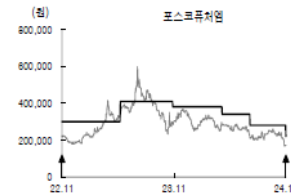
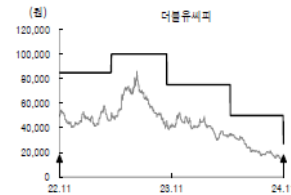
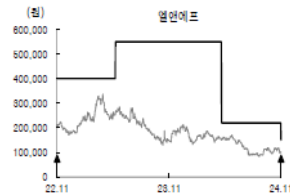
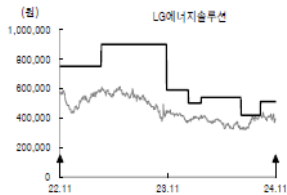
자료: 닝더스다이, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG에너지솔루션 (373220)					포스코퓨처엠 (003670)				
2024.09.30	매수	510,000	-	-	2024.05.31	매수	50,000	-54.38	-31.10
2024.07.26	매수	420,000	-12.29	-1.31	2023.11.06	매수	75,000	-45.57	-30.00
2024.03.13	매수	540,000	-32.21	-22.96	2023.05.09	매수	100,000	-39.17	-14.00
2024.01.30	매수	500,000	-20.65	-16.10	2022.11.14	매수	85,000	-44.24	-31.88
2023.11.17	매수	590,000	-29.28	-22.97	에코프로비엠 (247540)				
2023.04.10	매수	900,000	-41.09	-32.00	2024.11.20	매수	220,000	-	-
2022.11.14	매수	750,000	-29.69	-20.00	2024.07.26	매수	280,000	-20.37	-7.68
엘앤에프 (066970)					2024.04.26	매수	340,000	-22.07	-15.88
2024.11.20	매수	150,000	-	-	2023.11.17	매수	380,000	-19.56	-3.16
2024.05.10	매수	220,000	-45.39	-22.00	2023.05.30	매수	410,000	-5.52	45.85
2023.05.30	매수	550,000	-65.52	-48.18	2022.11.14	매수	300,000	-16.82	38.00
2023.05.16	1년 경과 이후	400,000	-36.59	-34.00	더블유씨피 (393890)				
2022.05.16	매수	400,000	-42.56	-15.75	2024.11.20	매수	175,000	-	-
					2024.05.30	1년 경과 이후	300,000	-41.05	-26.00
					2023.05.30	매수	300,000	-9.97	54.00
2024.11.20	매수	27,000	-	-	2022.07.22	매수	187,500	-21.44	57.87

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업

- 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 주가하락이 예상

산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종자수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종자수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종자수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 외(과) 주식 등 지분증권의 모집·매출의 주선 또는 인수계약을 체결하여 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 에코프로비엠·LG에너지솔루션·포스코퓨처엠 (홀) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급지(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 의 변경상장, 주식 또는 DR의 외국 유가증권시장 상장 등의 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.