MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.11

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

2차전지/ESS

시장의 우려에 대한 답변

1. AI 투자 속도 조절 → ESS 리스크
27, 28년은 데이터센터향 비중이 미드~하이싱글%에 그쳐 펀더멘털 영향은 제한적

2. 2027년 ESS 신규 수주 지속성
북미 고객사들의 수주잔고 시계열 확대(T+3~4년 → T+5~7년)에 주목

3. ESS 수익성 부진
저가 리튬 투입과 초기 가동비용 정상화로 27년 초부터 개선

4. EV 부진의 실적 영향
라인 전환 효과와 AMPC 재개로 전사 실적 방향에 미치는 영향 제한적

5. 중간선거 이후 셀온 우려
Blue Wave 가능성 확대로 향후 2개 년 뉴스 플로우는 롱 우위

6. 민주당의 대중국 견제 약화 가능성
대중국 견제는 초당적 이슈. 중국 견제 강도 약화 가능성 없음

7. 리튬 가격 급락 리스크
리튬 가격은 27년 초 바닥 예상. 리튬 가격 하락은 ESS 수익성 상향 요인

8. 오버행·자금조달 리스크
대규모 조달 이슈들은 대부분 마무리. 조달 성격도 생존형에서 성장형으로 전환

9. 단기 주가 트리거
4Q26 실적보다 27~28년 실적 방향성이 중요하며, 트리거는 수주 모멘텀과 정책

10. 밸류에이션 부담
장기 실적 가시성 확대에 따라 멀티플 점진적 우상향 예상

[섹터 내 주요 우려에 대한 애널리스트 답변 요약]

Q) 미국 AI 투자 속도 조절에 따른 ESS 리스크는 없는가?

A) 온전히 자유롭지는 않으나, 2027, 2028 ESS 출하(기수주분)은 데이터센터 향 비중이 미드 - 하이싱글% 수준으로 추정한다. 멀티플을 더 부여 가능한지는 글로벌 AI 테마 전반에 대한 탑다운 영역이나, 펀더멘탈 리스크는 제한적이다.

Q) 올해 ESS 신규 수주가 많았는데, 내년에도 추가 수주가 가능한가?

A) 현시점에서 내년 신규 수주 규모 예측은 어렵다. 2026년 연초 예상 대비 실제 스윙이 컸기 때문이다. 더 중요한 것은 북미 고객들의 수주 시계열인데, 이미 NextEra Energy같은 북미 에너지 사업자들의 ESS 수주 잔고 기준 시계열은 기존 T+3~4년 → 신규 T+5~7년으로 확장되고 있다는 것이 숫자로 확인되고 있다. 2027-2029년 수주잔고 증가율보다 2030-2032년 수주잔고 증가율이 더 높아진 상황이다.

Q) ESS 수익성 부진에 대한 의견은?

내년 초부터 의미 있게 개선될 것으로 예상한다. ESS 수주 계약이 판가 연동 구조가 아니므로, 현재 구매하는 리튬이 투입되는 시점부터는 스프레드가 개선될 전망이다. 또한 LGES 기준 신규 라인 증설이 없는 (초기 가동비용 점진적 정상화) 구간에 진입하는 시점을 내년 초라고 판단한다.

Q) EV 부분 부진이 지속되며 실적 성장을 저해할 가능성은?

출하량의 급상승을 예상할 수 있는 구간은 아니다. 다만 과거와 같이 EV 부문이 전사 실적을 의미 있게 끌고 내려가기는 힘들다고 판단하는데, 이는 1) EV → ESS 라인 전환에 따른 물리적 가동률 상승 (고정비 부담 완화), 2) 북미 AMPC 재개(4Q26)에 기인한다.

현재 27년, 28년 AMPC를 포함한 LGES ESS 영업이익 비중은 65%, 60% 수준, 삼성SDI의 영업이익 비중은 75%, 60% 수준으로 추정한다. ESS 출하량이 무너질 가능성이 제한적이기에, EV 실적이 전사 실적 방향성을 과거처럼 끌고 내려가는 것은 제한적인 구간에 진입했다고 판단한다.

Q) 중간 선거 전후 기대감이 너무 컸던 것은 아닌지? 셀온이 지속될 가능성은?

단기 수급을 예측하기는 매우 어렵다. 다만, 과거 다운사이클 시작 시점 (23년 하반기 – 트럼프 공화당 경선 및 대선 가능성 상승 초입)부터 이미 섹터는 펀더멘탈 추정치 하향 조정 대비 정책 불확실성 상승에 따른 멀티플 하락이 먼저 나타났다.

금번 중간선거에서 민주당이 예상 대비 너무 크게 승리하면서, 이미 다음 대선 시 상·하원 민주당 장악 가능성이 급격하게 상승하였으며, 대통령까지 바뀌는 Blue Wave 가능성이 베팅 시장에서 65% 이상으로 상승하였다. ESS는 신재생 투자 확대에 따른 연계 수요 증가에 주목하며, 특히 EV 관련된 뉴스플로우들의 변화에 초점을 맞춰야 하는 구간이라 판단한다.

미국의 급진적인 정책 변화 가능성이 시작되었기에, 그동안 EV 관련 투자에 손을 놓고 있었던 전방 고객들의 중장기 전략 방향성 변화를 확인해야 한다.

향후 미국에서 어떠한 정책 흐름이 진행될 지는 지켜봐야 하나, 향후 2개 년간의 섹터 관련된 뉴스플로우가 쏙 우위일 가능성은 없다.

Q) 민주당이 공화당 대비 대중국 견제 강도가 약할 가능성은?

대중국 견제는 초당적 이슈다. 특히 차기 민주당 대선 후보로 하이라이트되고 있는 오소프 상원의원 등 정치인들은 조지아 지역에 한국 업체들의 투자를 직접 유치했던 장본인들이다.

Q) 리튬 가격 하락이 가속화되고 있는데, 리스크 요인이 아닌가?

리튬 가격에 대한 당사 전망이 크게 틀렸다. 예측하기 매우 어려운 부분이다. 단, 현시점 가격에서 추가적인 급락 가능성은 제한적이라고 판단하며, 내년 초 바닥을 다지고 다시 우상향 할 것으로 예상한다.

단기 가격 급락은 중국 내수 수요 우려가 가장 크다고 보는데, 현 가격 수준이면 후행적으로 공급이 축소될 가능성이 높다고 판단한다. 27년 글로벌 리튬 공급과잉률은 -5% 수준으로 타이트한 상황이 지속될 것으로 예상한다. 우려는 이해하나 단기 및 내년 현물 수급 상황이 추가적인 급락을 유발하기는 어려운 상황으로 판단한다.

다행인 점은 배터리 셀사 입장에서 ESS 기수주 건들의 판가 연동 비중이 낮아, 최근과 같은 낮은 가격 수준의 원재료가 투입되는 시점부터는 수익성에 긍정적인 효과를 줄 것으로 예상한다.

Q) 섹터 전반적인 오버행/자금조달 리스크는?

섹터 내 대규모 자금조달 및 오버행 관련 이슈는 마무리되어 가는 것으로 판단한다. 과거 조달분에 대한 롤오버 수요는 있을 수 있으나, 본질적으로 추가적인 업황 둔화와 생존을 위한 조달 성격이 아니라, ESS 관련 수주와 출하량 증가에 대응하기 위한(성장을 위한) 조달 성격으로 변화했다는 점(작년 및 재작년과는 다름)에 주목한다.

Q) 단기 관점 주가 트리거가 있는가? 4분기 실적은 QoQ 감소가 예상되는데?

3분기 일회성 요인들이 워낙 커서 어쩔 수 없다. 4분기 실적보다는 2027, 2028년 실적 방향성을 보는 것이 더 중요하다고 판단한다. 향후 2개년간 매출액, 영업이익 증가율이 코스피 평균을 상회할 것은 명확하다.

단기 주가 트리거는 여전히 수주 모멘텀과 정책적 이슈이다. 수주는 기존에 예상했던 흐름대로 잘 진행되고 있는 것으로 파악한다. 북미 ESS와 유럽 EV LFP 각형, 스페이스X, 휴머노이드 로봇 관련 수주 모멘텀이 빈번하게 진행될 것으로 본다. 정책적으로는 IAA 최종안, 한국판 IRA 최종안, 중간선거 이후 미국에서의 정책 뉴스 플로우가 1) 장기 수요에는 긍정적이며, 2) 대중국 견제 강도 강화의 트렌드로 이어질 것으로 예상한다.

Q) 여전히 너무 밸류에이션이 비싼 건 아닌지?

섹터 전반적으로 밸류에이션 부담이 있다는 점에는 동의한다. 단, 배터리 섹터 과거 사이클도 그렇고 타 성장 섹터의 멀티플 축소/확장 구간의 핵심은 향후 몇 개년 이후의 실적을 당겨올 수 있는 환경인지가 중요하다고 생각한다.

많이 반성하고 있으나, 23년에 27년 실적 추정치를 당겨왔다. 바이든 정부의 IRA가 10년 유지된다는 전제로 가능했던 일이다. 3년이 지난 지금, 아직도 시장은 27, 28년도를 당겨오고 있다. 미국 정책 퇴보로 인한 EV 수요 가시성 하락, 중국 경쟁사의 점유율 확대로 실적 가시성이 떨어졌기 때문이다.

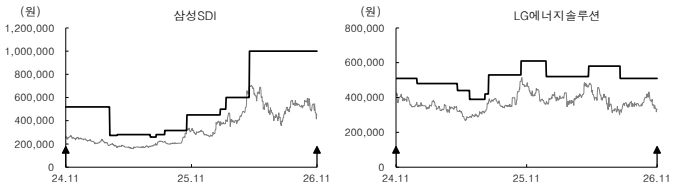
내년부터는 점진적으로 이 시계열이 확장될 것으로 보는데, 1) ESS 수주 시계열 확대, 2) 장기적 관점에서의 미국 EV 시장 정책 변화 가능성, 3) 유럽 내 한국 업체들의 점유율 회복(삼성SDI)에 기인한다.

속도와 강도를 맞추기는 어려우나, 섹터 멀티플의 방향성도 우상향일 것으로 예상한다.

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)					LG에너지솔루션 (373220)				
2026.04.29	매수	1,000,000	-	-	2026.07.31	매수	510,000	-	-
2026.02.20	매수	600,000	-23.99	13.33	2026.05.04	매수	580,000	-34.13	-16.72
2026.02.03	매수	500,000	-23.27	-18.40	2026.01.05	매수	520,000	-22.57	-6.83
2025.10.29	매수	450,000	-31.17	-11.89	2025.10.27	매수	610,000	-28.68	-15.74
2025.08.26	매수	315,000	-30.05	-0.95	2025.07.28	매수	530,000	-29.07	-7.17
2025.08.01	매수	280,000	-22.32	-19.64	2025.07.18	매수	420,000	-17.50	-12.38
2025.07.15	매수	260,000	-27.48	-20.77	2025.06.05	매수	390,000	-22.45	-17.56
2025.04.10	매수	280,000	-37.89	-32.00	2025.05.02	매수	440,000	-33.07	-25.57
2025.03.19	매수	274,129	-31.27	-25.54	2025.01.09	매수	480,000	-28.21	-19.69
2024.10.04	매수	518,888	-51.03	-29.62	2024.09.30	매수	510,000	-22.87	-14.41

* 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
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.