

2025년 05월 22일 | 키움증권 리서치센터 | 산업분석
이차전지 Neutral (Maintain)

2025년 하반기 전망

오리무중 (五里霧中) : 정책 변수로 불확실성 확대

이차전지 Analyst 권준수 wkud1222@kiwoom.com



Contents

Part I . Summary p. 03

Part II . 2025년 상반기 Review p. 05

Part III . 2025년 하반기 전망:

불확실성 지속으로 주가 변동성 확대 예상 p. 14

Part IV . Appendix p. 53

Part V . 기업분석 p. 66

- LG에너지솔루션(373220)
- 삼성SDI(006400)
- 엘앤에프(066970)
- SK아이이테크놀로지(361610)
- 대주전자재료(078600)

Part I. Summary



Summary_이차전지

>>> 최악의 구간은 통과했으나, 불확실성은 잔존

- 지난해 트럼프 대통령 당선 확정 이후 이차전지 섹터 주가는 급락세를 보임. 미국 전기차 시장 산업의 구조적 성장에 중요한 IRA 법안의 폐지 우려가 확산되었기 때문이며, 특히 미국 현지에 공장을 많이 보유한 국내 업체로서는 첨단 제조 생산 세액공제(Advanced Manufacturing Production Credit, AMPC) 폐지에 대한 리스크가 부각. 그와 동시에 미국의 관세 영향, 유럽의 Action Plan 등 정책 불확실성 확대에 따라 실적 및 주가는 장기간 조정기를 겪는 중
- 올해 하반기에도 여전히 미국 정책 불확실성(IRA 관련) 심화로 주가 및 실적 변동성이 클 것으로 보이며, 주가의 추세적 반등은 어렵다고 판단(6~7월 법안 결과 예상). 그에 따라 섹터 의견을 하반기에도 'Neutral'로 유지. 하반기에도 투자 의견을 'Neutral'로 보는 이유는 정책 불확실성 상존 외에도, 1) 26년 실적 추정치 하향 가능성, 2) CATL 홍콩 증시 상장 및 국내 업체들의 밸류에이션 부담이 상존하기 때문

>>> 하반기 실적은 점진적 개선 예상되나, 정책 변수로 인해 수요 가시성은 낮은 상황

- 연초 기대되던 수요의 상저하고 대비 최근에는 업체별 실적 전망치가 상이한 상황. 즉, 하나의 뚜렷한 실적 방향성보다는 완성차 업체 Supply Chain별 실적 Forecast가 다르게 나타나고 있으며, 올 하반기는 OEM/지역/모델별 판매량(Q)이 차별화될 것으로 예상. 유럽/미국의 저가 전기차 출시, 재고조정 기 진행, 계절성, CO2 배출 규제 및 보조금 종료 가능성에 따른 pull-in 효과로 실적은 분기 저점을 통과 후 하반기에는 점진적인 실적 개선 기대. 다만, 26년부터 전기차 보조금(30D) 폐지 시 26년 이후 실적 가이던스가 하향 조정될 가능성이 있으며, AMPC 조기 일몰 가능성도 리스크로 상존

>>> 투자 전략: '선 확인, 후 투자' 기조로 하반기는 개별 종목 Trading 유효

- 이차전지 섹터 투자 의견은 25년 '상반기(Neutral) → 하반기(Neutral)'로 제시. 올 하반기에도 정책 변수가 주가 변동성으로 작용할 가능성이 높으며, 정책 변화 확정 시 실적 추정치(컨센서스) 및 수요 전망 수정 과정을 겪으며 주가 변동성이 확대될 것으로 예상. 다만, 이미 지난해부터 주가가 불확실성을 선반영해온 만큼 하반기에는 개별 종목별 Trading 기회는 있을 것으로 판단. 특히 올해는 Tesla(Model Y Juniper)와 현대차·기아 서플라이 체인 선호

>>> Top-pick: LG에너지솔루션, 엘앤에프

관심주: 대우전자재료

Part II. 2025년 상반기 Review

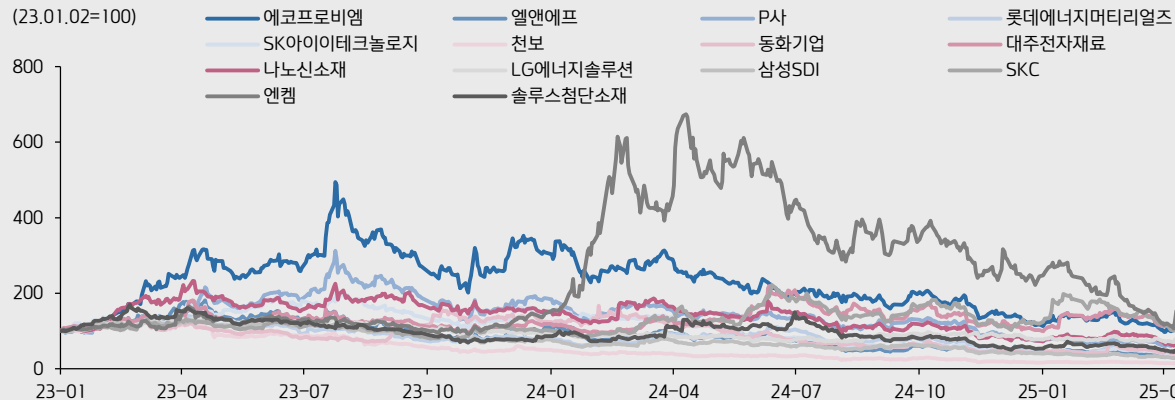


II. 2025년 상반기 Review

◎ 2025년 상반기 지속된 이차전지 섹터 주가 조정기, 트럼프 대통령 당선 등으로 변동성 확대

- 이차전지 섹터 주가는 지난 2023년 하반기부터 2년 동안 주가 조정기를 겪는 중. 구간별 개별 종목들의 주가 반등은 나타나고 있으나, 추세적으로는 여전히 주가 하향세를 보이고 있음. 이는 메탈 가격의 하락세 지속(리튬 가격 22년 말 피크 대비 89% 하락)과 유럽 중심의 전기차 판매량 둔화가 주 원인. 특히 독일 등 유럽의 전기차 시장의 보조금 축소/중단 영향, 경기 부진, 정책 불확실성, 충전 인프라 부족 등의 요인으로 전기차 수요 부진 지속. P의 하락세 지속되는 가운데, 올해는 Q 회복이 중요
- 동시에 지난해부터 전기차 판매 둔화 우려가 확산됨에 따라, 주요 완성차 업체들도 전동화 전략 속도조절 단행. 전기차 신차 출시 연기, 전기차/배터리 공장 투자 축소, 인력 감원, 내연기관 라인업 유지 연장 등 전방 수요처의 후퇴로 국내 배터리/소재 업체들도 연쇄적으로 CapEx 절감을 발표. 국내 배터리 업체들의 경우 신규 투자보다는 유휴 CAPA에서 가동률 최적화 전략을 펼치고 있으며, 이를 위해 신규 고객사 확보 및 라인 전환(ESS 등)을 진행 중
- 이차전지 섹터의 주가는 지난해 11월 트럼프 대통령 당선 확정 이후 가파른 주가 조정을 보이고 있으며, 그 원인으로는 미국의 전기차 의무화('EV Mandate') 규제 완화 및 IRA 법안 폐지에 대한 우려가 주가에 반영됐기 때문. 특히 올해 불거진 관세 정책 발표도, 전방 수요에 대한 우려로 확산되며 주가 하방 요인으로 작용. 그 외 유럽에서는 EU CO2 규제 3년 유예 발표도 부정적으로 작용. 이러한 정책 불확실성이 중장기 실적 추정치 변수로 여겨지며 섹터センチ멘트를 크게 훼손

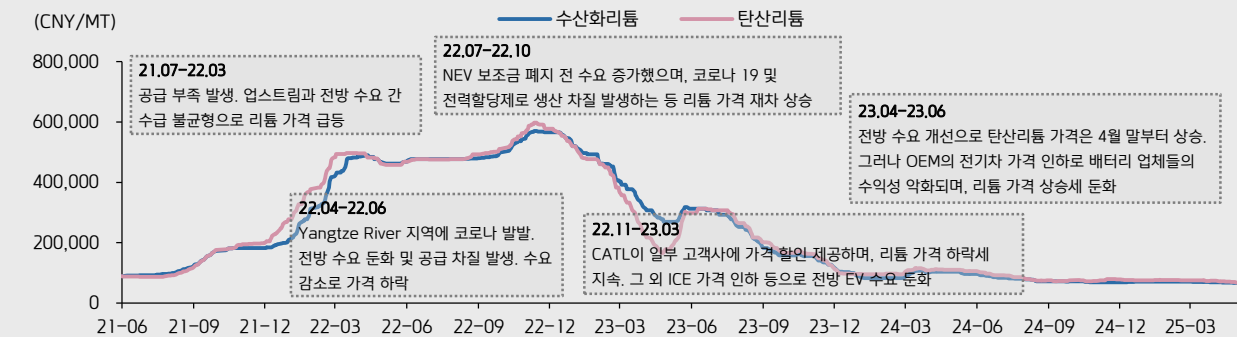
이차전지 주가 추이(23.01.02=100)



자료: QuantiWise, 키움증권 리서치센터

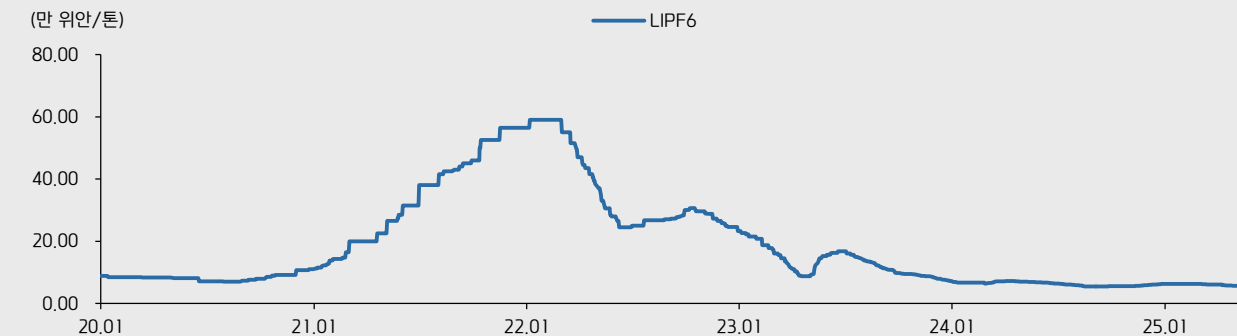
II. 2025년 상반기 Review

리튬 가격 추이(수산화리튬, 탄산리튬)



자료: Bloomberg, SMM, 키움증권 리서치센터

LiPF6 가격 추이



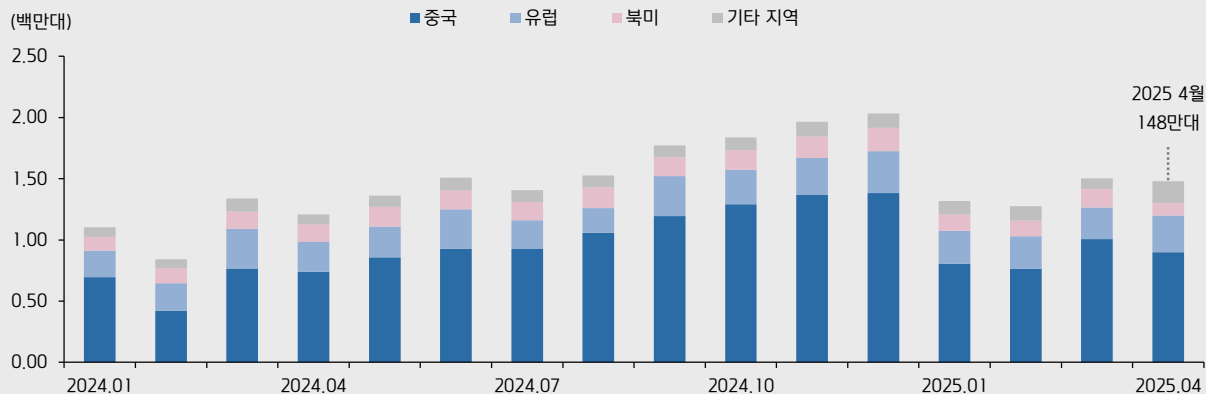
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

II. 2025년 상반기 Review

◎ 25년 1-4월 전기차 판매량은 양호

- 시장의 우려와 달리 현재 전기차 판매량은 성장세를 지속. 25년 1-4월(YTD)에도 글로벌 전기차 판매량은 560만대(+29%YoY)를 기록. 중국 330만대(+35%YoY), 유럽 120만대(+25%YoY), 북미 60만대(+5%YoY), 기타 국가 50만대(+37%YoY)를 보이며 연초 견조한 판매량을 보였으나, 시장 기대치인 높은 눈높이(북미 +30%중반YoY, 유럽 +20%후반YoY)에는 못 미치는 상황. 또한, 유럽의 경우 연초 CO2 배출 규제로 밀어내기 효과가 반영된 것으로 추정됨에 따라, 5월 CO2 배출 규제 3년 유예 확정 이후 판매 성장률이 재차 둔화될 것이라는 우려도 존재
- 다만, 그럼에도 불구하고 국내 업체들이 대체로 부진한 1Q25 실적을 보인 이유는 완성차 업체들이 대체로 큰 폭의 재고조정을 진행함에 따라, 완성차 업체들의 EV 판매 호조가 국내 업체들의 실적으로까지 귀결 되고 있지 않았기 때문. 당초 유럽 시장의 경우 2Q25부터 하반기까지 재고 Restocking이 예상됐으나 현재 정책 불확실성 상존으로 완성차 업체들은 당분간 재고 최소화 전략을 추진하고 있는 것으로 파악

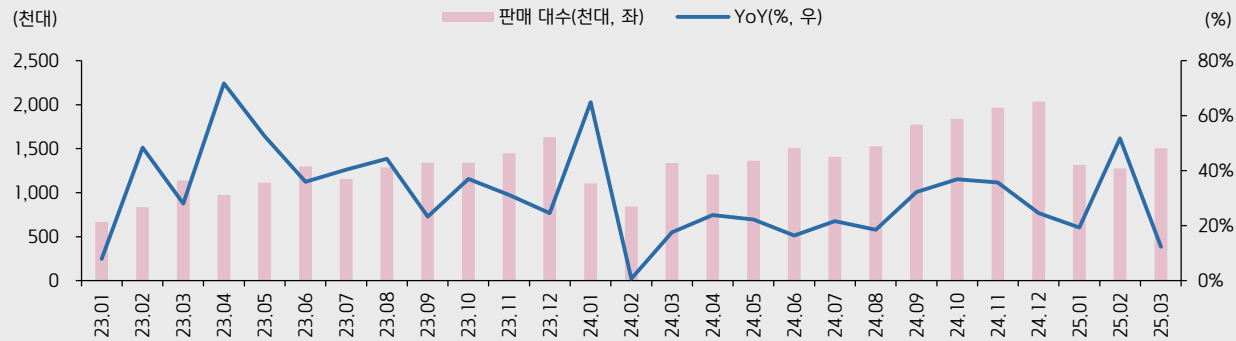
Rho Motion: 25년 1-4월 글로벌 전기차 판매 +29%YoY



자료: Rho Motion, 키움증권 리서치센터

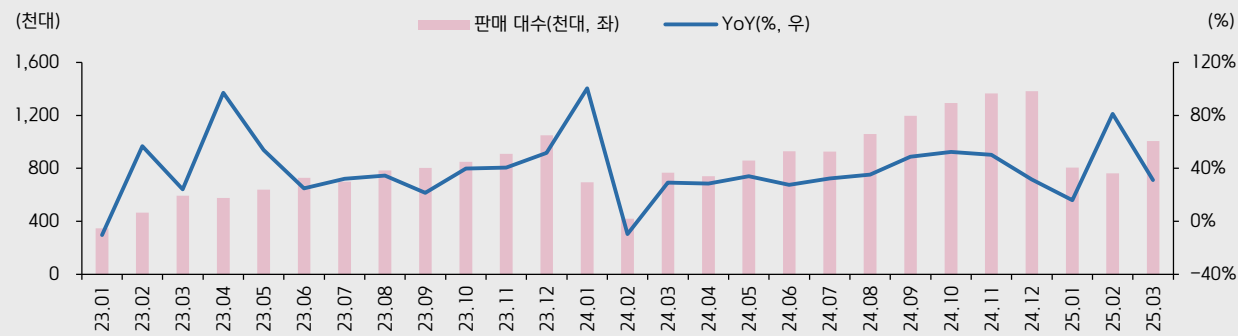
II. 2025년 상반기 Review

글로벌 전기차 판매량(23년 1월~25년 3월)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

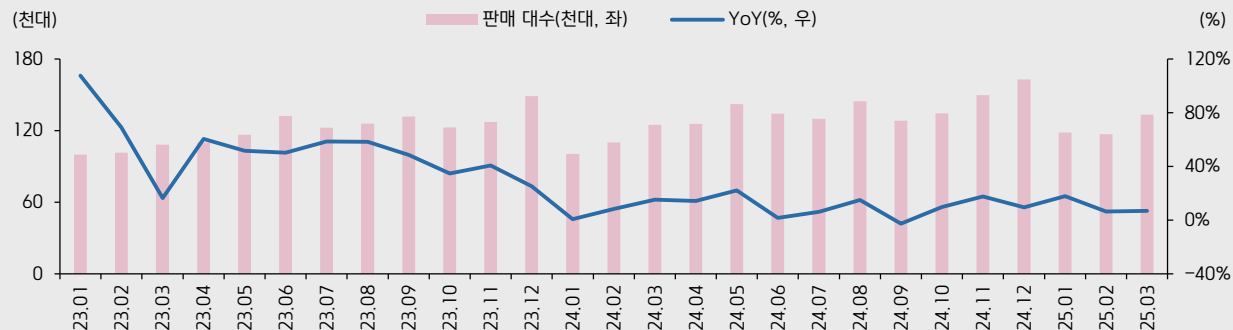
중국 전기차 판매량(23년 1월~25년 3월)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

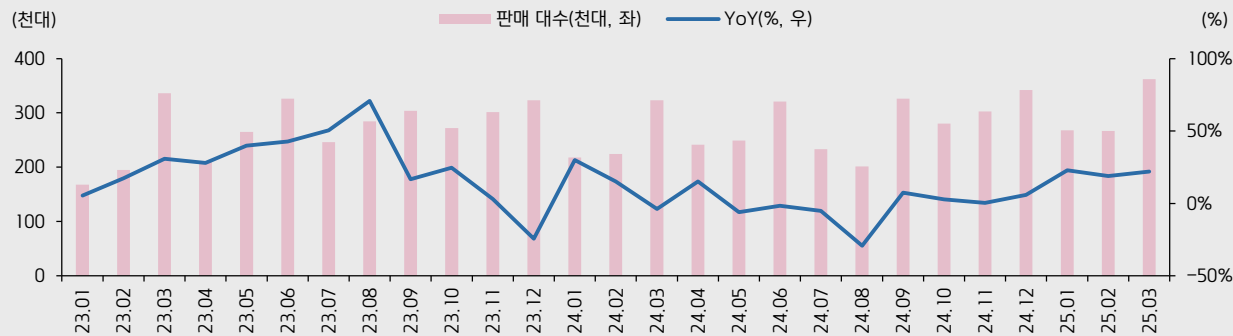
II. 2025년 상반기 Review

미국 전기차 판매량(23년 1월~25년 3월)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

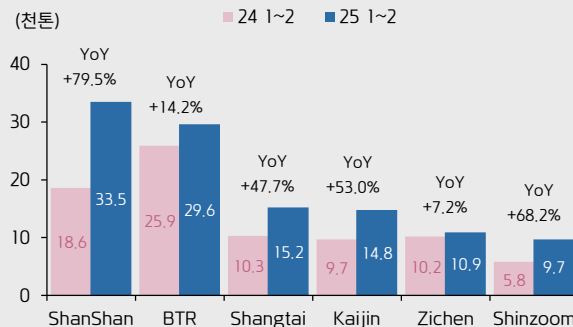
유럽 전기차 판매량(23년 1월~25년 3월)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

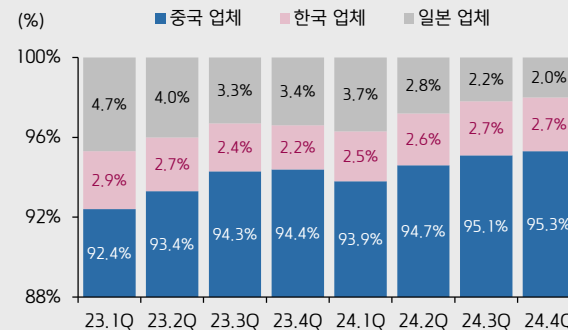
II. 2025년 상반기 Review

업체별 음극재 적재량 증가율(YoY%)



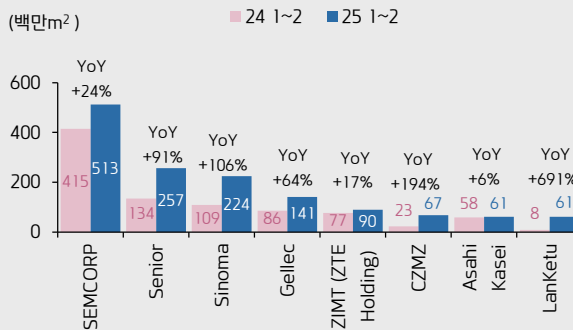
자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

국가별 음극재 적재량 점유율 추이(%)



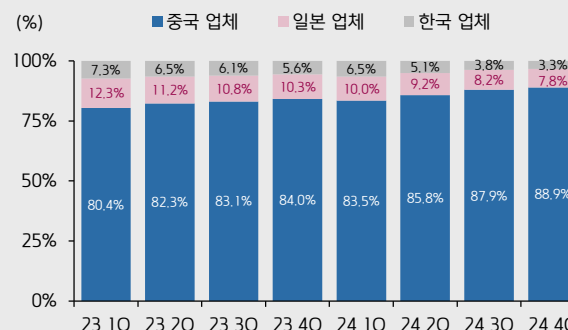
자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

업체별 분리막 적재량 증가율(YoY%)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

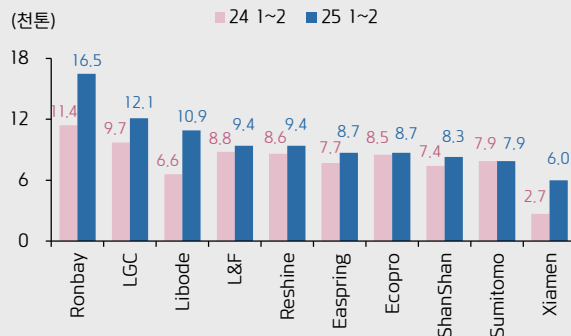
국가별 분리막 적재량 점유율 추이(%)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

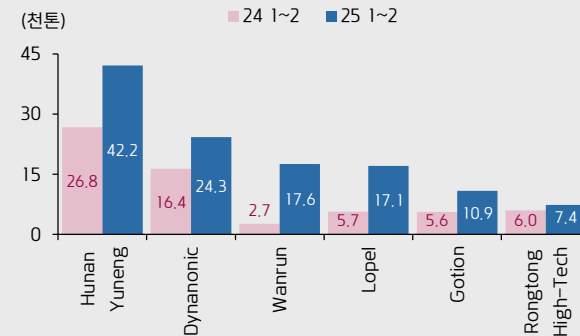
II. 2025년 상반기 Review

NCx 양극재 업체별 적재량



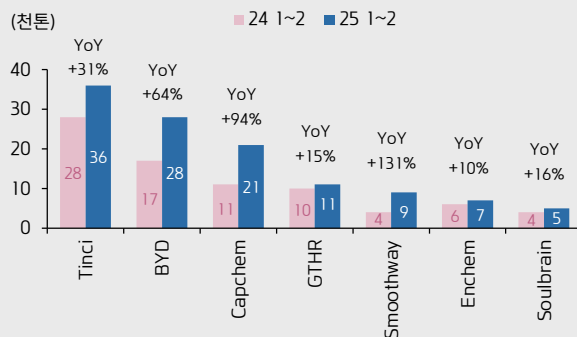
자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

LFP 양극재 업체별 적재량



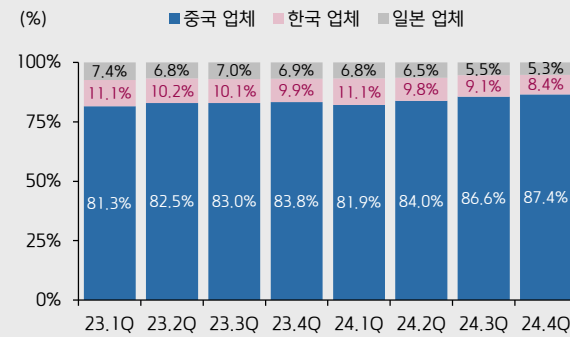
자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

업체별 전해액 적재량 증가율(YoY%)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

국가별 전해액 적재량 점유율 추이(%)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

II. 2025년 상반기 Review

◎ 중국 업체들의 점유율 상승, 국내 업체들의 중국 대비 높은 프리미엄의 타당성에 대한 문제 제기

- 중국 전기차 및 배터리/소재 업체들은 낮은 제조원가와 중국 정부의 지원을 바탕으로 중국 내수 및 해외 시장에서 빠르게 성장 중. 대부분의 글로벌 완성차 업체들은 전기차 사업부문에서 여전히 적자를 면치 못하고 있어, 저가의 배터리/소재 등을 우선적으로 사용하고 있으며, 이에 따라 중국산 배터리의 유럽 내 점유율도 지속 상승 중. 특히 작년에 이어 올해 중국 업체들의 점유율 상승 및 중국산 배터리의 시장 잠식에 대한 우려가 빠르게 확산되고 있어, 이에 따른 국내 업체들의 멀티플 디레이팅도 나타나고 있음. 또한, LFP 등 저가 배터리에 대한 시장 관심도 지속 상승
- 이차전지 소재(양극재, 음극재, 전해액, 분리막 등)에서도 중국의 점유율은 높은 비중을 차지하며, 중국 외 유럽 지역에서도 광범위하게 사용되는 중. 한 가지 시장에서 오해하고 있는 부분은 CATL이 유럽에서 판매하는 제품 중 LFP 비중은 6%로 낮으며, 오히려 NCM(NCM 523, NCM 622 등) 비중이 94%를 차지한다는 점. 또한, 25년 1~3월 기준 LFP 비중도 유럽이 11%, 미국이 7% 정도로 구성되어 있어, 중국 외 지역에서는 삼원계 비중이 아직은 시장 우려보다 높은 상황

유럽 LFP 비중

(대)	25.01	25.02	25.03	25 YTD
LFP	1,412	1,685	1,585	3,097
전체	14,731	14,643	13,830	29,374
%	10%	12%	11%	11%

자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 전기차 탑재 대수 기준

미국 LFP 비중

(대)	25.01	25.02	25.03	25 YTD
LFP	626	589	559	1216
전체	8,807	8,825	9,536	17,632
%	7%	7%	6%	7%

자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 전기차 탑재 대수 기준

Part III. 2025년 하반기 전망:

불확실성 지속으로 주가 변동성 확대 예상

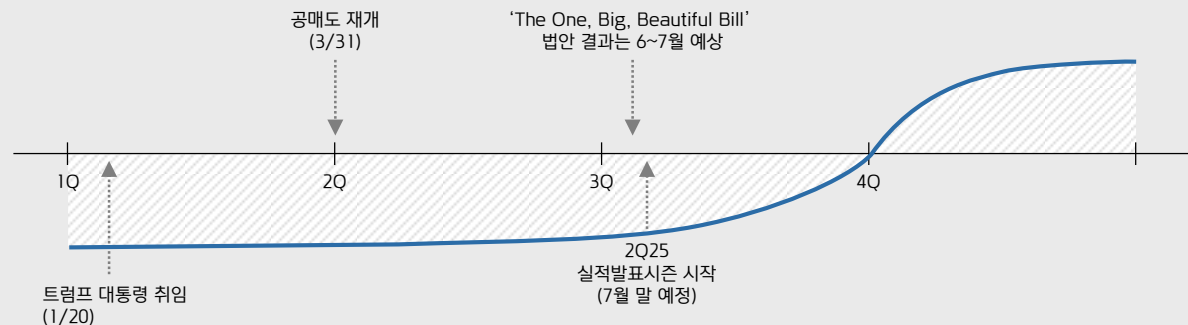


Ⅲ. 2025년 하반기 주가 및 업황 전망

◎ 2025년 하반기는 불확실성 잔존으로 주가 변동성 확대 구간 지속

- 당사는 지난 2025년 전망 자료 '확증편향의 함정(24/11/25)'을 통해 2025년에 대한 섹터 의견을 **2025년 상반기(Neutral) → 하반기(Overweight)**로 제시한 바 있으나, 현 시점에서는 **2025년 상반기(Neutral) → 하반기(Neutral)**로 조정
- 당초 올 상반기에 대해 보수적인 투자 의견을 제시한 이유는, 1) 트럼프 대통령 취임(1/20) 이후 정책 노이즈 지속, 2) 공매도 재개, 3) 자금 조달 이슈, 4) 연초 완성차 업체들의 재고 조정 및 빅베스 가능성에 따른 실적 부담이 예상됐기 때문이며, 실적 성장주 중심으로 개별 종목별 Trading 접근 전략을 제시한 바 있음
- **올 하반기 한국 이차전지 섹터에 가장 큰 영향을 미치는 미국 정책 변수인 IRA 수정안이 5월 21일 하원 법안 심사에 계류되는 등 오히려 불확실성이 심화됨에 따라 하반기에도 'Neutral'을 유지. 다만 1) 실적(점진적 개선), 2) 신규 수주를 감안 시 하반기에도 개별 종목별 Trading 기회는 있을 것으로 판단.** 특히 올해는 Tesla(Model Y Juniper)와 현대차·기아 서플라이 체인을 선호('The One, Big, Beautiful Bill' 법안 결과는 6~7월 예상)
- 하반기 투자 의견을 'Neutral'로 보는 이유는, 정책 불확실성 잔존 외에도, 1) 26년 실적 추정치 하향 가능성, 2) CATL 홍콩 증시 상장 및 국내 업체들의 밸류에이션 부담이 상존하기 때문

2025년 예상 시나리오 타임라인(주가 움직임 예상 추이 전망)



자료: 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 2025년 하반기 주가 및 업황 전망

◎ 고객사들의 보수적 Forecast로 가시성 어느 때보다 낮은 상황, 이차전지センチメント는 'Extreme Fear' 구간이 당분간 지속될 것으로 예상

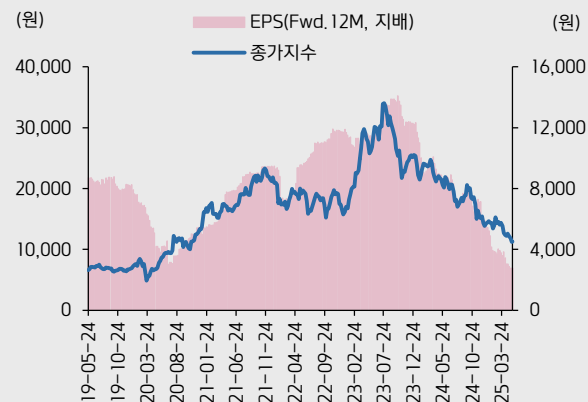
- 올 하반기 이차전지 섹터는 뚜렷한 실적 방향성의 부재로 시장에서는 **'선 확인, 후 투자'** 기조를 보이고 있으며, 이를 반영해 이차전지 섹터에 대한 투자 확신 및 선호도가 낮은 상황. 그만큼, 현재 이차전지 섹터는 과매도 구간에 진입한 것으로 보이나, 여전히 국내 이차전지 섹터가 글로벌 Peer 대비 밸류에이션 부담이 상존함으로 주가 반등을 위해서는 실적 모멘텀 또는 분위기 반전이 필요하다고 판단. **투자자들은 업황 바닥 확인 후 진입할 것으로 예상되는 만큼 하반기 주요 지표를 확인 후 대응하는 것이 필요하며, 데이터들은(정책 영향) 시차를 두고 후행적으로 나타날 것으로 예상**

WISE 2차전지 테마 지수 Fwd. 12M P/E 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

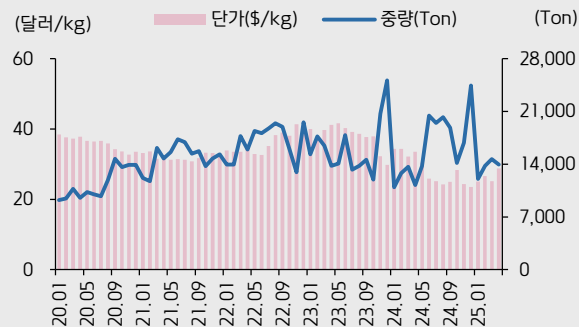
WISE 2차전지 테마 지수 Fwd. 12M EPS, 주가 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

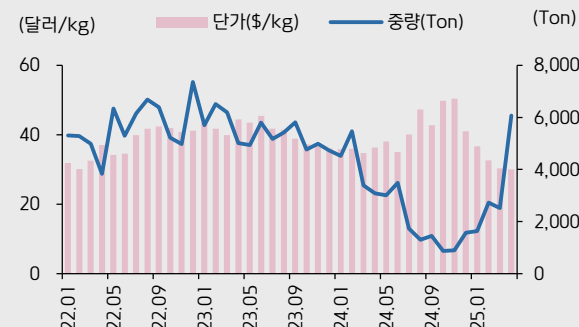
Ⅲ. 2025년 하반기 주가 및 업황 전망

이차전지(리튬 축전지) 수출입 데이터



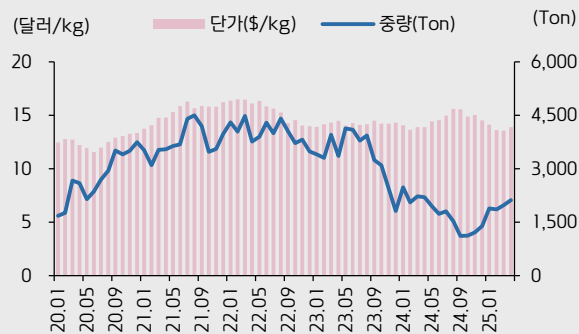
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

이차전지(전기차용) 수출입 데이터



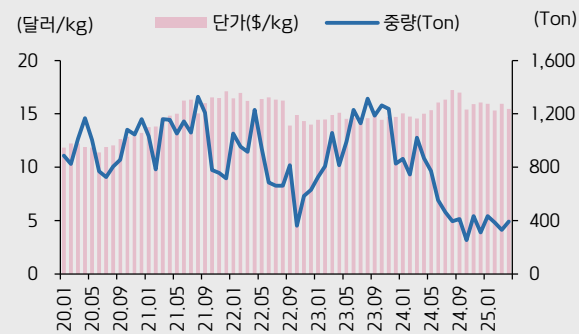
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

동박 수출입 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

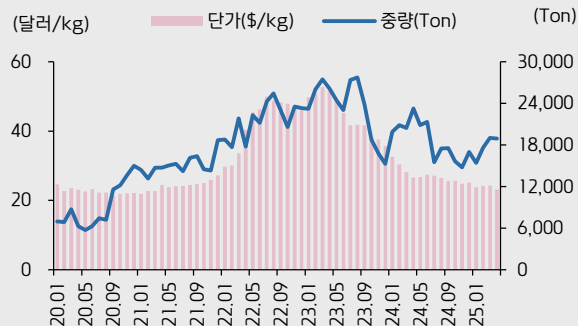
동박 수출입 데이터(전북 익산시)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

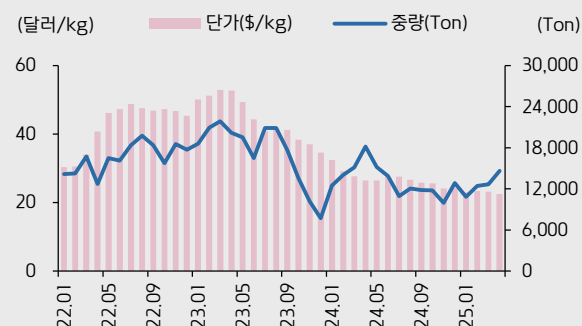
Ⅲ. 2025년 하반기 주가 및 업황 전망

양극재 수출입 데이터



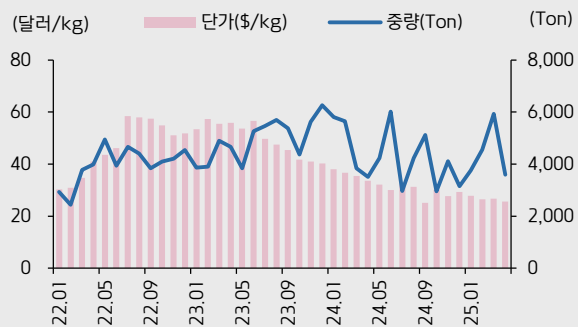
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

양극재 NCM 수출입 데이터



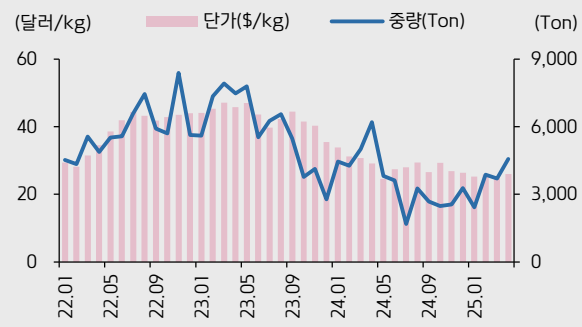
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

양극재 NCA 수출입 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

양극재 NCM 수출입 데이터(대구 달서구)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

III. 불확실성 지속

◎ 미국 하원 초안 발표 후 법안 세부 내용 조정 가능성 제기. 불확실성 확대 구간

- 지난 5월 12일 미 하원 세입위원회에서 공화당 위원들이 해당 법안 조기 종료 추진을 위한 법안을 발의했으며, 초안 기준으로는 큰 틀에서, 1) Section 30D(소비자 세액공제 \$7,500)의 조기 종료(2025년 말 종료 예정. 누적 판매 대수 20만대 미만 기업은 2026년 말까지 유지), 2) AMPC 45X 적용 기간 단축(종료 시점 2031년으로 1년 단축)이 언급됐는데, 이는 시장 컨센서스(30D 조항 폐지, 45X AMPC 유지)에서 크게 벗어나지 않는 수준이라고 판단. 2028년 이후 세액공제 크레딧을 제3자에게 매각을 금지하는 내용도 포함. 아직 해당 법안은 초안이고, 변경될 가능성 존재. 미국 하원과 상원을 통과 할지는 미지수
- 5/18일 하원 예산위원회에서 공화당 'The One, Big, Beautiful Bill' 법안 통과. 법안은 5월 말 이전 본회의의 통과를 목표로 하고 있으며, 이후 상원에서 자체 수정안 마련 후 6~7월 트럼프 대통령 서명을 목표(결과는 6~7월 확인 가능 예상). 한편 5/20일 외신을 통해 법안 협상 과정에서 45X 법안 폐지 시점을 초안에서 언급된 2031년에서 다시 2028년으로 조기 종료하는데 잠정 합의했다고 보도(공화당 내 강경파가 세제 법안을 하원에서 통과시키는 데 협조하는 대가로 청정에너지 세액공제의 전면 폐지를 요구하고 있기 때문). 이에 따라 향후 AMPC 종료 시점에 대한 불확실성 확대
- 전기차 보조금 폐지로 인한 전방 수요 둔화 우려가 큰 상황. 전기차 신차/리스/중고차 보조금이 사라지는 것은 수요에 부정적이라고 판단되나, AMPC 변화는 제한적(1년 단축, 31년 25%→ 0%)이고 FEOC 적용으로 탈 중국 기조 재확인된 점은 긍정적. 리스 비중이 높은 현대차/기아에게는 다소 부담일 수 있으나, Tesla를 비롯한 미국 전기차 스타트업에는 긍정적이라고 판단

미 하원 세입위원회에서 공개한 법안 초안 주요 내용

항목	공제 한도	기준	변경 내용
30D(친환경차 세액 공제)	최대 \$7,500	2032년	2026년 말 종료 *누적 판매 20만대 이상 완성차 업체는 25년 말 종료
25E(중고 친환경차 세액 공제)	\$4,000	2032년	2025년 말 종료
45W(상업용 친환경차 세액 공제)	\$7,500	2032년	2025년 말 종료
45X(첨단제조 생산 세액 공제)	셀 \$35/kWh 모듈 \$10/kWh	2032년 (2030년부터 Phase Out 기간)	2031년까지 단계적으로 종료

자료: 미국 재무부, 키움증권 리서치센터
주: 45X AMPC는 전극 활성 물질에도 해당

III. 불확실성 지속

◎ 미국 하원 초안 발표 후 법안 세부 내용 조정 가능성 제기. 불확실성 확대 구간

- 하원의 초안대로 법안이 통과될 경우, **2026년부터는 주요 OEM들의 전기차 보조금이 사라질 것으로 보여 그에 따른 전기차 판매 둔화 가능성은 열어둬 필요**. 다만, 변수로는 정부 보조금이 제거될 시 완성차 업체들이 일정 기간 동안의 자체 프로모션 및 할인 혜택 확대 가능성도 배재할 수 없다고 판단. 1) 이미 대규모의 전기차 및 배터리 공장을 기 투자한 바, 수익성 확보를 위해서는 결국 생산/판매량을 늘려 대당 제조원가를 낮출 필요가 있으며(규모의 경제 달성), 2) AMPC 불확실성을 앞두고 크레딧 3차 매각이 가능한 시점까지(27년 말) JV 생산량을 늘릴 유인이 있으며, 3) 신모델 라인업 확대 가운데, 점유율 확대 기회로 활용할 가능성이 있기 때문. 실제, 금번 미국 관세 인상 조치 때도 일부 OEM들은 판매 가격 동결&직원가 할인을 적용한 바 있음
- 캐나다의 경우 연초 캐나다 정부 보조금(iZEV) 지급이 갑작스레 중단된 이후, GM, Nissan, 현대차/기아, VW, Ford 등이 EV 리베이트를 지급하기로 결정(딜러 보호 및 소비자 확보 차원). 물론 정부 보조금이 갑작스럽게 중단되어 일시적(25.01.13~25.01.31)인 조치로 보이나, IRA 30D 조항도 정책 불확실성으로 인해 조기 종료되는 만큼 EV 판매량이 둔화될 경우 일시적으로 리베이트 및 할인 정책이 도입될 가능성도 있다고 판단. 동시에, 내년 저가 모델의 출시 및 자율주행 보급 확대로 전기차 판매 둔화 상쇄 예상

완성차 업체들, 관세 환경을 시장 점유율 확대 기회로 활용



자료: The Detroit News, 키움증권 리서치센터

캐나다 iZEV 중단 후, OEM들의 리베이트 일정 기간 지속



자료: Canadian Auto Dealer, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 불확실성 지속

하원 세입위원회의 IRA 개정 초안 주요 항목(5/12 기준)

현행 법규제	주요 내용
EV 신차 구매 시	✓ 2025년 말까지 \$7,500 세액공제 유지. 그러나, 2010년 이후 누적 판매량이 20만대 이하인 차량에 대해서는 예외적으로 2026년 말까지 유지(대표적으로 GM, Ford, Tesla, Hyundai 등 25년 말, Rivian, Honda 등은 26년 말)
중고 EV 구매 시	✓ \$4,000의 세액공제는 2025년 말까지만 유지
리스 및 상업용 차량에 대한 세액공제	✓ 리스 및 상업용 차량에 대한 세액공제도 2025년 말까지만 유지. 2024년 미국 전기차 판매 중 약 45%가 리스 차량으로 추정되는 만큼 수요에 부정적 영향 예상
재택 전기 충전기 설치 지원금	✓ 가정용 전기차 충전기 설치 시 지급하던 최대 \$1,000의 세액공제도 2025년 말까지만 유지
AMPC 기간 단축 및 FEOC 적용	✓ 첨단제조생산세액공제(AMPC, IRA 45X) 종료 시점이 기존 2032년에서 2031년으로 1년 앞당겨졌으며, 중국 등 우려국가에 대한 규제 강화 - 제정 후 시작되는 과세연도에 '특정 외국 법인' 납세자 공제 불가 - 1년 이후 FEOC 물질적 지원(광물, 부품, 설계) 받은 구성 요소 공제 불가 - 2년 이후 "외국 영향을 받은 법인" 또는 FEOC에 지출 5%/FDAP(Fixed, Determinable, Annual, or Periodic) 15% 초과 시 공제 불가 - FEOC와 \$100만 초과 라이선스 계약으로 생산된 구성 요소 공제 불가
크레딧 양도권(Transferability)	✓ 2028년 이후 세액공제 크레딧을 제3자에게 매각 금지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 확정이 아닌 추후 조정될 가능성 높은 상황

Ⅲ. 불확실성 지속

◎ 법안 통과 여부가 아직 남아있으나, IRA 수정안 초안 감안 시 26년 실적 추정치 하향 가능성 상존

- 최근 정책 변화 및 EV 수요 환경으로 인해, 주요 글로벌 완성차 업체들은 보수적인 재고 정책 및 전동화 전략 수정을 발표 중. 대표적으로, Honda, Stellantis, Porsche 등이 전기차 신차 출시 연기, 투자 축소, 중장기 전동화 목표 조정 등을 공유했으며, 이에 더해 미국 시장에서는 IRA 30D 소비자 세액공제 조기 종료 가능성이 전기차 수요에 영향을 미칠 것으로 보임. 현실화 시, 그동안 적용된 최대 \$7,500의 세액공제가 주요 완성차 업체들(누적 판매 대수 20만대 이상)의 전기차에서는 더 이상 적용되지 않을 것이며 이에 따라 26년 실적 추정치 및 수요 전망 조정 과정을 겪을 것으로 보이며, 주가 변동성이 확대될 것으로 예상

Honda, EV 투자 속도 조절 단행

Honda to cut back on EV investment and focus on hybrids

Honda has announced that it will reduce its investments in electric cars due to declining demand and focus on the growing demand for hybrid vehicles with new models. Motorcycles will also play a larger role in the company's plans.



자료: Electrive, 키움증권 리서치센터

Stellantis, 전기차 출시 시점 연기

Stellantis Delays the Electric Ram 1500 and Ramcharger Again

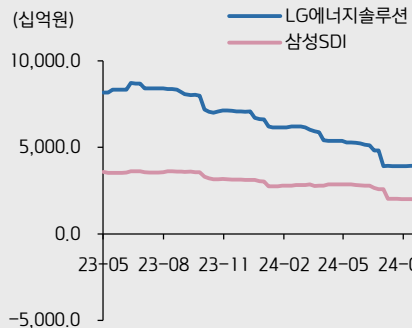
Neither is coming out this year.



자료: Motor1, 키움증권 리서치센터

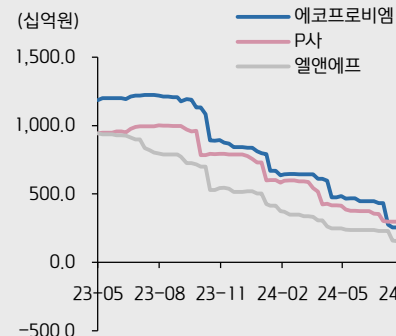
Ⅲ. 불확실성 지속

배터리 업체들 컨센서스 변화 추이(2025년F)



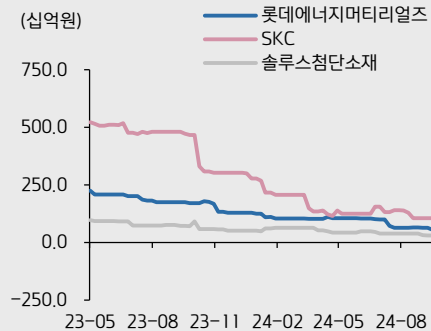
자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

양극재 업체들 컨센서스 변화 추이(2025년F)



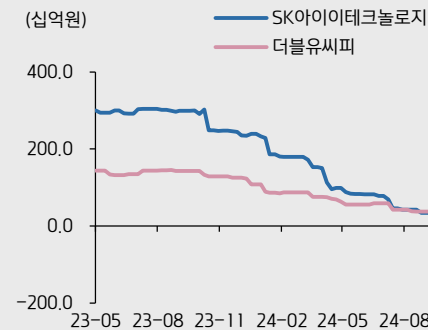
자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

동박 업체들 컨센서스 변화 추이(2025년F)



자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

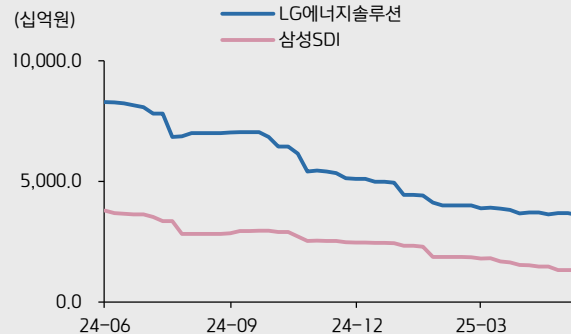
분리막 업체들 컨센서스 변화 추이(2025년F)



자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

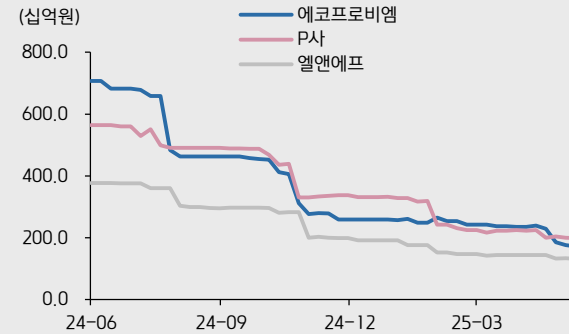
Ⅲ. 불확실성 지속

배터리 업체들 컨센서스 변화 추이(2026년F)



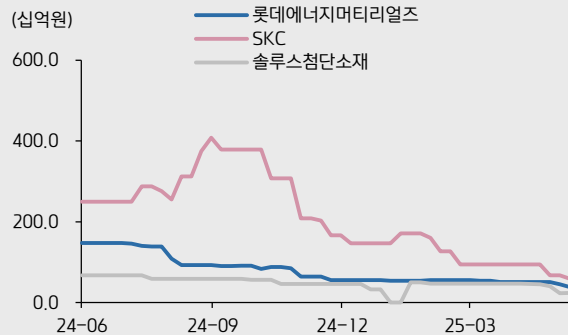
자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

양극재 업체들 컨센서스 변화 추이(2026년F)



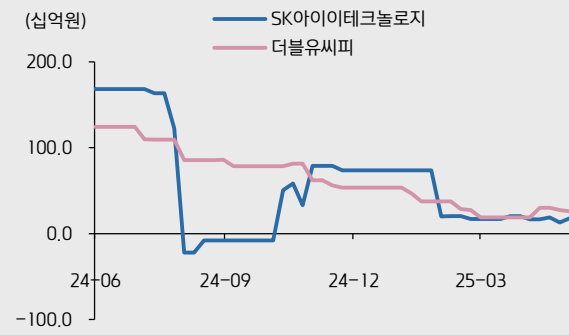
자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

동박 업체들 컨센서스 변화 추이(2026년F)



자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

분리막 업체들 컨센서스 변화 추이(2026년F)



자료: QuantiWise Consensus, 키움증권 리서치센터

III. 불확실성 지속

◎ 공매도의 전면적인 재개, 높은 밸류에이션은 여전히 부담

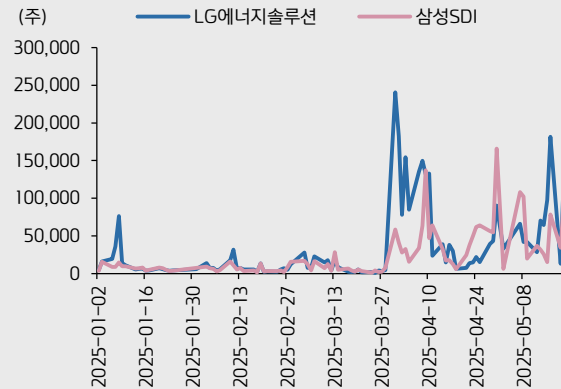
- 3월 말 공매도의 전면적인 재개 이후 이차전지 업체들이 공매도 비중 상위 종목에 위치하는 등 주가 변동성 높은 모습. 최근 주요 업체들의 대차거래 잔고 금액 비중 및 차입 공매도 잔고 비율은 여전히 높은 상황. 국내 이차전지 업체들의 주가는 26년 P/E 기준으로 여전히 50~130배 정도에 달해, 글로벌 Peer 업체들 대비로도 여전히 높은 수준(26년 P/E 중국 12~20배, 일본 6~8배). 최근 트럼프 당선 이후 주가 하락폭이 큰 상황이나, 그보다도 실적 추정치 하향 속도가 가파르게 진행됨에 따라 밸류에이션 부담 상존. 과거 중국 업체들 대비 최소 30~50%의 프리미엄을 반영한 IRA 프리미엄이 트럼프 당선 이후 불확실해짐에 따라 디레이팅이 가속화되고 있으나, 탈 중국 기조 및 대 중국 관세 감안 시 여전히 미국 시장 내에서의 국내 업체들의 높은 점유율은 유지될 것으로 예상. 단기적으로 CATL의 홍콩 상장은 국내 업체들에게는 부담 요인
- 지난 5/20일 CATL은 홍콩 증시에 상장하여 최대 46억달러를 조달했으며, 이번에 조달한 자금 중 약 90%는 헝가리에 건설 중인 배터리 공장에 투입할 예정

2차전지 공매도 잔고 비율



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: WISE 2차전지 테마 지수

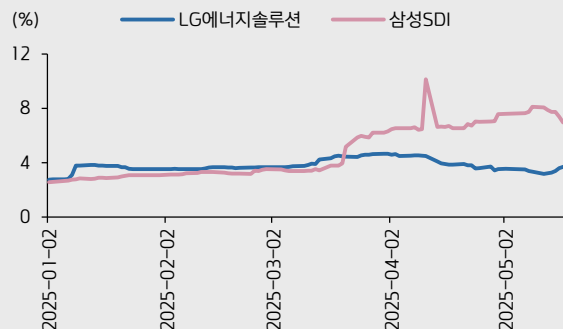
LG에너지솔루션/삼성SDI 차입 공매도 수량



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

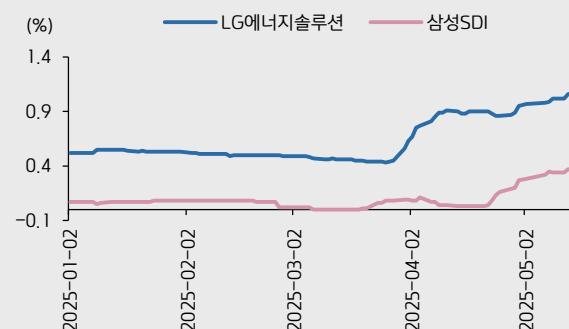
III. 불확실성 지속

LG에너지솔루션/삼성SDI 대차거래 잔고 금액 비중



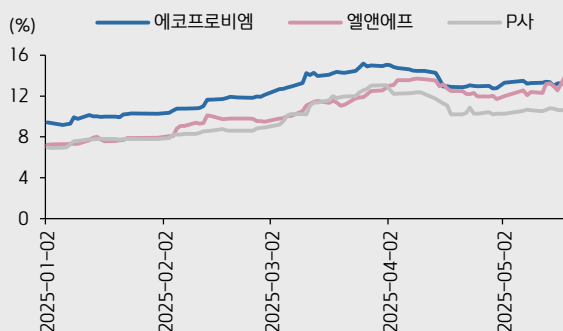
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

LG에너지솔루션/삼성SDI 차입 공매도 잔고 비율



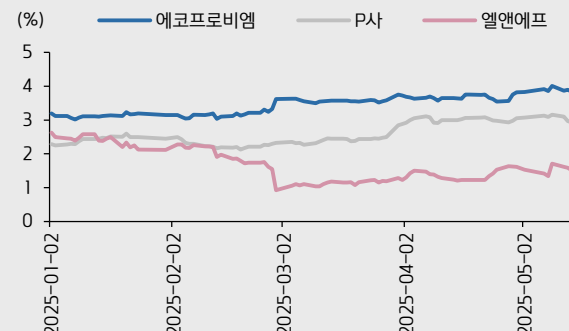
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

양극재 3사 대차거래 잔고 금액 비중



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

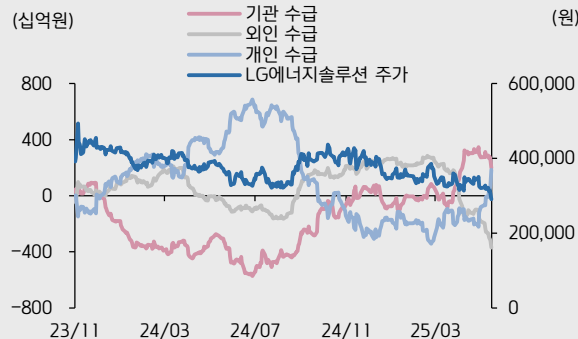
양극재 3사 차입 공매도 잔고 비율



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

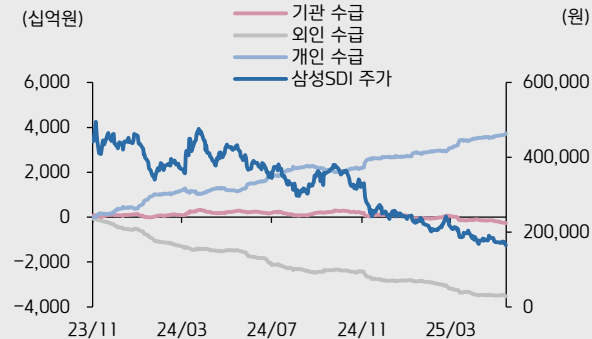
III. 불확실성 지속

LG에너지솔루션 수급 분석(외인/기관/개인)



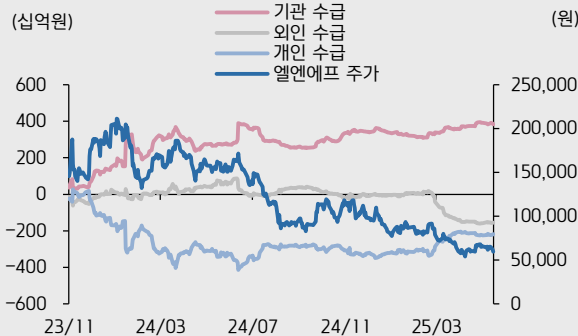
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

삼성SDI 수급 분석(외인/기관/개인)



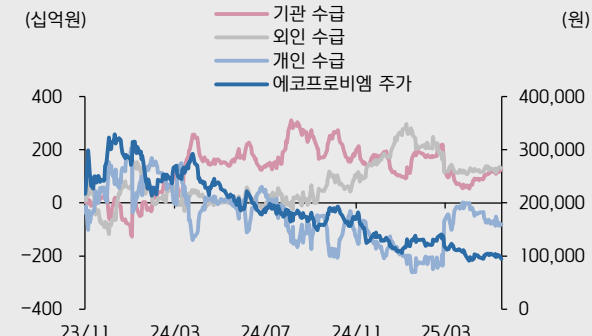
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

엘앤에프 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

에코프로비엠 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

Ⅲ. 불확실성 지속

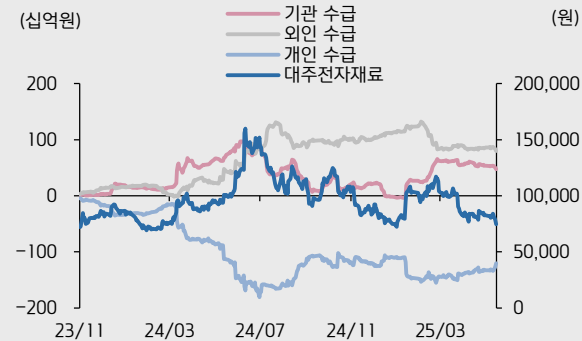
P사 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

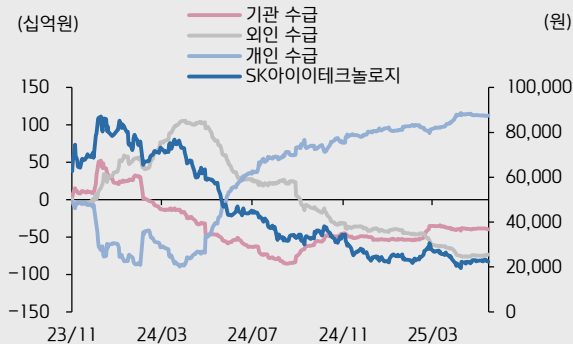
대주전자재료 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

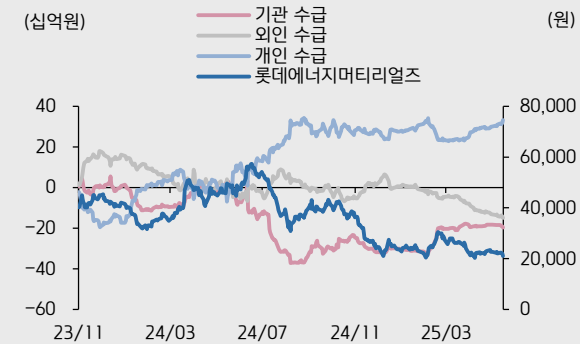
SK아이이테크놀로지 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

롯데에너지머티리얼즈 수급 분석(외인/기관/개인)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

주: 수급은 기관/외국인/개인 순매수대금(일간) 기준

III. 불확실성 지속

글로벌 이차전지 Supply Chain Valuation Table (백만달러, 달러, 배)

		P/E			P/B			EV/EBITDA			SALES			OP			NI			EBITDA		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
배터리 셀	LG에너지솔루션	234.6	51.8	24.4	3.0	2.7	2.4	16.7	11.7	8.5	18,836.8	23,253.0	28,489.8	1,213.5	2,630.9	4,087.0	208.7	914.4	1,930.0	3,922.0	5,636.5	7,535.7
	삼성SDI	39.9	10.0	6.8	0.6	0.6	0.5	10.2	6.6	5.2	11,109.7	13,659.2	16,346.1	24.8	958.7	1,506.9	222.6	892.6	1,297.2	1,699.1	2,821.9	3,732.2
	SK이노베이션	N/A	11.7	6.2	0.5	0.5	0.4	12.5	8.8	7.3	58,222.4	60,920.0	63,799.7	1,053.0	2,263.4	3,385.7	-79.8	719.6	1,446.8	3,292.5	4,733.8	5,919.4
	CATL	18.5	15.3	12.9	4.1	3.5	2.9	10.6	8.4	6.8	60,843.9	72,437.2	84,594.0	10,847.8	13,074.5	15,592.3	9,048.8	10,959.6	13,001.6	13,756.7	16,454.9	19,211.5
	BYD	21.7	17.7	14.9	4.9	4.0	3.4	8.4	6.5	5.1	136,953.7	155,601.3	178,023.6	9,156.9	11,168.2	13,767.2	7,666.6	9,511.3	11,582.1	18,268.5	21,921.6	25,583.5
	Gotion High-Tech	34.0	24.8	19.4	1.8	1.7	1.6	16.0	13.5	11.5	6,189.6	7,407.3	8,309.5	255.4	347.6	451.8	181.7	258.3	342.5	740.5	901.7	1,070.1
	EVE Energy	18.2	13.8	11.3	2.3	2.0	1.8	12.9	9.9	7.8	9,032.6	11,102.2	13,326.5	839.3	1,115.8	1,360.6	748.3	985.1	1,195.1	1,256.3	1,565.8	1,955.7
	Panasonic	10.5	7.8	7.2	0.7	0.7	0.6	5.2	4.2	4.0	54,076.7	55,915.9	57,311.1	2,949.7	3,970.1	4,205.6	2,416.2	3,214.1	3,309.9	5,905.7	7,123.8	7,356.0
	에코프로빈일	N/A	123.8	50.4	5.4	5.2	4.6	46.8	29.4	20.4	2,307.6	3,248.0	4,695.7	48.4	128.3	238.1	-4.1	50.4	126.1	170.3	281.7	415.5
양극재	엘앤에프	N/A	48.9	15.9	3.2	3.0	2.7	N/A	19.0	13.0	1,624.1	2,337.6	3,030.7	-87.9	81.5	152.6	-99.0	29.2	79.7	-31.5	145.7	221.0
	PSA	241.6	118.4	54.4	2.7	2.6	2.4	31.1	23.5	18.8	2,767.2	3,526.2	4,523.8	50.7	123.1	216.5	12.8	48.9	108.4	287.8	404.1	519.6
	Easpring Material	28.8	22.5	20.4	1.5	1.4	1.4	13.2	10.5	N/A	1,389.0	1,701.2	2,089.7	113.9	149.3	166.9	97.8	129.9	142.1	168.4	214.5	229.2
	Ninebo Ronbay Technology	22.7	16.2	11.5	1.4	1.3	1.2	9.9	8.8	N/A	2,683.7	3,243.6	3,624.4	132.6	184.3	221.4	95.6	126.1	165.2	241.2	284.7	331.3
	Sumitomo Metal Mining	9.7	8.3	8.6	0.5	0.5	0.4	10.3	9.6	N/A	10,690.3	11,130.3	11,140.4	677.1	786.2	656.5	608.1	706.0	703.4	1,086.4	1,176.4	1,104.2
음극재	Umicore SA	8.9	8.5	7.7	1.0	1.0	0.9	5.5	5.4	5.1	3,842.1	5,689.1	5,983.3	493.0	517.5	550.0	270.2	286.5	312.8	813.8	848.5	895.8
	대주전자재료	40.4	25.1	18.9	4.1	3.4	2.8	24.6	16.8	13.7	192.6	250.1	300.1	26.6	42.9	54.3	19.3	31.0	41.0	38.8	56.8	69.2
	Ningbo ShanShan	23.3	12.7	10.6	0.8	0.7	0.7	10.9	8.3	7.5	2,793.9	3,029.2	3,246.7	179.5	287.3	327.2	101.3	183.0	219.0	365.0	489.3	542.2
	Putailai	16.3	13.6	11.1	1.8	1.6	1.4	10.2	8.4	6.3	2,292.9	2,676.6	2,931.5	397.3	484.5	902.6	313.6	383.4	745.8	529.0	637.9	773.2
	Tokai Carbon	18.2	10.9	8.4	0.7	0.7	0.6	6.1	4.6	3.9	2,360.9	2,527.6	2,661.8	168.5	237.1	289.3	84.1	133.5	173.3	387.3	492.8	570.4
	Showa Denko	14.9	7.4	6.0	0.8	0.7	0.7	6.5	5.4	4.6	9,802.3	10,163.9	9,761.2	494.1	772.8	906.0	260.4	495.4	605.4	1,228.8	1,497.8	1,621.3
분리막	Mitsubishi Chem	7.3	9.0	7.9	0.6	0.5	0.5	6.0	5.6	4.9	28,075.0	29,070.8	28,508.0	1,852.8	2,000.9	2,179.8	953.2	779.1	856.1	3,708.9	3,909.1	4,124.2
	SK아이이테크놀로지	N/A	N/A	36.0	0.7	0.7	0.6	205.8	15.3	10.3	265.8	424.0	548.4	-113.8	4.4	45.2	-93.9	-3.2	29.1	10.0	135.8	194.4
	W-Scope	N/A	16.9	15.3	0.3	0.3	0.3	33.4	9.7	8.7	188.6	312.4	343.6	-25.9	25.4	39.4	-31.9	1.10	12.2	26.8	96.4	127.9
	Asahi Kasei	9.9	8.4	7.4	0.7	0.7	0.6	5.4	4.9	4.3	21,630.5	22,527.3	23,232.5	1,537.0	1,730.8	1,872.5	937.1	1,115.9	1,245.5	2,682.9	2,932.6	3,193.7
	Toray	14.0	12.1	11.5	0.8	0.8	0.8	7.8	6.9	6.4	18,493.7	19,373.9	20,108.8	1,087.3	1,215.7	1,301.2	729.2	839.1	875.5	2,051.8	2,238.8	2,375.0
	SEMCOFYunnan Energy	26.0	19.3	13.3	1.0	1.0	0.8	12.4	9.9	N/A	1,793.4	2,110.7	2,427.2	159.6	265.1	377.8	126.4	210.6	302.1	494.6	620.8	943.6
	Shenzhen Senior Technology	26.1	22.2	15.7	1.4	1.3	1.3	13.3	9.7	N/A	609.9	771.3	918.6	81.3	112.1	159.4	66.8	92.0	126.2	213.0	279.6	406.6
	Sinoma Science & Technology	18.3	15.0	12.5	1.4	1.4	1.2	N/A	N/A	N/A	3,991.4	4,312.6	4,686.2	287.8	353.8	420.2	217.4	263.3	321.2	619.0	707.6	752.6
	동화기업	20.4	12.6	10.8	0.5	0.4	0.4	12.9	9.1	8.3	647.0	707.2	783.2	26.5	41.5	45.9	13.9	22.6	26.0	63.1	85.5	89.4
전해액	솔브레인	8.8	7.7	7.4	1.1	1.0	0.9	4.0	3.1	3.5	641.2	697.0	692.7	124.1	144.1	153.9	104.5	119.2	124.0	170.6	191.6	194.6
	Tinci	28.0	20.5	17.9	2.5	2.3	2.2	14.9	11.6	9.6	2,294.5	2,829.5	3,188.3	199.0	289.3	350.3	149.2	221.8	263.4	352.8	449.0	519.6
	Capchem	19.2	15.4	12.4	2.3	2.0	1.8	12.8	10.4	8.7	1,390.5	1,723.6	2,040.8	203.6	255.9	312.9	172.6	221.0	270.1	278.5	345.5	417.3
	Central Glass	7.2	6.3	N/A	0.6	0.5	N/A	4.4	3.8	N/A	1,005.0	1,037.0	N/A	84.1	96.0	N/A	66.4	75.5	N/A	147.7	166.1	N/A
	전보	N/A	N/A	41.3	0.9	1.0	0.9	22.6	16.1	11.4	126.8	184.4	262.5	5.4	11.5	20.8	-2.9	1.0	6.5	25.9	38.5	55.6
전해질	루성	N/A	48.3	N/A	1.4	1.3	N/A	18.2	12.4	N/A	396.0	466.1	N/A	3.0	17.9	39.7	-3.7	6.5	22.4	31.7	46.2	N/A
	롯데에너지머티리얼즈	N/A	52.6	28.6	0.7	0.7	0.7	54.3	11.5	9.1	630.8	789.4	961.5	-45.6	20.3	46.4	-16.5	13.9	25.6	18.0	91.9	123.9
동박	솔루스첨단소재	N/A	9.4	40.5	1.0	0.9	0.9	31.1	13.5	12.4	476.0	593.1	691.1	-22.0	24.8	40.2	-18.0	40.5	10.9	36.0	86.4	107.1
	SKC	N/A	N/A	N/A	3.5	3.3	3.8	52.6	23.9	20.0	1,415.2	1,717.2	2,112.2	-80.5	82.0	140.0	-126.6	-6.9	-457.1	103.8	229.8	299.5
CNT도전재	나노신소재	54.2	24.2	25.5	2.2	1.9	1.8	21.6	13.9	10.7	87.5	127.9	165.1	8.3	18.9	24.9	7.2	16.1	15.4	17.9	29.1	38.5

자료: Bloomberg Consensus, 키움증권 리서치센터

주: 2025/5/21 종가 기준

Ⅲ. 불확실성 지속

◎ 자금 조달 계획 대부분 발표, 조달 리스크 해소에도 불구하고 대규모 투자 지속에 따른 우려 제기

- 이차전지 업체들의 경우 2024년 대규모의 CapEx 집행 후 신규 투자를 위한 자금 조달이 필요한 상황. 신규 투자, 운영 자금, 타 법인 지분 취득 등을 위해 추가 자금 확보가 필요함에 따라 시장에서는 자금 조달에 따른 지분 희석 리스크를 올해 주가에 대부분 선제적으로 반영. 그러나 여전히 자금조달 및 재무건전성 확보는 이차전지 업체들에게는 부담 요인
- 전방 고객사들의 전동화 속도조절에 따라 국내 배터리 및 소재 업체들도 CapEx를 하향 조정 중. 현재 대체로 가동률이 40~50%로 낮은 것으로 파악되는 만큼, 과도한 투자보다는 CAPA 효율화를 통한 기존의 공장 가동률을 높이는데 주력. 이를 위해 신규 고객사 확보, 라인 전환, 애플리케이션 다변화를 추진 중. 다만 배터리/소재 업체들 입장에서는 지금 당장의 수요보다 최소 2~3년 뒤를 내다보고 선제적인 투자가 필요한 만큼, 최소한의 투자는 당분간 지속될 전망
- 전반적으로 국내 업체들은 정책 자금 및 차입을 우선시 하고 있으나, 이차전지 섹터 내 다양한 형태의 자금조달 사례가 증가하고 있는 상황(유상증자, 신종자본증권, 영구 CB 등). 다만, CapEx 집행 속도의 현실화가 진행되고 있는 만큼 당분간 보수적인 투자 기조가 유지될 것으로 보이며, 당분간 2024년처럼 높은 CapEx 집행은 어려울 전망

주요 업체들 2025년 상반기 자금 조달

	공시 일자	모집 또는 매출 총액(원)	비고
삼성SDI	2025.03.14 (유상증자결정) 2025.05.19 (증권발행조건확정)	1,654,940,000,000	유상증자 삼성전자㈜는 1,903,825주 배정 예정.
LG에너지솔루션	2025.02.13	1,600,000,000,000	회사채
	2025.03.26	2,900,000,000,000 (20억 달러 외화채 발행)	외화채
LG화학	2025.05.16	1,394,500,000,000	교환사채(EB)
P사	2025.05.13	1,100,071,400,000	유상증자
코스모신소재	2025.05.14	200,000,000,000	전환사채(CB) 발행 추진 언론 보도

자료: Dart, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 불확실성 지속

국내 이차전지 기업들 CapEx 및 기말 현금 현황

업체명	2025년 CapEx	기말 현금(25년 1분기 말)	부채 비율(25년 1분기 말)
LG에너지솔루션	9조원	3.57조원	100%
삼성SDI	5조원 이하	1.35조원	89%
P사	1.3조원	4,447억원	139%
엘엔에프	800억원	3,051억원	367%
에코프로비엠	5,000억원 이하 예상	5,757억원	137%
대주전자재료	600~700억원 예상	818억원	168%
롯데에너지머티리얼즈	900억원	3,173억원	20%
SK아이이테크놀로지	1,000억원	2,470억원	77%

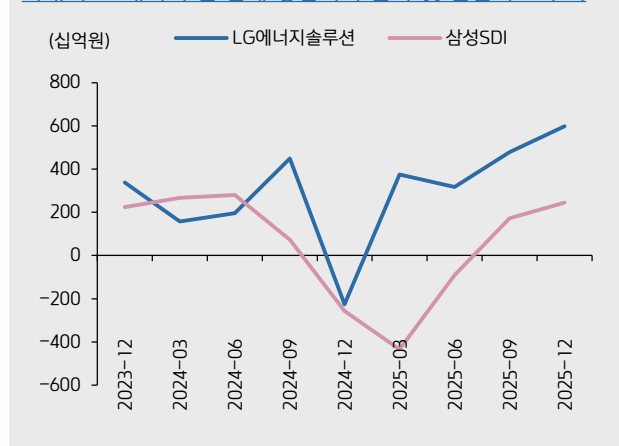
자료: Dart, 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

◎ 정책 변수가 방향성을 결정할 전망이다, 분기 실적은 대체로 1Q25 저점 예상

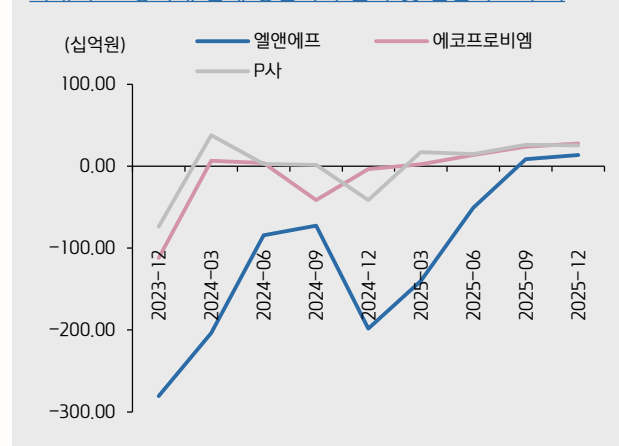
- 실적 측면에서는 현재 국내 **업체들의 실적이 저점을 지나가고 있는 구간이라고 판단**. 다만, 하반기 유의미한 실적 회복 보다는 점진적인 회복 예상. 최근 유럽/미국의 정책 불확실성으로 전방 고객사(완성차 업체)의 EV 전략이 수정되고 있으며, 현 시점에서는 하나의 뚜렷한 실적 방향성보다는 완성차 업체 Supply Chain별 실적 Forecast가 상이한 상황
- 글로벌 완성차 업체들은 대외 변수를 감안해 **4Q24~1Q25 재고 Destocking 이후 재고를 최소한으로만 가져가려고 하고 있으며**, 배터리/소재 업체들도 수요 가시성이 낮은 상황. 여러가지 변수가 존재하나, 유럽 시장은 하반기 CO2 배출 규제와 저가 모델 출시에 힘입어 전기차 판매량이 점진적 우상향을 보일 것으로 예상되며, 미국도 관세 및 IRA 법안(초안 반영) 감안 시 올해 하반기 판매량은 세액공제(30D) 조기 종료에 따른 pull-in 수요로 상저하중을 보일 것으로 전망. 또한, 미국의 경우 캘리포니아주의 무공해 차량(ZEV) 판매 의무 정책 조정 여부도 전기차 수요에 중요한 변수가 될 것으로 전망
- 올해 실적의 경우 상반기까지는 대부분 적자를 기록할 것으로 보이며, 하반기에 흑자전환을 달성할 것으로 예상**. 지난해 대규모 적자 요인으로 작용한 재고평가손실 이슈가 해소될 것으로 보이며, CapEx 최적화를 통한 가동률 상승(라인전환 및 SOP 시점 연기), 재고 Restocking 영향 등이 예상되기 때문
- 1Q25 실적발표 이후 보수적 가이드언스를 기반으로 이미 올해 연간 실적 컨센서스는 큰 폭으로 하향 조정

국내 주요 배터리 셀 업체 영업이익 실적 및 컨센서스 추이



자료: Quantwise Consensus, 키움증권 리서치센터
주: 4Q23~1Q25는 실적, 2Q25~4Q25는 컨센서스 반영/
삼성SDI의 2024년 실적은 편광필름 사업부 실적 포함

국내 주요 양극재 업체 영업이익 실적 및 컨센서스 추이



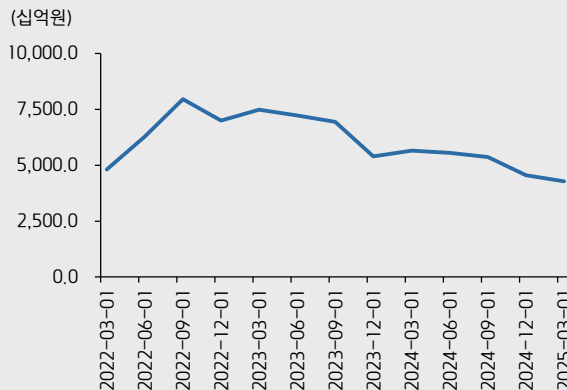
자료: Quantwise Consensus, 키움증권 리서치센터
주: 4Q23~1Q25는 실적, 2Q25~4Q25는 컨센서스 반영

Ⅲ. 점진적 실적 개선

◎ 정책 변수가 방향성을 결정할 전망이나, 분기 실적은 대체로 1Q25 저점 예상

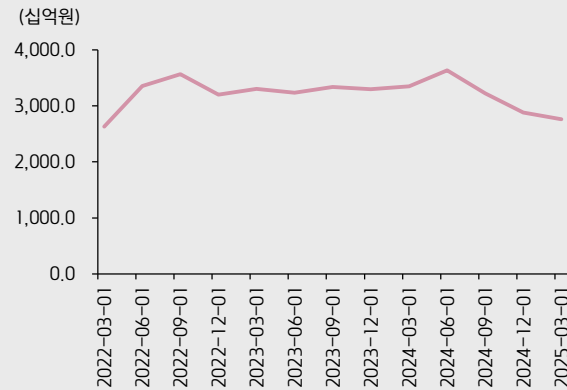
- 지난해부터 진행된 재고 조정 이후 최근 재고가 많이 낮아진 상황. 특히 배터리 셀 업체 중에서는 SK온이 2024년 큰 폭의 재고 조정을 진행했으며, 그 외 LG에너지솔루션과 삼성SDI는 4Q24에 연말 재고 조정을 진행. 전방 고객사인 완성차 업체들도 4Q24~1Q25 대규모의 재고 조정을 진행. 한편, 소재 업체들의 경우도 전방 전기차 수요 우려를 반영해 추가 생산 대신 그동안 높아진 재고를 기반으로 판매에 대응해왔으며, 이에 따라 전반적인 재고 수준은 2023년 고점 형성 후 재차 정상 수준까지 감소. 올 하반기 pull-in 수요 및 신규 제품/신공장 가동(초도 물량)으로 점진적인 가동률 상승 예상
- 재고자산의 경우 특히 양극재 업체들의 실적과 밀접하게 움직이는 경향을 보이고 있는데, 지난해 실적 부진의 원인 중 상당 부분은 리튬 가격 하락에 따른 재고평가손실 총당금이 배경. 올해 상반기까지 대부분의 재고평가손실이 인식될 예정이며, 하반기는 영향이 완화될 것으로 예상. 다만, 리튬 가격이 현 수준에서 추가로 하락할 시 추가 재고평가손실 발생 가능성도 상존

LG에너지솔루션 재고자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

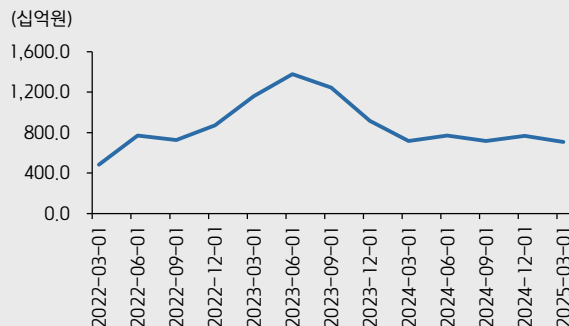
삼성SDI 재고자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

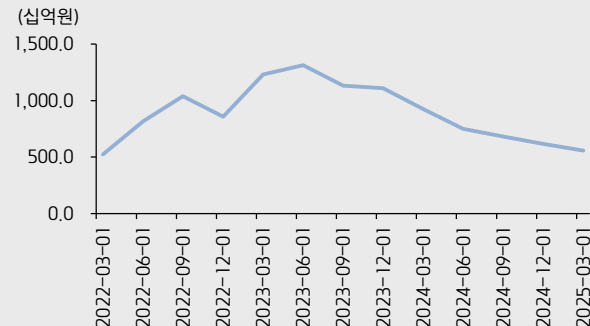
Ⅲ. 점진적 실적 개선

P사 재고자산 추이



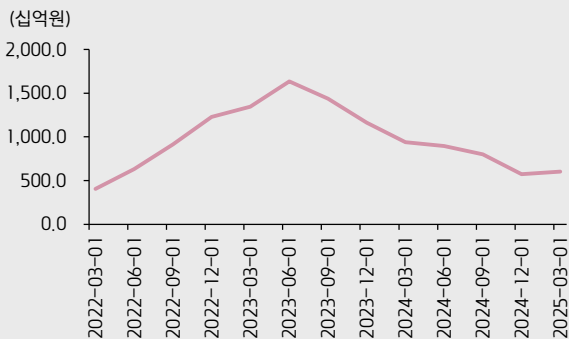
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 재고자산 추이



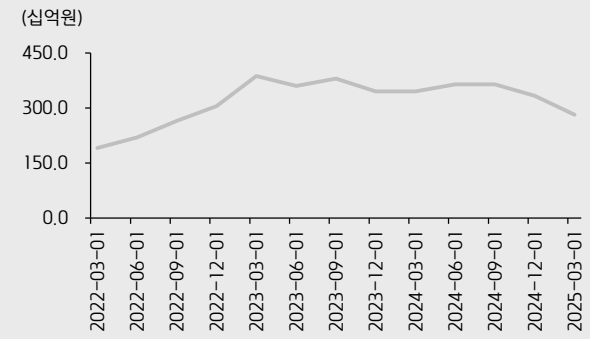
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엘앤에프 재고자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

롯데에너지머티리얼즈 재고자산 추이



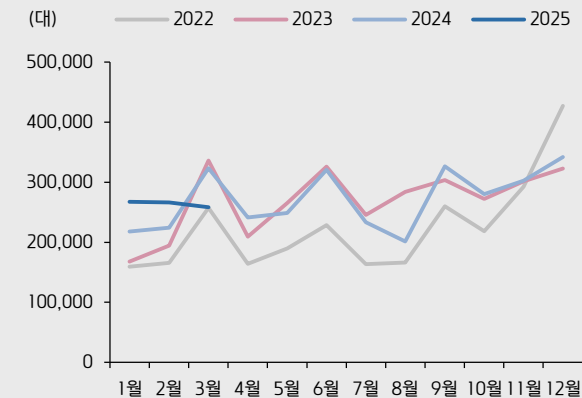
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

◎ 전기차 판매의 계절성으로 하반기로 갈수록 판매 증가 기대

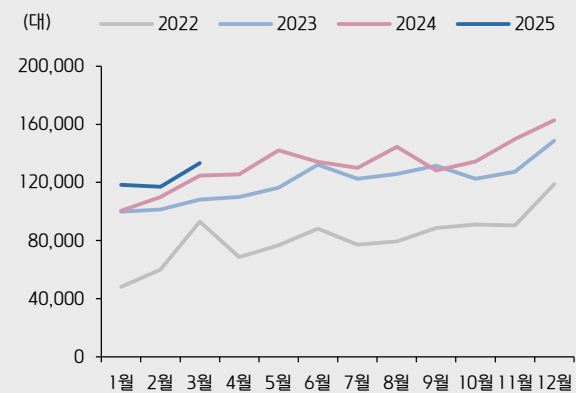
- 유럽/미국/중국 시장의 전기차 판매량은 모두 계절성을 보이고 있으며, 연초보다는 중후반 판매량이 증가하는 모습. 주요 업체들의 신차 출시가 하반기로 갈수록 집중되고, 프로모션도 확대되기 때문. 그동안 유럽 시장은 매년 4Q에 전기차 판매가 급증하는 추세를 보여왔음(보조금 혜택 종료 전 연말 선구매 수요와 Facelift 모델 출시 전 가격 할인 영향 추정). 미국 시장도 대체로 하반기에 늘어나는 추세이며, 특히 중국 시장은 하반기로 갈수록 전기차 판매량이 증가하는 뚜렷한 계절성을 보임
- 올해 하반기에도 신차 출시가 집중되어 있어(Model Y Juniper LR RWD 기준 유럽 지역 인도 시점도 6월부터 추정), 전기차 판매량이 상저하고의 형태를 띌 가능성 높다고 판단. 다만 유럽 시장의 경우 하반기 상승폭이 연초 예상보다는 완화될 가능성 상존(유럽 CO2 배출 규제 3년 유예 영향)

유럽 전기차 판매량 계절성: 상저하고



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

미국 전기차 판매량 계절성: 상저하고



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

2H25 신차 출시 일정 정리

제조사	브랜드	2Q25	3Q25	4Q25	1H2026	비고
Honda					Honda 0 SALOON(미국) Honda 0 SUV(미국)	이후 유럽에 출시
GM Group	Chevrolet	2026 Corvette E-Ray(미국)		2026 Corvette Zora (or 2026초)		
	GMC GMC Cadillac	Sierra EV Elevation(미국) Sierra EV AT4(미국) 2026 Vistiq(미국)	2026 Optiq-v	2026 Bolt EV		
Stellantis	Alfa Romeo Alfa Romeo Chrysler Dodge Jeep Jeep Ram Ram			Charger Daytona EV(유럽) Jeep Recon EV(미국, 유럽) Jeep Recon 4xe	Alfa Romeo Stelvio SUV(유럽)	미국에는 2026년 중 출시 예정 2027 Alfa Romeo Giulia 2026 중 출시 예정(유럽, 미국) Chrysler Airflow EV 2025에 출시 예정이었지만 중단 북미는 작년에 출시 Ram 1500 REV 2025 H1 출시예정이었지만 2027 여름 출시로 연기
			2026 IONIQ 6 2026 IONIQ 6N	2025 SUV IONIQ 9(유럽, 미국)	Ram Charger PHEV	
Hyundai						2월에 한국에 출시 완료 유럽, 미국에는 2025년 말에 출시 예정
Genesis				2026 GV60 Magma Ev(유럽)	GV90(유럽, 북미) 2026 GV60 Magma EV(미국)	
Kia			EV4, EV4 hatchback(유럽)	EV5(유럽)	EV2(유럽)	
					EV4(미국) EV3(미국)	
VW	Audi Audi Audi Porsche Porsche Skoda Skoda Cupra Bentley VW	E-Tron GT Quattro(유럽) RS6 e-tron(유럽)		A4 e-tron(유럽) Cayenne EV(유럽, 미국)		718 Cayman Ev, Boxter Ev 2027년 이후로 출시 연기
		Elroq EV(유럽)		Raval(Urban Rebel EV) (2025년 중 출시 예정)	Epiq EV	
polestar						EV SUV 2026~2027중 출시 예정 vw Id.2 2026년, Id.1 2027년 출시 예정 polestar 6 2026에 미국, 유럽 출시 예정
Volvo						XC70 중국에 먼저 출시, 차후 수요 보고 미국, 유럽 출시 예정 ex60 2026년 중 출시 예정
BMW				2026 iX3(유럽)	2026 iX3(미국)	electric BMW 3-series(i3) 2026년 중 출시 예정
Tesla			Model 2			
Rivian					R2(미국)	R2 2026 말~2027년에 유럽 출시 예정 R3, R3X 미국, 유럽에 2027년 이후 출시 예정
Lucid					Lucid Earth	

자료: Car and Driver 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

◎ EU CO2 배출 규제 3년 유예는 수요에 부정적 요인이거나, 올 하반기 EV 수요는 지속될 전망

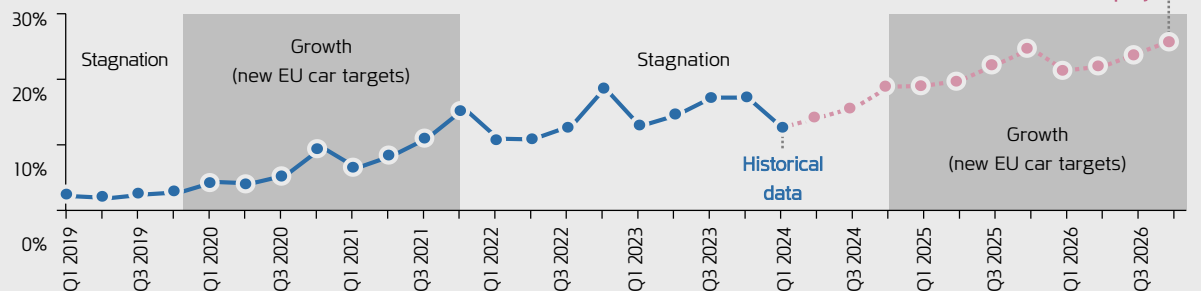
- 유럽연합 집행위원회는 3월 초 완성차 업체들의 CO2 배출 규제를 3년 유예(25~27년 평균)하는 개정안을 제안했으며, 5월 초 유럽의회는 규제를 완화하는 것을 승인. 개정안이 통과됨에 따라 자동차 제조사들은 전기차 판매 부진에 따른 벌금 부담을 크게 줄일 전망. Bloomberg Intelligence에 따르면, Volkswagen AG, Stellantis NV, Renault SA가 최대 수혜 업체가 될 것으로 예상. 실제 Volkswagen의 경우 지난 1분기 실적발표 시 €0.6B의 CO2 벌금 관련 충당금을 사전에 인식
- 연초 높았던 유럽의 하반기 수요 회복 기대치 대비로는 판매량이 다소 완화될 것으로 예상되나, 그럼에도 불구하고 CO2 배출 규제의 폐지가 아닌 이연된 것을 감안 시(평균 값 반영) 올해도 전기차 판매 목표를 일정 부분 충족하기 위해 노력할 것으로 예상. 또한, 금번 미(美) 관세 발표 이후 일부 완성차 업체들이 점유율 확대 기회로 활용한 것과 유사하게 이를 점유율 확대 기회로 활용할 가능성도 완전히 배제하지 못하기 때문. 특히 유럽 OEM의 경우 올 하반기~26년 저가 전기차가 대거 출시 될 예정으로, 결국 수익성 달성을 위한 대당 제조원가를 낮추기 위해서는 생산량 확대가 중요. CO2 배출 규제로 인한 판매량 증가 효과는 하반기에도 지속될 전망

EU CO2 배출 규제 3년 유예됐으나, 유럽 전기차 시장 성장은 올 하반기도 유효

The EV market is in between two growth phases

EV 시장 성장은 EU CO2 배출 규제 시기와 맞물리는 패턴을 보임

BEV 판매 비중%



자료: T&E, 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

◎ 연초 유럽 완성차 업체들의 판매 촉진 활동을 통한 EV 판매량 증대 노력

- 1Q25 유럽(Europe-28 기준) 지역의 BEV 판매량 Top 5 순위를 살펴보면, Volkswagen(+157%YoY), Tesla(-38%YoY), BMW(+21%YoY), Audi(+51%YoY), Renault(+89%YoY) 순으로 Tesla를 제외하면 나머지는 모두 유럽 완성차 업체로 구성. 이러한 두~세 자릿수%의 높은 성장률은 2025년 CO2 배출 규제 목표치를 감안한 판매 전략의 결과로 풀이. 그중에서도 VW Group 내 Volkswagen, Audi, Skoda, Cupra, Porsche 전기차의 판매 성장이 고무적. 다만, 앞서 언급된 바와 같이, 5월 초 규제 완화가 최종 승인된 바, 향후 6~7월에 확인되는 5~6월 유럽 전기차 판매 성장 여부가センチ멘트에 중요하게 작용될 전망. 또한, Tesla의 유럽 판매량 하락폭이 1월(-47%YoY), 2월(-44%YoY), 3월(-30%YoY) 둔화된 점도 주목할 필요
- 한편 영국에서도 EV Mandate를 완화한 바 있어, 영국 지역에서의 전기차 판매량도 낮아질 가능성 존재. 지난 4/9일 영국 정부는 미국 관세 위협 속 자동차 업계를 지원하기 위해 무공해 차량 비율 의무화(ZEV Mandate) 완화를 결정. ZEV 판매 미달성을 우회할 수 있는 길을 확대하고, 목표를 달성하지 못했을 경우의 벌금도 축소. 내연기관차량의 신차 판매는 2030년부터 금지하지만, HEV/PHEV 차량은 2035년까지 판매할 수 있도록 변경. 또한, 목표 미달 시 벌금도 대당 15,000파운드에서 12,000파운드로 축소
- 독일의 전기차 보조금 부활 가능성 및 EU 차원에서의 전기차 보조금 도입 여부도 하반기 수요의 주요 변수. 특히 유럽의 경우 법인 차량(Fleet) 수요가 전체 신차의 60%를 차지하고 있는 만큼, 전기차 판매 확대를 위해서는 Fleet 수요 촉진이 중요

1Q25 유럽-28 지역 BEV 브랜드 Top 15

		Q1	Q1 2024
1	Volkswagen	65,679	157%
2	Tesla	53,237	-38%
3	BMW	46,557	21%
4	Audi	34,739	51%
5	Renault	31,880	89%
6	Kia	28,950	59%
7	Mercedes	28,375	6%
8	Skoda	26,578	93%
9	Peugeot	24,397	8%
10	Volvo	22,810	-30%
11	Hyundai	21,286	28%
12	Cupra	18,878	179%
13	BYD	17,729	133%
14	Citroen	16,367	161%
15	Mini	14,448	545%

자료: JATO Dynamics, 키움증권 리서치센터

1Q25 유럽-28 지역 BEV 모델 Top 15

		Q1	Q1 2024
1	Tesla Model Y	29,770	-49%
2	Tesla Model 3	23,044	-14%
3	Volkswagen ID.4	21,025	115%
4	Volkswagen ID.7	18,770	873%
5	Kia EV3	18,484	New
6	Volkswagen ID.3	17,223	104%
7	Skoda Enyaq	17,197	58%
8	Renault 5	16,948	New
9	BMW iX1	14,397	34%
10	Citroen C3	12,381	New
11	Audi Q6 e-tron	12,311	New
12	BMW i4	12,160	-2%
13	Volvo EX30	11,720	-14%
14	Audi Q4 e-tron	11,667	13%
15	Dacia Spring	11,351	46%

자료: JATO Dynamics, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

유럽 자동차 판매 데이터(24.01-25.03)

(대)	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2025.01	2025.02	2025.03
Total Europe (EU+EFTA)															
Total Europe (EU+EFTA+UK)	1,015,381	994,319	1,383,410	1,080,913	1,092,901	1,310,989	1,025,290	755,717	1,118,083	1,041,672	1,055,319	1,091,131	995,271	963,540	1,422,628
MoM(%)	-3%	-2%	39%	-22%	1%	20%	-22%	-26%	48%	-7%	1%	3%	-9%	-3%	48%
YoY(%)	11%	10%	-3%	12%	-3%	4%	0%	-16%	-4%	0%	-2%	4%	-2%	-3%	3%
BEV	120,926	130,592	196,411	144,656	151,968	208,872	139,657	125,833	213,443	169,525	184,697	205,621	166,065	164,646	242,913
MoM(%)	-41%	8%	50%	-26%	5%	37%	-33%	-10%	70%	-21%	9%	11%	-19%	-1%	48%
YoY(%)	29%	10%	-11%	14%	-11%	0%	-6%	-36%	14%	7%	1%	0%	37%	26%	24%
PLUG-IN	80,370	72,544	99,867	74,766	73,757	86,094	72,723	52,860	81,321	82,836	83,400	90,751	75,640	72,545	119,398
MoM(%)	-9%	-10%	38%	-25%	-1%	17%	-16%	-27%	54%	2%	1%	9%	-17%	-4%	65%
YoY(%)	25%	13%	1%	6%	-9%	-14%	-11%	-22%	-12%	-7%	-8%	3%	-6%	0%	20%
Hybrid Electric	297,359	287,717	423,993	318,854	332,772	396,294	333,655	236,579	377,168	346,548	349,901	362,154	347,462	340,264	527,091
MoM(%)	6%	-3%	47%	-25%	4%	19%	-16%	-29%	59%	-8%	1%	4%	-4%	-2%	55%
YoY(%)	22%	24%	16%	29%	16%	24%	24%	9%	13%	16%	17%	30%	17%	18%	24%
EV(BEV+PHEV)	201,296	203,136	296,278	219,422	225,725	294,966	212,380	178,693	294,764	252,361	268,097	296,372	241,705	237,191	362,311
MoM(%)	-32%	1%	46%	-26%	3%	31%	-28%	-16%	65%	-14%	6%	11%	-18%	-2%	53%
YoY(%)	27%	11%	-7%	11%	-10%	-4%	-8%	-32%	6%	2%	-2%	1%	20%	17%	22%
Petrol	363,201	355,132	491,892	387,288	384,753	442,443	339,057	245,038	329,207	316,618	313,214	310,502	290,301	271,210	393,455
MoM(%)	8%	-2%	39%	-21%	-1%	15%	-23%	-28%	34%	-4%	-1%	-1%	-7%	-7%	45%
YoY(%)	3%	6%	-8%	5%	-6%	-3%	-8%	-18%	-19%	-11%	-13%	-8%	-20%	-24%	-20%
Diesel	120,625	118,207	139,826	124,943	126,445	145,858	113,472	76,503	93,304	100,863	97,944	95,339	88,066	84,751	105,699
MoM(%)	7%	-2%	18%	-11%	1%	15%	-22%	-33%	22%	8%	-3%	-3%	-8%	-4%	25%
YoY(%)	-6%	-6%	-18%	-1%	-11%	-2%	-11%	-27%	-23%	-8%	-15%	-16%	-27%	-28%	-24%
Others	32,900	30,127	31,421	30,406	23,206	31,428	26,726	18,634	23,640	25,282	26,163	26,764	27,737	30,124	34,073

자료: ACEA, 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

유럽 국가별 BEV 판매 데이터(24.01-25.03)

(대)	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03
Austria	2,823	3,322	4,657	3,232	3,448	4,696	2,933	3,100	4,421	3,990	3,737	4,263	3,822	4,233	6,122
Belgium	9,995	9,385	11,711	9,181	10,418	13,714	9,706	10,027	12,142	12,738	11,247	7,439	13,712	13,040	13,650
Bulgaria	162	122	141	174	118	162	151	94	103	173	199	113	142	126	226
Croatia	82	50	62	35	265	298	268	204	219	125	60	125	69	53	82
Cyprus	65	105	146	77	41	62	79	77	200	130	168	43	149	107	105
Czechia	473	438	386	586	747	1,524	820	779	1,462	1,470	1,248	978	981	737	1,395
Denmark	3,117	4,974	7,101	6,580	7,239	9,941	5,934	7,050	8,900	8,832	8,769	10,753	6,961	7,724	9,855
Estonia	136	89	92	82	130	120	122	104	107	119	131	88	83	59	82
Finland	1,587	1,330	1,850	1,677	2,223	1,902	1,340	1,893	1,841	1,901	1,995	2,329	1,639	1,563	2,434
France	20,017	25,825	33,981	24,850	23,892	29,837	17,030	13,143	28,266	20,899	23,255	29,619	19,923	25,335	29,261
Germany	22,474	27,479	31,384	29,668	29,708	43,412	30,762	27,024	34,479	35,491	35,167	33,561	34,498	35,949	42,521
Greece	450	581	549	604	405	752	882	514	865	918	1,106	1,081	527	718	775
Hungary	374	741	1,174	719	781	864	582	518	777	636	648	753	563	690	1,155
Ireland	4,093	1,856	1,998	1,088	1,039	685	3,136	1,256	1,006	529	511	296	4,923	2,512	2,537
Italy	2,963	5,007	5,357	3,190	5,052	13,365	4,266	2,399	6,422	5,023	6,564	5,807	6,702	6,922	9,369
Latvia	86	78	99	101	112	111	104	114	124	117	108	97	84	80	130
Lithuania	128	108	120	214	167	112	159	105	187	220	145	111	161	101	223
Luxembourg	779	942	1,245	1,254	990	1,227	1,255	873	1,116	1,308	912	879	1,167	1,134	1,432
Malta	253	260	106	224	181	202	199	150	152	159	146	445	211	46	90
Netherlands	8,702	8,315	13,051	9,092	9,681	11,537	8,207	9,418	12,461	10,984	13,584	17,403	11,157	10,174	11,195
Poland	1,116	1,370	1,705	1,264	1,291	2,115	1,151	979	1,506	1,146	1,181	1,740	1,121	1,675	2,311
Portugal	2,494	3,191	3,739	2,823	3,147	3,820	3,317	2,484	4,053	3,484	4,063	5,142	3,265	3,946	4,964
Romania	1,631	1,109	660	728	754	861	640	494	501	565	492	1,360	1,164	724	273
Slovakia	217	190	192	229	189	215	174	159	164	179	223	139	203	276	351
Slovenia	277	278	349	237	283	225	145	183	364	223	296	288	442	367	480
Spain	3,376	3,806	4,203	3,842	4,393	5,531	3,827	2,696	6,329	4,768	5,791	8,818	5,012	6,112	8,101
Sweden	4,911	5,215	8,339	6,801	7,614	9,118	5,516	6,790	11,535	8,780	9,011	10,697	5,660	6,872	8,386
EUROPEAN UNION	92,781	106,166	134,397	108,552	114,308	156,408	102,705	92,627	139,702	124,907	130,757	144,367	124,341	131,275	157,505
Iceland	169	97	152	157	168	213	250	192	299	390	268	306	226	248	482
Norway	4,717	6,043	8,709	10,051	7,893	14,001	5,933	10,480	12,495	10,862	10,940	11,668	8,954	8,477	11,192
Switzerland	2,364	3,295	4,765	3,179	3,568	4,216	3,434	3,421	4,560	3,564	4,151	5,624	2,910	3,402	4,421
EFTA	7,250	9,435	13,626	13,387	11,629	18,430	9,617	14,093	17,354	14,816	15,359	17,598	12,090	12,127	16,095
United Kingdom	20,935	14,991	48,388	22,717	26,031	34,034	27,335	19,113	56,387	29,802	38,581	43,656	29,634	21,244	69,313
EU + EFTA + UK	120,966	130,592	196,411	144,656	151,968	208,872	139,657	125,833	213,443	169,525	184,697	205,621	166,065	164,646	242,913

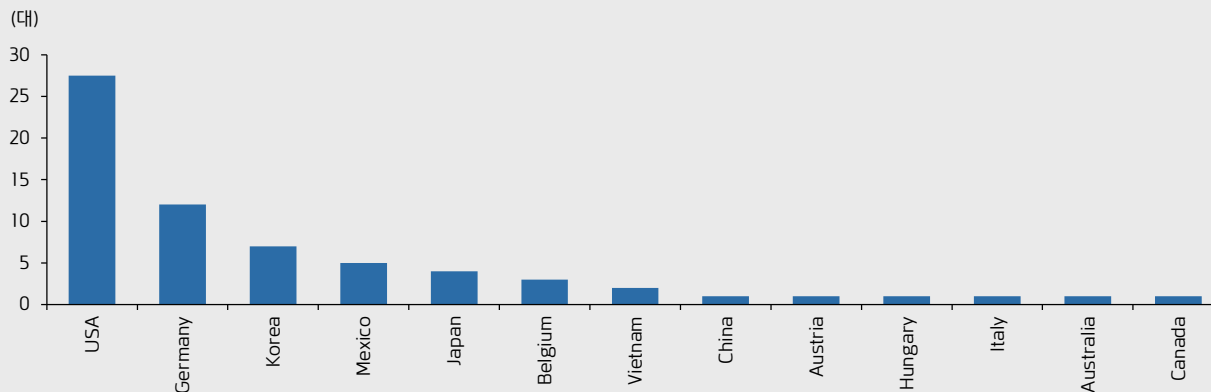
자료: ACEA, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

◎ 미국 하반기 전기차 판매량 증가할 것으로 예상되나, 26년 수요는 일부 하향 조정될 전망

- 미국 전기차 시장은 트럼프 대통령 당선 이후 여러 정책 노이즈 발생 중. 이차전지 섹터와 관련해서는, 관세 정책, IRA 법안 개편 초안, EPA 정책 수정 및 캘리포니아 ZEV Mandate 완화 시도 등 올해 하반기에도 정책 변수는 변동성을 키울 전망
- 지난 3~4월 관세 정책 발표 이후 시장에서 우려했던 것과 달리, 올 하반기는 IRA 30D 정책 종료 가능성을 앞두고 전기차 판매량이 선구매 수요로 증가할 가능성 존재. 관세의 경우 시차 감안 시(전방 전기차 가격 인상 6월 이후 예상) 하반기 수요에는 부정적일 것으로 예상되나, IRA 30D 조항의 조기 종료 가능성에 따른 pull-in 수요 효과가 이를 일부 상쇄시킬 전망
- 또한, 완성차 업체들 입장에서도 해당 Phase-out 기간(2H25)을 최대한 활용할 것으로 예상되는 바, 3~4분기 미국 전기차 판매 데이터가 QoQ(%) 증가할 가능성 배제 못하는 상황

미국 판매 BEV 차량의 최종 조립 지역 표기



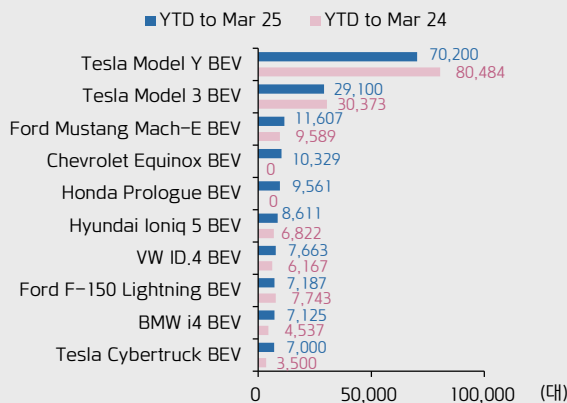
자료: NHTSA, INSIDEEVs, 키움증권 리서치센터

III. 점진적 실적 개선

◎ 미국 시장도 연초 지속되는 EV 판매 성장, 다만 당초 기대치에는 못 미치는 상황

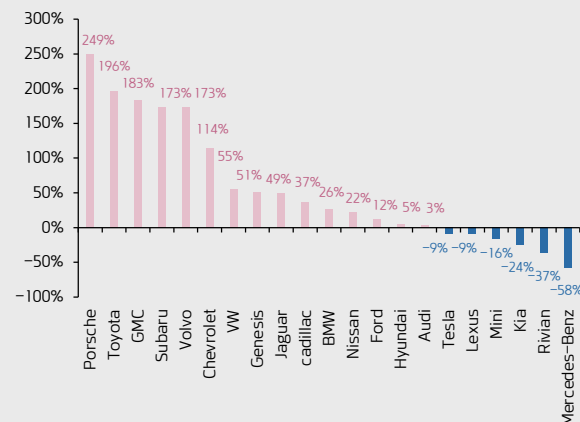
- Kelley Blue Book: 미국에서는 1Q25에 약 30만대(+11.4%YoY)의 EV가 판매됨. 대외 변수에도 불구하고, 미국 시장에서 EV 판매는 성장세를 지속하고 있으며 1Q25 신차 판매의 약 7.5%가 EV 판매(vs. 1Q24 7%). Acura, Audi, Chevrolet, Honda, Porsche 등도 브랜드의 새로운 모델로 인해 판매량 증가. GM의 경우 1분기에 3만대 이상의 전기차를 판매하며, Ford와 Hyundai의 판매량을 상회. Honda와 Acura의 합산 판매량도 1.4만대를 상회. 한편 Stellantis 그룹도 Jeep, Dodge, Fiat 브랜드로 EV 신차 출시
- Tesla의 경우 여전히 미국 시장에서 압도적인 점유율을 보이고 있으나, 전년 동기 대비로는 1분기 판매량이 9% 하락. 특히 노후화된 라인업으로 인해 판매량이 감소한 것으로 추정. 그러나 Model Y Juniper가 출시된 만큼, 향후 Tesla의 판매량도 회복될 것으로 기대

미국 1Q25 기준 Top 10 BEV 모델(vs. 1Q24)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

미국 1Q25 브랜드별 EV 판매량 추이(%YoY)



자료: Cox Automotive, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

미국 1Q25 EV 판매량 추이(브랜드 기준)

(대, %)	ELECTRIC VEHICLE (BRAND)							
	Q1 Sales			YTD Sales			Segment Share	
	2025	2024	YOY	2025	2024	YOY	Q1	YTD
Acura	4,813	-	-	4,813	-	-	1.6%	1.6%
Audi	5,905	5,714	3.3%	5,905	5,714	3.3%	2.0%	2.0%
BMW	13,538	10,712	26.4%	13,538	10,712	26.4%	4.6%	4.6%
Cadillac	7,972	5,800	37.4%	7,972	5,800	37.4%	2.7%	2.7%
Chevrolet	19,186	8,957	114.2%	19,186	8,957	114.2%	6.5%	6.5%
Dodge	1,947	-	0.0%	1,947	-	0.0%	0.7%	0.7%
Ford	22,550	20,223	11.5%	22,550	20,223	11.5%	7.7%	7.7%
Genesis	1,496	992	50.8%	1,496	992	50.8%	0.5%	0.5%
GMC	4,728	1,668	183.5%	4,728	1,668	183.5%	1.6%	1.6%
Honda	9,561	-	0.0%	9,561	-	0.0%	3.2%	3.2%
Hyundai	12,843	12,218	5.1%	12,843	12,218	5.1%	4.4%	4.4%
Jaguar	381	256	48.8%	381	256	48.8%	0.1%	0.1%
Jeep	2,595	-	0.0%	2,595	-	0.0%	0.9%	0.9%
Kia	8,656	11,401	-24.1%	8,656	11,401	-24.1%	2.9%	2.9%
Lexus	1,453	1,603	-9.4%	1,453	1,603	-9.4%	0.5%	0.5%
Mercedes	3,472	8,336	-58.3%	3,472	8,336	-58.3%	1.2%	1.2%
Mini	696	824	-15.5%	696	824	-15.5%	0.2%	0.2%
Nissan	6,471	5,284	22.5%	6,471	5,284	22.5%	2.2%	2.2%
Porsche	4,358	1,247	249.5%	4,358	1,247	249.5%	1.5%	1.5%
Rivian	8,553	13,588	-37.1%	8,553	13,588	-37.1%	2.9%	2.9%
Subaru	3,131	1,147	173.0%	3,131	1,147	173.0%	1.1%	1.1%
Tesla	128,100	140,187	-8.6%	128,100	140,187	-8.6%	43.5%	43.5%
Toyota	5,610	1,897	195.7%	5,610	1,897	195.7%	1.9%	1.9%
Volvo	2,718	996	172.9%	2,718	996	172.9%	0.9%	0.9%
VW	9,564	6,167	55.1%	9,564	6,167	55.1%	3.3%	3.3%
Additional EV Models	5,930	6,764	-12.3%	5,930	6,764	-12.3%	2.0%	2.0%
전체 (추정)	296,227	265,981	11.4%	296,227	265,981	11.4%	100.0%	100.0%

자료: Kelley Blue Book, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

완성차 업체별 미국 내 전기차 판매 추이(1Q22-1Q25)

(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Tesla	129,743	130,047	114,000	131,574	161,630	175,262	156,621	161,375	140,187	164,264	166,923	154,900	128,100
Ford Motor Company	6,734	15,273	18,257	20,339	10,866	14,843	20,962	25,937	20,223	23,957	23,509	30,176	22,550
General Motors	457	7,217	15,156	16,150	20,670	15,652	20,057	19,469	16,169	21,930	32,095	43,982	31,887
Honda Motor Co	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,873	15,291	18,838	14,374
Nissan	4,371	3,251	1,276	3,308	5,214	4,215	6,074	5,113	5,284	7,128	10,066	8,546	6,471
Volkswagen Group	7,932	8,961	11,893	15,193	15,723	13,977	20,295	20,403	13,806	11,904	11,900	9,755	19,827
Hyundai Group (incl. Kia)	15,480	17,979	9,796	9,641	14,346	21,696	30,757	25,447	22,936	37,044	29,609	39,649	22,995
Subaru	-	-	-	919	1,359	1,613	2,791	3,109	1,147	4,238	3,752	3,310	3,131
Toyota Motor N.A.	-	0	240	985	1,840	2,893	4,221	5,718	3,500	11,607	6,851	6,309	7,064
Mercedes-Benz	2,091	1,959	2,717	5,656	5,053	9,029	10,423	10,767	12,250	9,270	9,447	3,763	3,472
Mazda	-	-	-	324	15	51	34	-	-	-	-	-	-
BMW	1,171	1,082	4,337	7,099	6,585	11,990	13,594	15,364	11,455	14,081	13,028	13,876	14,234
Jaguar	-	114	-	298	8	80	86	78	256	1,188	779	763	381
Stellantis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	204	235	531	4,990
Volvo-Polestar	3,092	4,518	3,510	5,616	5,228	7,608	7,797	6,531	3,279	2,285	3,913	3,028	2,718
Rivian	1,227	4,467	6,584	8,054	7,946	12,640	15,564	13,553	13,588	13,790	10,018	8,503	8,640
Lucid	460	482	1,398	1,060	1,368	1,659	1,618	1,512	1,967	1,855	2,781	3,099	2,400
Vinfast	-	-	-	-	110	740	1,159	1,120	927	1,225	N/A	1,800	525
TOTAL US SALES	173,561	196,788	188,924	226,789	258,882	295,355	313,086	317,168	268,909	330,463	346,309	348,879	296,227

자료: Cox Automotive, 키움증권 리서치센터

주: 그룹 기준

Ⅲ. 점진적 실적 개선

완성차 업체별 미국 EV 시장 점유율 추이(1Q22-1Q25)

(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Tesla	74.8%	66.1%	60.3%	58.0%	62.4%	59.3%	50.0%	50.9%	52.1%	49.7%	48.2%	44.4%	43.5%
Ford	4.4%	7.8%	9.7%	9.0%	4.2%	5.0%	6.7%	8.2%	7.5%	7.2%	8.6%	8.7%	7.7%
General Motors	0.3%	3.7%	8.0%	7.2%	8.0%	5.3%	6.1%	6.1%	6.0%	6.6%	9.3%	12.6%	10.8%
Honda Motor Co	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.4%	5.4%	4.8%
Nissan	2.5%	1.7%	0.7%	1.5%	2.0%	1.4%	1.9%	1.6%	2.0%	2.2%	2.9%	2.5%	2.2%
Volkswagen Group	4.6%	4.6%	6.3%	6.7%	6.1%	4.8%	6.5%	6.4%	5.1%	3.6%	3.4%	2.8%	6.7%
Hyundai Motor Group (incl. Kia)	8.9%	9.1%	5.2%	4.3%	5.6%	7.3%	9.9%	8.0%	8.5%	11.2%	6.8%	11.4%	7.8%
Mercedes-Benz	1.2%	1.0%	1.4%	2.5%	2.0%	3.1%	3.3%	3.4%	4.6%	2.8%	2.7%	1.2%	1.2%
Mazda	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Toyota Motor N.A.	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.8%	1.3%	3.5%	2.0%	1.8%	2.4%
Subaru	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.9%	1.0%	0.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%
BMW	0.7%	0.5%	2.3%	3.1%	2.5%	3.9%	4.2%	4.8%	4.3%	4.3%	3.8%	4.0%	4.8%
Stellantis	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%
Jaguar	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
Rivian	0.7%	2.3%	3.5%	3.1%	3.1%	4.3%	5.0%	4.3%	5.1%	4.2%	2.9%	2.4%	2.9%
Lucid	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%
Vinfast	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	0.5%	0.1%
Volvo/Polestar	1.9%	2.3%	1.9%	1.6%	2.0%	2.6%	2.5%	2.1%	1.2%	0.7%	1.1%	0.9%	1.0%

자료: Cox Automotive, 키움증권 리서치센터
주: 그룹 기준

III. 점진적 실적 개선

미국에서 판매 중인 전기차 가격 정리(보조금 제외/포함 기준)

제조사	브랜드	모델	MSRP (보조금 제외 가격)	보조금 포함 가격 (보조금 적용 가능 모델에 한해)	배터리 탑재량 (kWh)	비고
BMW	BMW	BMW i4 eDrive40	\$53,975-\$71,875		83.4	
		BMW i5	\$68,275-\$85,275		84.3	
		BMW i7	\$106,875-\$169,675		101.7	
		BMW iX	\$88,425-\$112,675		105.2	
		Spectre	\$397,750-\$467,750		102	
Ford	Ford	F-150 Lightning	\$49,975-\$87,190	\$42,475-\$87,190	98	
		Mustang Mach-E	\$39,990-\$57,990		70/91	
		E-Transit	\$53,095-\$56,295		89	
		ID.4	\$42,000-\$58,720		82	
Volkswagen	VW	e-tron GT	\$126,795-\$168,295		97	
		Q4 e-tron	\$51,095-\$66,095		77	
		Q6 e-tron	\$65,095-\$78,000		94.4	
		Macan EV	\$77,295~		95	Porsche Macan(ICE) MSRP \$64,895-\$76,495
	Porsche	Macan EV 4S	\$86,895~		95	
		Taycan	\$101,395-\$231,995		83.6/97	
Hyundai Motors	Hyundai	Ioniq 5	\$44,075-\$59,675	\$36,575-\$52,175	63/84	
		Ioniq 5N	\$67,675	\$60,175	84	
		Ioniq 6	\$39,045-\$55,795	\$31,545-\$48,295	77.4	
		Ioniq 9	\$60,555-\$78,090	\$53,055-\$70,590		
		Kona Electric	\$34,425-\$42,600		48.6/64.8	
	Kia	EV6	\$44,375-\$65,275	\$36,875-\$57,775	63/84	
		EV9	\$56,395-\$80,000	\$48,895-\$72,500	76.1/99.8	
		Niro EV	\$40,995-\$45,995		64.8	
	Genesis	Electrified G80	\$76,225-\$80,975		87.2	G80(ICE) \$58,450-\$78,350
		Electrified GV70	\$68,400-\$73,750	\$60,900-\$66,250	77.4	GV70(ICE) \$47,650-\$69,850
Honda	Honda	Prologue	\$48,850-\$59,350	\$41,350-\$51,850	85	
		ZDX	\$65,745-\$74,745	\$58,245-\$67,245	102	
	Acura	Equinox EV	\$34,995-\$44,795	\$27,495-\$37,295	85	Equinox(ICE) \$29,995-\$34,395
GM	Chevrolet	Blazer EV	\$50,195-\$56,170	\$42,695-\$48,670	85/102	Blazer(ICE) \$37,095-\$47,395
		Brightdrop	\$67,925-\$90,725		173	
		Silverado EV	\$57,095-\$97,895	\$49,595-\$97,895	205	Silverado(ICE) \$70,995-\$79,435
		Lyriq EV	\$60,090-\$68,990	\$52,590-\$61,490	102	
	Cadillac	Optiq EV	\$54,390-\$57,090	\$46,890-\$49,590	85	
		2026 Vistiq EV	\$79,090-\$98,190	\$71,590-\$98,190	102	
		Escalade IQ	\$130,090-\$150,740		205	2025 Escalade(ICE) \$90,295-\$167,695
	GMC	Hummer EV Pickup	\$99,045-\$107,145		205	
		Sierra EV	\$92,290-\$100,790		205	Sierra 1500(ICE) \$37,445-\$84,440

자료: CarandDriver, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

미국에서 판매 중인 전기차 가격 정리(보조금 제외/포함 기준)

제조사	브랜드	모델	MSRP (보조금 제외 가격)	보조금 포함 가격 (보조금 적용 가능 모델에 한해)	배터리 탑재량 (kWh)	비고
Stellantis	Fiat	Fiat 500e	\$32,495-\$37,495		42	
	Dodge	Dodge Charger Daytona	\$61,590-\$77,000		93.9	Dodge Charger(ICE) \$40,000-\$50,000
	Jeep	Wagoneer S	\$67,195-\$72,195	\$59,695-\$64,695	93.9	
	Maserati	GranTurismo Folgore	\$194,000		83	GranTurismo Folgore(ICE) \$58,450-\$78,350
		Grecale Folgore	\$110,495		105	
	Ram	ProMaster EV	\$58,590-\$72,090		97	ProMaster(ICE) \$47,055-\$64,680
Mercedes Benz	Benz	EQB	\$54,200-\$64,850		66.5	
		EQE350+	\$76,050-\$95,000		96	
		EQS 450+	\$105,550-\$130,850		118	
		eSprinter	\$63,475-\$79,355		81/113	Sprinter(ICE) \$53,125-\$78,125
	Mini	The Mini Countryman Electric	\$162,650 \$46,375		116 64.6	G-class(ICE) \$149,400-\$163,700 Mini Cooper Countryman(ICE) \$40,075-\$43,095
Nissan	Nissan	Ariya	\$41,160-\$55,760		63	
		Leaf	\$29,280-\$37,330		40	
Geely-Volvo	Polestar	Polestar3	\$68,900-\$86,300		107	
	Volvo	EX30	\$46,195-\$47,895		64	
		EX40	\$53,795-\$62,045		79	
		EX90	\$81,290-\$91,140		107	
VinFast	VinFast	VF8	\$47,200-\$53,000		87.7	
		VF9	\$71,000-\$75,000		123	
Rivian	Rivian	R1S	\$78,450-\$107,700		92.5/109.4/141.5	24년 모델까지 \$3,750 세액공제 받다가 2025년부터 제외
		R1T	\$71,700-\$101,700		92.5/108.5/140	24년 모델까지 \$3,750 세액공제 받다가 2025년부터 제외
		electric cargo van	\$86,325-\$90,325		100	
Lucid	Lucid	Air	\$71,400-\$250,500		84/92/118	
		Gravity	\$71,400-\$250,500		123	
Tesla	Tesla	Cybertruck	\$72,235-\$102,235	\$64,735-\$102,235	122.4	
		Model 3	\$44,130-\$56,630	\$36,630-\$49,130	60	
		Model Y	\$50,630-\$61,630	\$43,130-\$53,630	75	
		Model X	\$86,630-\$101,630		100	
		Model S	\$81,630-\$96,630		100	

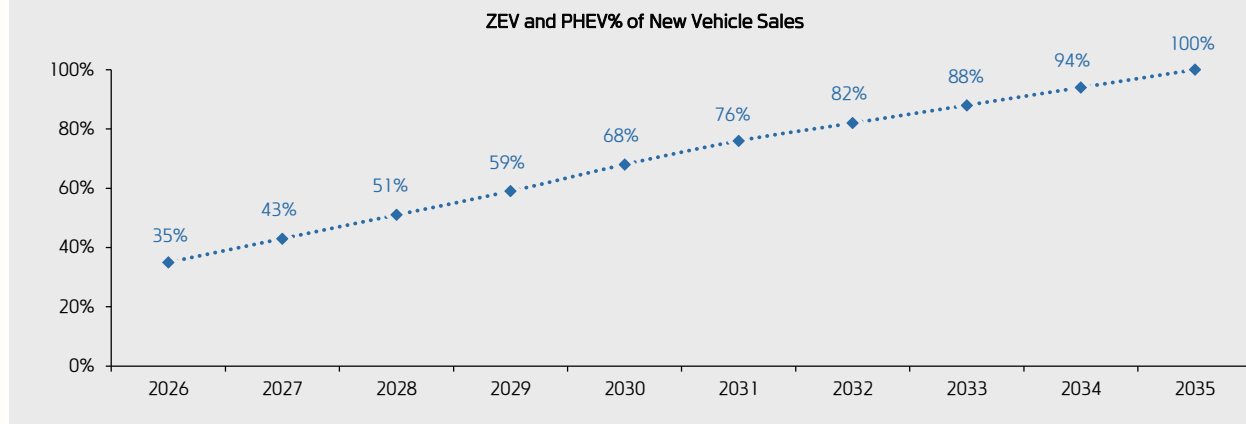
자료: CarandDriver, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 점진적 실적 개선

◎ 미국 시장에서 관세/IRA 법안 외 전기차 수요에 중요하게 작용될 캘리포니아의 ZEV Mandate

- 미국 캘리포니아주의 무공해차 판매 의무화 정책(ZEV Mandate)의 경우, 완성차 업체의 신차 판매 중 무공해 차량(Zero emission vehicle) 비중을 2026년에는 35%, 2028년에는 51%, 2035년에는 100%까지 달성할 것을 법제화한 바 있으며, 미국의 다른 주들도 캘리포니아의 법안을 채택 중. 완성차 업체 입장에서는 캘리포니아주가 미국 내 큰 자동차 시장이므로(다른 주들도 캘리포니아주의 정책을 반영하고 있고, 전체 미국 자동차 시장의 30% 이상이 캘리포니아 정책을 도입) 캘리포니아 주정부의 법안을 등한시하기에는 어려운 상황. 한편, 트럼프 대통령 취임 후 환경보호청(EPA)에서는 의회를 통해 이를 재검토하려는 시도를 하는 등 무력화 노력 지속
- 캘리포니아는 연방 수준을 넘어서는 독자적인 환경규제 제도를 위해 연방 청정대기법(Clean Air Act) 제209조에 근거한 면제 조항(waiver)을 활용해온 바 있음. 미국 의회는 자동차 및 엔진의 대기 오염물질 배출 기준을 개별 주정부가 제정하는 것을 연방 청정대기법으로 금지하지만 동법 제209조에 따라 캘리포니아는 면제, 즉 연방 기준보다 더 강력한 배출가스 규제를 독자적으로 신청할 수 있는 구조. 현재 캘리포니아의 연방 수준을 넘어서는 강화된 배기가스 규제를 따르는 주는 뉴욕, 매사추세츠, 오리건 등 11개 주가 될 만큼 캘리포니아의 정책이 미국 전역에 미치는 영향력은 매우 큰 상황

California 대기자원위원회(CARB) EV 목표



자료: California Air Resources Board(CARB), 키움증권 리서치센터

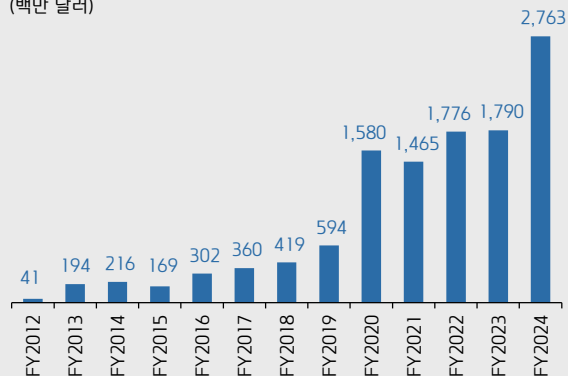
Ⅲ. 점진적 실적 개선

◎ 미국 시장에서 관세/IRA 법안 외 전기차 수요에 중요하게 작용될 캘리포니아의 ZEV Mandate

- 트럼프 행정부는 지난 2월 California의 전기차 의무화 정책을 무력화하기 위해 의회 심사 대상으로 제출했으나, 미국 회계감사국(Government Accountability Office, GAO)은 지난 3월 의회 검토법(Congressional Review Act, CRA)을 통한 규제 철폐는 불가능하다고 해석. 상원의 과반 찬성으로 규제를 무효화할 수 있으나, 이번 캘리포니아 면제 건에는 적용할 수 없다는 의견. 이에 따라 규제 철폐를 위한 추가 입법이 필요한 상황
- 일부 완성차 업체들이 해당 의무 법안을 우려하고 있는 이유는, 2026년 무공해 차량 비중 목표가 35%이나 실제로는 1분기 캘리포니아 신차 비중의 20.8%만이 BEV 차량이었으며, 3.7%가 PHEV였음(EV 비중 24.5%). 따라서, GM과 같은 업체들은 규제가 유지될 시 벌금 부과가 불가피할 것으로 보임(1Q25 신차 내 EV 비중 5%). 반면 Tesla는 BEV만 판매하고 있어, 오히려 크레딧 판매로 수익화 중

Tesla 연간 규제 크레딧 매출 추이

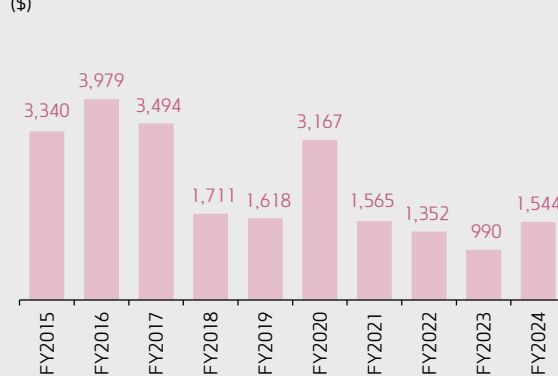
(백만 달러)



자료: Tesla, 키움증권 리서치센터

Tesla 인도된 차량당 규제 크레딧 매출

(\$)



자료: Tesla, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 신규 수주 기대감

◎ 국내 이차전지 업체들의 수주 기대감 유효, 탈 중국으로 인한 반사수혜도 기대

- 지난 2023년 상반기 이차전지 섹터의 상승 사이클 배경에는 견조한 실적도 있었으나 연이은 수주 소식과 이를 기반으로 한 CAPA 증설 발표가 주가 및 투자センチ멘트를 주도. 배터리부터 소재까지 전방위의 수주 발표가 멀티플 상승 요인으로 작용
- 올 하반기는 과거처럼 대규모의 수주를 기대하기 어려우나, 여전히 일부 업체들에 대해서는 수주 모멘텀이 유효하다고 판단. 일례로, 일본 배터리 업체와 미국/유럽 ESS, 저가 케미스트리 제품(LFP, 고전압 미드니켈), 46파이 등에 대한 신규 수주가 기대되며, 이차전지 섹터 내에서도 옥석가리기가 필요
- 최근 발표된 미국의 대 중국 관세 인상과 IRA 수정 법안 내 AMPC에 대한 FEOC 적용이 미국의 중국 배제 노력을 대변하며, 미국에 공장을 보유하고 있는 국내 셀 3사(JV 공장 포함)를 비롯한 일본 업체들의 국내 소재 업체들에 대한 문의 증가. 전방 완성차 업체들이 비중국산 소재 채택을 요구하고 있는 것으로 파악되고, 최근 관세 완화 조치에도 불구하고 추후 반복될 수 있는 차이나 리스크에 대비하기 위해 노력 중인 것으로 판단. 물론, 단기적으로는 30D 조항이 폐지될 경우 배터리 부품/핵심광물에 대한 적격 요건과 FEOC 공급망을 굳이 배제할 필요가 없다고 판단할 수도 있으나, AMPC에 대한 FEOC 요건 및 대중국 관세로 인한 가격 GAP 축소, 추후 발생될 추가적인 차이나 리스크로 인해 완성차 업체들은 사전에 비중국산 소재를 확보하려고 시도

미국의 대중국 관세 부과 세부 현황

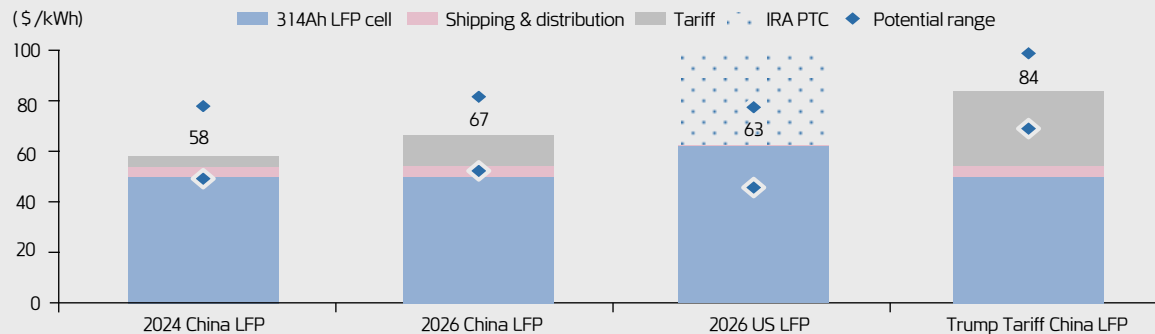
품목명	기본	301조	펜타닐	자동차, 부품	상호	최종
전기차	2.50%	100%	20%	25%		148%
EV용 배터리	3.40%	25%	20%	25%		73%
ESS/기타 배터리	3.40%	7.5%*	20%		10%	40.9%
LNCM	3.70%	25%	20%		10%	59%
LNCA	3.70%	25%	20%		10%	59%

자료: 한국배터리산업협회, 키움증권 리서치센터

주: 미국의 대 중국 상호 관세 34% 중 10%는 유지, 24%는 90일간 유예/*무역법301조 관세에 따라 26년부터 ESS 배터리 25% 적용

Ⅲ. 신규 수주 기대감

2026년 중국산 배터리(비전기차) 관세 인상 조치 시 LFP 가격 변화 추정



자료: Rho Motion, 키움증권 리서치센터

주: 미국의 중국 125% 상호관세 영향은 미 포함

미국의 대 중국 ESS 배터리 관세율 정리

	기본	301조	펜타닐	상호	최종
현재	3.40%	7.50%	20%	10%	40.90%
2026년 이후	3.40%	25.00%	20%	10%	58.40%

자료: Kotra, 키움증권 리서치센터

주: 미국의 대중 상호관세 34% 중 10%는 유지, 24%는 90일간 유예

III. 투자 전략 및 Top Picks

◎ 하반기에도 불확실성 지속되나, 실적 턴어라운드 + 신규 수주 예상되는 기업 옥석가리기 필요

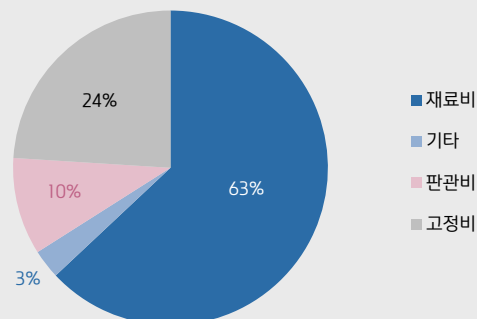
- 올 하반기에도 정책 변수가 주가 변동성을 키울 것으로 예상되는 가운데, 단기적으로는 IRA 수정안 조정 내용 및 통과 여부가 불확실성으로 작용할 예정(6~7월 결과 예상). 법안 수정안 여부에 따라 26년 실적 추정치(컨센서스) 조정 과정을 겪을 것으로 보여, 그에 따른 주가 변동성이 확대될 전망
- 다만, 이미 지난해부터 주가가 불확실성을 선반영해온 만큼 하반기 개별 종목별 Trading은 유효하다고 판단. 올해는 상대적으로 전방 판매량이 견조한 Tesla(Model Y)와 현대차·기아 서플라이 체인을 선호하며, 반면 Stellantis 향 노출도가 높은 기업들은 연중 가이드런스 하향 조정 가능성 존재
- LG에너지솔루션: 2분기 단기 실적에 대한 가이드نس를 다소 보수적으로 제시했으나, 고객 다변화가 잘 되어있고, Tesla 공급사로서 올 하반기에도 실적 회복이 빠를 것으로 예상. 특히 미국 익스포저가 높아 올 하반기에는 pull-in 효과에 따른 수혜 예상. ESS, 46 파이 등 신규 모멘텀도 유효하며, 올 하반기부터 저가 배터리(고전압 미드니켈, LFP)도 유럽향으로 출하 예정
- 엘앤에프: 그동안 주가를 De-rating했던 요소들이 해소될 것으로 판단. 1) 탄산 리튬 장기공급계약 종료로 올해까지만 대규모의 재고평가손실이 인식될 것이며(대부분 상반기 인식), 2) 높은 비중을 차지하는 단일 고객사의 신차에 올해 단독 공급이 예상되고(판매량 2분기부터 큰 폭 증가 기대), 3) LFP 포함 신규 수주가 기대되기 때문. 흑자전환 시점은 3Q25로 전망
- **Top Picks:** LG에너지솔루션, 엘앤에프 제시
- 관심주: 대주전자재료 제시

Part IV. Appendix



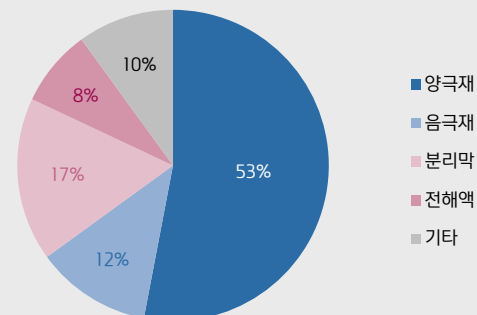
IV. Appendix

배터리 셀 내 원가 비중



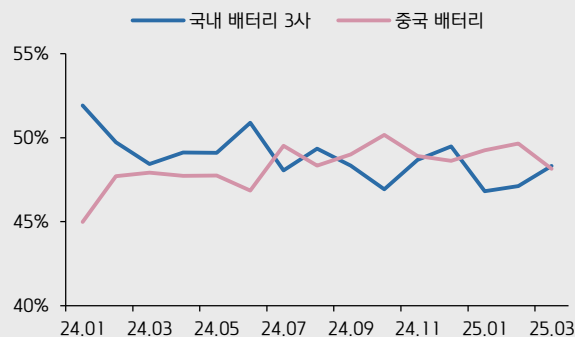
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NCM811 셀 재료비 원가구성



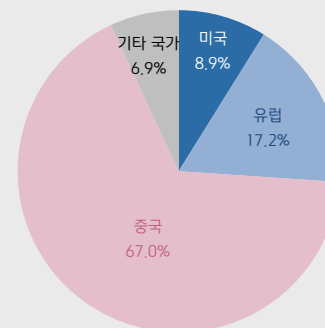
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 시장 내 한국/중국 배터리 업체들의 점유율 추이



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

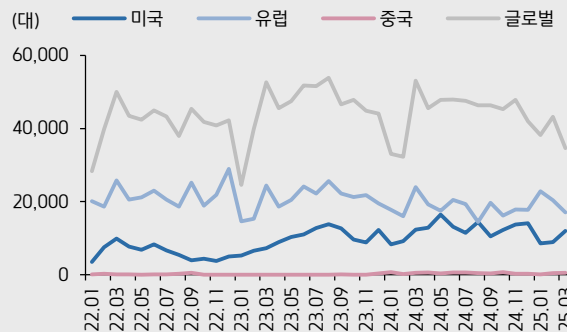
3월 글로벌 EV 판매량 기준 지역별 점유율



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

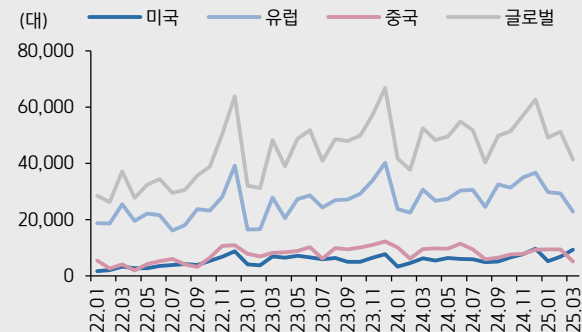
IV. Appendix

현대차·기아 그룹 지역별 판매량(22.01-25.03)



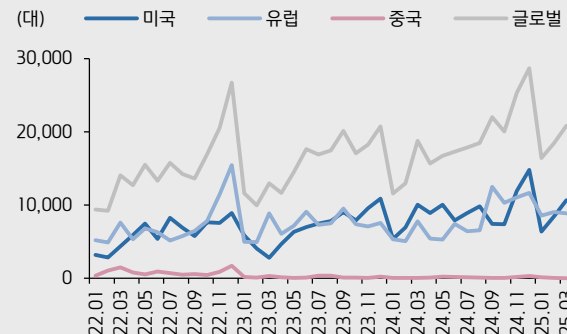
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

BMW 그룹 지역별 판매량(22.01-25.03)



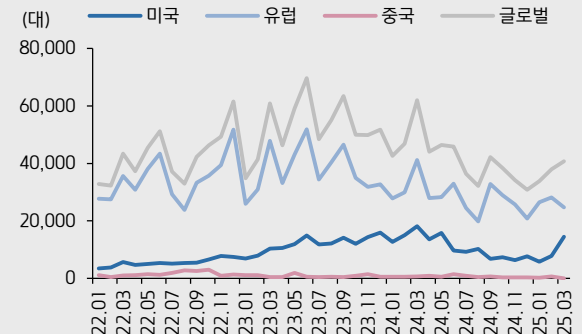
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

Ford 그룹 지역별 판매량(22.01-25.03)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

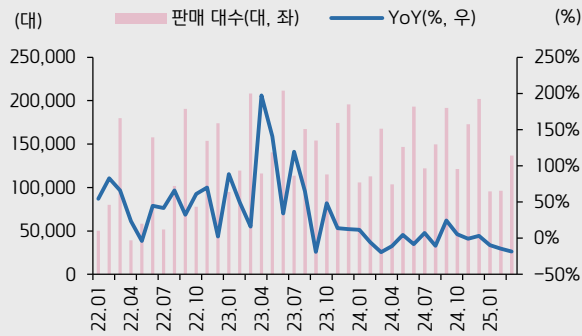
Stellantis 그룹 지역별 판매량(22.01-25.03)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

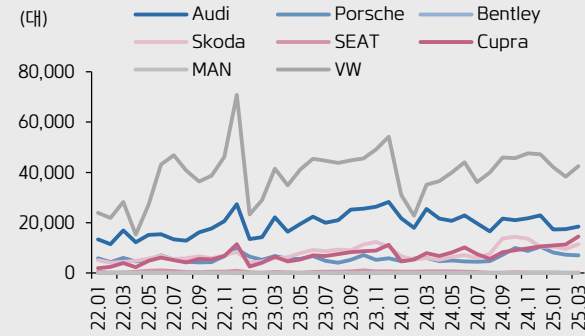
IV. Appendix

Tesla 글로벌 판매량(22.01-25.03)

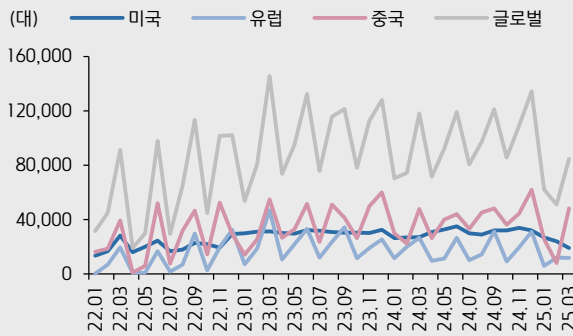


자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

VW 그룹 브랜드별 글로벌 판매량(22.01-25.03)

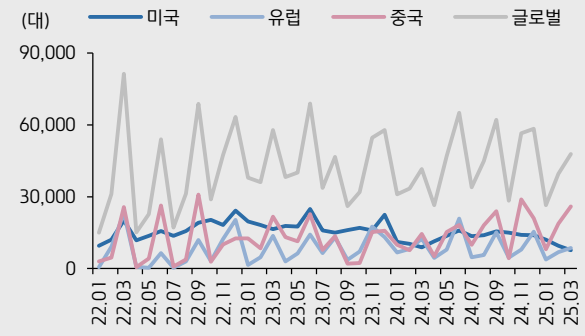
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: VW Group 내 브랜드 글로벌 판매량 정리

Tesla Model Y 지역별 판매량(22.01-25.03)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

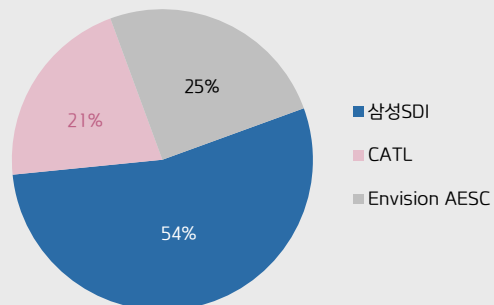
Tesla Model 3 지역별 판매량(22.01-25.03)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터

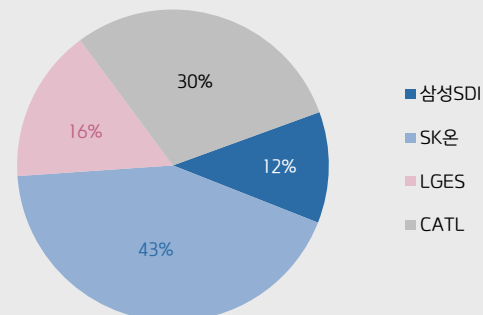
IV. Appendix

BMW 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



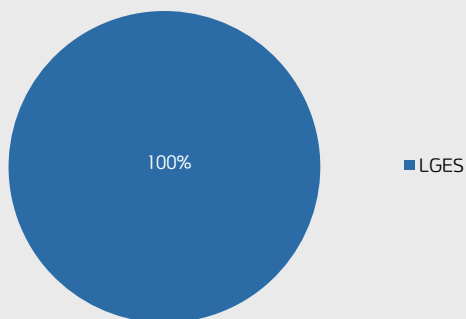
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

Ford 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



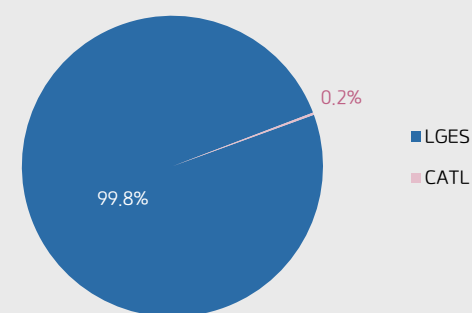
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

GM 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준/ Ultium Cells 공급

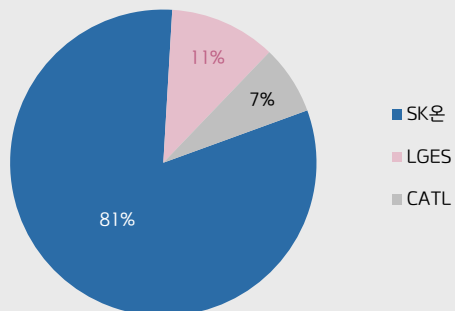
Honda 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

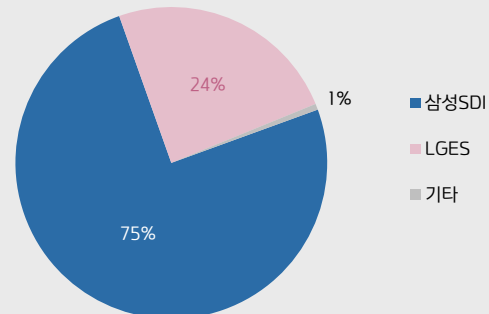
IV. Appendix

현대차·기아 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



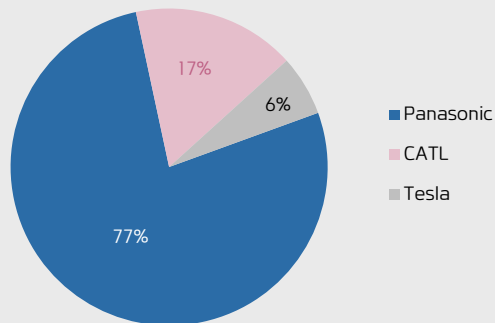
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

Stellantis 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



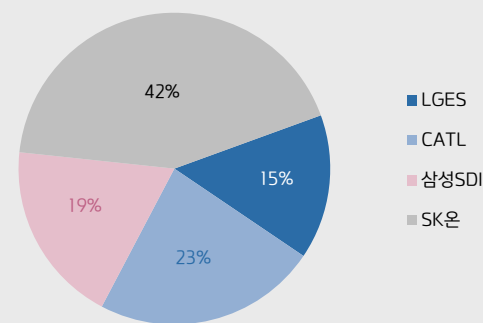
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

Tesla 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

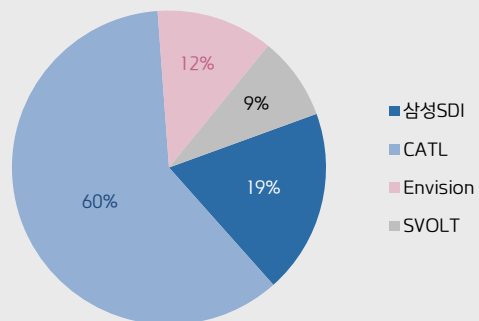
VW 그룹 미국 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 미국 1-3월 전기차 판매 기준

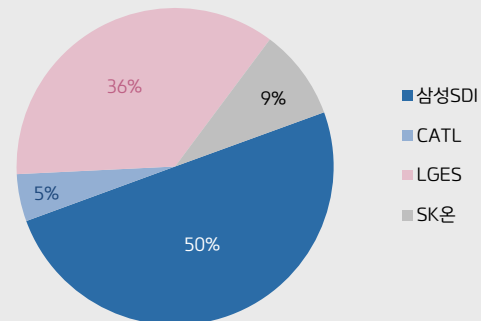
IV. Appendix

BMW 그룹 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



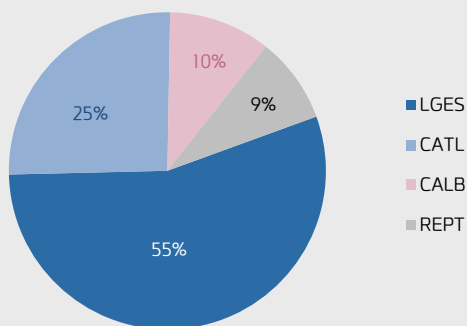
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1-3월 전기차 판매 기준

Ford 그룹 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



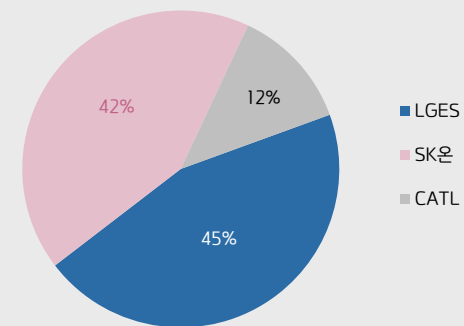
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1-3월 전기차 판매 기준/삼성SDI는 PHEV 위주로 공급 추정

Geely-Volvo 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1-3월 전기차 판매 기준

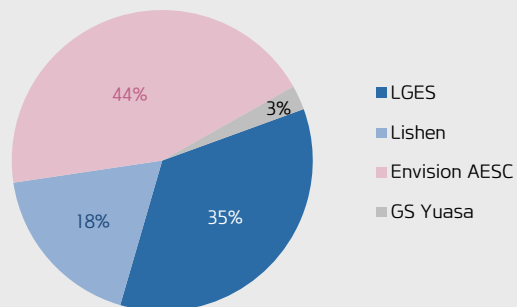
현대차 그룹 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1-3월 전기차 판매 기준

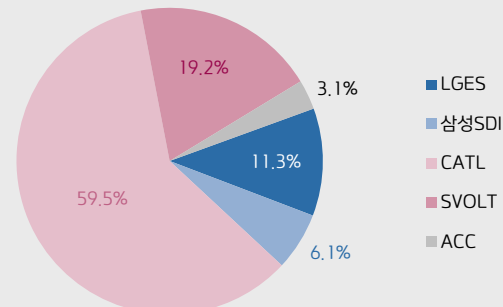
IV. Appendix

르노/닛산/미쓰비시 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



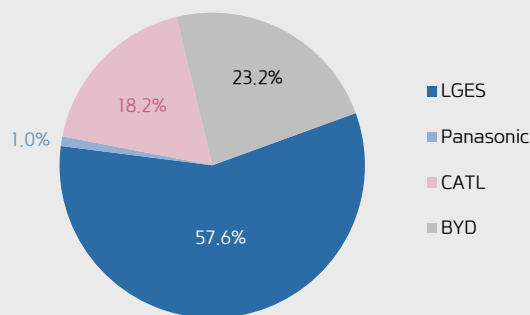
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1~3월 전기차 판매 기준

Stellantis 그룹 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



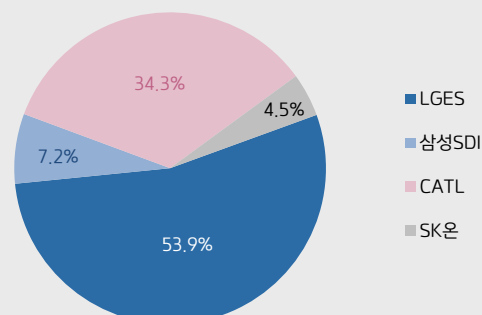
자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1~3월 전기차 판매 기준

Tesla 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1~3월 전기차 판매 기준/Model Y 신차 출시 앞두고 판매 부진으로 LGES 점유율 일시적으로 하락한 것으로 추정

VW 그룹 유럽 지역 내 배터리 공급사 비중(%)



자료: EV Volumes, 키움증권 리서치센터
주: 25년 유럽 1~3월 전기차 판매 기준

IV. Appendix

2024년 배터리 업체별 출하 실적 및 점유율(%)

(GWh)	2023				2024				
	EV	ESS	TTL	M/S	EV	ESS	TTL	YoY	M/S
CATL	308	74	382	36%	381	110	491	29%	38%
BYD	135	22	157	15%	165	27	192	22%	15%
LGES	129	8	137	13%	120	8	128	-7%	10%
EVE	21	21	42	4%	28	40	68	62%	5%
CALB	34	8	42	4%	44	20	64	52%	5%
Gotion	25	6	31	3%	32	18	50	61%	4%
SDI	49	9	58	6%	38	10	48	-17%	4%
Panasonic	41		41	4%	40	2	42	2%	3%
SK on	57		57	5%	31		31	-46%	2%
Sunwoda	14	1	15	1%	21	1	22	47%	2%
기타	52	36	88	8%	98	65	163	85%	13%
전체	865	185	1,050	100%	998	301	1,299	24%	100%
K-Battery 점유율	26%	4%		24%	19%	3%		-14%	16%
Top 10 점유율	94%	81%		92%	90%	78%		18%	87%

자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

IV. Appendix

2024년 삼원계 시장 점유율

순위	제조사	출하량(톤)	점유율
1	Ronbay(中)	123,000	9.4%
2	Reshine(中)	109,500	8.4%
3	XTC(中)	105,000	8.0%
4	B&M(中)	99,400	7.6%
5	LGC(韓)	88,000	6.7%
6	ECOPRO(韓)	80,000	6.1%
7	Brunp (CN)	77,000	5.9%
8	Posco(韓)	66,000	5.0%
9	CyLiCo(中)	63,400	4.8%
10	Easpring(中)	62,000	4.7%
11	SMM(日)	56,000	4.3%
12	L&F(韓)	54,000	4.1%
13	Nichia(日)	53,000	4.0%
	Others	273,100	20.9%
Total		1,309,400	100.0%

자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

2024년 LFP 시장 점유율

순위	제조사	출하량(톤)	점유율
1	Hunan Yuneng(中)	710,000	30.1%
2	Dynanonic(中)	254,000	10.8%
3	Hubei Wanrun(中)	210,000	8.9%
4	Lopal(Liyuan)	178,300	7.6%
	Lopal Technology(Jiangsu)		
5	Youshan(中)	140,000	5.9%
6	Hunan Shenghua(中)	115,000	4.9%
7	Guoxuan(中)	110,000	4.7%
8	Jintang 金剛时代	104,000	4.4%
9	Rontong Hi-TechV(中)	88,000	3.7%
10	Pulead(中)	78,000	3.3%
11	Fengyuan(中)	42,000	1.8%
	Others	327,700	13.9%
Total		2,357,000	100.0%

자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

IV. Appendix

2024년 국가별 EV 판매량 중 중국 EV 점유율(%)

	2024년 전체 판매량	중국 EV 점유율%
미국	1,540,000	0%
독일	578,000	4%
영국	571,000	7%
프랑스	465,000	5%
캐나다	246,000	0%
벨기에	193,000	3%
네덜란드	191,000	6%
스웨덴	165,000	5%
노르웨이	126,000	9%
브라질	126,000	82%
스페인	122,000	10%
이탈리아	122,000	6%
일본	114,000	2%
호주	114,000	26%
인도	104,000	23%
덴마크	103,000	8%
멕시코	95,000	70%
태국	77,000	77%
포르투갈	72,000	8%
이스라엘	70,000	64%
스위스	68,000	1%
오스트리아	64,000	11%
인도네시아	43,000	75%
핀란드	38,000	2%
아일랜드	30,000	9%
아랍에미리트	30,000	26%
말레이시아	22,000	52%
네팔	13,000	74%
뉴질랜드	10,000	15%
칠레	6,000	42%

자료: Rho Motion, 키움증권 리서치센터

IV. Appendix

지역별 순수전기차(BEV) vs. 내연기관차(ICE) 가격 차이(%)



자료: Jato Dynamics, 키움증권 리서치센터

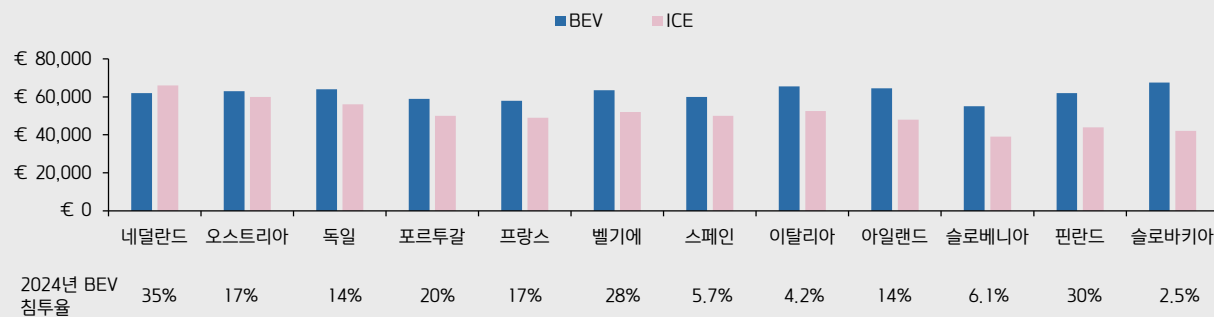
IV. Appendix

중국 BEV 대비 지역별 가격 차이(%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
유럽	118%	137%	179%	136%	122%	152%	111%
영국	100%	136%	165%	163%	136%	155%	122%
미국	125%	154%	196%	174%	152%	153%	109%

자료: Jato Dynamics, 키움증권 리서치센터

2024년 평균 소매 판매 가격(BEV vs. ICE)



자료: Jato Dynamics, 키움증권 리서치센터

Part V. 기업분석

- LG에너지솔루션(373220)
- 삼성SDI(006400)
- 엘앤에프(066970)
- SK아이이테크놀로지(361610)
- 대주전자재료(078600)

LG에너지솔루션(373220): 제품 다변화로 실적 회복 예상

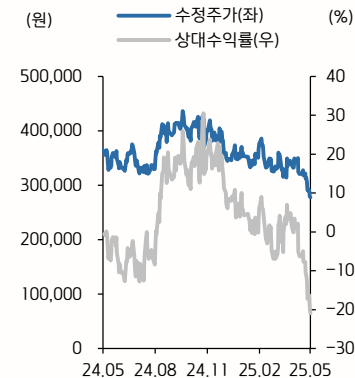
BUY (Maintain)

이차전지 Analyst 권준수 wkud1222@kiwoom.com

목표주가: 400,000원

주가(5/22): 274,500원

KOSPI (5/22)	2,593.67pt	
시가총액	64조	2,330억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	436,500원	274,500원
최고/최저가대비	-37.1%	0.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-17.3%	-20.7%
6M	-32.2%	-34.6%
1Y	-24.6%	-20.8%
발행주식수	234,000천주	
일평균 거래량(3M)	264천주	
외국인 지분율	4.1%	
배당수익률(2025E)	0.0%	
BPS(2025E)	103,908원	
주요 주주	LG화학	81.8%



◎ 1Q25 영업이익 3,747억원(+138%YoY), 시장 컨센서스 큰 폭 상회

- 매출액 6.3조원(-3%QoQ, +2%YoY), 영업이익 3,747억원(흑자 전환 QoQ, +138%YoY)으로, 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회(영업이익 컨센서스 672억원)
- 전분기 일회성 비용 소멸, 환율 영향, 일회성 보상금(정부 보조금/고객사 보상금) 및 AMPC 효과(4Q24 7.7GWh → 1Q25 9.0GWh 추정)로 손익이 전분기 대비 큰 폭으로 개선

◎ 2Q25 영업이익 3,072억원(+57%YoY) 전망

- 매출액 5.6조원(-11%QoQ, -10%YoY), 영업이익 3,072억원(-18%QoQ, +57%YoY)을 기록할 전망. 중대형 전지의 경우, 유럽 고객사의 하반기 케미스트리 변경(고전압 미드니켈, LFP) 및 정책 불확실성에 따른 보수적인 재고 정책으로 판매량이 전분기비 감소할 것으로 예상. 수익성도 AMPC 감소(샘플 판매 효과 감소), 유럽 공장 가동률 하락 및 일회성 보상금 영향 소멸로 전분기비 악화될 것으로 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 400,000원 유지

- 최근 단기 실적 부진 가이던스, IRA 수정안으로 인해 동사의 주가 변동성 확대. 그러나 북미 노출도가 높아 오히려 하반기 주요 고객사 향 pull-in 수요 효과가 기대되며, 유럽에서는 저가 케미스트리 제품 출하를 기반으로 하반기 실적 회복 강도가 높을 것으로 판단. 동시에 북미 선점 효과에 힘입어 46파이, ESS 등 신규 수주 모멘텀도 유효하다고 판단. 주가 조정 시 매수 전략 유효하며, 이차전지 업종 Top Pick 유지

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	33,745.5	25,619.6	26,142.6	34,712.7	39,216.5
영업이익	2,163.2	575.4	1,849.2	4,699.4	6,640.8
EBITDA	4,450.1	3,621.2	6,137.2	10,081.2	12,624.9
세전이익	2,043.5	348.9	1,503.6	4,617.2	6,810.6
순이익	1,638.0	338.6	1,278.1	3,924.6	5,789.0
지배주주지분순이익	1,237.2	-1,018.7	319.5	981.2	1,447.3
EPS(원)	5,287	-4,354	1,365	4,193	6,185
증감률(% YoY)	60.0	적전	흑전	207.1	47.5
PER(배)	80.9	-79.9	203.2	66.2	44.9
PBR(배)	4.95	3.86	2.67	2.30	2.00
EV/EBITDA(배)	29.2	48.5	20.8	14.2	11.9
영업이익률(%)	6.4	2.2	7.1	13.5	16.9
ROE(%)	6.4	-4.9	1.4	3.7	4.8
순차입금비율(%)	24.1	40.3	32.2	23.1	4.4

자료: 키움증권 리서치

LG에너지솔루션(373220): 제품 다변화로 실적 회복 예상

LG에너지솔루션 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	6,129	6,162	6,878	6,451	6,265	5,563	6,627	7,687	33,745	25,620	26,143
%YoY	-30%	-30%	-16%	-19%	2%	-10%	-4%	19%	32%	-24%	2%
증대형	3,770.6	3,918.1	4,539.3	4,193.3	4,134.9	3,424.2	4,066.5	4,966.5	22,015.2	16,421.3	16,592.1
소형	2,127.6	1,861.1	1,650.7	1,632.2	1,654.0	1,677.0	1,914.2	1,880.2	9,523.7	7,271.5	7,125.3
ESS	230.5	382.6	687.8	625.8	476.1	461.9	646.6	840.6	2,206.6	1,926.7	2,425.2
영업이익 (AMPC 제외)	-31.6	-252.5	-17.7	-602.8	-83.0	-117.8	15.3	74.8	1,486.4	-904.6	-110.8
%YoY	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	22%	적자전환	적자지속
영업이익률	-0.5%	-4.1%	-0.3%	-9.3%	-1.3%	-2.1%	0.2%	1.0%	4%	-4%	0%
증대형	15.1	-195.9	-101.6	-545.1	-82.7	-205.5	-122.0	-44.7	713.1	-827.6	-454.8
Opm	0%	-5%	-2%	-13%	-2%	-6%	-3%	-1%	3%	-5%	-3%
소형	45.5	65.1	82.5	(32.6)	92.8	92.2	128.3	109.0	754.2	160.6	422.3
Opm	2%	4%	5%	-2%	6%	6%	7%	6%	8%	2%	6%
ESS	-92.2	-121.7	1.4	-25.0	-93.1	-4.6	9.1	10.4	19.1	-237.5	-78.3
Opm	-40%	-32%	0%	-4%	-20%	-1%	1%	1%	1%	-12%	-3%
AMPC	188.9	447.8	466.0	377.3	457.7	425.0	567.0	510.3	677	1,480	1,960
%QoQ	-24%	137%	4%	-19%	21%	-7%	33%	-10%			
%YoY										119%	32%
합계	157.2	195.3	448.3	-225.5	374.7	307.2	582.3	585.1	2,163.2	575.4	1,849.2
%YoY	-75%	-58%	-39%	적자전환	138%	57%	30%	흑자전환	78%	-73%	221%

자료: 키움증권 리서치센터
 합계: 영업이익 + AMPC

LG에너지솔루션(373220): 제품 다변화로 실적 회복 예상

LG에너지솔루션 AMPC Tax Credit 추정치

(단위: GWh)	2024	2025F	2026F	2027F
미국 배터리 공장 CAPA (단위: GWh)				
단독				
미시간(단독, 100%)	5	20	20	20
미국 애리조나(단독, 100%)			36	36
JV				
미국 오하이오(GM JV1, 50%)	45	45	45	45
미국 테네시(GM JV2, 50%)	50	50	50	50
미국 미시간(GM JV3, 50%)-단독 공장		20	20	20
미국 오하이오(Honda JV, 50%)		5	40	40
미국 조지아주(Hyundai JV, 50%)			30	30
Total	100	120	241	241
판매량 (단위: GWh)				
단독				
미시간(단독, 100%)		7.0	5.0	15.6
미국 애리조나(단독, 100%)			12.6	18
JV				
미국 오하이오(GM JV1, 50%)	21.6	20.3	23.4	27.5
미국 테네시(GM JV2, 50%)	9.3	12.0	14.5	17
미국 미시간(GM JV3, 50%)-단독 공장		0.6	0.6	4.6
미국 오하이오(Honda JV, 50%)		1	14.0	17.6
미국 조지아주(Hyundai JV, 50%)			8.4	11.7
Total	30.9	40.3	78.5	112
연결기준 (단위: 백만달러)				
셀 공급기준				
미국 오하이오(GM JV1, 50%)	756	709	819	961
미국 테네시(GM JV2, 50%)	326	420	508	595
미국 미시간(GM JV3, 50%)-단독 공장			21	161
미시간(단독, 100%)		245	175	546
미국 조지아주(Hyundai JV, 50%)			294	410
모듈 공급기준				
미국 애리조나(단독, 100%)			567	810
미국 오하이오(Honda JV, 50%)		47	630	792
Total	1,082	1,421	3,014	4,274
연결기준 (단위: 십억원)				
Total	1,479.9	1,960	3,851	5,462

자료: 키움증권 리서치센터

주: 미시간 공장은 셀/모듈 혼재되어 있어 보수적으로 \$35/kWh 적용. 미시간 단독 공장의 경우 증설로 인해 24년 가동 중단.

LG에너지솔루션(373220) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	33,745.5	25,619.6	26,142.6	34,712.7	39,216.5
매출원가	28,802.4	22,213.6	21,781.0	27,919.7	31,322.3
매출총이익	4,943.0	3,406.0	4,361.6	6,793.1	7,894.2
판매비	3,456.7	4,310.6	4,472.4	5,944.9	6,715.8
영업이익	2,163.2	575.4	1,849.2	4,699.4	6,640.8
EBITDA	4,450.1	3,621.2	6,137.2	10,081.2	12,624.9
영업외손익	-119.8	-226.5	-345.6	-82.2	169.8
이자수익	177.8	222.8	177.5	231.8	483.7
이자비용	315.8	564.2	571.1	571.1	571.1
외환관련이익	1,862.9	1,130.1	1,130.1	1,163.9	1,163.9
외환관련손실	1,459.2	1,152.1	1,236.5	1,061.2	1,061.2
총속 및 관계기업손익	-32.5	-49.1	-49.1	-49.1	-49.1
기타	-353.0	186.0	203.5	203.5	203.6
법인세차감전이익	2,043.5	348.9	1,503.6	4,617.2	6,810.6
법인세비용	405.5	10.3	225.5	692.6	1,021.6
계속사업손익	1,638.0	338.6	1,278.1	3,924.6	5,789.0
당기순이익	1,638.0	338.6	1,278.1	3,924.6	5,789.0
지배주주순이익	1,237.2	-1,018.7	319.5	981.2	1,447.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	31.8	-24.1	2.0	32.8	13.0
영업이익 증감률	78.2	-73.4	221.4	154.1	41.3
EBITDA 증감률	45.6	-18.6	69.5	64.3	25.2
지배주주순이익의 증감률	61.3	-182.3	-131.4	207.1	47.5
EPS 증감률	60.0	착전	육전	207.1	47.5
매출총이익률(%)	14.6	13.3	16.7	19.6	20.1
영업이익률(%)	6.4	2.2	7.1	13.5	16.9
EBITDA Margin(%)	13.2	14.1	23.5	29.0	32.2
지배주주순이익률(%)	3.7	-4.0	1.2	2.8	3.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,444.2	5,111.7	8,480.9	7,880.8	12,246.2
당기순이익	0.0	0.0	1,278.1	3,924.6	5,789.0
비현금항목의 가감	3,607.0	4,984.4	5,838.0	7,344.6	8,023.8
유형자산감가상각비	2,150.2	2,856.0	4,009.8	5,163.9	5,813.3
무형자산감가상각비	136.7	189.7	278.2	218.0	170.8
자본법평가손익	-14.6	-114.8	-49.1	-49.1	-49.1
기타	1,334.7	2,053.5	1,599.1	2,011.8	2,088.8
영업활동자산부채증감	-277.0	691.4	1,635.0	-2,705.6	-806.7
매출채권및기타채권의감소	-164.9	663.8	-55.7	-1,836.9	-965.3
재고자산의감소	1,934.3	984.2	633.2	-2,249.0	-800.3
매입채무및기타채무의증가	-926.5	-923.9	1,394.8	1,803.4	1,489.3
기타	-1,119.9	-32.7	-337.3	-423.1	-530.4
기타현금흐름	1,114.2	-564.1	-270.2	-682.8	-759.9
투자활동 현금흐름	-9,719.3	-12,065.4	-8,916.3	-7,866.4	-6,266.4
유형자산의 취득	-9,923.1	-12,399.0	-9,050.0	-8,000.0	-6,400.0
유형자산의 처분	102.2	74.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-100.8	-110.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	66.0	-336.2	-7.7	-7.7	-7.7
단기금융자산의감소(증가)	-5.0	4.9	0.1	0.0	0.0
기타	141.4	701.1	141.3	141.3	141.3
재무활동 현금흐름	4,354.7	5,381.5	1,411.0	1,211.0	1,211.0
차입금의 증가(감소)	2,486.1	2,101.0	200.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1,868.6	3,280.5	1,211.0	1,211.0	1,211.0
기타현금흐름	51.3	402.2	398.2	387.9	295.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-869.2	-1,170.1	1,373.8	1,613.3	7,486.6
기초현금 및 현금성자산	5,938.0	5,068.8	3,898.7	5,272.6	6,885.9
기말현금 및 현금성자산	5,068.8	3,898.7	5,272.6	6,885.9	14,372.5

자료: 키움증권 리서치

키움증권

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유자산	17,208.4	15,327.4	16,461.0	22,583.3	32,365.9
현금 및 현금성자산	5,068.8	3,898.7	5,272.6	6,885.9	14,372.5
단기금융자산	5.0	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	5,678.7	5,547.6	5,603.3	7,440.2	8,405.5
재고자산	5,396.3	4,552.4	3,919.1	6,168.1	6,968.4
기타유동자산	1,059.6	1,328.6	1,666.0	2,089.1	2,619.5
비유동자산	28,228.7	44,979.4	49,597.4	52,081.9	52,456.4
투자자산	583.9	871.0	829.5	788.1	746.6
유형자산	23,654.7	38,349.6	43,389.8	46,225.9	46,812.6
무형자산	876.0	1,284.6	1,006.3	788.4	617.6
기타비유동자산	3,114.1	4,474.2	4,371.8	4,279.5	4,279.5
자산총계	45,437.1	60,306.8	66,058.4	74,665.2	84,822.3
유동부채	10,937.2	12,054.9	13,449.8	15,253.2	16,742.5
매입채무 및 기타채무	6,910.9	8,361.1	9,756.0	11,559.4	13,048.7
단기금융부채	3,215.2	2,490.2	2,490.2	2,490.2	2,490.2
기타유동부채	811.1	1,203.6	1,203.6	1,203.6	1,203.6
비유동부채	10,126.5	17,285.3	17,485.3	17,485.3	17,485.3
장기금융부채	7,720.8	13,900.5	14,100.5	14,100.5	14,100.5
기타비유동부채	2,405.7	3,384.8	3,384.8	3,384.8	3,384.8
부채총계	21,063.6	29,340.2	30,935.1	32,738.5	34,227.8
자본	20,200.6	21,116.2	24,314.5	28,174.4	32,500.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	554.5	2,437.4	5,316.1	8,194.9	11,073.6
이익잉여금	2,364.5	1,397.2	1,716.7	2,697.9	4,145.1
비지배자본	4,172.9	9,850.3	10,800.8	13,752.3	18,094.1
자본총계	24,373.5	30,966.5	35,123.3	41,926.7	50,594.5

투자지표 (단위: 원, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,287	-4,354	1,365	4,193	6,185
BPS	86,328	90,240	103,908	120,403	138,891
CFPS	22,414	22,748	30,410	48,159	59,029
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	80.9	-79.9	203.2	66.2	44.9
PER(최고)	117.3	-102.0	283.1		
PER(최저)	71.0	-71.4	203.2		
PBR	4.95	3.86	2.67	2.30	2.00
PBR(최고)	7.18	4.92	3.72		
PBR(최저)	4.35	3.45	2.67		
PSR	2.96	3.18	2.48	1.87	1.66
PCFR	19.1	15.3	9.1	5.8	4.7
EV/EBITDA	29.2	48.5	20.8	14.2	11.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	3.9	0.6	2.0	5.6	7.3
ROE	6.4	-4.9	1.4	3.7	4.8
ROIC	6.0	0.1	3.5	8.2	10.9
매출채권회전율	6.2	4.6	4.7	5.3	4.9
재고자산회전율	5.4	5.2	6.2	6.9	6.0
부채비율	86.4	94.7	88.1	78.1	67.7
순차입금비율	24.1	40.3	32.2	23.1	4.4
이자보상배율(현금)	6.9	1.0	3.2	8.2	11.6
총차입금	10,936.0	16,390.8	16,590.8	16,590.8	16,590.8
순차입금	5,862.2	12,491.9	11,318.2	9,704.8	2,218.3
NOPLAT	4,450.1	3,621.2	6,137.2	10,081.2	12,624.9
FCF	-6,394.6	-8,644.0	-1,555.2	-1,329.2	4,422.0

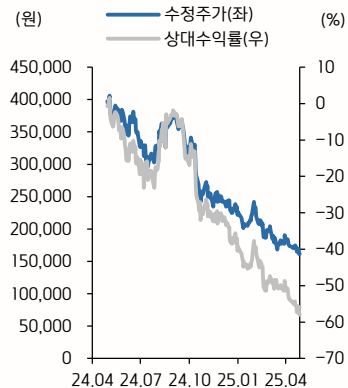
삼성SDI(006400): 불확실성은 해소됐으나 리스크는 상존

BUY (Maintain)

이차전지 Analyst 권준수 wkud1222@kiwoom.com

목표주가: 260,000원
주가(5/22): 163,100원

KOSPI (5/22)	2,593.67pt
시가총액	11조 2,155억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	406,299원 161,500원
최고/최저가대비	-59.9% 1.0%
주가수익률	절대 상대
1M	-8.0% -11.8%
6M	-38.1% -40.3%
1Y	-59.2% -57.2%
발행주식수	68,765천주
일평균 거래량(3M)	503천주
외국인 지분율	31.1%
배당수익률(2025E)	0.9%
BPS(2025E)	272,506원
주요 주주	삼성전자 외 4인 20.0%



◎ 1Q25 영업이익 -4,341억원(적자전환 YoY)

- 매출액 3.2조원(-15%QoQ, -34%YoY), 영업이익 -4,341억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스 하회(영업이익 컨센서스 -3,187억원)
- 중대형 전지의 경우 유럽 고객사들의(BMW, VW 등) 재고 조정으로 판매량이 큰 폭으로 줄어든 것으로 보이며, 소형 전지도 EV 및 전동공구 고객사들의 재고 조정 영향 지속으로 판매량이 크게 감소. ASP 레깅 영향 및 가동률 하락으로 인한 고정비 부담 증가로 수익성 크게 악화

◎ 2Q25 영업이익 -1,171억원(적자전환 YoY) 전망

- 매출액 3.6조원(+13%QoQ, -19%YoY), 영업이익 -1,171억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)을 기록할 전망. 중대형 전지의 경우 유럽 고객사를 중심으로 재고 Restocking 수요 발생이 예상되며, 출하량이 +11%QoQ 증가할 것으로 보이나, 미국 SDI-Stellantis JV(SPE) 공장은 美 관세 영향에 따른 전방 고객사의 공장 가동 중단 여파로 2분기 미국 생산량이 당초 계획에 못 미칠 것으로 예상. 수익성의 경우 중대형/소형 매출 증가로 손익은 개선되었으나, 여전히 낮은 가동률로 인해 적자가 지속될 것으로 전망

◎ 불확실성은 해소됐으나 하반기 점유율 하락 방어가 중요

- 당사는 최근 유상증자 발표, 1Q25 실적 대규모 적자 인식으로 단기적으로 주가 하방 압력을 가중시켜왔던 불확실성이 모두 공개됨. 실적은 1분기 저점 이후 하반기 점진적인 회복이 예상되나, 여전히 유럽 지역 및 고객사 내 점유율 하락은 리스크로 상존. 당사의 주가가 큰 폭의 하락을 보인 만큼(25년 P/B 0.6배) 현 주가 수준에서 하방 압력은 제한적이라고 판단되며, 하반기 유럽 전기차 수요 회복 시 구간별 Trading 기회는 유효하다고 판단

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	21,436.8	16,592.2	14,863.3	20,786.7	24,016.3
영업이익	1,545.5	363.3	-136.0	1,944.2	2,813.6
EBITDA	3,273.5	2,238.2	2,245.2	4,972.6	6,405.5
세전이익	2,381.8	527.3	499.4	2,546.8	3,390.9
순이익	2,066.0	575.5	386.0	1,938.1	2,580.4
지배주주지분순이익	2,009.2	599.3	363.4	1,824.4	2,429.0
EPS(원)	27,788	8,288	4,595	21,686	28,873
증감률(% YoY)	2.9	-70.2	-44.6	371.9	33.1
PER(배)	16.6	29.2	35.2	7.5	5.6
PBR(배)	1.80	0.89	0.59	0.53	0.47
EV/EBITDA(배)	11.6	13.4	9.7	4.7	3.6
영업이익률(%)	7.2	2.2	-0.9	9.4	11.7
ROE(%)	11.5	3.1	1.7	7.5	8.9
순차입금비율(%)	18.4	44.9	34.6	36.4	31.3

자료: 키움증권 리서치

삼성SDI(006400): 불확실성은 해소됐으나 리스크는 상존

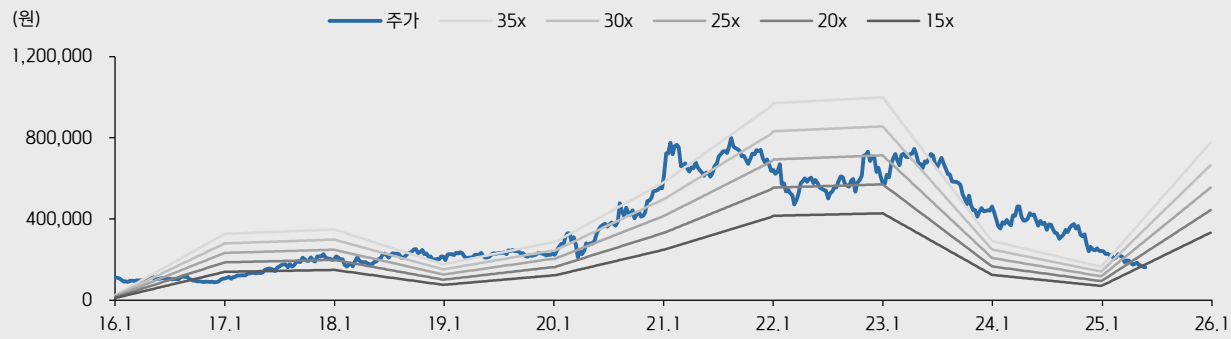
삼성SDI 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025F
매출액	5,130.9	4,450.1	3,935.6	3,754.5	3,176.8	3,586.4	3,926.0	4,174.0	17,271.1	14,863.3
소형전지	1,557.8	1,433.0	1,064.9	891.1	775.0	966.8	1,056.7	1,077.3	4,946.8	3,875.7
중대형전지	3,023.9	2,439.9	2,607.1	2,673.4	2,205.9	2,392.4	2,596.3	2,878.5	10,744.3	10,073.0
전자재료	549.1	577.2	263.6	190.0	195.9	227.3	273.0	218.3	1,580.0	914.5
영업이익 (AMPC 포함)	267.4	280.2	129.9	-256.7	-434.1	-117.1	175.7	239.6	420.8	-136.0
소형전지	79.7	103.8	-30.8	-188.3	-233.7	-90.6	-48.2	-24.5	-35.6	-396.9
중대형전지	134.8	104.2	94.3	-80.0	-218.8	-62.5	156.6	234.6	253.4	109.8
전자재료	52.9	72.2	66.4	11.6	18.3	36.0	67.3	29.5	203.1	151.1
AMPC	46.7	7.9	10.3	24.9	109.4	62.9	83.6	91.2	90	347
영업이익률	5%	6%	3%	-7%	-14%	-3%	4%	6%	2%	-1%
소형전지	5%	7%	-3%	-21%	-30%	-9%	-5%	-2%	-1%	-10%
중대형전지	4%	4%	4%	-3%	-10%	-3%	6%	8%	2%	1%
전자재료	10%	13%	25%	6%	9%	16%	25%	14%	13%	17%

자료: 키움증권 리서치센터

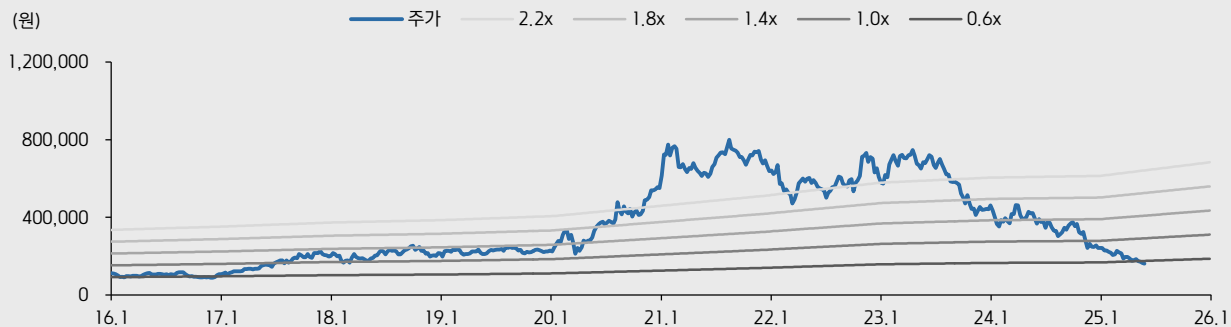
삼성SDI(006400): 불확실성은 해소됐으나 리스크는 상존

삼성SDI 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

삼성SDI 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

삼성SDI(006400) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,436.8	16,592.2	14,863.3	20,786.7	24,016.3
매출원가	17,654.6	13,498.7	12,666.0	15,641.6	17,554.7
매출총이익	3,782.2	3,093.6	2,197.2	5,145.2	6,461.6
판매비	2,236.7	2,820.1	2,333.3	3,201.0	3,648.0
영업이익	1,545.5	363.3	-136.0	1,944.2	2,813.6
EBITDA	3,273.5	2,238.2	2,245.2	4,972.6	6,405.5
영업외손익	836.3	164.0	635.4	602.6	577.3
이자수익	79.8	55.0	98.1	59.7	69.0
이자비용	273.5	335.6	349.9	349.9	349.9
외환관련이익	846.3	1,073.3	729.6	693.2	658.5
외환관련손실	834.4	1,112.9	729.6	729.6	729.6
총속 및 관계기업손익	1,017.2	801.2	841.2	883.3	883.3
기타	0.9	-317.0	46.0	45.9	46.0
법인세차감전이익	2,381.8	527.3	499.4	2,546.8	3,390.9
법인세비용	403.1	6.9	119.4	608.7	810.4
계속사업손익	1,978.7	520.5	380.0	1,938.1	2,580.4
당기순이익	2,066.0	575.5	386.0	1,938.1	2,580.4
지배주주순이익	2,009.2	599.3	363.4	1,824.4	2,429.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	6.5	-22.6	-10.4	39.9	15.5
영업이익 증감률	-14.5	-76.5	-137.4	-1,529.6	44.7
EBITDA 증감률	0.1	-31.6	0.3	121.5	28.8
지배주주순이익의 증감률	2.9	-70.2	-39.4	402.0	33.1
EPS 증감률	2.9	-70.2	-44.6	371.9	33.1
매출총이익률(%)	17.6	18.6	14.8	24.8	26.9
영업이익률(%)	7.2	2.2	-0.9	9.4	11.7
EBITDA Margin(%)	15.3	13.5	15.1	23.9	26.7
지배주주순이익률(%)	9.4	3.6	2.4	8.8	10.1

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,103.5	-137.6	2,594.4	2,340.9	4,415.0
당기순이익	2,066.0	575.5	386.0	1,938.1	2,580.4
비현금항목의 가감	1,497.9	2,396.7	1,911.2	3,044.1	3,799.9
유형자산감가상각비	1,659.7	1,795.3	2,289.8	2,966.9	3,550.6
무형자산감가상각비	68.3	79.6	91.5	61.5	41.3
자본법평가손익	-1,017.2	-801.2	-841.2	-883.3	-883.3
기타	787.1	1,323.0	371.1	899.0	1,091.3
영업활동자산부채증감	-938.4	-2,622.2	654.1	-1,756.5	-888.2
매출채권및기타채권의감소	-484.1	-271.5	374.6	-1,169.7	-637.8
재고자산의감소	-134.1	252.0	329.8	-974.5	-499.5
매입채무및기타채무의증가	-119.6	-1,277.9	-50.2	387.5	248.1
기타	-200.6	-1,324.8	-0.1	0.2	1.0
기타현금흐름	-522.0	-487.6	-356.9	-884.8	-1,077.1
투자활동 현금흐름	-4,104.8	-4,919.7	-4,297.9	-4,566.4	-4,844.7
유형자산의 취득	-4,048.2	-6,271.3	-5,280.0	-5,544.0	-5,821.2
유형자산의 처분	11.7	8.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-12.5	-85.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-183.9	1,007.8	983.8	982.9	982.0
단기금융자산의감소(증가)	-63.2	426.6	-1.8	-5.3	-5.5
기타	191.3	-5.7	0.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	902.7	5,544.4	2,433.2	-109.7	-117.4
차입금의 증가(감소)	381.0	5,401.4	500.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2,000.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-71.6	-69.7	-66.9	-109.7	-117.4
기타	593.3	212.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	8.9	-126.5	883.3	890.7	890.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,089.8	360.6	1,613.0	-1,444.5	343.6
기초현금 및 현금성자산	2,614.3	1,524.5	1,885.1	3,498.0	2,053.6
기말현금 및 현금성자산	1,524.5	1,885.1	3,498.0	2,053.6	2,397.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,187.0	10,334.3	11,265.5	11,991.7	13,499.3
현금 및 현금성자산	1,524.5	1,885.1	3,498.0	2,053.6	2,397.2
단기금융자산	602.2	175.7	177.4	182.8	188.2
매출채권 및 기타채권	3,145.3	3,309.7	2,935.1	4,104.8	4,742.6
재고자산	3,297.4	2,879.4	2,549.7	3,524.2	4,023.7
기타유동자산	617.6	2,084.4	2,105.3	2,126.3	2,147.6
비유동자산	24,851.8	30,263.0	33,019.2	35,435.1	37,565.8
투자자산	11,394.1	11,187.5	11,044.9	10,945.3	10,846.6
유형자산	11,893.3	17,706.5	20,696.8	23,273.8	25,544.5
무형자산	858.9	668.0	576.5	515.0	473.7
기타비유동자산	705.5	701.0	701.0	701.0	701.0
자산총계	34,038.9	40,597.3	44,284.7	47,426.8	51,065.1
유동부채	8,518.9	10,855.7	10,833.6	11,250.1	11,528.2
매입채무 및 기타채무	4,512.8	3,366.9	3,316.7	3,704.2	3,952.3
단기금융부채	2,894.3	6,549.7	6,549.7	6,549.7	6,549.7
기타유동부채	1,111.8	939.1	967.2	996.2	1,026.2
비유동부채	5,612.7	8,174.4	8,702.4	8,702.4	8,702.4
장기금융부채	2,904.5	5,189.9	5,689.9	5,689.9	5,689.9
기타비유동부채	2,708.2	2,984.5	3,012.5	3,012.5	3,012.5
부채총계	14,131.6	19,030.1	19,536.0	19,952.5	20,230.6
자본지분	18,511.4	19,766.4	22,925.2	25,537.0	28,745.9
자본금	356.7	356.7	415.8	415.8	415.8
자본잉여금	5,002.0	5,002.0	6,943.0	6,943.0	6,943.0
기타자본	-345.1	-345.1	-345.1	-345.1	-345.1
기타포괄손익누계액	1,162.2	1,972.9	2,877.8	3,782.8	4,687.7
이익잉여금	12,335.7	12,779.9	13,033.6	14,740.6	17,044.5
비지배지분	1,395.9	1,800.8	1,823.5	1,937.2	2,088.7
자본총계	19,907.2	21,567.2	24,748.6	27,474.3	30,834.5

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	27,788	8,288	4,595	21,686	28,873
BPS	256,014	273,371	272,506	303,553	341,695
CFPS	49,289	41,106	29,052	59,222	75,842
DPS	1,000	1,000	1,400	1,500	1,600
주가배수(배)					
PER	16.6	29.2	35.2	7.5	5.6
PER(최고)	28.2	58.4	54.2		
PER(최저)	14.7	27.8	34.9		
PBR	1.80	0.89	0.59	0.53	0.47
PBR(최고)	3.06	1.77	0.91		
PBR(최저)	1.59	0.84	0.59		
PSR	1.56	1.06	0.86	0.65	0.57
PCFR	9.4	5.9	5.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	11.6	13.4	9.7	4.7	3.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	3.2	11.4	28.0	6.0	4.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.4	0.9	0.9	1.0
ROA	6.4	1.5	0.9	4.2	5.2
ROE	11.5	3.1	1.7	7.5	8.9
ROIC	10.9	1.3	-0.4	5.5	7.0
매출채권회전율	7.3	5.1	4.8	5.9	5.4
재고자산회전율	6.6	5.4	5.5	6.8	6.4
부채비율	71.0	88.2	78.9	72.6	65.6
순차입금비용	18.4	44.9	34.6	36.4	31.3
이자보상배율(현금)	5.6	1.1	-0.4	5.6	8.0
총자입금	5,798.9	11,739.6	12,239.6	12,239.6	12,239.6
순이익	3,672.2	9,678.9	8,564.2	10,003.3	9,654.2
NOPLAT	3,273.5	2,238.2	2,245.2	4,972.6	6,405.5
FCF	-1,847.0	-6,862.8	-2,348.1	-2,792.6	-976.4

엘앤에프(066970): 실적 회복 + 수주 모멘텀 유효

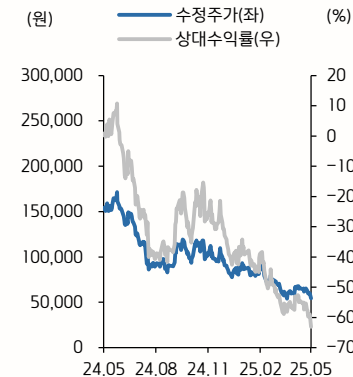
BUY (Maintain)

이차전지 Analyst 권준수 wkud1222@kiwoom.com

목표주가: 90,000원(하향)

주가(5/22): 52,500원

KOSPI (5/22)	2,593.67pt	
시가총액	1조 9,066억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	171,600원	52,500원
최고/최저가대비	-69.4%	0.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-11.6%
	6M	-49.9%
	1Y	-65.7%
발행주식수	36,316천주	
일평균 거래량(3M)	348천주	
외국인 지분율	15.8%	
배당수익률(2025E)	0.0%	
BPS(2025E)	14,025원	
주요 주주	새로닉스 외 16 인	23.7%



◎ 1Q25 영업이익 -1,403억원(적자지속 YoY), 시장 컨센서스 하회

- 매출액 3,648억원(flat QoQ, -43%YoY), 영업이익 -1,403억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 -712억원) 하회
- 수익성의 경우 메탈 가격 하락에 따른 역래깅 영향, 재고평가손실의 추가 인식(747억원) 및 낮은 가동률에 따른 고정비 부담으로 큰 폭의 적자 기록

◎ 2Q25 영업이익 -502억원(적자지속 YoY) 전망

- 매출액 5,678억원(+56%QoQ, +2%YoY), 영업이익 -502억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)을 기록할 전망. Tesla의 신규 모델 향 출하 본격화로 NCMA95 제품의 출하량 및 매출이 전분기비 큰 폭으로 증가할 것으로 보이며, NCMA90에서 NCMA95 제품으로의 전환이 하반기로 갈수록 빠르게 이루어질 것으로 예상
- 수익성의 경우 추가적인 재고평가손실 인식(290억 추정)이 예상되나, 높은 원가 재고의 점진적 소진 및 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 전분기비 적자폭이 크게 줄어든 것으로 예상

◎ 이차전지 Top Pick으로 제시

- 동사를 하반기 Top Pick으로 제시하는 이유는, 1) 올해 리튬 장기공급계약 마무리로 대규모의 재고평가손실의 발생이 제한적일 것으로 보이며(실적 개선), 2) Tesla Model Y Juniper LR(유럽/중국) 향 단독 공급으로 인한 큰 폭의 출하량 증가가 기대되며, 3) LFP 신규 사업 등 수주 모멘텀이 예상되기 때문. 동사의 흑자전환 시점을 3Q25로 예상하는 가운데, 미국 관세 영향으로부터 자유로운 점도 긍정적

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,291.1	3,282.9	3,848.7
영업이익	-222.3	-558.7	-179.7	104.8	165.3
EBITDA	-175.8	-495.3	-89.2	193.8	259.0
세전이익	-295.7	-519.5	-281.0	22.7	99.2
순이익	-194.9	-380.7	-203.1	18.1	78.0
지배주주지분순이익	-194.3	-377.9	-201.7	17.9	77.4
EPS(원)	-5,372	-10,416	-5,556	494	2,132
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전	흑전
PER(배)	-38.0	-7.8	-9.8	110.4	25.6
PBR(배)	6.74	4.12	3.89	3.77	3.30
EV/EBITDA(배)	-51.0	-9.0	-38.9	18.4	13.8
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-7.8	3.2	4.3
ROE(%)	-16.4	-41.7	-33.0	3.5	13.8
순차입금비율(%)	140.0	207.8	286.1	294.8	260.9

자료: 키움증권 리서치

엘앤에프(066970): 실적 회복 + 수주 모멘텀 유효

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	635.7	554.8	351.6	365.3	364.8	567.8	687.8	670.7
영업이익	-203.8	-84.2	-72.4	-198.2	-140.3	-50.2	0.4	10.4
영업이익률(%)	-32.1	-15.2	-20.6	-54.3	-38.4	-8.8	0.1	1.5
세전이익	-148.7	-99.6	-123.4	-147.8	-145.4	-73.9	-23.3	-38.4
순이익	-111.7	-74.4	-77.0	-117.7	-111.2	-53.5	-16.8	-21.6
지배주주순이익	-111.5	-73.8	-76.1	-116.5	-110.9	-53.1	-16.7	-21.0

자료: 키움증권 리서치센터

Tesla 분기별 판매 데이터(1Q22~1Q25)

(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25
기타 생산량 (Model S/X 등)	14,218	16,411	19,935	20,613	71,177	19,437	19,489	13,688	18,212	70,826	20,995	24,255	26,128	22,727	94,105	17,161
Model 3/Y 생산량	291,189	242,169	345,988	419,088	1,298,434	421,371	460,211	416,800	476,777	1,775,159	412,376	386,576	443,668	436,718	1,679,338	345,454
전체 생산량	305,407	258,580	365,923	439,701	1,369,611	440,808	479,700	430,488	494,989	1,845,985	433,371	410,831	469,796	459,445	1,773,443	362,615
기타 인도량 (Model S/X 등)	14,724	16,162	18,672	17,147	66,705	10,695	19,225	15,985	22,969	68,874	17,027	21,551	22,915	23,640	85,133	12,881
Model 3/Y 인도량	295,324	238,533	325,158	388,131	1,247,146	412,180	446,915	419,074	461,538	1,739,707	369,783	422,405	439,975	471,930	1,704,093	323,800
전체 인도량	310,048	254,695	343,830	405,278	1,313,851	422,875	466,140	435,059	484,507	1,808,581	386,810	443,956	462,890	495,570	1,789,226	336,681

자료: Tesla IR, 키움증권 리서치센터

엘앤에프(066970) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,291.1	3,282.9	3,848.7
매출원가	4,783.7	2,371.0	2,342.4	2,994.3	3,468.4
매출총이익	-139.6	-463.5	-51.3	288.6	380.3
판매비	82.7	95.2	128.4	183.8	215.1
영업이익	-222.3	-558.7	-179.7	104.8	165.3
EBITDA	-175.8	-495.3	-89.2	193.8	259.0
영업외손익	-73.4	39.2	-101.3	-82.1	-66.0
이자수익	8.9	5.8	7.4	6.5	6.2
이자비용	78.9	106.4	109.4	112.4	112.4
외환관련이익	174.6	100.9	126.2	126.2	126.2
외환관련손실	167.5	112.2	112.2	100.5	84.1
총속 및 관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-10.3	151.3	-13.1	-1.7	-1.7
법인세차감전이익	-295.7	-519.5	-281.0	22.7	99.2
법인세비용	-100.8	-138.8	-77.9	4.6	21.2
계속사업순손익	-194.9	-380.7	-203.1	18.1	78.0
당기순이익	-194.9	-380.7	-203.1	18.1	78.0
지배주주순이익	-194.3	-377.9	-201.7	17.9	77.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	19.5	-58.9	20.1	43.3	17.2
영업이익 증감률	-183.5	151.3	-67.8	-158.3	57.7
EBITDA 증감률	-159.1	181.7	-82.0	-317.3	33.6
지배주주순이익의 증감률	-172.0	94.5	-46.6	-108.9	332.4
EPS 증감률	적전	적지	적지	흑전	331.8
매출총이익률(%)	-3.0	-24.3	-2.2	8.8	9.9
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-7.8	3.2	4.3
EBITDA Margin(%)	-3.8	-26.0	-3.9	5.9	6.7
지배주주순이익률(%)	-4.2	-19.8	-8.8	0.5	2.0

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-374.6	280.5	25.7	-16.8	-32.7
당기순이익	-194.9	-380.7	-203.1	18.1	78.0
비현금항목의 가감	14.9	-76.5	-24.5	60.3	82.1
유형자산감가상각비	44.2	60.5	86.4	85.8	91.4
무형자산감가상각비	2.3	2.9	4.1	3.1	2.4
자본법평가손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-31.4	-139.7	-114.8	-28.4	-11.5
영업활동자산부채증감	-24.2	77.5	267.1	4.9	-75.6
매출채권및기타채권의감소	369.5	209.2	94.3	-52.0	-29.7
재고자산의감소	64.0	588.8	21.9	-42.3	-102.5
매입채무및기타채무의증가	-447.6	-87.9	150.9	99.2	56.6
기타	-10.1	65.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-170.4	-38.0	-13.8	-100.1	-117.2
투자활동 현금흐름	-561.3	-239.9	-120.4	-190.4	-100.4
유형자산의 취득	-482.0	-207.9	-80.0	-150.0	-60.0
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.3	-2.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-127.4	-54.4	-49.1	-49.1	-49.1
단기금융자산의감소(증가)	21.8	15.8	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	8.7	8.7	8.7	8.7
재무활동 현금흐름	1,050.1	-20.2	110.0	110.0	60.0
차입금의 증가(감소)	1,052.6	103.1	50.0	50.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-17.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.8	-123.3	60.0	60.0	60.0
기타현금흐름	6.9	17.8	57.4	57.4	57.4
현금 및 현금성자산의 순증가	121.1	38.3	72.7	-39.8	-15.6
기초현금 및 현금성자산	120.2	241.3	279.5	352.2	312.4
기말현금 및 현금성자산	241.3	279.5	352.2	312.4	296.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969.5	1,089.8	1,046.3	1,100.7	1,217.2
현금 및 현금성자산	241.3	279.5	352.2	312.4	296.7
단기금융자산	18.5	2.7	2.7	2.7	2.7
매출채권 및 기타채권	426.2	214.4	120.1	172.1	201.8
재고자산	1,163.4	574.6	552.7	594.9	697.5
기타유동자산	120.1	18.6	18.6	18.6	18.5
비유동자산	1,382.0	1,710.0	1,748.4	1,858.3	1,873.5
투자자산	129.9	184.1	233.0	281.9	330.8
유형자산	1,119.8	1,259.7	1,253.3	1,317.5	1,286.1
무형자산	12.1	17.1	13.0	9.9	7.5
기타비유동자산	120.2	249.1	249.1	249.0	249.1
자산총계	3,351.4	2,799.8	2,794.7	2,959.0	3,090.7
유동부채	1,747.3	1,552.2	1,703.1	1,802.2	1,858.8
매입채무 및 기타채무	201.2	212.3	363.2	462.3	518.9
단기금융부채	1,322.3	1,265.7	1,265.7	1,265.7	1,265.7
기타유동부채	223.8	74.2	74.2	74.2	74.2
비유동부채	494.1	524.3	574.3	624.3	624.3
장기금융부채	491.4	519.2	569.2	619.2	619.2
기타비유동부채	2.7	5.1	5.1	5.1	5.1
부채총계	2,241.5	2,076.5	2,277.3	2,426.5	2,483.1
자본지분	1,097.2	713.6	509.1	524.1	598.7
자본금	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	703.9	701.9	701.9	701.9	701.9
기타자본	-6.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
기타포괄손익누계액	23.5	23.5	20.6	17.7	14.9
이익잉여금	357.9	-22.7	-224.4	-206.4	-129.0
비지배지분	12.8	9.7	8.3	8.4	9.0
자본총계	1,110.0	723.3	517.3	532.5	607.6

투자지표 (단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,372	-10,416	-5,556	494	2,132
BPS	30,268	19,660	14,025	14,440	16,493
CFPS	-4,978	-12,602	-6,270	2,159	4,409
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-38.0	-7.8	-9.8	110.4	25.6
PER(최고)	-65.1	-20.8	-16.9		
PER(최저)	-23.8	-7.8	-9.7		
PBR	6.74	4.12	3.89	3.77	3.30
PBR(최고)	11.55	11.04	6.70		
PBR(최저)	4.23	4.12	3.84		
PSR	1.59	1.54	0.86	0.60	0.51
PCFR	-41.0	-6.4	-8.7	25.2	12.4
EV/EBITDA	-51.0	-9.0	-38.9	18.4	13.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-6.1	-12.4	-7.3	0.6	2.6
ROE	-16.4	-41.7	-33.0	3.5	13.8
ROIC	-12.0	-25.8	-7.8	5.4	8.1
매출채권회전율	7.6	6.0	13.7	22.5	20.6
재고자산회전율	3.9	2.2	4.1	5.7	6.0
부채비율	201.9	287.1	440.2	455.7	408.7
순차입금비율	140.0	207.8	286.1	294.8	260.9
이자보상배율(현금)	-2.8	-5.3	-1.6	0.9	1.5
총자입금	1,813.7	1,784.9	1,834.9	1,884.9	1,884.9
순자입금	1,554.0	1,502.7	1,480.0	1,569.9	1,585.5
NOPLAT	-175.8	-495.3	-89.2	193.8	259.0
FCF	-730.6	85.2	147.7	27.3	88.0

SK아이이테크놀로지(361610): 하반기 분기별 매출 성장 기대

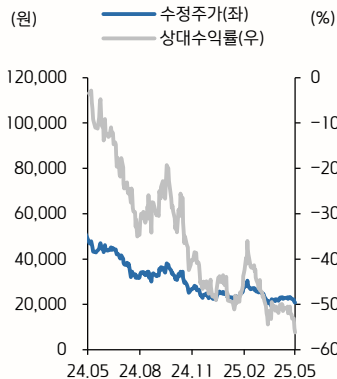
Outperform (Maintain)

이차전지 Analyst 권준수 wkud1222@kiwoom.com

목표주가: 24,000원(하향)

주가(5/22): 20,550원

KOSPI (5/22)	2,593.67pt		
시가총액	1조 4,652억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	50,100원	19,400원	
최고/최저가대비	-59.0%	5.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.1%	-10.6%
	6M	-23.9%	-26.6%
	1Y	-58.3%	-56.2%
발행주식수	71,298천주		
일평균 거래량(3M)	167천주		
외국인 지분율	6.2%		
배당수익률(2025E)	0.0%		
BPS(2025E)	33,578원		
주요 주주	SK이노베이션 외 4인	61.2%	



◎ 1Q25 영업이익 -696억원(적자지속 YoY)

- 매출액 582억원(-2%QoQ, +26%YoY), 영업이익 -696억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 시장 컨센서스 소폭 하회(영업이익 컨센서스 -609억원)
- 전분기에 이어 동사는 자체적으로 높은 전략 재고 수준을 조절하며 1분기에도 낮은 가동률을 보였으며, 그로 인한 고정비 상승 및 높은 원가의 재고 반영으로 적자 지속

◎ 2Q25 영업이익 -427억원(적자지속 YoY) 전망

- 매출액 838억원(+44%QoQ, +36%YoY), 영업이익 -427억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)을 기록할 전망. Captive 고객사의 유럽/미국 공장 가동률 상승에 따른 Restocking 수요와 원단 고객사(LG화학 추정) 향 출하가 시작됨에 따라 판매량이 전분기비 큰 폭으로(+54%QoQ) 증가할 것으로 예상
- 수익성의 경우 판매량 증가에 따라 고정비 부담은 전분기비 줄어들겠지만, 여전히 낮은 가동률로 인해 적자 기조는 2분기에도 유지될 전망

◎ 투자의견 Outperform, 목표주가 24,000원으로 하향 조정

- 동사는 올해 Captive 고객사의 Restocking 수요와 미국 신규 공장 가동으로 큰 폭의 판매 성장률을 보일 전망(+77%YoY). 동사는 상반기 두 건의 신규 고객 확보(중화권 각형 LFP 배터리향, LG화학 원단 추정) 외에도 EV/ESS 관련 Non-Captive 고객사와 수주를 논의하고 있어 추가 매출처 다변화 예상. 실적이 바닥을 지나가고 있는 만큼 하반기 이차전지 섹터 주가 반등 시 영업 레버리지가 높은 동사에 대한 주목이 필요하다고 판단

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	648.3	217.9	373.9	607.6	799.3
영업이익	50.1	-291.0	-132.3	43.4	75.6
EBITDA	205.0	-134.6	50.2	213.4	224.7
세전이익	116.9	-313.3	-111.9	37.3	47.7
순이익	82.2	-246.6	-92.4	30.8	39.4
지배주주지분순이익	82.2	-246.6	-92.4	30.8	39.4
EPS(원)	1,152	-3,459	-1,296	432	553
증감률(% YoY)	흑전	적전	적지	흑전	흑전
PER(배)	68.5	-6.5	-16.0	48.1	37.6
PBR(배)	2.33	0.69	0.62	0.57	0.53
EV/EBITDA(배)	31.6	-22.4	59.1	14.1	12.7
영업이익률(%)	7.7	-133.5	-35.4	7.1	9.5
ROE(%)	3.6	-10.4	-3.9	1.2	1.5
순차입금비율(%)	35.7	60.5	61.9	59.1	49.5

자료: 키움증권 리서치

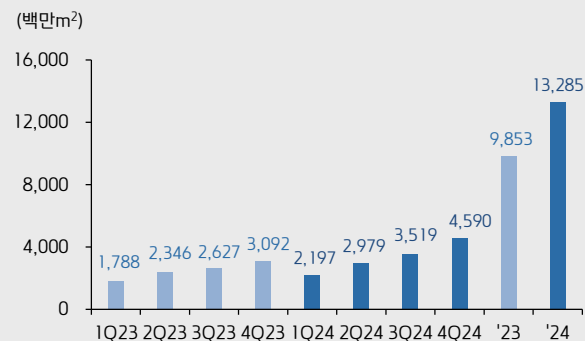
SK아이이테크놀로지(361610): 하반기 분기별 매출 성장 기대

SK아이이테크놀로지 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	46.2	61.7	50.8	59.3	58.2	83.8	108.4	123.5
영업이익	-67.4	-58.7	-73.0	-91.9	-69.6	-42.7	-21.7	1.7
영업이익률(%)	-146.0	-95.1	-143.8	-155.1	-119.6	-51.0	-20.0	1.4
세전이익	-72.5	-62.5	-59.7	-118.6	-46.9	-43.5	-22.5	1.0
순이익	-62.5	-48.0	-36.1	-100.1	-21.6	-35.9	-18.6	-16.3
지배주주순이익	-62.5	-48.0	-36.1	-100.1	-21.6	-35.9	-18.6	-16.3

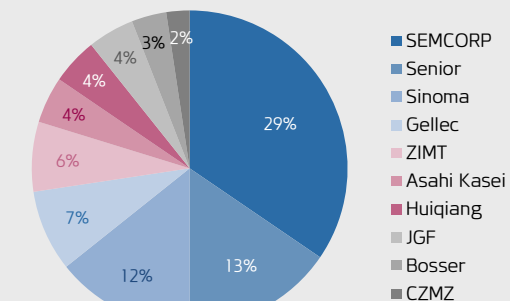
자료: 키움증권 리서치센터

2024년 글로벌 EV용 배터리 분리막 탑재량



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

글로벌 EV용 배터리 분리막 시장 점유율('24 M/S)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지(361610) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	648.3	217.9	373.9	607.6	799.3
매출원가	491.4	379.7	271.8	183.2	222.5
매출총이익	156.9	-161.9	102.1	424.4	576.8
판매비	106.7	129.1	234.4	381.0	501.2
영업이익	50.1	-291.0	-132.3	43.4	75.6
EBITDA	205.0	-134.6	50.2	213.4	224.7
영업외손익	66.8	-22.3	20.4	-6.2	-27.9
이자수익	12.1	10.2	9.3	7.8	12.7
이자비용	19.6	24.6	25.3	25.3	25.3
외환관련이익	120.1	33.8	36.0	40.5	45.5
외환관련손실	56.2	58.3	31.3	50.8	82.6
총속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.4	16.6	31.7	21.6	21.8
법인세차감전이익	116.9	-313.3	-111.9	37.3	47.7
법인세비용	20.3	-69.0	-19.5	6.5	8.3
계속사업순이익	96.6	-244.4	-92.4	30.8	39.4
당기순이익	82.2	-246.6	-92.4	30.8	39.4
지배주주순이익	82.2	-246.6	-92.4	30.8	39.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	10.7	-66.4	71.6	62.5	31.6
영업이익 증감률	폭전	-680.8	-54.5	-132.8	74.2
EBITDA 증감률	97.8	-165.7	-137.3	325.1	5.3
지배주주순이익의 증감률	폭전	-400.0	-62.5	-133.3	27.9
EPS 증감률	폭전	폭전	폭전	폭전	27.9
매출총이익률(%)	24.2	-74.3	27.3	69.8	72.2
영업이익률(%)	7.7	-133.5	-35.4	7.1	9.5
EBITDA Margin(%)	31.6	-61.8	13.4	35.1	28.1
지배주주순이익률(%)	12.7	-113.2	-24.7	5.1	4.9

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	125.3	-87.2	-212.9	-263.5	-70.5
당기순이익	82.2	-246.6	-92.4	30.8	39.4
비현금항목의 가감	121.8	151.2	103.0	118.0	94.0
유형자산감가상각비	149.0	150.5	178.9	168.3	148.2
무형자산감가상각비	5.9	6.0	3.5	1.7	0.8
자본법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-33.1	-5.3	-79.4	-52.0	-55.0
영업활동자산부채증감	2.1	45.4	-227.0	-388.3	-183.0
매출채권및기타채권의감소	-24.9	120.7	-39.7	-60.0	-52.2
재고자산의감소	-37.7	-0.3	-92.8	-145.6	-119.4
매입채무및기타채무의증가	-3.4	-17.0	-32.5	-24.2	-11.4
기타	68.1	-58.0	-62.0	-158.5	0.0
기타현금흐름	-80.8	-37.2	3.5	-24.0	-20.9
투자활동 현금흐름	-438.2	-333.0	-126.4	-55.4	-69.4
유형자산의 취득	-499.0	-313.5	-100.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손익	-4.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.2	1.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	68.7	-10.1	-15.9	-24.8	-38.9
기타	1.1	-10.5	-10.5	-10.6	-10.5
재무활동 현금흐름	372.0	147.8	47.1	-1.5	-1.5
차입금의 증가(감소)	373.1	149.5	48.6	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.9	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5
기타현금흐름	16.5	10.4	249.8	249.8	249.8
현금 및 현금성자산의 순증가	75.6	-262.0	-42.3	-70.5	108.4
기초현금 및 현금성자산	462.7	538.3	276.3	233.9	163.4
기말현금 및 현금성자산	538.3	276.3	233.9	163.4	271.8

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	894.4	549.9	718.0	1,036.4	1,355.3
현금 및 현금성자산	538.3	276.3	233.9	163.4	271.8
단기금융자산	17.9	28.0	43.9	68.7	107.6
매출채권 및 기타채권	171.5	65.9	105.7	165.7	217.9
재고자산	151.2	140.1	232.9	378.5	497.8
기타유동자산	15.5	39.6	101.6	260.1	260.2
비유동자산	3,189.5	3,600.2	3,517.7	3,367.7	3,238.7
투자자산	5.3	4.3	4.3	4.3	4.3
유형자산	3,073.0	3,407.2	3,328.3	3,180.0	3,051.7
무형자산	11.5	6.8	3.3	1.6	0.8
기타비유동자산	99.7	181.9	181.8	181.8	181.9
자산총계	4,083.8	4,150.1	4,235.7	4,404.1	4,594.0
유동부채	717.9	928.0	894.0	869.8	858.4
매입채무 및 기타채무	224.5	105.1	72.6	48.3	36.9
단기금융부채	476.5	821.9	820.5	820.5	820.5
기타유동부채	16.9	1.0	0.9	1.0	1.0
비유동부채	954.2	897.6	947.6	947.6	947.6
장기금융부채	941.2	889.5	939.5	939.5	939.5
기타비유동부채	13.0	8.1	8.1	8.1	8.1
부채총계	1,672.2	1,825.6	1,841.7	1,817.4	1,806.0
자본금	2,411.7	2,324.6	2,394.0	2,586.7	2,788.0
자본잉여금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,897.3	1,898.1	1,898.1	1,898.1	1,898.1
기타자본	-7.0	-10.1	-10.1	-10.1	-10.1
기타포괄손익누계액	153.0	315.5	477.4	639.3	801.1
이익잉여금	297.0	49.8	-42.6	-11.8	27.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,411.7	2,324.6	2,394.0	2,586.7	2,788.0

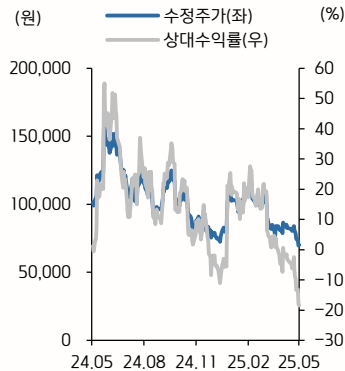
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,152	-3,459	-1,296	432	553
BPS	33,825	32,604	33,578	36,280	39,103
CFPS	2,860	-1,339	149	2,087	1,870
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	68.5	-6.5	-16.0	48.1	37.6
PER(최고)	104.1	-25.0	-23.7		
PER(최저)	44.4	-6.4	-14.9		
PBR	2.33	0.69	0.62	0.57	0.53
PBR(최고)	3.55	2.65	0.91		
PBR(최저)	1.51	0.68	0.58		
PSR	8.68	7.38	3.97	2.44	1.86
PCFR	27.6	-16.8	139.5	10.0	11.1
EV/EBITDA	31.6	-22.4	59.1	14.1	12.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.2	-6.0	-2.2	0.7	0.9
ROE	3.6	-10.4	-3.9	1.2	1.5
ROIC	0.7	-8.8	-3.0	0.9	1.6
매출채권회전율	4.2	1.8	4.4	4.5	4.2
재고자산회전율	4.9	1.5	2.0	2.0	1.8
부채비율	69.3	78.5	76.9	70.3	64.8
순차입금비용	35.7	60.5	61.9	59.1	49.5
이자보상배율(현금)	2.6	-11.8	-5.2	-1.7	3.0
총자입금	1,417.6	1,711.4	1,759.9	1,759.9	1,759.9
순자입금	861.4	1,407.1	1,482.2	1,527.9	1,380.5
NOPLAT	205.0	-134.6	50.2	213.4	224.7
FCF	-324.6	-410.7	-253.8	-202.5	8.5

대주전자재료(078600): 2분기 실적 회복 기대

목표주가: 110,000원(하향)

주가(5/22): 71,700원

KOSDAQ (5/22)	717.67pt	
시가총액	1조 1,100억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	160,000원	69,600원
최고/최저가대비	-55.2%	3.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.9%	-9.1%
6M	-17.8%	-22.4%
1Y	-28.5%	-15.8%
발행주식수	15,481천주	
일평균 거래량(3M)	144천주	
외국인 지분율	18.8%	
배당수익률(2025E)	0.1%	
BPS(2025E)	17,131원	
주요 주주	임종규 외 10인	27.5%



◎ 1Q25 영업이익 48억원(적자지속 YoY)

- 매출액 540억원(-8%QoQ, +17%YoY), 영업이익 48억원(-40%QoQ, -5%YoY)으로, 시장 컨센서스 하회(영업이익 컨센서스 58억원). 실리콘 음극재 부문의 경우 기존 모델(포르쉐, 아우디)의 판매 둔화 및 재고조정 영향으로 전분기비 매출이 하락한 반면, 형광체는 주요 고객사의 Restocking 영향으로 매출 큰 폭 증가. 수익성의 경우 전반적인 가동률 하락과 실리콘 음극재 부문 투자에 따른 고정비 부담 상승 등으로 전분기비 악화

◎ 2Q25 영업이익 79억원(-5%YoY) 전망

- 매출액 636억원(+18%QoQ, +9%YoY), 영업이익 79억원(+65%QoQ, -5%YoY)을 기록할 전망. 실리콘 음극재 부문 매출은 현대차·기아 및 전동공구 향 판매량 증가로 전분기비 +85%QoQ 증가할 것으로 보이는 반면, 형광체는 중국 고객사의 재고조정 영향으로 전분기비 매출이 소폭 하락할 것으로 예상. 수익성의 경우 실리콘 음극재 부문 및 전도성 페이스트 사업부 실적 회복세에 따른 가동률 상승으로 전분기 대비 개선될 것으로 전망

◎ 불확실성 속, 실적 차별화에 주목

- 최근 전방 업체들의 재고조정 및 투자 속도조절이 진행되고 있는 가운데, 실리콘 음극재 소재도 전기차 수요 둔화의 영향을 받고 있음. 그럼에도 불구하고, 동사는 기존 사업부(형광체, 전도성 페이스트, 고분자재료 등)를 바탕으로 안정적인 실적을 기록하고 있으며, 실리콘 음극재의 신규 차량 탑재도 지속되는 중. 일본 신규 고객사 향 출하 시점은 2분기 말로 지연됐으나, 올해도 여전히 새로운 고객사 확보 모멘텀은 유효하다고 보이며, 주가 조정 시기를 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다고 판단. 실적 추정치 변경 반영하여 목표주가는 110,000원으로 하향 조정하나, 투자 의견은 'BUY'를 유지함.

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	185.0	219.3	274.2	331.9	371.2
영업이익	6.2	29.4	36.7	50.6	57.0
EBITDA	15.2	41.0	56.4	74.6	87.1
세전이익	-0.5	46.6	50.8	66.1	72.9
순이익	0.6	36.4	39.7	51.6	56.9
지배주주지분순이익	0.7	36.9	40.2	52.3	57.7
EPS(원)	45	2,382	2,597	3,377	3,724
증감률(% YoY)	-30.4	5,204.7	9.1	30.0	10.3
PER(배)	1,924.3	31.4	26.9	20.7	18.8
PBR(배)	8.62	5.10	4.09	3.43	2.92
EV/EBITDA(배)	100.1	34.3	23.8	18.2	15.4
영업이익률(%)	3.4	13.4	13.4	15.2	15.4
ROE(%)	0.5	19.3	16.3	18.0	16.8
순차입금비율(%)	116.6	106.0	96.3	86.7	68.3

자료: 키움증권 리서치

대주전자재료(078600): 2분기 실적 회복 기대

대주전자재료 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	46.3	58.3	55.8	59.0	54.0	63.6	72.0	84.6	185.0	219.3	274.2
%YoY	23%	27%	4%	23%	17%	9%	29%	43%	6%	19%	25%
형광체	9.5	8.5	9.8	10.4	13.4	11.6	13.0	12.5	25.3	38.2	50.5
도전재료	21.5	26.1	27.8	28.8	23.8	28.7	30.5	36.7	101.5	104.1	119.8
고분자재료	5.3	5.8	5.7	8.4	7.9	6.7	7.2	6.0	20.8	25.3	27.8
나노재료	8.7	17.4	12.0	11.0	8.7	16.1	20.7	27.7	23.5	49.1	73.2
기타	1.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	1.7	13.8	2.5	2.9
영업이익	5.0	8.3	8.1	7.9	4.8	7.9	11.0	13.0	6.2	29.4	36.7
%YoY	2766%	357%	443%	191%	-5%	-5%	35%	65%	-48%	373%	25%
영업이익률	10.8%	14.2%	14.6%	13.4%	8.8%	12.4%	15.2%	15.4%	3%	13%	13%

자료: 키움증권 리서치센터

대주전자재료(078600) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	185.0	219.3	274.2	331.9	371.2
매출원가	151.0	157.3	191.2	225.3	251.6
매출총이익	34.0	62.0	83.0	106.6	119.7
판매비	27.8	32.6	46.3	56.0	62.7
영업이익	6.2	29.4	36.7	50.6	57.0
EBITDA	15.2	41.0	56.4	74.6	87.1
영업외손익	-6.7	17.2	14.1	15.5	15.9
이자수익	1.5	1.7	3.0	2.7	3.1
이자비용	9.3	5.7	5.1	4.3	4.3
외환관련이익	3.8	8.9	3.3	4.8	4.8
외환관련손실	3.3	2.5	2.1	2.7	2.7
총속 및 관계기업손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	0.6	14.9	15.1	15.1	15.1
법인세차감전이익	-0.5	46.6	50.8	66.1	72.9
법인세비용	-1.1	10.2	11.1	14.5	16.0
계속사업순이익	0.6	36.4	39.7	51.6	56.9
당기순이익	0.6	36.4	39.7	51.6	56.9
지배주주순이익	0.7	36.9	40.2	52.3	57.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	6.3	18.5	25.0	21.0	11.8
영업이익 증감률	-48.2	374.2	24.8	37.9	12.6
EBITDA 증감률	-20.9	169.7	37.6	32.3	16.8
지배주주순이익의 증감률	-29.9	5,171.4	8.9	30.1	10.3
EPS 증감률	-30.4	5,204.7	9.1	30.0	10.3
매출총이익률(%)	18.4	28.3	30.3	32.1	32.2
영업이익률(%)	3.4	13.4	13.4	15.2	15.4
EBITDA Margin(%)	8.2	18.7	20.6	22.5	23.5
지배주주순이익률(%)	0.4	16.8	14.7	15.8	15.5
현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4.8	23.9	36.3	52.9	61.3
당기순이익	0.6	36.4	39.7	51.6	56.9
비현금항목의 가감	17.9	13.6	20.7	27.8	35.0
유형자산감가상각비	8.5	11.1	19.3	23.8	30.0
무형자산감가상각비	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
자본법평가손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	8.9	2.1	1.1	3.8	4.9
영업활동자산부채증감	-7.2	-19.3	-11.0	-10.6	-13.7
매출채권및기타채권의감소	-7.9	-9.5	-13.1	-10.4	-9.0
재고자산의감소	1.5	-7.8	-1.6	-2.9	-3.9
매입채무및기타채무의증가	4.7	2.1	5.4	6.2	6.0
기타	-5.5	-4.1	-1.7	-3.5	-6.8
기타현금흐름	-6.5	-6.8	-13.1	-15.9	-16.9
투자활동 현금흐름	-106.0	-103.5	-67.3	-97.6	-88.1
유형자산의 취득	-105.2	-100.8	-60.0	-80.0	-50.0
유형자산의 처분	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-1.2	-0.7	-0.7	-0.7
단기금융자산의감소(증가)	-1.6	-5.3	-10.5	-20.9	-41.4
기타	-0.1	3.9	3.9	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	76.0	119.5	88.6	-1.4	-1.4
차입금의 증가(감소)	39.4	119.3	90.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.5	0.0	-1.5	-1.5	-1.5
기타	38.1	0.2	0.1	0.1	0.1
기타현금흐름	-0.2	0.8	7.7	7.8	7.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-25.4	40.6	65.4	-38.3	-20.5
기초현금 및 현금성자산	66.8	41.4	82.1	147.5	109.2
기말현금 및 현금성자산	41.4	82.1	147.5	109.2	88.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	112.8	175.1	267.5	266.8	307.2
현금 및 현금성자산	41.4	82.1	147.6	109.2	88.7
단기금융자산	5.4	10.7	21.2	42.1	83.5
매출채권 및 기타채권	42.4	52.3	65.4	75.9	84.9
재고자산	22.7	28.2	29.8	32.8	36.6
기타유동자산	0.9	1.8	3.5	6.8	13.5
비유동자산	300.6	447.9	488.8	545.3	565.7
투자자산	5.3	6.4	7.0	7.5	8.1
유형자산	293.7	440.0	480.7	537.0	557.0
무형자산	1.4	1.2	0.7	0.5	0.3
기타비유동자산	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
자산총계	413.4	623.0	756.2	812.1	873.0
유동부채	247.0	315.4	320.8	327.0	333.0
매입채무 및 기타채무	17.4	23.0	28.4	34.5	40.5
단기금융부채	229.5	284.9	284.9	284.9	284.9
기타유동부채	0.1	7.5	7.5	7.6	7.6
비유동부채	9.5	77.3	167.3	167.3	167.3
장기금융부채	0.3	51.9	141.9	141.9	141.9
기타비유동부채	9.2	25.4	25.4	25.4	25.4
부채총계	256.5	392.7	488.1	494.3	500.3
자본지분	155.1	226.9	265.2	315.6	371.3
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	52.6	62.8	62.8	62.8	62.8
기타자본	-15.5	-10.9	-10.9	-10.9	-10.9
기타포괄손익누계액	39.5	77.0	76.6	76.2	75.7
이익잉여금	32.5	69.3	108.0	158.8	215.0
비지배지분	1.7	3.3	2.8	2.1	1.4
자본총계	156.9	230.2	268.0	317.7	372.7
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	45	2,382	2,597	3,377	3,724
BPS	10,021	14,657	17,131	20,384	23,985
CFPS	1,199	3,232	3,898	5,127	5,936
DPS	0	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	1,924.3	31.4	26.9	20.7	18.8
PER(최고)	3,080.2	68.6	46.1		
PER(최저)	1,503.4	28.5	26.6		
PBR	8.62	5.10	4.09	3.43	2.92
PBR(최고)	13.80	11.15	6.99		
PBR(최저)	6.74	4.63	4.03		
PSR	7.23	5.28	3.95	3.27	2.92
PCFR	72.1	23.1	18.0	13.7	11.8
EV/EBITDA	100.1	34.3	23.8	18.2	15.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	4.1	3.8	2.9	2.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	0.2	7.0	5.8	6.6	6.8
ROE	0.5	19.3	16.3	18.0	16.8
ROIC	-3.6	9.6	5.5	6.8	7.1
매출채권회전율	5.0	4.6	4.7	4.7	4.6
재고자산회전율	7.8	8.6	9.5	10.6	10.7
부채비율	163.5	170.6	182.1	155.6	134.2
순차입금비용	116.6	106.0	96.3	86.7	68.3
이자보상배율(현금)	0.7	5.1	7.1	11.8	13.3
총차입금	229.7	336.8	426.8	426.8	426.8
순차입금	182.9	244.0	258.0	275.5	254.7
NOPLAT	15.2	41.0	56.4	74.6	87.1
FCF	-113.0	-68.5	-22.6	-27.1	11.0

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 05월 22일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > "Tesla" 종목은 05월 19일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- > 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- > 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- > 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수의 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

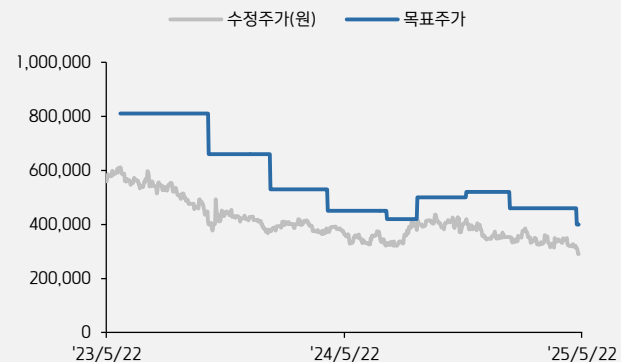
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
LG에너지솔루션 (373220)	2023-06-12	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-30.33	-24.44
	2023-07-28	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-35.05	-24.44
	2023-10-26	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-36.55	-25.23
	2023-11-21	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-36.69	-25.23
	2024-01-29	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-25.28	-22.64
	2024-03-12	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-25.94	-20.85
	2024-04-26	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-16.59	-12.67
	2024-05-31	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-20.69	-12.67
	2024-07-26	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-15.71	-1.90
	2024-09-11	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-19.08	-17.10
	2024-10-07	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-18.89	-12.70
	2024-10-29	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-19.11	-12.70
	2024-11-25	Buy(Maintain)	520,000원	6개월	-29.25	-19.33
	2025-01-31	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-24.10	-16.20
	2025-03-18	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-26.02	-16.20
	2025-05-14	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-26.86	-21.63
	2025-05-22	Buy(Maintain)	400,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

LG에너지솔루션(373220)

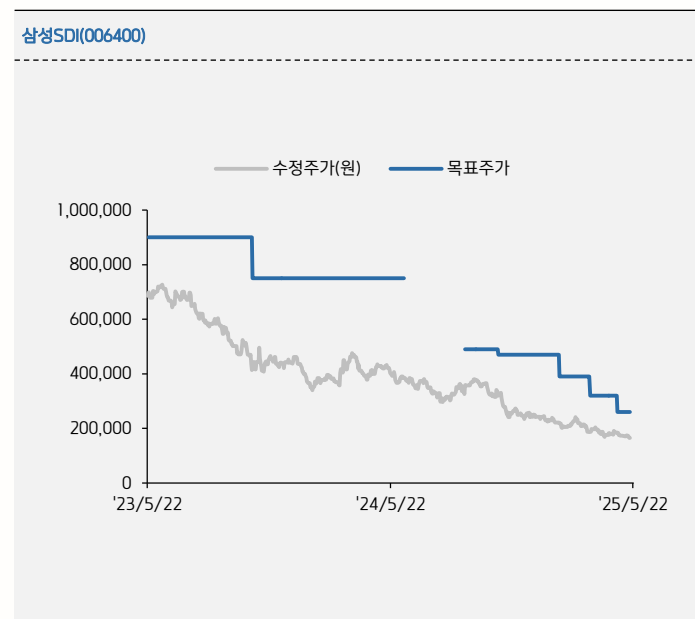


투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성SDI (006400)	2023-05-24	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-21.85	-19.28
	2023-06-21	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-23.49	-19.28
	2023-07-28	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-27.52	-19.28
	2023-09-12	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-28.41	-19.28
	2023-09-22	BUY(Maintain)	900,000원	6개월	-32.24	-19.28
	2023-10-27	BUY(Maintain)	750,000원	6개월	-41.95	-33.95
	2023-11-16	BUY(Maintain)	750,000원	6개월	-41.28	-33.95
*담당자 변경	2023-12-12	BUY(Maintain)	750,000원	6개월	-44.56	-33.95
	2024-09-11	BUY(Reinitate)	490,000원	6개월	-28.15	-22.58
	2024-10-31	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-41.11	-29.70
	2024-11-25	BUY(Maintain)	470,000원	6개월	-46.59	-29.70
	2025-01-31	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-45.65	-37.99
	2025-03-18	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-42.03	-36.21
	2025-04-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-32.01	-29.15
	2025-05-22	BUY(Maintain)	260,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



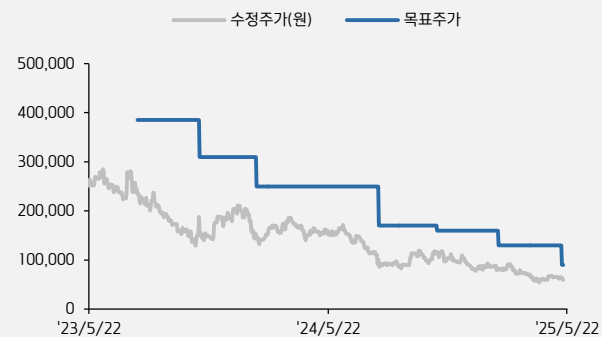
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
엘앤에프 (066970)	2023-08-04	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-51.90	-38.31
	2023-11-07	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-51.75	-48.71
	2023-11-21	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-43.08	-31.77
	2024-02-02	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-35.70	-25.48
	2024-05-10	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-38.60	-25.48
	2024-08-07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-41.64	-29.76
	2024-11-04	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.53	-26.13
	2024-11-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-40.99	-26.13
	2025-02-06	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-45.60	-29.46
	2025-05-14	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-45.94	-42.36
	2025-05-22	Buy(Maintain)	90,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

엘앤에프(066970)



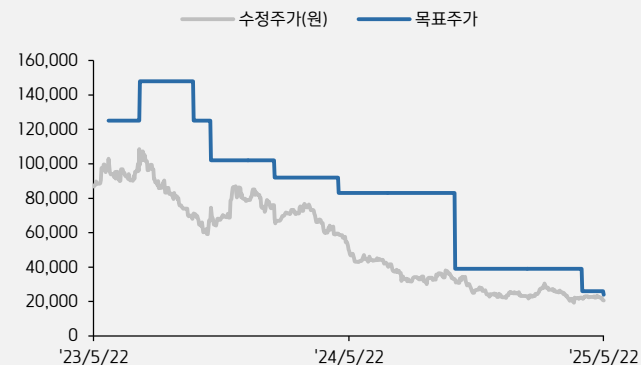
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK아이이테크놀로지 (361610)	2023-06-12	Buy(Maintain)	125,000원	6개월	-24.62	-13.12
	2023-07-27	Buy(Maintain)	148,000원	6개월	-42.07	-27.50
	2023-10-12	Buy(Maintain)	125,000원	6개월	-47.81	-43.04
	2023-11-06	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-33.95	-26.96
	2023-11-21	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-25.19	-14.71
	2024-01-10	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-24.91	-14.71
	2024-02-05	Buy(Maintain)	92,000원	6개월	-25.56	-16.52
	2024-05-07	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-51.87	-28.92
	2024-10-21	Outperform(Downgrade)	39,000원	6개월	-16.41	-11.79
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	39,000원	6개월	-34.67	-11.79
	2025-04-21	Outperform(Maintain)	26,000원	6개월	-13.15	-11.15
	2025-05-02	Outperform(Maintain)	26,000원	6개월	-13.47	-10.19
	2025-05-22	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

SK아이이테크놀로지(361610)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
대주전자재료 (078600)	2023-06-12	Buy(Maintain)	131,000원	6개월	-31.83	-11.60
	2023-12-05	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-25.08	-7.27
	2024-04-15	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.44	-7.27
	2024-05-14	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-15.84	-11.33
	2024-05-30	Buy(Maintain)	147,000원	6개월	-13.58	8.84
	2024-08-14	Buy(Maintain)	147,000원	6개월	-19.40	8.84
	2024-10-21	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-25.84	-19.78
	2024-11-14	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-29.34	-19.78
	2024-11-25	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	-31.19	-13.33
	2025-05-22	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

대주전자재료(078600)

