

2차전지  
neutral

정비록

✧ Analyst 김현수 ✧



## 관심종목

LG에너지솔루션(373220) | Neutral | TP 336,000원

삼성SDI(006400) | Neutral | TP 195,000원

포스코퓨처엠(003670) | Neutral | TP 124,000원

에코프로비엠(247540) | Neutral | TP 105,000원





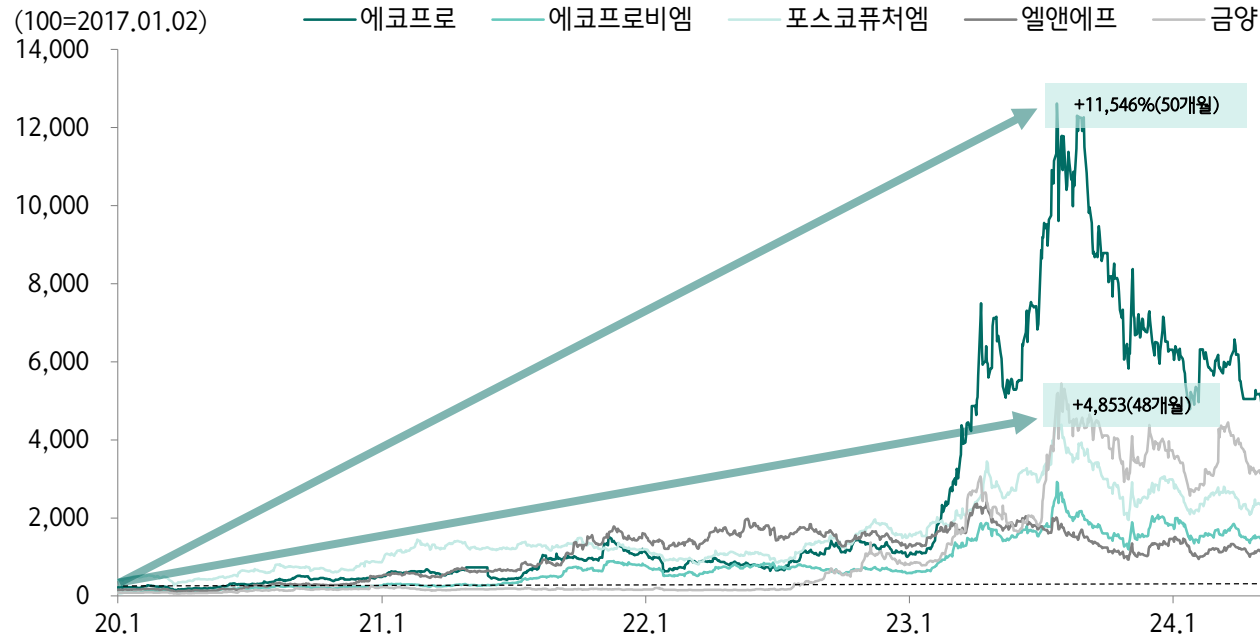
## 1. 버블의 상처

# 한국의 배터리 버블



- 지난 20년간 한국 주식 시장에서 강한 상승 보여줬던 다른 사례들과 비교했을 때 유례 없던 배터리 버블의 흔적
- 조선업(상승 기간 30개월, 주도주 상승폭 2,450%), 중국 내수주(23개월, 570%), 바이오(15개월, 1,012%)
- 상승기간(최대 96개월)과 주도주의 상승폭(에코프로 11,546%, 포스코퓨처엠 4,853%), 합산 시총 규모(300조원) 모두 유례없는 수준

배터리 기업들의 주가 상승 및 하락 추이



자료: Quantiwise, 하나증권





## 2010년대 중반 ~ 2020년대 초반의 Green Wave

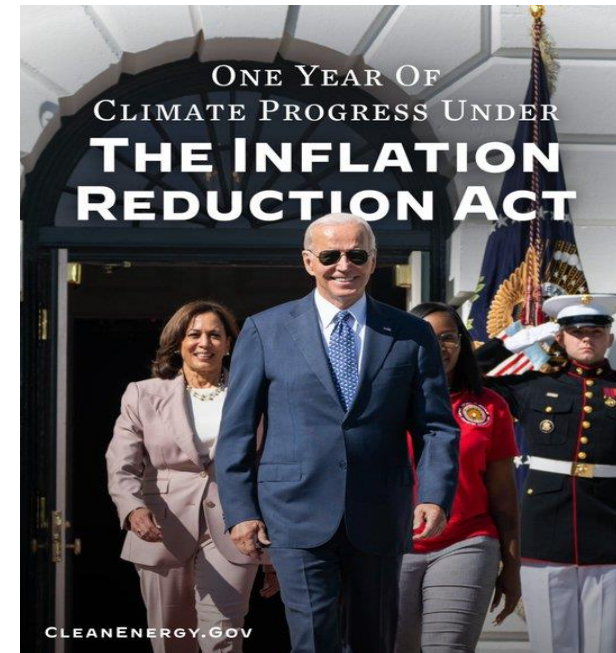
- 지구 평균 표면 온도가 지속 상승하며 탈탄소 중요성 확대, 2015년 파리 기후 협정 통해 글로벌 탈탄소 정책 구체화
- 2019년 유럽 의회 선거 녹색당 계열 승리, 이후 2035년 내연기관차 판매 금지 정책 발표
- 미국, 바이든 취임과 함께 파리 협정 재가입 및 친환경 정책인 IRA 법안 통과

2015 파리 기후 협정 체결



자료: Greenpeace

바이든 행정부의 친환경 정책 드라이브(IRA)

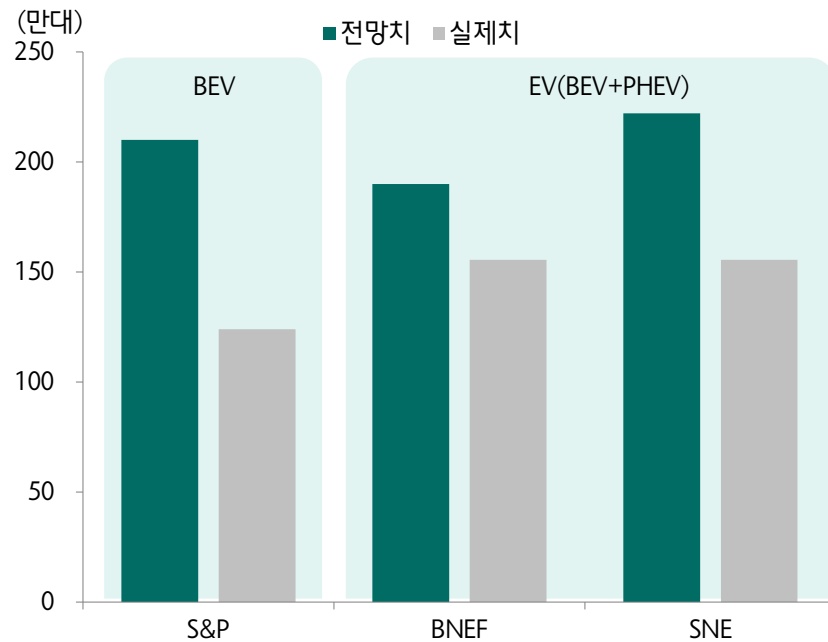


자료: U.S. Department of Commerce

## 당위적 전망에 기초했던 수요 공급 전망

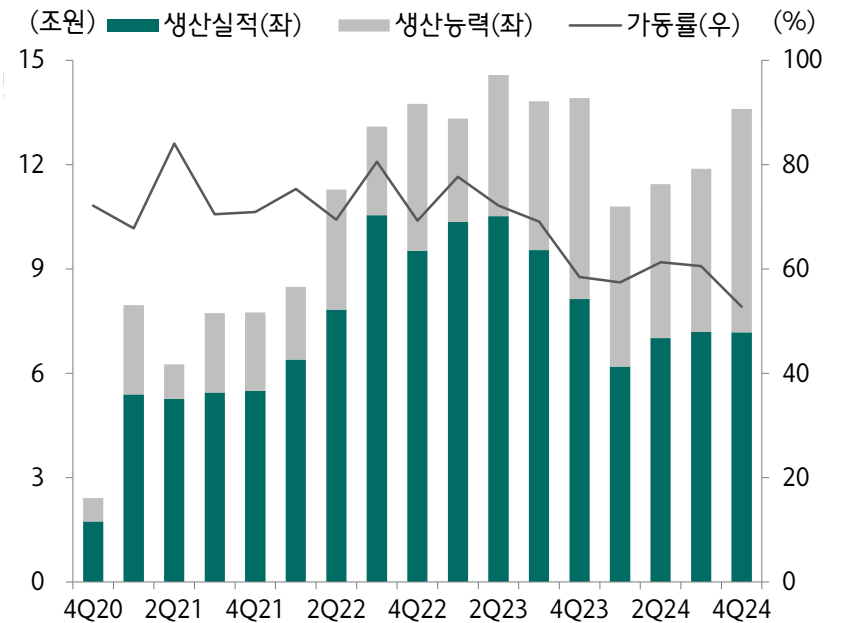
- 그러나, 전기차 TCO(Total Cost of Ownership) 열위 속에서 물가 상승 및 전쟁 등 실존적 문제 부각되며 친환경 정책 급제동
- 시장조사기관들의 전망치 또한 현실과 괴리. 2024년 미국 판매 전망은 주요 기관별로 실제 판매 대비 각각 41%/18%/30% 차이
- 지나치게 공격적인 수요 전망에 기초해 증설 진행했던 기업들의 가동률 하락 지속

시장조사기관별 2024년 미국 전기차 판매 전망



자료: S&P Global, BNEF, SNE Research, 하나증권

LG에너지솔루션 생산능력 및 가동률 추이



주1) 4Q20는 2020년 12월만 포함된 수치임

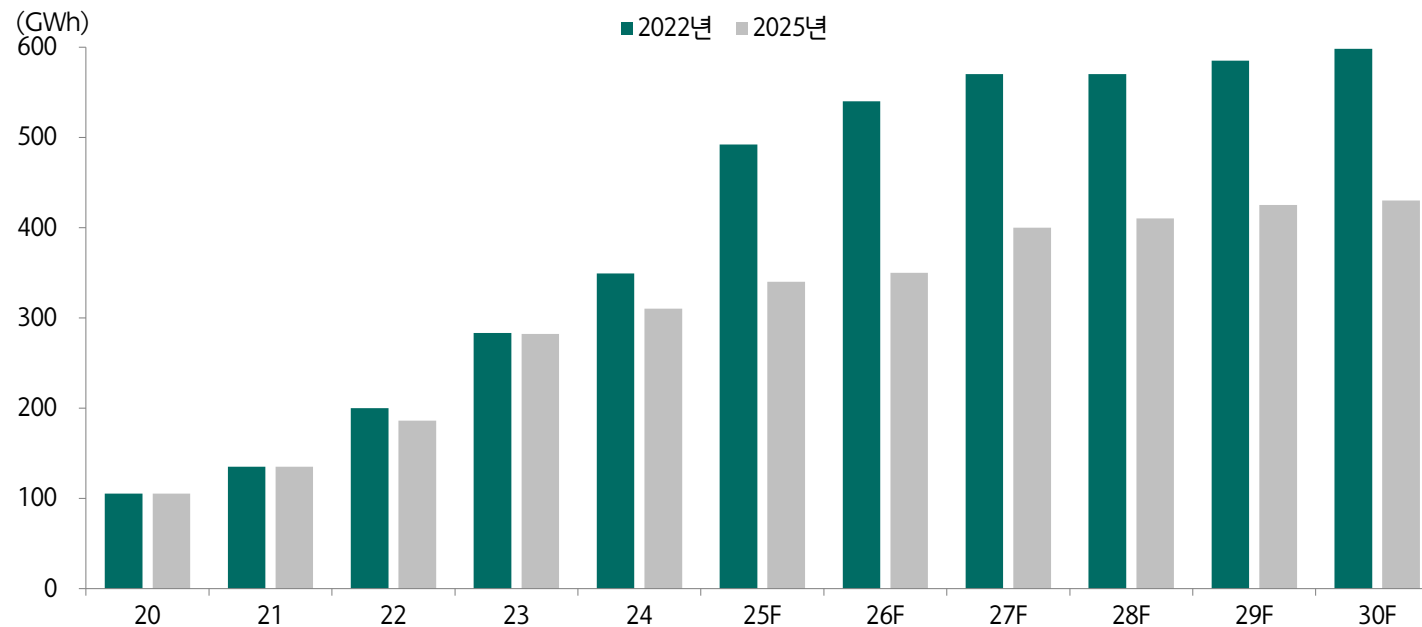
자료: LG에너지솔루션, 하나증권



## 지나치게 공격적인 전망에 기초했던 수요 공급 전망, 현실 고려한 전망 필요

- 친환경 정책 동력 약화, 전기차 판매 부진 등 현실 수요 낮아지며, 배터리 기업들은 CAPA 증설 계획 하향 및 순연
- LG에너지솔루션 상장 초기('22년 말-'23년 초)에 2025년 목표 CAPA 500GWh 수준 제시했으나, 2025년 5월 현재 CAPA 340GWh 수준
- 현재 수요 추이 감안 시, LG에너지솔루션의 2030년 적정 CAPA는 400GWh 수준이 될 것이라 판단

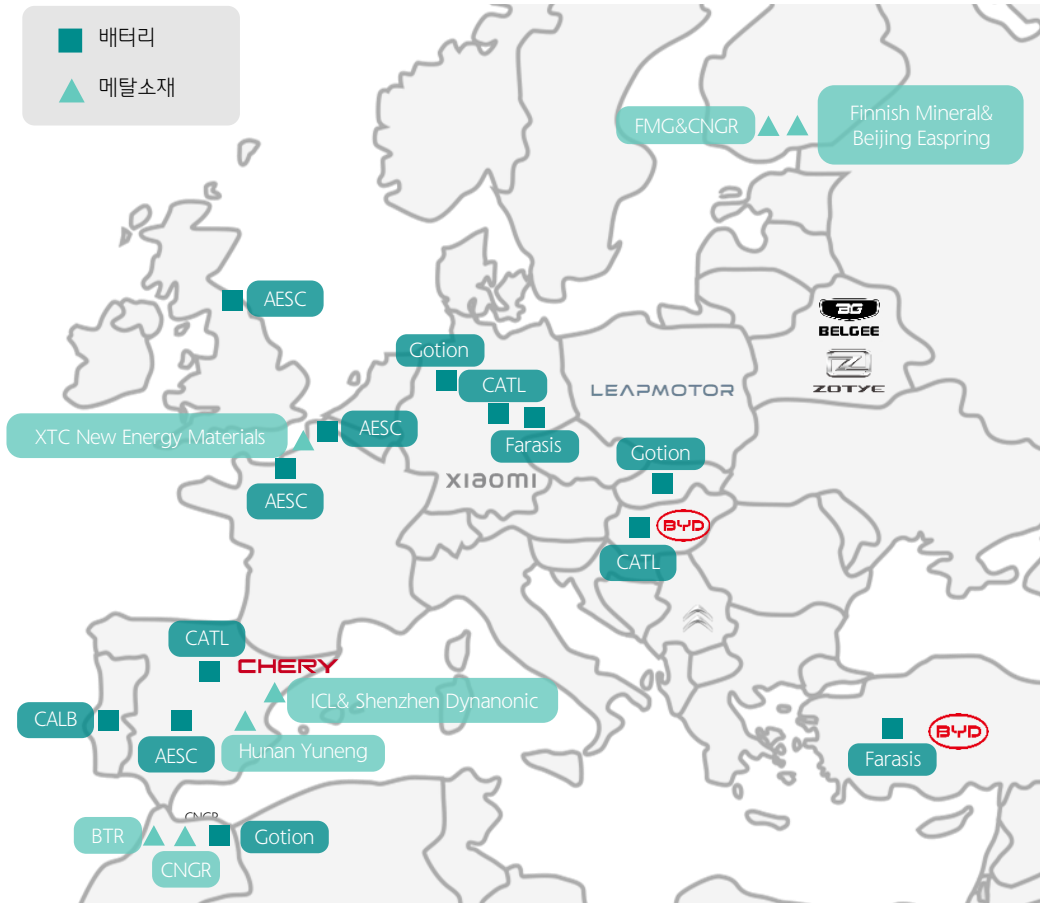
LG에너지솔루션 글로벌 CAPA 전망



자료: LG에너지솔루션, 하나증권

## 유럽 시장 수급 전망 시 중국 기업 점유율 상승 가정 필요

유럽 시장 중국 OEM 및 배터리 관련 기업 투자 진행 상황



자료: 하나증권

- 유럽 내 중국 기업들은 CAPA 신규 설립 및 증설 본격화
- CATL 헝가리 공장(100GWh, '25년 말 가동 예정)
- CATL 스페인 공장(50GWh, '26년 말 가동 예정)
- CATL 2026년 말 약 164GWh의 유럽 내 CAPA 확보 전망
- 이외 AESC(25GWh, '26년), Gotion(40GWh, '27년) 등



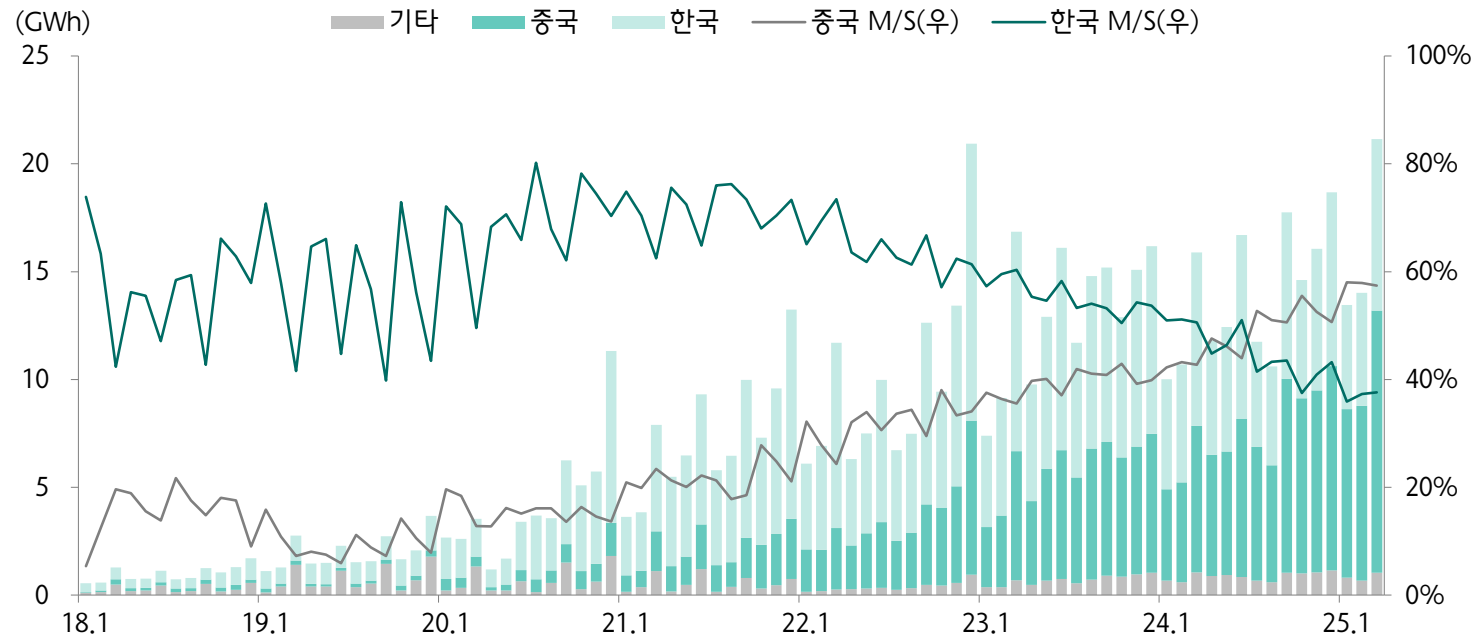
## 2. Q: 시장 논리에 기초한 실적 및 수요 공급 전망



### 유럽 내 중국 기업 점유율 상승세

- 이미 유럽 배터리 시장 내 중국 기업들 점유율 가파른 상승세, 2024년 4월부터 한국 기업의 점유율을 넘어섬
- 그러나, 2024년 초 핵심광물원자재법(CRMA) 발효되며 공급망 리스크 완화 시도 본격화
- 2030년까지 핵심광물의 제3국산 의존도를 역내 전체 소비량의 65%으로 낮춰야 하므로, 한국 기업들 점유율 하락세 완화될 것으로 판단

유럽 전기차 배터리 시장 내 한국 및 중국 기업 점유율 추이

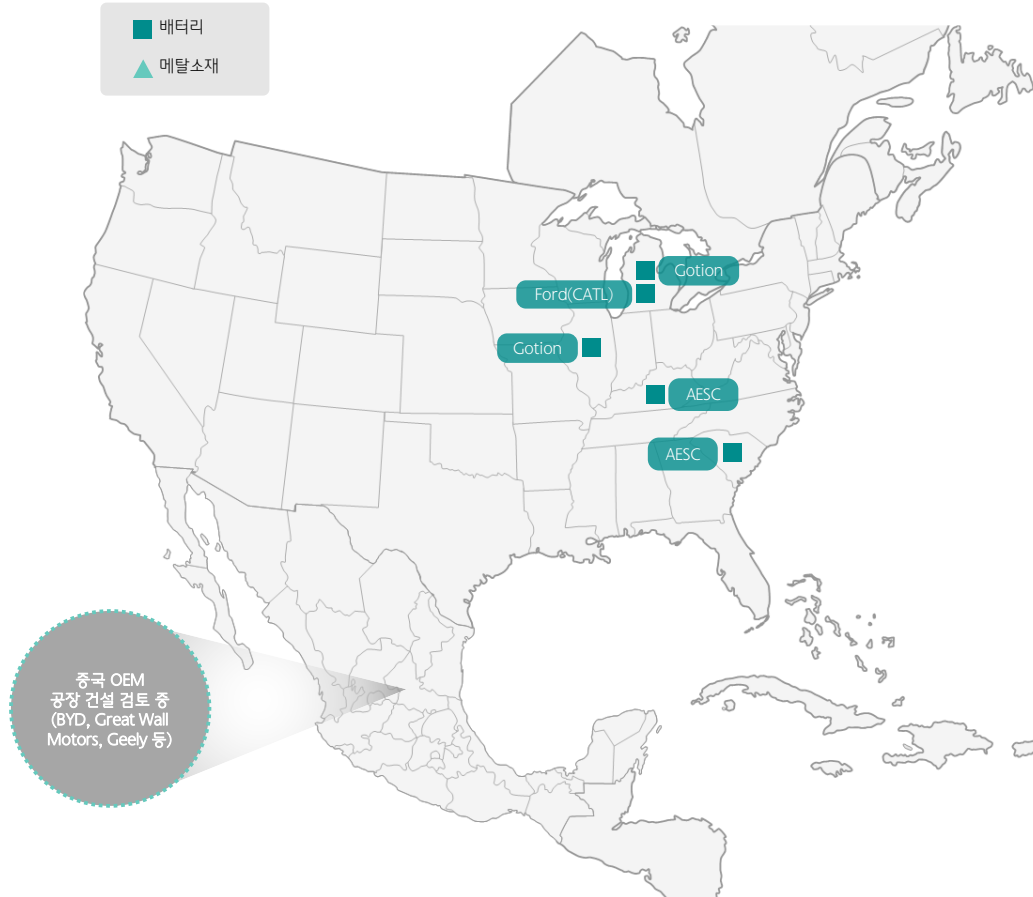


자료: SNE Research, 하나증권



## 미국 투자 시작하는 중국 배터리 기업들

미국 시장 중국 OEM 및 배터리 관련 기업 투자 진행 상황



자료: 하나증권

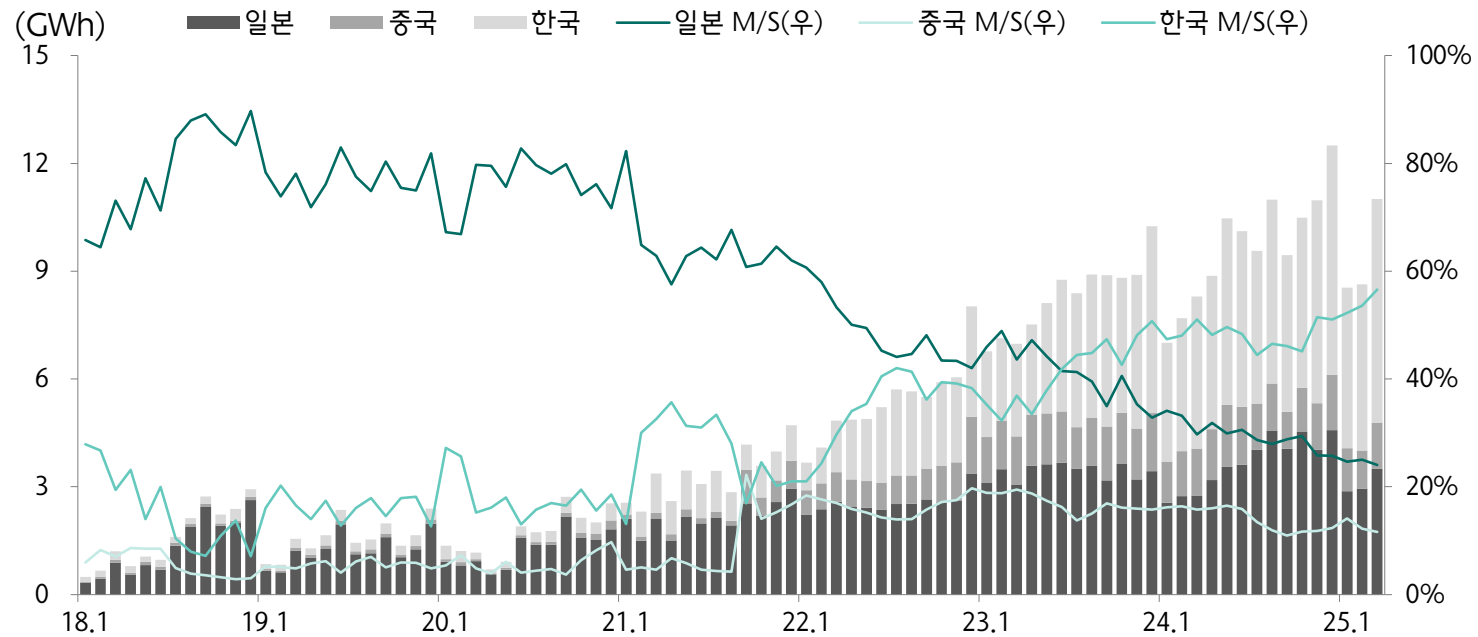
- 미국에서도 투자 시작한 중국 배터리 기업들
- 글로벌 OEM 주로 위치한 러스트벨트 지역 중심 투자 확대
- CATL, 2026년부터 Ford와 20GWh 규모 LFP 배터리 공장 가동 예정. 해당 공장은 Ford가 CATL로부터 배터리 기술 라이선스를 받아 100% 자회사 형태로 운영
- AESC는 60GWh 규모로 전기차용 배터리 공장(BMW향) 및 ESS용 배터리 공장 건설 중
- 한편, 중국 자동차 OEM들은 상대적으로 진입 장벽 낮은 멕시코 투자 검토 중



## 공급망 China De-risking 기조 강한 미국

- 미국은 중국 배터리 공급망에 대해 매우 강한 견제 스탠스 유지. 한국 기업들 점유율 상승세 지속 전망
- 현재 미국에서는 중국산 전기차와 배터리에 대해 각각 122.5%, 45%의 관세를 부과
- 해외우려집단(FEOC) 규정을 전기차 세액공제(IRA 30D)에 적용. 최근 AMPC(IRA 45X)에도 FEOC를 직접 적용하자는 개정안 발의

미국 전기차 배터리 시장 내 한국, 중국, 일본 셀 기업 점유율 추이

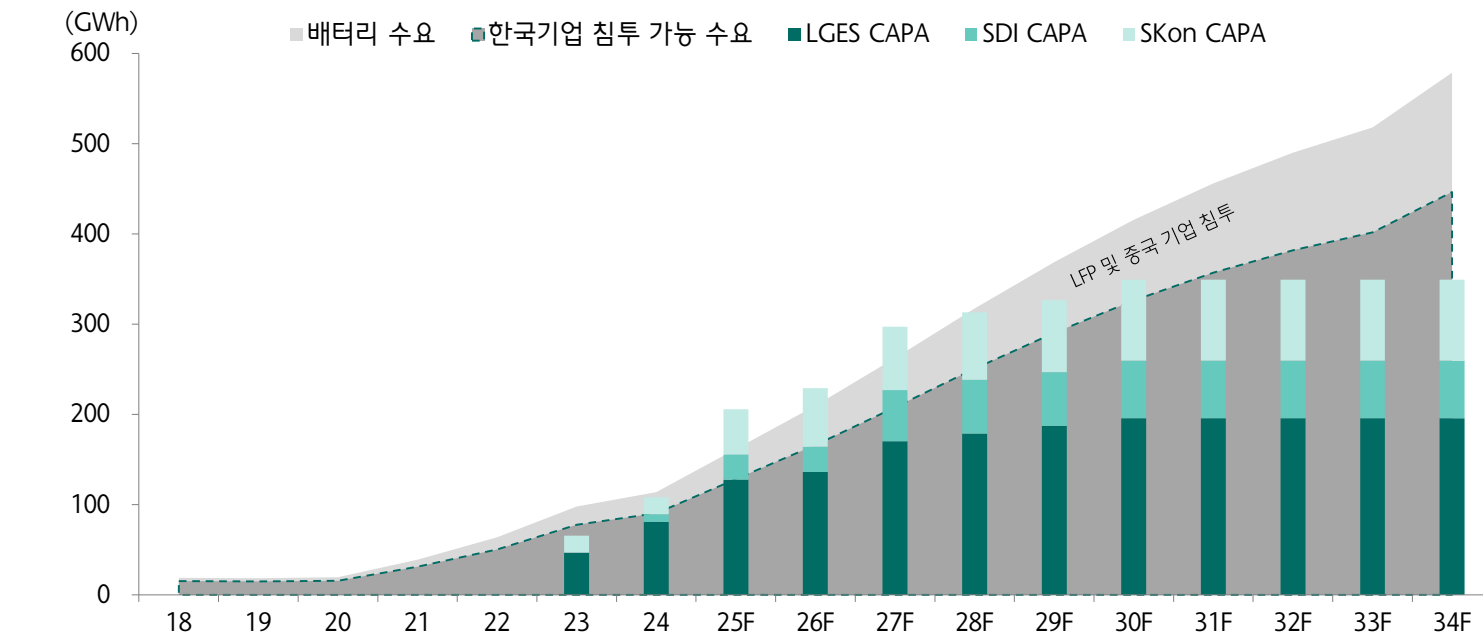


자료: SNE Research, 하나증권

## 현실 반영한 전기차용 배터리 및 양극재 시장 전망

- 미국 전기차용 배터리 수요는 2024년 114GWh에서 2030년 416GWh, 2034년 579GWh로 연평균 +18% 성장 전망
- 다만, 중국 기업들의 미국 시장 우회 침투와 LFP 점유율 고려 시 한국 기업들이 침투 가능한 시장 규모는 2030년 326GWh, 2034년 446GWh
- 한국 셀 메이커 3사의 2030년 CAPA는 349GWh로, 2031년부터 초과공급 해소될 전망

미국 전기차 배터리 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



주) 전기차 배터리용 수급(ESS 제외)  
자료: 하나증권



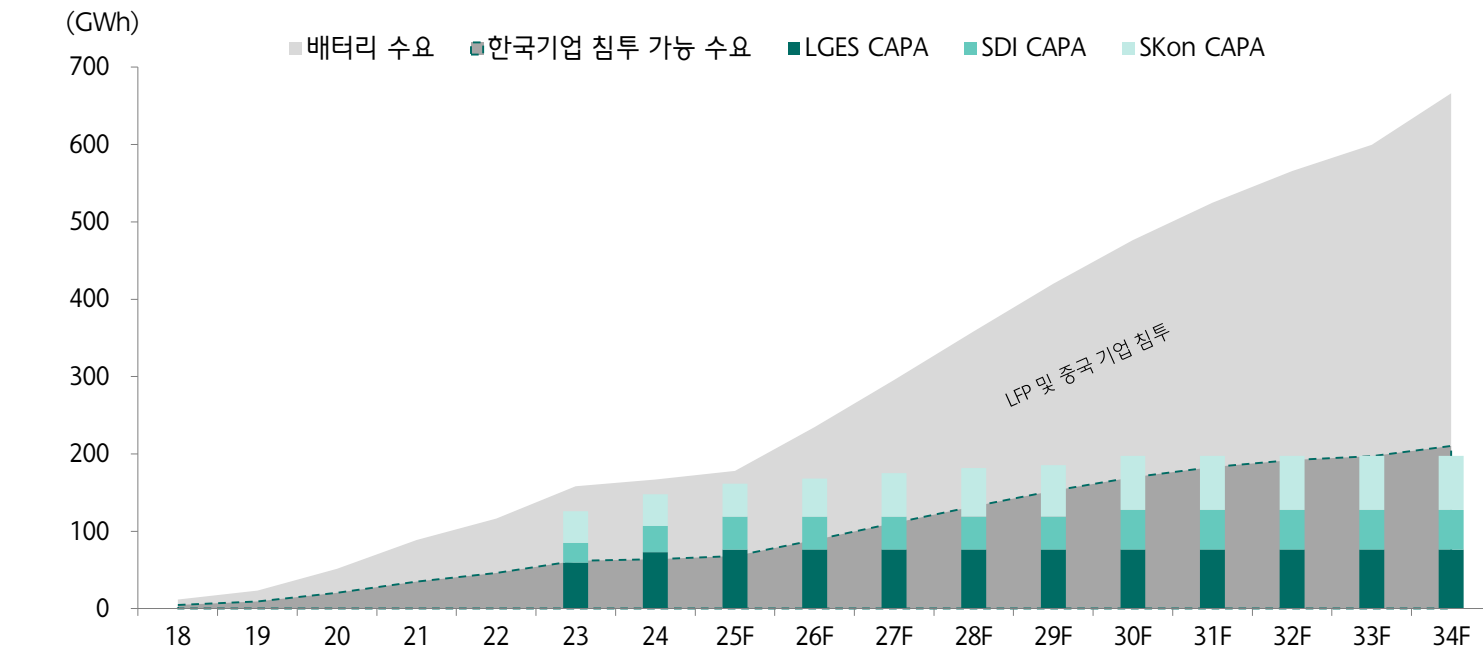
## 2. Q: 시장 논리에 기초한 실적 및 수요 공급 전망



### 현실 반영한 전기차용 배터리 및 양극재 시장 전망

- 유럽 전기차용 배터리 수요는 2024년 167GWh에서 2030년 476GWh, 2034년 666GWh로 연평균 +15% 성장 전망
- 다만, 중국 기업들의 가파른 LFP 점유 고려 시 한국 기업들이 침투 가능한 시장 규모는 2030년 170GWh, 2034년 210GWh
- 한국 셀 메이커 3사의 2030년 CAPA는 198GWh로, 2032년부터 초과공급 해소될 것으로 판단

유럽 전기차 배터리 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



주) 전기차 배터리용 수급(ESS 제외)

자료: 하나증권





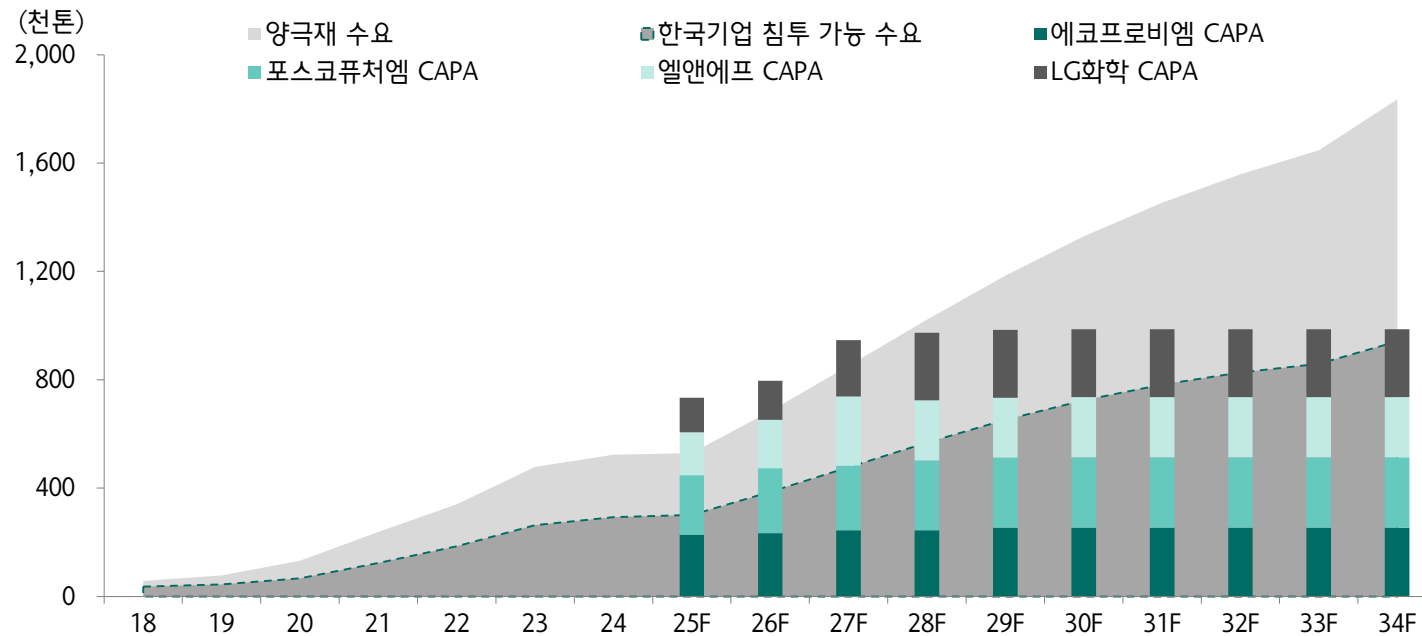
## 2. Q: 시장 논리에 기초한 실적 및 수요 공급 전망



### 현실 반영한 전기차용 배터리 및 양극재 시장 전망

- 북미와 유럽 합산 양극재 수요는 2024년 52만톤에서 2030년 133만톤, 2034년 187만톤으로 연평균 +13% 성장 전망
- 다만, 중국 기업들의 가파른 LFP 점유 고려 시 한국 기업들이 침투 가능한 시장 규모는 2030년 72만톤, 2034년 94만톤
- 한국 양극재 4사의 2030년 CAPA는 99만톤으로, 중설 계획 고려 시 2034년부터 수급 균형 도달할 것으로 판단

북미 및 유럽 전기차 배터리용 양극재 수요 및 침투 가능 수요와 한국 증설 계획 전망



주) 전기차 배터리용 수급(ESS 제외)

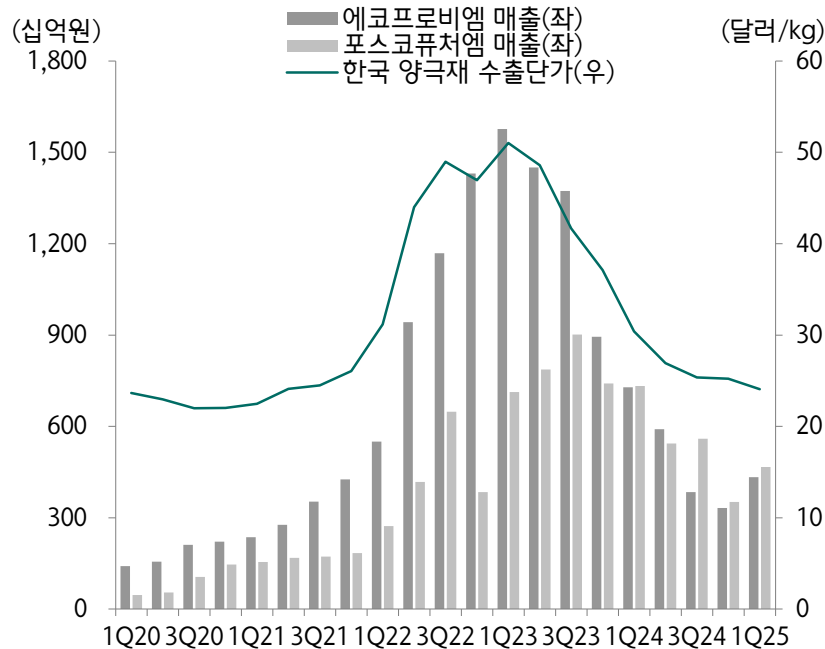
자료: 하나증권



## 가격 변동성 고려한 배터리 기업 실적 전망 필요

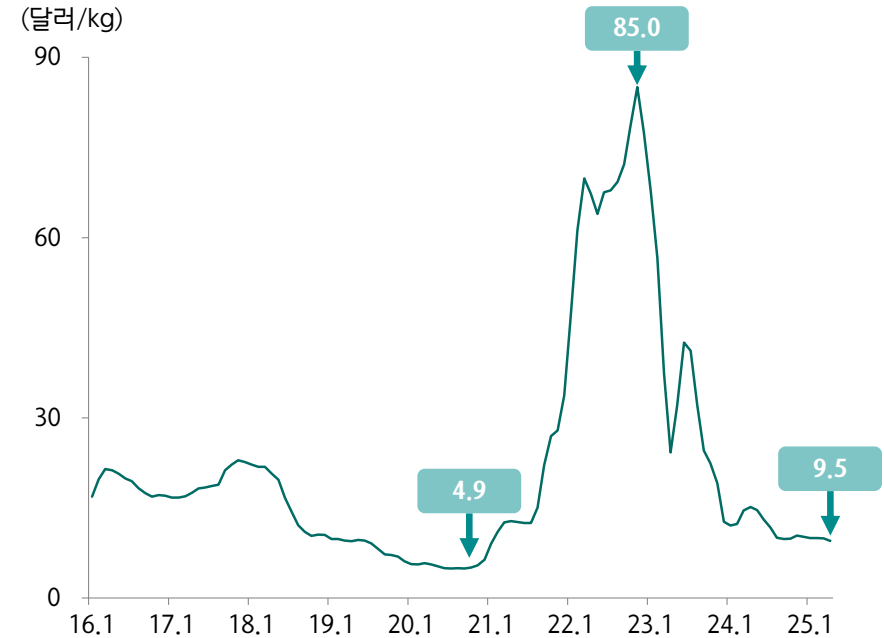
- 배터리와 양극재 가격의 원인 변수인 메탈 가격은 굉장히 높은 변동성을 보여주기에 현실적인 가정이 중요
- 에코프로비엠의 2022년 4분기 매출은 전년 대비 +236% 성장. 이는 양극재 수출 판가가 1kg당 \$26에서 \$49까지 상승한 것에 기인
- 반면, 2024년 매출은 전년 대비 -67% 감소. 이 역시 양극재 판가가 다시 \$28달러까지 하락한 것에 상당 부분 기인

기업별 양극재 사업부문 매출 및 한국 양극재 수출단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

리튬 월 평균 가격 추이

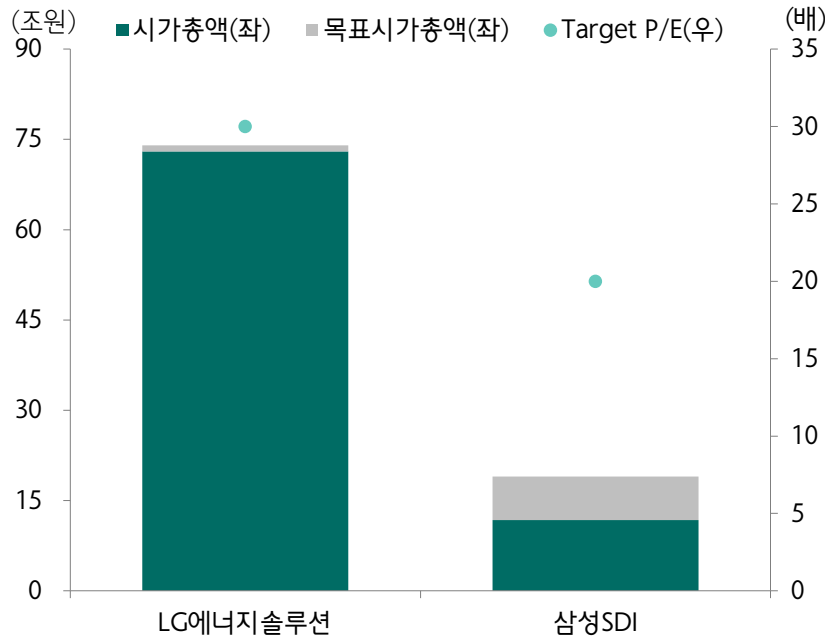


자료: 한국광물자원공사, 하나증권

### 셀 메이커별 Valuation

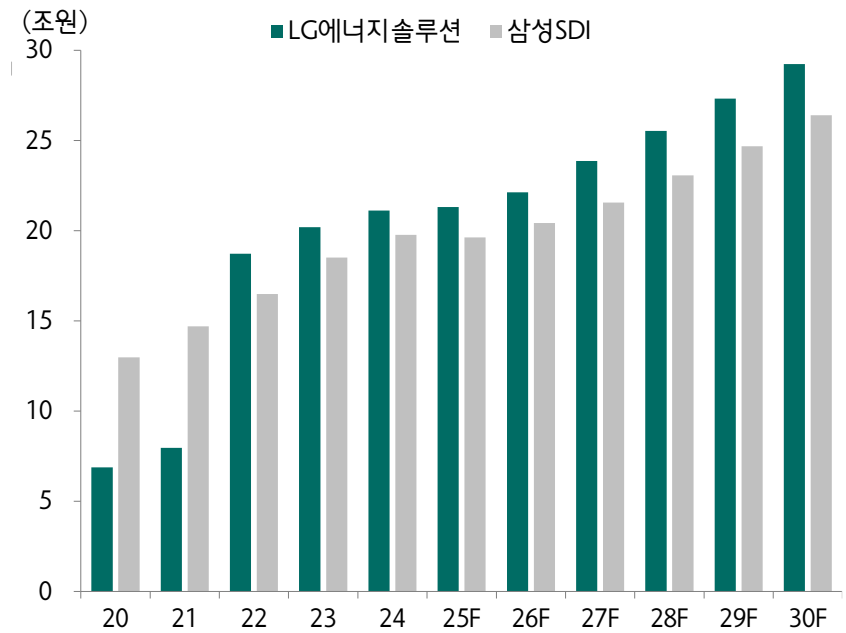
- LG에너지솔루션은 2027년 예상 지배주주순이익 및 최근 3년 평균 24M Fwd P/E 40배 적용 시 목표시총 약 75조원 도출
- 앞서 살펴본 2030년 적정 CAPA(약 440GWh)를 기준으로 Target P/E 30배 적용 시 약 70조원 도출
- 삼성SDI 2030년 적정 CAPA(180GWh) 가정한 실적 및 P/E 20배 적용 시 목표시총 약 19조원 도출, 다만 신규 고객사 확보 시그널 확인 필요

셀 메이커별 목표 시가총액 및 Target P/E 배수



자료: Quantiwise, 하나증권

셀 메이커별 자본총계(비지배주주지분 제외) 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 하나증권

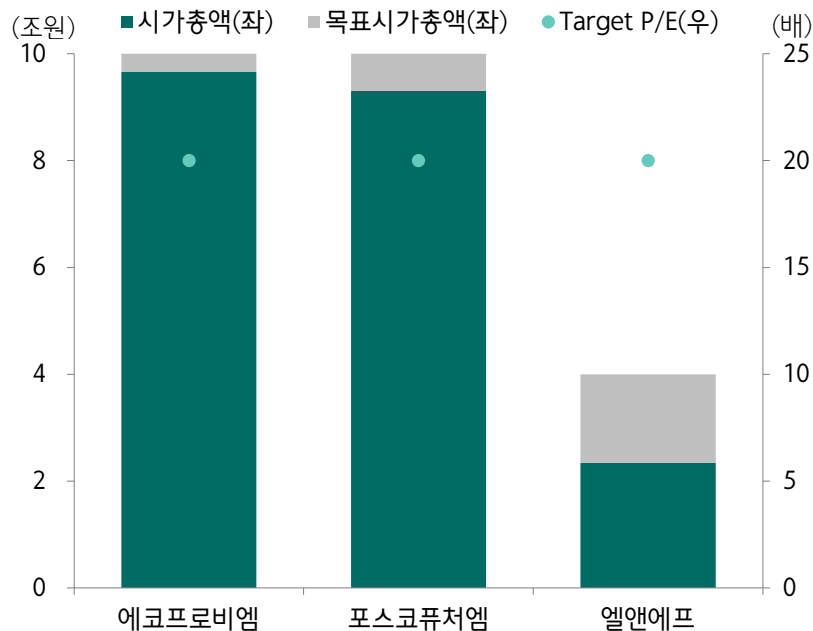


## 4. 셀과 양극재 Valuation

### 양극재 기업별 Valuation

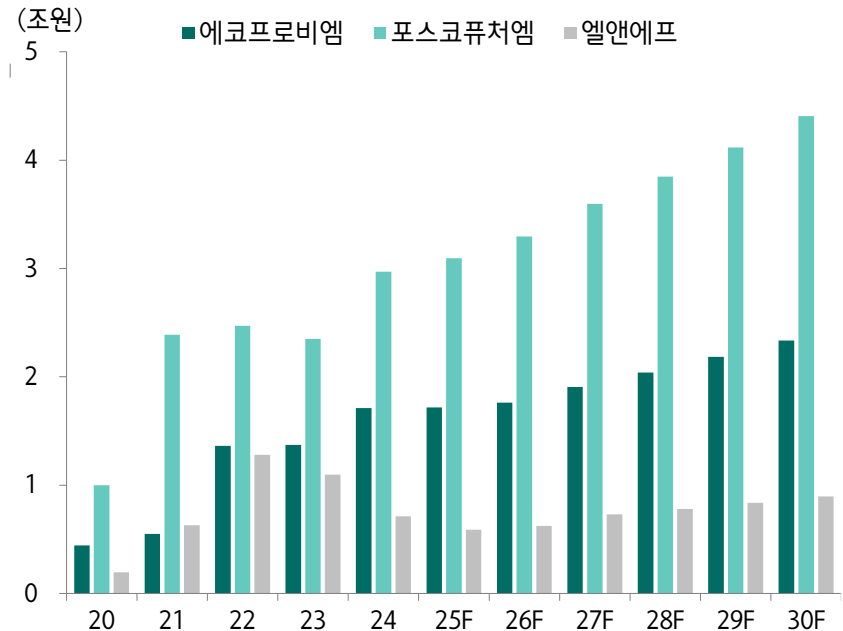
- 양극재 3사, 2030년 기준 30만톤 전후의 증설 계획 제시. 예상 지배주주순이익(2030년)에 Target P/E 20배 적용 시 적정가치 약 10조원 도출
- 다만 엘앤에프의 경우 신규 고객사 확보 및 광물 적격 요건 충족 필요, 특히 최근 자본 감소로 인한 P/B 배수 부담 고려 필요
- 상기 적정 가치와 해당 시점의 예상 자본을 비교해보면 기업별 P/B는 에코프로비엠 4.7배, 포스코퓨처엠 P/B 2.5배로 도출

양극재 기업별 목표 시가총액 및 Target P/E 배수



자료: Quantwise, 하나증권

양극재 기업별 자본총계(비지배주주지분 제외) 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하나증권





## 5. 관심종목



# LG에너지솔루션(373220) | Neutral | TP 336,000원 | CP(5월22일) 274,500원

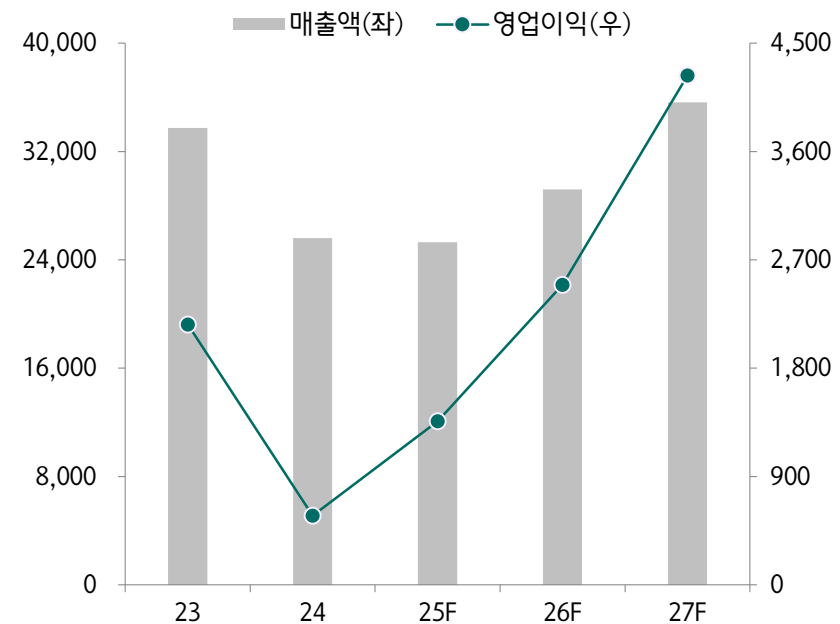
- 한국 기업 침투 가능 미국 전기차용 배터리 수요: 326GWh('30년) → 446GWh('34년)
- 한국 기업 침투 가능 유럽 전기차용 배터리 수요: 170GWh('30년) → 210GWh('34년)
- 보수적 시장 전망 기초하여 투자 의견 중립 유지

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023     | 2024      | 2025F    | 2026F    |
|------|----------|-----------|----------|----------|
| 매출액  | 33,745.5 | 25,619.6  | 25,310.2 | 29,196.4 |
| 영업이익 | 2,163.2  | 575.4     | 1,360.9  | 2,491.8  |
| 순이익  | 1,237.2  | (1,018.7) | 198.7    | 809.6    |
| 증감률  | 60.0     | 적전        | 흑전       | 307.5    |
| PER  | 80.86    | (79.93)   | 326.86   | 80.20    |
| PBR  | 4.95     | 3.86      | 3.05     | 2.93     |
| ROE  | 6.36     | (4.93)    | 0.94     | 3.73     |
| DPS  | 0        | 0         | 0        | 0        |

자료: 하나증권

LG에너지솔루션 매출액 및 영업이익 전망 (단위: 십억원)



자료: 하나증권





## 5. 관심종목



# 삼성SDI (006400) | Neutral | TP 195,000원 | CP(5월22일) 163,100원

- 최근 유럽 시장 내 점유율 하락 반영해 목표주가 195,000원 제시
- 당분간 기존 고객사향 배터리 출하 감소 속에서 모멘텀 부재하다고 판단
- 보수적 시장 전망 기초하여 투자의견 중립 유지

### Financial Data

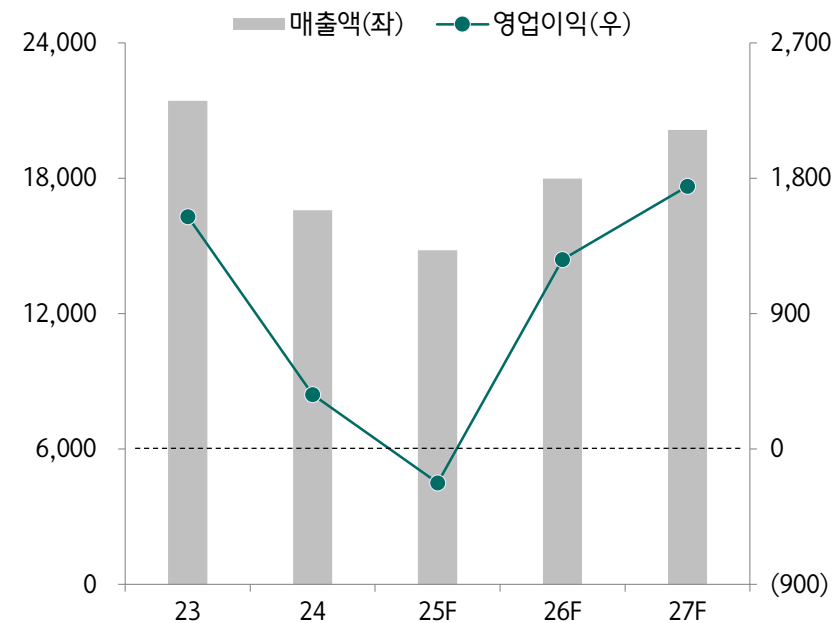
(단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023     | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액  | 21,436.8 | 16,592.2 | 14,810.0 | 17,985.5 |
| 영업이익 | 1,545.5  | 363.3    | (224.4)  | 1,260.0  |
| 순이익  | 2,009.2  | 599.3    | (69.3)   | 864.8    |
| 증감률  | 2.9      | (70.2)   | 적전       | 흑전       |
| PER  | 16.54    | 29.08    | (181.80) | 15.38    |
| PBR  | 1.76     | 0.87     | 0.67     | 0.64     |
| ROE  | 11.48    | 3.13     | (0.35)   | 4.32     |
| DPS  | 978      | 978      | 978      | 978      |

자료: 하나증권

### 삼성SDI 매출액 및 영업이익 전망

(단위: 십억원)



자료: 하나증권





## 5. 관심종목



# 포스코퓨처엠(003670) | Neutral | TP 124,000원 | CP(5월22일) 103,200원

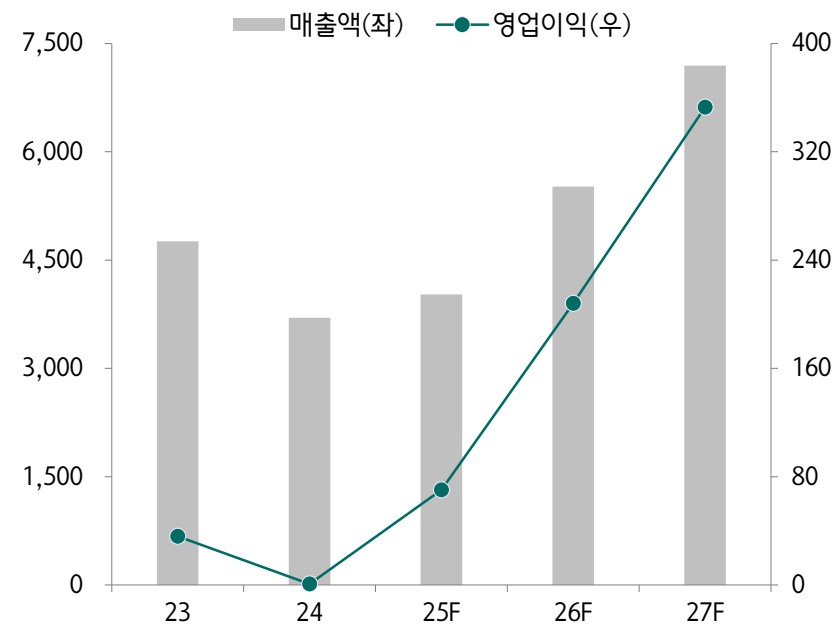
- 한국 기업 침투 가능 북미+유럽 양극재 수요: 72만톤('30년) → 94만톤('34년)
- 상기 전망 기초한 2028-2030년 예상 실적에 Target P/E 20배 적용할 시 산출되는 기업가치 12조원
- 보수적 시장 전망 기초하여 투자의견 중립 유지

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 4,759.9 | 3,699.9 | 4,022.8 | 5,519.1 |
| 영업이익 | 35.9    | 0.7     | 70.1    | 208.1   |
| 순이익  | 28.7    | (212.3) | 124.9   | 199.3   |
| 증감률  | (75.7)  | 적전      | 흑전      | 59.6    |
| PER  | 967.65  | (51.84) | 64.95   | 40.69   |
| PBR  | 11.80   | 3.70    | 2.62    | 2.46    |
| ROE  | 1.19    | (7.98)  | 4.12    | 6.24    |
| DPS  | 250     | 0       | 0       | 0       |

자료: 하나증권

포스코퓨처엠 매출액 및 영업이익 전망 (단위: 십억원)



자료: 하나증권





## 5. 관심종목



# 에코프로비엠(247540) | Neutral | TP 105,000원 | CP(5월22일) 87,600원

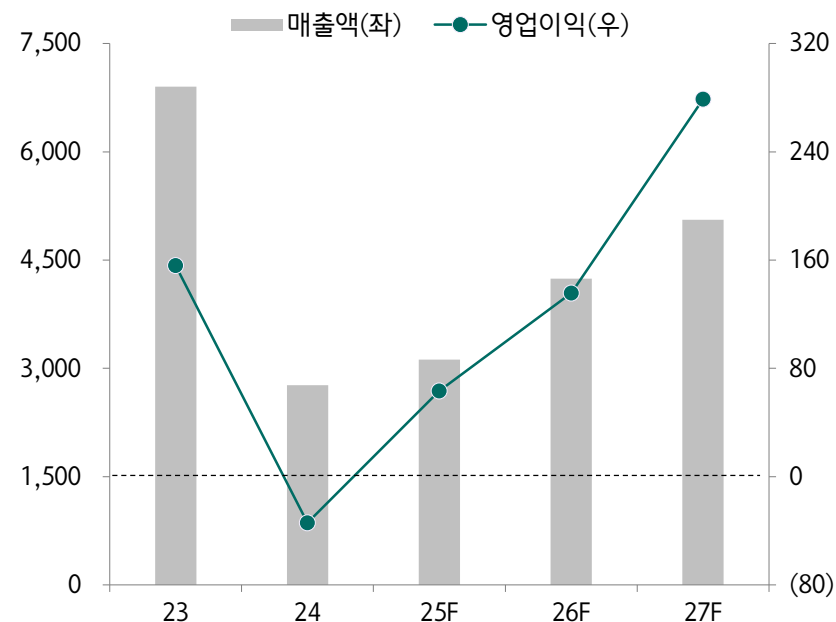
- 흑자 기초 안착됐고, 시장 내 점유율 확고하다는 점에서 현재 주가에서 Short의 실익 없다고 판단
- 다만, 2020년대 후반 예상 CAPA인 35만톤 전량 생산을 가정한 2030년 예상 지배순이익에 Target P/E 적용 시 시총 11.6조원
- 이는 현재 시총과 큰 차이 없으므로, 중장기 상승 여력은 제한적이라 판단

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023       | 2024     | 2025F    | 2026F   |
|------|------------|----------|----------|---------|
| 매출액  | 6,900.9    | 2,766.8  | 3,123.1  | 4,244.8 |
| 영업이익 | 156.0      | (34.1)   | 63.4     | 135.7   |
| 순이익  | (8.7)      | (96.5)   | 5.9      | 44.6    |
| 증감률  | 적전         | 적지       | 흑전       | 660.0   |
| PER  | (3,235.96) | (111.35) | 1,465.00 | 192.76  |
| PBR  | 20.32      | 6.25     | 4.98     | 4.86    |
| ROE  | (0.64)     | (6.26)   | 0.34     | 2.56    |
| DPS  | 0          | 0        | 0        | 0       |

자료: 하나증권

에코프로비엠 매출액 및 영업이익 전망 (단위: 십억원)

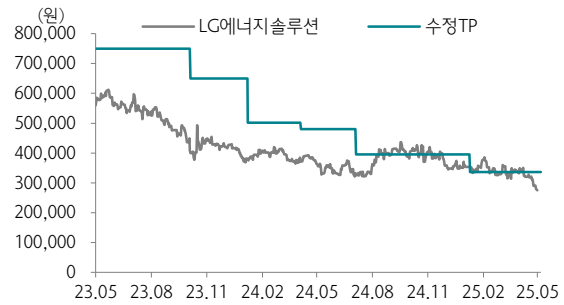


자료: 하나증권



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

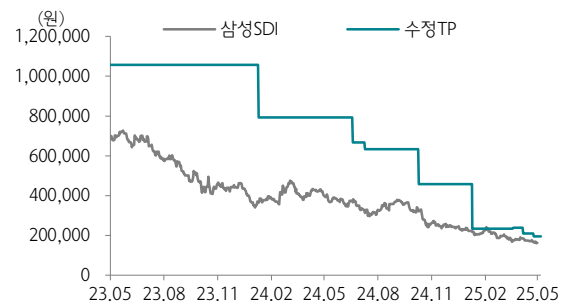
#### LG에너지솔루션



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.1.31  | Neutral | 336,000 |         |         |
| 24.10.29 | Neutral | 395,000 | -3.37%  | -12.78% |
| 24.7.26  | BUY     | 395,000 | -3.77%  | 10.51%  |
| 24.4.26  | BUY     | 480,000 | -26.10% | -18.13% |
| 24.1.29  | BUY     | 502,000 | -21.79% | -16.43% |
| 23.10.26 | BUY     | 650,000 | -35.52% | -24.08% |
| 23.4.10  | BUY     | 750,000 | -27.53% | -18.40% |

### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

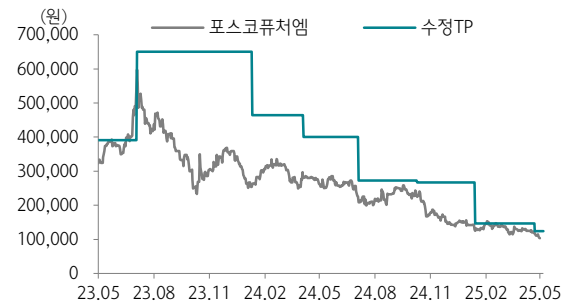
#### 삼성SDI



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가      | 괴리율     |         |
|----------|---------|-----------|---------|---------|
|          |         |           | 평균      | 최고/최저   |
| 25.5.16  | Neutral | 195,000   |         |         |
| 25.4.28  | Neutral | 210,000   | -17.31% | -12.57% |
| 25.4.11  | Neutral | 238,000   | -23.77% | -20.00% |
| 25.1.31  | Neutral | 233,010   | -12.97% | 3.78%   |
| 24.10.31 | BUY     | 457,208   | -44.86% | -27.73% |
| 24.7.31  | BUY     | 632,455   | -46.46% | -40.02% |
| 24.7.10  | BUY     | 667,701   | -48.31% | -42.89% |
| 24.1.31  | BUY     | 793,017   | -49.75% | -40.00% |
| 23.5.23  | 1년 경과   |           | -       | -       |
| 22.5.23  | BUY     | 1,057,356 | -40.05% | -26.57% |

### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

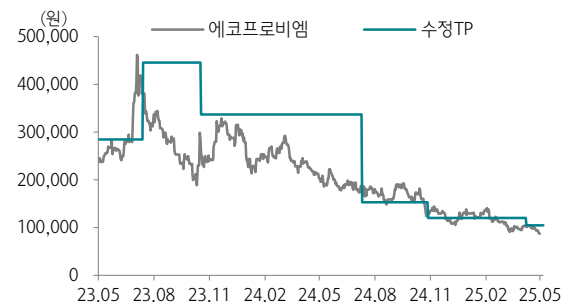
#### 포스코퓨처엠



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.5.14  | Neutral | 124,000 |         |         |
| 25.2.4   | Neutral | 147,000 | -10.21% | 4.08%   |
| 24.10.31 | BUY     | 267,000 | -37.29% | -9.74%  |
| 24.7.26  | BUY     | 273,000 | -16.85% | -5.31%  |
| 24.4.26  | BUY     | 400,000 | -33.76% | -28.50% |
| 24.2.1   | BUY     | 464,000 | -36.17% | -27.59% |
| 23.7.25  | BUY     | 650,000 | -45.28% | -13.85% |
| 23.5.19  | BUY     | 391,000 | -1.73%  | 38.62%  |

### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

#### 에코프로비엠



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.4.30  | Neutral | 105,000 |         |         |
| 24.11.18 | Neutral | 120,000 | -1.18%  | -24.08% |
| 24.8.1   | Neutral | 153,000 | 10.96%  | -18.63% |
| 23.11.8  | BUY     | 337,000 | -28.92% | -2.37%  |
| 23.8.4   | BUY     | 446,000 | -37.81% | -22.76% |
| 23.5.19  | BUY     | 285,000 | 3.71%   | 62.11%  |



### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 95.43%  | 4.57%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 05월 23일