발간일자 2025.11.11

# 2026 연간전망

# AI가 이끄는 반도체 · 2차전지 동행 사이클

[IT]
최보영 연구위원
20190031@iprovest.com

KYOBO
교보증권

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

# Contents

## 반도체

Ⅰ 2025년 Review: **AI산업의 메모리 산업 재편** ··· 4pg
Ⅱ 2026년 전망 ①: **AI 인프라 수요 급증** ··· 12pg
Ⅲ 2026년 전망 ②: **2026년 HBM 전망** ··· 18pg
Ⅳ 2026년 전망 ③: **AI 버블? 제2의 닷컴버블?** ··· 28pg

## 2차전지

Ⅰ 2025년 Review: **산 넘어 산** ··· 39pg
Ⅱ 2026년 전망 ①: **2026년 전망 EV 캐즘, ESS 방어** ··· 50pg
Ⅲ 2026년 전망 ②: **신 시장 개척- 휴머노이드 로봇, 로보택시** ··· 56pg

## 기업분석: 4Q25 및 2026년 Preview

반도체 삼성전자 / SK하이닉스 ··· 31pg
2차전지 LG에너지솔루션 /삼성SDI / 포스코퓨처엠 / 에코프로비엠 /엘앤에프 ··· 59pg

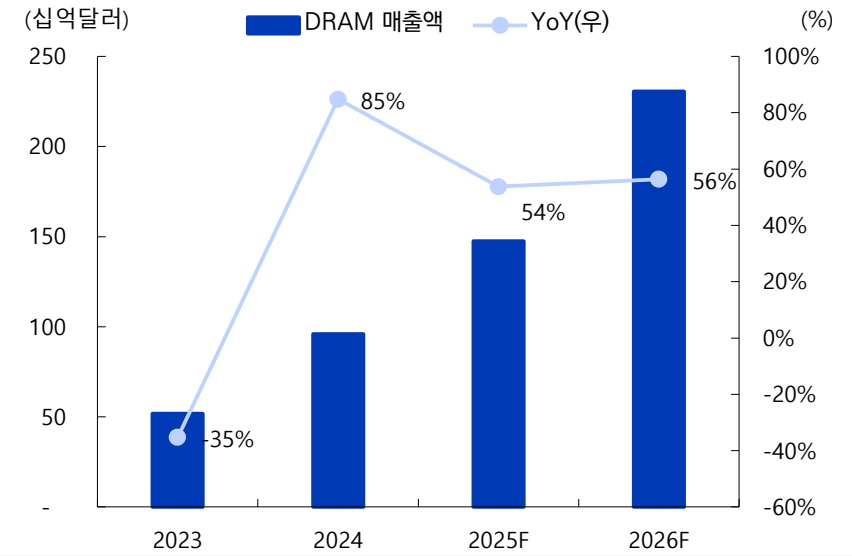
# I. 2025년 AI산업의 메모리 산업 재편

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

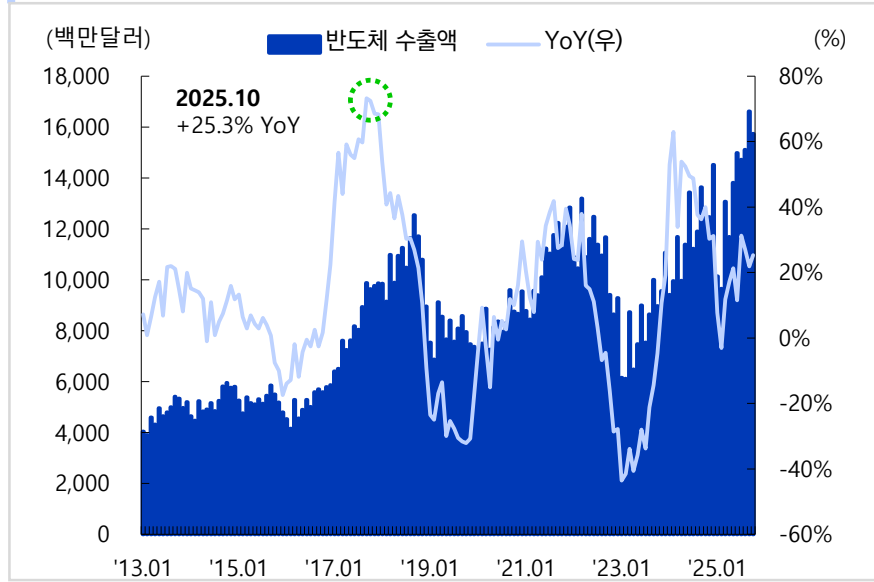
## 국내 반도체 수출액 ATH

- AI 서버·데이터센터 폭발적 성장, 모바일/PC는 완만한 회복
- HBM·고대역폭 메모리 중심 시장 재편과 eSSD 수요 폭증
- 2025년 DRAM, NAND 시장은 각 YoY +54%, YoY +2% 성장 전망
- 2025년 10월 누적 국내 반도체 수출은 전년대비 YoY +25% 증가

### 글로벌 DRAM 매출액 전망



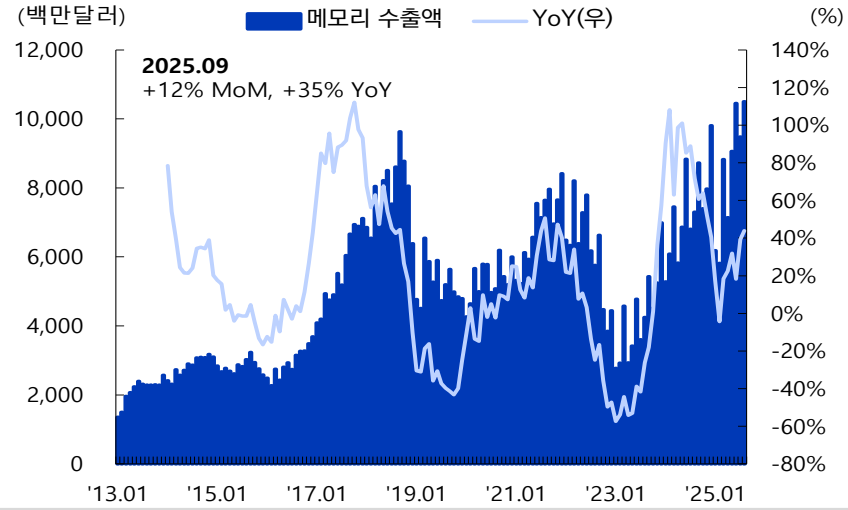

### 국내 반도체 수출액 및 YoY 추이



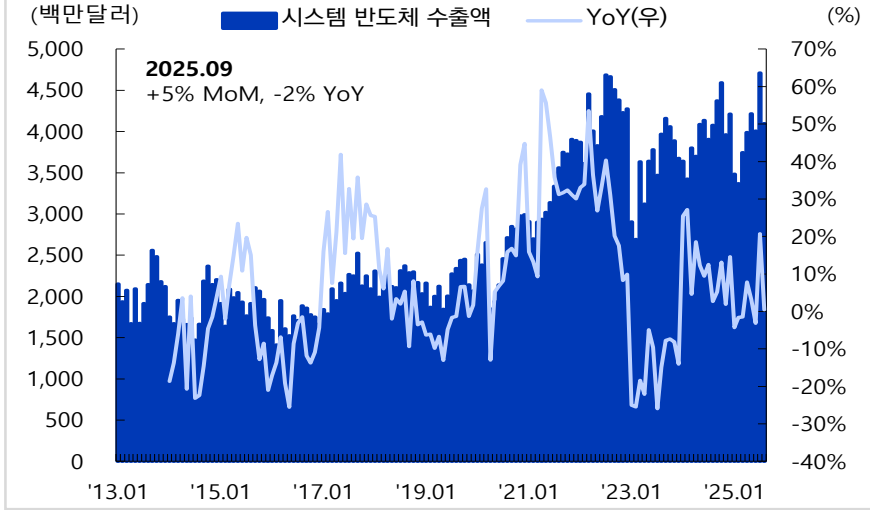

자료: Kstat, 교보증권 리서치센터
주. 2025.10월 국내 수출액 연환산

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

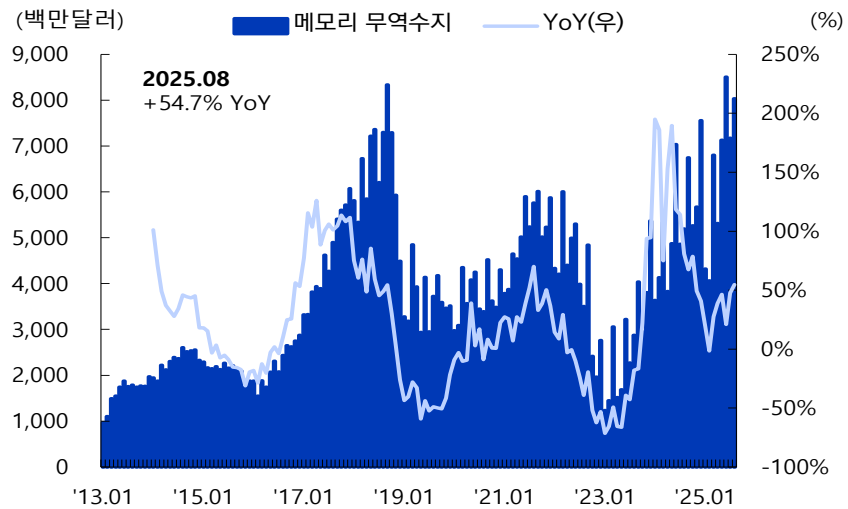
## 국내 메모리 수출액 및 YoY 추이



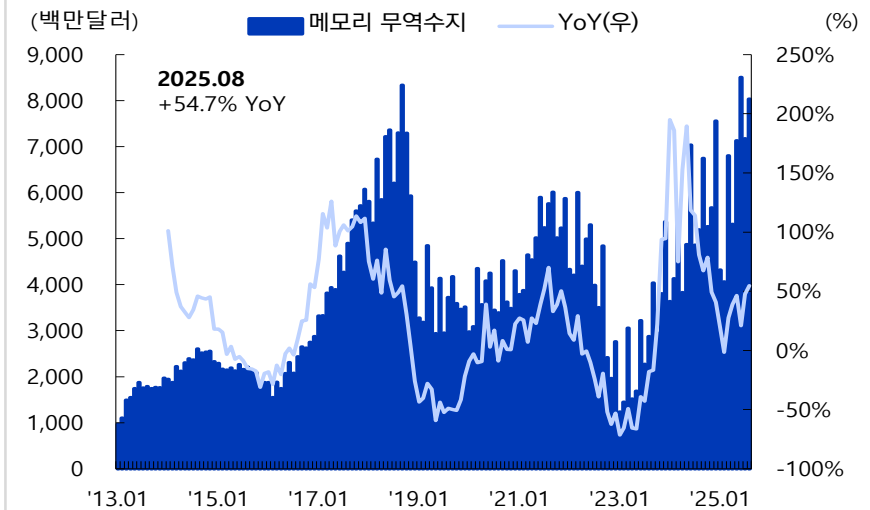

## 국내 시스템 반도체 수출액 및 YoY 추이




## 국내 메모리 무역수지 및 YoY 추이



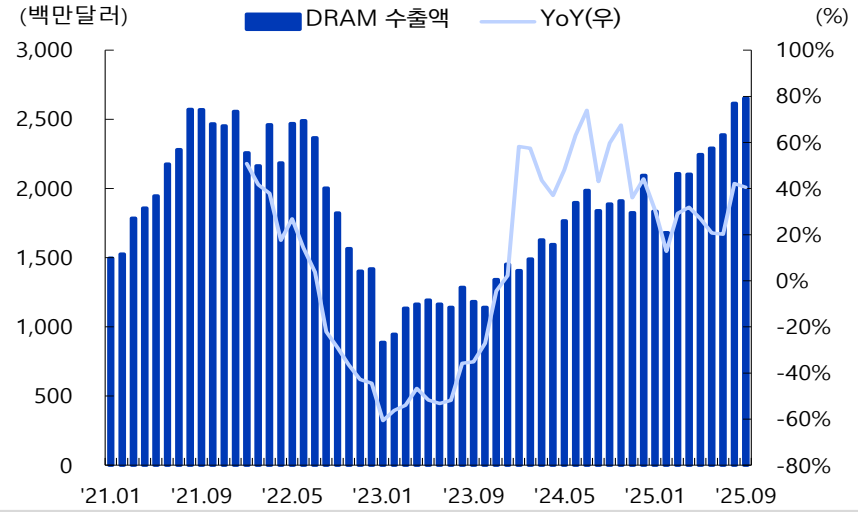

## 국내 비메모리 무역수지 및 YoY 추이



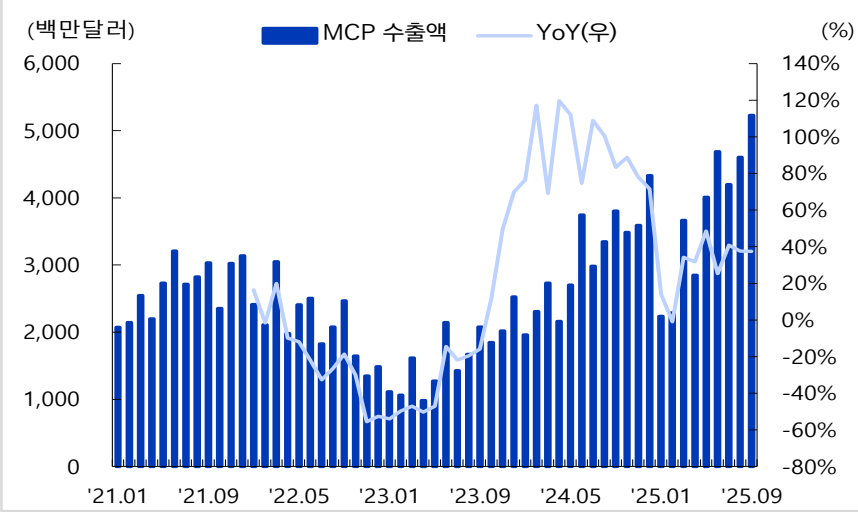

자료: Kstat, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

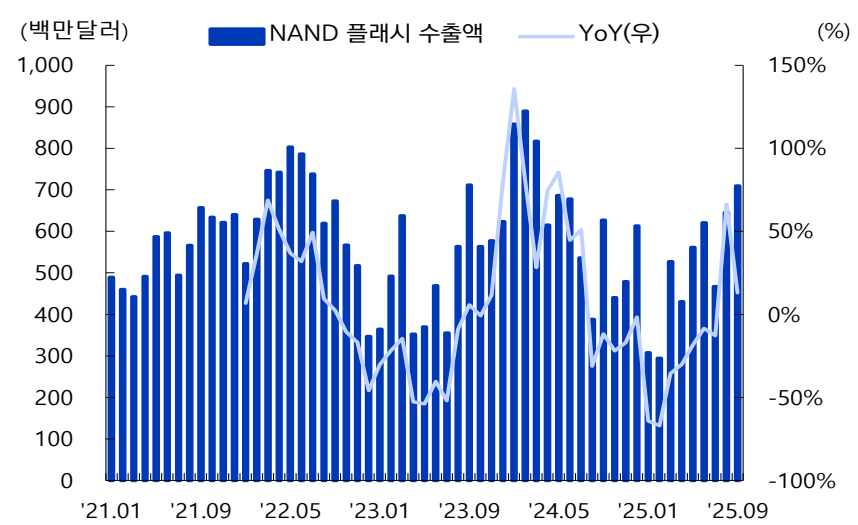
## 국내 DRAM 수출액 및 YoY 추이



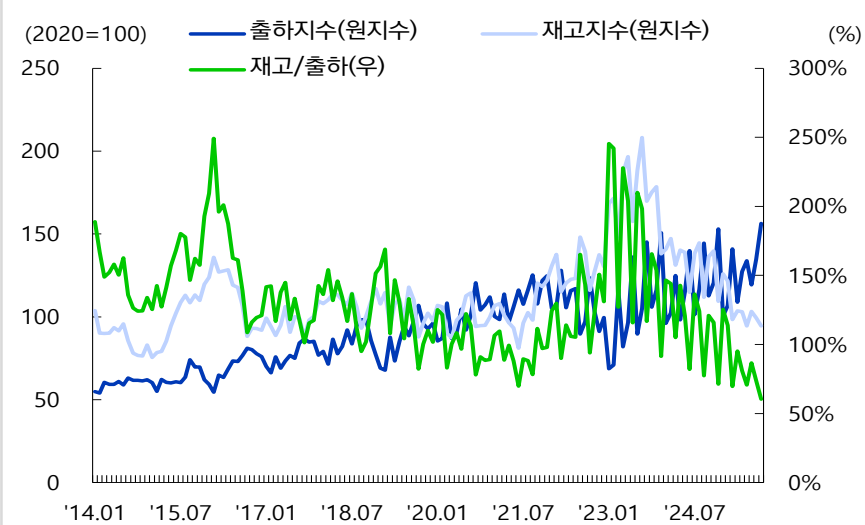

## 국내 MCP 수출액 및 YoY 추이




## 국내 NAND 플래시 수출액 및 YoY 추이




## 반도체 및 부품 생산자 제품 출하, 재고 지수 추이



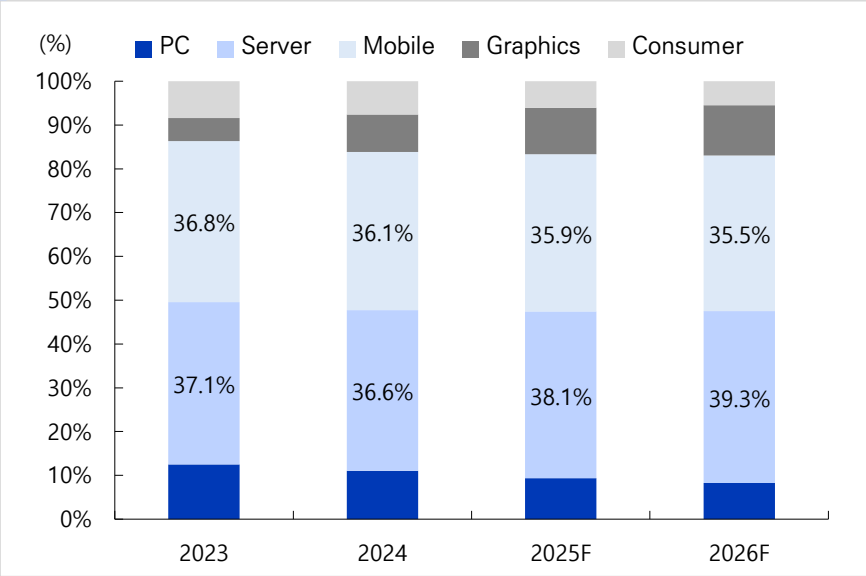

자료: Kstat, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

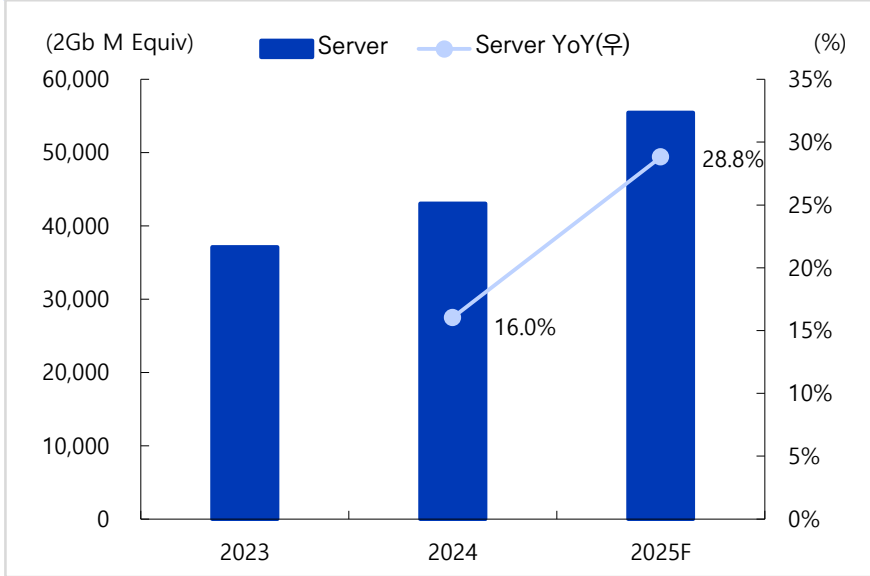
**AI 서버 위주의 성장:** AI 서버·데이터센터 폭발적 성장. 서버 DRAM, eSSD 출하량 긍정적

- 2025년 DRAM 애플리케이션별 출하량 비중은 PC 9%, 서버 38%, 모바일 36%, 그래픽 11%, 컨슈머 6% 예상
- DRAM 애플리케이션별 출하량은 전년대비 PC +4%, 서버 +29%, 모바일 +23%, 그래픽 +53%, 컨슈머 -1% 예상
- NAND 애플리케이션별 출하량 비중은 핸드셋 33%, PC SSD 21%, eSSD 29%, 게임 콘솔 2%, 메모리 카드 3% 예상
- NAND 애플리케이션별 출하량은 전년대비 핸드셋 -2%, PC SSD -3%, eSSD +10%, 게임 콘솔 +20%, 메모리 카드 -35% 예상

**애플리케이션별 DRAM 출하량 비중**



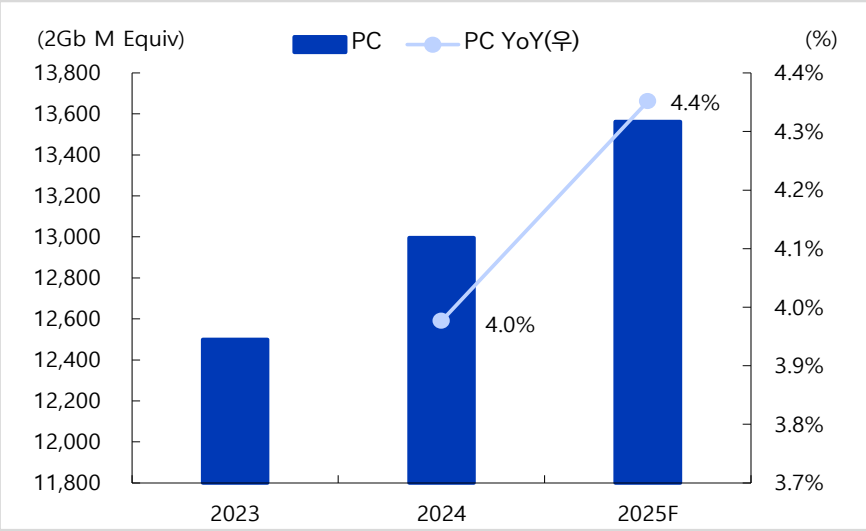

**서버 DRAM 연간 출하량 전망**



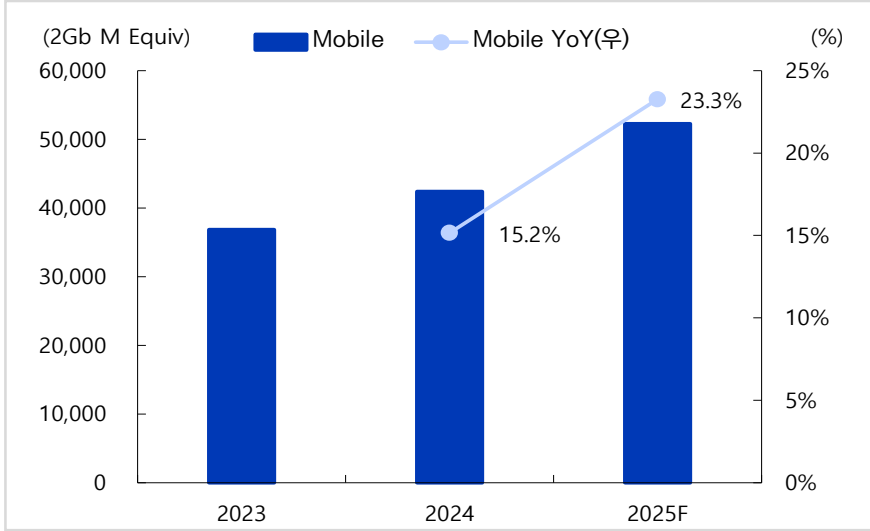

자료: TrnedForce, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

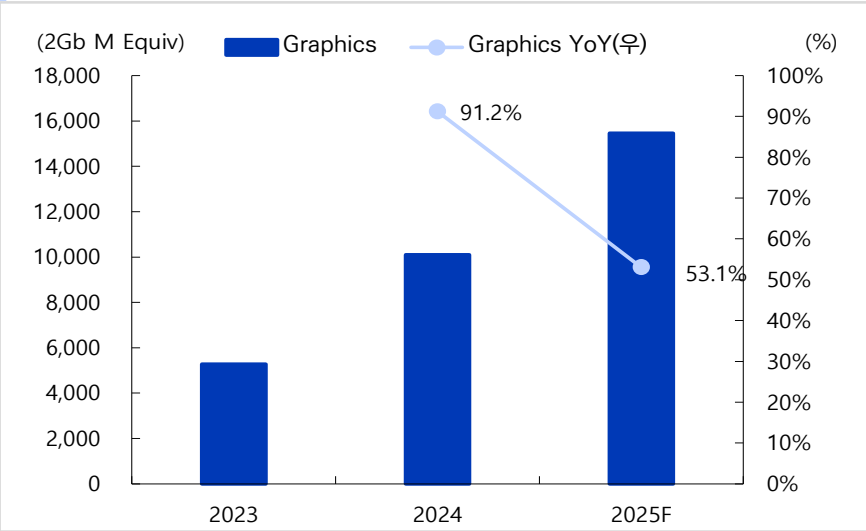
## PC DRAM 연간 출하량 전망



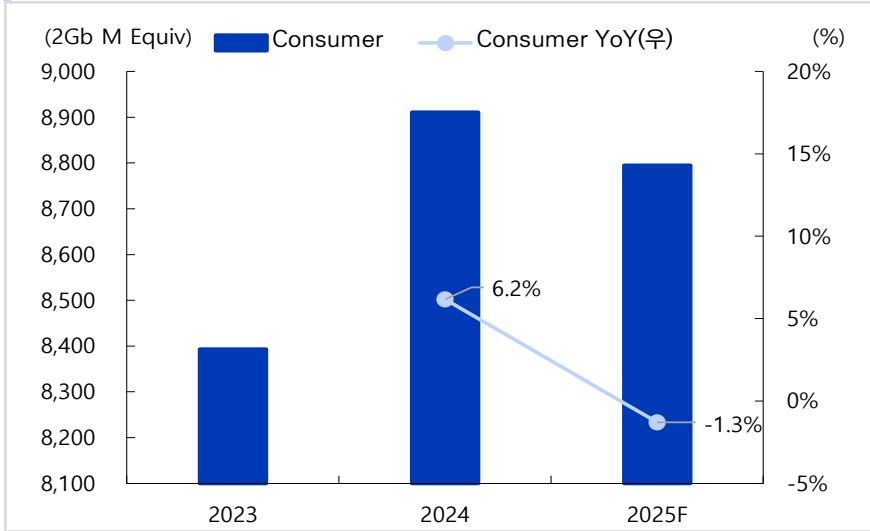

## 모바일 DRAM 연간 출하량 전망




## 그래픽 DRAM 연간 출하량 전망




## 컨슈머 DRAM 연간 출하량 전망



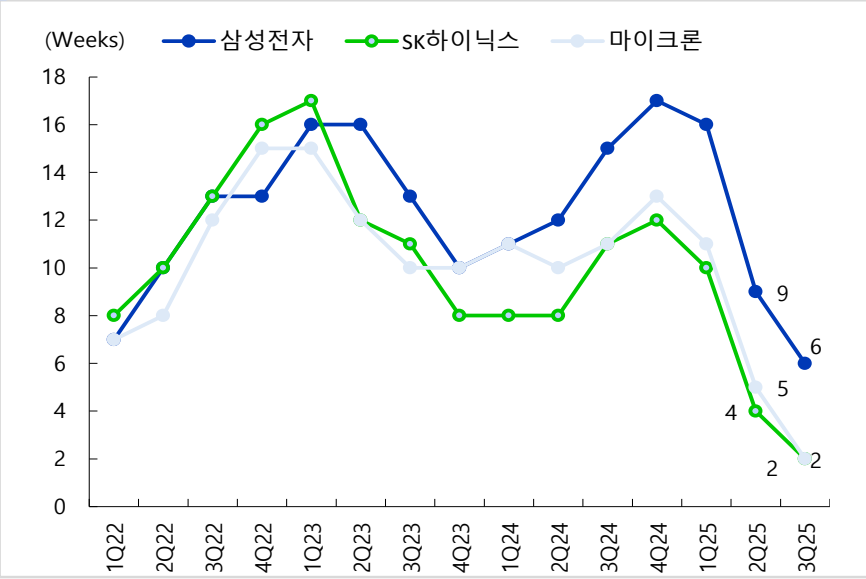

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

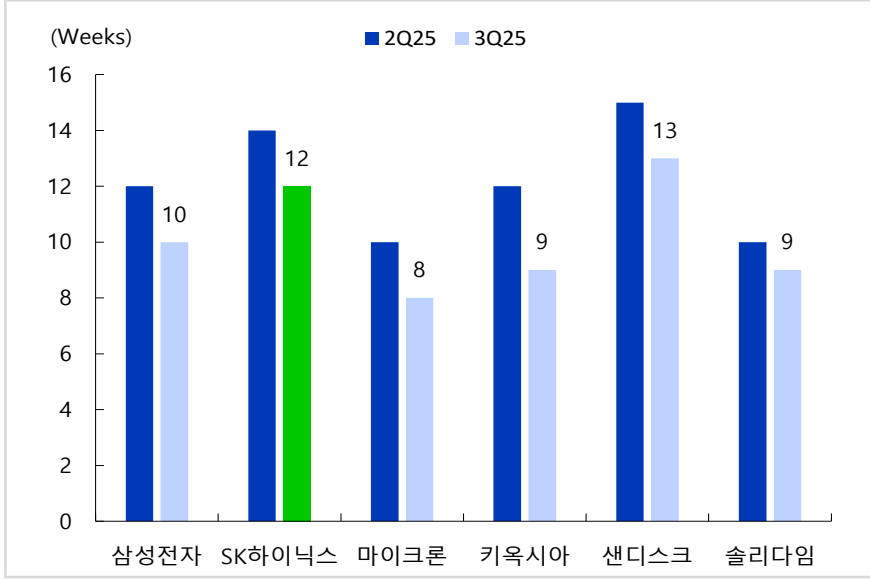
**'25년 공급업체 판매량>생산량** 공급업체 재고는 역사적 저점 수준 → 증설 재개 그러나 투자 확대는 제한적

- 2026년 SK하이닉스 M15X, 삼성 평택/P4 일부 증설 예정
- 3Q25 DRAM 수요 측면 재고: PC OEM 11~14주, 미국 CSP 11~14주, 중국 CSP 12~14주, 엔터프라이즈 8~9주로 추정
- 3Q25 NAND 수요 측면 재고: PC OEM 9~11주, 미국 CSP 14주, 중국 CSP 11~12주, 엔터프라이즈 11주로 추정

**DRAM 공급업체 재고 추이**




**NAND 공급업체 재고 추이**




자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] AI로 인한 메모리 산업 재편

## 관세 문제 → 가장 큰 불확실성

| 2025년 | 반도체 미국 관세 내용 |
|---|---|
| 4월 | 4/2: 상호 관세 EO 14257 발표. 모든 국가의 수입품에 대해 기본 10% 추가 관세 도입<br>4/11: CBP 공지로 스마트폰, 컴퓨터, 반도체 등 일부 제품 상호 관세에서 일괄 제외<br>4/16: 상무부, 반도체 수입에 대한 섹션 232 조사 공고 및 의견 수렴 개시 |
| 5월 | 5/7: SIA 등 반도체 업계 섹션 232 조사에 대한 공식 의견서 제출<br>5/21: 206건 의견 접수. 한국, 일본, 대만, 미국에 반도체 관세로 인한 우려 표명 |
| 6월 | 6/21: 상무부, 반도체 관련 중국 내 설비에 대해 미국 기술 사용 허가 철회할 준비 중 보도<br>- TSMC, 삼성전자, SK하이닉스 등에 미국 기술 사용하는 중국 내 칩 공장에 적용되던 허가 취소될 수 있다는 통보 |
| 7월 | 7/27: EU, 미국과 수출품에 대해 최대 15% 관세 적용 합의. 반도체 장비는 관세 면제 대상으로 명시<br>7/31: 4월 발표한 상호 관세 적용. 운영 세부 내용 재조정 |
| 8월 | 8/6: 트럼프 수입 반도체 100% 관세 부과 언급. 미국 내 생산하거나 건설 약속 시 관세 부과 대상 제외<br>8/21: EU, 미국 공동성명으로 반도체 등에 대해 섹션 232 조사 대상이더라도 관세율 15% 넘지 않겠다 약속 |
| 9월 | 9/4: 섹션 232 적용 절차 및 상호 관세 운영 절차 조정 발표. 반도체가 조사 대상품목 중 하나로 언급<br>9/5: 트럼프 미국에 공장 지으면 관세 면제하겠다는 조건 포함되어 있다 다시 한 번 언급<br>9/30: 연방 항소법원이 대부분의 상호관세가 불법이라는 판결 내림 |
| 10월 | 10/9: 중국, 반도체 공급망 핵심 소재를 포함한 희토류 제어권 강화하며 수출 허가, 면허 요건 확대 발표<br>10/10: 중국, 퀄컴에 대해 반독점 조사 개시. 미국 선박에 대해 중국 부두 요금 인상 발표<br>10/25: 중국, 미국 반도체 기업들에 판매현황, 수출입내역 등 설문 및 자료 요구 |
| 11월 | 11/4: 일본은 이미 미국과 관세 및 투자 협정 체결. 한국은 아직 서명하지 않았다 기사화<br>- 한국, 미국 관세 협정에서 자동차, 반도체 등 주요 수출품은 경쟁국 수준의 관세를 확보했다 언급 |

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

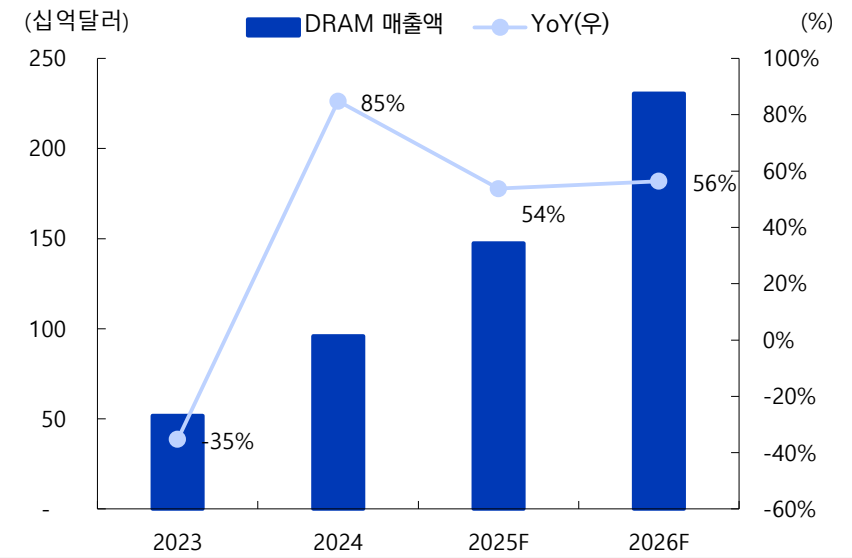
# II. AI 인프라 수요 급증

# [2026년 전망] 메모리 시장은 AI 인프라 수요 급증 + 공급 제약

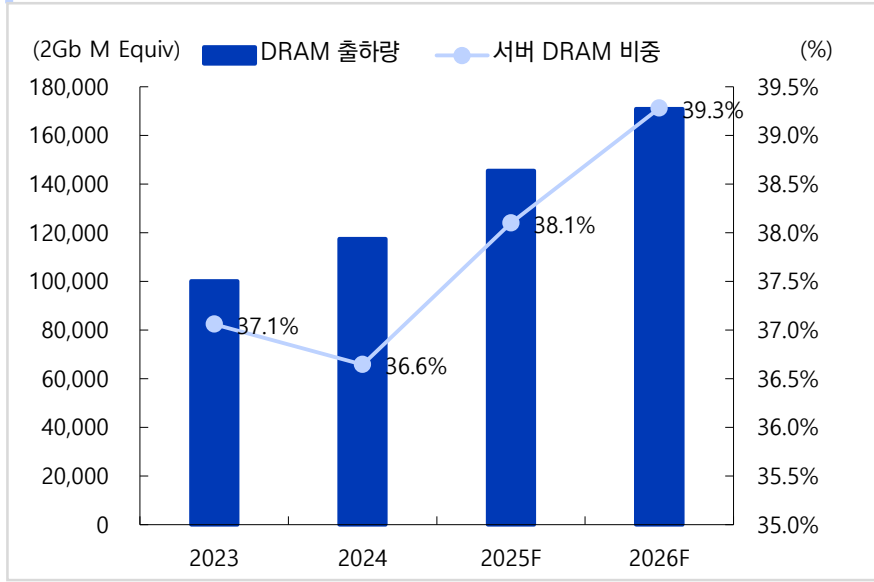
## AI 인프라 수요 급증 + 공급 제약

- 2026년 메모리 시장은 AI 인프라 수요 급증 + 공급 제약 구조적 변화 하에 '공급자 우위' 국면으로 매출액은 YoY +56% 증가 전망
- 수요 측면에서 특히 서버 중심의 메모리 사용량 증가가 두드러질 전망. **DRAM 출하량 내 서버 비중 2024년 37% → 2026년 39%**
- 2026년 DRAM 애플리케이션별 출하량은 전년대비 PC +4%, 서버 +21%, 모바일 +16%, 그래픽 +28%, 컨슈머 +6% 전망
- 소비자(PC·모바일) DRAM 시장은 경기 불확실성과 인플레이션 영향 등으로 다소 둔화
- 2026년에도 일부 CoWoS 공정에서 생산 병목. GB300 랙은 2025년 말~2026년부터 본격 증가. VR200 랙 성장에 기여, 공급망 이슈

**DRAM 출하량 전망**




**DRAM 출하량 중 서버 DRAM 비중**



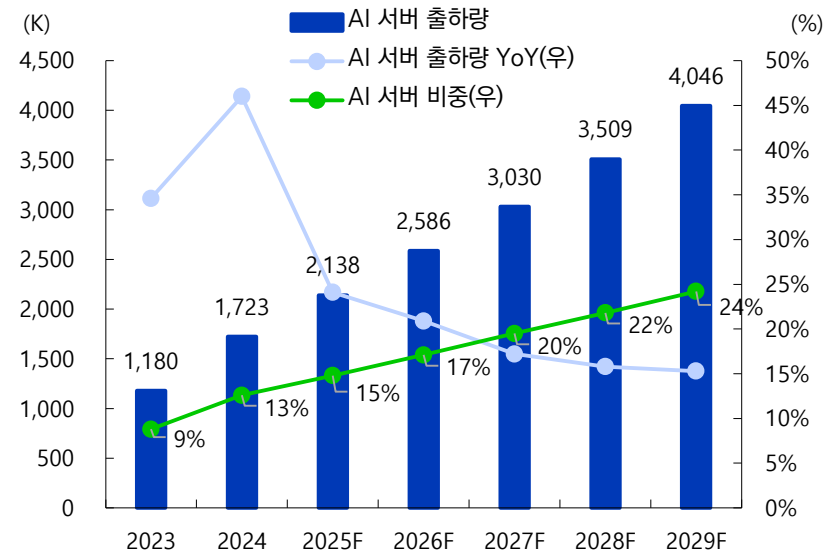

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] AI 서버 출하량 - CSP Capex 증가

## AI 서버에 투자 집중

- 글로벌 AI 서버 출하량은 2025년 YoY +24%, 2026년 YoY +21% 성장 전망하며 이는 기존 예상치인 16% 대비 더 강한 상승 추세
- 전체 서버 출하량에서 AI 서버 비중은 2025년 15% → 2026년 17% → 2027년 20%로 상승 전망
- 북미 CSP들은 GPU 랙 및 자체 AI ASIC 인프라 구축 위해 2026년 AI 관련 CapEx를 +35% 비중으로 확대
- CSP들의 Capex 중 AI 관련 투자 비중은 2023년 10% → 2024년 15% → 2025년 23% → 2026년 30% 예상
- CSP들이 AI 인프라 투자를 점진적인 방식에서 벗어나, 시장 리더십 확보를 위한 대규모 투자 방식으로 전환

### AI 서버 출하량 전망 및 YoY




자료: TrendForc, 언론종합, 교보증권 리서치센터

### CSPs CapEx 투자 동향

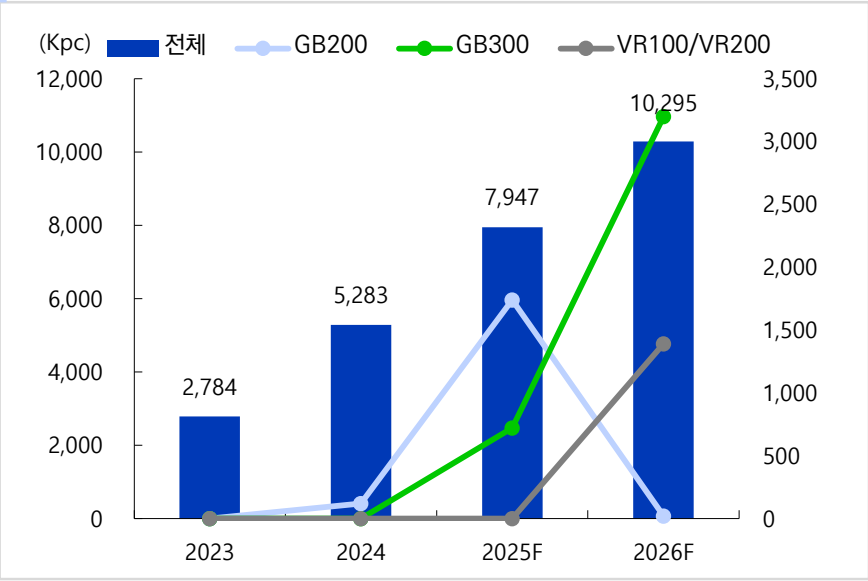
| | 2024년 | 2025년 | 2026년 |
|---|---|---|---|
| CSP CapEx | ~2,600억 달러 | ~3,000억 달러 | ~3,200억 달러 |
| AI 투자 비중 | 25% | 30~33% | 35% 이상 |
| 주요 투자처 | AI 서버 확장 (H100/200/B200) | AI ASIC 액체냉각 설비 | GB300/VR200 랙 칩 설계 내재화 |

# [2026년 전망] 투자 방향 ① NVIDIA/AMD 기반 고밀도 GPU 랙 확장

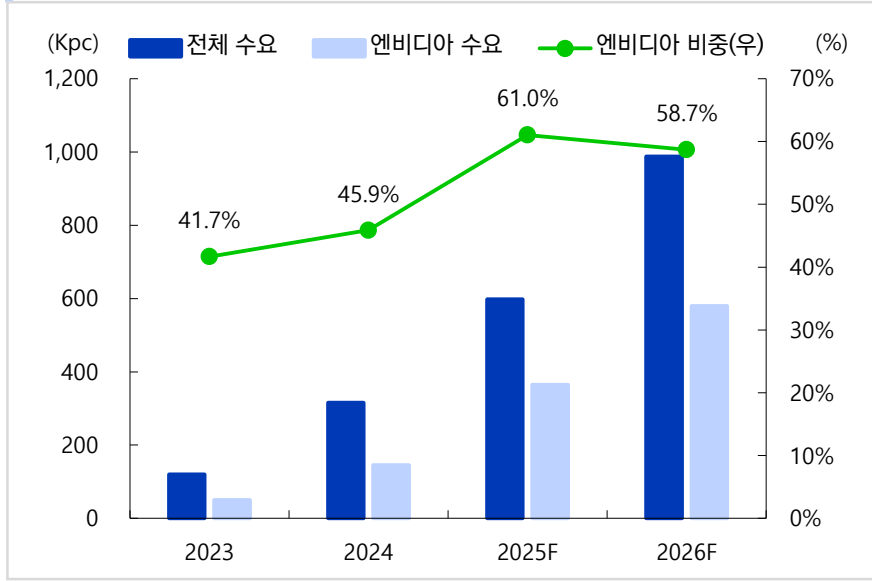
**NVIDIA/AMD 기반 고밀도 GPU 랙 확장** → LLM 훈련 및 생성형 AI 서비스 대응

- 엔비디아의 GB 랙 기반 AI 통합 솔루션의 성공적인 시장 안착. 2026년부터 더욱 고도화된 통합 랙 솔루션 수요가 확대될 전망
- 엔비디아는 차세대 VR200 랙 솔루션 출시를 계획. AMD 등 경쟁사들도 Helios 통합 AI 랙 솔루션으로 대응
- 2025년 NVIDIA 하이엔드 GPU 출하량 YoY +32%, 2026년 YoY +18% 예상
- 블랙웰 아키텍처는 2025년 엔비디아 하이엔드 GPU 출하량의 80% 이상을 차지하며 주류
- 이에 따라 엔비디아는 TSMC CoWoS capa의 60% 이상을 지속적으로 점유할 것으로 판단

**엔비디아 AI 칩 출하량 전망**




**CoWoS 수요 및 엔비디아 비중 전망**



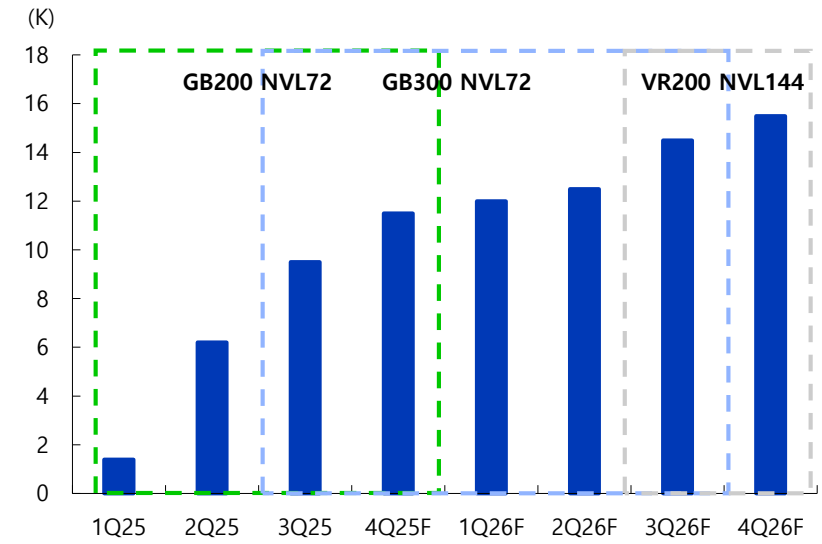

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 투자 방향 ① NVIDIA/AMD 기반 고밀도 GPU 랙 확장

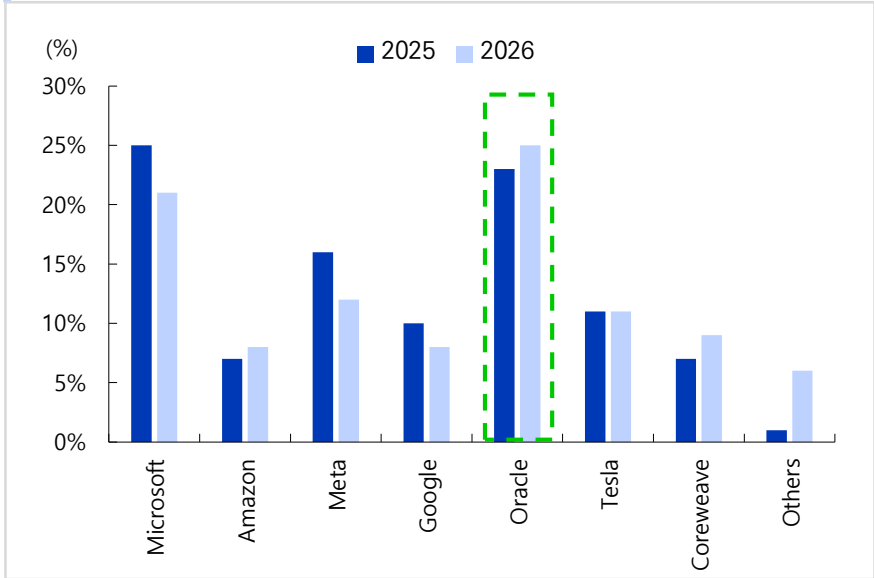
## 엔비디아 내 오라클 비중 상승

- 2026년까지 북미 CSP(구글, AWS, 마이크로소프트, 메타)들은 NVIDIA GPU 기반 랙 구매를 지속
- 북미 5대 CSP, '25년 36,000대 (GB200.GB300)→ 59,000대 (GB300, VR200) 로 GPU 랙 중 74% 로 성장 지속
- GB300 랙이 2026년부터 출하량의 주력 제품이 될 것이며, VR200 랙은 2026년 하반기부터 도입될 예정
- Oracle 가장 큰 잠재적 고객: Stargate 등 와 클라우드 AI 데이터베이스 수요 덕분에 2025년 23% → 2026년 25%

**엔비디아 GB/VR 랙 출하량 및 분기별 주요 모델**




**엔비디아 GB/VR 랙 출하량 고객별 비중**




자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 투자 방향 ②자체 ASIC 개발 확대

## ASIC, 데이터센터 TCO 낮추기 위한 해법

- 4대 CSP ASIC 출하량은 2025년 YoY +44% → 2026년 YoY +37% 전망
- LLM 컴퓨팅에 대한 자율성과 비용 통제력 강화를 위해 자체 ASIC 배포 확대
- 구글은 2025년 하반기부터 브로드컴과 설계한 TPU v7p 소량 출하 시작. 2027년 TPU v7e 출시 예정
- AWS는 2026년 마벨과 알칩이 공동 설계한 Trainium3, 2027년 Trainium4 출시 예정
- 메타는 4Q25 브로드컴과 설계한 MTIA v2 출시 예정. 낮은 지연 시간과 에너지 효율성으로 추론 성능 개선할 수 있다는 점 강조

### 주요 CSPs '25~'26년 ASIC 개발 현황

| CSP | 주요 ASIC | 디자인 파트너 | 25년 AI 칩 판매량 | 26년 AI 칩 판매량 |
|---|---|---|---|---|
| 구글 | 2025F: TPU v6/v7<br>2026F: TPU v7/v8 | 브로드컴, MTK | 2.2M | 3.1M |
| AWS | 2025F: Trainium2/Inference2<br>2026F: Trainium3 | 마벨, 알칩 | ~2M | 2.3M |
| 마이크로소프트 | 2025F: Maia v1<br>2026F: Maia v2 | GUC, 마벨 | 35K | 90K |
| 메타 | 2025F: MTIA v1/v2<br>2026F: MTIA v3 | 브로드컴 | 320K | 720k |

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

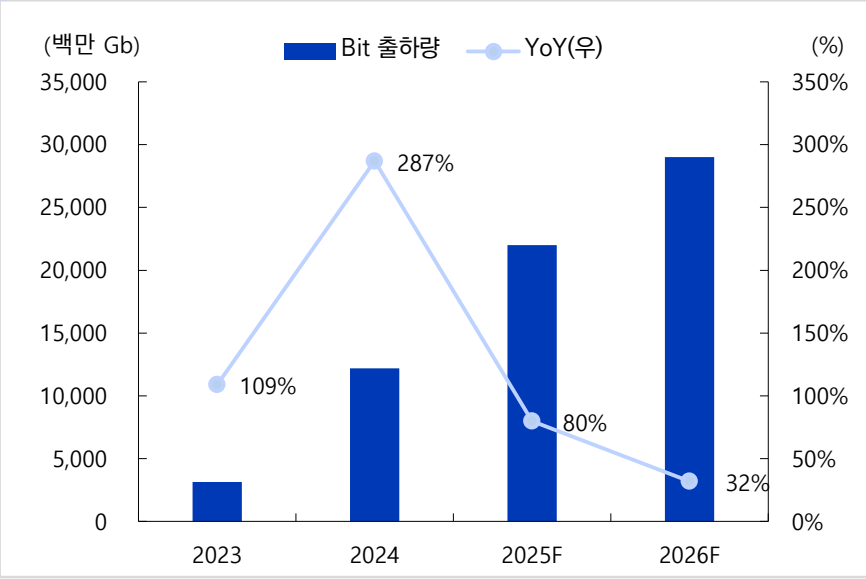
# III. 2026년 HBM 전망

# [2026년 전망] HBM 출하량 성장

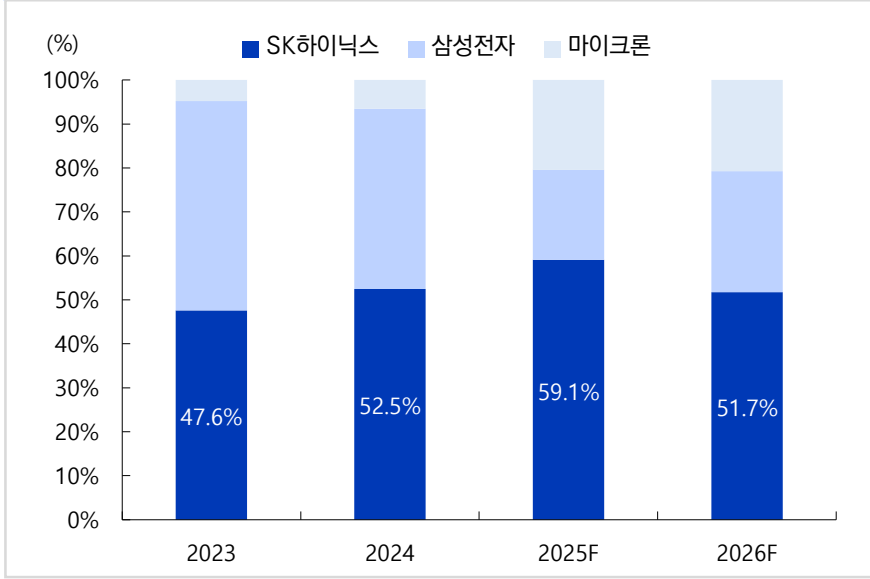
## HBM 점유율은 여전히 SK하이닉스 우위

- 2026년 HBM bit 기준 출하량은 YoY +32% 전망
- HBM 공급 업체의 점유율 구조는 2025년과 유사하게(SK하이닉스 50% 이상 점유율) 유지될 것으로 예상
- 엔비디아의 HBM4 10Gbps 이상 속도 요청 이후 주요 공급 업체 HBM4 제품은 샘플링 진행 중
- SK하이닉스는 1Q25 초기 샘플을 제출한 상태로 SK하이닉스가 선도 업체 지위를 유지할 것으로 판단

**HBM bit 기준 출하량 전망 및 YoY**




**HBM 공급업체별 점유율 전망**



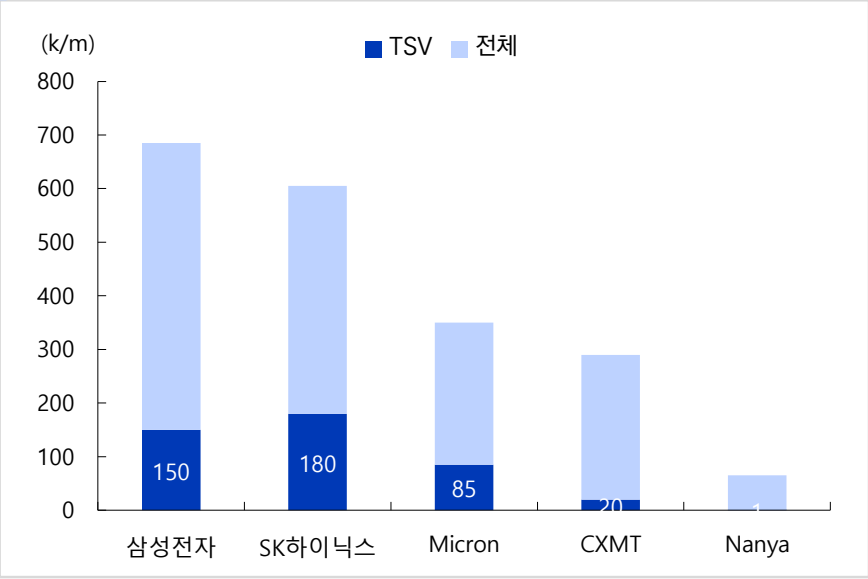

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 생산능력 확장은 HBM에 집중

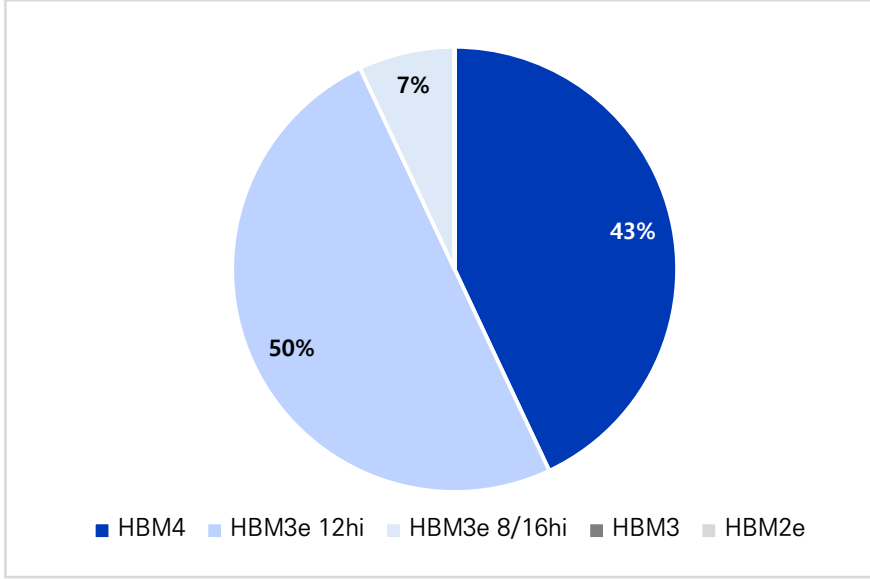
## HBM4 비중 43% 예상

- 2025년 HBM 점유율 경쟁은 치열해지고 있으며, 2026년 HBM4 부문이 핵심 격전지가 될 것
- 글로벌 DRAM 생산능력은 2025년 말 약 1,965k/m → 2026년 말 약 2,087k/m로 증가 예상
- 글로벌 DRMA 생산능력 중 TSV 공정이 차지하는 비중은 2025년 말 약 19% → 2026년 말 약 21% 상승 전망
- CXMT는 DRAM 생산능력 증설 속도면에서 선도하고 있으나, HBM 시장에서는 연구개발 문제로 존재감 미미한 수준에 그칠 것

**'26년 HBM 공급업체별 TSV 전망**




**'26년 bit 기준 HBM 출하량 전망**



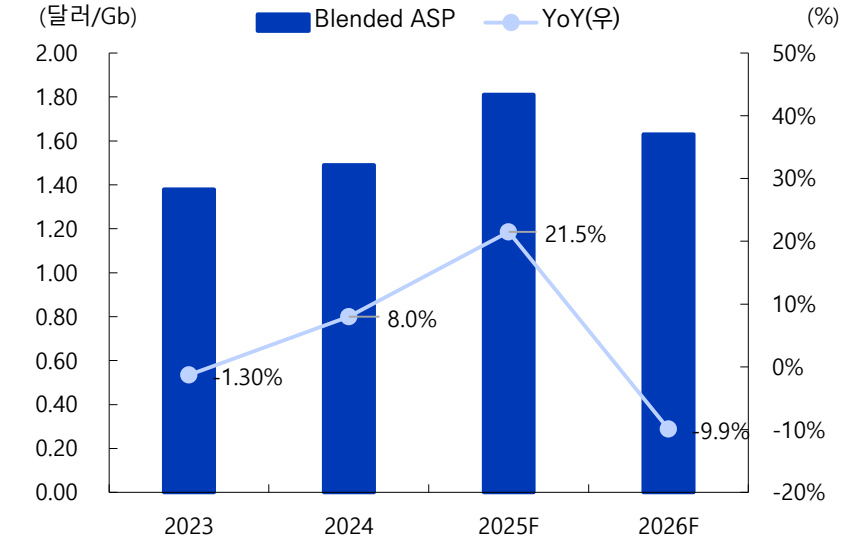

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] HBM3e 비중 유지 & 가격 하락

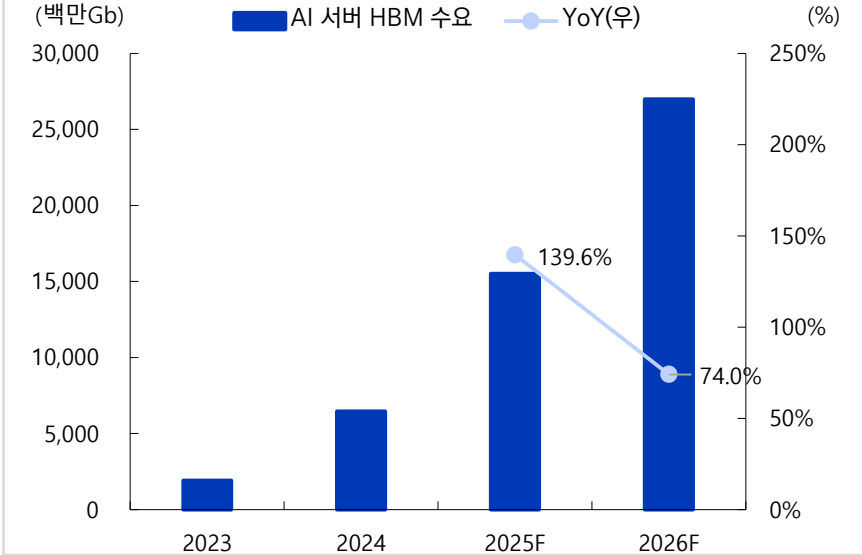
## HBM Blended ASP 하락 전망

- 2025년 HBM Blended ASP 인상은 주로 HBM3e 출하 비중 대폭 상승과 HBM3e 높은 판매 단가에 기인
- 삼성전자는 2026년에 엔비디아 HBM3e 공급망에 참여할 것으로 예상하며 수요 일부는 HBM4로 이동하게 될 것
- 2026년 HBM3e 경쟁 심화에 따른 가격 압력으로 HBM3e 계약 가격 ASP는 약 30% 하락할 가능성
- HBM4는 50~60% 가격 프리미엄을 예상하나, 낮은 가격으로 협상된 HBM3e가 2026년 전체 출하량의 절반 이상 차지할 전망
- 따라서 2026년 HBM Blended ASP는 YoY -9.9% 전망하며, 이전의 상승 추세가 되돌려질 것으로 판단

**HBM Blended ASP 전망 및 YoY**




**AI 서버 HBM 수요 전망 및 YoY**



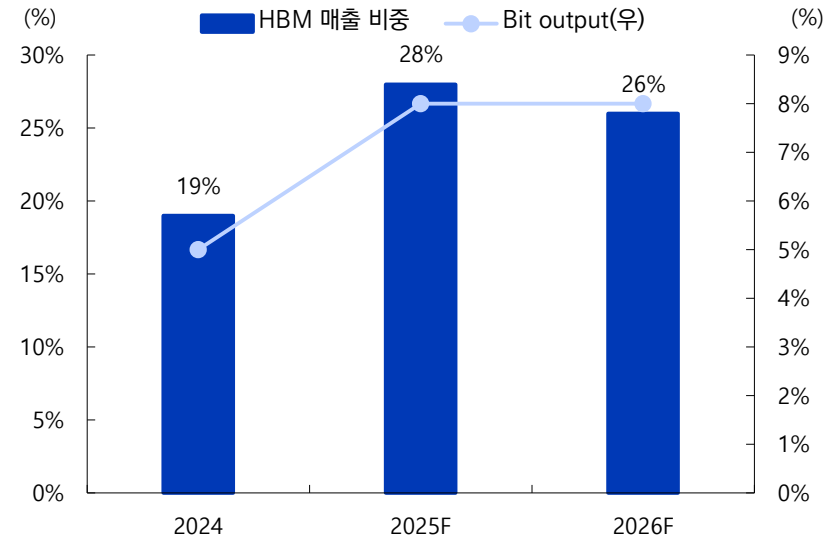

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] DRAM 가격 강세 vs HBM의 매출 기여도 제한

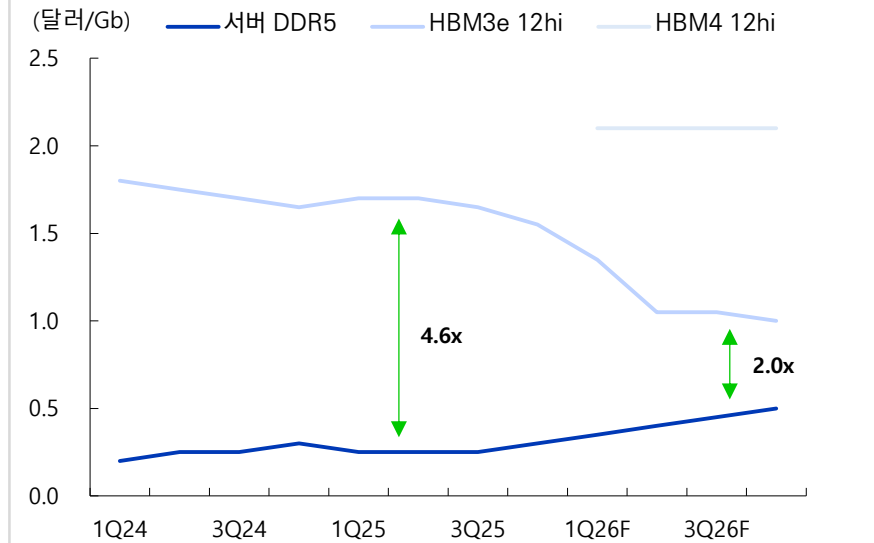
## 일반 DRAM 현물 가격 급등

- 서버 수요 강세로 일반 DRAM 고정가, 현물가 급등
- 현재 CSP들이 주도하는 메모리 재고 축적 사이클로 일반 DRAM 가격이 상승. 2026년에도 가격 상승은 지속될 것으로 판단
- AI 및 애플리케이션에 의해 견인되는 강한 수요가 HBM 출하 증가를 뒷받침할 것. 이에 따라 HBM 매출액은 YoY +23% 예상
- 다만 전체 DRAM 내 HBM 매출 비중은 오히려 약 26% 수준으로 소폭 하락

**DRAM 내 HBM 매출 비중 및 bit output 전망**




**서버 DRAM 및 HBM3e 가격 추이**



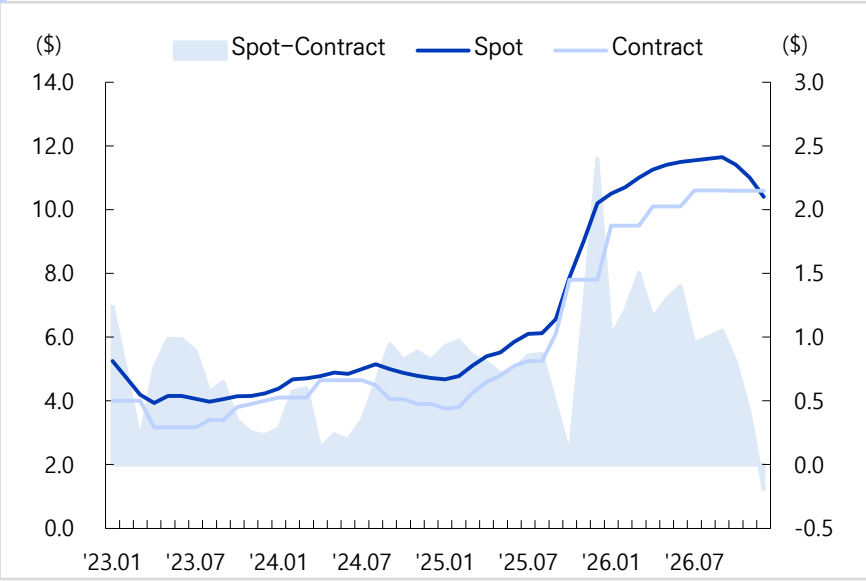

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] DRAM 가격 전망

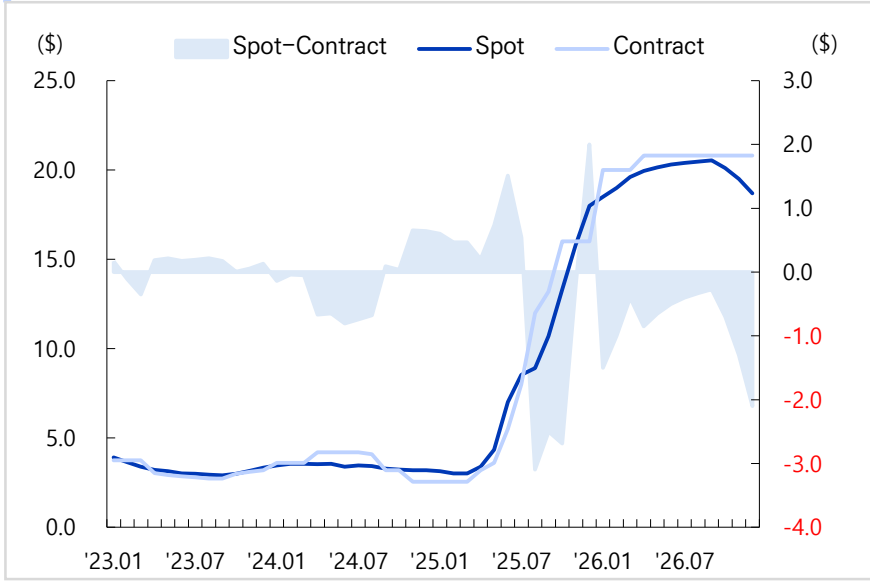
**일반 서버 교체 수요발 가격 상승**

- 10월 DRAM 계약 가격의 급등은 TrendForce가 2025년 4분기 DRAM 가격 전망을 전반적으로 상향 조정
- 서버 QoQ +28~33%, PC +25~30%, DDR5 MoM +23~28% 가격 상승은 11월에도 지속될 전망
- 10월 DRAM의 현물시장 가격은 심각한 사재기로 가격 급등 DDR5 +30%급등, 시장의 불균형 심화 중

**DDR5 16Gb(2Gx8) 고정, 현물가격 전망**




**DDR4 16Gb(2Gx8) 고정, 현물가격 전망**



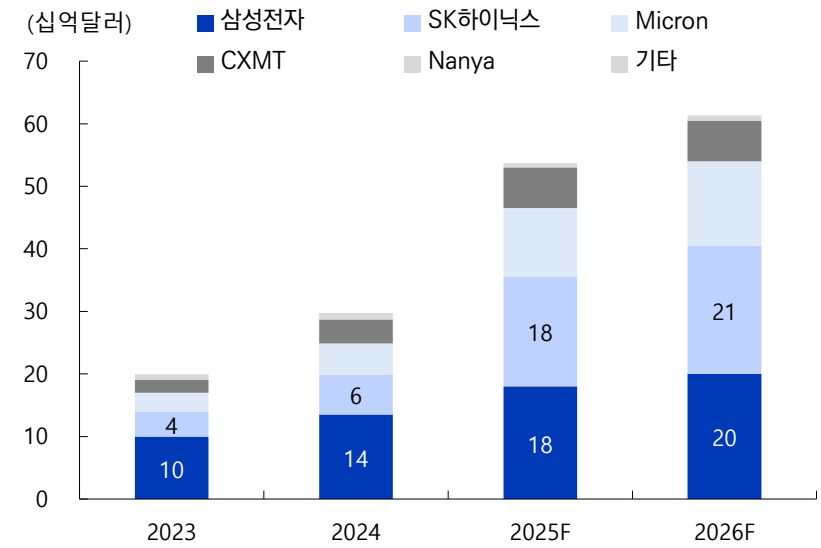

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 주요 DRAM 공급업체들 CapEx 전략

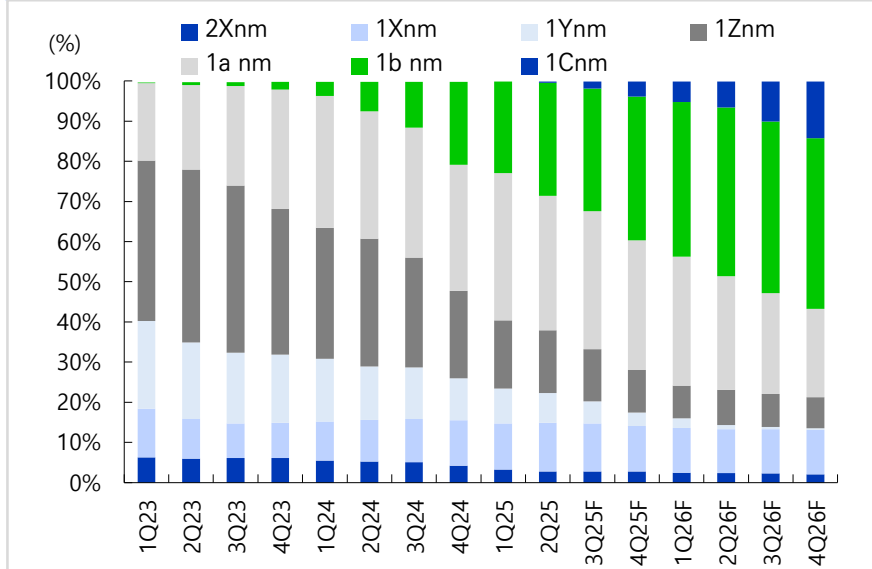
## HBM capa 확보에 집중

- 삼성전자: 2026년 CapEx 220억 달러(YoY +11%) 전망. HBM 생산 위한 1cnm 공정 전환 가속. P4L 팹 웨이퍼 capa 소폭 확대
- SK하이닉스: 2026년 CapEx 200억 달러(YoY +17%) 전망. HBM4 및 M15X 팹 capa 확장에 중점
- Micron: 2026년 135억 달러(YoY +23%) 전망. 가장 공격적 행보. 1-gamma 공정 전환 및 TSV 장비 투자에 집중
- CXMT: 2026년 CapEx 65억 달러 수준으로 유지. DDR5/LPDDR5X 전환과 HBM 연구개발에 집중

### 주요 DRAM 공급업체 CapEx 전망




### DRAM 공급업체 프로세스 노드 전망



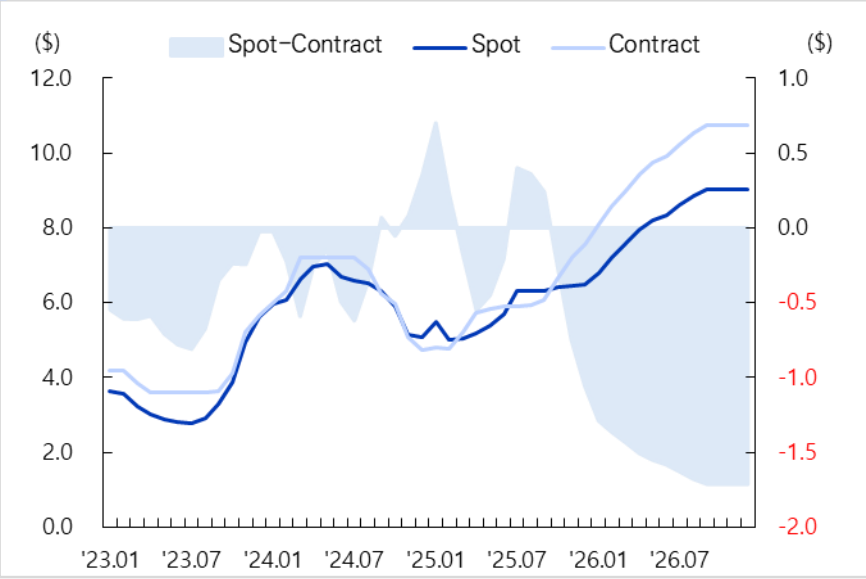

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] NAND 가격 전망

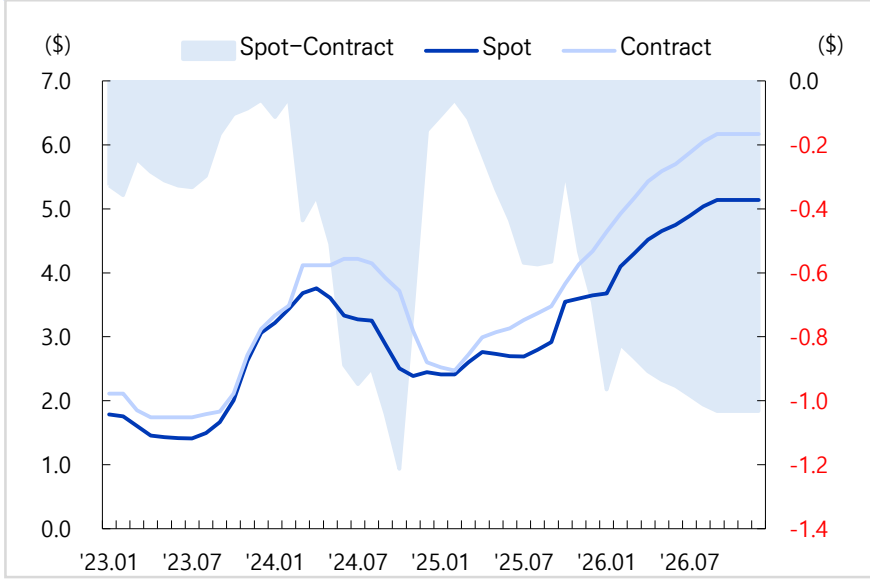
## NAND 가격도 상승 전망

- 웨이퍼 계약 가격은 엔터프라이즈 SSD에 대한 강한 수요와 HDD의 공급 부족으로 인해 생산능력이 제한 mom+36.3%
- 이 중 512Gb TLC는 가장 높은 수준인 47.1% 상승했고, 1Tb QLC 역시 대용량 제품 수요로 인해 27.5% 상승
- 현물 가격은 연속적인 계약 가격 인상 발표 이후 훨씬 더 뚜렷하게 급등
- 11월 첫째주 기준 512Gb TLC 웨이퍼의 현물 가격은 14.21% 상승한 5.514달러에 도달

**1Tb QLC NAND 고정, 현물가격 전망**




**512Gb TLC NAND 고정, 현물가격 전망**



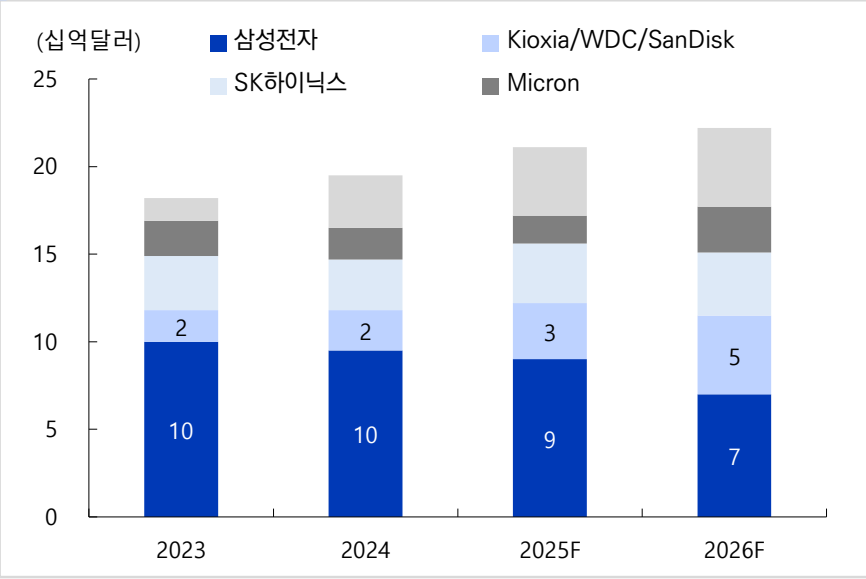

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 주요 NAND 공급업체들 CapEx 전략

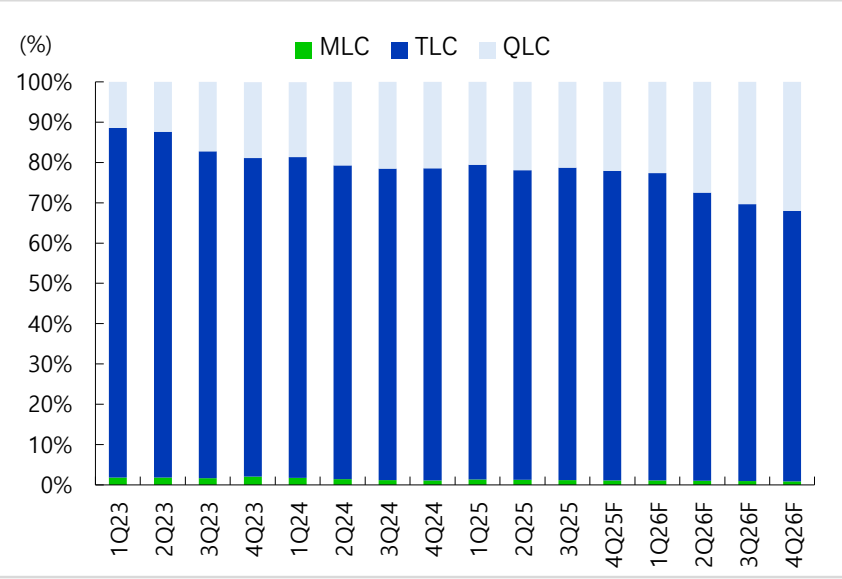
## NAND CapEx 투자 제한적

- 기존 팹 Capa를 확대하기보다 테크 마이그레이션, 고적층 기술(High-layer Stacking), 하이브리드 본딩 등 첨단 기술에 투자 집중
- 다만, bit 증가에 따른 capa 기여도는 2026년에도 제한적
- 키옥시아/샌디스크: 2026년 CapEx 45억 달러(YoY +41%) 전망. 신규 Fab2(K2) 완공 후 2026년 양산 예정
- YMTC: 2026년 CapEx 45억 달러(YoY +15%) 전망. X4 260L 생산 위해 우한에 신규 Fab3 건설 및 2Q26 양산 계획
- 마이크론: 2026년 CapEx 26억 달러(YoY +63%) 전망. G9 3D NAND 공정 및 eSSD 사업 집중

**주요 NAND 공급 업체 CapEx 전망**




**NAND 공급업체 셀 타입별 비중 전망**




자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

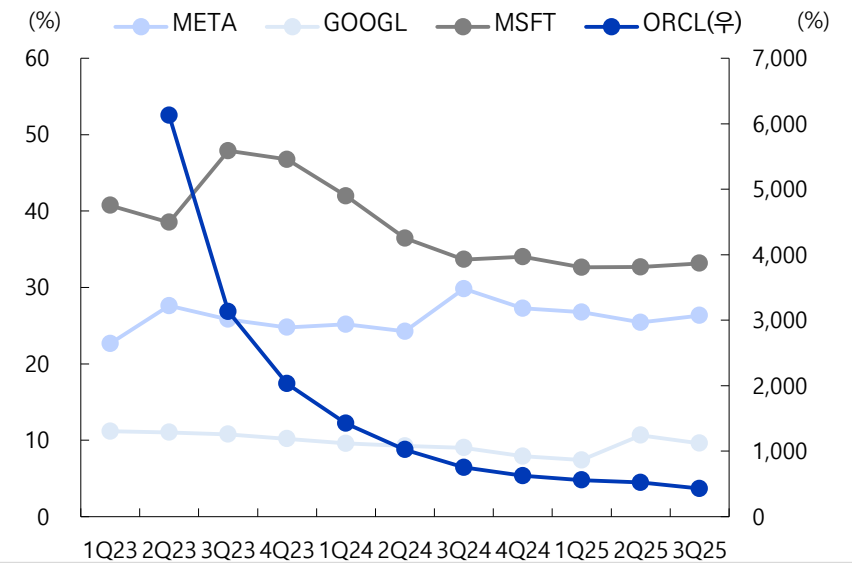
# II. AI 버블? 제2의 닷컴버블?

# [2026년 전망] CSP CapEx 상향

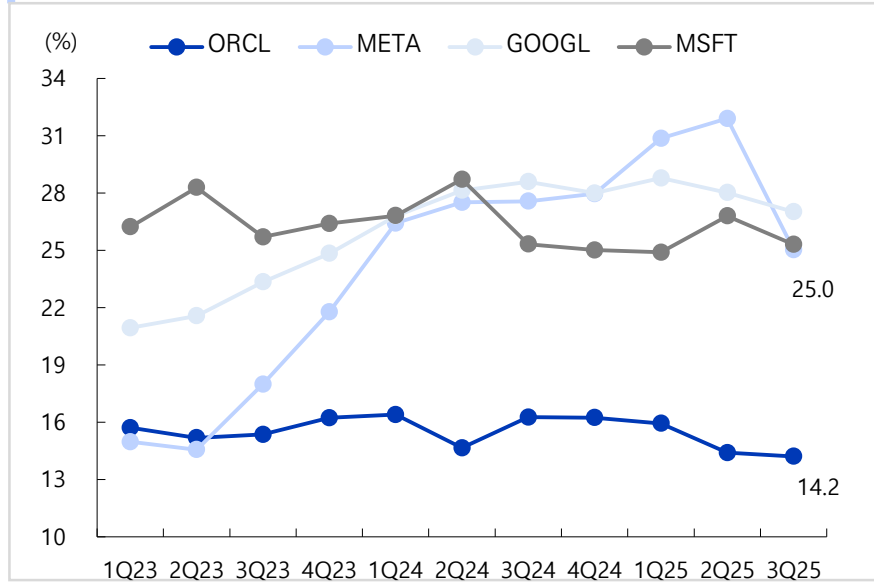
## CSP들의 일관성 있는 CapEx 확대 의지

- 현재 미국 증시는 상위 10개 대형주의 시가총액 비중이 닷컴버블 수준을 상회하는 등 AI 버블에 대한 논란 점증
- 엔비디아-Open AI-오라클 등 일부 AI 기업 간 순환 투자 가능성 및 상호 지분 투자 확대와 수익성 논란 등 불안 요인이 부각
- AI 관련주 모멘텀이 밸류에이션 부담을 넘어 지솔될 수 있는지 여부가 주가 향방을 결정할 것
- 오라클 재무구조 우려: 3Q25 오라클 총부채/자기자본 비율은 427%로 AI 동종 업계 대비 다소 높은 수준
- 3Q25 오라클 투하자본수익률은 14.2%로 동종 업계 평균 25%를 하회

**주요 CSP 총부채/자가지본 비율 추이**




**주요 CSP 투하자본수익률(ROIC) 추이**




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] CSP 자금 조달 증가

## 9월 이후 주요 CSP 자금 조달 건 증가

- 오라클: 9월 180억 달러 회사채 발행에 이어 데이터 건설에 사용될 380억 달러 규모 담보부 대출 결정
- 메타: 10월 창사 이래 최대 규모인 약 300억 달러 규모의 회사채 발행
- 구글: 11월 AI 클라우드 인프라 투자 목적으로 250억 달러 회사채 발행
- 최근 빅테크 기업들의 실적 발표에서 공통적으로 Capex 가이던스 상향 조정

### '25년 하반기 이후 주요 CSPs 자금 조달 정리

| 기업명 | 시점 | 규모 | 방식 | 목적 |
|---|---|---|---|---|
| **Oracle** | 2025년 9월 | 180억 달러 | 회사채 | 40년 만기(유사 미국채+1.37%p) 포함한 6종류 채권 발행<br>클라우드 인프라 및 AI 데이터센터 확대 목적 |
| **Vantage** | 2025년 10월 | 380억 달러 | 담보부 대출 | 건설 단계에서 이자만 지급, 운영 개시 이후 원금 상환<br>스타게이트 일환으로 오라클 관련 텍사스, 위스콘신 데이터센터 자금 목적 |
| **Meta** | 2025년 10월 | 300억 달러 | 화사채 | 40년 만기(유사 미국채+1.4%p) 포함한 6종류 채권 발행<br>AI 및 데이터센터 확장 목적 |
| **Meta** | 2025년 10월 | 270억 달러 | 합작투자+사모부채 | 메타 20%+Blue Owl 80% JV. 프로젝트 차원의 SPV 조달<br>루이지애나주 하이페리온 프로젝트 신설 목적 |
| **Alphabet** | 2025년 11월 | 250억 달러 | 회사채 | 유럽 65억 달러+미국 175억 달러. 3~50년 만기 8종류 채권 발행<br>AI 클라우드 인프라 투자 목적 |
| **Alibaba** | 2025년 7월 | 15억 달러 | 교환사채 | 클라우드 인프라 및 글로벌 상거래 운영 투자 목적 |

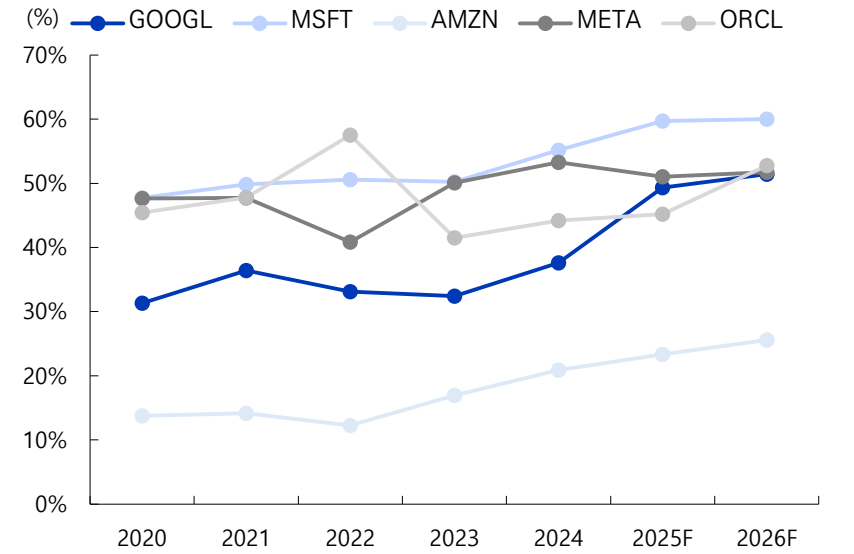
자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] CSP 수익성 확인 필요

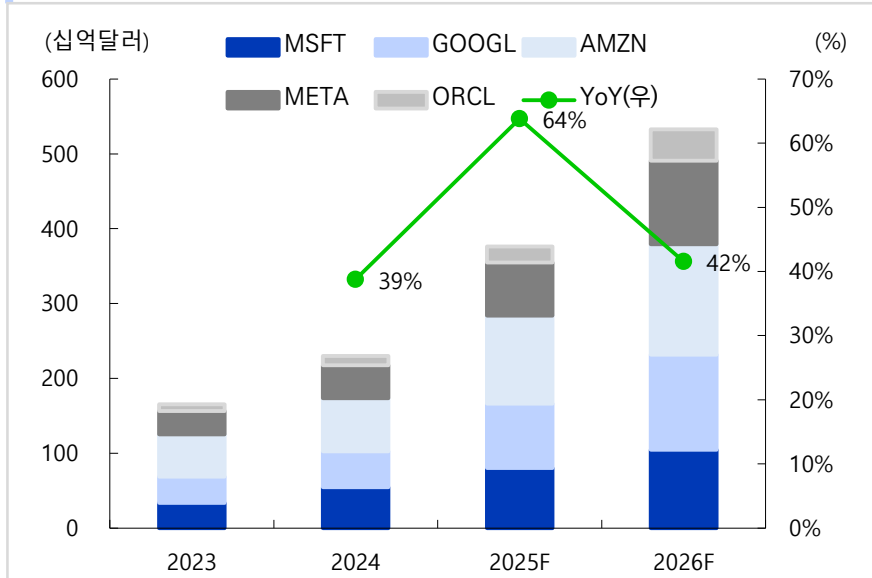
**상향된 CapEx를 커버할 수익성 확인 필요**

- 실적 발표에서 CapEx 상향 이후 메타, 오라클 주가 하락. 반면, 구글, 아마존 주가 반응은 양호
- 결국 주가 상승을 위해 CapEx 감당할 수 있는 수익 창출 여력 확인 필요
- 빅테크들의 매출 대비 CapEx 비중은 2Q26까지 가파르게 상승할 전망
- 2024년 초 CSP 4개사의 매출액 대비 CapEx 비중 평균은 13.7% → 3Q25 23.6%까지 상승하며 수익성 압박
- 메타와 오라클 영업이익률은 둔화 조짐. CSP 기업들의 지출 부담이 피크를 향하는 구간에서 수익성 지표에 대한 관찰이 필요한 시점

**주요 빅테크 EBITDA 마진 추이 및 전망**




**주요 빅테크 CapEx 추이 및 전망**



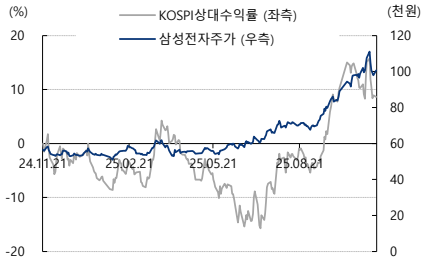

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 140,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 100,600 원 |
| 액면가(원) | 100 원 |
| 52주 최고가(보통주) | 111,100 원 |
| 52주 최저가(보통주) | 49,900 원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 8,975 억원 |
| 시가총액 | 6,584,272 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 591,964 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 81,597 만주 |
| 평균거래량(60일) | 2,669.7 만주 |
| 평균거래대금(60일) | 26,801 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 52.34% |
| 주요주주 | |
| 삼성생명보험 외 15 인 | 19.84% |
| 국민연금공단 | 7.75% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 6.6 | 83.6 | 76.5 |
| 상대주가 | -5.5 | 16.2 | 11.0 |

### ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 389.4조원(YoY+18.8%), 영업이익 85.2조원( YoY+117.9%) 전망**
- 메모리와 HBM시장 회복에 힘입어 반도체 부문이 실적을 주도할 전망
- 모바일 사업부는 폴더블 및 프리미엄 모델과 AI · IoT 연계 서비스 강화

### ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 매출액 88.5조원(+17% YoY, +3% QoQ), 영업이익 15.5조원(+139% YoY, +27% QoQ) 전망**
- HBM3e 엔비디아 납품 언급. 128GB 이상 DD5 및 24Gb GDDR7 등 제품 믹스를 통한 수익성 극대화
- 2026년 AI 강한 수요 재확인, 2026년 HBM4 양산 확대 체제 갖춰 증산에 대한 검토

### ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 140,000원 유지

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **258,935** | **300,871** | **327,645** | **389,377** | **424,966** |
| YoY(%) | -14.3 | 16.2 | 8.9 | 18.8 | 9.1 |
| **영업이익(십억원)** | **6,567** | **32,726** | **39,118** | **78,149** | **80,744** |
| OP마진(%) | 2.5 | 10.9 | 11.9 | 20.1 | 19.0 |
| **순이익(십억원)** | **15,487** | **34,451** | **33,971** | **64,197** | **66,314** |
| EPS(원) | 2,225 | 5,433 | 5,404 | 10,387 | 10,736 |
| YoY(%) | -75.2 | 144.1 | -0.5 | 92.2 | 3.4 |
| PER(배) | 35.3 | 9.8 | 18.1 | 9.4 | 9.1 |
| PCR(배) | 9.2 | 4.1 | 7.1 | 4.7 | 4.5 |
| PBR(배) | 1.5 | 0.9 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA(배) | 10.0 | 3.6 | 6.6 | 4.2 | 3.9 |
| ROE(%) | 4.1 | 9.0 | 8.2 | 14.2 | 13.1 |

# 삼성전자 (005930) 2026년 전망

## 삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:조원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **79.1** | **74.6** | **86.1** | **88.5** | **95.5** | **92.9** | **102.4** | **100.3** | **327.6** | **389.4** |
| *% QoQ* | *4.4%* | *-5.7%* | *15.4%* | *2.8%* | *7.9%* | *-2.7%* | *10.2%* | *-2.1%* | | |
| *% YoY* | *10.0%* | *0.7%* | *8.9%* | *16.8%* | *20.8%* | *24.6%* | *19.0%* | *13.3%* | *8.9%* | *18.8%* |
| **DS** | **111.1** | **25.1** | **27.9** | **33.1** | **34.8** | **120.9** | **40.2** | **40.9** | **120.9** | **182.3** |
| Memory | 87.7 | 19.1 | 25.7 | 26.6 | 32.0 | 103.4 | 33.0 | 37.9 | 103.4 | 160.2 |
| S.LSI & Foundry | 23.3 | 6.0 | 2.2 | 6.5 | 2.8 | 17.5 | 7.2 | 3.0 | 17.5 | 22.1 |
| **SDC** | **29.2** | **5.4** | **6.4** | **8.1** | **7.9** | **27.8** | **6.5** | **6.8** | **27.8** | **30.9** |
| **MX / Networks** | **37.0** | **37.0** | **29.2** | **34.1** | **28.4** | **128.7** | **39.3** | **32.3** | **128.7** | **138.2** |
| **VD / DA** | **57.1** | **14.5** | **14.1** | **13.9** | **13.2** | **55.0** | **14.0** | **14.3** | **55.0** | **55.2** |
| **Harman** | **14.3** | **3.2** | **3.8** | **4.0** | **3.9** | **14.9** | **3.2** | **3.8** | **14.9** | **15.1** |
| **영업이익** | **6.7** | **4.7** | **12.2** | **15.5** | **15.7** | **20.5** | **24.1** | **24.9** | **39.1** | **85.2** |
| *% QoQ* | *3.1%* | *-30.1%* | *161.1%* | *26.7%* | *1.0%* | *31.1%* | *17.6%* | *3.3%* | | |
| *% YoY* | *23.4%* | *-58.3%* | *21.1%* | *138.6%* | *133.8%* | *338.1%* | *97.3%* | *60.8%* | *17.6%* | *117.9%* |
| **DS** | **17.0** | **1.1** | **0.4** | **7.5** | **11.4** | **20.4** | **10.8** | **15.4** | **20.4** | **62.5** |
| Memory | 21.6 | 3.5 | 2.9 | 7.8 | 11.4 | 25.6 | 7.3 | 15.7 | 25.6 | 61.4 |
| S.LSI & Foundry | -5.1 | -2.7 | -2.1 | 0.0 | 0.0 | -4.8 | 0.5 | 0.7 | -4.8 | 2.6 |
| **SDC** | **3.8** | **0.5** | **0.7** | **1.3** | **1.4** | **3.9** | **0.3** | **0.9** | **3.9** | **4.6** |
| **MX / Networks** | **10.5** | **3.7** | **2.4** | **2.7** | **2.5** | **10.9** | **3.4** | **3.1** | **10.9** | **12.9** |
| **VD / DA** | **2.3** | **0.8** | **0.8** | **0.8** | **0.8** | **3.3** | **0.8** | **0.8** | **3.3** | **3.3** |
| **Harman** | **1.3** | **0.3** | **0.3** | **0.5** | **0.4** | **1.5** | **0.3** | **0.3** | **1.5** | **1.6** |
| ***%OPM*** | ***8.5%*** | ***6.3%*** | ***14.2%*** | ***17.5%*** | ***16.4%*** | ***22.1%*** | ***23.6%*** | ***24.8%*** | ***11.9%*** | ***21.9%*** |
| ***DS*** | *15.3%* | *4.4%* | *1.6%* | *22.5%* | *32.9%* | *16.9%* | *26.9%* | *37.6%* | *16.9%* | *34.3%* |
| *Memory* | *24.7%* | *18.5%* | *11.1%* | *29.2%* | *35.8%* | *24.8%* | *22.1%* | *41.4%* | *24.8%* | *38.3%* |
| *S.LSI & Foundry* | *-21.8%* | *-44.9%* | *-97.4%* | *0.0%* | *0.0%* | *-27.4%* | *6.9%* | *23.1%* | *-27.4%* | *11.8%* |
| ***SDC*** | *13.1%* | *9.0%* | *11.5%* | *16.0%* | *17.3%* | *14.0%* | *5.4%* | *13.4%* | *14.0%* | *14.8%* |
| ***MX / Networks*** | *28.4%* | *10.1%* | *8.2%* | *7.9%* | *8.7%* | *8.5%* | *8.7%* | *9.6%* | *8.5%* | *9.3%* |
| ***VD / DA*** | *4.1%* | *5.6%* | *5.7%* | *6.0%* | *6.2%* | *5.9%* | *5.6%* | *5.7%* | *5.9%* | *6.1%* |
| ***Harman*** | *9.1%* | *9.4%* | *8.9%* | *12.0%* | *10.4%* | *10.2%* | *9.3%* | *9.0%* | *10.2%* | *10.3%* |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 258,935 | 300,871 | 327,645 | 389,377 | 424,966 |
| 매출원가 | 180,389 | 186,562 | 206,944 | 218,556 | 246,480 |
| **매출총이익** | 78,547 | 114,309 | 120,701 | 170,821 | 178,486 |
| 매출총이익률 (%) | 30.3 | 38.0 | 36.8 | 43.9 | 42.0 |
| **판매비와관리비** | 71,980 | 81,583 | 81,583 | 92,672 | 97,742 |
| **영업이익** | 6,567 | 32,726 | 39,118 | 78,149 | 80,744 |
| 영업이익률 (%) | 2.5 | 10.9 | 11.9 | 20.1 | 19.0 |
| **EBITDA** | 45,234 | 75,357 | 84,334 | 126,114 | 131,449 |
| EBITDA Margin (%) | 17.5 | 25.0 | 25.7 | 32.4 | 30.9 |
| **영업외손익** | 4,439 | 4,804 | 4,716 | 4,686 | 4,823 |
| 관계기업손익 | 888 | 751 | 910 | 849 | 837 |
| 금융수익 | 16,100 | 16,703 | 5,784 | 5,878 | 6,188 |
| 금융비용 | -12,646 | -12,986 | -2,154 | -2,252 | -2,457 |
| 기타 | 97 | 335 | 177 | 211 | 255 |
| 법인세비용차감전순손익 | 11,006 | 37,530 | 43,834 | 82,835 | 85,567 |
| 법인세비용 | -4,481 | 3,078 | 9,863 | 18,638 | 19,253 |
| 계속사업순손익 | 15,487 | 34,451 | 33,971 | 64,197 | 66,314 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 15,487 | 34,451 | 33,971 | 64,197 | 66,314 |
| 당기순이익률 (%) | 6.0 | 11.5 | 10.4 | 16.5 | 15.6 |
| **비지배지분순이익** | 1,014 | 830 | 818 | 1,547 | 1,598 |
| **지배지분순이익** | 14,473 | 33,621 | 33,153 | 62,650 | 64,717 |
| 지배순이익률 (%) | 5.6 | 11.2 | 10.1 | 16.1 | 15.2 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 3,350 | 16,845 | 14,545 | 14,545 | 14,545 |
| **포괄순이익** | 18,837 | 51,296 | 48,516 | 78,742 | 80,859 |
| **비지배지분포괄이익** | 992 | 1,248 | 1,180 | 1,916 | 1,967 |
| **지배지분포괄이익** | 17,846 | 50,048 | 47,336 | 76,826 | 78,892 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 44,137 | 72,983 | 69,405 | 92,796 | 104,879 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 33,971 | 64,197 | 66,314 |
| 비현금항목의 가감 | 36,520 | 42,947 | 48,623 | 60,218 | 63,485 |
| 감가상각비 | 35,532 | 39,650 | 42,849 | 45,936 | 48,966 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | -888 | -751 | -910 | -849 | -837 |
| 기타 | 1,875 | 4,048 | 6,684 | 15,132 | 15,355 |
| 자산부채의 증감 | -5,459 | -1,568 | -6,818 | -16,463 | -9,251 |
| 기타현금흐름 | -2,410 | -2,848 | -6,370 | -15,156 | -15,670 |
| **투자활동 현금흐름** | -16,923 | -85,382 | -71,089 | -77,382 | -84,698 |
| 투자자산 | 6,092 | 1,075 | 21 | 21 | 21 |
| 유형자산 | -57,611 | -51,406 | -53,977 | -56,676 | -59,509 |
| 기타 | 34,596 | -35,051 | -17,134 | -20,728 | -25,210 |
| **재무활동 현금흐름** | -8,593 | -7,797 | -5,756 | -4,685 | -4,685 |
| 단기차입금 | 2,145 | 5,871 | 5,871 | 5,871 | 5,871 |
| 사채 | -1,220 | -1,365 | -1,365 | -1,365 | -1,365 |
| 장기차입금 | 355 | 405 | 405 | 405 | 405 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | -6 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -9,864 | -10,889 | -9,811 | -9,588 | -9,588 |
| 기타 | -9 | -1,820 | -851 | -9 | -9 |
| **현금의 증감** | 19,400 | -15,375 | -5,426 | 7,233 | 10,856 |
| 기초 현금 | 49,681 | 69,081 | 53,706 | 48,280 | 55,513 |
| 기말 현금 | 69,081 | 53,706 | 48,280 | 55,513 | 66,369 |
| NOPLAT | 9,241 | 30,042 | 30,316 | 60,565 | 62,576 |
| FCF | -15,163 | 19,699 | 14,737 | 35,392 | 44,522 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 195,937 | 227,062 | 249,012 | 300,251 | 354,143 |
| 현금및현금성자산 | 69,081 | 53,706 | 48,280 | 55,513 | 66,369 |
| 매출채권 및 기타채권 | 43,281 | 53,246 | 61,465 | 76,708 | 90,996 |
| 재고자산 | 51,626 | 51,755 | 56,360 | 66,979 | 73,101 |
| 기타유동자산 | 31,949 | 68,356 | 82,906 | 101,051 | 123,677 |
| **비유동자산** | 259,969 | 287,470 | 294,942 | 305,950 | 315,376 |
| 유형자산 | 187,256 | 205,945 | 217,073 | 227,813 | 238,356 |
| 관계기업투자금 | 11,767 | 12,592 | 13,480 | 14,308 | 15,124 |
| 기타금융자산 | 8,913 | 11,757 | 11,757 | 11,757 | 11,757 |
| 기타비유동자산 | 52,033 | 57,176 | 52,632 | 52,072 | 50,140 |
| **자산총계** | 455,906 | 514,532 | 543,954 | 606,201 | 669,520 |
| **유동부채** | 75,719 | 93,326 | 99,456 | 107,865 | 115,200 |
| 매입채무 및 기타채무 | 53,550 | 61,523 | 62,623 | 65,161 | 66,625 |
| 차입금 | 7,115 | 13,173 | 19,044 | 24,915 | 30,787 |
| 유동성채무 | 1,309 | 2,207 | 1,365 | 1,365 | 1,365 |
| 기타유동부채 | 13,746 | 16,424 | 16,424 | 16,424 | 16,424 |
| **비유동부채** | 16,509 | 19,014 | 18,344 | 17,696 | 17,073 |
| 차입금 | 0 | 7 | 411 | 816 | 1,221 |
| 사채 | 538 | 15 | -1,350 | -2,714 | -4,079 |
| 기타비유동부채 | 15,971 | 18,993 | 19,282 | 19,594 | 19,931 |
| **부채총계** | 92,228 | 112,340 | 117,799 | 125,561 | 132,273 |
| **지배지분** | 353,234 | 391,688 | 415,024 | 468,086 | 523,215 |
| 자본금 | 898 | 898 | 892 | 892 | 892 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 이익잉여금 | 346,652 | 370,513 | 393,855 | 446,918 | 502,046 |
| 기타자본변동 | 99 | -1,725 | -1,725 | -1,725 | -1,725 |
| **비지배지분** | 10,444 | 10,504 | 11,130 | 12,553 | 14,032 |
| **자본총계** | 363,678 | 402,192 | 426,154 | 480,640 | 537,247 |
| 총차입금 | 12,686 | 19,330 | 23,615 | 28,754 | 33,906 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 2,225 | 5,433 | 5,404 | 10,387 | 10,736 |
| PER | 35.3 | 9.8 | 18.1 | 9.4 | 9.1 |
| BPS | 52,002 | 57,663 | 61,616 | 69,494 | 77,679 |
| PBR | 1.5 | 0.9 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDAPS | 6,659 | 11,094 | 12,521 | 18,723 | 19,516 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 3.6 | 6.6 | 4.2 | 3.9 |
| SPS | 43,374 | 50,399 | 55,349 | 65,777 | 71,789 |
| PSR | 1.8 | 1.1 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| CFPS | -2,232 | 2,900 | 2,188 | 5,254 | 6,610 |
| DPS | 1,444 | 1,446 | 1,446 | 1,446 | 1,446 |

재무비율 단위: 원, 배, %

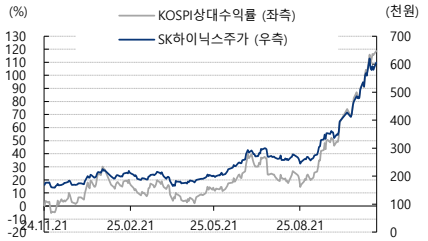
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율 | -14.3 | 16.2 | 8.9 | 18.8 | 9.1 |
| 영업이익증가율 | -84.9 | 398.3 | 19.5 | 99.8 | 3.3 |
| 순이익증가율 | -72.2 | 122.5 | -1.4 | 89.0 | 3.3 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 4.0 | 11.7 | 11.0 | 20.0 | 18.8 |
| ROA | 3.2 | 6.9 | 6.3 | 10.9 | 10.1 |
| ROE | 4.1 | 9.0 | 8.2 | 14.2 | 13.1 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 25.4 | 27.9 | 27.6 | 26.1 | 24.6 |
| 순차입금비율 | 2.8 | 3.8 | 4.3 | 4.7 | 5.1 |
| 이자보상배율 | 7.1 | 36.2 | 35.8 | 59.0 | 52.0 |

# SK하이닉스 (000660) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 900,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 606,000 원 |
| 액면가(원) | 5,000 원 |
| 52주 최고가(보통주) | 620,000 원 |
| 52주 최저가(보통주) | 158,800 원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 36,577 억원 |
| 시가총액 | 4,411,694 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 72,800 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0 만주 |
| 평균거래량(60일) | 462.7 만주 |
| 평균거래대금(60일) | 24,545 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 53.71% |
| 주요주주 | |
| 에스케이스퀘어 외 7 인 | 20.07% |
| 국민연금공단 | 7.35% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 41.6 | 218.8 | 202.2 |
| 상대주가 | 25.5 | 101.7 | 90.0 |

### ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 130조원(YoY+43.7%), 영업이익 68조원( YoY+67.8%) 전망**
- HBM4은 고객사와의 가격 물량 협의를 통해 수익성 유지가 정해진 상황으로 경쟁사의 진입은 수익성에 변화를 가져오지 않을것
- 선주문-후판매 Specialty 기업으로 변화를 통한 현금확보와 향후 주주환원을 강화해 멀티플 리레이팅 가능성

### ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 매출액 26조원(YoY+34.7% , QoQ +8.9%), 영업이익 12.5조원(YoY+55.0%, QoQ+1.1%) 전망**
- 판매할 재고가 없을 정도로 낮아진 재고수준을 확인
- 판매량이 생산량보다 많아 수요 성장률을 맞추기가 어려운 상황

### ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 900,000원 유지

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **32,766** | **66,193** | **90,951** | **130,710** | **136,588** |
| YoY(%) | -26.6 | 102.0 | 37.4 | 43.7 | 4.5 |
| **영업이익(십억원)** | **-7,730** | **23,467** | **40,469** | **67,847** | **71,231** |
| OP마진(%) | -23.6 | 35.5 | 44.5 | 51.9 | 52.2 |
| **순이익(십억원)** | **-9,138** | **19,797** | **38,165** | **58,788** | **61,466** |
| EPS(원) | -12,517 | 27,182 | 52,403 | 80,718 | 84,396 |
| YoY(%) | 적전 | 흑전 | 92.8 | 54.0 | 4.6 |
| PER(배) | -11.3 | 6.4 | 11.1 | 7.2 | 6.9 |
| PCR(배) | 17.4 | 3.4 | 5.1 | 3.7 | 3.7 |
| PBR(배) | 1.9 | 1.7 | 3.8 | 2.5 | 1.9 |
| EV/EBITDA(배) | 21.2 | 3.8 | 7.9 | 4.5 | 3.6 |
| ROE(%) | -15.6 | 31.1 | 41.4 | 42.2 | 31.1 |

# SK하이닉스 (000660) 2026년 전망

## SK하이닉스 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **17,639.1** | **22,232.0** | **24,449.0** | **26,630.8** | **28,174.5** | **31,616.1** | **34,583.4** | **36,335.9** | **90,950.9** | **130,709.8** |
| *% YoY* | *41.9%* | *35.4%* | *39.1%* | *34.7%* | *59.7%* | *42.2%* | *41.5%* | *36.4%* | *37.4%* | *43.7%* |
| *% QoQ* | *-10.8%* | *26.0%* | *10.0%* | *8.9%* | *5.8%* | *12.2%* | *9.4%* | *5.1%* | | |
| DRAM | 14,188.1 | 16,624.3 | 18,917.8 | 20,417.3 | 22,075.2 | 25,033.3 | 26,977.5 | 28,242.4 | 70,147 | 102,328 |
| NAND | 3,216.4 | 4,428.0 | 5,113.8 | 5,601.6 | 5,498.5 | 5,966.7 | 7,047.6 | 7,545.1 | 18,360 | 26,058 |
| 기타 | 234.7 | 1,179.7 | 417.4 | 611.9 | 600.8 | 616.1 | 558.2 | 548.4 | 2,444 | 2,324 |
| **영업이익** | **7,440.5** | **9,212.9** | **11,383.0** | **12,530.5** | **14,070.7** | **16,415.6** | **18,264.4** | **19,301.7** | **40,566.8** | **68,052.5** |
| *% YoY* | *157.8%* | *68.5%* | *61.9%* | *55.0%* | *89.1%* | *78.2%* | *60.5%* | *54.0%* | *72.9%* | *67.8%* |
| *% QoQ* | *3.2%* | *-1.8%* | *12.4%* | *1.1%* | *6.1%* | *4.0%* | *1.7%* | *0.6%* | | |
| DRAM | 7,661.6 | 9,143.3 | 11,161.5 | 12,250.4 | 13,465.9 | 15,520.6 | 16,995.8 | 17,792.7 | 40,216.8 | 63,775.1 |
| NAND | 0.0 | -221.4 | 153.4 | 280.1 | 604.8 | 895.0 | 1,268.6 | 1,509.0 | 212.1 | 4,277.4 |
| ***%OPM*** | ***42.2%*** | ***41.4%*** | ***46.6%*** | ***47.1%*** | ***49.9%*** | ***51.9%*** | ***52.8%*** | ***53.1%*** | ***44.6%*** | ***52.1%*** |
| *DRAM* | *54.0%* | *55.0%* | *59.0%* | *60.0%* | *61.0%* | *62.0%* | *63.0%* | *63.0%* | *57.3%* | *62.3%* |
| *NAND* | *0.0%* | *-5.0%* | *3.0%* | *5.0%* | *11.0%* | *15.0%* | *18.0%* | *20.0%* | *1.2%* | *16.4%* |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 32,766 | 66,193 | 90,951 | 130,710 | 136,588 |
| 매출원가 | 33,299 | 34,365 | 39,750 | 53,228 | 52,186 |
| **매출총이익** | -533 | 31,828 | 51,201 | 77,482 | 84,402 |
| 매출총이익률 (%) | -1.6 | 48.1 | 56.3 | 59.3 | 61.8 |
| **판매비와관리비** | 7,197 | 8,361 | 10,731 | 9,635 | 13,171 |
| **영업이익** | -7,730 | 23,467 | 40,469 | 67,847 | 71,231 |
| 영업이익률 (%) | -23.6 | 35.5 | 44.5 | 51.9 | 52.2 |
| **EBITDA** | 5,943 | 36,049 | 50,084 | 74,740 | 75,846 |
| EBITDA Margin (%) | 18.1 | 54.5 | 55.1 | 57.2 | 55.5 |
| **영업외손익** | -3,928 | 418 | 5,578 | 3,081 | 2,930 |
| 관계기업손익 | 15 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 2,262 | 4,855 | 1,631 | 2,889 | 3,853 |
| 금융비용 | -6,093 | -5,708 | -1,690 | -1,645 | -1,613 |
| 기타 | -111 | 1,309 | 5,637 | 1,837 | 690 |
| 법인세비용차감전순손익 | -11,658 | 23,885 | 46,047 | 70,928 | 74,160 |
| 법인세비용 | -2,520 | 4,088 | 7,882 | 12,141 | 12,694 |
| 계속사업순손익 | -9,138 | 19,797 | 38,165 | 58,788 | 61,466 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -9,138 | 19,797 | 38,165 | 58,788 | 61,466 |
| 당기순이익률 (%) | -27.9 | 29.9 | 42.0 | 45.0 | 45.0 |
| **비지배지분순이익** | -25 | 8 | 16 | 24 | 26 |
| **지배지분순이익** | -9,112 | 19,789 | 38,150 | 58,763 | 61,441 |
| 지배순이익률 (%) | -27.8 | 29.9 | 41.9 | 45.0 | 45.0 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 100 | 1,248 | 1,248 | 1,248 | 1,248 |
| **포괄순이익** | -9,037 | 21,044 | 39,413 | 60,035 | 62,714 |
| **비지배지분포괄이익** | -22 | 11 | 21 | 32 | 34 |
| **지배지분포괄이익** | -9,015 | 21,033 | 39,392 | 60,003 | 62,680 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 4,278 | 29,796 | 39,665 | 52,114 | 64,828 |
| 당기순이익 | -9,138 | 19,797 | 38,165 | 58,788 | 61,466 |
| 비현금항목의 가감 | 15,033 | 17,054 | 17,852 | 18,086 | 15,367 |
| 감가상각비 | 13,121 | 11,985 | 9,162 | 6,505 | 4,283 |
| 외환손익 | 332 | 352 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,579 | 4,716 | 8,690 | 11,581 | 11,084 |
| 자산부채의 증감 | 794 | -5,600 | -8,563 | -14,014 | -1,701 |
| 기타현금흐름 | -2,411 | -1,455 | -7,790 | -10,746 | -10,304 |
| **투자활동 현금흐름** | -7,335 | -18,005 | 803 | 2,607 | 2,863 |
| 투자자산 | -19 | -113 | -3 | -3 | -3 |
| 유형자산 | -8,325 | -15,946 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,009 | -1,946 | 806 | 2,610 | 2,867 |
| **재무활동 현금흐름** | 5,697 | -8,704 | -3,327 | -2,959 | -2,702 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 6,969 | -7,376 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -826 | -826 | -1,520 | -1,522 | -1,522 |
| 기타 | -446 | -502 | -1,807 | -1,437 | -1,181 |
| **현금의 증감** | 2,610 | 3,618 | 37,821 | 52,378 | 65,686 |
| 기초 현금 | 4,977 | 7,587 | 11,205 | 49,026 | 101,404 |
| 기말 현금 | 7,587 | 11,205 | 49,026 | 101,404 | 167,089 |
| NOPLAT | -6,059 | 19,450 | 33,542 | 56,234 | 59,038 |
| FCF | 83 | 10,487 | 34,594 | 49,112 | 61,952 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 30,468 | 42,279 | 90,287 | 159,149 | 228,091 |
| 현금및현금성자산 | 7,587 | 11,205 | 49,026 | 101,404 | 167,089 |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,942 | 13,299 | 18,117 | 25,896 | 27,018 |
| 재고자산 | 13,481 | 13,314 | 18,294 | 26,291 | 27,473 |
| 기타유동자산 | 2,458 | 4,461 | 4,850 | 5,559 | 6,511 |
| **비유동자산** | 69,862 | 77,576 | 66,017 | 55,190 | 46,153 |
| 유형자산 | 52,705 | 60,157 | 48,996 | 38,491 | 29,708 |
| 관계기업투자금 | 1,367 | 1,941 | 1,944 | 1,947 | 1,951 |
| 기타금융자산 | 4,441 | 4,582 | 4,582 | 4,582 | 4,582 |
| 기타비유동자산 | 11,349 | 10,897 | 10,496 | 10,170 | 9,913 |
| **자산총계** | 100,330 | 119,855 | 156,304 | 214,339 | 274,245 |
| **유동부채** | 21,008 | 24,965 | 24,849 | 25,642 | 25,555 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,026 | 13,386 | 14,238 | 15,606 | 15,808 |
| 차입금 | 4,146 | 1,283 | 1,283 | 1,283 | 1,283 |
| 유동성채무 | 5,712 | 3,969 | 2,758 | 1,916 | 1,332 |
| 기타유동부채 | 4,125 | 6,327 | 6,570 | 6,837 | 7,132 |
| **비유동부채** | 25,819 | 20,974 | 20,904 | 20,894 | 20,958 |
| 차입금 | 10,121 | 5,022 | 5,022 | 5,022 | 5,022 |
| 사채 | 9,490 | 12,409 | 12,409 | 12,409 | 12,409 |
| 기타비유동부채 | 6,207 | 3,543 | 3,472 | 3,463 | 3,527 |
| **부채총계** | 46,826 | 45,940 | 45,752 | 46,537 | 46,513 |
| **지배지분** | 53,504 | 73,903 | 110,533 | 167,774 | 227,693 |
| 자본금 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 |
| 자본잉여금 | 4,373 | 4,487 | 4,487 | 4,487 | 4,487 |
| 이익잉여금 | 46,729 | 65,418 | 102,047 | 159,289 | 219,208 |
| 기타자본변동 | -2,269 | -2,192 | -2,192 | -2,192 | -2,192 |
| **비지배지분** | -1 | 12 | 18 | 28 | 38 |
| **자본총계** | 53,504 | 73,916 | 110,551 | 167,802 | 227,731 |
| 총차입금 | 31,870 | 24,870 | 23,462 | 22,442 | 21,695 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

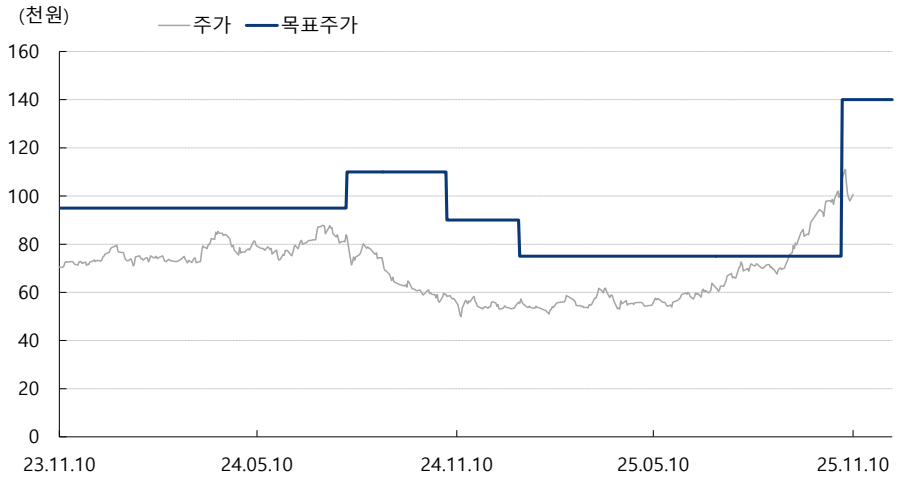
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -12,517 | 27,182 | 52,403 | 80,718 | 84,396 |
| PER | -11.3 | 6.4 | 11.1 | 7.2 | 6.9 |
| BPS | 73,495 | 101,515 | 151,830 | 230,458 | 312,764 |
| PBR | 1.9 | 1.7 | 3.8 | 2.5 | 1.9 |
| EBITDAPS | 8,164 | 49,517 | 68,797 | 102,664 | 104,184 |
| EV/EBITDA | 21.2 | 3.8 | 7.9 | 4.5 | 3.6 |
| SPS | 45,008 | 90,924 | 124,932 | 179,546 | 187,620 |
| PSR | 3.1 | 1.9 | 4.6 | 3.2 | 3.1 |
| CFPS | 114 | 14,405 | 47,520 | 67,462 | 85,099 |
| DPS | 1,200 | 2,204 | 2,204 | 2,204 | 2,204 |

재무비율 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율 | -26.6 | 102.0 | 37.4 | 43.7 | 4.5 |
| 영업이익증가율 | 적전 | 흑전 | 72.4 | 67.7 | 5.0 |
| 순이익증가율 | 적전 | 흑전 | 92.8 | 54.0 | 4.6 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | -8.5 | 27.1 | 45.7 | 76.2 | 81.9 |
| ROA | -8.9 | 18.0 | 27.6 | 31.7 | 25.2 |
| ROE | -15.6 | 31.1 | 41.4 | 42.2 | 31.1 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 87.5 | 62.2 | 41.4 | 27.7 | 20.4 |
| 순차입금비율 | 31.8 | 20.7 | 15.0 | 10.5 | 7.9 |
| 이자보상배율 | -5.3 | 17.4 | 31.6 | 55.0 | 59.2 |

# 컴플라이언스 노트

## 삼성전자 최근 2년간 목표주가 변동추이




## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.05.09 | 매수 | 85,000 | (17.14) | FALSE | 2025.11.11 | 매수 | 140,000 | | FALSE |
| 2023.07.28 | 매수 | 95,000 | (27.50) | FALSE | | | | | |
| 2023.09.26 | 매수 | 95,000 | (27.67) | FALSE | | | | | |
| 2023.11.10 | 매수 | 95,000 | (25.42) | FALSE | | | | | |
| 2024.02.01 | 매수 | 95,000 | (19.11) | FALSE | | | | | |
| 2024.05.02 | 매수 | 95,000 | (17.11) | FALSE | | | | | |
| 2024.08.01 | 매수 | 110,000 | (38.90) | FALSE | | | | | |
| 2024.11.01 | 매수 | 90,000 | (39.09) | FALSE | | | | | |
| 2025.01.07 | 매수 | 75,000 | (27.68) | FALSE | | | | | |
| 2025.02.03 | 매수 | 75,000 | (13.83) | FALSE | | | | | |
| 2025.10.31 | 매수 | 140,000 | (26.87) | FALSE | | | | | |

# 컴플라이언스 노트

## SK하이닉스 최근 2년간 목표주가 변동추이

## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.05.09 | 매수 | 110,000 | (0.36) | FALSE | 2025.11.11 | 매수 | 900,000 | | FALSE |
| 2023.07.27 | 매수 | 160,000 | (25.83) | FALSE | | | | | |
| 2023.09.26 | 매수 | 160,000 | (25.08) | FALSE | | | | | |
| 2023.10.27 | 매수 | 160,000 | (38.66) | FALSE | | | | | |
| 2023.01.26 | 매수 | 190,000 | (35.68) | FALSE | | | | | |
| 2024.04.26 | 매수 | 220,000 | (4.64) | FALSE | | | | | |
| 2024.07.26 | 매수 | 220,000 | (11.81) | FALSE | | | | | |
| 2024.10.25 | 매수 | 260,000 | (29.23) | FALSE | | | | | |
| 2025.01.24 | 매수 | 260,000 | (26.60) | FALSE | | | | | |
| 2025.03.25 | 매수 | 260,000 | (6.58) | FALSE | | | | | |
| 2025.11.04 | 매수 | 900,000 | (34.50) | FALSE | | | | | |

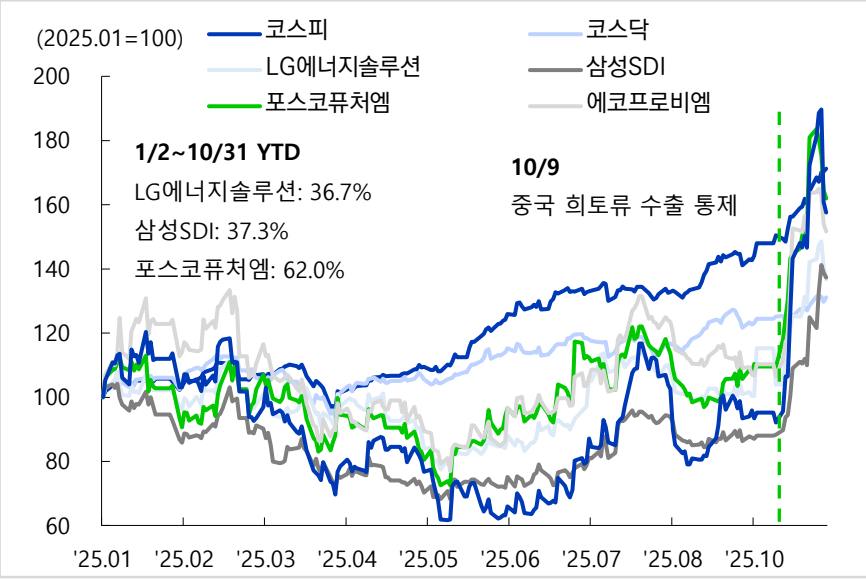
# I. 2025년 산 넘어 산

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

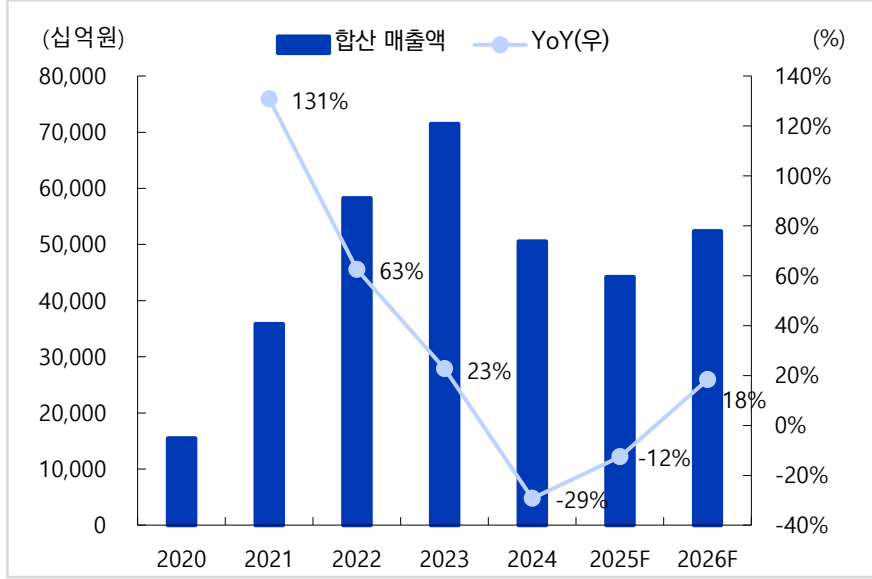
## 국내 2차전지 기업 YTD 수익률은 코스피 대비 Underperform

- 2차전지 산업의 공급 과잉, 경쟁 심화, 수요 둔화 등 구조적 부담이 여전히 투자 심리 제약 요인으로 작용
- 반면, 8/11 CATL 대형 리튬 광산 생산 일시 중단 발표 등 원자재단 공급망 이슈로 주가는 추세적 되돌림 시도
- 최근 국내 2차전지 주가 반등의 트리거는 10/9 중국 희토류 수출 통제. 이후 미국 내 관세 이슈 부각되며 반사수혜 기대
- 또한 3분기 주요 기업 실적 발표에서 데이터센터 전력 계통 ESS 필요성에 대한 공감 및 ESS 수주 잔고 증가에 따라 훈풍
- 당사 2차전지 커버리지 5개 기업 매출액 합은 2025년 저점 형성 후 반등할 것으로 전망

### 2차전지 커버리지 기업 YTD 수익률 현황(10/31 기준)




### 2차전지 커버리지 기업 합산 매출액 추이



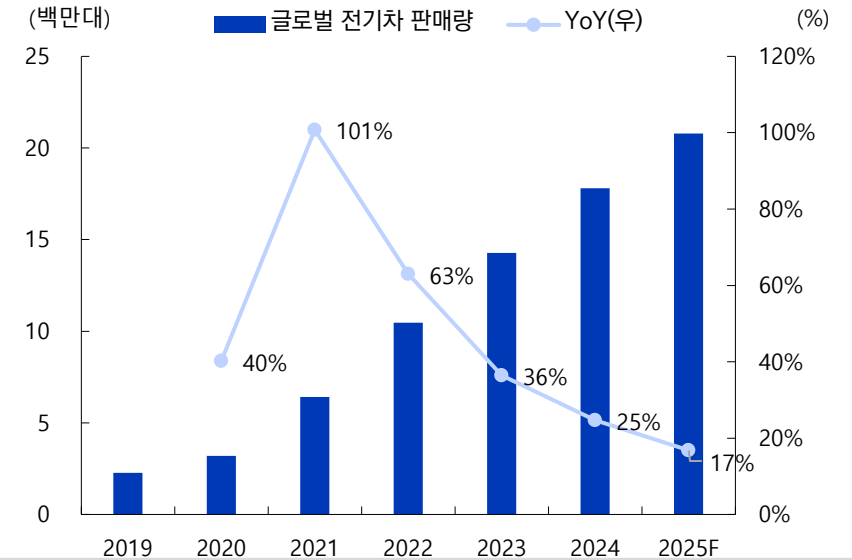

자료: 교보증권 리서치센터
주. LG에너지솔루션+삼성SDI+포스코퓨처엠+에코프로비엠+엘앤에프 합

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

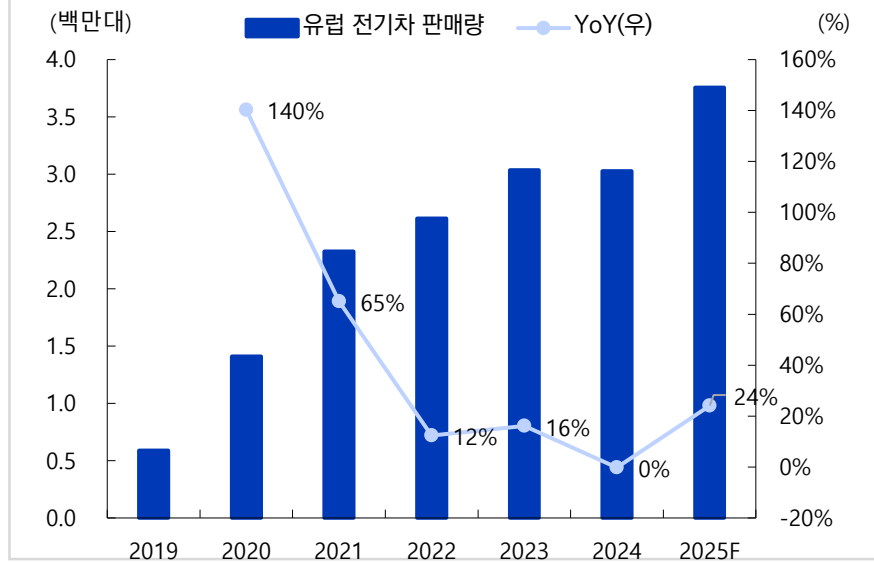
## 글로벌 전기차 판매량 성장률 둔화

- 글로벌 전기차 판매량은 2025년 2,085만대(YoY +17%), 유럽 지역 전기차 판매량은 377만대(YoY +24%) 전망
- 전기차 시장 초반의 낮은 기저효과가 소멸되고 Chasm 구간을 지나며 전기차 YoY 성장률은 점진적으로 하향 안정화
- 유럽: 2024년 주요국 전기차 보조금 축소로 성장세 둔화. 2025년 저가형 EV 확산과 일부 제도·인프라 재정비로 전년대비 반등 기대
- 미국: 9월 30일자로 최대 $7,500 연방 세액공제가 종료되며 10월 판매량 급락(MoM -51%, YoY -32%)
- 중국: 2026년 NEV 구매세 전액 면제에서 50% 감면으로 보조금 축소를 앞두고 2025년 실수요 지속

**글로벌 전기차 판매량 추이 및 YoY**



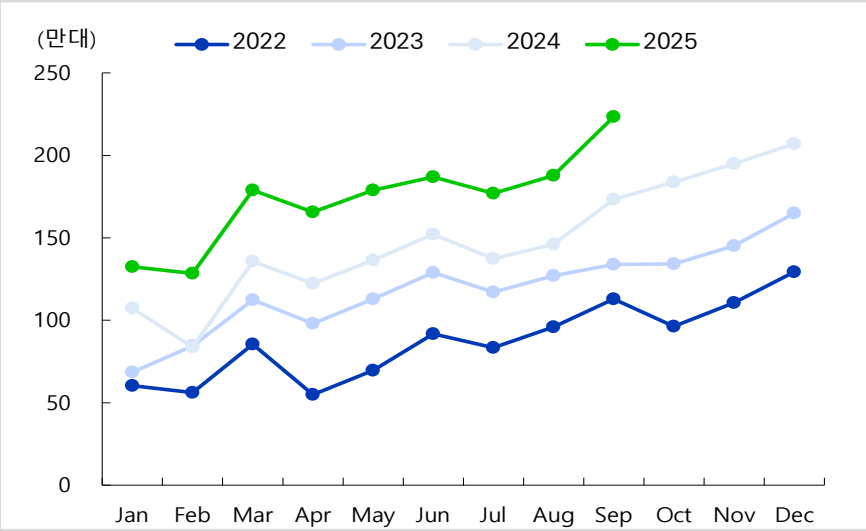

**유럽 전기차 판매량 추이 및 YoY**



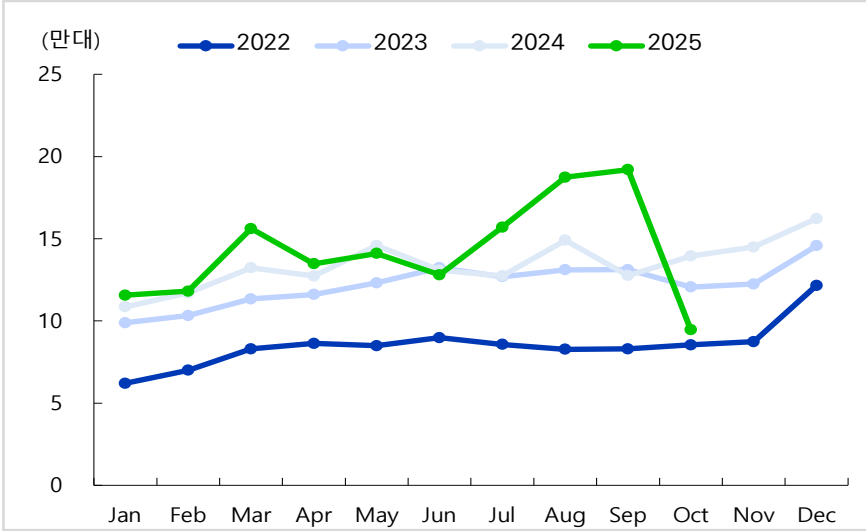

자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

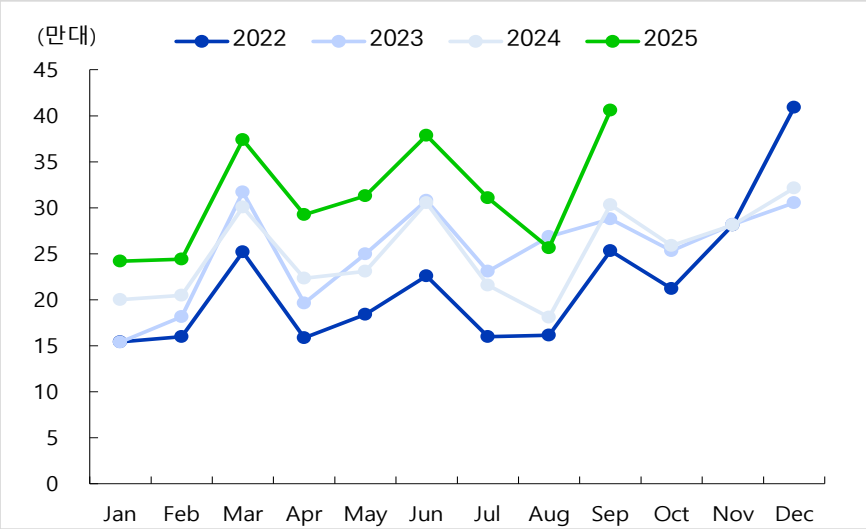
## 글로벌 월별 전기차 판매량 추이



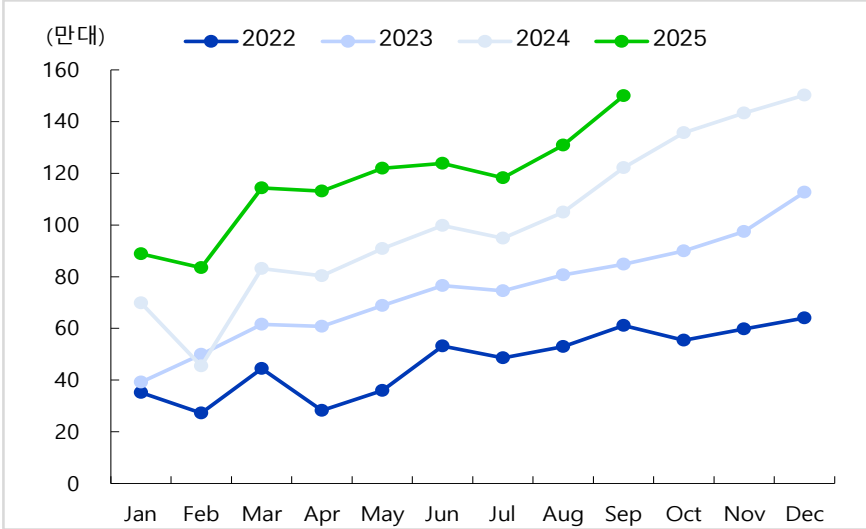

## 미국 월별 전기차 판매량 추이




## 유럽 월별 전기차 판매량 추이




## 중국 월별 전기차 판매량 추이




자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

## 주요 OEM 미국 공장 인력 감축 언급

- GM: 2025년 10월 디트로이트 EV 조립 공장 1,200명 감원. 오하이오 배터리 공장 등 추가 일시 해고 및 영구 감원 조치 포함
- 포드: 2024년 11월 ~2027년까지 독일과 영국을 중심으로 유럽 전체 직원 14% 감원. 독일 공장에서 전기차 생산량 감축 발표
- 스텔란티스: 2025년 4월 미국 내 5개 시설에서 900명 일시적 감원. 캐나다 및 멕시코 조립 공장도 가동 일시 중단 언급
- 현대차: 2025년 9월 LG에너지솔루션-현대차 JV 건설 현장에서 이민 단속국에 의해 475명 구금

### OEM 인력 감축 언급 이후 국내 2차전지 주가

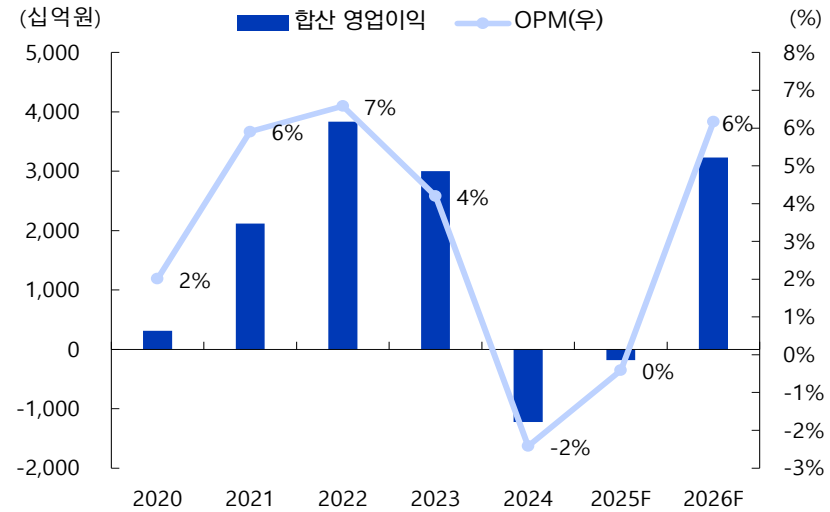
자료: Qunatiwise, 연합뉴스, 교보증권 리서치센터
주. KODEX 2차전지산업 ETF

### Ford 해고 파업 여파

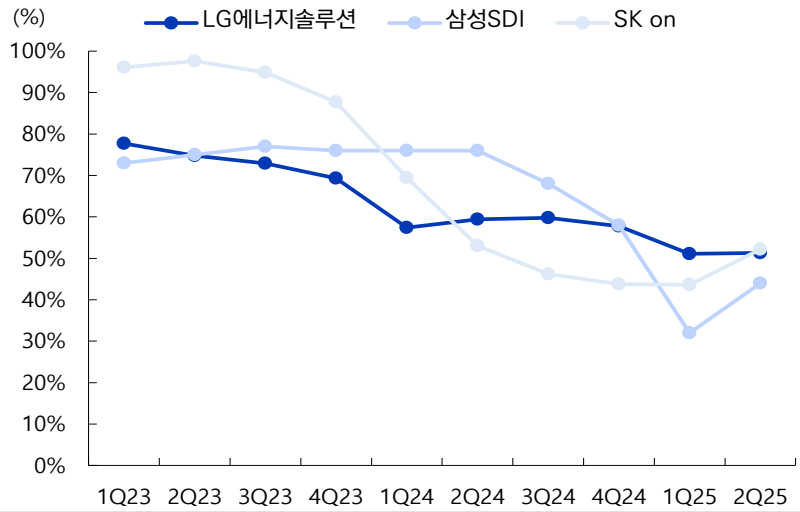
# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

- 당사 2차전지 커버리지 기업 5개사 영업이익 합은 2024년 저점 이후 2025년 소폭 적자, 2026년 흑자 전환할 것으로 전망
- 2025년 1~9월 누적 국내 배터리 3사 글로벌 xEV 배터리 탑재량 시장 점유율은 16.9%(YoY -3.3%p)
- 2025년 상반기 국내 배터리 3사 가동률은 50% 수준으로 하락
- 반면 ESS 및 재생에너지 연계 배터리 수요는 증가하는 흐름
- 리튬 가격은 8/11 CATL 대형 리튬 광산 생산 일시 중단 발표 등 공급망 이슈로 등락 반복

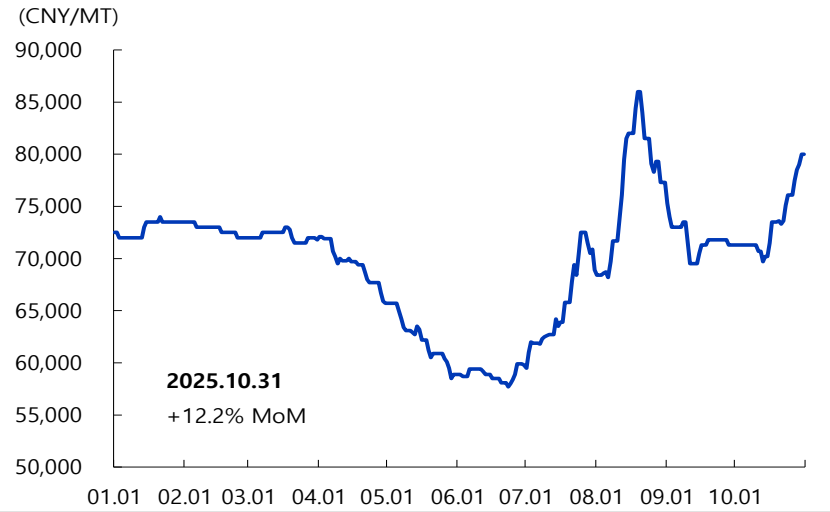
**2차전지 커버리지 기업 합산 영업이익 추이**




**LG에너지솔루션, 삼성SDI, SKon 가동률 추이**



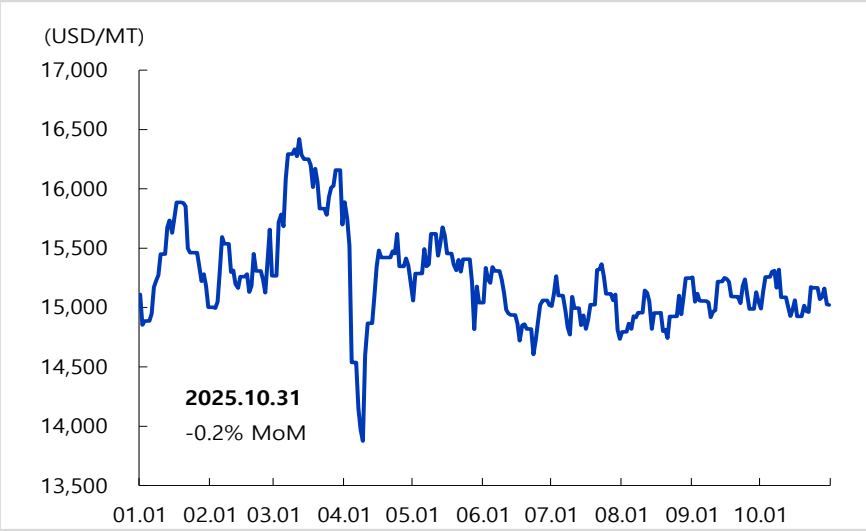

**'25년 리튬 가격 추이**



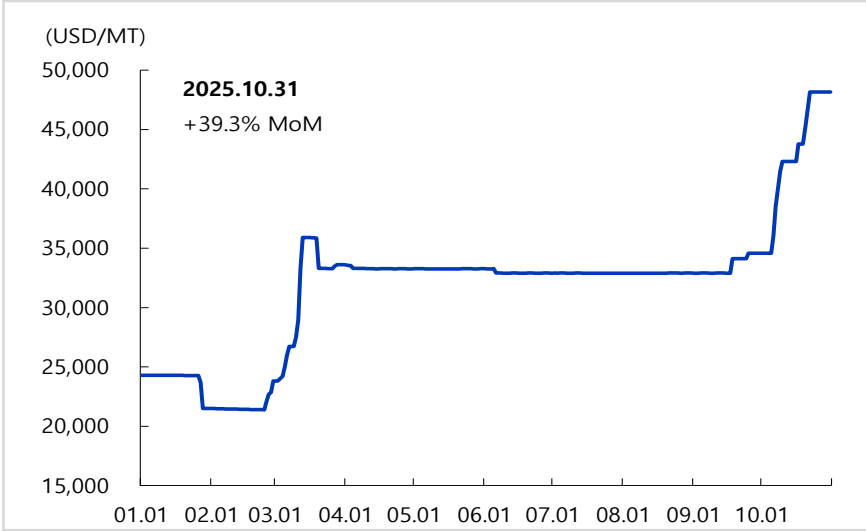

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

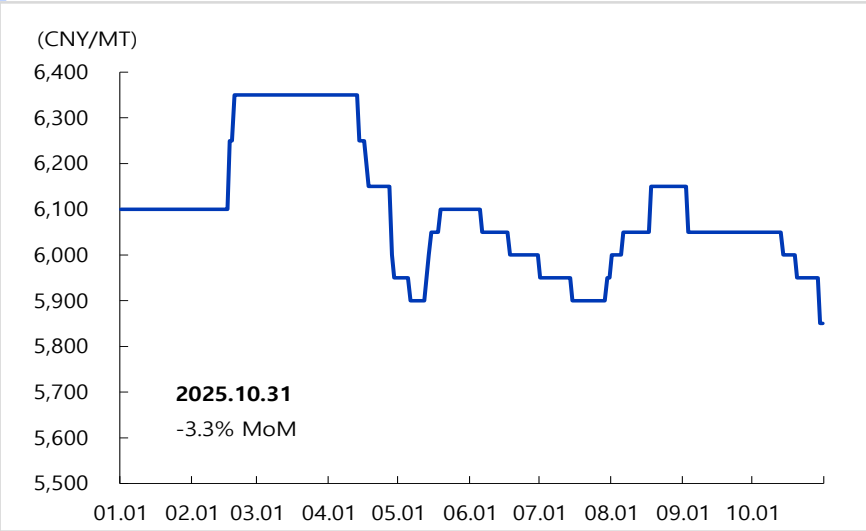
## '25년 니켈 가격 추이



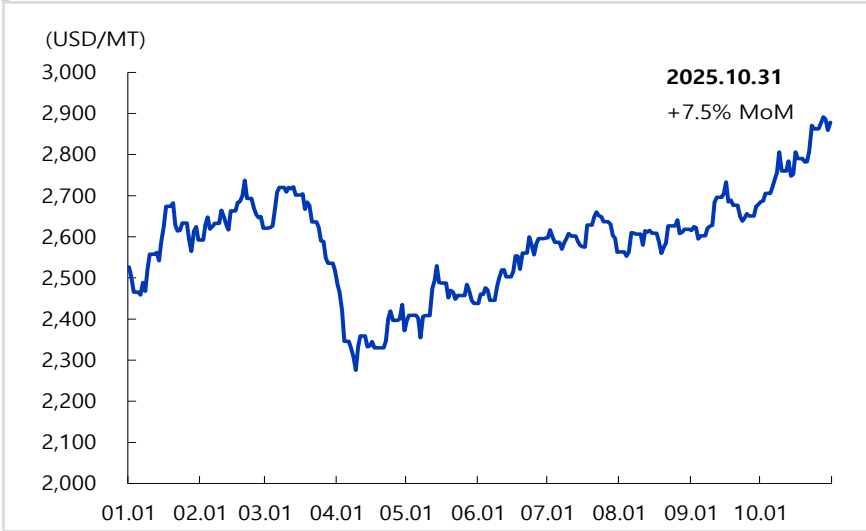

## '25년 코발트 가격 추이




## '25년 망간 가격 추이



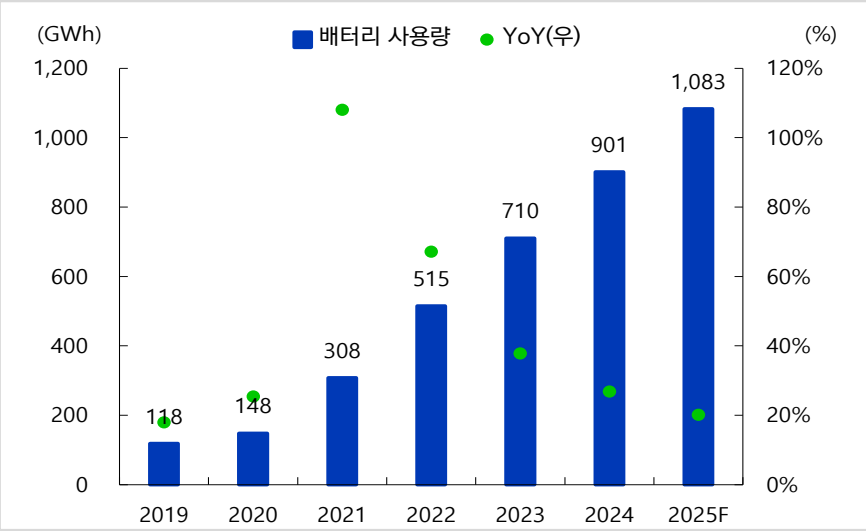

## '25년 알루미늄 가격 추이



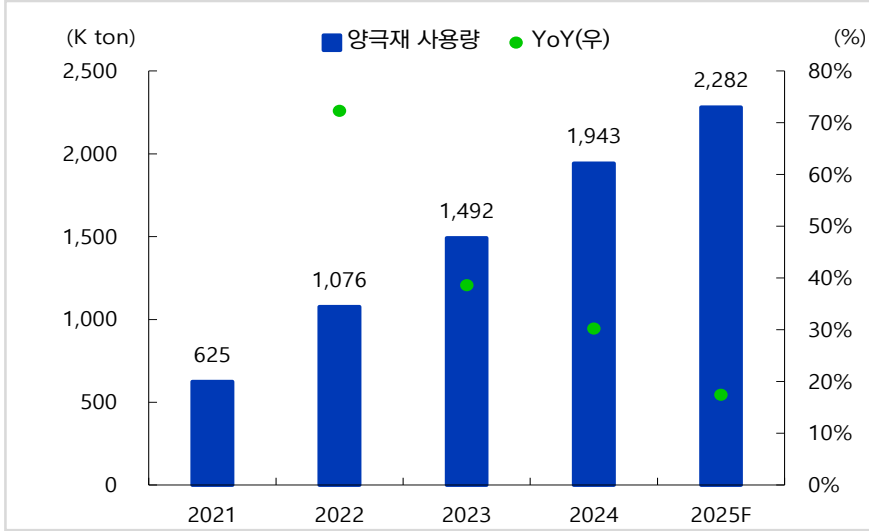

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

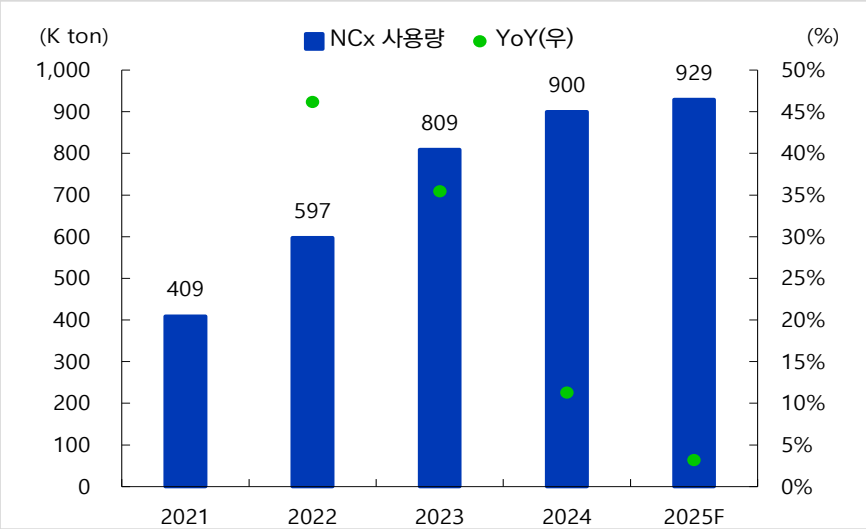
## 글로벌 전기차용 배터리 적재량 추이



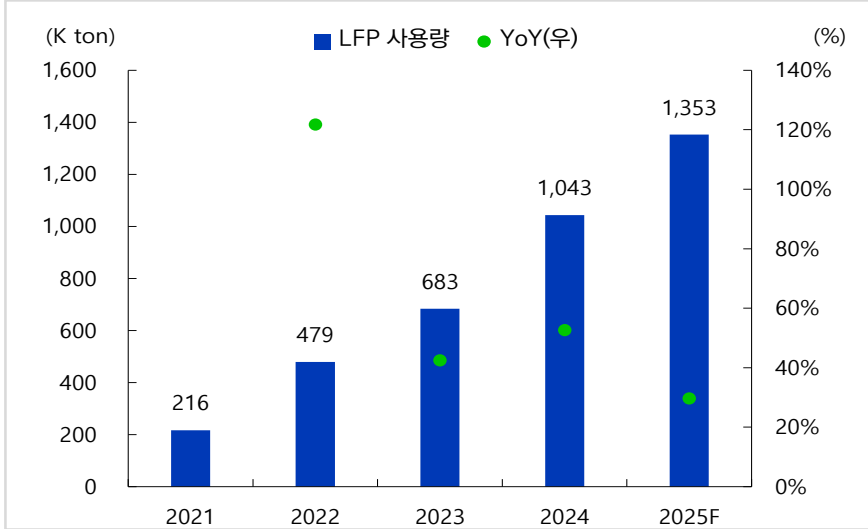

## 글로벌 전기차용 배터리 양극재 적재량 추이




## 글로벌 전기차용 배터리 양극재 삼원계 적재량 추이



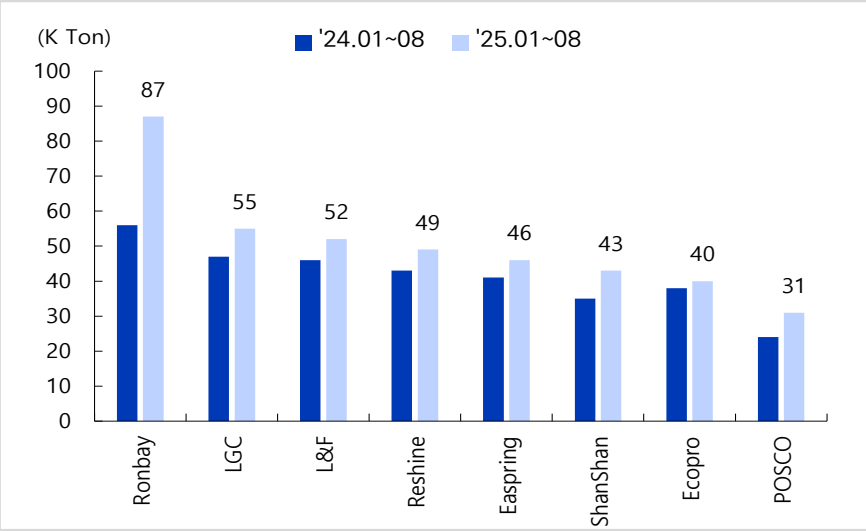

## 글로벌 전기차용 배터리 양극재 LFP 적재량 추이



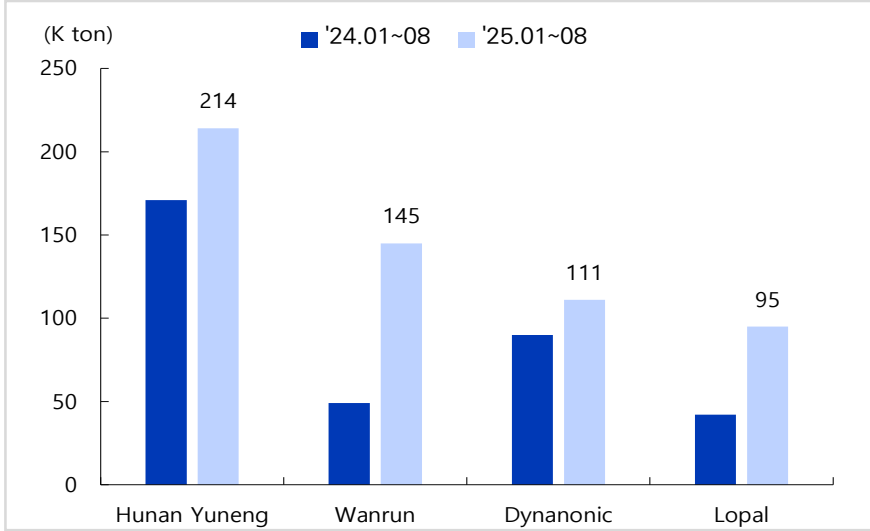

자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

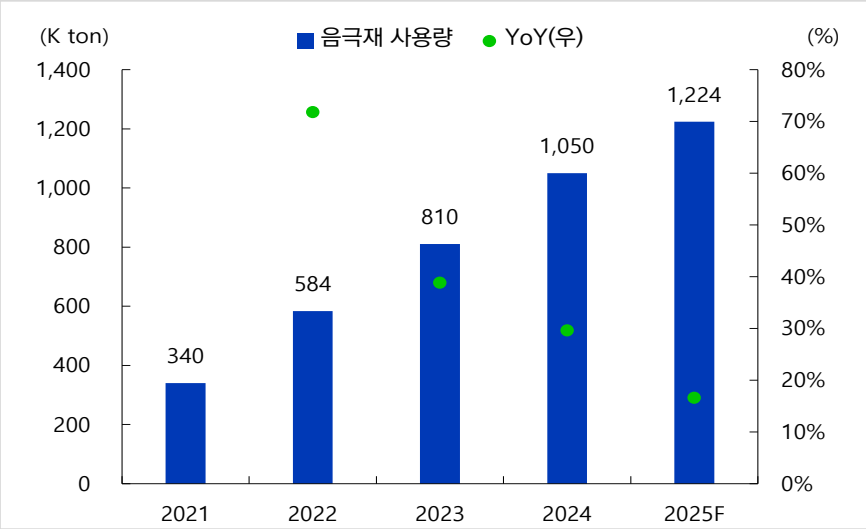
## NCx 주요 공급사별 적재량 추이



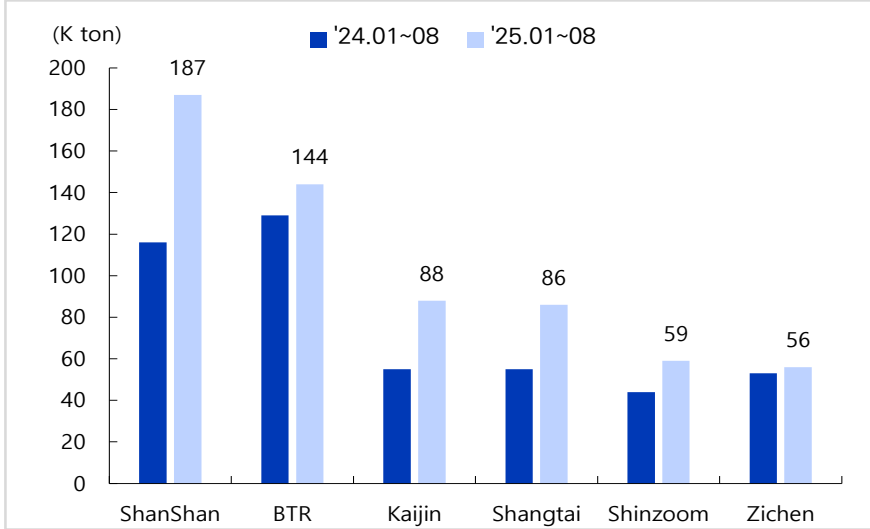

## LFP 주요 공급사별 적재량 추이




## 글로벌 전기차용 배터리 음극재 적재량 추이



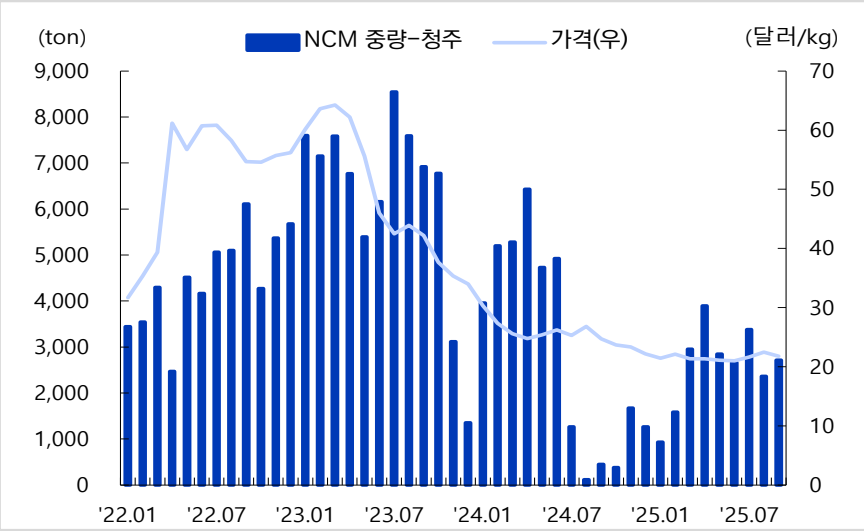

## 음극재 주요 공급사별 적재량 추이



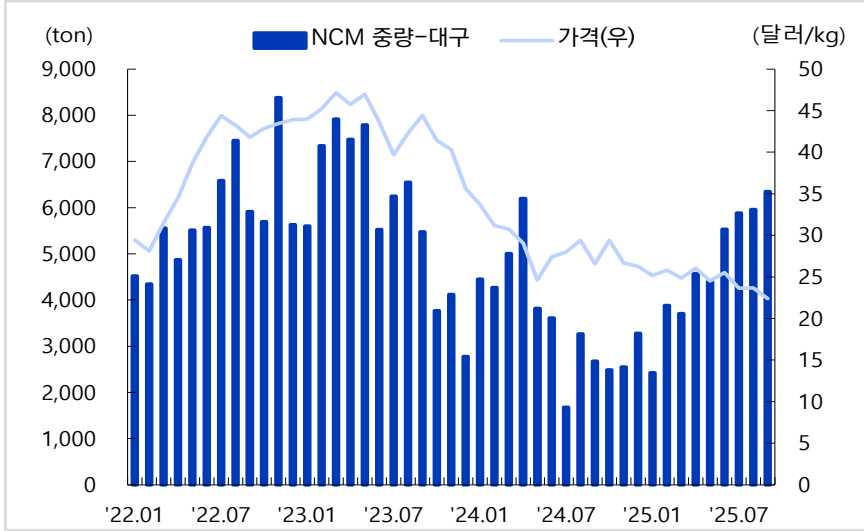

자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

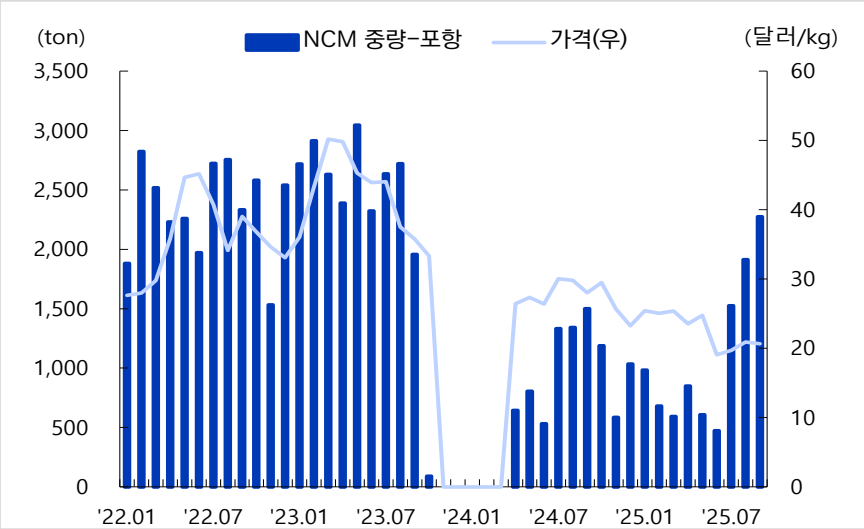
## NCM 양극재 청주 지역 수출 중량 및 가격 추이



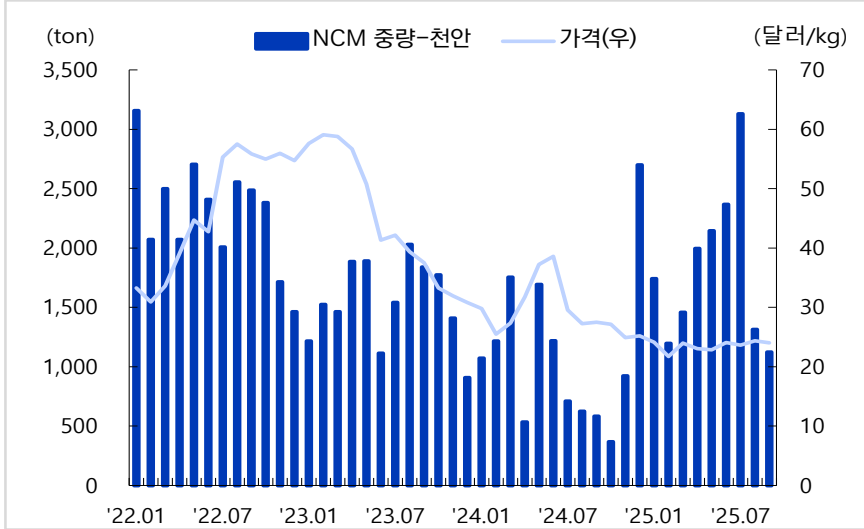

## NCM 양극재 대구 지역 수출 중량 및 가격 추이




## NCM 양극재 포항 지역 수출 중량 및 가격 추이



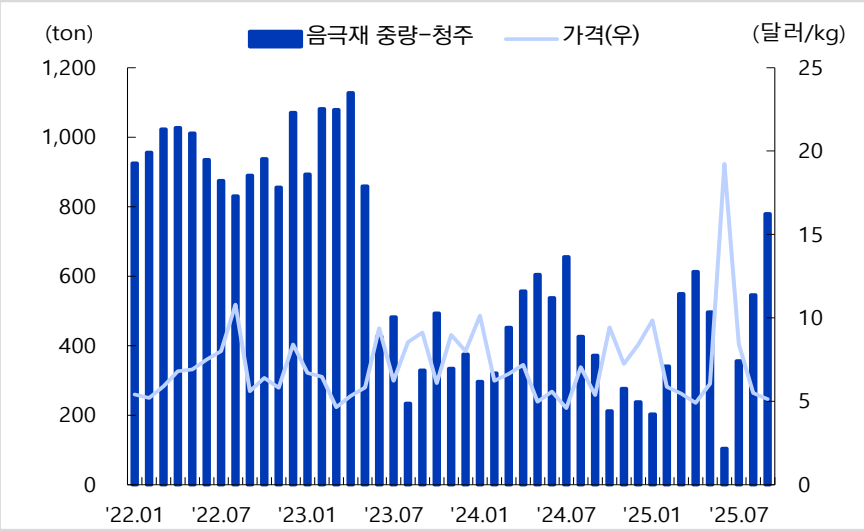

## NCM 양극재 천안 지역 수출 중량 및 가격 추이



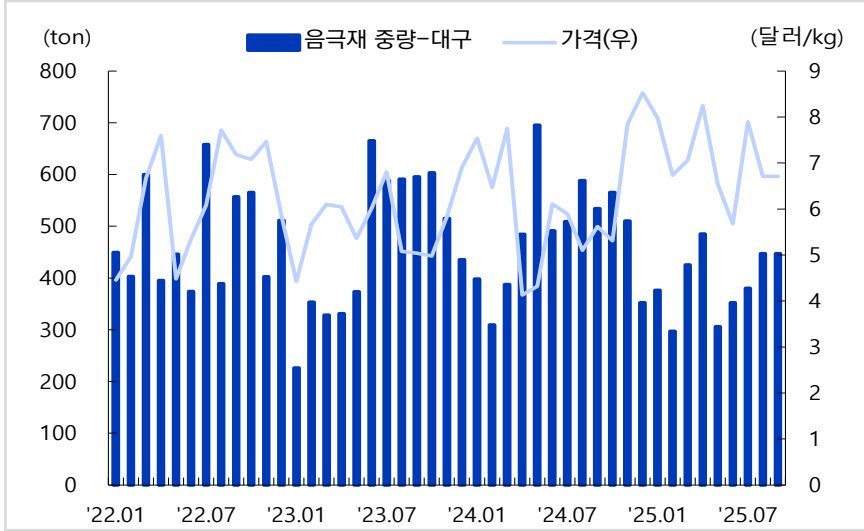

자료: KITA, 교보증권 리서치센터

# [2025년 리뷰] 산 넘어 산

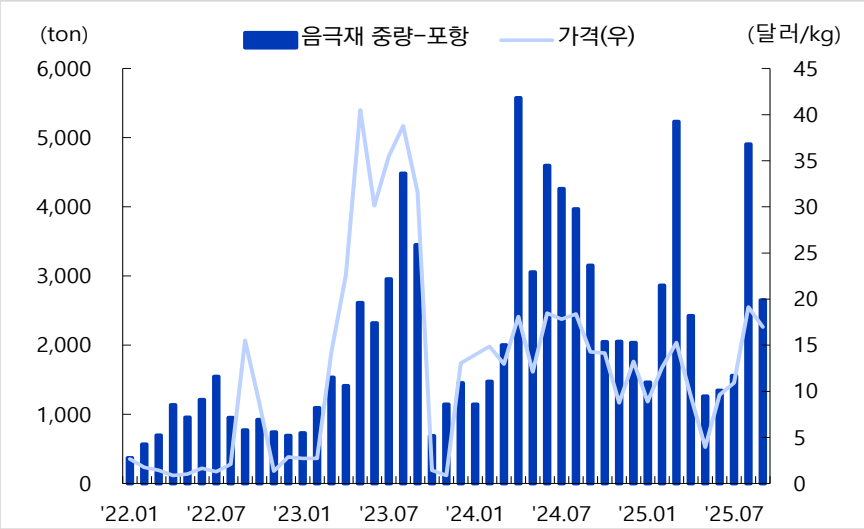
## 음극재 청주 지역 수출 중량 및 가격 추이



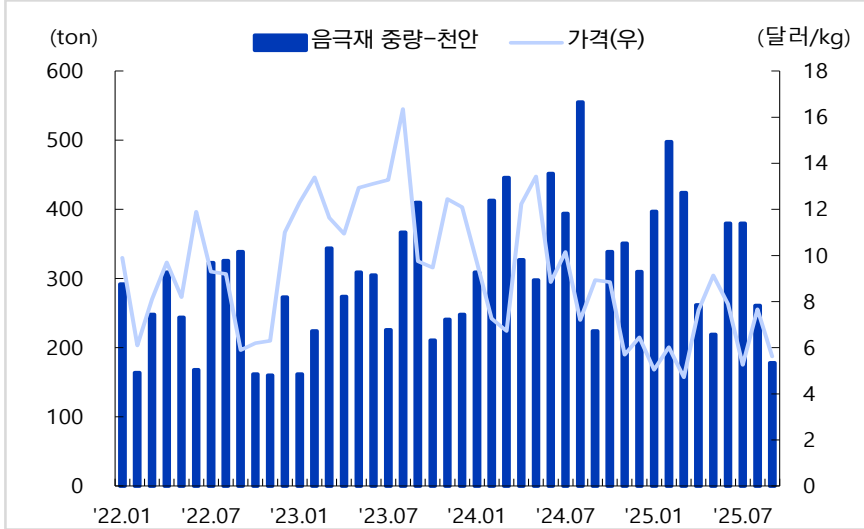

## 음극재 대구 지역 수출 중량 및 가격 추이




## 음극재 포항 지역 수출 중량 및 가격 추이




## 음극재 천안 지역 수출 중량 및 가격 추이




자료: KITA, 교보증권 리서치센터

# II. 2026년 전망 EV 캐즘, ESS 방어

# [2026년 전망] 전기차 시장 지속 둔화 전망

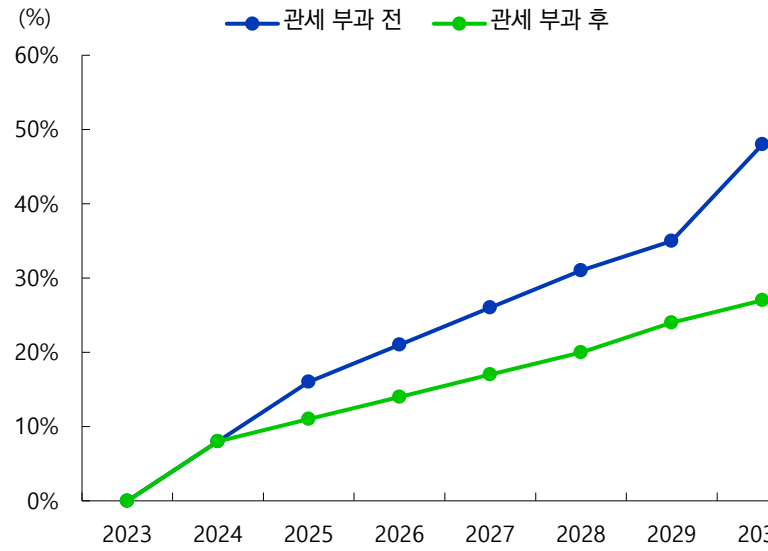
### 국가별 보조금 정책 변화

- 중국: 2026년 보조금 감면 이후에도 로컬 OEM·배터리 밸류체인의 원가 경쟁력과 신차 공세로 고성장 기조 지속. 2026~2027년 수요는 정부 인센티브, 가격 경쟁에 의해 지지될 가능성 높음
- 유럽: 2026년 Co2 배출 규제 강화와 모델 라인업 확대로 전기차(BEV+PHEV) 점유율 30%, 2027년 36%로 확대 전망. 다만 일부 국가의 인센티브 조정 및 충전 인프라 격차는 리스크 요인으로 작용
- 미국: 2026년 정책 변수 가장 큼. 연방 세액공제(최대 $7,500) 폐지로 수요 변동성 확대 불가피. 이미 주요 OEM의 증산 계획 조정 중

**한국, 중국, 일본 대미 관세 협상**

| | 한국 | 일본 | 중국 |
|---|---|---|---|
| 상호 관세 | 15% | 15% | 30%(90일 한시) |
| 차량 관세 | 15% | 15% | - |
| 협상 일자 | 25.10.29 | 25.07.22 | 25.05.12(임시) |
| 대미 투자 | 3,500억 달러 | 5,500억 달러 | 시장 개방 약속 |
| 투자 방식 | 연간 200억 달러 상한 | 일괄 투자 | - |

**미국 승용차 시장 관세 부과 전후 전기차 침투율 전망**




자료: BNEF, 언론종합, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 전기차 시장 지속 둔화 전망

### 국내 배터리사 점유율 하락

- BYD·CALB 등 중국 LFP 진영이 중저가 전기차 수요 확대를 바탕으로 점유율 확대를 지속
- 삼원계 중심 포트폴리오의 단가 경쟁 한계가 노출되며 중저가 전기차 비중이 높은 시장에서 국내 업체들 점유율 하락세
- LFP 기술 내재화 및 현지 조달 효율화 등 비용 구조 개선이 향후 점유율 반등의 핵심으로 판단

**'25년 누적 글로벌 전기차용 배터리 적재량(GWh)**

| 순위 | 그룹명 | '24.01~09 | '25.01~09 | YoY | '24년 점유율 | '25년 점유율 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | CATL | 226.0 | 297.2 | *31.5%* | *37.5%* | *36.6%* |
| 2 | BYD | 99.6 | 145.0 | *45.6%* | *16.5%* | *17.9%* |
| **3** | **LG에너지솔루션** | **69.5** | **79.7** | ***14.7%*** | ***11.5%*** | ***9.8%*** |
| 4 | CALB | 27.7 | 39.3 | *41.9%* | *4.6%* | *4.8%* |
| **5** | **SK on** | **27.8** | **34.5** | ***24.1%*** | ***4.6%*** | ***4.3%*** |
| 6 | Panasonic | 25.1 | 33.0 | *31.5%* | *4.2%* | *4.1%* |
| 7 | Gotion | 17.9 | 29.7 | *65.9%* | *3.0%* | *3.7%* |
| **8** | **삼성SDI** | **24.2** | **23.0** | ***-5.0%*** | ***4.0%*** | ***2.8%*** |
| 9 | EVE | 12.7 | 21.9 | *72.4%* | *2.1%* | *2.7%* |
| 10 | SVOLT | 10.8 | 20.5 | *89.8%* | *1.8%* | *2.5%* |
| | 기타 | 61.1 | 87.9 | *43.9%* | *10.1%* | *10.8%* |
| | **합계** | **602.4** | **811.7** | ***34.7%*** | ***100.0%*** | ***100.0%*** |

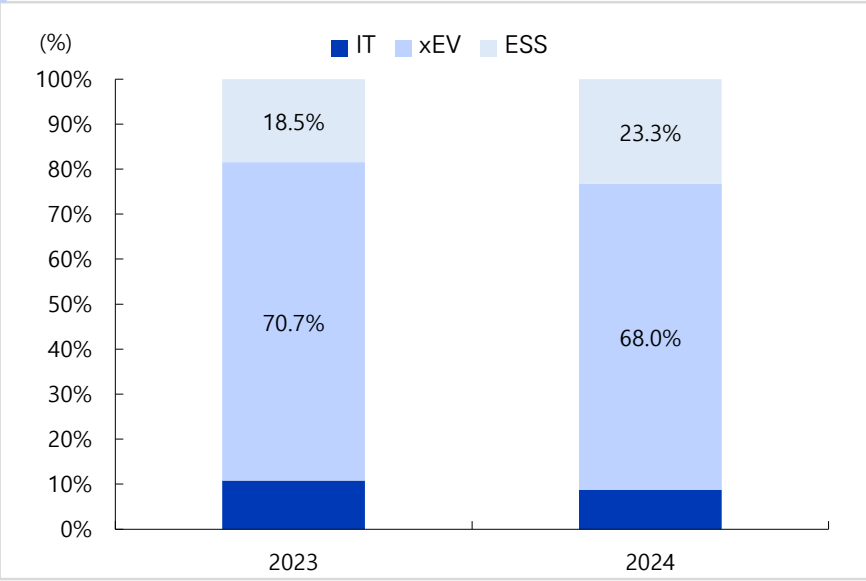
자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] ESS로 업황 반등 모색

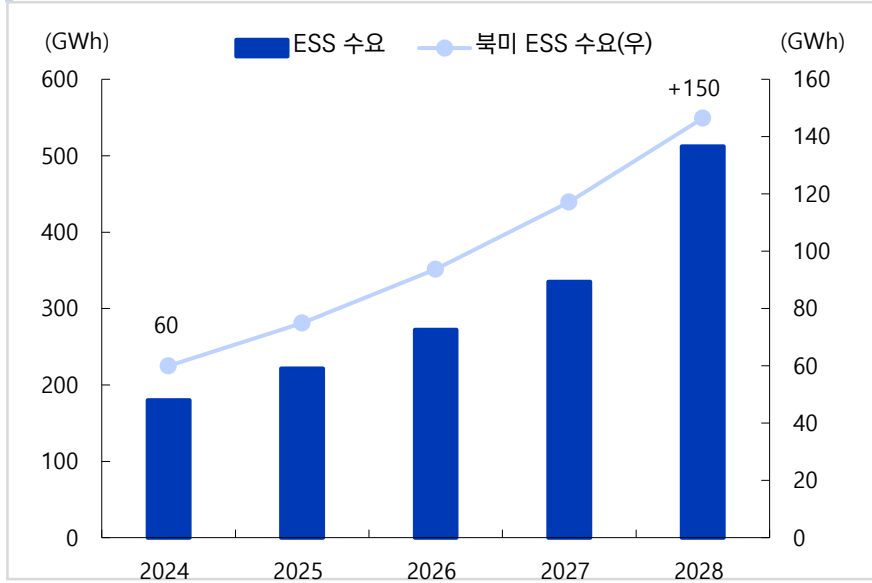
## 2차전지 내 ESS 비중 상승

- 재생에너지 연계 피크 저감, 송전 제약 회피 수요 확대(EIA 2026년 전력 수요 YoY +3.7% 전망)
- 미국을 중심으로 한 데이터센터 전력 수요도 구조적 확대 추세
- 용량 시장, 보조 서비스, 시간대별 요금 등 다중 수익원 스태킹 확산이 ESS 설치를 견인
- 미국 현지 LFP·ESS 라인 확보, 전환은 2026~2027년 밸류체인 방어의 핵심
- 원가 구조 개선, 수익성 확보, 공급망 안정화, 차별화 소재/시스템 확보 필요

**2차전지 내 ESS 비중 추이**




**글로벌 ESS 및 북미 ESS 수요 전망**



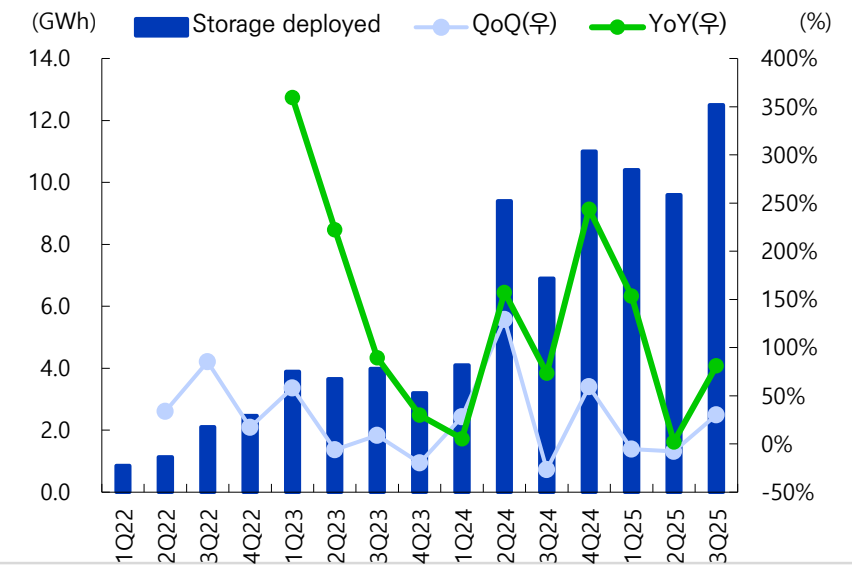

자료: SNE Research, LG에너지솔루션, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] ESS로 업황 반등 모색

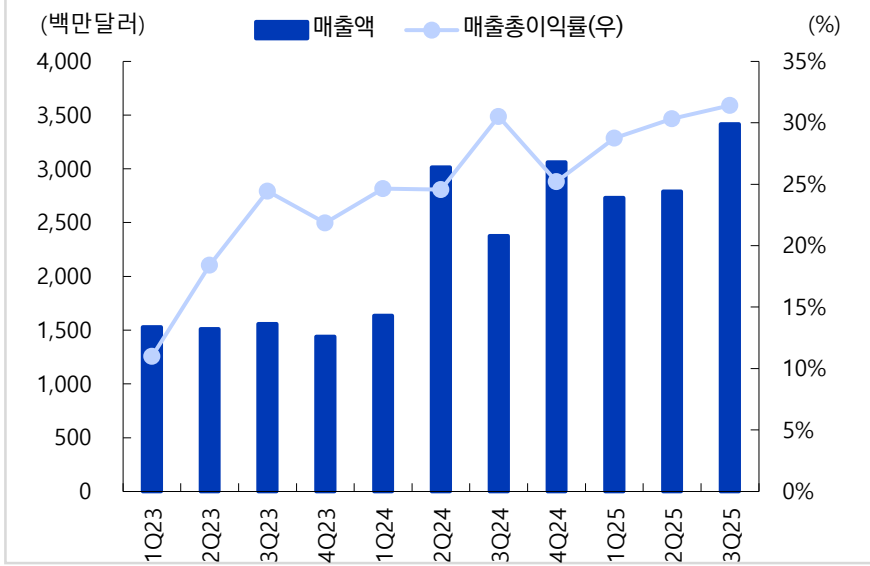
**전력 안정화를 위한 ESS 수요 증가**

- 3Q25 Tesla 에너지 저장 장치 설치량은 12.5GWh(QoQ +30.2%, YoY +81.2%) 기록
- 실적 발표에서 메가팩3 양산은 '26년 휴스턴 메가 팩토리에서 연 최대 50GWh Capa로 시작될 예정 언급
- LG에너지솔루션 ESS 수주 잔고 2Q25 50GWh → 3Q25 120GWh로 확대. 북미 생산거점 조기 구축으로 '30년 30GWh+a Capa 목표
- 삼성SDI 스타플러스 에너지 EV 라인 NCA+LFP ESS 라인 전환 발표. 2026년 말 미국 내 ESS Capa 30GWh(글로벌 42GWh) 목표
- 엔비디아 OCP 서밋에서 신규 전력 아키텍처 800VDC 발표하며 AI 데이터센터에 ESS 강조. 전력 안정화를 위한 완충 요소로 ESS 필수

**Tesla 에너지 저장 장치 설치량 추이**




**Tesla Energy Generation and Storage 부문 실적 추이**



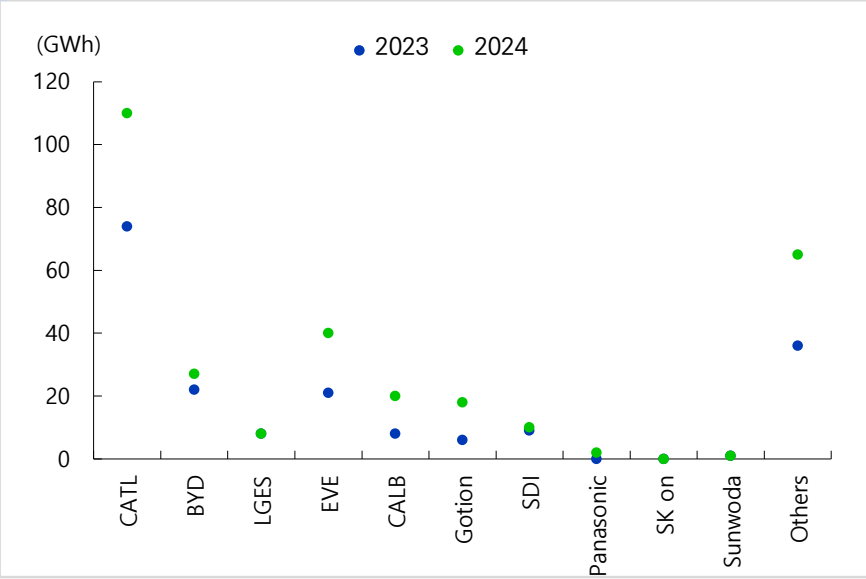

자료: Tesla, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] ESS로 업황 반등 모색

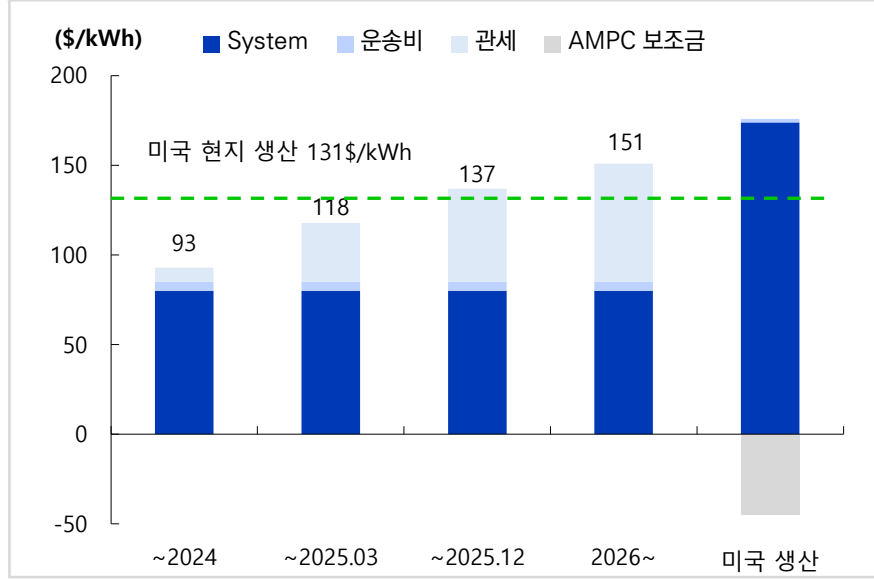
## 미국 관세에 따라 현지 생산이 유리

- 현재 미국으로 수입되는 중국산 ESS 배터리에 기본 관세+상호 관세+펜타닐 보복 관세가 합산된 40.9% 세율 적용 중
- 2026년은 미국 무역법 301조에 따라 관세율이 25%포인트 인상된 최종 58.4%에 달할 전망
- OBBBA 법안에 따라 연방 투자세액공제, 첨단세액공제를 받기 위해서는 제조원가 중 우려 외국 기업 비중이 일정 수준 이하로 제한
- PFE 비중은 2026년 45%에서 시작해, 2027년 40%, 2028년 35%, 2030년 이후 25%로 점진적 감소 예정
- ESS 컨테이너 시스템 기준 2025년 이후 중국산 ESS 배터리 수입보다 현지 생산이 가격 경쟁력에서 우위

**글로벌 배터리사 ESS 출하량 추이**




**ESS Container System 경쟁력 비교**




자료: SNE Research, 교보증권 리서치센터

# III. 신시장 개척

# [2026년 전망] 새롭게 열리는 로봇 배터리 시장

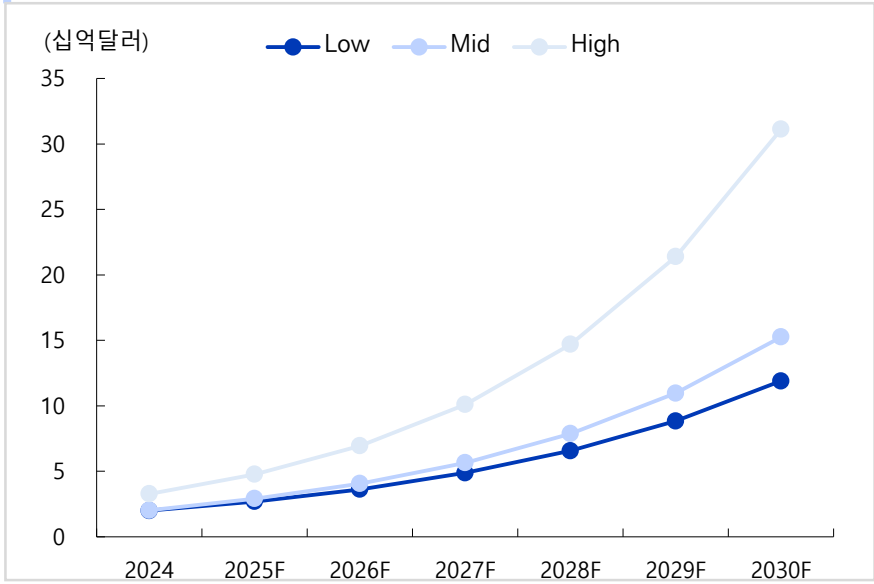
## 이차전지 매스 신규 애플리케이션

- 글로벌 휴머노이드 로봇 시장은 2023년 24억 달러에서 2030년 759억 달러로 성장 전망
- 다수 레포트를 통해 확인된 Telsa 옵티머스 대당 배터리 탑재량 2.3kWh
- 일론 머스크가 언급한 2030년 1백만대 양산을 가정하면 2.3kWh*100만대 = 2.3GWh
- 산업용 중심 확산(제조·물류)에서 서비스 구독 병행한 로봇 시장은 5배 수준으로 가정 (11.5GWh)
- 2023년 → 2024년 배터리사 출하량 1,050GWh → 1,299GWh. 보수적으로 연 5% 출하량 성장 가정하면 2030년 1,740GWh

### Tesla 옵티머스 주요 원가 구성

| 부위 | 가격 | 가격 비중 |
|---|---|---|
| Head | ~2.1k USD | ~3.8% |
| **Battery** | **~0.3k USD** | **~0.5%** |
| Upper Arm | ~1.1k USD | ~2.0% |
| Shoulder | ~2.1k USD | ~3.8% |
| Elbow | ~2.6k USD | ~4.7% |
| Waist | ~7.8k USD | ~14.2% |
| Hands | ~9.5k USD | ~17.2% |

### 휴머노이드 로봇 시장 규모 전망




자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

# [2026년 전망] 새롭게 열리는 로보택시

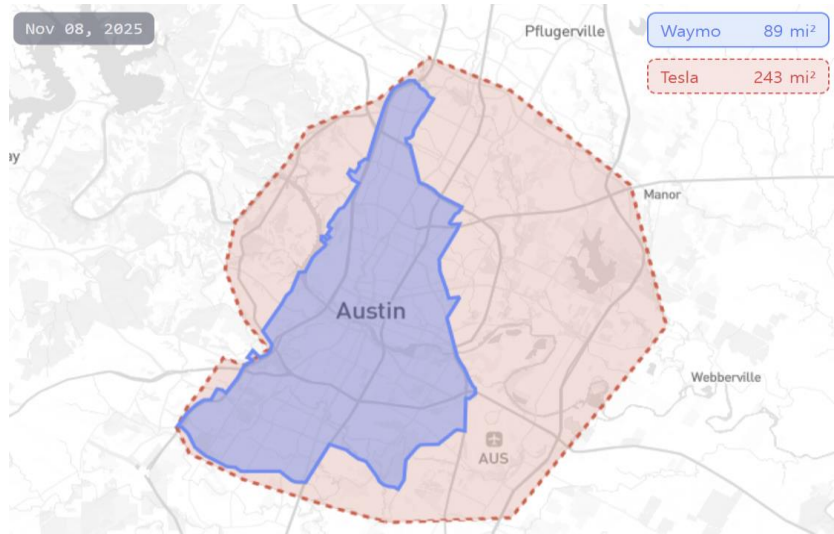
## 로보택시 커버리지 확대 중

- 테슬라 로보택시: 2025.6월 10~20대 최초 런칭 → 10월 150~200대 추정 → 2025년 말 1,500대 전망
- 웨이모 로보택시: 2024년 말 700대 추정 → 2025년 8월 1,500대 추정 → 2026년 3,500대 전망
- 11/6 일론 머스크는 감독 없이 완전 자율주행이 가능한 최초의 로보택시 사이버캡을 2026년 4월부터 오스틴 공장 양산 시사
- 사이버캡은 페달, 운전대가 없는 완전 자율주행 차량. 생산 라인에 10초 단위로 조립 및 연간 200~300만대 생산 가능 언급
- 웨이모는 2026년까지 상업 운영 차량 3,500대로 확대 및 마이애미, 워싱턴 DC 등 신규 지역 런칭 계획 언급

### 테슬라 자율주행 AI 아키텍처 스펙

| | 시점 | TOPS | 전력소모(W) |
|---|---|---|---|
| **HW3** | 2019년 4월 | ~144 | ~100 |
| **HW4** | 2023년 2월 | ~200-250 | ~160 |
| **AI5(f)** | 2026년 말 | ~2,000~2,500 | ~500-700 |
| **AI6(f)** | 2028~2029년 | N/A | N/A |

### 미국 오스틴 웨이모, 테슬라 자율주행 커버리지(11/8 기준)



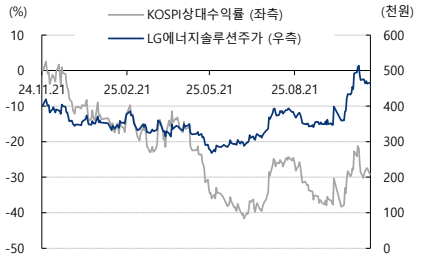

자료: Tesla, RoboTracker, 언론종합, 교보증권 리서치센터

# LG에너지솔루션 (373220) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 570,000원** 상향

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 465,500 원 |
| 액면가(원) | 500 원 |
| 52주 최고가(보통주) | 514,000 원 |
| 52주 최저가(보통주) | 268,000 원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 1,170 억원 |
| 시가총액 | 1,089,270 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 23,400 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0 만주 |
| 평균거래량(60일) | 54.3 만주 |
| 평균거래대금(60일) | 2,475 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 4.64% |
| 주요주주 | |
| LG화학 | 79.38% |
| 국민연금공단 | 6.13% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 29.5 | 46.4 | 16.8 |
| 상대주가 | 14.8 | -7.4 | -26.6 |

### ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 2.5조원(YoY+9.4%), 영업이익 2조원( YoY+37.2) 전망**
- 2026년 미국 전기차 시장 둔화와 GM의 EV 축소로 북미 배터리 출하 감소가 예상
- ESS와 46-Series 배터리 수요 급증 및 대규모 수주 잔고가 실적을 방어하며 중장기 성장 동력으로 작용

### ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 매출액 5.8조원(YoY-10.6, QoQ+1.2%), 영업이익 -665억원( YoY, QoQ 적자) 전망**
- 유럽 중저가 시장 수요는 회복 중이나, 미국 EV 세액공제 종료로 GM향 물량이 급감하며 EV 배터리 실적이 악화
- ESS는 미국 신규 라인 안정화 및 LFP 공장 램프업으로 출하량이 QoQ 60% 증가할 전망이지만, 신규라인 초기 비용과 비자 이슈로 일시적 적자

### ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 570,000원 상향

- 2027년 BPS값에 2022년 2차전지 고점시 PBR값을 대입

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **33,745** | **25,620** | **23,298** | **25,499** | **28,661** |
| YoY(%) | 31.8 | -24.1 | -9.1 | 9.4 | 12.4 |
| **영업이익(십억원)** | **2,163** | **575** | **1,503** | **2,061** | **2,879** |
| OP마진(%) | 6.4 | 2.2 | 6.5 | 8.1 | 10.0 |
| **순이익(십억원)** | **1,638** | **339** | **890** | **982** | **1,380** |
| EPS(원) | 5,287 | -4,354 | 3,729 | 4,111 | 5,780 |
| YoY(%) | 60.0 | 적전 | 흑전 | 10.2 | 40.6 |
| PER(배) | 80.9 | -79.9 | 124.3 | 112.7 | 80.2 |
| PCR(배) | 20.7 | 20.5 | 19.7 | 18.8 | 17.1 |
| PBR(배) | 5.0 | 3.9 | 4.9 | 4.7 | 4.5 |
| EV/EBITDA(배) | 24.7 | 28.7 | 27.8 | 27.4 | 25.5 |
| ROE(%) | 6.4 | -4.9 | 4.0 | 4.3 | 5.7 |

# LG에너지솔루션 (373220) 2026년 전망

## LG에너지솔루션 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,265** | **5,565** | **5,700** | **5,768** | **5,849** | **6,153** | **6,418** | **7,079** | **23,298** | **25,499** |
| *% YoY* | *2%* | *-10%* | *-17%* | *-11%* | *-7%* | *11%* | *13%* | *23%* | **-9.1%** | **9.4%** |
| *% QoQ* | *-3%* | *-11%* | *2%* | *1%* | *1%* | *5%* | *4%* | *10%* | | |
| 중대형전지 | 4,010 | 3,617 | 3,420 | 3,057 | 3,100 | 3,138 | 3,209 | 3,469 | 16,230 | 5,921 |
| 소형전지 | 1,692 | 1,558 | 1,710 | 1,557 | 1,579 | 1,661 | 1,733 | 1,911 | 2,571 | 964 |
| 원통형 | 1,590 | 1,340 | 1,471 | 1,339 | 1,358 | 1,429 | 1,490 | 1,644 | 39,371 | 12,916 |
| 파우치 | 101 | 218 | 239 | 218 | 221 | 233 | 243 | 268 | 10,116 | 5,699 |
| ESS | 564 | 390 | 570 | 1,154 | 1,170 | 1,354 | 1,476 | 1,699 | 10,116 | 5,699 |
| **크레딧반영** | **375** | **492** | **702** | **-66** | **302** | **403** | **571** | **784** | **1,503** | **2,061** |
| | *6.0%* | *8.8%* | *12.3%* | *-1.2%* | *5.2%* | *6.5%* | *8.9%* | *11.1%* | *6%* | *8%* |
| **AMPC반영 영업이익** | **-83** | **1** | **236** | **-467** | **-58** | **6** | **135** | **304** | **-313** | **387** |
| ***%OPM*** | ***-1.3%*** | ***0.0%*** | ***4.1%*** | ***-8.1%*** | ***-1.0%*** | ***0.1%*** | ***2.1%*** | ***4.3%*** | ***-1%*** | ***2%*** |
| 중대형전지 | -200 | -127 | 68 | -397 | -372 | -157 | 96 | 184 | 478 | 710 |
| 소형전지 | 80 | 100 | 161 | 84 | 145 | 83 | 87 | 96 | 719 | 814 |
| 원통형 | 87 | 25 | 27 | -40 | 129 | 57 | 60 | 66 | 632 | 734 |
| 파우치 | -8 | 75 | 134 | 124 | 16 | 26 | 27 | 30 | 87 | 80 |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 33,745 | 25,620 | 23,298 | 25,499 | 28,661 |
| 매출원가 | 28,802 | 22,214 | 18,932 | 21,498 | 23,647 |
| **매출총이익** | 4,943 | 3,406 | 4,366 | 4,002 | 5,014 |
| 매출총이익률 (%) | 14.6 | 13.3 | 18.7 | 15.7 | 17.5 |
| **판매비와관리비** | 3,457 | 4,311 | 4,680 | 3,615 | 3,977 |
| **영업이익** | 2,163 | 575 | 1,503 | 2,061 | 2,879 |
| 영업이익률 (%) | 6.4 | 2.2 | 6.4 | 8.1 | 10.0 |
| **EBITDA** | 4,450 | 3,621 | 4,832 | 5,197 | 5,854 |
| EBITDA Margin (%) | 13.2 | 14.1 | 20.7 | 20.4 | 20.4 |
| **영업외손익** | -120 | -227 | -354 | -794 | -1,098 |
| 관계기업손익 | -32 | -49 | 39 | 40 | 43 |
| 금융수익 | 985 | 1,048 | 563 | 285 | 236 |
| 금융비용 | -857 | -1,261 | -830 | -911 | -1,074 |
| 기타 | -215 | 35 | -127 | -208 | -303 |
| 법인세비용차감전순손익 | 2,043 | 349 | 1,149 | 1,267 | 1,781 |
| 법인세비용 | 405 | 10 | 259 | 285 | 401 |
| 계속사업순손익 | 1,638 | 339 | 890 | 982 | 1,380 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 1,638 | 339 | 890 | 982 | 1,380 |
| 당기순이익률 (%) | 4.9 | 1.3 | 3.8 | 3.8 | 4.8 |
| **비지배지분순이익** | 401 | 1,357 | 18 | 20 | 28 |
| **지배지분순이익** | 1,237 | -1,019 | 873 | 962 | 1,353 |
| 지배순이익률 (%) | 3.7 | -4.0 | 3.7 | 3.8 | 4.7 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 273 | 2,879 | 2,879 | 2,879 | 2,879 |
| **포괄순이익** | 1,911 | 3,217 | 3,769 | 3,860 | 4,259 |
| **비지배지분포괄이익** | 443 | 2,302 | 188 | 193 | 213 |
| **지배지분포괄이익** | 1,468 | 915 | 3,581 | 3,667 | 4,046 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 4,444 | 5,112 | 10,587 | 5,214 | 4,595 |
| 당기순이익 | 0 | 0 | 890 | 982 | 1,380 |
| 비현금항목의 가감 | 3,607 | 4,984 | 4,985 | 5,174 | 5,367 |
| 감가상각비 | 2,150 | 2,856 | 3,169 | 2,996 | 2,852 |
| 외환손익 | 66 | -9 | -714 | -714 | -714 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | -39 | -40 | -43 |
| 기타 | 1,391 | 2,138 | 2,569 | 2,933 | 3,271 |
| 자산부채의 증감 | -277 | 691 | 5,360 | 90 | -764 |
| 기타현금흐름 | 1,114 | -564 | -648 | -1,032 | -1,388 |
| **투자활동 현금흐름** | -9,719 | -12,065 | -14,471 | -11,419 | -11,556 |
| 투자자산 | -62 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 유형자산 | -9,923 | -12,399 | -14,837 | -11,785 | -11,922 |
| 기타 | 266 | 341 | 373 | 373 | 373 |
| **재무활동 현금흐름** | 4,355 | 5,382 | 9,710 | 5,295 | 7,665 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 52 | 54 | 56 |
| 사채 | 0 | 0 | 412 | 655 | 707 |
| 장기차입금 | 2,486 | 2,101 | 1,070 | 1,306 | 3,621 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,869 | 3,281 | 8,175 | 3,281 | 3,281 |
| **현금의 증감** | -869 | -1,170 | 3,350 | -5,067 | -1,420 |
| 기초 현금 | 5,938 | 5,069 | 3,899 | 7,249 | 2,182 |
| 기말 현금 | 5,069 | 3,899 | 7,249 | 2,182 | 762 |
| NOPLAT | 1,734 | 558 | 1,165 | 1,597 | 2,231 |
| FCF | -6,179 | -8,103 | -4,983 | -6,961 | -7,480 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 17,208 | 15,327 | 15,872 | 11,307 | 9,889 |
| 현금및현금성자산 | 5,069 | 3,899 | 7,249 | 2,182 | 762 |
| 매출채권 및 기타채권 | 5,679 | 5,548 | 4,153 | 4,489 | 4,233 |
| 재고자산 | 5,396 | 4,552 | 3,728 | 3,825 | 4,872 |
| 기타유동자산 | 1,065 | 1,329 | 743 | 811 | 21 |
| **비유동자산** | 28,229 | 44,979 | 55,518 | 64,418 | 73,519 |
| 유형자산 | 23,655 | 38,350 | 50,018 | 58,807 | 67,877 |
| 관계기업투자금 | 224 | 62 | 109 | 157 | 208 |
| 기타금융자산 | 425 | 1,210 | 1,210 | 1,210 | 1,210 |
| 기타비유동자산 | 3,926 | 5,357 | 4,181 | 4,244 | 4,224 |
| **자산총계** | 45,437 | 60,307 | 71,389 | 75,725 | 83,407 |
| **유동부채** | 10,937 | 12,055 | 20,217 | 20,926 | 21,886 |
| 매입채무 및 기타채무 | 6,911 | 8,361 | 11,480 | 12,030 | 12,821 |
| 차입금 | 1,576 | 1,291 | 1,343 | 1,396 | 1,452 |
| 유동성채무 | 1,635 | 1,199 | 6,094 | 6,094 | 6,094 |
| 기타유동부채 | 815 | 1,204 | 1,300 | 1,405 | 1,519 |
| **비유동부채** | 10,126 | 17,285 | 18,926 | 21,142 | 25,881 |
| 차입금 | 4,512 | 4,866 | 5,936 | 7,242 | 10,863 |
| 사채 | 3,116 | 7,776 | 8,188 | 8,843 | 9,550 |
| 기타비유동부채 | 2,498 | 4,644 | 4,802 | 5,057 | 5,467 |
| **부채총계** | 21,064 | 29,340 | 39,143 | 42,068 | 47,767 |
| **지배지분** | 20,201 | 21,116 | 21,989 | 22,951 | 24,303 |
| 자본금 | 117 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 자본잉여금 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 |
| 이익잉여금 | 2,364 | 1,397 | 2,270 | 3,232 | 4,584 |
| 기타자본변동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **비지배지분** | 4,173 | 9,850 | 10,257 | 10,706 | 11,337 |
| **자본총계** | 24,374 | 30,967 | 32,246 | 33,657 | 35,641 |
| 총차입금 | 11,001 | 16,391 | 22,978 | 25,247 | 30,041 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 5,287 | -4,354 | 3,729 | 4,111 | 5,780 |
| PER | 80.9 | -79.9 | 124.8 | 113.2 | 80.5 |
| BPS | 86,328 | 90,240 | 93,969 | 98,081 | 103,861 |
| PBR | 5.0 | 3.9 | 5.0 | 4.7 | 4.5 |
| EBITDAPS | 19,018 | 15,475 | 20,650 | 22,208 | 25,016 |
| EV/EBITDA | 24.7 | 28.7 | 27.9 | 27.5 | 25.5 |
| SPS | 144,211 | 109,485 | 99,566 | 108,971 | 122,484 |
| PSR | 3.0 | 3.2 | 4.7 | 4.3 | 3.8 |
| CFPS | -26,407 | -34,630 | -21,294 | -29,750 | -31,966 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

재무비율 단위: 원, 배, %

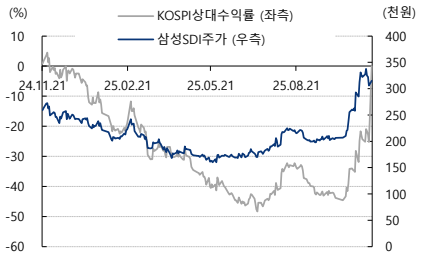
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율 | 31.8 | -24.1 | -9.1 | 9.4 | 12.4 |
| 영업이익증가율 | 78.2 | -73.4 | 161.1 | 37.1 | 39.7 |
| 순이익증가율 | 110.0 | -79.3 | 163.0 | 10.2 | 40.6 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 7.1 | 1.6 | 2.6 | 3.1 | 3.7 |
| ROA | 3.0 | -1.9 | 1.3 | 1.3 | 1.7 |
| ROE | 6.4 | -4.9 | 4.0 | 4.3 | 5.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 86.4 | 94.7 | 121.4 | 125.0 | 134.0 |
| 순차입금비율 | 24.2 | 27.2 | 32.2 | 33.3 | 36.0 |
| 이자보상배율 | 6.9 | 1.0 | 1.9 | 2.4 | 2.8 |

# 삼성SDI (006400) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 350,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 315,000 원 |
| 액면가(원) | 5,000 원 |
| 52주 최고가(보통주) | 337,500 원 |
| 52주 최저가(보통주) | 160,200 원 |
| KOSPI (11/10) | 0.00p |
| KOSDAQ (11/10) | 0.00p |
| 자본금 | 3,567 억원 |
| 시가총액 | 256,781 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 8,059 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 162 만주 |
| 평균거래량(60일) | 127.4 만주 |
| 평균거래대금(60일) | 3,721 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 24.85% |
| 주요주주 | |
| 삼성전자 외 4인 | 20.33% |
| 국민연금공단 | 6.87% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 52.2 | 84.9 | 13.1 |
| 상대주가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

## ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 15.3조원(YoY+19.6%), 영업이익 4,391원( YoY+2.9%) 전망**
- 26년말 미국 ESS Capa의 조기 가동을 통해 약 30Gwh까지 확대되며 전방시장에 빠르게 대응
- AI전력수요 확대에 따른 동사의 미국내 ESS사업의 존재감이 부각될 것

## ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 연결기준 매출액 3.4조원(YoY-9.5%, QoQ+11.3%), 영업이익 -2,517억원(YoY,QoQ 적자) 전망**
- EV 부문은 미국·유럽의 불확실한 수요 속에서도 고객사 보조금 반영으로 수익성이 개선될 전망이며, ESS는 AI 전력 수요와 신재생 확대에 대응한 SPE ESS 전환으로 큰 폭의 매출 성장이 기대
- 소형전지와 전자재료 부문도 각각 파우치 배터리 실적 개선, AI 서버 투자에 따른 DRAM 웨이퍼 증가 및 스마트폰 OLED 수요로 실적 상승이 예상

## ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 350,000원 유지

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **21,437** | **16,592** | **12,805** | **15,311** | **20,190** |
| YoY(%) | 6.5 | -22.6 | -22.8 | 19.6 | 31.9 |
| **영업이익(십억원)** | **1,545** | **363** | **-1,585** | **353** | **1,025** |
| OP마진(%) | 7.2 | 2.2 | -12.4 | 2.3 | 5.1 |
| **순이익(십억원)** | **2,066** | **576** | **-1,159** | **987** | **2,045** |
| EPS(원) | 29,197 | 8,693 | -15,001 | 12,738 | 26,406 |
| YoY(%) | 2.9 | -70.2 | 적전 | 흑전 | 107.3 |
| PER(배) | 16.2 | 28.5 | -20.4 | 24.0 | 11.6 |
| PCR(배) | 9.5 | 5.8 | 22.7 | 7.5 | 6.0 |
| PBR(배) | 1.8 | 0.9 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA(배) | 11.6 | 12.8 | 111.2 | 17.9 | 14.0 |
| ROE(%) | 11.5 | 3.1 | -6.3 | 5.4 | 10.4 |

# 삼성SDI (006400) 2026년 전망

## 삼성SDI 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,177** | **3,179** | **3,052** | **3,397** | **3,431** | **3,711** | **4,009** | **4,159** | **12,805** | **15,311** |
| *% YoY* | *-34.0%* | *-9.0%* | *26.0%* | *-9.5%* | *8.0%* | *16.7%* | *31.4%* | *22.4%* | *8.4%* | *19.6%* |
| *% QoQ* | *-15.4%* | *0.1%* | *-4.0%* | *11.3%* | *1.0%* | *8.2%* | *8.0%* | *3.7%* | | |
| **에너지** | **2,981** | **2,961** | **2,820** | **3,158** | **3,177** | **3,456** | **3,750** | **3,891** | **11,920** | **14,274** |
| 소형전지 | 770 | 1,001 | 1,051 | 1,051 | 998 | 1,008 | 1,028 | 1,018 | 3,872 | 4,053 |
| 중대형(EV) | 1,589 | 1,309 | 1,128 | 1,139 | 1,162 | 1,278 | 1,342 | 1,356 | 5,165 | 5,138 |
| 중대형(ESS) | 623 | 652 | 641 | 968 | 1,017 | 1,169 | 1,380 | 1,518 | 2,884 | 5,084 |
| **전자재료** | **196** | **218** | **232** | **239** | **254** | **256** | **259** | **267** | **884** | **1,036** |
| **영업이익** | **-434** | **-398** | **-591** | **-252** | **-149** | **-18** | **198** | **408** | **-1,675** | **439** |
| *%OPM* | *-13.7%* | *-12.5%* | *-19.4%* | *-7.4%* | *-4.3%* | *-0.5%* | *4.9%* | *9.8%* | *-13.1%* | *2.9%* |
| *%YoY* | *-274.2%* | *-32.8%* | *250.2%* | *-353.0%* | *-65.7%* | *-95.5%* | *-133.5%* | *-262.2%* | *195.0%* | *195.0%* |
| *%QoQ* | *-75.9%* | *-8.4%* | *48.6%* | *-57.4%* | *-40.9%* | *-87.9%* | *-1198.6%* | *106.3%* | | |
| **전지** | **-452** | **-431** | **-630** | **-292** | **-167** | **-44** | **133** | **381** | **-1,805** | **304** |
| 소형전지 | -161 | -22 | 42 | 48 | 10 | 10 | 10 | 31 | -93 | 61 |
| 중대형(EV) | -334 | -467 | -711 | -447 | -299 | -206 | -84 | 123 | -1,958 | -465 |
| 중대형(ESS) | 42 | 59 | 38 | 107 | 122 | 152 | 207 | 228 | 246 | 709 |
| **전자재료** | **18** | **33** | **39** | **40** | **18** | **26** | **65** | **27** | **130** | **135** |
| *부분별OPM* | | | | | | | | | | |
| *소형전지* | *-20.9%* | *-2.2%* | *4.0%* | *4.6%* | *1.0%* | *1.0%* | *1.0%* | *3.0%* | *-2.4%* | *1.5%* |
| *중대형(EV)* | *-21.0%* | *-35.7%* | *-63.0%* | *-39.2%* | *-25.7%* | *-16.1%* | *-6.3%* | *9.1%* | *-37.9%* | *-9.1%* |
| *중대형(ESS)* | *6.8%* | *9.0%* | *6.0%* | *11.0%* | *12.0%* | *13.0%* | *15.0%* | *15.0%* | *8.5%* | *13.9%* |
| *전자재료* | *9.3%* | *15.1%* | *16.7%* | *16.9%* | *7.0%* | *10.0%* | *25.0%* | *10.0%* | *14.7%* | *13.0%* |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 21,437 | 16,592 | 12,805 | 15,311 | 20,190 |
| 매출원가 | 17,655 | 13,499 | 12,165 | 12,732 | 16,838 |
| **매출총이익** | 3,782 | 3,094 | 640 | 2,578 | 3,352 |
| 매출총이익률 (%) | 17.6 | 18.6 | 5.0 | 16.8 | 16.6 |
| **판매비와관리비** | 2,237 | 2,820 | 2,315 | 2,315 | 2,416 |
| **영업이익** | 1,545 | 363 | -1,585 | 353 | 1,025 |
| 영업이익률 (%) | 7.2 | 2.2 | -12.4 | 2.3 | 5.1 |
| **EBITDA** | 3,273 | 2,238 | 344 | 2,341 | 3,068 |
| EBITDA Margin (%) | 15.3 | 13.5 | 2.7 | 15.3 | 15.2 |
| **영업외손익** | 836 | 164 | 410 | 647 | 1,046 |
| 관계기업손익 | 1,017 | 801 | 1,042 | 1,354 | 1,760 |
| 금융수익 | 958 | 1,129 | 905 | 869 | 936 |
| 금융비용 | -1,157 | -1,603 | -1,459 | -1,522 | -1,612 |
| 기타 | 18 | -163 | -77 | -54 | -38 |
| 법인세비용차감전순손익 | 2,382 | 527 | -1,175 | 1,000 | 2,072 |
| 법인세비용 | 403 | 7 | -15 | 13 | 27 |
| 계속사업순손익 | 1,979 | 520 | -1,159 | 987 | 2,045 |
| 중단사업순손익 | 87 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 2,066 | 576 | -1,159 | 987 | 2,045 |
| 당기순이익률 (%) | 9.6 | 3.5 | -9.1 | 6.4 | 10.1 |
| **비지배지분순이익** | 57 | -24 | 48 | -41 | -84 |
| **지배지분순이익** | 2,009 | 599 | -1,207 | 1,028 | 2,129 |
| 지배순이익률 (%) | 9.4 | 3.6 | -9.4 | 6.7 | 10.5 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 66 | 905 | 1,210 | 1,210 | 1,210 |
| **포괄순이익** | 2,132 | 1,480 | 50 | 2,197 | 3,255 |
| **비지배지분포괄이익** | 37 | 158 | 5 | 235 | 348 |
| **지배지분포괄이익** | 2,095 | 1,322 | 45 | 1,962 | 2,906 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 2,104 | -138 | 514 | 624 | 657 |
| 당기순이익 | 2,066 | 576 | -1,159 | 987 | 2,045 |
| 비현금항목의 가감 | 1,498 | 2,397 | 2,249 | 2,123 | 1,807 |
| 감가상각비 | 1,660 | 1,795 | 1,874 | 1,944 | 2,007 |
| 외환손익 | 27 | -24 | 61 | 61 | 61 |
| 지분법평가손익 | -1,017 | -801 | -1,042 | -1,354 | -1,760 |
| 기타 | 828 | 1,426 | 1,356 | 1,472 | 1,500 |
| 자산부채의 증감 | -938 | -2,622 | -251 | -2,035 | -2,708 |
| 기타현금흐름 | -522 | -488 | -324 | -451 | -488 |
| **투자활동 현금흐름** | -4,105 | -4,920 | -3,658 | -3,996 | -1,242 |
| 투자자산 | -41 | 1,014 | 1,014 | 1,014 | 1,014 |
| 유형자산 | -4,048 | -6,271 | -5,213 | -5,462 | -2,682 |
| 기타 | -16 | 338 | 541 | 452 | 427 |
| **재무활동 현금흐름** | 903 | 5,544 | 5,081 | 2,342 | 3,260 |
| 단기차입금 | 59 | 2,075 | 1,618 | 2,104 | 2,735 |
| 사채 | -220 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 542 | 3,327 | 3,393 | 85 | 342 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 59 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -72 | -70 | -67 | -79 | -79 |
| 기타 | 593 | 213 | 78 | 232 | 263 |
| **현금의 증감** | -1,090 | 361 | 2,730 | -1,300 | 2,453 |
| 기초 현금 | 2,614 | 1,524 | 2,138 | 4,868 | 3,569 |
| 기말 현금 | 1,524 | 1,885 | 4,868 | 3,569 | 6,021 |
| NOPLAT | 1,284 | 359 | -1,564 | 349 | 1,012 |
| FCF | -1,975 | -6,660 | -5,099 | -5,160 | -2,335 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 9,187 | 10,334 | 10,428 | 10,083 | 14,362 |
| 현금및현금성자산 | 1,524 | 1,885 | 4,868 | 3,569 | 6,021 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,145 | 3,310 | 2,490 | 2,930 | 3,779 |
| 재고자산 | 3,297 | 2,879 | 2,222 | 2,657 | 3,504 |
| 기타유동자산 | 1,220 | 2,260 | 848 | 927 | 1,058 |
| **비유동자산** | 24,852 | 30,263 | 33,574 | 37,388 | 38,774 |
| 유형자산 | 11,893 | 17,707 | 21,046 | 24,564 | 25,239 |
| 관계기업투자금 | 9,996 | 10,187 | 10,214 | 10,554 | 11,301 |
| 기타금융자산 | 1,398 | 1,001 | 1,001 | 1,001 | 1,001 |
| 기타비유동자산 | 1,564 | 1,369 | 1,313 | 1,269 | 1,233 |
| **자산총계** | 34,039 | 40,597 | 44,002 | 47,470 | 53,136 |
| **유동부채** | 8,519 | 10,856 | 12,180 | 14,492 | 17,533 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,513 | 3,367 | 3,160 | 3,297 | 3,563 |
| 차입금 | 2,298 | 5,394 | 7,012 | 9,115 | 11,850 |
| 유동성채무 | 571 | 1,121 | 986 | 1,006 | 1,056 |
| 기타유동부채 | 1,138 | 975 | 1,022 | 1,074 | 1,064 |
| **비유동부채** | 5,613 | 8,174 | 11,581 | 11,701 | 12,088 |
| 차입금 | 2,850 | 5,064 | 8,456 | 8,541 | 8,883 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 2,763 | 3,111 | 3,124 | 3,160 | 3,206 |
| **부채총계** | 14,132 | 19,030 | 23,761 | 26,193 | 29,621 |
| **지배지분** | 18,511 | 19,766 | 18,551 | 19,500 | 21,551 |
| 자본금 | 357 | 357 | 416 | 416 | 416 |
| 자본잉여금 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 |
| 이익잉여금 | 12,336 | 12,780 | 11,506 | 12,455 | 14,506 |
| 기타자본변동 | -345 | -345 | -345 | -345 | -345 |
| **비지배지분** | 1,396 | 1,801 | 1,690 | 1,777 | 1,963 |
| **자본총계** | 19,907 | 21,567 | 20,241 | 21,277 | 23,515 |
| 총차입금 | 5,773 | 11,704 | 16,590 | 18,827 | 21,991 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 29,197 | 8,693 | -15,001 | 12,738 | 26,406 |
| PER | 16.2 | 28.5 | -20.4 | 24.0 | 11.6 |
| BPS | 263,011 | 280,843 | 225,674 | 237,222 | 262,168 |
| PBR | 1.8 | 0.9 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| EBITDAPS | 46,510 | 31,800 | 4,191 | 28,483 | 37,318 |
| EV/EBITDA | 11.6 | 12.8 | 111.2 | 17.9 | 14.0 |
| SPS | 303,258 | 234,724 | 158,897 | 189,993 | 250,541 |
| PSR | 1.6 | 1.1 | 1.9 | 1.6 | 1.2 |
| CFPS | -28,058 | -94,627 | -62,028 | -62,771 | -28,411 |
| DPS | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

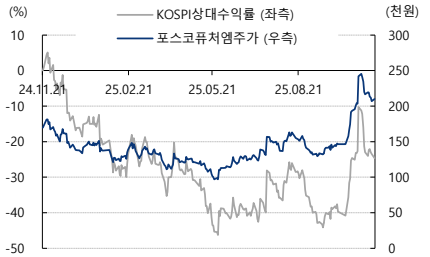
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 6.5 | -22.6 | -22.8 | 19.6 | 31.9 |
| 영업이익 증가율 | -14.5 | -76.5 | 적전 | 흑전 | 190.3 |
| 순이익 증가율 | 1.3 | -72.1 | 적전 | 흑전 | 107.1 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 10.2 | 2.0 | -7.0 | 1.4 | 3.6 |
| ROA | 6.2 | 1.6 | -2.9 | 2.2 | 4.2 |
| ROE | 11.5 | 3.1 | -6.3 | 5.4 | 10.4 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 71.0 | 88.2 | 117.4 | 123.1 | 126.0 |
| 순차입금비율 | 17.0 | 28.8 | 37.7 | 39.7 | 41.4 |
| 이자보상배율 | 5.6 | 1.1 | -3.3 | 0.7 | 1.6 |

# 포스코퓨처엠 (003670) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 280,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 210,000원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 245,500원 |
| 52주 최저가(보통주) | 97,028원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 387억원 |
| 시가총액 | 186,787억원 |
| 발행주식수(보통주) | 8,895만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 82.6만주 |
| 평균거래대금(60일) | 1,721억원 |
| 외국인지분(보통주) | 9.40% |
| 주요주주 | |
| 포스코홀딩스 외 6 인 | 60.92% |
| 국민연금공단 | 5.04% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 43.5 | 79.8 | 2.2 |
| 상대주가 | 27.2 | 13.8 | -35.7 |

### ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 3.9조원(YoY+22.9%), 영업이익 2,111억원( YoY+86.4%) 전망**
- 테슬라 공시 이후 고객사들의 음극재 물량 요청이 증가하며 사업환경이 우호적으로 전환될 것으로 예상
- 또한 감소세였던 NCA는 2025년 말부터 ESS와 EV향 수요 확대에 힘입어 중장기적으로 회복이 기대

### ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 매출액 8,593억원(YoY +18.8 %, QoQ-1.8%), 영업이익 286억원(YoY-169.3%, QoQ -57.1%)전망**
- 기고효과 영향으로 4분기 양극재 출하량은 전반적으로 감소할 것, 특히 N86의 재고 정책은 불확실성
- 반면 음극재는 우호적인 매크로 환경 속에서 출하량이 회복, 일회성 이익이 제거되며 영업이익률은 3%대가 전망

### ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 280,000원 유지

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **4,760** | **3,700** | **3,241** | **3,983** | **4,345** |
| YoY(%) | 44.2 | -22.3 | -12.4 | 22.9 | 9.1 |
| **영업이익(십억원)** | **36** | **1** | **102** | **163** | **187** |
| OP마진(%) | 0.8 | 0.0 | 3.1 | 4.1 | 4.3 |
| **순이익(십억원)** | **4** | **-231** | **48** | **91** | **102** |
| EPS(원) | 371 | -2,741 | 494 | 936 | 1,055 |
| YoY(%) | -75.7 | 적전 | 흑전 | 89.5 | 12.7 |
| PER(배) | 968.2 | -51.8 | 418.8 | 221.1 | 196.2 |
| PCR(배) | 95.3 | 45.1 | 35.5 | 32.2 | 28.3 |
| PBR(배) | 11.8 | 3.7 | 5.1 | 5.0 | 4.8 |
| EV/EBITDA(배) | 175.4 | 77.0 | 68.9 | 58.9 | 49.7 |
| ROE(%) | 1.2 | -8.0 | 1.5 | 2.7 | 3.0 |

# 포스코퓨처엠 (003670) 2026년 전망

## 포스코퓨처엠 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **연결매출액** | **846** | **661** | **875** | **859** | **829** | **860** | **1,066** | **1,228** | **3,241** | **3,983** |
| *%YoY* | *-25.7%* | *-27.8%* | *-5.3%* | *18.8%* | *-1.9%* | *30.2%* | *21.8%* | *42.9%* | *-12.4%* | *22.9%* |
| *%QoQ* | *17%* | *-22%* | *32%* | *-2%* | *-3%* | *4%* | *24%* | *15%* | | |
| **기초소재부문** | **340** | **346** | **341** | **369** | **332** | **348** | **352** | **348** | **1,371** | **1,378** |
| 내화물 | 120 | 134 | 136 | 136 | 123 | 129 | 130 | 129 | 522 | 519 |
| 라임/화성 | 225 | 227 | 232 | 232 | 209 | 219 | 222 | 219 | 849 | 859 |
| **에너지소재부문** | **506** | **315** | **536** | **395** | **402** | **415** | **616** | **781** | **3,116** | **2,746** |
| 양극재 | 467 | 273 | 511 | 368 | 374 | 385 | 576 | 741 | 2,918 | 2,576 |
| 음극재 | 39 | 42 | 25 | 28 | 28 | 30 | 40 | 40 | 197 | 170 |
| **연결영업이익** | **17** | **1** | **67** | **29** | **23** | **37** | **39** | **33** | **113** | **211** |
| *%OPM* | *2.0%* | *0.1%* | *7.6%* | *3.3%* | *2.8%* | *4.3%* | *3.7%* | *2.7%* | *3.5%* | *5.3%* |
| *%YoY* | *-54.6%* | *-71.8%* | *4664.3%* | *-169.3%* | *33.0%* | *4730.6%* | *-41.2%* | *14.6%* | *14936%* | *86%* |
| *%QoQ* | *-142%* | *-96%* | *8529%* | *-57%* | *-20%* | *63%* | *5%* | *-16%* | | |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 4,760 | 3,700 | 3,241 | 3,983 | 4,345 |
| 매출원가 | 4,503 | 3,464 | 2,949 | 3,585 | 3,898 |
| **매출총이익** | 257 | 236 | 292 | 398 | 448 |
| 매출총이익률 (%) | 5.4 | 6.4 | 9.0 | 10.0 | 10.3 |
| **판매비와관리비** | 221 | 235 | 190 | 235 | 261 |
| **영업이익** | 36 | 1 | 102 | 163 | 187 |
| 영업이익률 (%) | 0.8 | 0.0 | 3.2 | 4.1 | 4.3 |
| **EBITDA** | 173 | 185 | 308 | 360 | 443 |
| EBITDA Margin (%) | 3.6 | 5.0 | 9.5 | 9.0 | 10.2 |
| **영업외손익** | -52 | -433 | -13 | 6 | 4 |
| 관계기업손익 | -31 | -95 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 203 | 222 | 285 | 296 | 304 |
| 금융비용 | -176 | -235 | -255 | -270 | -286 |
| 기타 | -49 | -324 | -43 | -20 | -14 |
| 법인세비용차감전순손익 | -16 | -432 | 89 | 169 | 191 |
| 법인세비용 | -21 | -201 | 42 | 79 | 89 |
| 계속사업순손익 | 4 | -231 | 48 | 91 | 102 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 4 | -231 | 48 | 91 | 102 |
| 당기순이익률 (%) | 0.1 | -6.3 | 1.5 | 2.3 | 2.4 |
| **비지배지분순이익** | -24 | -19 | 4 | 7 | 8 |
| **지배지분순이익** | 29 | -212 | 44 | 83 | 94 |
| 지배순이익률 (%) | 0.6 | -5.7 | 1.4 | 2.1 | 2.2 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -20 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| **포괄순이익** | -16 | -69 | 210 | 253 | 264 |
| **비지배지분포괄이익** | -26 | 16 | -49 | -60 | -62 |
| **지배지분포괄이익** | 10 | -85 | 260 | 312 | 327 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | -445 | 671 | 636 | 368 | 533 |
| 당기순이익 | 4 | -231 | 48 | 91 | 102 |
| 비현금항목의 가감 | 272 | 465 | 563 | 586 | 668 |
| 감가상각비 | 129 | 174 | 198 | 191 | 251 |
| 외환손익 | -6 | 69 | 35 | 38 | 36 |
| 지분법평가손익 | 31 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 119 | 127 | 329 | 357 | 381 |
| 자산부채의 증감 | -616 | 473 | 79 | -226 | -129 |
| 기타현금흐름 | -106 | -35 | -54 | -83 | -108 |
| **투자활동 현금흐름** | -1,031 | -1,810 | -479 | -79 | -979 |
| 투자자산 | 317 | 204 | -9 | -9 | -9 |
| 유형자산 | -1,352 | -2,042 | -500 | -100 | -1,000 |
| 기타 | 4 | 27 | 30 | 30 | 30 |
| **재무활동 현금흐름** | 1,592 | 1,375 | 2,421 | 1,397 | 1,397 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 1,107 | -102 | -102 | -102 | -102 |
| 장기차입금 | 419 | 842 | 842 | 842 | 842 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -24 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 90 | 657 | 1,675 | 657 | 657 |
| **현금의 증감** | 108 | 255 | 2,187 | 707 | -19 |
| 기초 현금 | 49,681 | 69,081 | 53,706 | 116,419 | 217,263 |
| 기말 현금 | 69,081 | 53,706 | 116,419 | 217,263 | 299,211 |
| NOPLAT | 9,241 | 30,042 | 35,909 | 81,918 | 83,849 |
| FCF | -15,163 | 19,699 | 49,960 | 99,743 | 90,197 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 2,412 | 2,113 | 4,147 | 5,109 | 5,219 |
| 현금및현금성자산 | 390 | 644 | 2,832 | 3,539 | 3,519 |
| 매출채권 및 기타채권 | 770 | 473 | 412 | 505 | 551 |
| 재고자산 | 917 | 768 | 673 | 827 | 902 |
| 기타유동자산 | 336 | 228 | 230 | 238 | 246 |
| **비유동자산** | 3,923 | 5,820 | 6,135 | 6,058 | 6,823 |
| 유형자산 | 3,359 | 5,160 | 5,461 | 5,371 | 6,120 |
| 관계기업투자금 | 263 | 185 | 195 | 204 | 214 |
| 기타금융자산 | 28 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 기타비유동자산 | 272 | 460 | 464 | 469 | 476 |
| **자산총계** | 6,335 | 7,932 | 10,282 | 11,168 | 12,043 |
| **유동부채** | 1,396 | 1,570 | 2,535 | 2,593 | 2,622 |
| 매입채무 및 기타채무 | 572 | 920 | 883 | 943 | 972 |
| 차입금 | 352 | 185 | 185 | 185 | 185 |
| 유동성채무 | 328 | 441 | 1,459 | 1,459 | 1,459 |
| 기타유동부채 | 144 | 24 | 9 | 7 | 6 |
| **비유동부채** | 2,327 | 3,042 | 3,771 | 4,506 | 5,247 |
| 차입금 | 426 | 1,231 | 2,073 | 2,915 | 3,757 |
| 사채 | 1,792 | 1,707 | 1,605 | 1,504 | 1,402 |
| 기타비유동부채 | 109 | 104 | 93 | 87 | 88 |
| **부채총계** | 3,723 | 4,612 | 6,306 | 7,099 | 7,869 |
| **지배지분** | 2,350 | 2,970 | 3,020 | 3,103 | 3,197 |
| 자본금 | 39 | 39 | 44 | 44 | 44 |
| 자본잉여금 | 1,457 | 1,459 | 1,459 | 1,459 | 1,459 |
| 이익잉여금 | 998 | 761 | 805 | 888 | 982 |
| 기타자본변동 | -128 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| **비지배지분** | 261 | 350 | 356 | 366 | 377 |
| **자본총계** | 2,611 | 3,321 | 3,975 | 4,069 | 4,173 |
| 총차입금 | 2,994 | 3,639 | 5,381 | 6,109 | 6,839 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 371 | -2,741 | 494 | 936 | 1,055 |
| PER | 968.2 | -51.8 | 418.8 | 221.1 | 196.2 |
| BPS | 30,340 | 38,344 | 40,691 | 41,628 | 42,683 |
| PBR | 11.8 | 3.7 | 5.1 | 5.0 | 4.8 |
| EBITDAPS | 2,239 | 2,386 | 3,459 | 4,052 | 4,981 |
| EV/EBITDA | 175.4 | 77.0 | 68.9 | 58.9 | 49.7 |
| SPS | 59,531 | 46,274 | 36,433 | 44,784 | 48,852 |
| PSR | 6.0 | 3.1 | 5.7 | 4.6 | 4.2 |
| CFPS | -23,762 | -17,871 | -1,805 | -464 | -8,690 |
| DPS | 250 | 0 | 0 | 0 | 0 |

재무비율 단위: 원, 배, %

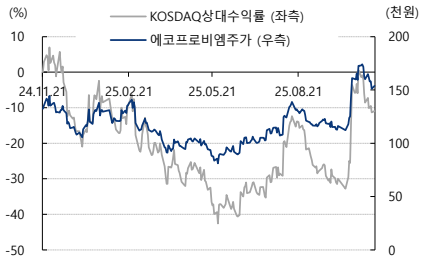
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율 | 44.2 | -22.3 | -12.4 | 22.9 | 9.1 |
| 영업이익증가율 | -78.4 | -98.0 | 14,053.1 | 60.0 | 14.4 |
| 순이익증가율 | -96.4 | 적전 | 흑전 | 89.5 | 12.7 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | -0.3 | 0.0 | 1.0 | 1.5 | 1.6 |
| ROA | 0.5 | -3.0 | 0.5 | 0.8 | 0.8 |
| ROE | 1.2 | -8.0 | 1.5 | 2.7 | 3.0 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 25.4 | 27.9 | 27.1 | 24.2 | 21.8 |
| 순차입금비율 | 2.8 | 3.8 | 4.3 | 4.5 | 4.6 |
| 이자보상배율 | 7.1 | 36.2 | 35.8 | 67.4 | 58.8 |

# 에코프로비엠 (247540) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 160,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 153,800 원 |
| 액면가(원) | 500 원 |
| 52주 최고가(보통주) | 174,100 원 |
| 52주 최저가(보통주) | 81,200 원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 489 억원 |
| 시가총액 | 150,418 억원 |
| 발행주식수(보통주) | 9,780 만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0 만주 |
| 평균거래량(60일) | 133.6 만주 |
| 평균거래대금(60일) | 2,145 억원 |
| 외국인지분(보통주) | 12.84% |
| 주요주주 | |
| 에코프로 외 14 인 | 45.59% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 37.0 | 57.3 | -4.2 |
| 상대주가 | 32.5 | 27.9 | -19.9 |

### ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 3.3조원(YoY-3.5%), 영업이익 1,243억원(YoY 흑전) 전망**
- 저가형 ESS·EV 시장 확대 속에서 LFP·고전압 미드니켈·LMR 등 중저가 양극재 개발은 진행 중이나 양산까지 1.5~2년 걸리며, 단기적으로는 출하 감소와 미국 EV 부진 영향이 불가피함.
- 다만 헝가리 공장 가동(2026년~)과 유럽 전기차 수요 회복, LFP·LMR 등 중저가 제품 양산 본격화(2027~28년)로 중장기 성장 기반은 확보되고 있음

### ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 연결기준 매출액 6,359억원(YoY +36.8 %, QoQ+1.7%), 영업이익 223억원(YoY흑전, QoQ -56.1% OPM +3.3%) 전망**
- 염가매수차익 제거에도 불구하고 재고평가손 환입영향으로 양호한 영업이익 수준을 보여줄 전망
- NCA 출하는 북미 ESS 전환으로 늘지만, NCM은 미국 EV 보조금 축소 영향으로 줄어 전체 양극재 출하량은 감소

### ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 160,000원 유지

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **6,901** | **2,767** | **2,671** | **3,283** | **4,333** |
| YoY(%) | 28.8 | -59.9 | -3.5 | 22.9 | 32.0 |
| **영업이익(십억원)** | **156** | **-34** | **124** | **203** | **272** |
| OP마진(%) | 2.3 | -1.2 | 4.6 | 6.2 | 6.3 |
| **순이익(십억원)** | **55** | **-59** | **61** | **121** | **174** |
| EPS(원) | -89 | -987 | 1,037 | 2,042 | 2,926 |
| YoY(%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 96.9 | 43.3 |
| PER(배) | -3,224.7 | -111.4 | 145.7 | 74.0 | 51.6 |
| PCR(배) | 70.5 | 477.7 | 53.7 | 40.1 | 32.8 |
| PBR(배) | 20.5 | 6.3 | 6.9 | 6.3 | 5.6 |
| EV/EBITDA(배) | 119.4 | 164.6 | 76.2 | 61.2 | 53.0 |
| ROE(%) | -0.6 | -6.3 | 5.8 | 10.4 | 13.3 |

# 에코프로비엠 (247540) 2026년 전망

## 에코프로비엠 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,298** | **7,797** | **6,253** | **6,359** | **6,703** | **7,888** | **9,256** | **8,978** | **26,707** | **32,825** |
| *% YoY* | *-35%* | *-4%* | *20%* | *37%* | *6%* | *1%* | *48%* | *41%* | *-3%* | *23%* |
| *% QoQ* | *35%* | *24%* | *-20%* | *2%* | *5%* | *18%* | *17%* | *-3%* | | |
| Non-IT | 794 | 1,200 | 1,101 | 1,145 | 1,207 | 1,420 | 1,759 | 1,706 | 4,240 | 6,091 |
| EV | 5,026 | 5,332 | 3,048 | 3,116 | 3,284 | 3,865 | 4,443 | 4,310 | 16,522 | 15,902 |
| ESS | 407 | 814 | 1,654 | 1,653 | 1,743 | 2,051 | 2,407 | 2,334 | 4,528 | 8,535 |
| **영업이익** | **23** | **490** | **507** | **223** | **335** | **457** | **676** | **557** | **1,243** | **2,025** |
| *% OPM* | *0.4%* | *6.3%* | *8.1%* | *3.5%* | *5.0%* | *5.8%* | *7.3%* | *6.2%* | *6.2%* | |
| *% YoY* | *-66%* | *1156%* | *-223%* | *-332%* | *1357%* | *-7%* | *33%* | *150%* | *-409%* | *63%* |
| *% QoQ* | *-124%* | *2030%* | *3%* | *-56%* | *51%* | *37%* | *48%* | *-18%* | | |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 6,901 | 2,767 | 2,671 | 3,283 | 4,333 |
| 매출원가 | 6,607 | 2,672 | 2,389 | 2,886 | 3,810 |
| **매출총이익** | 293 | 95 | 281 | 397 | 523 |
| 매출총이익률 (%) | 4.3 | 3.4 | 10.5 | 12.1 | 12.1 |
| **판매비와관리비** | 137 | 129 | 157 | 194 | 252 |
| **영업이익** | 156 | -34 | 124 | 203 | 272 |
| 영업이익률 (%) | 2.3 | -1.2 | 4.7 | 6.2 | 6.3 |
| **EBITDA** | 249 | 76 | 222 | 290 | 350 |
| EBITDA Margin (%) | 3.6 | 2.7 | 8.3 | 8.8 | 8.1 |
| **영업외손익** | -78 | -59 | -45 | -46 | -48 |
| 관계기업손익 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 190 | 113 | 99 | 99 | 100 |
| 금융비용 | -241 | -175 | -157 | -158 | -160 |
| 기타 | -35 | 4 | 13 | 13 | 13 |
| 법인세비용차감전순손익 | 78 | -93 | 79 | 156 | 224 |
| 법인세비용 | 23 | -34 | 18 | 35 | 50 |
| 계속사업순손익 | 55 | -59 | 61 | 121 | 174 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 55 | -59 | 61 | 121 | 174 |
| 당기순이익률 (%) | 0.8 | -2.1 | 2.3 | 3.7 | 4.0 |
| **비지배지분순이익** | 63 | 38 | -40 | -79 | -113 |
| **지배지분순이익** | -9 | -97 | 101 | 200 | 286 |
| 지배순이익률 (%) | -0.1 | -3.5 | 3.8 | 6.1 | 6.6 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 14 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| **포괄순이익** | 69 | 37 | 157 | 216 | 269 |
| **비지배지분포괄이익** | 63 | 37 | 159 | 220 | 274 |
| **지배지분포괄이익** | 6 | -1 | -3 | -4 | -5 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 2,443 | 1,378 | 1,238 | 1,120 | 1,420 |
| 현금및현금성자산 | 513 | 499 | 387 | 100 | 110 |
| 매출채권 및 기타채권 | 785 | 148 | 139 | 169 | 223 |
| 재고자산 | 1,109 | 616 | 595 | 731 | 965 |
| 기타유동자산 | 37 | 114 | 116 | 119 | 122 |
| **비유동자산** | 1,918 | 2,946 | 3,854 | 4,774 | 5,706 |
| 유형자산 | 1,824 | 2,793 | 3,705 | 4,628 | 5,562 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타금융자산 | 18 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 기타비유동자산 | 76 | 130 | 127 | 124 | 122 |
| **자산총계** | 4,362 | 4,324 | 5,092 | 5,894 | 7,126 |
| **유동부채** | 2,131 | 1,297 | 1,249 | 1,416 | 1,651 |
| 매입채무 및 기타채무 | 865 | 359 | 352 | 397 | 475 |
| 차입금 | 1,073 | 769 | 862 | 965 | 1,081 |
| 유동성채무 | 155 | 143 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 38 | 26 | 35 | 54 | 95 |
| **비유동부채** | 631 | 1,049 | 1,414 | 1,818 | 2,486 |
| 차입금 | 190 | 507 | 721 | 973 | 1,488 |
| 사채 | 403 | 518 | 670 | 823 | 975 |
| 기타비유동부채 | 39 | 24 | 24 | 23 | 23 |
| **부채총계** | 2,762 | 2,347 | 2,663 | 3,235 | 4,136 |
| **지배지분** | 1,371 | 1,712 | 1,813 | 2,013 | 2,299 |
| 자본금 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 자본잉여금 | 914 | 915 | 915 | 915 | 915 |
| 이익잉여금 | 375 | 275 | 377 | 577 | 863 |
| 기타자본변동 | 22 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| **비지배지분** | 228 | 265 | 281 | 312 | 356 |
| **자본총계** | 1,599 | 1,977 | 2,429 | 2,659 | 2,990 |
| 총차입금 | 1,824 | 1,940 | 2,255 | 2,763 | 3,546 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 21 | 670 | 124 | 31 | -13 |
| 당기순이익 | 55 | -59 | 61 | 121 | 174 |
| 비현금항목의 가감 | 408 | 119 | 213 | 221 | 229 |
| 감가상각비 | 89 | 106 | 94 | 84 | 76 |
| 외환손익 | 2 | 6 | -7 | -7 | -7 |
| 지분법평가손익 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 325 | 7 | 125 | 144 | 160 |
| 자산부채의 증감 | -384 | 650 | -63 | -204 | -292 |
| 기타현금흐름 | -58 | -40 | -88 | -106 | -123 |
| **투자활동 현금흐름** | -673 | -1,022 | -985 | -987 | -989 |
| 투자자산 | 39 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | -756 | -1,024 | -1,006 | -1,008 | -1,010 |
| 기타 | 45 | 2 | 21 | 21 | 20 |
| **재무활동 현금흐름** | 847 | 323 | 577 | 770 | 1,046 |
| 단기차입금 | 577 | -352 | 92 | 103 | 116 |
| 사채 | 390 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 장기차입금 | 0 | 405 | 213 | 252 | 516 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -44 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -76 | 118 | 120 | 262 | 262 |
| **현금의 증감** | 192 | -13 | -112 | -287 | 10 |
| 기초 현금 | 320 | 513 | 499 | 387 | 100 |
| 기말 현금 | 513 | 499 | 387 | 100 | 110 |
| NOPLAT | 110 | -21 | 96 | 157 | 210 |
| FCF | -938 | -285 | -875 | -968 | -1,014 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -89 | -987 | 1,037 | 2,042 | 2,926 |
| PER | -3,224.7 | -111.4 | 145.7 | 74.0 | 51.6 |
| BPS | 14,023 | 17,505 | 21,963 | 24,005 | 26,932 |
| PBR | 20.5 | 6.3 | 6.9 | 6.3 | 5.6 |
| EBITDAPS | 2,543 | 772 | 2,267 | 2,961 | 3,574 |
| EV/EBITDA | 119.4 | 164.6 | 76.2 | 61.2 | 53.0 |
| SPS | 70,560 | 28,290 | 27,307 | 33,563 | 44,303 |
| PSR | 4.1 | 3.9 | 5.5 | 4.5 | 3.4 |
| CFPS | -9,590 | -2,919 | -8,942 | -9,898 | -10,364 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

재무비율 단위: 원, 배, %

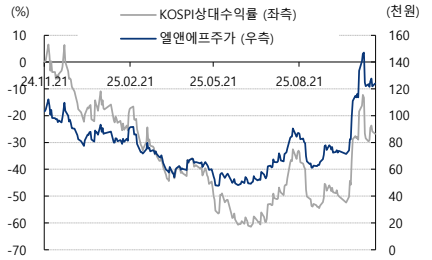
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율 | 28.8 | -59.9 | -3.5 | 22.9 | 32.0 |
| 영업이익증가율 | -59.0 | 적전 | 흑전 | 63.0 | 34.1 |
| 순이익증가율 | -79.9 | 적전 | 흑전 | 96.9 | 43.3 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 4.5 | -0.7 | 2.6 | 3.3 | 3.6 |
| ROA | -0.2 | -2.2 | 2.2 | 3.6 | 4.4 |
| ROE | -0.6 | -6.3 | 5.8 | 10.4 | 13.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 172.7 | 118.7 | 109.6 | 121.6 | 138.3 |
| 순차입금비율 | 41.8 | 44.9 | 44.3 | 46.9 | 49.8 |
| 이자보상배율 | 2.2 | -0.4 | 1.4 | 2.3 | 3.0 |

# 엘앤에프 (066970) 2026년 전망

**Buy** 유지
**TP 180,000원** 상향

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(11/10) | 124,000원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 147,000원 |
| 52주 최저가(보통주) | 47,800원 |
| KOSPI (11/10) | 4,073.24p |
| KOSDAQ (11/10) | 888.35p |
| 자본금 | 181억원 |
| 시가총액 | 48,453억원 |
| 발행주식수(보통주) | 3,908만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 114.0만주 |
| 평균거래대금(60일) | 1,347억원 |
| 외국인지분(보통주) | 16.24% |
| 주요주주 | |
| 새로닉스 외 17 인 | 22.05% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 73.7 | 100.6 | 8.5 |
| 상대주가 | 53.9 | 27.0 | -31.8 |

## ▶ 2026년 전망

- **2026 매출액 2.9조원(YoY+33.9%), 영업이익 1,066억원(YoY 흑전) 전망**
- 2026년부터 LFP 신사업 매출 본격과 고객사 다변화가 진행될 전망
- 독보적인 하이니켈 경쟁력과 국내 업체 중 가장 빠른 LFP 양산 투자로 ESS 및 EV 공급망에 조기 진입이 가능해지며, 2026년부터 주가 및 기업가치 재평가가 기대

## ▶ 4Q25 Preview

- **4Q25 매출액 6,653억원(YoY +82.1 %, QoQ+2.0%), 영업이익 126억원(YoY흑전, QoQ -42.8%)전망**
- 4분기 주요 고객사의 유럽회복세와 하이니켈(NCMA95) 제품 출하는 안정적으로 유지될 것으로 예상됨
- 향후 Tesla의 NCMA95 적용 차종 판매가 확대되면 동사의 Tesla 내 점유율 역시 지속적으로 상승할 전망

## ▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 180,000원 상향

- 2027년 EPS값에 2022년 2차전지 평균 PER값 39배를 적용

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액 (십억원)** | **4,644** | **1,907** | **2,203** | **2,950** | **3,982** |
| YoY(%) | 19.5 | -58.9 | 15.5 | 33.9 | 35.0 |
| **영업이익(십억원)** | **-222** | **-559** | **-227** | **119** | **162** |
| OP마진(%) | -4.8 | -29.3 | -10.3 | 4.0 | 4.1 |
| **순이익(십억원)** | **-195** | **-381** | **-116** | **140** | **174** |
| EPS(원) | -5,372 | -10,416 | -3,169 | 3,824 | 4,755 |
| YoY(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 24.3 |
| PER(배) | -38.0 | -7.8 | -38.5 | 31.9 | 25.6 |
| PCR(배) | -41.1 | -6.5 | -34.0 | 24.4 | 20.3 |
| PBR(배) | 6.7 | 4.1 | 7.4 | 6.0 | 4.9 |
| EV/EBITDA(배) | -51.0 | -9.0 | -39.4 | 38.7 | 32.5 |
| ROE(%) | -16.4 | -41.7 | -17.5 | 20.8 | 21.0 |

# 엘앤에프 (066970) 2026년 전망

## 엘앤에프 부문별 실적 추이 및 전망

| (단위:억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,648 | 5,201 | 6,523 | 6,653 | 6,486 | 7,484 | 8,093 | 7,432 | 22,025 | 29,496 |
| *% YoY* | *-43%* | *-6%* | *86%* | *82%* | *78%* | *44%* | *24%* | *12%* | *15%* | *34%* |
| *% QoQ* | *0%* | *43%* | *25%* | *2%* | *-3%* | *15%* | *8%* | *-8%* | | |
| 영업이익 | -1,403 | -1,211 | 221 | 126 | 136 | 240 | 356 | 334 | -2,267 | 1,066 |
| *% OPM* | *-38.5%* | *-23.3%* | *3.4%* | *1.9%* | *2.1%* | *3.2%* | *4.4%* | *4.5%* | *-10.3%* | *3.6%* |
| *% YoY* | *-31%* | *44%* | *-130%* | *-106%* | *-110%* | *-120%* | *61%* | *165%* | *-59%* | *-147%* |
| *% QoQ* | *-29%* | *-14%* | *-118%* | *-43%* | *8%* | *76%* | *49%* | *-6%* | | |

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 4,644 | 1,907 | 2,203 | 2,950 | 3,982 |
| 매출원가 | 4,784 | 2,371 | 2,338 | 2,734 | 3,691 |
| **매출총이익** | -140 | -463 | -135 | 216 | 291 |
| 매출총이익률 (%) | -3.0 | -24.3 | -6.1 | 7.3 | 7.3 |
| **판매비와관리비** | 83 | 95 | 91 | 96 | 129 |
| **영업이익** | -222 | -559 | -227 | 119 | 162 |
| 영업이익률 (%) | -4.8 | -29.3 | -10.3 | 4.0 | 4.1 |
| **EBITDA** | -176 | -495 | -167 | 176 | 216 |
| EBITDA Margin (%) | -3.8 | -26.0 | -7.6 | 6.0 | 5.4 |
| **영업외손익** | -73 | 39 | 69 | 72 | 75 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 49 | 258 | 221 | 221 | 221 |
| 금융비용 | -106 | -244 | -170 | -167 | -164 |
| 기타 | -16 | 25 | 18 | 18 | 18 |
| 법인세비용차감전순손익 | -296 | -520 | -158 | 191 | 237 |
| 법인세비용 | -101 | -139 | -42 | 51 | 63 |
| 계속사업순손익 | -195 | -381 | -116 | 140 | 174 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -195 | -381 | -116 | 140 | 174 |
| 당기순이익률 (%) | -4.2 | -20.0 | -5.3 | 4.7 | 4.4 |
| **비지배지분순이익** | -1 | -3 | -1 | 1 | 1 |
| **지배지분순이익** | -194 | -378 | -115 | 139 | 173 |
| 지배순이익률 (%) | -4.2 | -19.8 | -5.2 | 4.7 | 4.3 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -4 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| **포괄순이익** | -199 | -384 | -119 | 137 | 171 |
| **비지배지분포괄이익** | -1 | -3 | -1 | 1 | 1 |
| **지배지분포괄이익** | -198 | -381 | -118 | 136 | 170 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | -375 | 281 | -238 | -144 | -214 |
| 당기순이익 | -195 | -381 | -116 | 140 | 174 |
| 비현금항목의 가감 | 15 | -77 | -28 | 60 | 66 |
| 감가상각비 | 44 | 60 | 57 | 55 | 52 |
| 외환손익 | -21 | 26 | -14 | -14 | -14 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -9 | -163 | -70 | 19 | 28 |
| 자산부채의 증감 | -24 | 776 | -39 | -199 | -300 |
| 기타현금흐름 | -170 | -38 | -55 | -145 | -154 |
| **투자활동 현금흐름** | -561 | -240 | -194 | -217 | -207 |
| 투자자산 | -89 | -49 | -49 | -49 | -49 |
| 유형자산 | -482 | -208 | -150 | -170 | -160 |
| 기타 | 9 | 17 | 5 | 3 | 2 |
| **재무활동 현금흐름** | 1,050 | -20 | -81 | 832 | 183 |
| 단기차입금 | 317 | 91 | 455 | 913 | 262 |
| 사채 | 658 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 138 | 89 | 39 | 42 | 45 |
| 자본의 증가(감소) | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -17 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -54 | -200 | -575 | -123 | -123 |
| **현금의 증감** | 121 | 38 | -267 | 751 | 97 |
| 기초 현금 | 120 | 241 | 280 | 13 | 764 |
| 기말 현금 | 241 | 280 | 13 | 764 | 860 |
| NOPLAT | -147 | -409 | -166 | 87 | 119 |
| FCF | -606 | 222 | -296 | -225 | -287 |

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 1,969 | 1,090 | 940 | 1,991 | 2,501 |
| 현금및현금성자산 | 241 | 280 | 13 | 764 | 860 |
| 매출채권 및 기타채권 | 426 | 214 | 246 | 320 | 421 |
| 재고자산 | 1,163 | 575 | 663 | 888 | 1,199 |
| 기타유동자산 | 139 | 21 | 19 | 19 | 20 |
| **비유동자산** | 1,382 | 1,710 | 1,850 | 2,012 | 2,168 |
| 유형자산 | 1,120 | 1,260 | 1,353 | 1,468 | 1,576 |
| 관계기업투자금 | 88 | 136 | 186 | 235 | 284 |
| 기타금융자산 | 42 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 기타비유동자산 | 132 | 266 | 264 | 262 | 260 |
| **자산총계** | 3,351 | 2,800 | 2,790 | 4,003 | 4,669 |
| **유동부채** | 1,747 | 1,552 | 1,615 | 2,638 | 3,075 |
| 매입채무 및 기타채무 | 201 | 212 | 224 | 255 | 297 |
| 차입금 | 718 | 813 | 1,268 | 2,181 | 2,443 |
| 유동성채무 | 604 | 453 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동부채 | 224 | 74 | 122 | 201 | 333 |
| **비유동부채** | 494 | 524 | 568 | 617 | 672 |
| 차입금 | 466 | 502 | 541 | 582 | 627 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 28 | 22 | 28 | 35 | 44 |
| **부채총계** | 2,241 | 2,076 | 2,184 | 3,256 | 3,746 |
| **지배지분** | 1,097 | 714 | 599 | 737 | 910 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 자본잉여금 | 704 | 702 | 702 | 702 | 702 |
| 이익잉여금 | 358 | -23 | -138 | 1 | 174 |
| 기타자본변동 | -6 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| **비지배지분** | 13 | 10 | 8 | 10 | 12 |
| **자본총계** | 1,110 | 723 | 607 | 747 | 923 |
| 총차입금 | 1,814 | 1,785 | 1,833 | 2,795 | 3,111 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

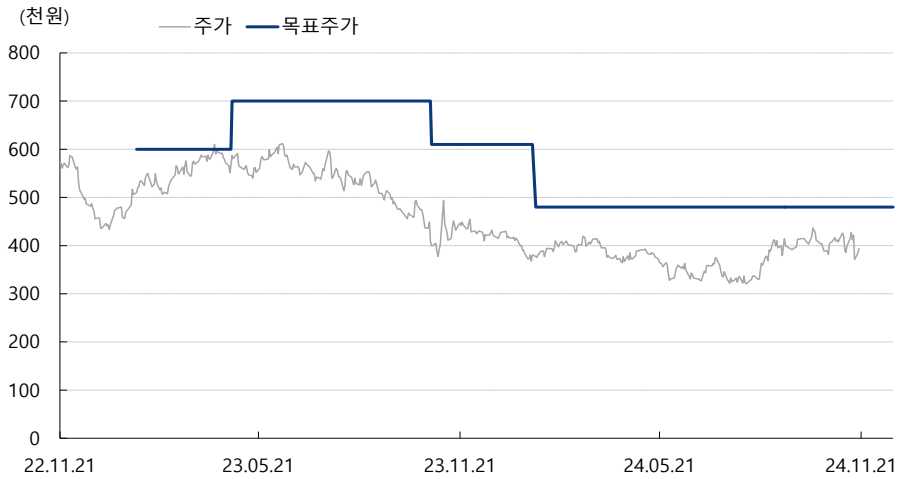
| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -5,372 | -10,416 | -3,169 | 3,824 | 4,755 |
| PER | -38.0 | -7.8 | -38.5 | 31.9 | 25.6 |
| BPS | 30,268 | 19,660 | 16,481 | 20,306 | 25,060 |
| PBR | 6.7 | 4.1 | 7.4 | 6.0 | 4.9 |
| EBITDAPS | -4,860 | -13,651 | -4,607 | 4,846 | 5,954 |
| EV/EBITDA | -51.0 | -9.0 | -39.4 | 38.7 | 32.5 |
| SPS | 128,397 | 52,570 | 60,648 | 81,220 | 109,647 |
| PSR | 1.6 | 1.5 | 2.0 | 1.5 | 1.1 |
| CFPS | -16,763 | 6,111 | -8,142 | -6,194 | -7,912 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 19.5 | -58.9 | 15.5 | 33.9 | 35.0 |
| 영업이익 증가율 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 36.2 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 24.3 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | -6.2 | -18.2 | -8.5 | 3.9 | 4.4 |
| ROA | -6.1 | -12.3 | -4.1 | 4.1 | 4.0 |
| ROE | -16.4 | -41.7 | -17.5 | 20.8 | 21.0 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 201.9 | 287.1 | 359.9 | 435.5 | 406.1 |
| 순차입금비율 | 54.1 | 63.7 | 65.7 | 69.8 | 66.6 |
| 이자보상배율 | -2.8 | -5.3 | -2.2 | 1.2 | 1.7 |

# 컴플라이언스 노트

## LG에너지솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이




### 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.10.27 | 매수 | 600,000 | (13.06) | FALSE | 2024.10.30 | 매수 | 480,000 | (15.43) | FALSE |
| 2023.01.30 | 매수 | 600,000 | (10.26) | FALSE | 2024.11.20 | 매수 | 480,000 | | FALSE |
| 2023.04.27 | 매수 | 700,000 | (18.22) | FALSE | | | | | |
| 2023.07.05 | 매수 | 700,000 | (18.78) | FALSE | | | | | |
| 2023.07.28 | 매수 | 700,000 | (21.36) | FALSE | | | | | |
| 2023.10.04 | 매수 | 700,000 | (22.98) | FALSE | | | | | |
| 2023.10.26 | 매수 | 610,000 | (31.29) | FALSE | | | | | |
| 2024.01.29 | 매수 | 480,000 | (18.21) | FALSE | | | | | |
| 2024.04.26 | 매수 | 480,000 | (22.19) | FALSE | | | | | |
| 2024.07.26 | 매수 | 480,000 | (22.35) | FALSE | | | | | |
| 2024.09.30 | 매수 | 480,000 | (15.29) | FALSE | | | | | |

# 컴플라이언스 노트

## 삼성SDI 최근 2년간 목표주가 변동추이

## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021.07.28 | 매수 | 1,000,000 | | | 2023.10.26 | 매수 | 650,000 | (34.61) | (23.79) |
| 2021.11.03 | 매수 | 1,000,000 | | | 2024.01.31 | 매수 | 500,000 | (20.12) | (4.84) |
| 2022.01.28 | 매수 | 1,000,000 | | | 2024.03.26 | 매수 | 600,000 | (35.30) | (21.60) |
| 2022.04.28 | 매수 | 1,000,000 | | | 2024.07.31 | 매수 | 480,000 | (29.38) | (20.96) |
| 2022.08.01 | 매수 | 800,000 | | | 2024.10.07 | 매수 | 480,000 | (29.45) | (20.96) |
| 2022.10.27 | 매수 | 800,000 | | | 2024.10.31 | 매수 | 480,000 | (36.99) | (20.96) |
| 2023.01.31 | 매수 | 800,000 | | | 2025.01.10 | 매수 | 310,000 | (26.04) | (23.10) |
| 2023.04.28 | 매수 | 800,000 | (14.35) | (9.19) | 2025.01.31 | 매수 | 310,000 | (35.90) | 0.65 |
| 2023.07.05 | 매수 | 900,000 | (24.26) | (22.11) | 2025.10.29 | 매수 | 350,000 | (7.86) | (3.57) |
| 2023.07.28 | 매수 | 900,000 | (32.49) | (22.11) | 2025.11.11 | 매수 | 350,000 | | |
| 2023.10.05 | 매수 | 800,000 | (39.13) | (34.53) | | | | | |

# 컴플라이언스 노트

## 포스코퓨처엠 최근 2년간 목표주가 변동추이

### 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020.11.09 | 매수 | 75,000 | | | 2023.07.17 | 매수 | 460,000 | (8.79) | 26.01 |
| 2020.12.01 | 매수 | 75,000 | | | 2023.10.15 | 매수 | 460,000 | (11.37) | 26.01 |
| 2021.01.28 | 매수 | 170,000 | | | 2023.10.25 | 매수 | 460,000 | (23.79) | 26.01 |
| 2021.07.23 | 매수 | 170,000 | | | 2024.02.02 | 매수 | 300,000 | (9.47) | 8.56 |
| 2021.10.25 | 매수 | 170,000 | | | 2024.07.26 | 매수 | 300,000 | (10.49) | 8.56 |
| 2022.01.26 | 매수 | 170,000 | | | 2024.10.07 | 매수 | 300,000 | (23.49) | (16.48) |
| 2022.04.11 | 매수 | 170,000 | | | 2024.10.31 | 매수 | 300,000 | (38.63) | (16.48) |
| 2022.04.26 | 매수 | 170,000 | | | 2025.01.10 | 매수 | 190,000 | (25.54) | (20.52) |
| 2022.07.22 | 매수 | 170,000 | | | 2025.02.04 | 매수 | 190,000 | (28.49) | 29.21 |
| 2022.10.25 | 매수 | 225,000 | | | 2025.10.28 | 매수 | 280,000 | (22.54) | (16.25) |
| 2023.01.31 | 매수 | 290,000 | 3.43 | 38.38 | 2025.11.11 | 매수 | 280,000 | | |

# 컴플라이언스 노트

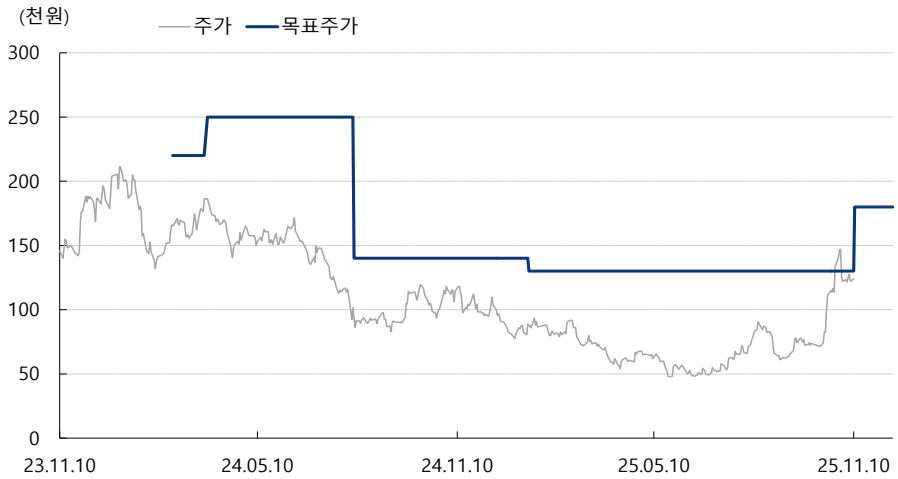
## 에코프로비엠 최근 2년간 목표주가 변동추이

## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.04.12 | 매수 | 280,000 | 2.93 | 65.00 | | | | | |
| 2024.02.20 | 매수 | 280,000 | (21.22) | 4.46 | | | | | |
| 2024.08.01 | 매수 | 200,000 | (13.89) | (3.50) | | | | | |
| 2024.11.04 | 매수 | 200,000 | (22.79) | (3.50) | | | | | |
| 2025.01.13 | 매수 | 160,000 | (20.86) | (13.75) | | | | | |
| 2025.02.12 | 매수 | 160,000 | (32.85) | (12.00) | | | | | |
| 2025.11.11 | 매수 | 160,000 | | | | | | | |

# 컴플라이언스 노트

## 엘앤에프 최근 2년간 목표주가 변동추이




### 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.08.04 | 매수 | 370,000 | (45.06) | (35.81) | | | | | |
| 2023.10.05 | 매수 | 220,000 | (24.42) | (3.86) | | | | | |
| 2024.02.22 | 매수 | 220,000 | (24.27) | (3.86) | | | | | |
| 2024.03.25 | 매수 | 250,000 | (35.48) | (26.76) | | | | | |
| 2024.05.13 | 매수 | 250,000 | (40.63) | (26.76) | | | | | |
| 2024.08.07 | 매수 | 140,000 | (30.33) | (14.71) | | | | | |
| 2024.10.17 | 매수 | 140,000 | (28.95) | (14.71) | | | | | |
| 2024.11.05 | 매수 | 140,000 | (29.44) | (14.71) | | | | | |
| 2025.01.15 | 매수 | 130,000 | (33.57) | (28.23) | | | | | |
| 2025.02.06 | 매수 | 130,000 | (43.85) | 13.08 | | | | | |
| 2025.11.11 | 매수 | 180,000 | | | | | | | |

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.09.30

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|---|---|---|---|---|
| 비율 | 94.7% | 3.8% | 1.5% | 0.0% |

**[업종 투자의견]**

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

**[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)**

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하