

2차전지

핵심변수는 수급 [수요와 공급간의 괴리]

2차전지. 박형우



2차전지 중립 (유지)

핵심변수는 수급 (수요와 공급간의 괴리)

<2024 년 리뷰>

- 상반기: 재고조정 본격화
- 하반기: 주가는 반등했으나 공급과잉 심화

2024 년 리뷰: 무게추의 이동 (공급자 > 수요자)

견고했던 2 차전지 업체들의 협상 우위는 자동차 업체들에 주도권을 내주며 약해졌다. 일부 2 차전지 기업들의 주가는 8 월부터 반등을 시작했다. 하지만 수요둔화가 본격화됐고, 유례없는 강도의 대규모 장기공급계약의 준수 여부에 대한 의심은 커졌다. 24 년 전기차 출하량 전망치는 1,850 만대에서 1,675 만대로 하향 조정됐다. 올해 순수 전기차 (BEV) 기준으로는 전년대비 11% 성장에 그쳤다. 일부 OEM 은 판매량이 역성장했다. 출하량 부진은 재고 부담을 가중시킨다. 여전히 수요 둔화에 비해 설비투자 축소가 더디다.

<2025 년 전망>

- 25 년 전기차 출하 전망치 하향: 2,100 만 > 1,975 만대
- 불확실성: 트럼프, 소비수요, 보조금
- 관전포인트: 고객사들의 장기공급계약 준수
- 핵심변수: 수급 (공급과잉규모 축소 or 증가)

캐즘이 아니다. 수요부진이다.

2025 년 글로벌 전기차 출하량 전망치를 당초 (24 년 6 월 추정) 2,100 만대에서 1,975 만대로 낮춘다. ① 고객사 내 배터리 재고조정이 지속될 전망이다. ② 미국에서는 전기차 보조금과 AMPC 축소/폐지가 우려된다. 보조금 추가 확대 또는 부활이 절실한 상황에 정치적/정책적 리스크다. ③ 고객사들이 약속한 장기공급계약의 준수 여부가 중요하다. 소비수요 급반등과 보조금 확대를 가정하기 어렵기 때문이다.

2025 년 수급 전망 (국내 셀 3사의 "공급 vs 수요")

2 차전지 산업의 가장 큰 문제는 판매(수요)가 증가하고 있음에도 공급의 증가분이 수요 성장보다 더 크다는 점이다. 한국 2 차전지 제조사들의 2025 년은 캐파 확장이 수요 증분을 상회할 전망이다. 국내 셀메이커 3사의 2025 년 생산능력 증분은 128 GWh에 달하는데 반해 출하량 증가는 72 GWh에 불과할 전망이다.

Analyst 박형우

hyungwou@sk.co.kr / 3773-9035

2024년 리뷰: 무게추의 이동 (공급자 > 수요자)

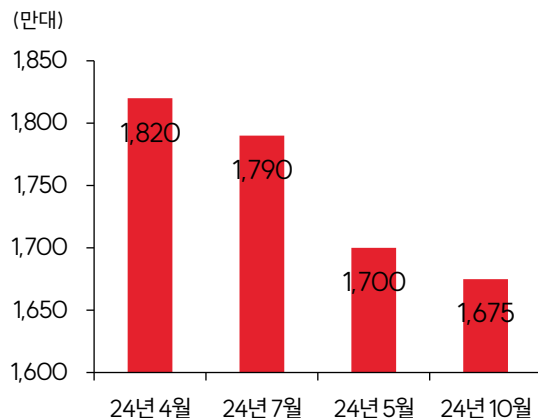
공급자(2차전지)가 가지고 있던 협상력은 수요자(자동차)로 이동 중

<2024년 리뷰>

- 상반기: 재고조정 본격화
- 하반기: 주가는 반등했으나 공급과잉 심화

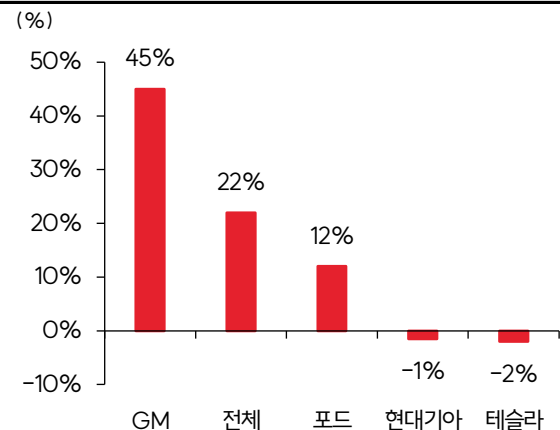
견고했던 2차전지 업체들의 협상 우위는 자동차 업체들에 주도권을 내주며 약해지
는 모양새다. 일부 2차전지 기업들의 주가는 8월부터 반등을 시작했다. 자본시장
내 리스크해지 심리에 기인한다. 하지만 수요둔화가 본격화됐고, 유례없는 강도의
대규모 장기공급계약의 준수 여부에 대한 의심은 커졌다. 24년 전기차 출하량 전망
치는 1,820만대에서 1,675만대로 하향 조정됐다. 올해 1~3분기 누적 판매량은 전
년대비 23% 증가했다. 그러나 PHEV를 제외한 순수 전기차(BEV) 기준으로는 전
년대비 11% 성장에 그쳤다. 테슬라 등 일부 제조사는 판매량이 역성장했다. 출하량
부진은 재고 부담을 가중시킨다. 여전히 수요 둔화에 비해 설비투자 축소가 더디다.

2024년 출하량 전망치 하향조정



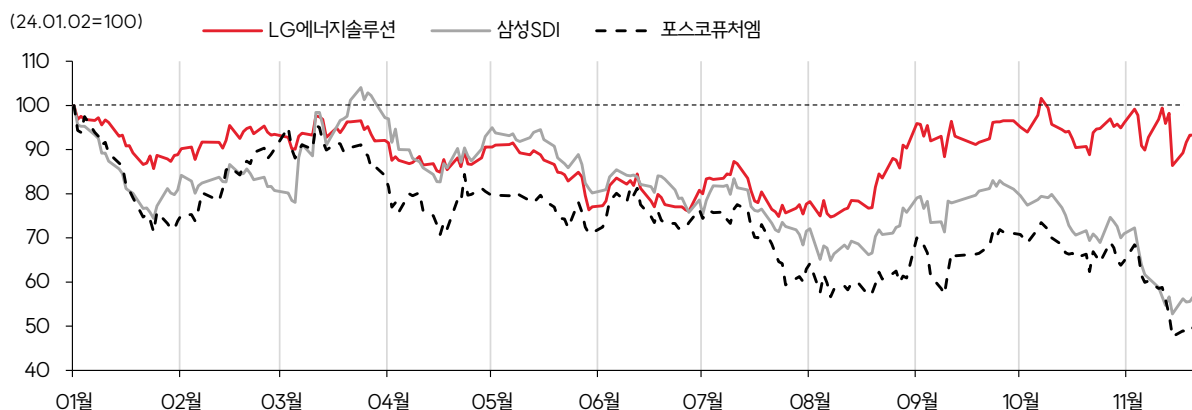
자료: 산업 자료, SK증권 추정

2024년 전기차 판매량 YoY 성장률 (1Q24~3Q 누적)



자료: 산업 자료, SK증권 추정

24년 2차전지 대형주 주가 추이



자료: QuantilWise, SK증권

2025년 전망: 핵심 변수는 수급 (수요와 공급의 간극)

1) 캐즘이 아니다. 수요부진이다.

<2025년 전망>

- 25년 전기차 출하 전망치 하향:

2,100만 > 1,975만대

- 불확실성:

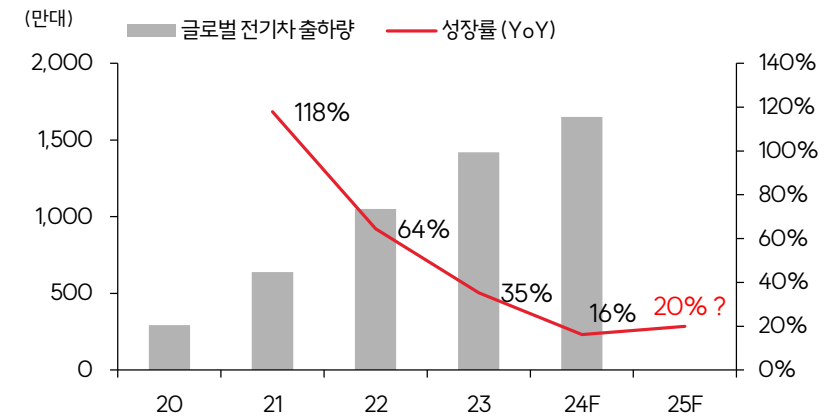
트럼프, 소비수요, 보조금

- 관전포인트:

고객사들의 장기공급계약 준수

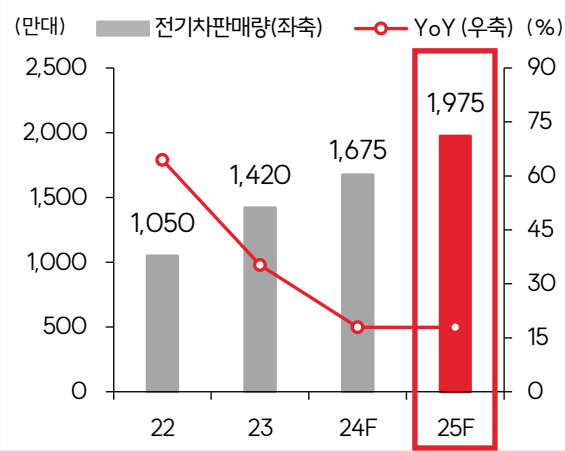
2025년 글로벌 전기차 출하량 전망치를 당초 (24년 6월 추정) 2,100만대에서 1,975만대로 낮춘다. ① 고객사 내 배터리 재고조정이 지속될 전망이다. 전기차 수요 둔화가 다수의 자동차 OEM들로 확대된다. GM, Ford 등의 고객사들은 전기차 출시 지연 또는 감산을 결정한다. ② 미국에서는 전기차 보조금과 AMPC 축소/폐지가 우려된다. 보조금 추가 확대 또는 부활이 절실한 상황에 정치적/정책적 리스크다. 미국 외에도 주요국가의 재정여력을 고려해야 한다. 우호적인 보조금 정책을 낙관하기는 어렵다. ③ 고객사들이 약속한 장기공급계약의 준수 여부가 중요하다. 소비수요 급반등과 보조금 확대를 가정하기 어렵기 때문이다.

글로벌 출하량 성장률



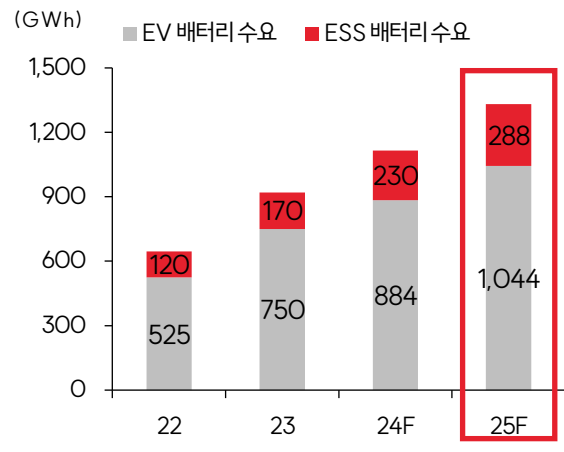
자료: 산업자료, SK증권 추정

전기차(BEV+PHEV) 출하량 추이 및 전망



자료: 산업자료, SK증권

2차전지 출하량 추이 및 전망

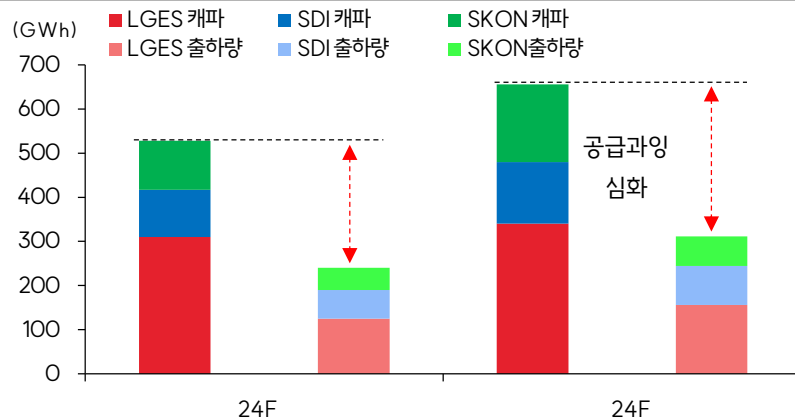


자료: 산업자료, SK증권

2) 2025년 수급 전망 (국내 셀 3사의 “공급 vs 수요”)

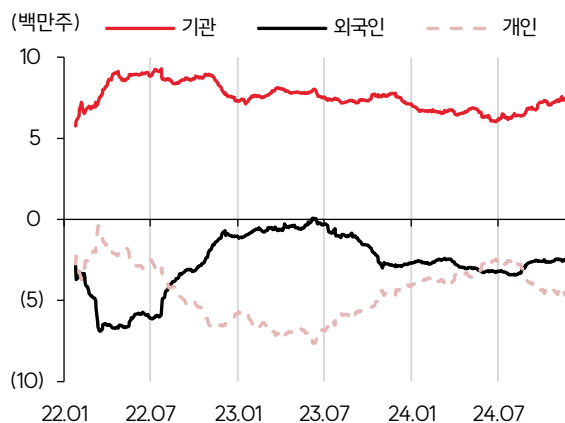
부품 업황의 핵심은 수급 (수요와 공급) 상황이다. 2차전지 산업의 가장 큰 문제는 판매(수요)가 증가하고 있음에도 공급의 증가분이 수요 성장보다 더 크다는 점이다. 한국 2차전지 제조사들의 2025년은 캐파 확장이 수요 증분을 상회할 전망이다. 공급과잉이 심화된다. 2025년의 제조사별 전년대비 캐파 증가 규모는 LG 에너지솔루션이 30 GWh, 삼성 SDI가 33 GWh, SK 온이 65 GWh로 전망한다. 국내 셀메이커 3사의 생산능력 증분은 128 GWh다. (24F, 528 > 25F, 656 GWh) 이는 당초 운영 계획보다 하향조정된 수치다. 수요 감소로 가동시점을 늦췄기 때문이다. 반면 출하량 증분은 72 GWh에 불과할 전망이다. 공급과잉 상황이 심화가 우려된다. 더 적극적인 투자 취소와 가동 지연이 요구된다.

글로벌 출하량 성장률



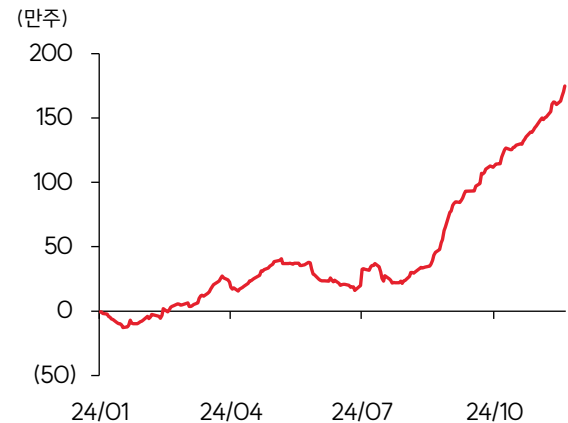
자료: 산업자료, SK 증권 추정

수급 추이 : LG 에너지솔루션



자료: QuantiWise, SK 증권

연기금 누적순매수 (주식수) : LG 에너지솔루션



자료: QuantiWise, SK 증권

Top Picks: 삼성 SDI

삼성 SDI – 다운사이드 고민에서의 선택

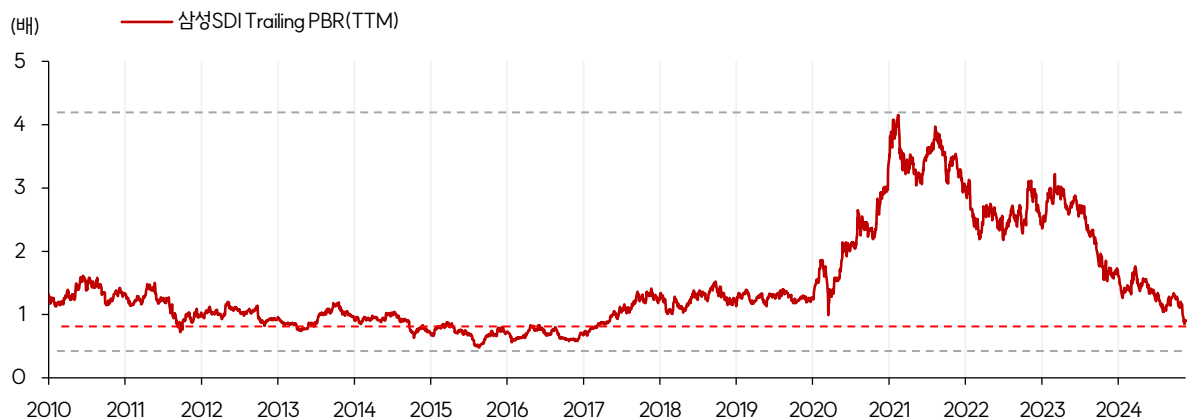
- ① PBR 0.9 배
- ② 각형 배터리 수요 증가
- ③ 46 파이 고객사 확대 가능성
- ④ 증설 계획 축소/지연

현 주가는 24F PBR 0.9 배다. 상대적으로, 역사적으로도 저평가 구간에 위치하고 있다. 불황의 골이 예상보다 깊다. 하지만, 긍정적인 투자포인트도 존재한다.

- ① 일부 유럽과 미국의 OEM 들이 셀메이커들에게 각형 배터리를 요구하고 있다.
- ② 46 파이 고객사 확대 가능성이 존재한다.
- ③ 2025 년 말의 예상 캐파가 (155 Gwh > 138 GWh) 감소했다. 공급과잉 규모를 축소시킬 수 있다.

다만 경쟁사 대비 투자가 늦었기에 미래의 CAPEX 부담이 상대적으로 크다. 보수적인 관점에서의 신공장 가동과 가동률 관리가 요구된다.

삼성 SDI, 과거 15 Trailing PBR 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	13,553	20,124	22,708	17,619	20,173	27,630
영업이익	십억원	1,068	1,808	1,633	797	1,209	1,934
순이익(지배주주)	십억원	1,170	1,952	2,009	1,186	1,517	1,960
EPS	원	16,621	27,736	28,547	16,844	21,555	27,855
PER	배	39.4	21.3	16.5	15.7	12.3	9.5
PBR	배	3.1	2.5	1.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	20.8	13.4	11.3	9.0	7.1	6.0
ROE	%	8.5	12.5	11.5	6.1	7.3	8.7

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도