

2025-06-10

[IT애널리스트가 바라본 2차전지]

K-배터리, 네 가지 위기와 미래 승부수

SK증권 박형우, 권민규



TESLA



HYUNDAI



CATL

EVE



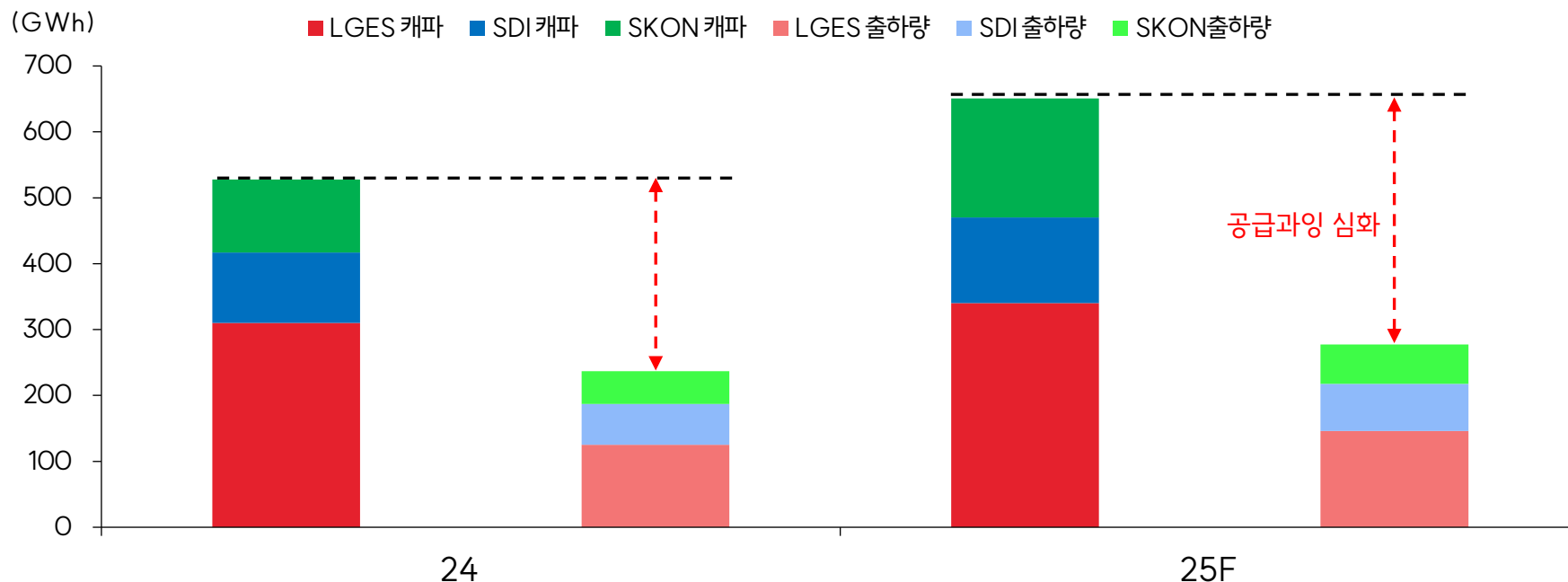
Dynanonic



● **업황 개선의 시그널은** 출하량 증가가 아닌 **공급과잉 축소**

- 2차전지도 IT하드웨어, 테마가 아닌 IT 펀더멘털로 분석 필요
- 한국 2차전지 기업들은 2025년과 2026년에도 공급과잉 규모 더 커질 것
- 문제는 ① 감가상각 반영을 시작하지 않은 숨어있는 캐파와 ② 이미 투자가 상당부분 진행된 미래 캐파

한국 2차전지 산업의 수요&공급 괴리



자료 : SK증권 추산

Contents

1

4중고: 공급과잉, 중국, 보조금, 재무부담

2

캐즘이 아니다, 수요 침체다

3

IT에서도 경험해 보지 못한 초강도 다운사이클

4

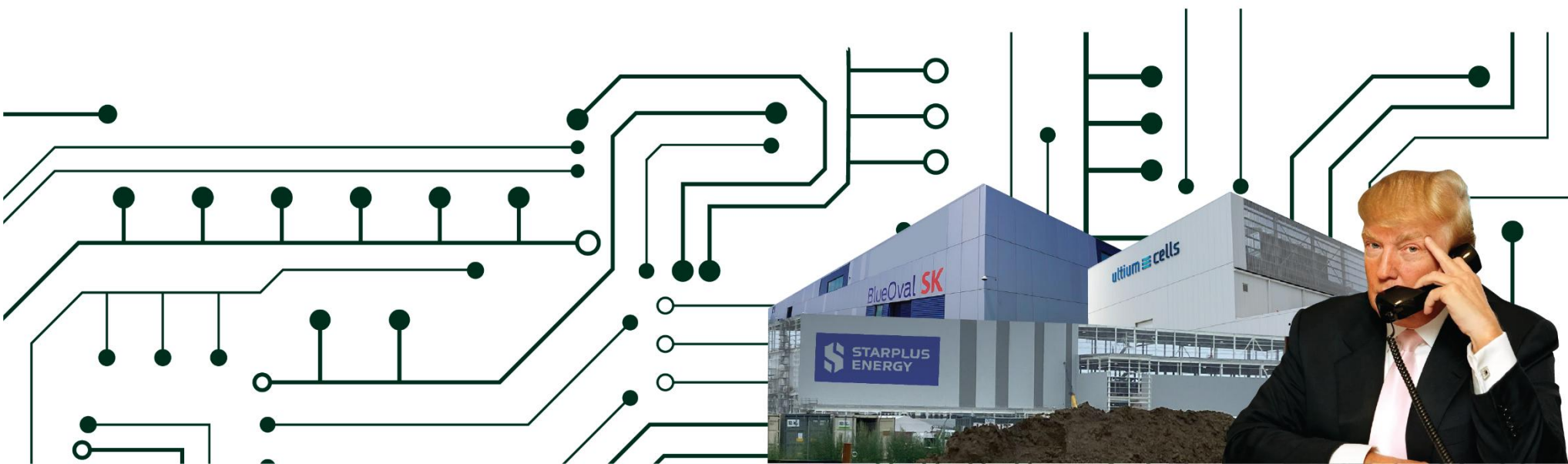
생존 & 안정화: CAPEX, 부채관리, 경쟁완화

5

IT부품 vs 배터리

Chapter 1.

4중고:공급과잉, 중국, 보조금, 재무



2차전지 섹터, 2년 간 기업가치 삼토막

- 2차전지 섹터 주요기업들의 합산 시가총액, 23년 7월 고점 대비 65% 하락
 - 주가보다 더 크게 낮아진 실적 전망치, PER은 오히려 상승
 - '출하량 회복'과 '리튬 가격 반등'만으로는 업황 개선 판단 불가 (업황 회복 충분조건 아님)

국내 2차전지 주요 업체 합산 시가총액 추이



자료 : QuantiWise, SK증권

주: LG에너지솔루션, 삼성SDI, 에코프로비엠, 엘앤에프, 포스코퓨처엠, 코스모신소재, 롯데에너지머티리얼즈, 솔루스첨단소재, 천보, 엔켐, 대주전자재료 합산 시가총액 기준

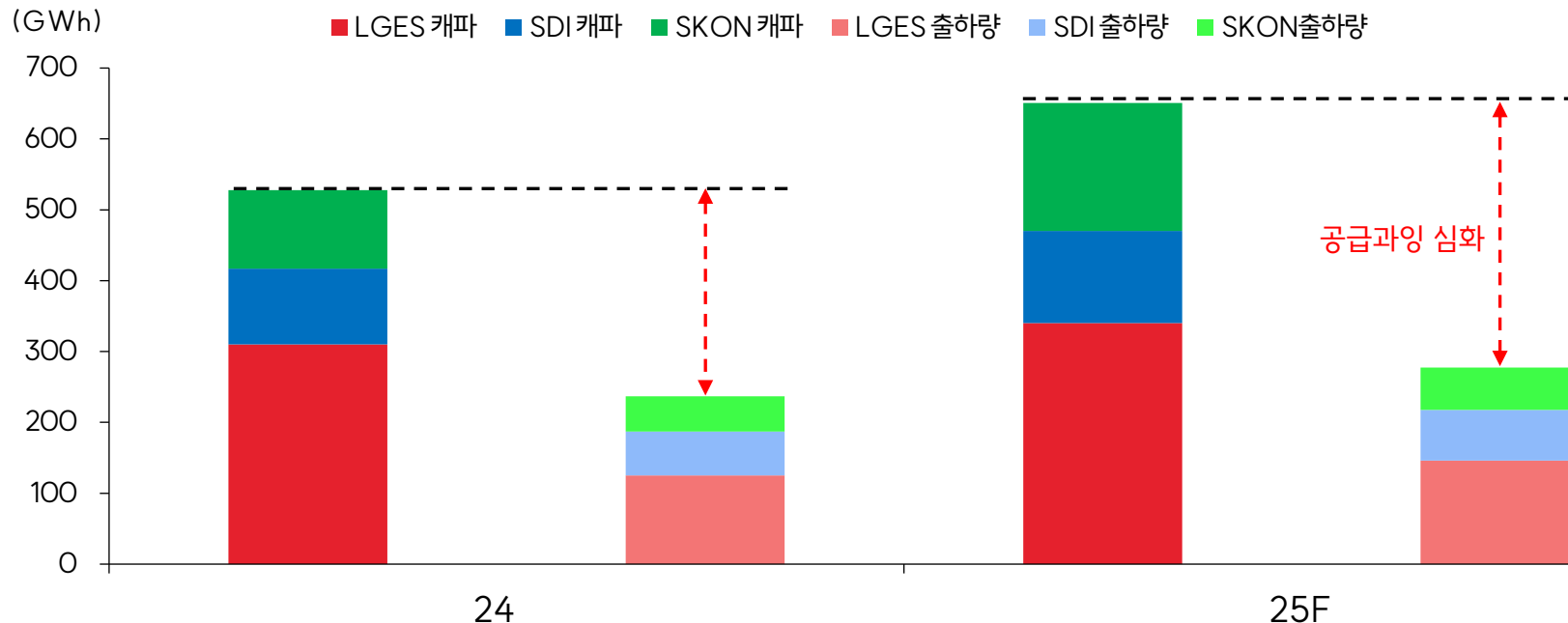
배터리 산업 Peer Valuation 테이블

백만달러, 배		시가총액	2023		2024		2025F			2026F		2027F	
분류	기업명		PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR	PSR	PER	PBR	PER	PBR
배터리	LG에너지솔루션	49,201	43.6	3.3	-	3.4	258.7	3.0	2.6	52.2	2.8	25.2	2.4
	SK이노베이션	10,311	15.5	0.4	-	0.6	-	0.6	0.2	15.9	0.5	7.8	0.5
	삼성SDI	8,944	6.1	0.6	11.8	0.6	44.1	0.6	0.8	10.7	0.6	7.2	0.5
	CATL	159,257	25.2	5.5	21.4	4.7	16.9	3.7	2.6	13.9	3.2	11.7	2.7
	Panasonic	26,130	17.4	1.1	8.0	0.9	11.2	0.7	0.5	10.6	0.7	7.7	0.7
	BYD	151,797	34.5	7.4	25.9	6.0	19.3	4.3	1.1	15.7	3.6	13.1	3.0
양극재/음극재	에코프로	4,430	-	-	-	4.5	-	4.0	1.4	52.3	3.7	18.1	3.1
	에코프로비엠	6,627	171.6	6.4	-	6.5	-	5.4	2.7	135.2	5.2	57.2	4.8
	엘앤에프	1,343	23.5	1.4	-	2.3	-	3.1	0.8	55.4	2.9	15.7	2.5
	코스모신소재	838	-	-	51.5	2.3	84.3	2.2	2.0	39.1	2.1	22.0	1.9
	포스코퓨처엠	6,680	73.3	3.5	232.5	3.9	498.2	3.0	2.4	125.6	2.9	58.6	2.7
	Dynanonic	1,127	-	1.0	-	1.3	126.7	1.4	0.8	29.8	1.4	13.7	1.3
	Hunan Yuneng	3,027	11.1	2.0	24.1	1.7	11.4	1.4	0.7	7.2	1.2	6.1	1.0
	BTR(Lopal)	1,391	-	2.2	-	2.9	30.0	2.7	1.0	17.6	2.4	14.0	2.0
	Ronbay	1,883	17.0	1.6	47.4	1.5	22.6	1.4	0.7	16.0	1.3	11.7	1.2
	Umicore	2,921	5.8	0.7	9.8	1.1	10.6	1.2	0.7	10.0	1.2	9.0	1.1
	대주전자재료	821	1,948.8	10.0	50.1	6.3	41.5	4.2	4.2	25.8	3.5	19.5	2.9
전해액/전해질	엔켐	1,018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	동화기업	321	-	-	-	0.5	21.5	0.5	0.5	13.2	0.4	11.4	0.4
	천보	284	-	1.1	-	1.6	-	1.1	2.2	-	1.1	48.1	1.0
	덕산테크피아	274	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	캠트로스	92	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
동박	롯데에너지머티리얼즈	843	-	0.7	528.4	0.7	-	0.8	1.3	56.1	0.8	29.3	0.8
	솔루스첨단소재	447	3.8	0.7	-	1.1	-	1.1	0.9	276.9	1.1	46.2	1.1
	SKC	2,652	-	2.0	-	2.9	-	3.5	1.8	-	3.4	-	3.8
분리막	SK아이이테크놀로지	1,174	51.0	0.7	-	0.7	-	0.7	4.4	-	0.7	39.6	0.7
	더블유씨피	194	4.7	0.3	-	0.3	-	0.3	1.2	339.8	0.3	15.2	0.3
	창신신소재	3,808	8.6	1.1	61.5	1.0	31.9	1.0	2.2	22.2	1.0	17.9	1.0
알루미늄박	삼아알미늄	209	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	DI동일	557	71.2	1.7	81.5	1.4	-	-	-	-	-	-	-

1-A) 공급과잉 : 업황 훼손 심화

- 출하량/매출 증가 만으로는 업황의 개선이 아닐 수 있음. 핵심 변수는 수요와 공급 간의 괴리
 - 공급과잉 심화 > 고정비 증가 > 수익성 훼손 > 절대이익 감소 우려 = 업황 악화/훼손을 의미
 - K-배터리 3사의 2년 뒤 (2027년) 합산 캐파는 올해 (2025년) 출하량의 3배 수준

국내 셀메이커 3사의 합산 수요와 공급

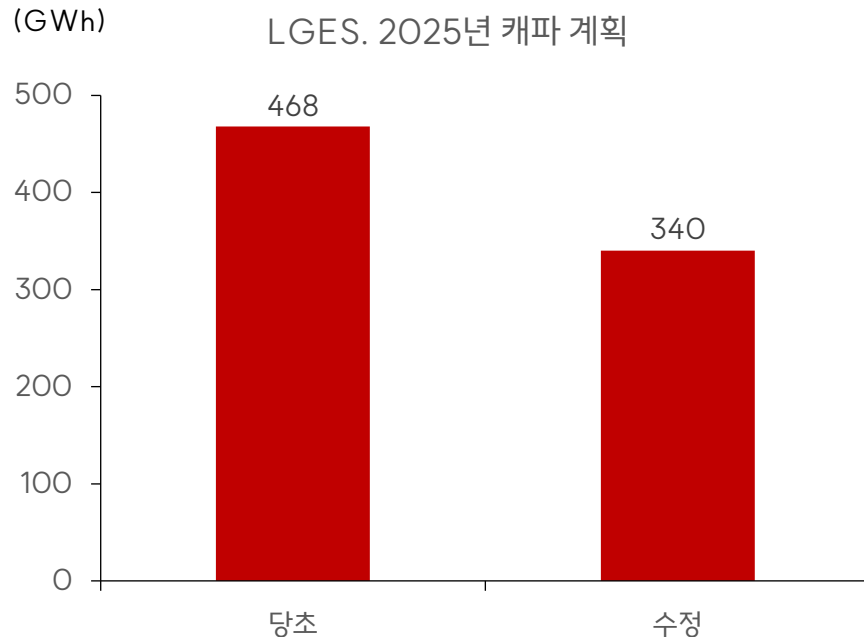


자료 : SK증권 추산

수급전망 : LG에너지솔루션

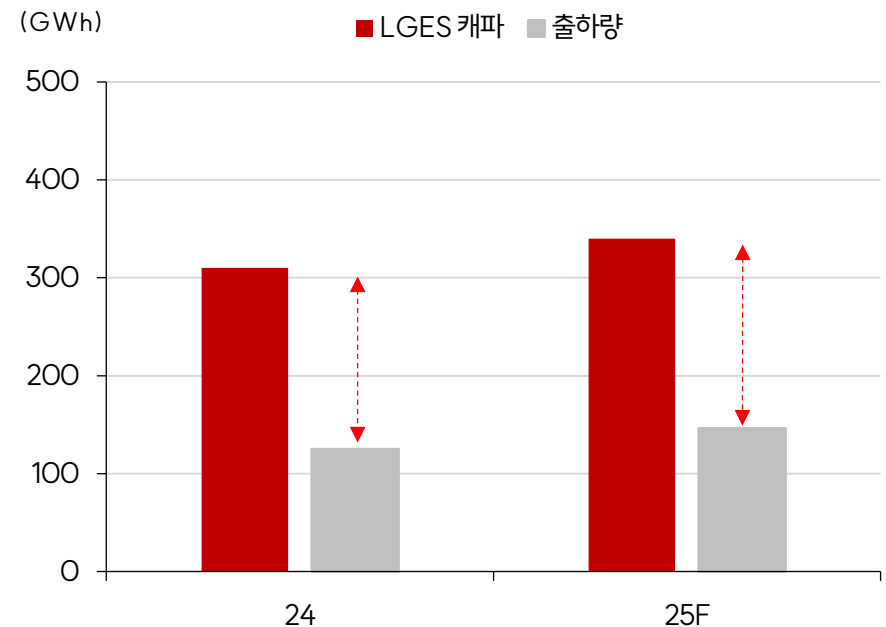
- 적극적인 증설/가동 시점 연기. 그러나 미래가 문제
 - 가장 큰 생산능력(캐파)를 보유했다는 것은 **미래의 대규모 비용**을 의미
 - 공급과잉 규모 : 24년, 185 GWh > 25년, 194 GWh
- 업황의 핵심은 Q의 반등이 아닌 수급 (= 공급 - 수요)

LG에너지솔루션, 배터리 생산캐파 (2025년) 조정



자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

LG에너지솔루션, 수급 전망

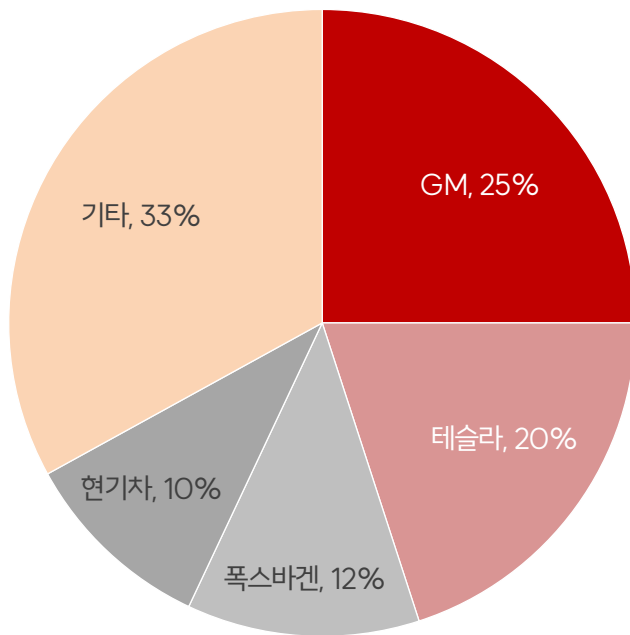


자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

현황 점검 : LG에너지솔루션

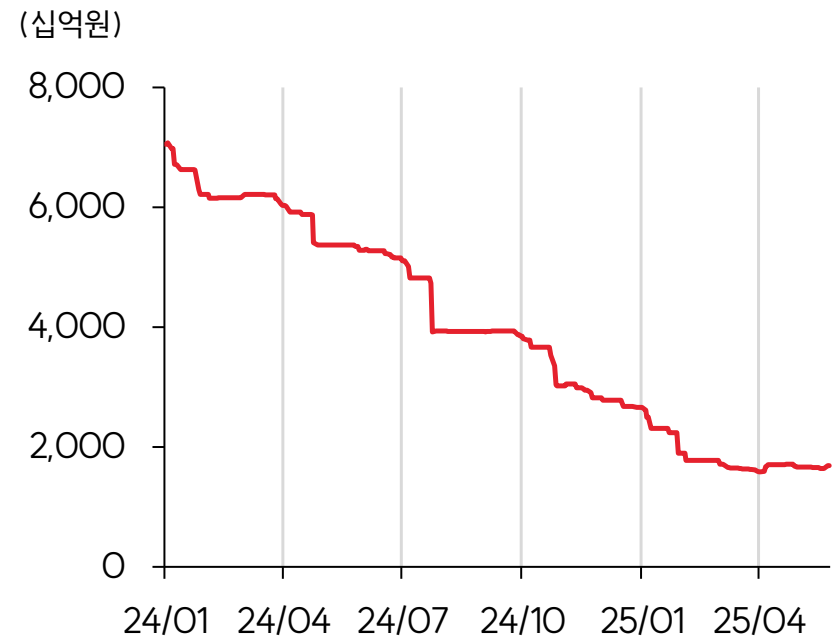
- 북미 업황이 핵심 변수
 - 보조금 축소 시 실적 차질 불가피
 - 대규모 수요를 약속한 GM은 계약 불확실성 확대 & 테슬라 매출 보유가 차별화 포인트?
- LG에너지솔루션 발 점유율 경쟁, 출하량 상승? vs 수익성 훼손?

LG에너지솔루션, 고객사 매출비중



자료 : SK증권

LG에너지솔루션, 2025년 영업이익 컨센서스 추이



자료 : QuantiWise, SK증권

증설 계획 : LG에너지솔루션

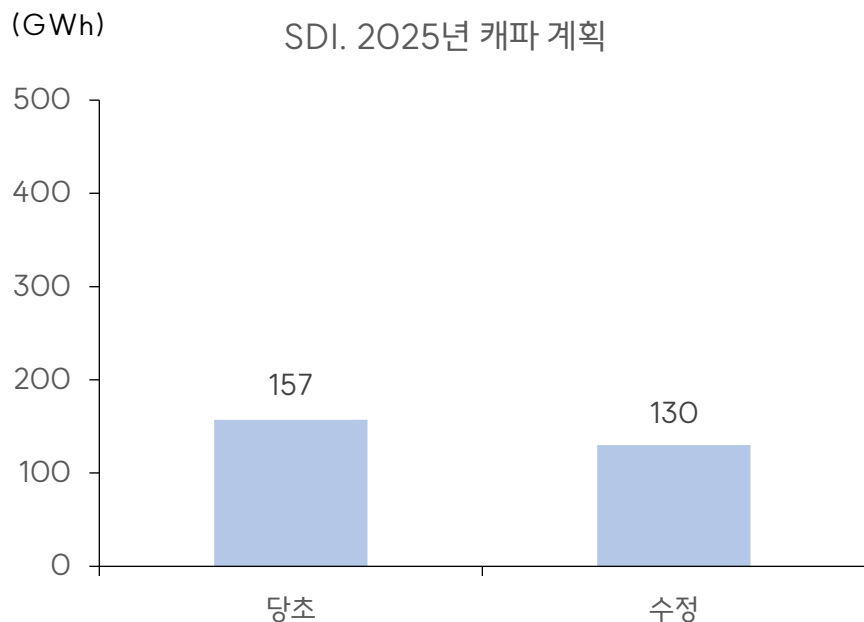


지역별, 공장별 캐파				2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
전사 캐파				167	201	280	310	340	375	444	482	533	567
EV				97	111	170	195	220	255	317	347	377	398
	파우치형			97	111	170	195	220	255	317	347	377	398
		한국 오창		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
		중국 난징		17	17	35	35	30	30	30	30	30	30
		유럽 폴란드		70	70	90	90	90	90	90	90	90	90
		인도네시아		0	0	0	0	5	10	12	12	12	12
		북미		0	14	35	60	85	115	175	205	235	256
		기타		0	0	0	0	0	0	15	30	45	60
ESS				20	20	20	20	20	20	22	25	30	35
		한국 오창		2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
		중국 난징		18	18	18	18	13	8	8	8	8	8
		미국 애리조나, 북미/유럽		0	0	0	0	5	10	12	15	20	25
소형				50	70	90	95	100	100	105	110	126	134
		중국 난징 (파우치, IT)		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
		원형		40	60	80	85	90	90	95	100	116	124
		한국 오창		10	10	10	15	20	20	20	20	20	20
		중국 난징		30	50	70	70	70	70	70	70	76	76
		미국 애리조나		0	0	0	0	0	0	5	10	20	28
		기타		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

수급전망 : 삼성SDI

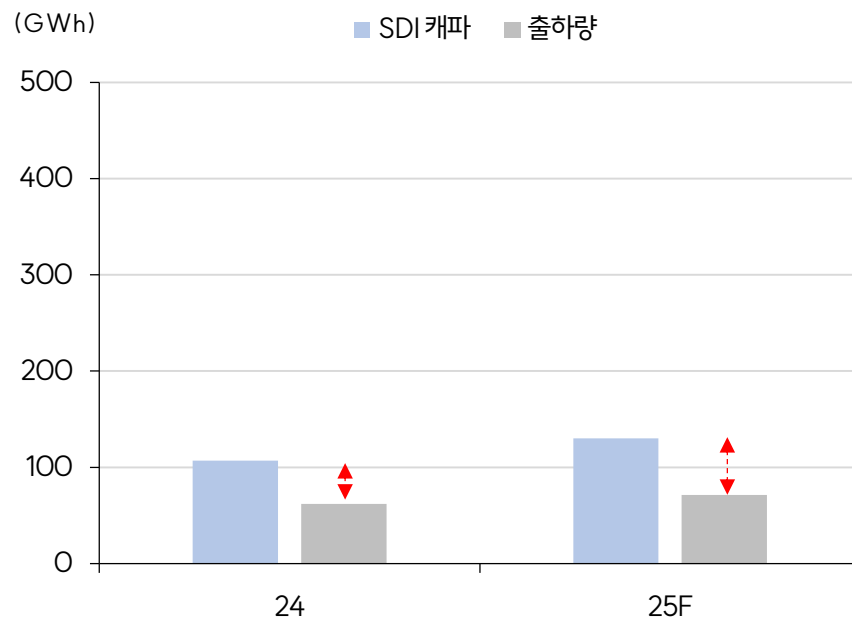
- 제한적인 증설에도 **녹록치 않은 영업동향**
 - 유럽 내 경쟁 심화 & 리비안 점유율 하락
 - 공급과잉 규모 : 24년, 45 GWh > 25년, 59 GWh
- 출하량 성장률 가정, 35%에서 15%로 하향. 공급 과잉 규모 더 커질 수 있음

삼성SDI, 배터리 생산캐파 (2025년) 조정



자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

삼성SDI, 수급 전망

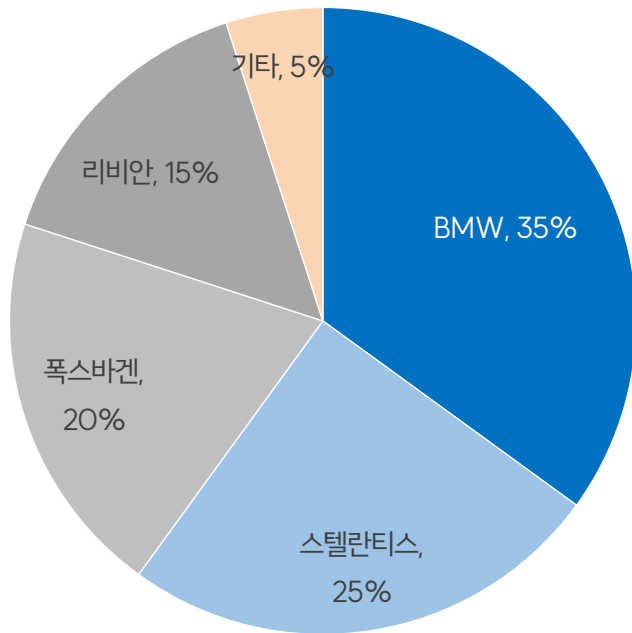


자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

현황 점검 : 삼성SDI

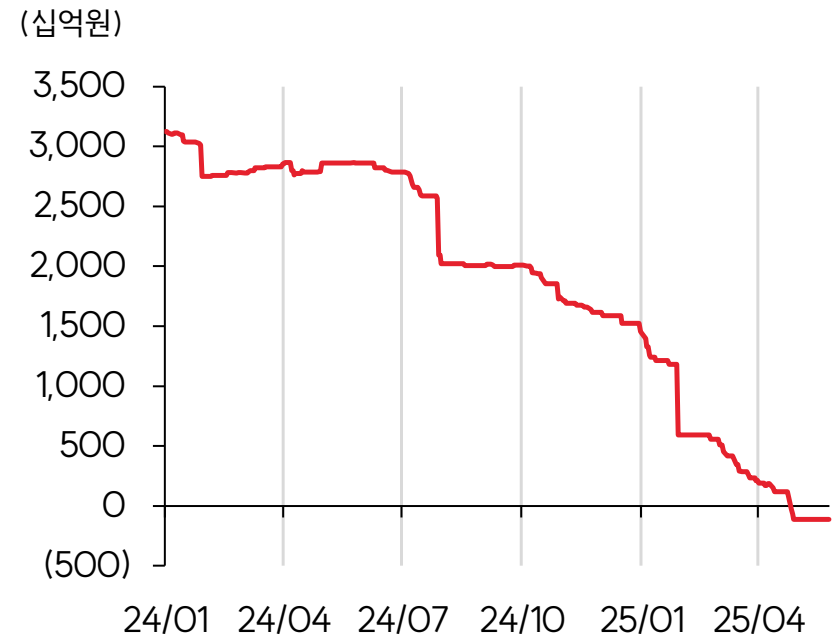
- 고객사 별 동향
 - BMW 내 경쟁 심화 : CATL 및 LGES 진입
 - 리비안 내 경쟁 심화 : LFP 채용 확대 / 스텔란티스 : 출하량 불확실
- 상대적으로 탄탄한 재무구조가 불황에서의 차별화 포인트

삼성SDI, 고객사 매출비중



자료 : SK증권

삼성SDI, 2025년 영업이익 컨센서스 추이



자료 : QuantiWise, SK증권

증설 계획 : 삼성SDI



지역별, 공장별 캐파				2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
전체 캐파				60	82	92	105	130	164	224	270	302	329
중대형 (각형)				40	51	57	70	95	119	174	211	238	265
	울산			9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
	중국 시안			7	7	7	8	8	9	9	9	9	9
	헝가리			24	35	40	45	45	65	95	105	120	135
	북미			0	0	0	8	33	36	61	88	100	112
소형 (원통형 & 파우치형)				20	31	35	35	35	45	50	59	64	64
	천안			10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	중국 천진			10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	말레이시아 Seremban (원통형)			0	11	15	15	15	25	30	39	44	44

수급전망 : SK온

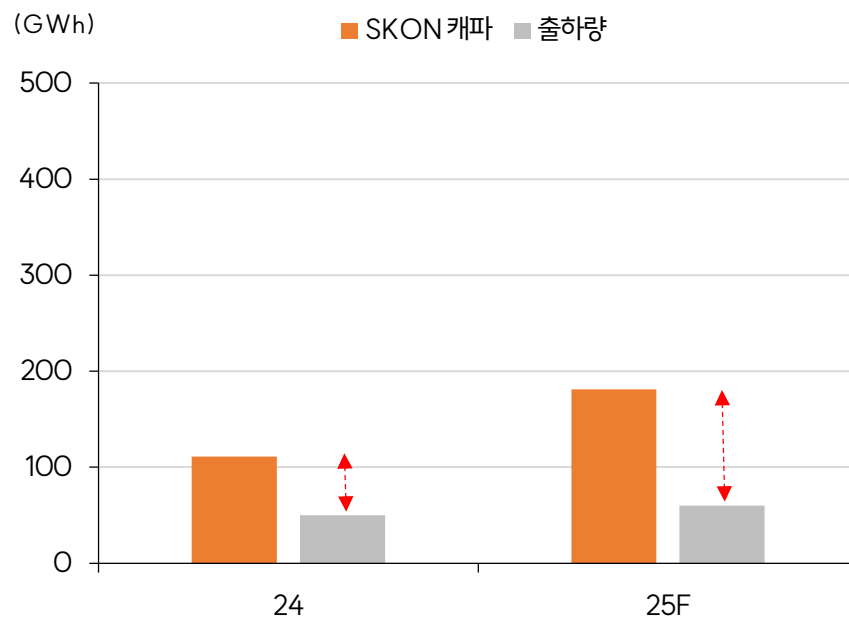
- **포드**의 수요 부진. 핵심 변수는 장기공급계약 보상 여부
 - CAPEX 하향 조정 다음은 **순차입금 축소 필요**
 - 공급과잉 규모 : 24년, 61 GWh > 25년, 121 GWh

SK온, 배터리 생산캐파 (2025년) 조정



자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

SK온, 수급 전망

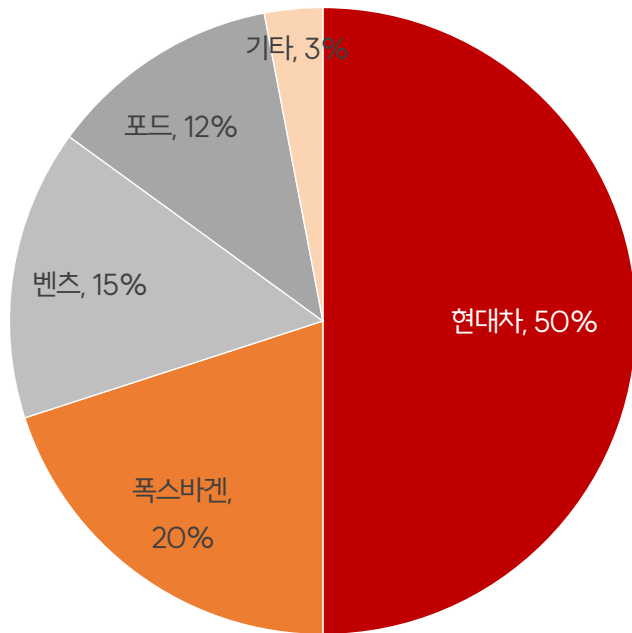


자료 : SK증권 / 주: 캐파는 연말의 이론적 최대 캐파 기준

현황 점검 : SK온

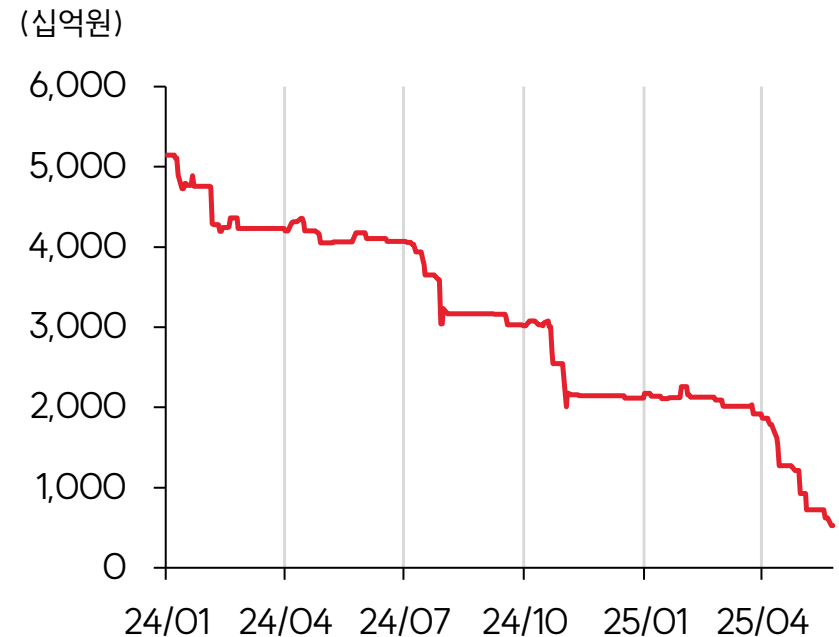
- 북미 고객사의 전략 변화로 미래 불확실성 확대
 - 투자 축소에도 미래 캐파 가용 방안 불투명
 - 한국 셀 메이커 간 경쟁 심화 본격화
- 업황보다 더 중요한 **재무 안정성**

SK온, 고객사 매출비중



자료 : SK증권

SK이노베이션, 2025년 영업이익 컨센서스 추이



자료 : QuantiWise, SK증권

증설 계획 : SK온

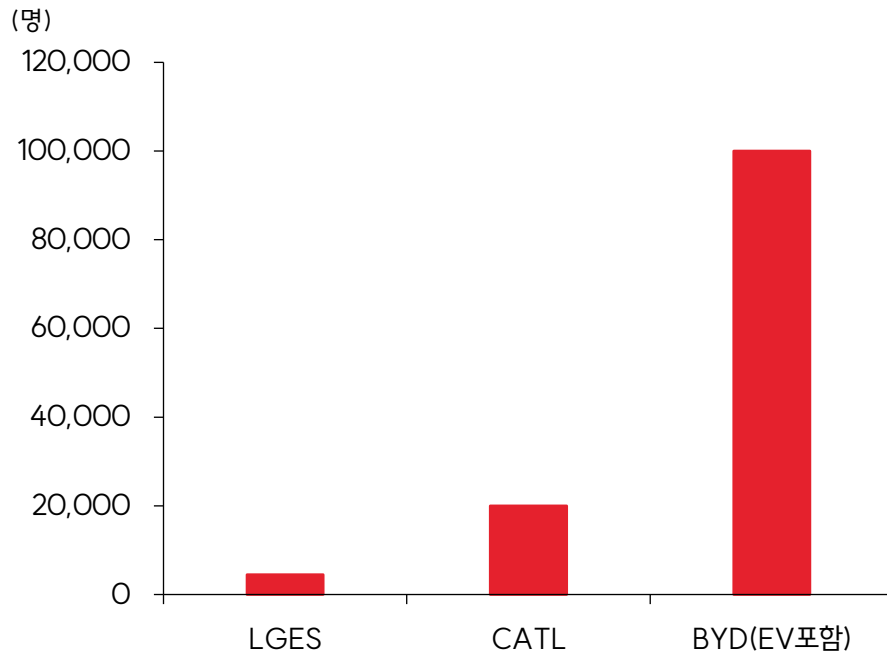


지역별, 공장별 캐파				2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
전체 캐파				39.8	88.8	88.8	110.6	180.6	221.6	246.6	253.6	253.6	253.6
	한국	서산		4.8	4.8	4.8	6.6	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
	유럽	헝가리		7.5	17.5	17.5	37.5	47.5	47.5	47.5	47.5	47.5	47.5
	중국			27.5	44.5	44.5	44.5	54.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
		창저우		7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
		후이저우		10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
		옌청		10.0	27.0	27.0	27.0	37.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
	미국			0.0	22.0	22.0	22.0	58.0	76.0	101.0	108.0	108.0	108.0
		조지아		0.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
		BlueOvalSK		0.0	0.0	0.0	0.0	36.0	54.0	79.0	86.0	86.0	86.0
		기타		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

1-B) 중국과의 경쟁

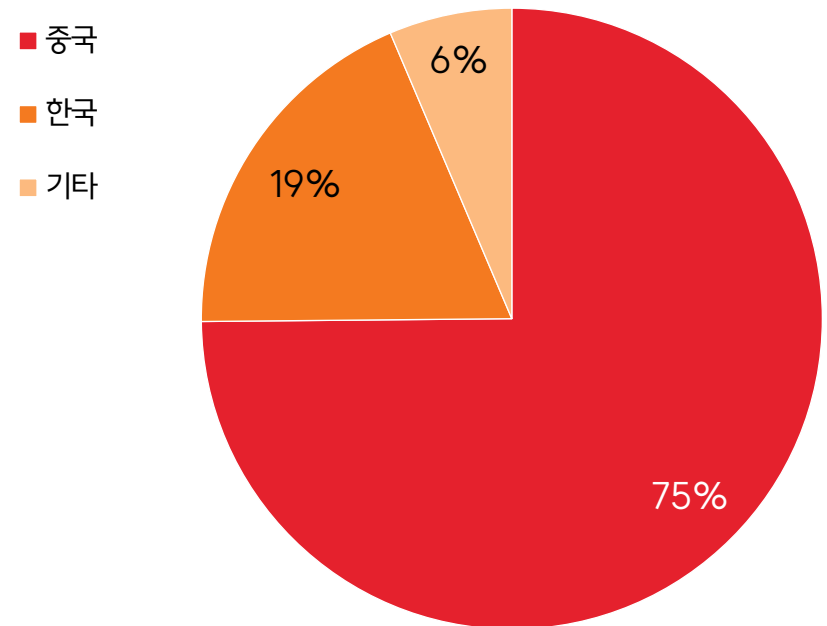
- IT 부품에서는 중국의 추격을 넘어 추월. 배터리에서는 중국이 압도
 - 정정당당할 수 없는 경쟁
 - ① **중국 정부의 보조금**이 기반이 된 낮은 원가/공급단가와 ② 중국 인력과 기업들의 **치열함**, ③ 이제는 **기술력**까지
 - 대응 전략 마땅치 않고, 생존만이 과제로 남음

한국과 중국 주요 배터리 기업의 R&D 인력 수 비교



자료: 각 사, SK증권

국가별 배터리 산업 내 점유율 (1Q25)



자료: 언론자료, SK증권

배터리 폼팩터 변화의 부담

- LFP 다음은 **소듐 (이온) 배터리**? 전고체 배터리는?
 - 리튬이온배터리는 지난 30년간 사용해온 폼팩터
 - 중국 CATL은 올해 연말부터 소듐배터리 양산 시작 발표 (가능 여부는 확인 필요)
 - 신규 배터리 폼팩터 개발에서 중국에 뒤처지면, 추격은 사실상 어려움

소듐이온배터리



자료: CATL, SK증권

배터리 비교 : 삼원계, LFP, 소듐이온배터리

항목	삼원계	LFP	소듐배터리
무게 밀도 (Wh/kg)	220~300	150~220	100~160
부피 밀도 (Wh/L)	600~750	300~450	200~300
안전성	낮음	높음	중간~높음
원가	높음	중간	낮음
판가	높음	중간	낮음~중간
상용화 수준	매우 높음	매우 높음	매우 낮음

자료: 산업자료, SK증권 / 주: 성능은 배터리 간 상대적 비교

한-중 배터리 기술 간극 확대

- 중국 정부, 2026년 7월부터 배터리 안전요건 강화. **배터리에서 가장 중요한 성능은 안전성**
 - 주안점은 '열확산' 여부 : 화재와 폭발의 원천적 차단
 - LFP는 삼원계보다 더 안전한 배터리: 산소 방출 / 열폭주 임계 온도 / 열확산 전이 시간의 차이
 - 소디움이온배터리 양산 가능성?

중국, 배터리셀 테스트 항목 (26년 7월부터)

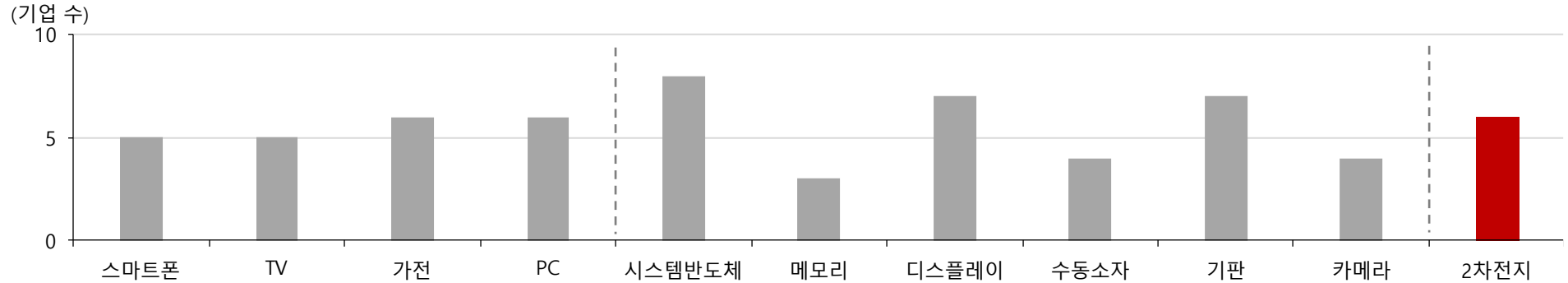
배터리셀 테스트 항목 (7개)	과방전
	과충전
	전기합선
	가열
	온도 순환
	압출
	급속충전 후 안정성

중국, 배터리팩&시스템 테스트 항목 (26년 7월부터)

배터리팩 및 배터리 시스템 테스트 항목 (17개)	진동	온도충격
	기계충격	염무
	모의 충돌	고해발
	압출	과온 보호
	습열 순환	과류 보호
	침수	전기합선 보호
	외부 화재	과충전 보호
	열확산	과방전 보호
	하부 충격	


한국 2차전지 산업 경쟁강도

IT 산업별 주요 기업 (Major Player)의 수 : 3개의 한국 기업 포함



자료: SK증권 / 주: 각 산업 내 주요 업체 선정은 SK IT팀 애널리스트들의 주관적 판단

IT 제품별 주요 경쟁국

경 쟁 국 가				✓	✓	✓	✓					
		✓	✓	✓	✓			✓			✓	✓
				✓		✓						
					✓	✓			✓	✓		
						✓			✓	✓		
		스마트폰	TV	가전	PC	시스템 반도체	메모리	디스 플레이	수동소자	기판	카메라	2차전지

자료: SK증권 / 주: 각 산업 내 주요 업체 선정은 SK증권 리서치 IT팀의 주관적 판단

1-C) 보조금 확대 필요 산업

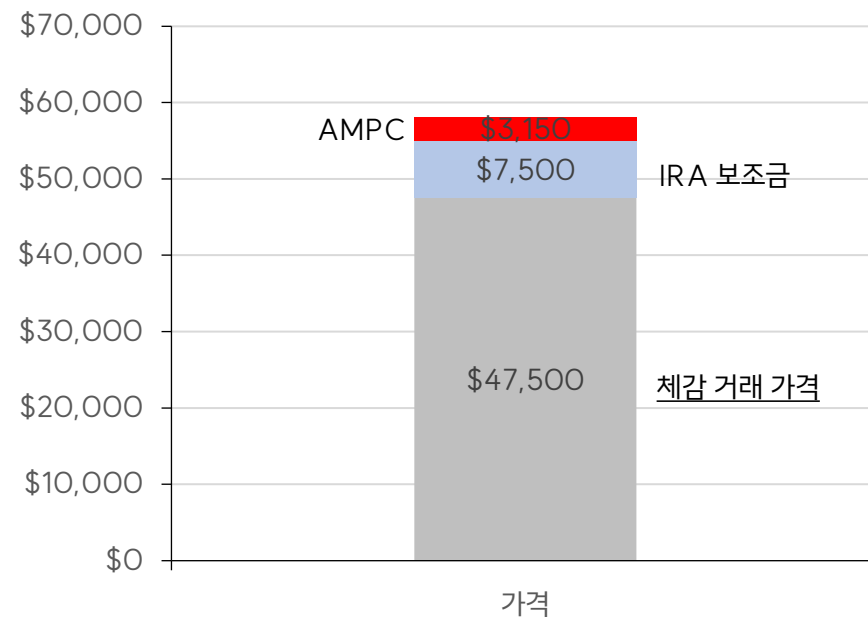
- 보조금 축소는 전기차 및 배터리 체감 구매가격을 높여 수요 위축 초래
 - 매크로 부진에 따른 각 국의 재정여력 축소 > 보조금 축소 불가피
 - 그러나 2차전지와 전기차 산업은 보조금 축소가 아닌 확대가 필요한 산업

미국 IRA 세액 공제 축소 관련 주요 타임라인

일시	내용
2025-01-20	트럼프, 취임과 동시에 전기차 보조금 축소 움직임
2025-05-12	미 하원 세입위원회, 감세안(IRA 세액 공제 축소 포함) 법안 발의
2025-05-16	미 하원 예산위원회에서 감세안(IRA 세액 공제 축소) 부결
2025-05-18	미 하원 예산위원회에서 감세안(IRA 세액 공제 축소) 가결
2025-05-22	트럼프 감세안(IRA 세액 공제 축소) 하원 본회의 가결 2032년 > 2031년으로 단축

자료: 각 사 홈페이지, SK증권

전기차 실질 (체감) 거래 가격 (미국 기준)



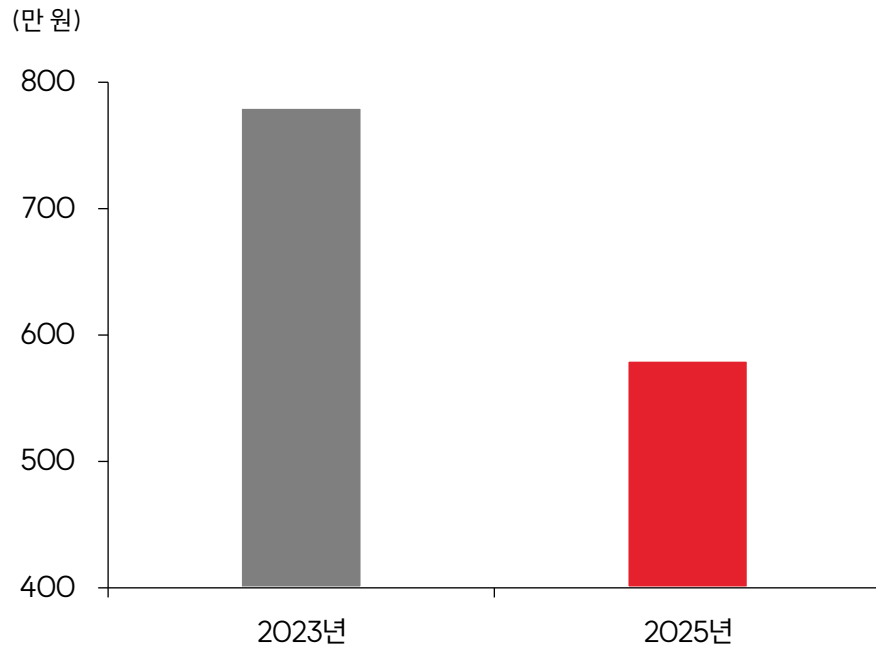
자료: SK증권

보조금 축소는 가격 상승을 의미

- 가격은 수요에 가장 큰 변수 (Price Elasticity of Demand)

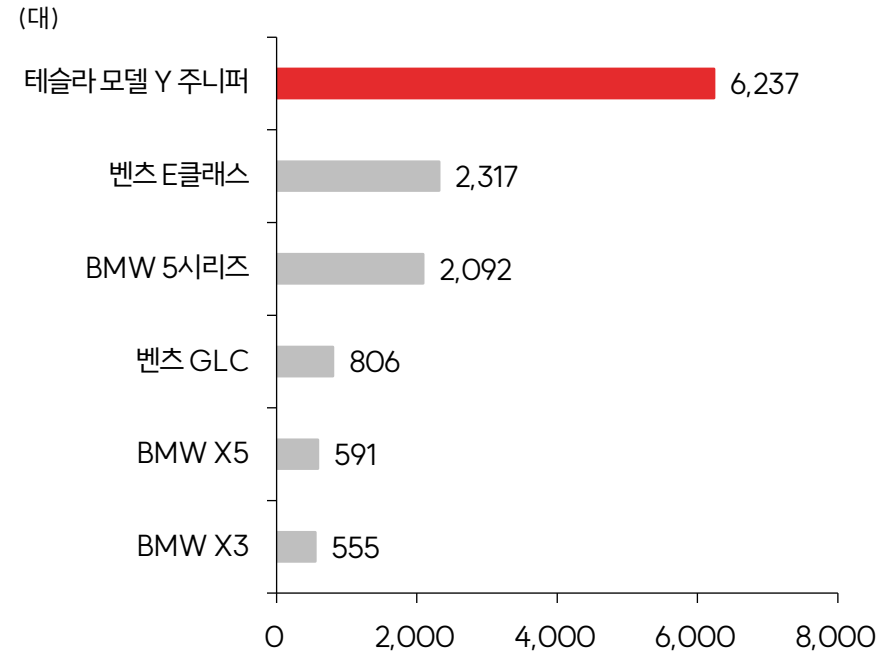
- 보조금 축소 > 전기차 판가 상승 > 판매량 (수요) 감소
- 테슬라는 최근 한국 시장에서 타 국가 및 전작 대비 저렴한 가격에 신차 (Model Y)를 출시하며 5월에 국내 판매량 1위 기록

한국, 전기차 국고 보조금 축소



자료: 각 사 홈페이지, SK증권

한국, 5월 수입차 모델별 판매 결과



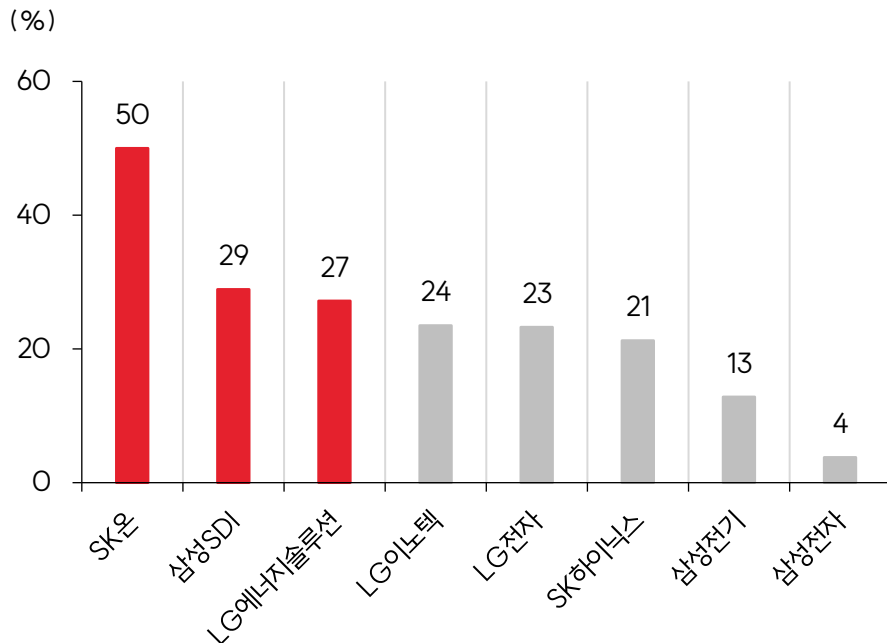
자료: 언론자료, SK증권 / 주: 테슬라는 브랜드 기준으로도 1위

재무구조 점검

● 업황만큼 중요한 재무 안정성

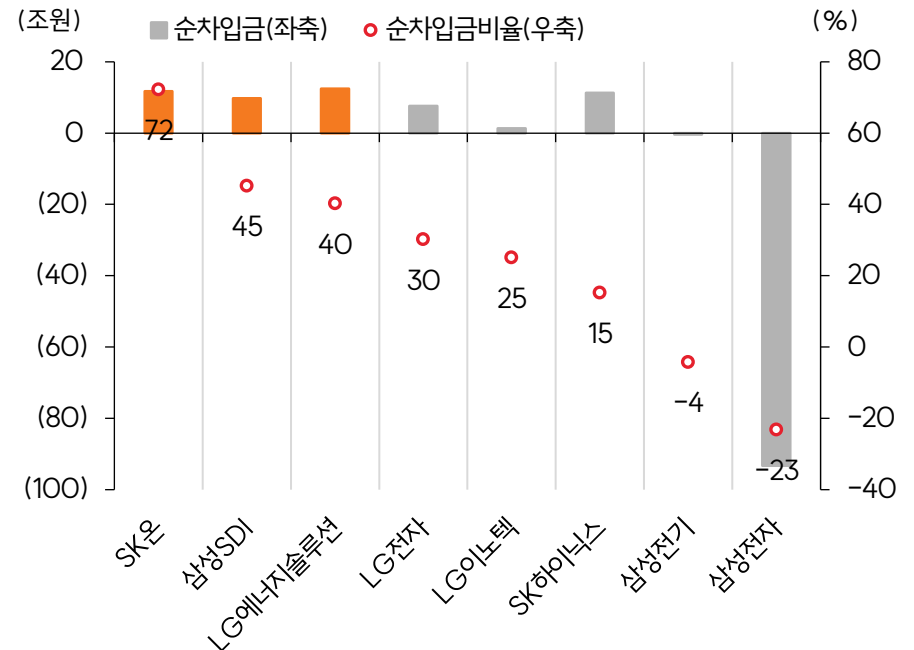
- 원활한 채권 롤오버 (대출&상환 연계) 여부
- 대규모 투자 및 운영자금, 이자비용 부담으로 차입확대, 자본조달, 자산매각 필요

IT & 2차전지, 차입금의존도 (24년말 기준)



자료: QuantiWise, SK증권

IT & 2차전지, 순차입금 vs 순차입금 비율 (24년말 기준)



자료: QuantiWise, SK증권

배터리 Peer, 재무구조 비교 (24년말)



(단위: 억원, %)	기업명	부채총계	부채비율	자본총계	현금	단기금융상품	유동비율	순차입금규모	순차입금비율
배터리	LG에너지솔루션	293,402	95%	309,665	26,941	N/A	127%	114,918	37
	삼성SDI	190,301	88%	215,672	18,851	1,000	95%	89,581	42
	SK이노베이션	708,812	179%	396,489	154,923	1,203	96%	308,565	78
	CATL	1,039,530	188%	553,907	604,115	136,913	161%	-325,407	-59
	BYD	1,184,290	294%	402,458	207,692	82,854	75%	-203,763	-51
양극재/음극재	에코프로	42,998	112%	38,385	9,543	748	122%	21,822	57
	에코프로비엠	23,466	119%	19,770	4,983	1	106%	14,275	72
	엘앤에프	20,765	287%	7,233	2,795	4	70%	15,027	208
	코스모신소재	2,890	58%	4,955	20	0	107%	1,748	35
	포스코퓨처엠	46,120	139%	33,205	6,440	1,077	135%	29,053	87
	Dynanonic	22,130	159%	13,943	3,957	263	88%	12,294	88
	Hunan Yuneng	37,841	160%	23,619	1,099	0	105%	22,528	95
	Umicore	114,604	390%	29,406	30,795	0	129%	21,793	74
	대주전자재료	3,927	171%	2,302	821	52	56%	2,183	95
전해액/전해질/첨가제	엔캠	6,601	141%	4,668	1,020	334	70%	1,154	25
	천보	5,929	143%	4,149	158	1,577	51%	2,737	66
동박	롯데에너지머티리얼즈	3,801	20%	19,020	4,186	0	877%	-3,455	-18
	솔루스첨단소재	9,879	91%	10,915	1,550	201	73%	5,913	54
	SKC	44,559	194%	22,927	4,036	3,076	69%	28,553	125
분리막	SK아이이테크놀로지	18,256	79%	23,246	2,763	0	59%	14,071	61
	더블유씨피	8,415	87%	9,686	597	0	74%	6,972	72
	창신신소재	42,526	80%	53,080	3,515	0	101%	28,780	54
알루미늄박	삼아알미늄	1,926	79%	2,436	112	240	144%	1,058	43
	DI동일	4,494	80%	5,643	464	146	95%	2,351	42
IT대형주	삼성전자	1,123,399	28%	4,021,921	537,056	589,462	243%	-933,216	-23
	SK하이닉스	459,395	62%	739,157	112,051	27,229	169%	112,957	15
	LG전자	404,179	160%	252,117	75,572	6	124%	75,757	30
	삼성전기	37,765	42%	90,159	20,133	0	193%	-5,873	-7
	LG이노텍	60,243	113%	53,539	13,294	0	148%	13,453	25
	LG디스플레이	247,868	307%	80,728	20,210	69	64%	125,795	156

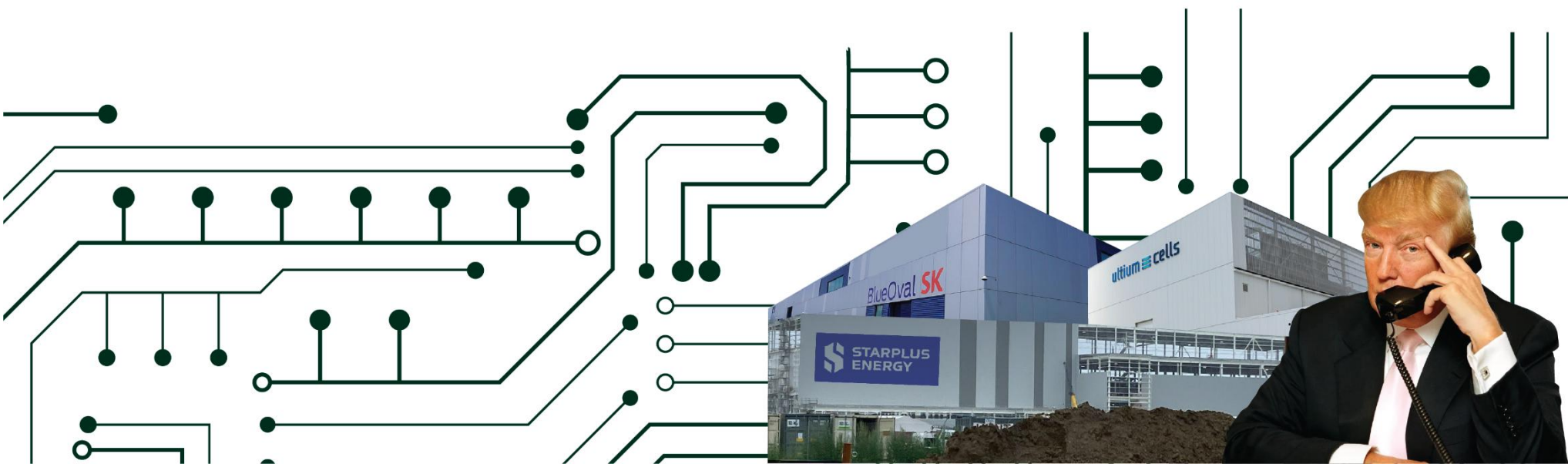
배터리 Peer, 재무구조 비교 (24년말)



(단위: 억원, %)	기업명	차입금의존도	총차입금규모	장기차입금	단기차입금규모	단기차입비중	FCF	EBITDA	이자비용
배터리	LG에너지솔루션	26	153,906	129,003	24,902	16%	-72,873	36,146	5,642
	삼성SDI	29	117,396	51,899	65,497	56%	-64,089	22,380	3,356
	SK이노베이션	43	471,285	290,273	181,011	38%	-77,954	27,693	15,198
	CATL	26	415,621	192,985	222,636	54%	124,867	148,196	7,360
	BYD	5	86,783	36,731	50,052	58%	68,191	217,227	3,973
양극재/음극재	에코프로	39	32,113	15,879	16,233	51%	-11,671	-932	1,224
	에코프로비엠	45	19,418	10,280	9,138	47%	-4,077	755	862
	엘앤에프	64	17,849	5,192	12,657	71%	726	-4,953	1,064
	코스모신소재	23	1,768	65	1,702	96%	-1,789	391	11
	포스코퓨처엠	46	36,572	30,134	6,439	18%	-13,708	1,849	708
	Dynanonic	46	16,515	5,465	11,050	67%	-867	-1,880	410
	Hunan Yuneng	38	23,627	7,614	16,014	68%	-4,737	4,734	317
	Umicore	37	52,587	35,454	17,134	33%	4,328	-14,414	1,689
	대주전자재료	49	3,081	519	2,562	83%	-769	410	57
전해액/전해질/첨가제	엔켐	25	2,781	473	2,307	83%	-1,019	-458	331
	천보	45	4,502	1,014	3,487	77%	-1,069	-35	191
동박	롯데에너지머티리얼즈	7	1,495	1,238	257	17%	-91	216	132
	솔루스첨단소재	38	7,866	1,586	6,279	80%	-4,476	133	261
	SKC	53	35,840	19,215	16,625	46%	-8,673	-1,013	1,732
분리막	SK아이이테크놀로지	41	17,114	8,895	8,219	48%	-4,008	-1,346	246
	더블유씨피	42	7,569	4,978	2,591	34%	-5,381	-103	55
	창신신소재	34	32,295	11,162	21,134	65%	-3,712	2,409	670
알루미늄박	삼아알미늄	32	1,410	733	677	48%	-484	71	46
	DI동일	32	3,210	401	2,809	88%	62	273	107
IT대형주	삼성전자	4	193,302	39,504	153,798	80%	215,763	753,568	9,039
	SK하이닉스	21	254,521	196,115	58,406	23%	138,504	360,488	13,452
	LG전자	23	152,424	119,675	32,749	21%	14,862	69,535	5,713
	삼성전기	13	16,360	559	15,801	97%	5,568	15,752	727
	LG이노텍	24	26,747	19,814	6,933	26%	2,310	19,853	1,132
	LG디스플레이	44	146,081	80,844	65,237	45%	2,822	45,650	9,096

Chapter 2.

업황과 수급, 저점 고민?

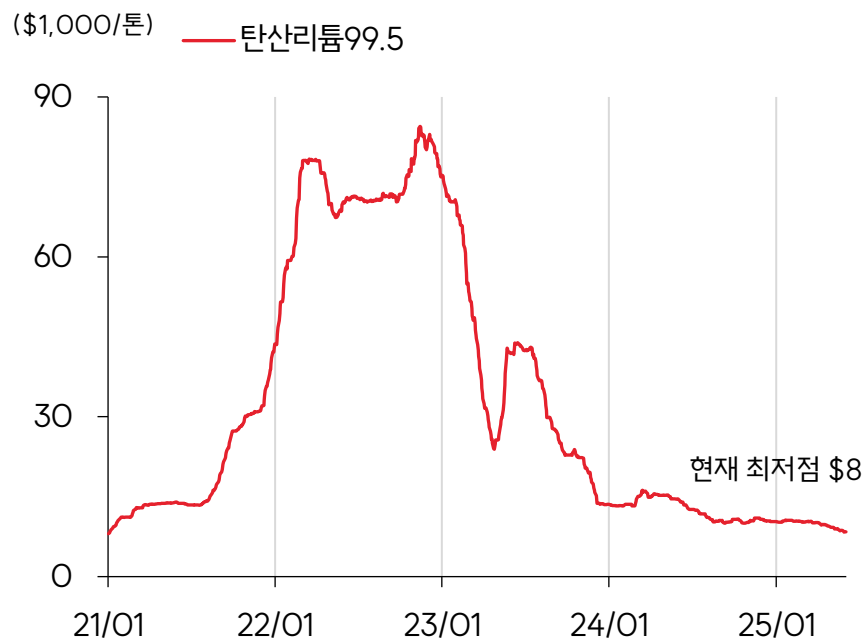


리튬 가격 추이

- 리튬 원자재 업체들의 감산 및 가격 상승 가능성?

- 지난해 10말, 11초를 저점으로 반등했으나 다시 하락하며 현재 최저점 경신. **가격 반등 예단 어려움**
- 리튬 감산은 리튬 추출 기업들에게 호재일 수 있음. 그러나 양극재/배터리 가격에는 영향 크지 않을 것 (**메탈시세연동계약**)
- 탄산리튬, 수산화리튬 모두 (Kg당 약 \$8로 최저점 상황)

탄산리튬 가격 추이 (LFP향)



자료: Bloomberg, LME, SK증권

수산화리튬 가격 추이 (삼원계향)

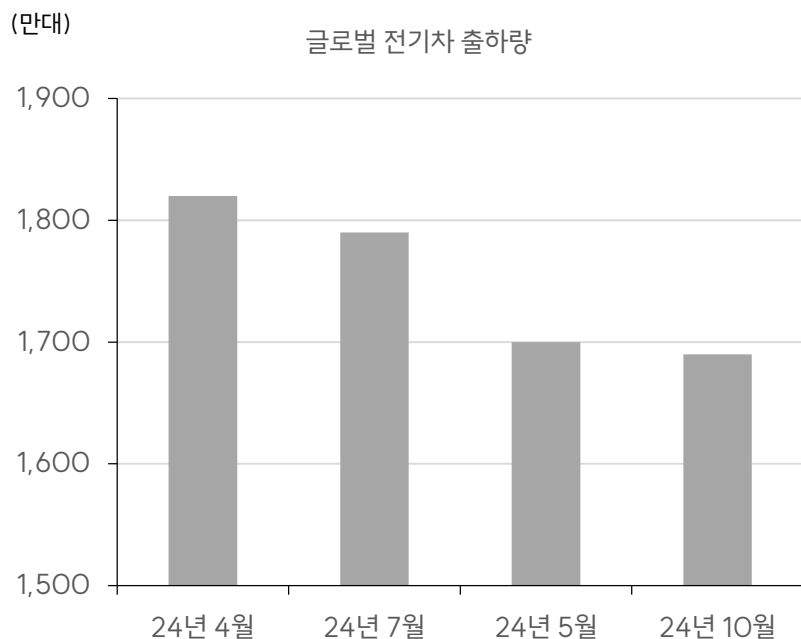


자료: Bloomberg, LME, SK증권

전기차 시장 : 업황

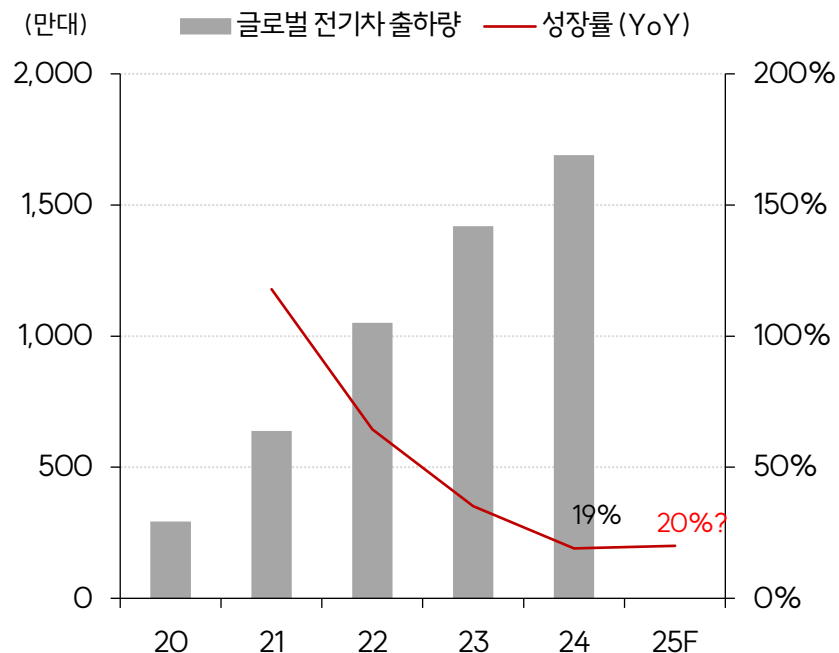
- 글로벌 전기차 출하량, 성장률 하락 & 재고 리스탁킹
 - 24년 글로벌 전기차 출하량 1,700만대 수준. 계속해서 낮아졌던 성장률 전망치
 - 당초 기대했던 전기차 시장 CAGR은 25~30%. 그러나 20% 달성도 쉽지 않은 업황

2024년 전기차 출하량 전망치 하향 조정



자료 : 산업자료, SK증권 추정

글로벌 전기차 출하량 성장률

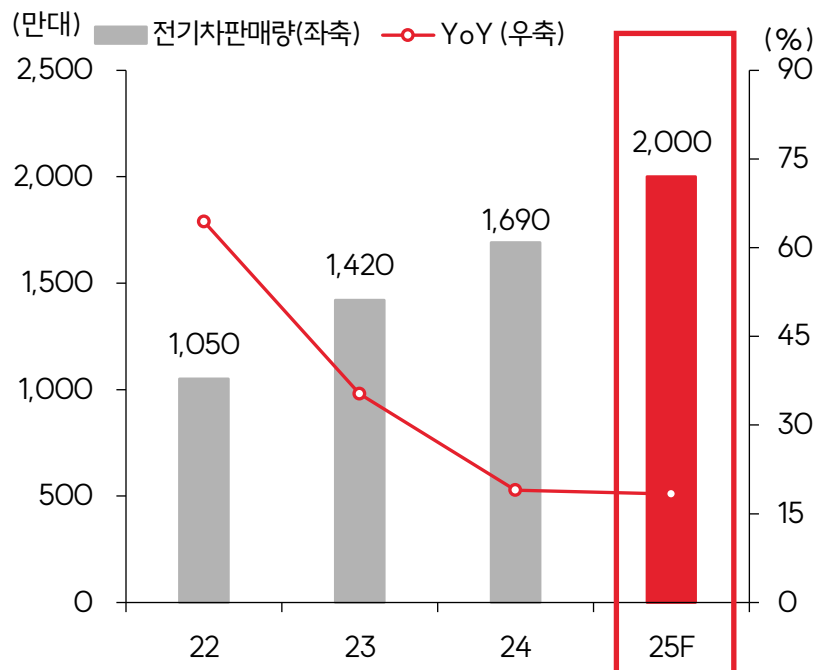


자료 : 산업자료, SK증권 추정

전기차 시장 : 전망치 괴리

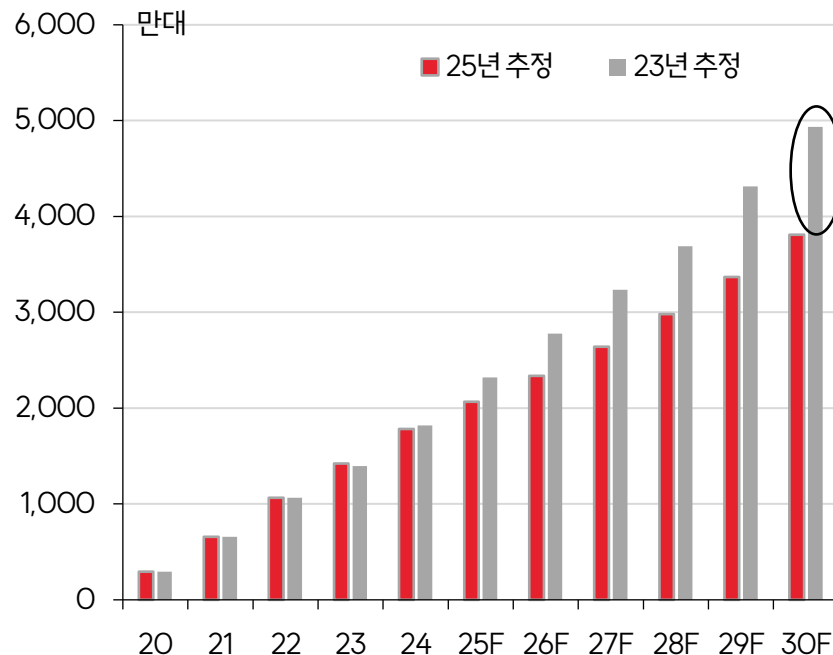
- 전기차 시장 성장률 가파르게 하락 (최근 2년 CAGR 30% > 20% 하회)
 - 성장률 반등 기대 어려움 : 매크로 부진과 정책불확실성, 보조금 축소 환경 때문
 - 2030년 전기차 출하량은 2년 전 전망치보다 23~43%하회 예상 (괴리)

전기차(BEV+PHEV) 출하량 추이 및 전망



자료: 산업 자료, SK증권 추정

전기차 출하량 추정치 변화

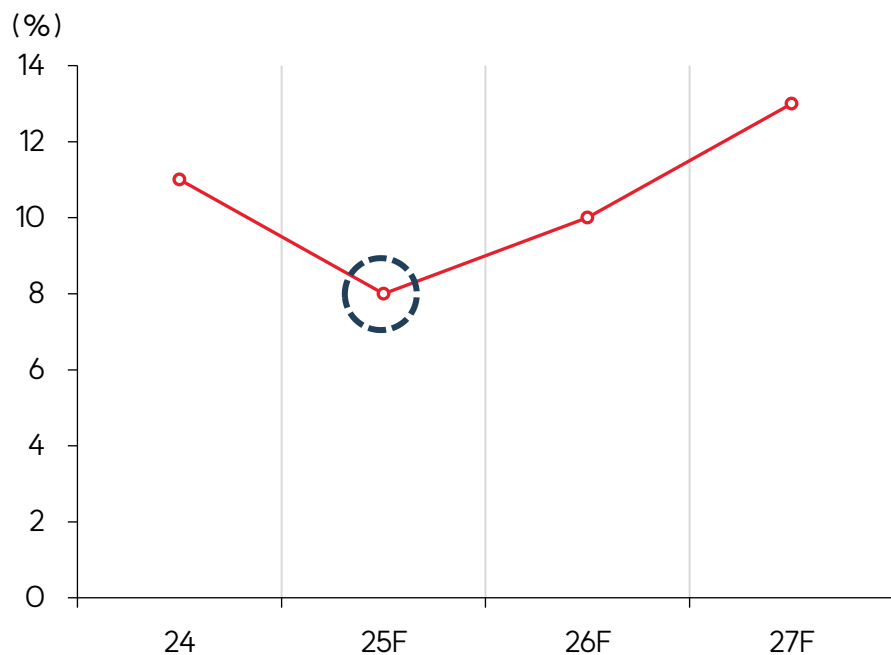


자료: 산업 자료, SK증권 추정

전기차 시장 : 25년에도 비관적인 미국과 유럽

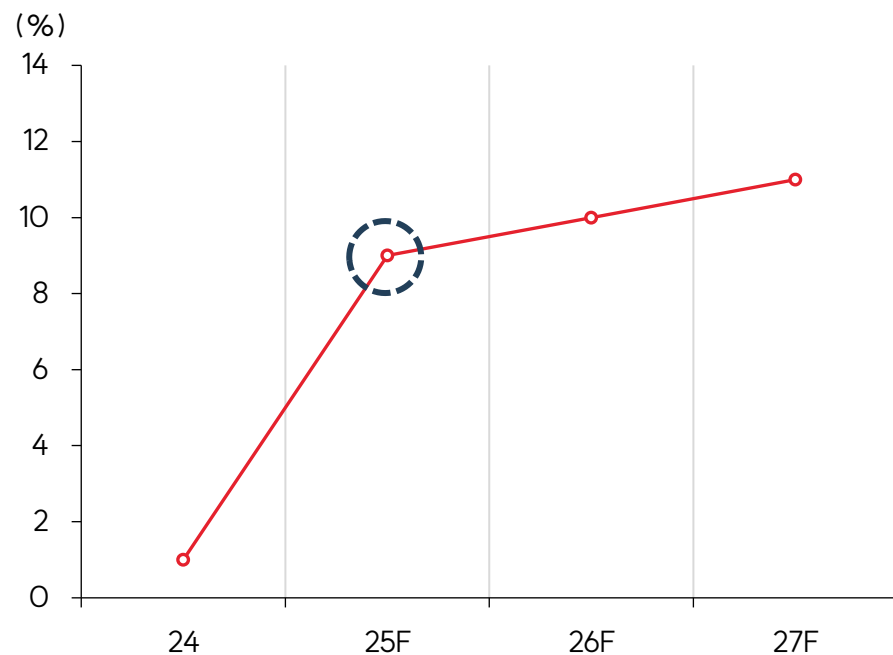
- 미국과 유럽, 2025년 전기차 성장률 부진 우려
 - 미국 : + 8%
 - 유럽 : + 9%
 - 배터리 및 소재 업체들은 2025년 연초 매출 성장률 목표치를 10~30%로 설정

미국, 전기차(BEV+PHEV) 출하량 성장률 전망



자료: 산업 자료, SK증권 추정

유럽, 전기차(BEV+PHEV) 출하량 성장률 전망



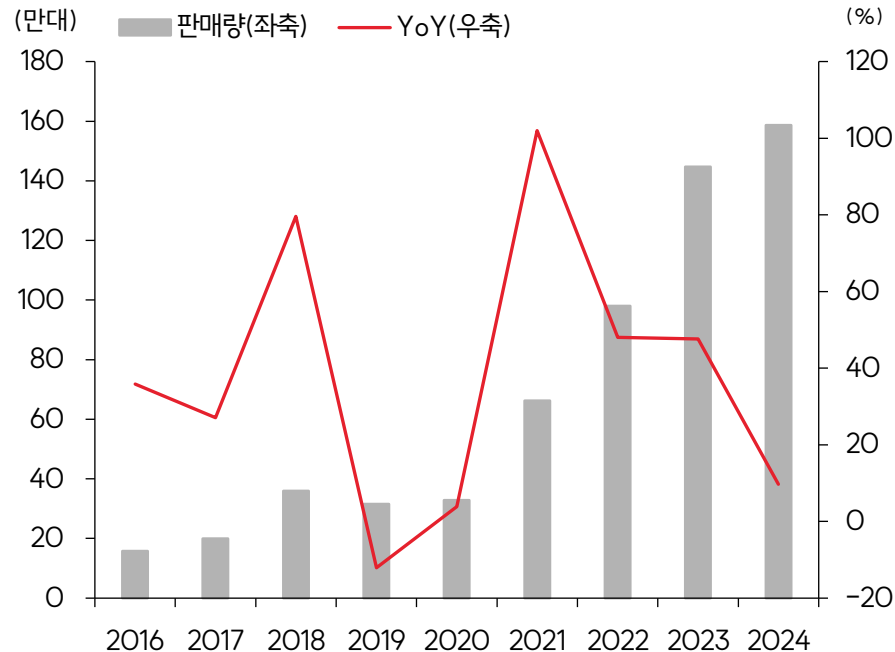
자료: 산업 자료, SK증권 추정

전기차 시장 : 미국

● 미국 내 출하 동향 : 크게 낮아진 성장률

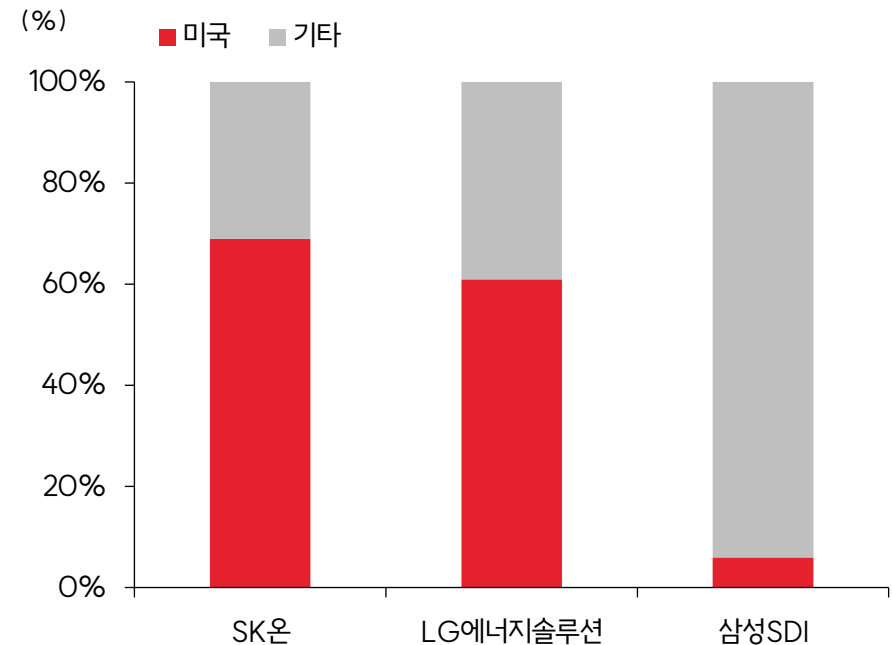
- **업황 개선의 조건은 보조금 유지가 아닌 보조금 확대**
- AMPC와 IRA 보조금 효과로 전기차 체감 가격은 **실제 판매 가격의 81%**
- 제조사 프로모션 반영시 60~75% 수준으로 추가 하락했었음. 보조금이 축소된다면?

미국, 전기차(BEV+PHEV) 출하량 및 성장률



자료: 산업 자료, SK증권

K배터리 3사, 전체 자기자본 내 미국 비중 (2024년 말 기준)



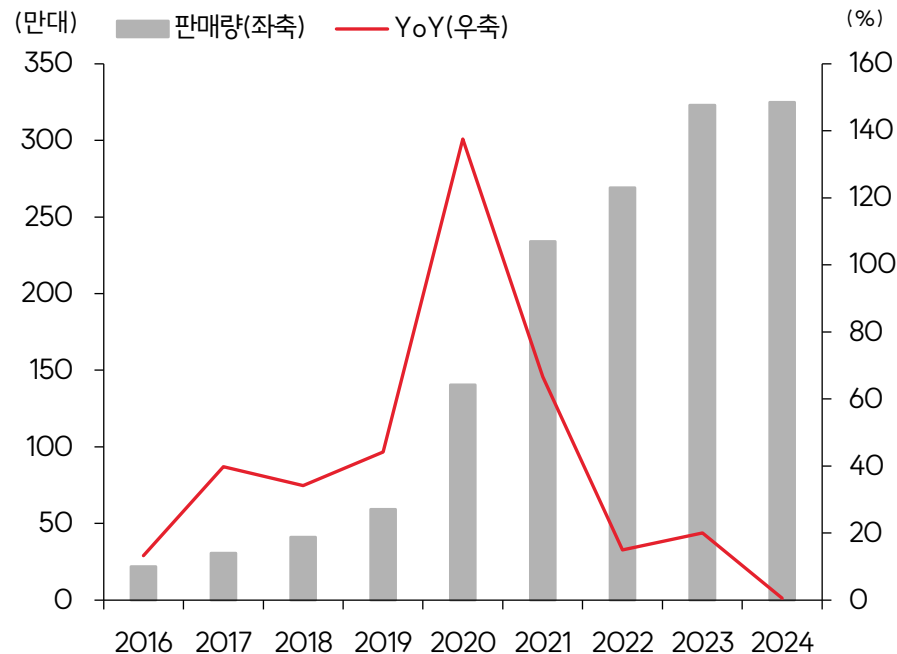
자료: Dart, SK증권

전기차 시장 : 유럽

● 유럽 내 출하 동향 : 전년대비 정체

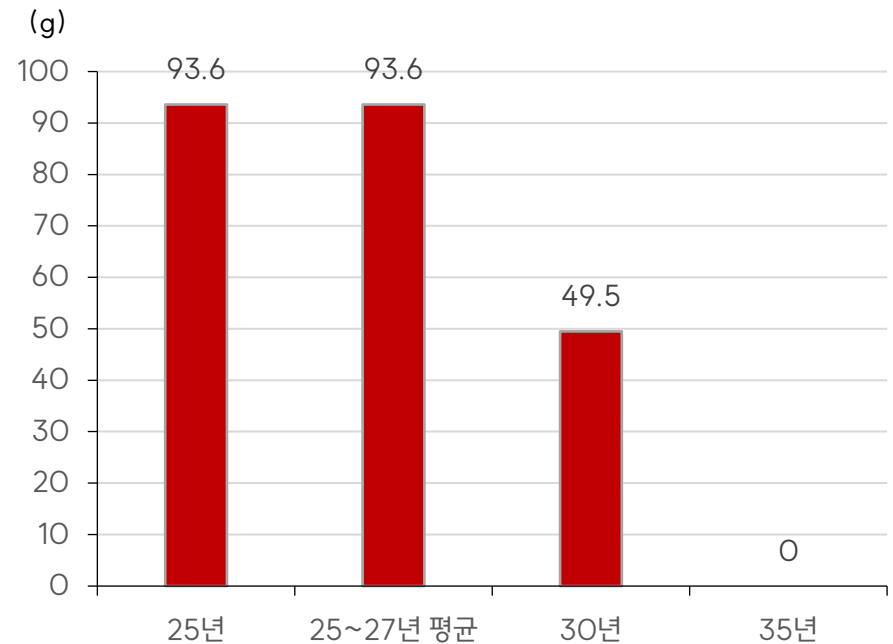
- 유럽연합(EU), 자동차 탄소 초과 배출량에 대한 과징금 부과 계획 3년 유예
- 유럽 자동차 OEM들의 향후 1~3년 전기차 판매 의지 축소 예상

유럽, 전기차(BEV+PHEV) 출하량 및 성장률



자료: 산업 자료, SK증권

CO2 배출 가능 상한선 (km당)

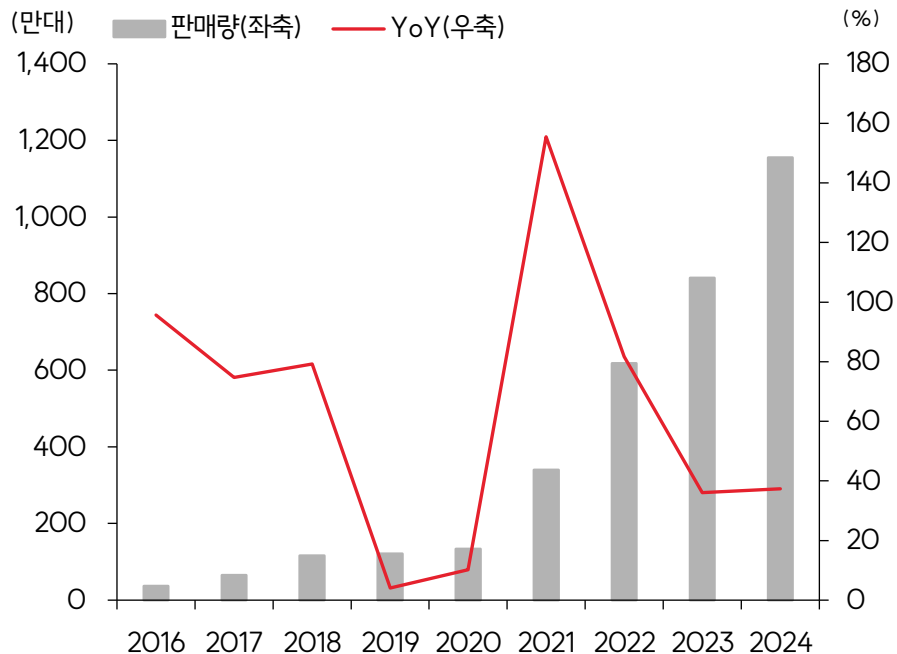


자료: 산업 자료, SK증권

전기차 시장 : 중국

- 중국 내 출하 동향 : 견조한 판매 추이
 - 자국의 육성책으로 견조한 성장세 지속
 - 그러나 탄탄한 배터리 밸류체인으로 한국 기업들의 입장에서는 **진입장벽 높은 시장**

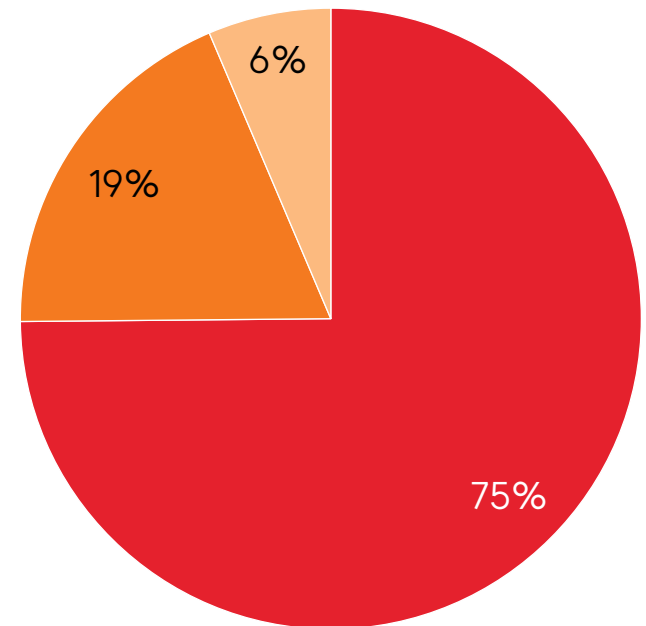
중국, 전기차(BEV+PHEV) 출하량 및 성장률



자료: 산업 자료, SK증권

2차전지 배터리 점유율 동향

- 중국
- 한국
- 기타

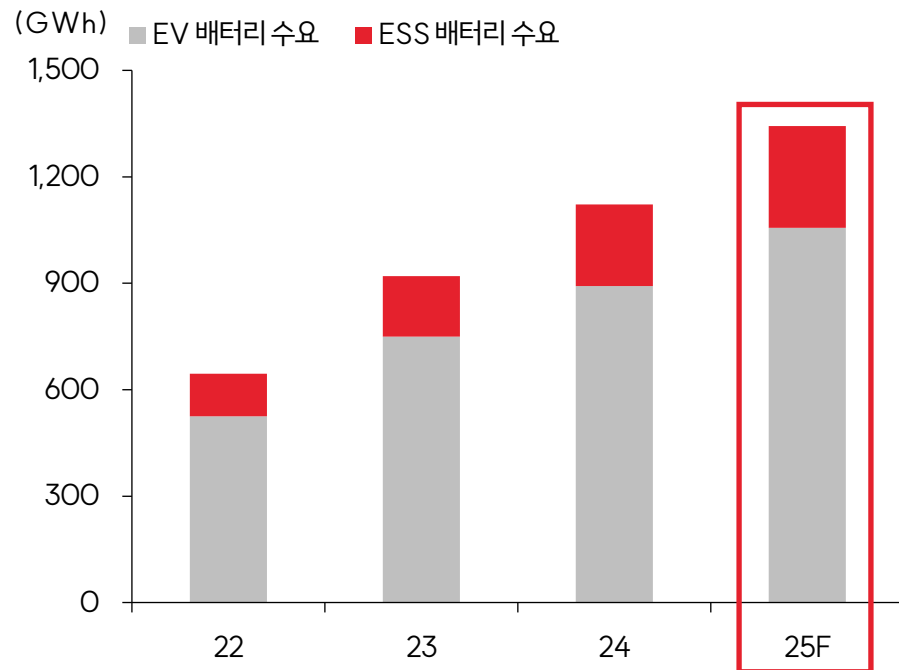


자료: 산업 자료, SK증권

ESS의 명과 암?

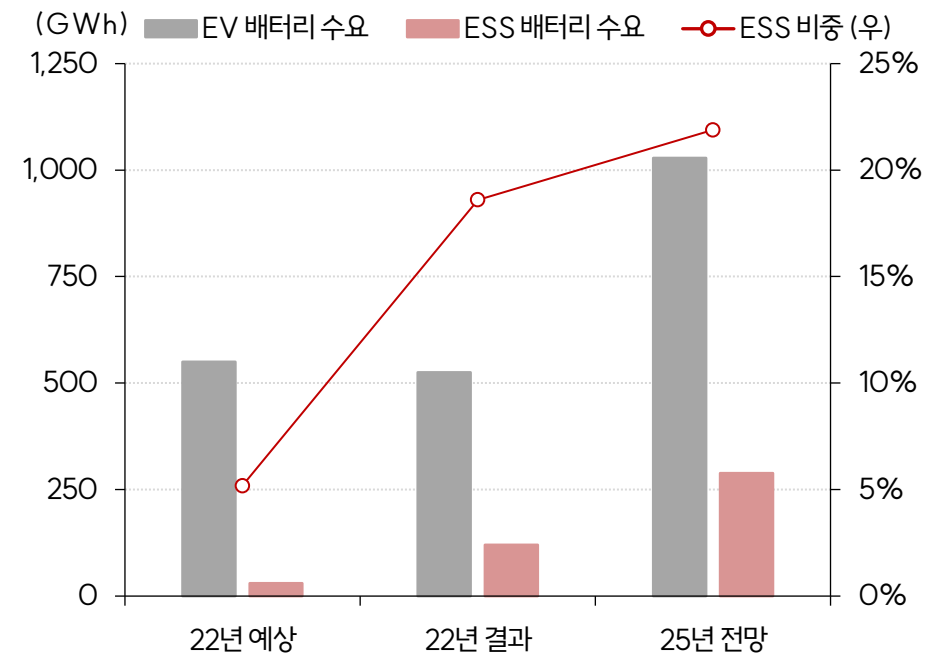
- ESS 수요는 EV와 달리 견조하게 성장 중
 - 그러나 2022년을 제외하면 수요 서프 (추가 수요 창출) 은 제한적. **비중 자체가 낮기 때문**
 - EV 보조금 지급도 어려운 각 국 정부가 ESS 보조금 확대 가능?

2차전지 출하량 추이 및 전망



자료: 산업 자료, SK증권

EV & ESS, 배터리 시장 규모 : 22년 vs 25년



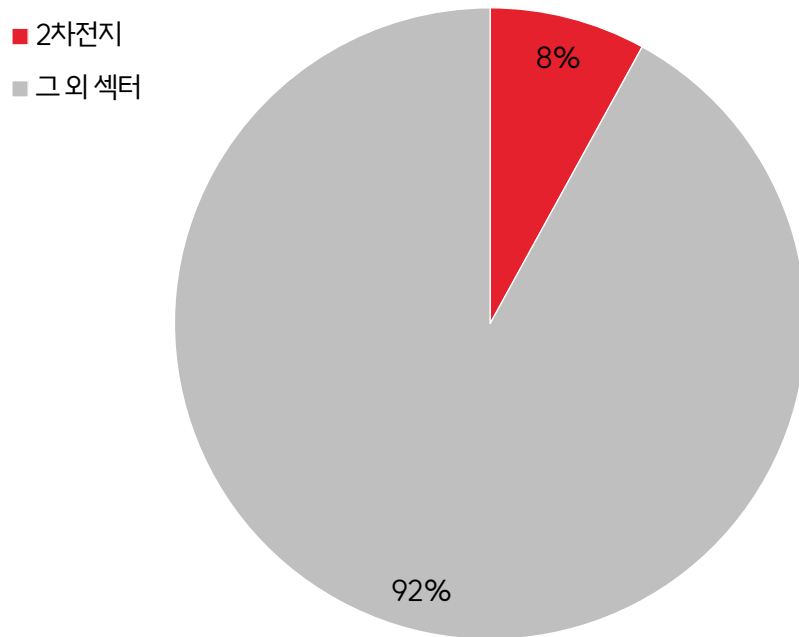
자료: 산업 자료, SK증권

2차전지 시장비중과 수급?

- 2차전지 섹터 비중, 약 8%

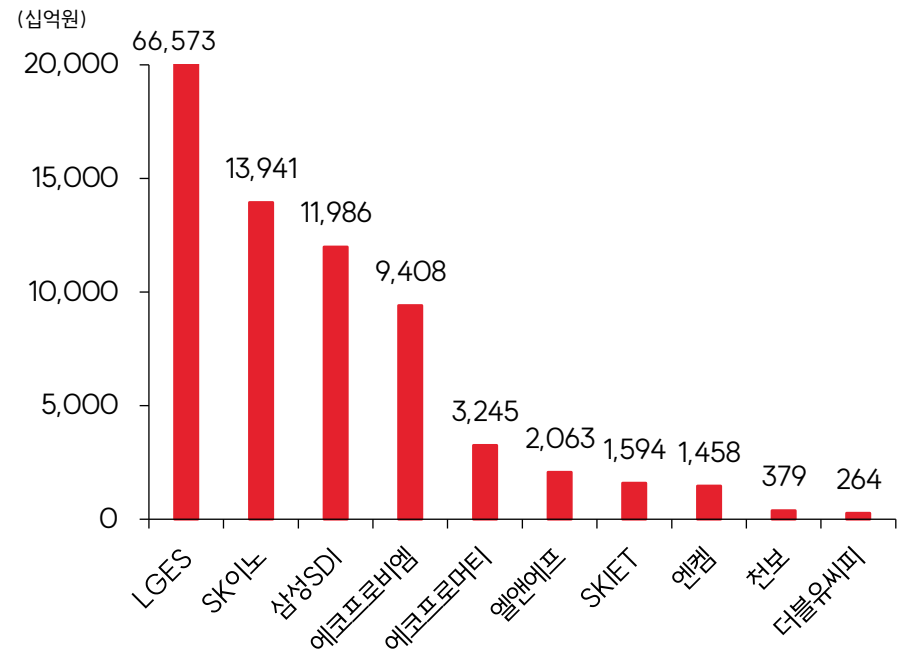
- 2024년 2차전지 주가 : 8월부터 (1년 만의) 반등. 11월까지 건조한 흐름. 그러나 12월 폭락
- 주식시장 내 섹터비중으로 변동성이 부담스러운 섹터

국내 주식시장 내 2차전지 산업 비중



자료: QuantiWise, SK증권

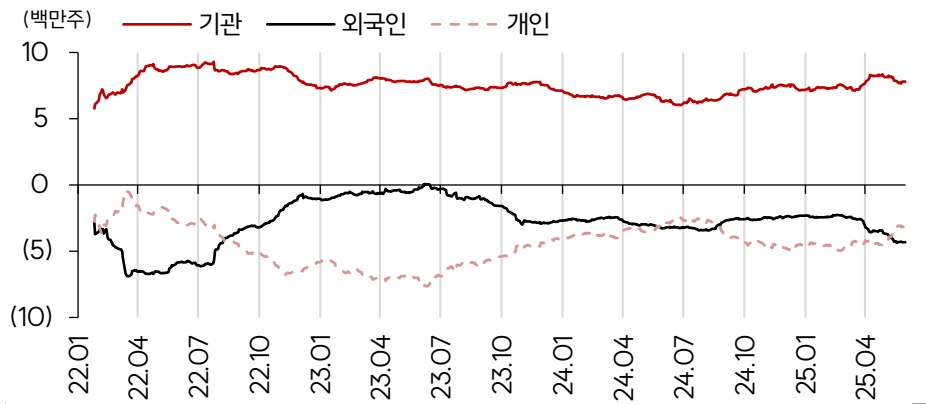
2차전지, 주요기업 시가총액



자료: QuantiWise, SK증권

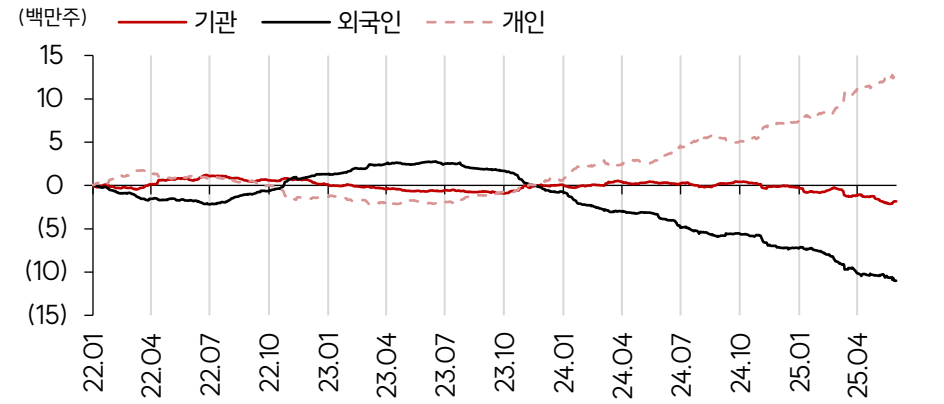
2차전지 수급 추이

LG에너지솔루션, 투자자별 누적순매수 추이 (22~)



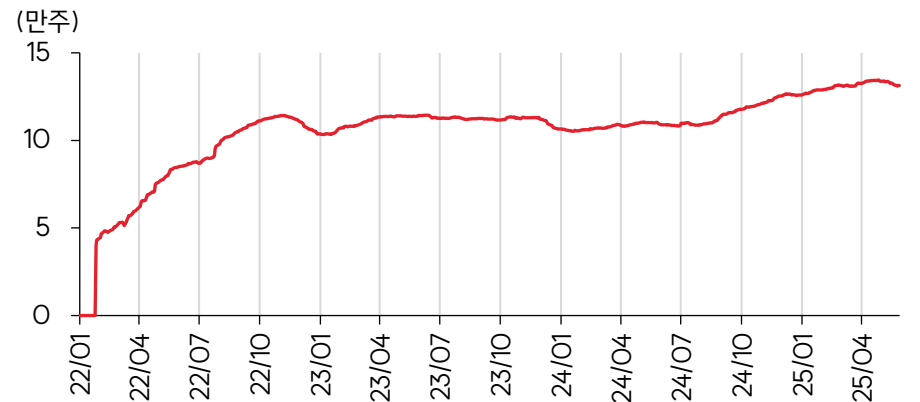
자료 : QuantiWise, SK증권

삼성SDI, 투자자별 누적순매수 추이 (22~)



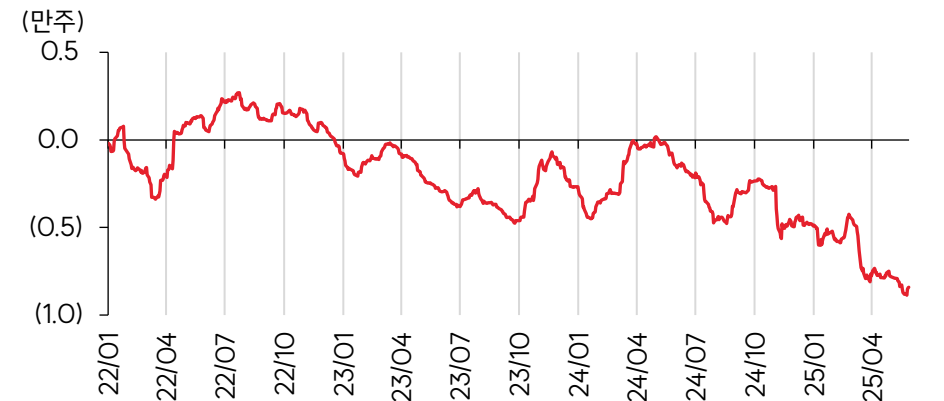
자료 : QuantiWise, SK증권

LG에너지솔루션, 연기금 누적순매수 추이 (22~)



자료 : QuantiWise, SK증권

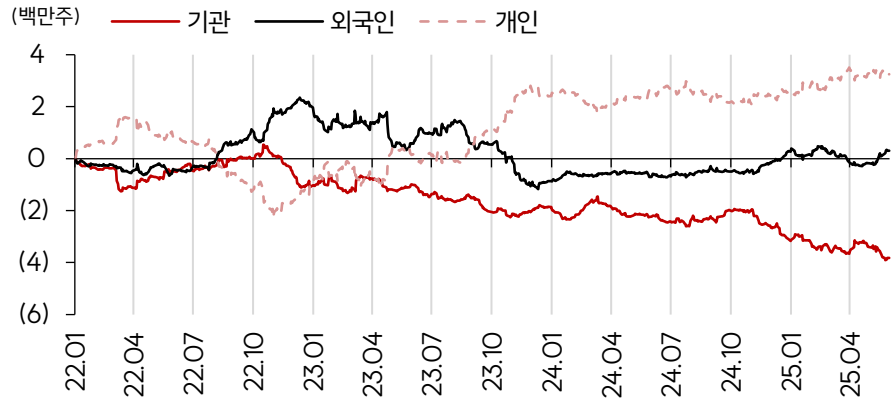
삼성SDI, 연기금 누적순매수 추이 (22~)



자료 : QuantiWise, SK증권

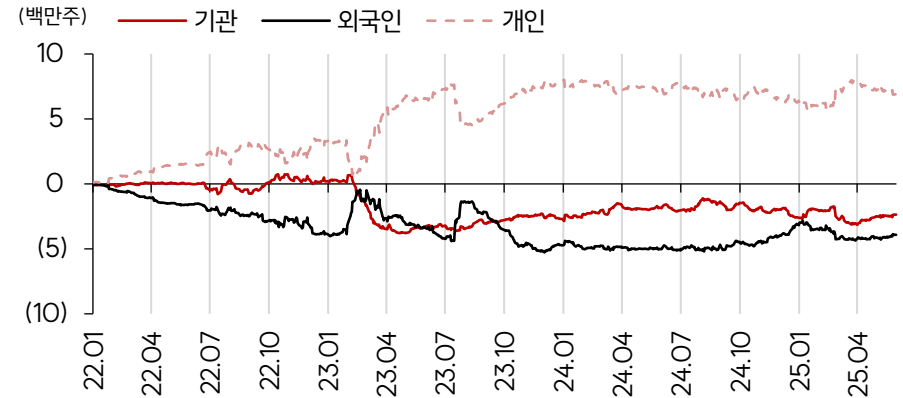
2차전지 수급 추이

포스코퓨처엠, 투자자별 누적순매수 추이 (22~)



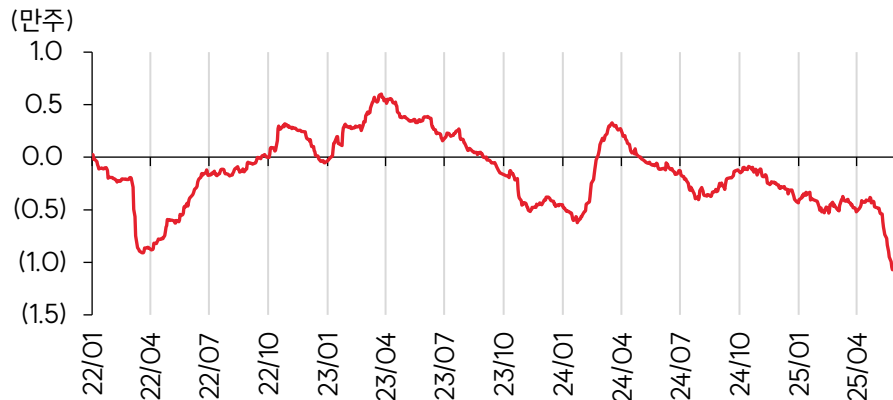
자료 : QuantiWise, SK증권

에코프로비엠, 투자자별 누적순매수 추이 (22~)



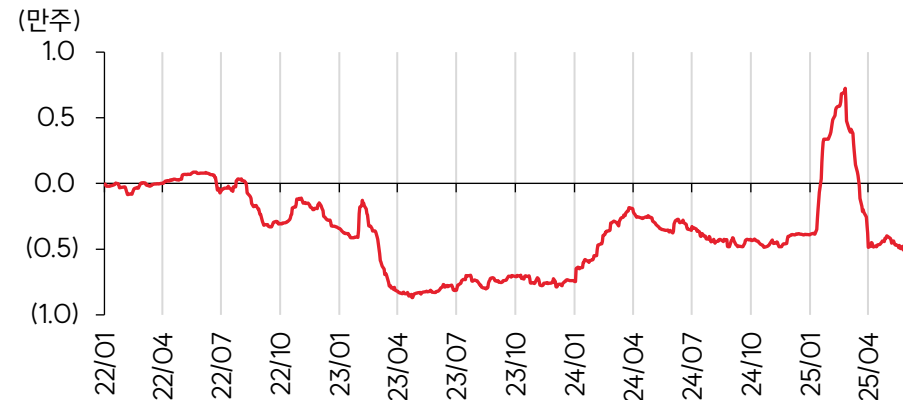
자료 : QuantiWise, SK증권

포스코퓨처엠, 연기금 누적순매수 추이 (22~)



자료 : QuantiWise, SK증권

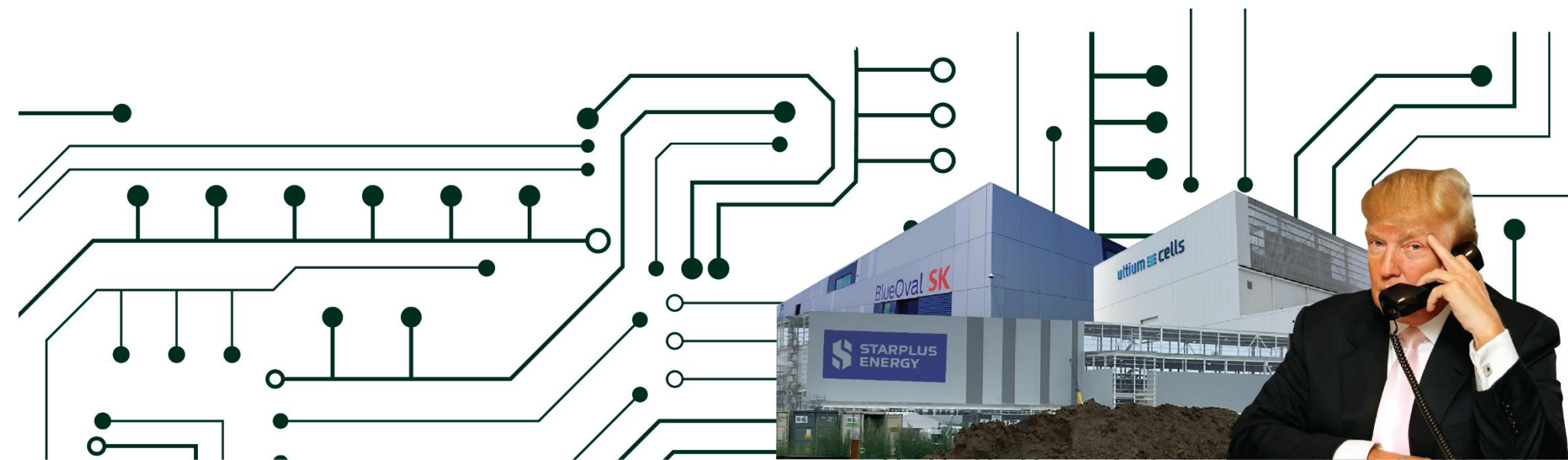
에코프로비엠, 연기금 누적순매수 추이 (22~)



자료 : QuantiWise, SK증권

Chapter 3.

IT하드웨어에서 경험 못한, 배터리의 초강도 다운사이클

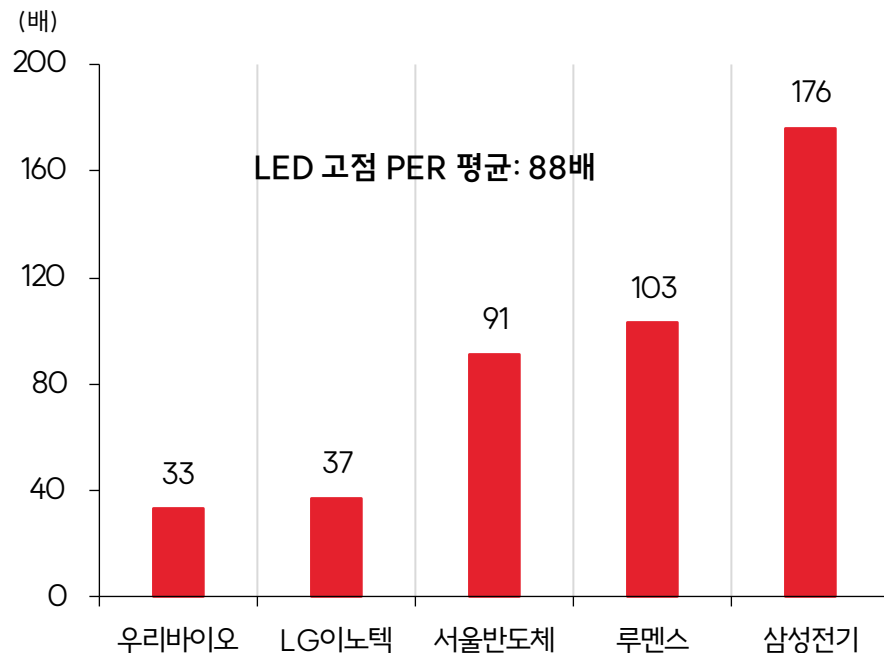


IT부품으로 바라본 2차전지 밸류에이션

- 과거 IT 모멘텀에서의 PER 추이:

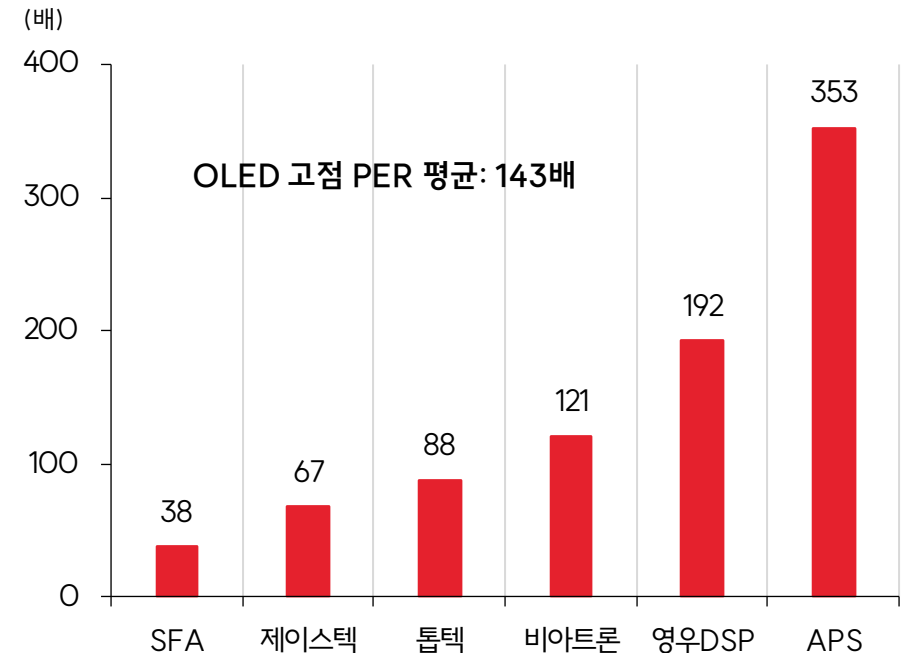
- LED 시장개화 : 태양광과 함께 가장 대표적인 공급과잉 버블 사이클
- 애플 아이폰 OLED 사이클

LED모멘텀, Trailing PER 고점(2009~2010년)



자료: QuantiWise, SK증권

OLED 모멘텀, Trailing PER 고점(2015~2017년)

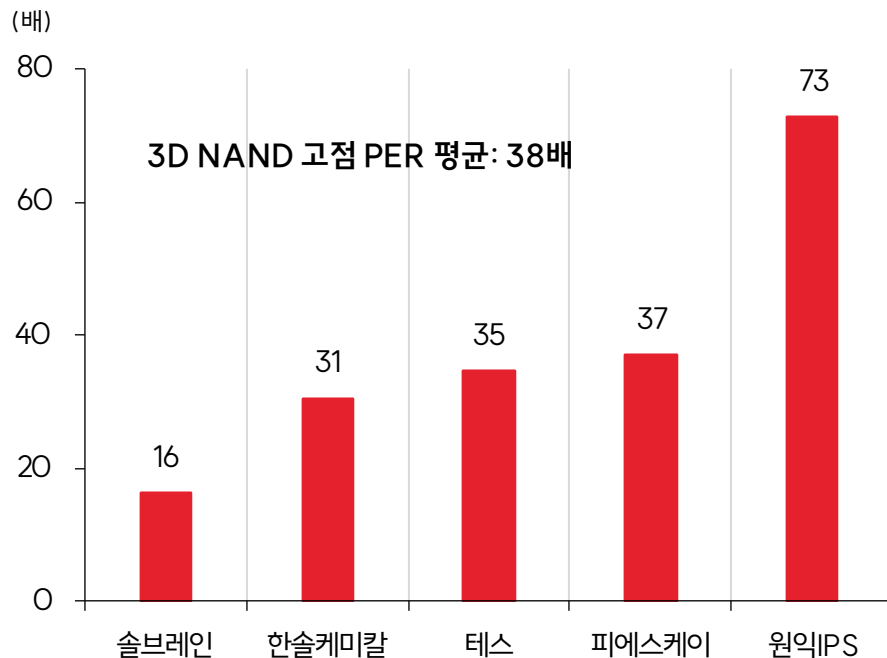


자료: QuantiWise, SK증권

IT부품으로 바라본 2차전지 밸류에이션

- 과거 IT 모멘텀에서의 PER 추이:
 - 3D NAND 기술변화
 - MLCC Big Cycle : 쇼티지 발생

3D NAND 모멘텀, Trailing PER 고점 (2016~2017년)



자료: QuantiWise, SK증권

수동소자(MLCC) 모멘텀, Trailing PER 고점 (2017~2018년)



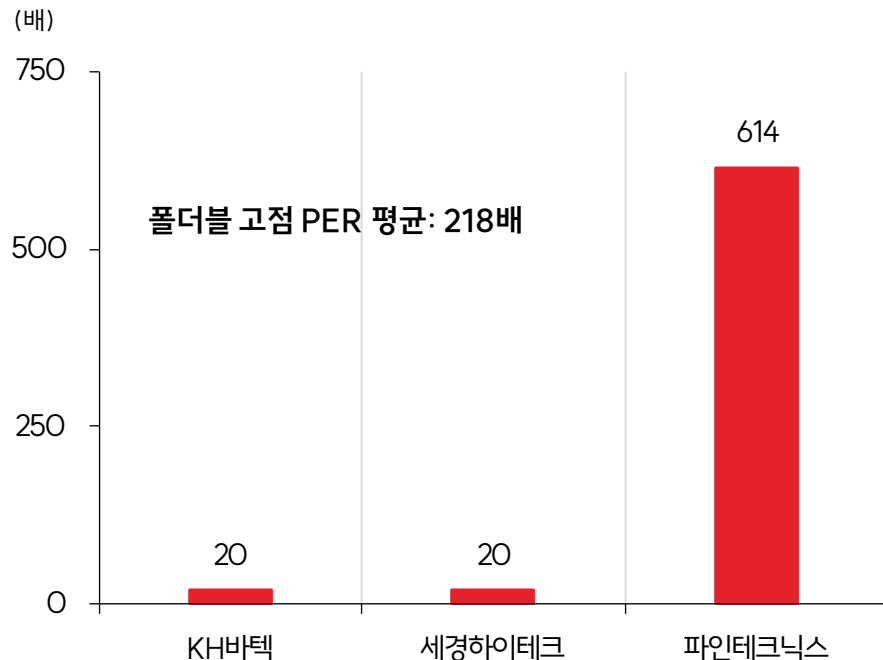
자료: QuantiWise, SK증권

IT부품으로 바라본 2차전지 밸류에이션

- 과거 IT 모멘텀에서의 PER 추이:

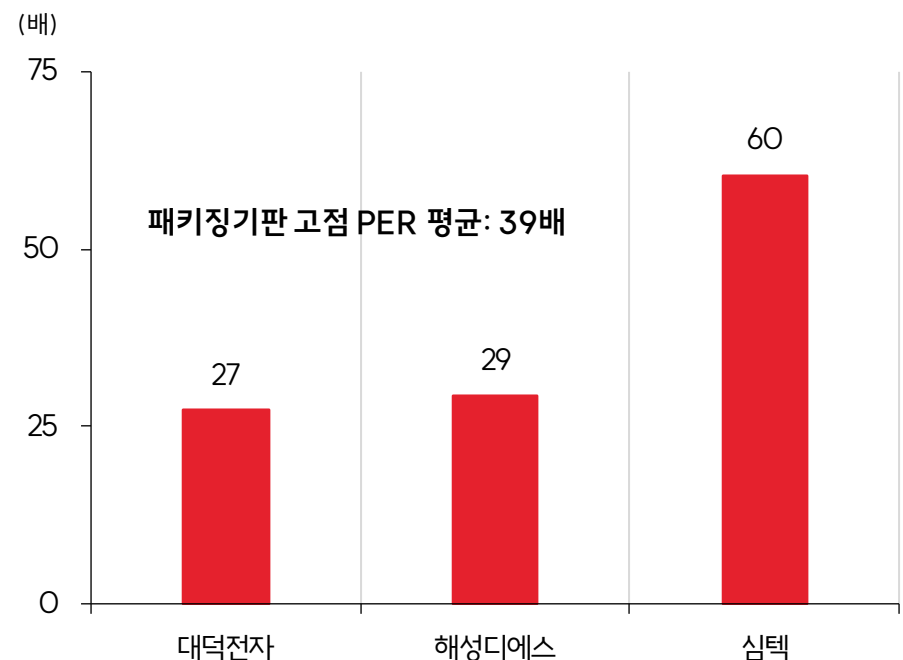
- 폴더블 기술변화
- 패키징기판 Big Cycle

폴더블 모멘텀, Trailing PER 고점(2019년~현재)



자료: QuantiWise, SK증권

패키징기판 모멘텀, Trailing PER 고점(2019~2022년)

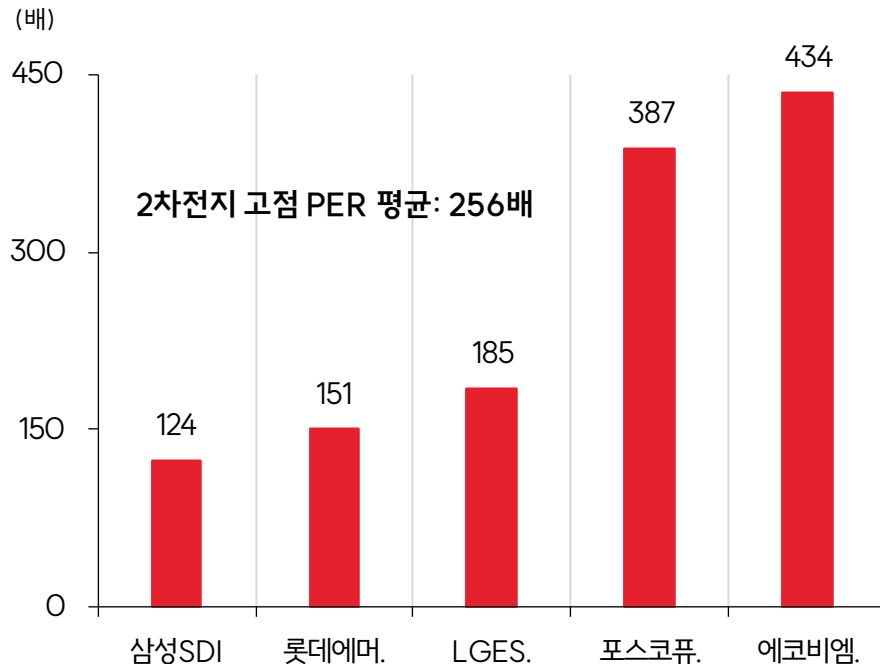


자료: QuantiWise, SK증권

IT부품으로 바라본 2차전지 밸류에이션

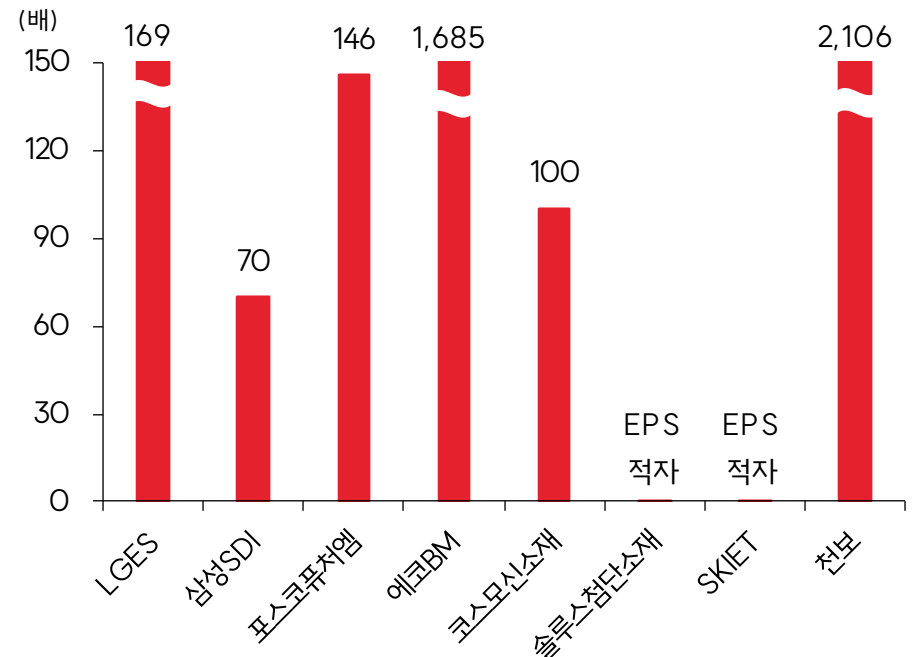
- 2차전지는 지난 15년의 IT 섹터에서 유례없는 수준의 높은 밸류에이션 멀티플 기록
 - IT하드웨어의 적정 PER은 미래 가장 좋을 것으로 예상되는 순이익의 10배
 - 고밸류에이션(주가)보다 심각한 공급과잉(업황) 문제

2차전지 모멘텀, Trailing PER 고점(2022년~현재)



자료: QuantiWise, SK증권

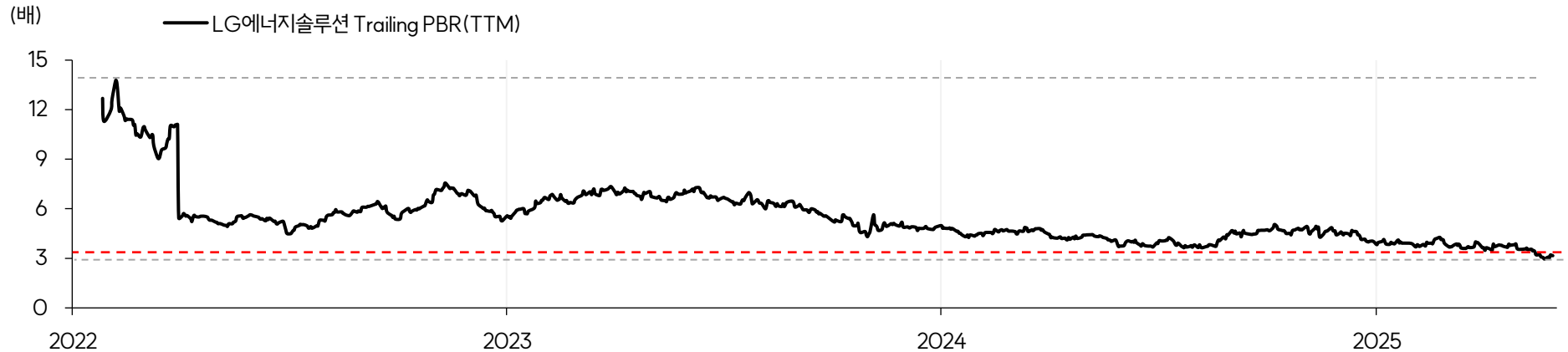
배터리 주요 기업의 25F PER



자료: QuantiWise, SK증권

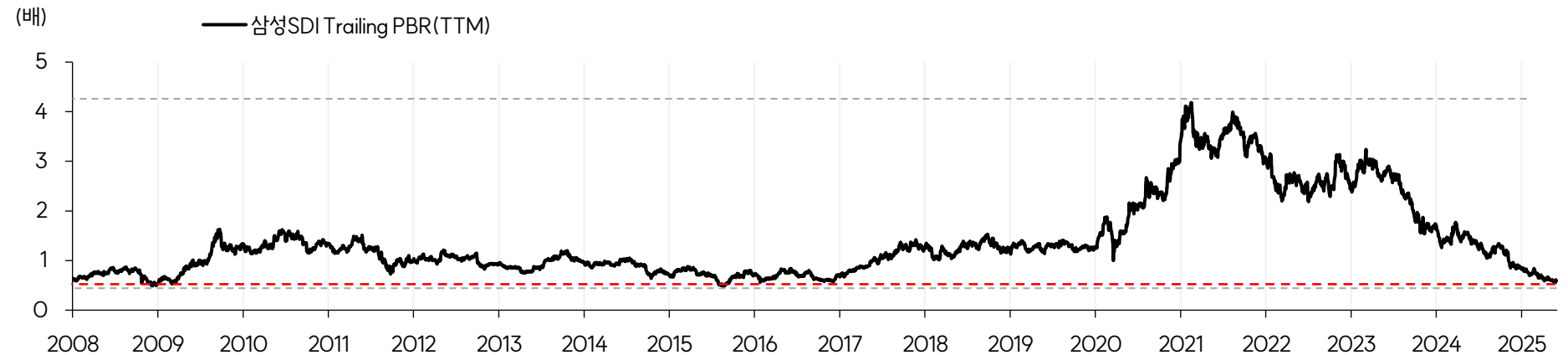
2차전지 주요기업 Valuation

LG에너지솔루션, Trailing PBR



자료 : SK증권

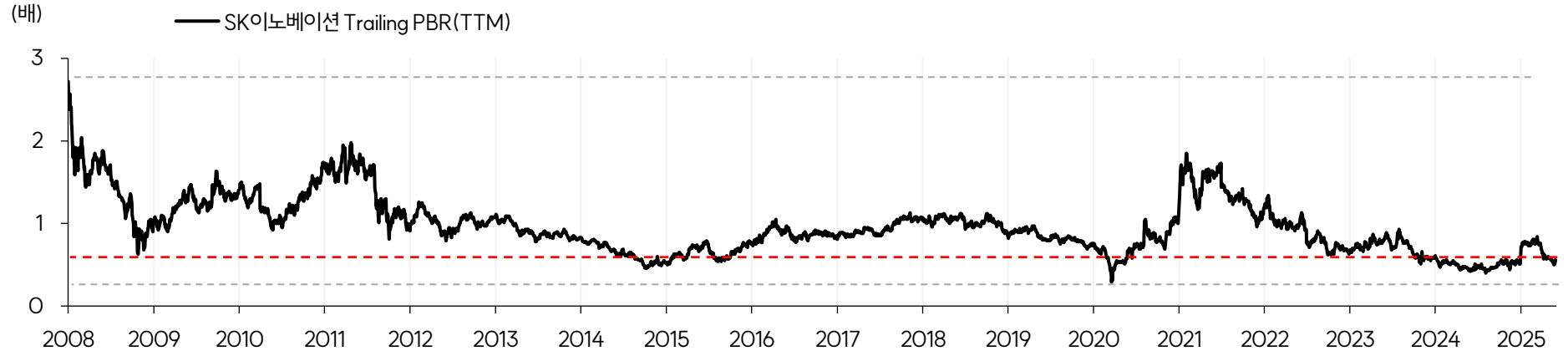
삼성SDI, Trailing PBR



자료 : SK증권

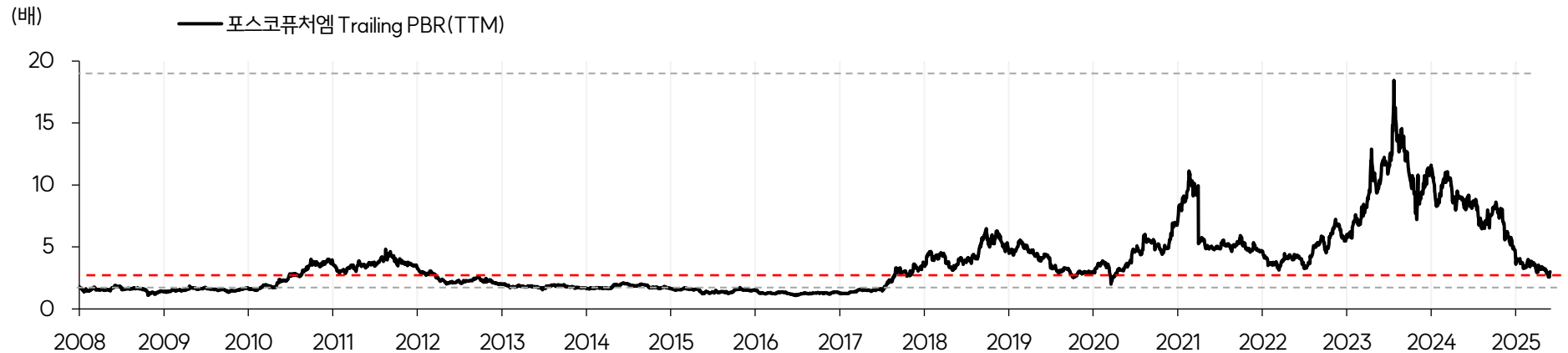
2차전지 주요기업 Valuation

SK이노베이션, Trailing PBR



자료 : SK증권

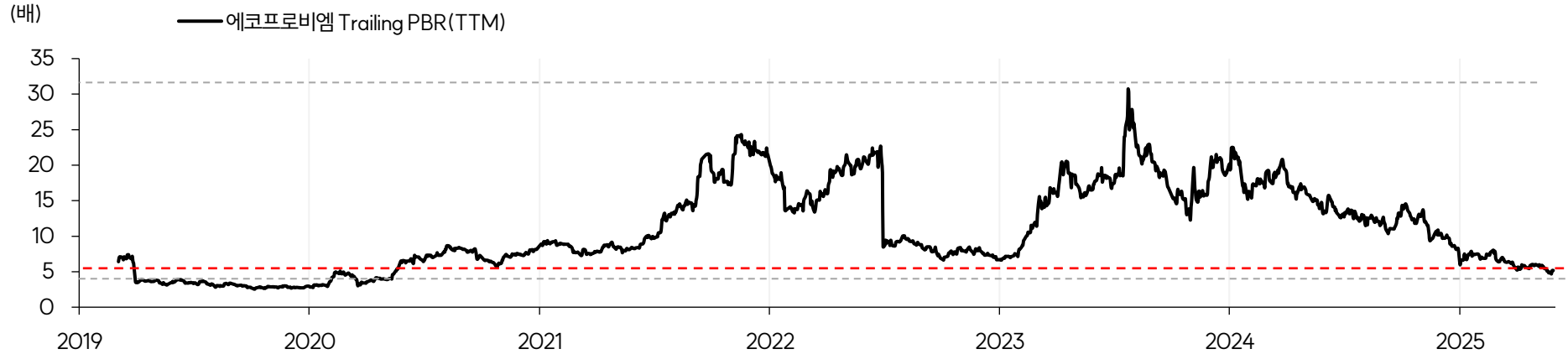
포스코퓨처엠, Trailing PBR



자료 : SK증권

2차전지 주요기업 Valuation

에코프로비엠, Trailing PBR



자료 : SK증권

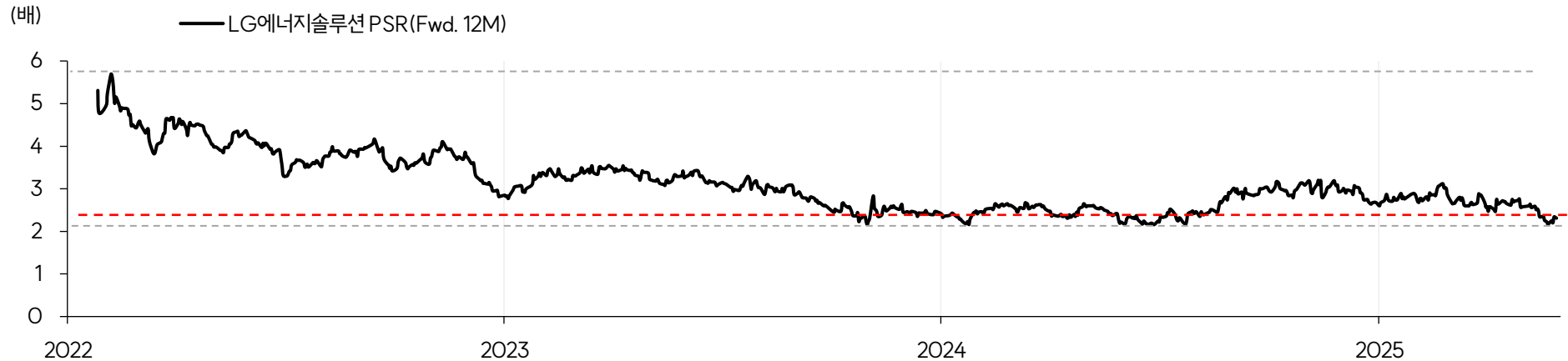
엘앤에프, Trailing PBR



자료 : SK증권

2차전지 주요기업 Valuation

LG에너지솔루션, 12MF PSR



자료 : SK증권

삼성SDI, 12MF PSR



자료 : SK증권

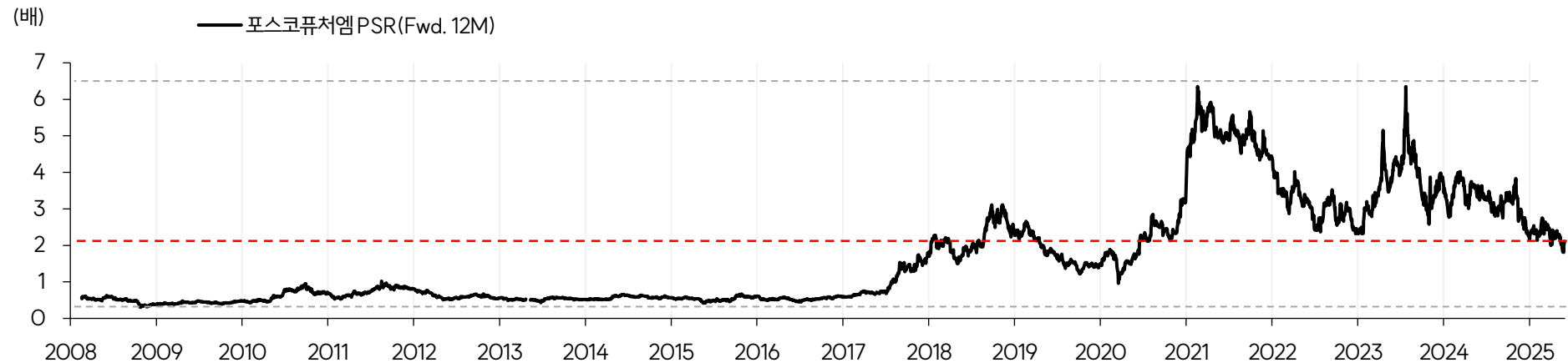
2차전지 주요기업 Valuation

SK이노베이션, 12MF PSR



자료 : SK증권

포스코퓨처엠, 12MF PSR



자료 : SK증권

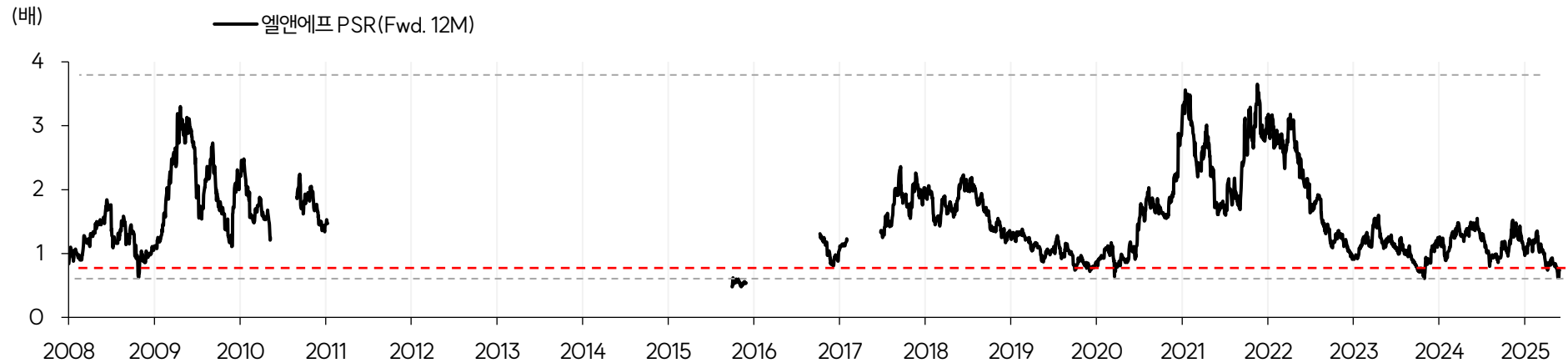
2차전지 주요기업 Valuation

에코프로비엠, 12MF PSR



자료 : SK증권

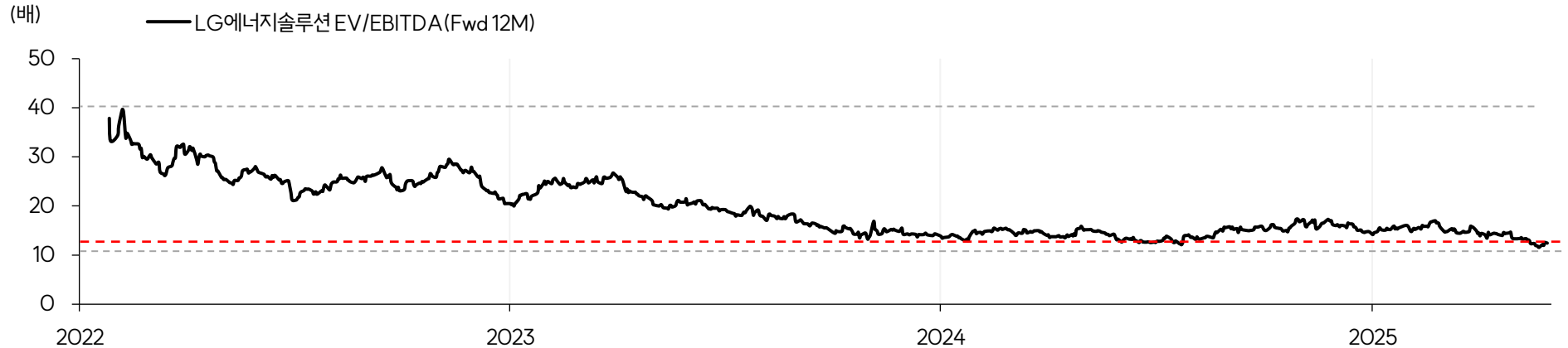
엘앤에프, 12MF PSR



자료 : SK증권

2차전지 주요기업 Valuation

LG에너지솔루션, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

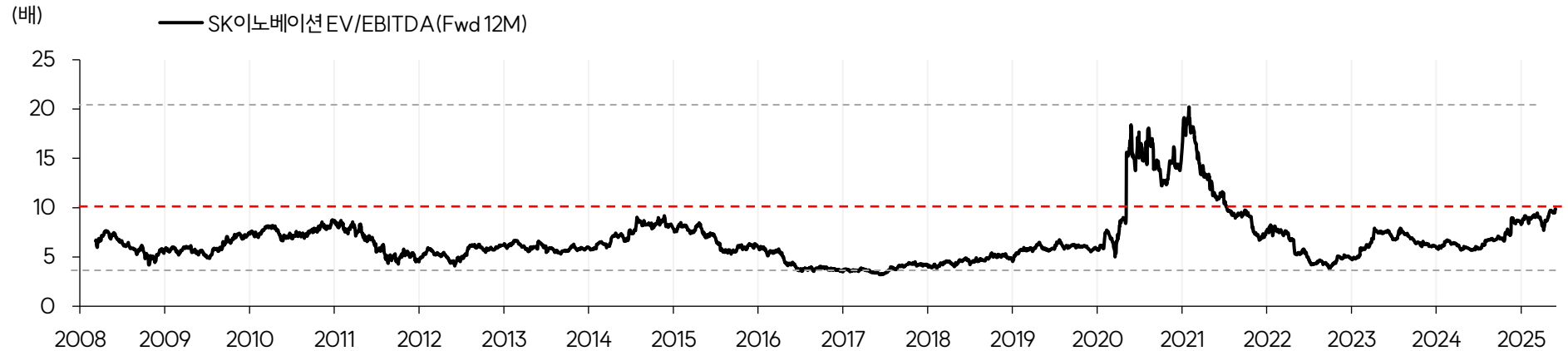
삼성SDI, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

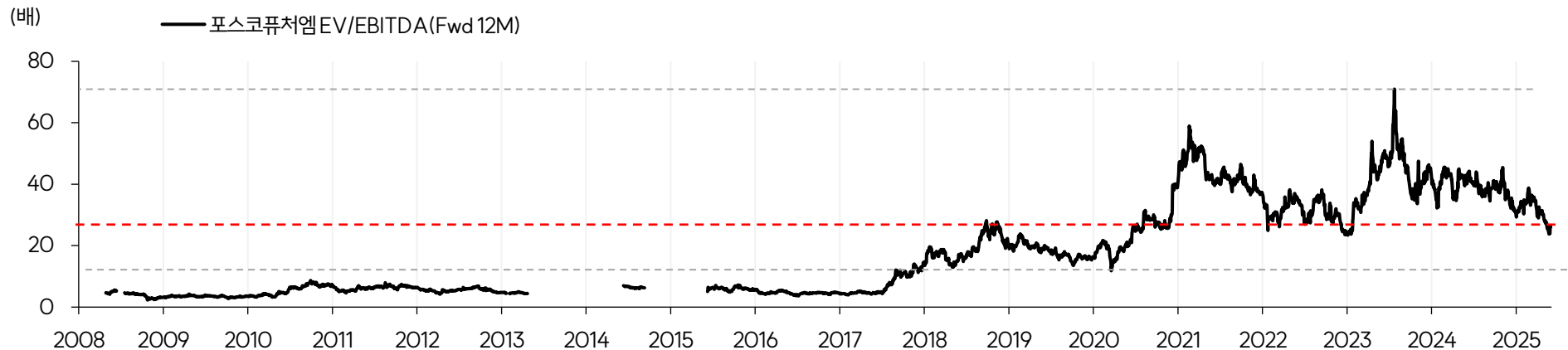
2차전지 주요기업 Valuation

SK이노베이션, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

포스코퓨처엠, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

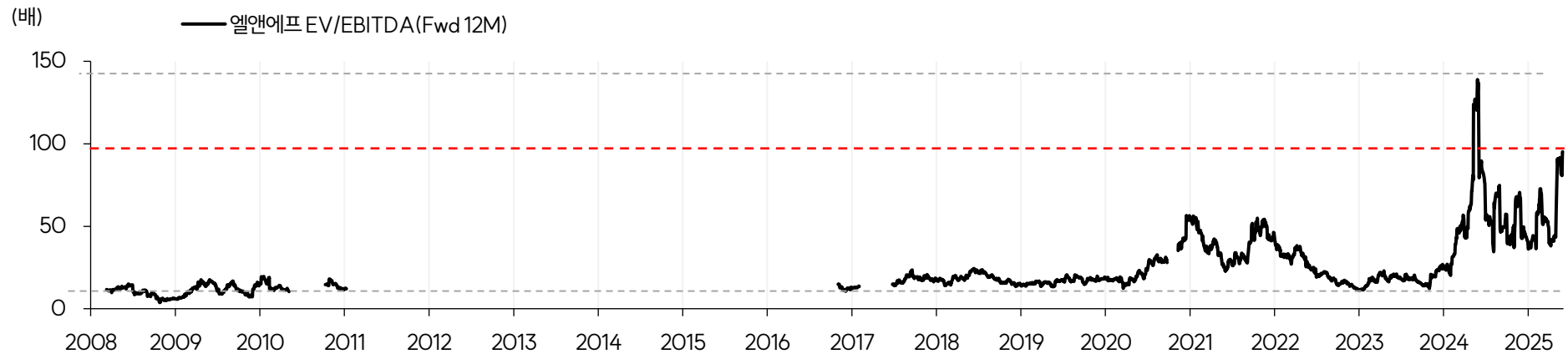
2차전지 주요기업 Valuation

에코프로비엠, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

엘앤에프, 12MF EV/EBITDA



자료 : SK증권

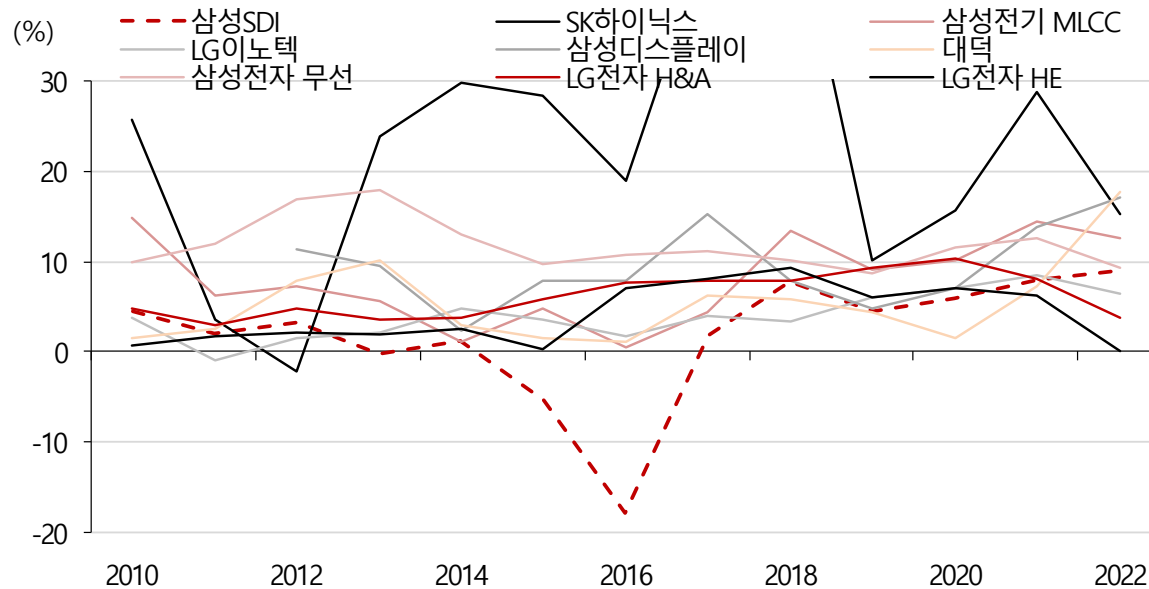
한국 IT 수익성 분석 : 2차전지 vs IT부품

한국 IT 하드웨어, 과거 14년 평균 OPM

기업명	고마진			중마진			저마진		
	SK하이닉스	삼성전자 무선	삼성 디스플레이	삼성전기 MLCC	LG전자 H&A	대덕	LG이노텍	LG전자 HE	삼성SDI
제품군	메모리	스마트폰	디스플레이	MLCC	가전	기판	카메라	TV	배터리
평균 OPM	19	12	10	8	6	6	4	4	2

자료: QuantiWise, SK증권 추정

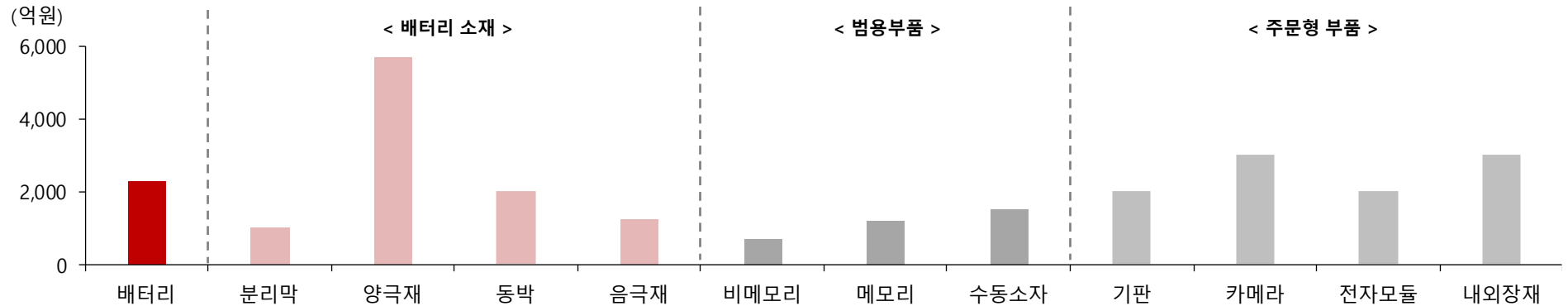
주요 IT 제품별 수익성(영업이익률) 비교



자료: QuantiWise, SK증권 추정

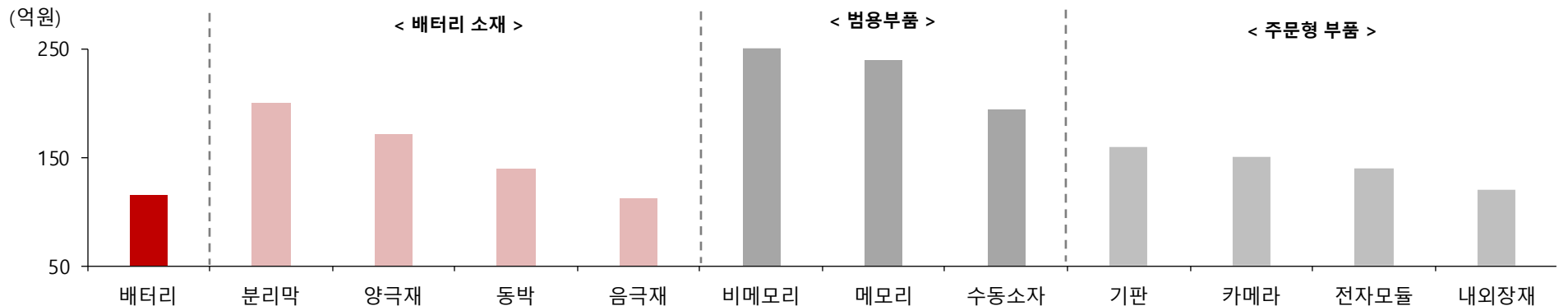
한국 IT 투자효율 분석 : 2차전지 vs IT부품

한국 IT 제품별 투자효율: CAPEX 1,000 억원 당 발생 가능 '매출액'



자료 : SK증권 추산

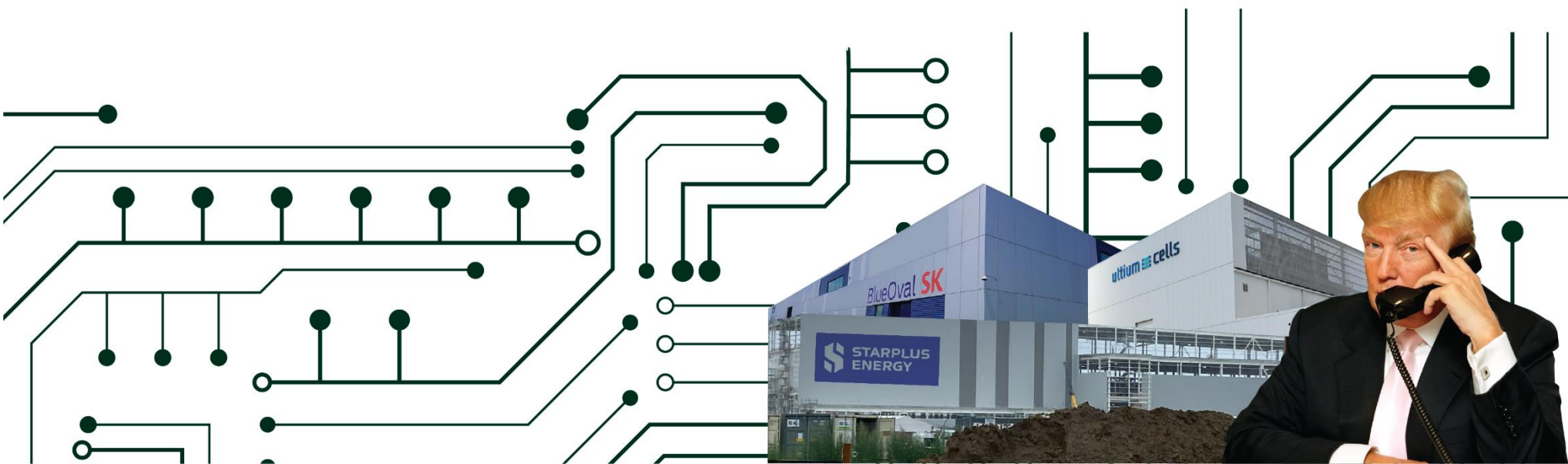
한국 IT 제품별 투자효율: CAPEX 1,000 억원 당 발생 가능 '영업이익'



자료 : SK증권 추산

Chapter 4.

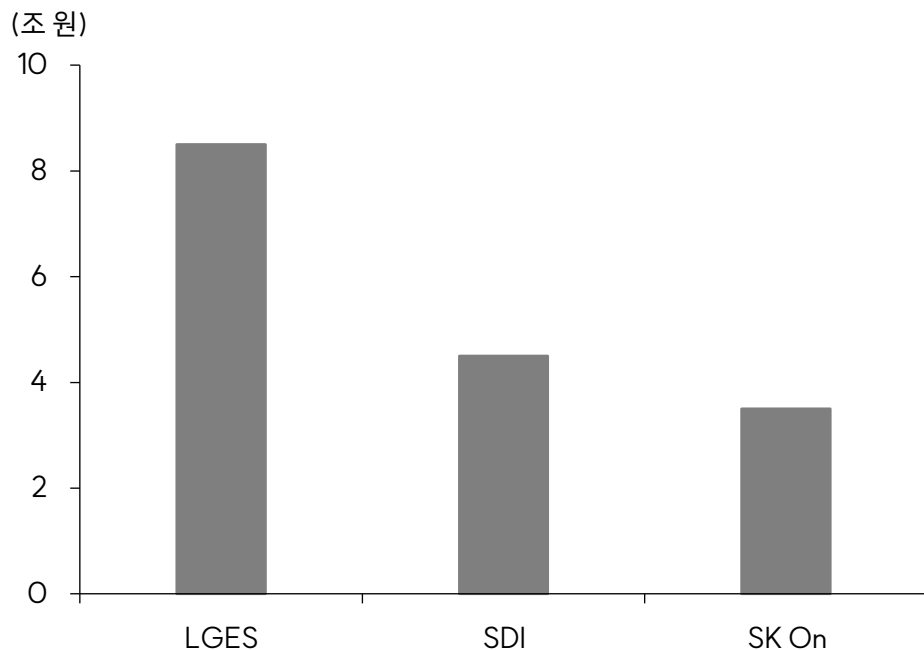
미래 승부수: 생존이 우선, 구조 안정이 해답



① 더 적극적인 CAPEX 축소

- 2025년의 CAPEX는 2028~2029년의 캐파 증설을 의미
 - 공급과잉 상황에서는 고수익성 확보 불가 > 투자자본 회수 불가
 - EBITDA, 이자비용, 자본조달/차입확대 불확실성 고려 필요. 생존이 최우선
 - 극단적 CAPEX 추가 조정필요. 국내 셀 3사의 현재 투자가 모두 진행될 경우 2030년에도 수급역전 (수급 밸런스 전환) 불확실

K배터리 3사, 2025년 CAPEX 전망



자료: SK증권 추정

K배터리 3사, 2025년 EBITDA전망



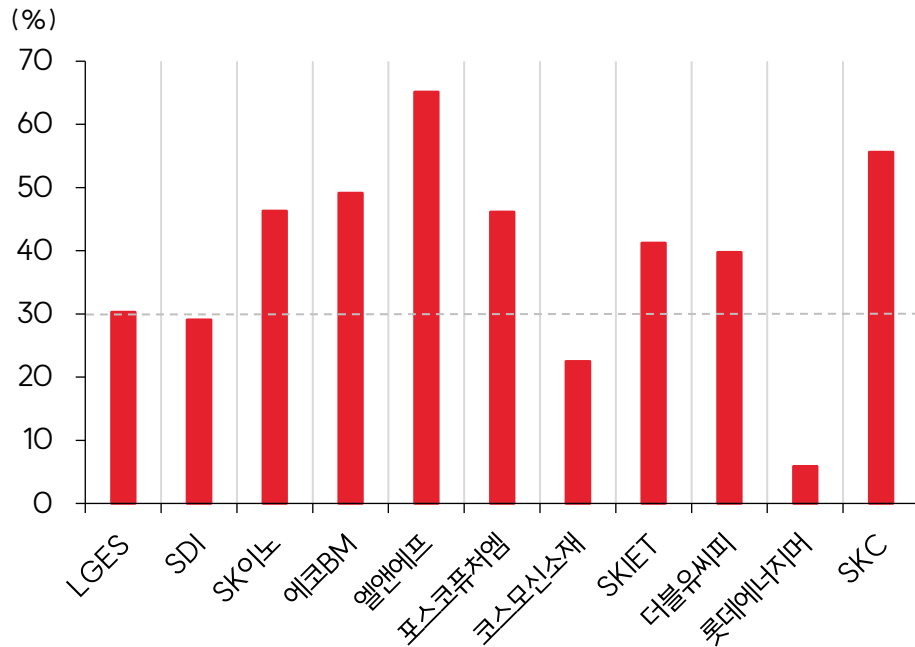
자료: QuantiWise, SK증권

② 부채관리 : 차입 축소

● 진짜 문제는 부채비율이 아니라, 차입금의존도와 단기차입금비중에 있음

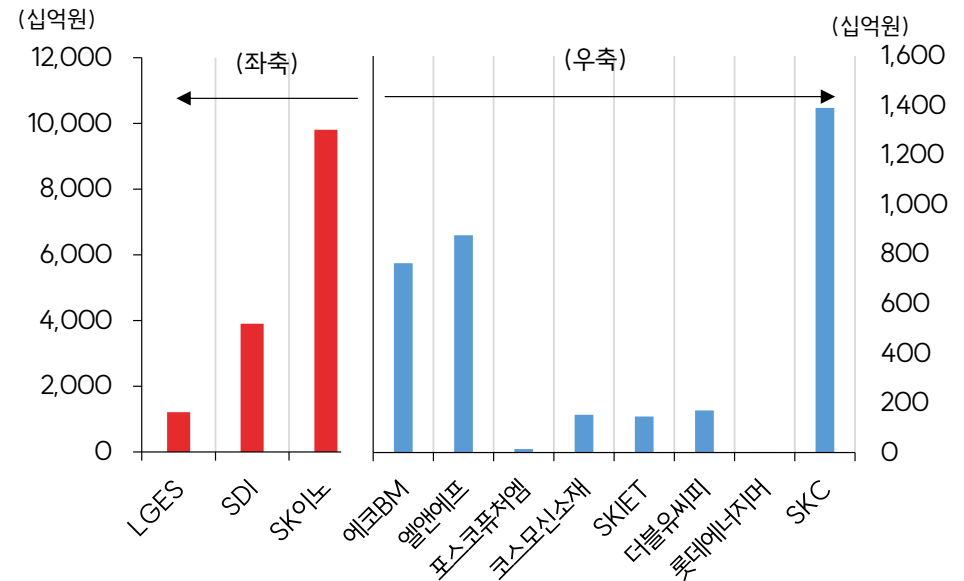
- 국내 다수의 2차전지 기업들은 차입금의존도가 40% 상회
- 동시에 단기차입비중 높은 기업들은 신용 부담 존재
- 차입 축소 필요

주요기업들의 차입금의존도 (1Q25 기준)



자료: QuantiWise, SK증권

주요기업들의 단기차입금 (1Q25 기준)

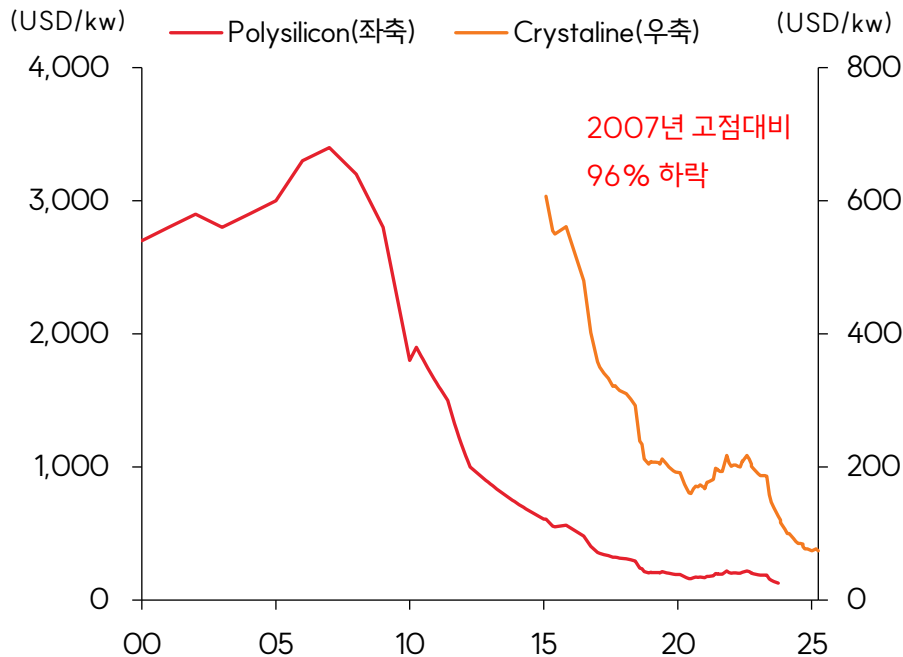


자료: QuantiWise, SK증권

③ 경쟁완화 (구조조정) 용단 필요

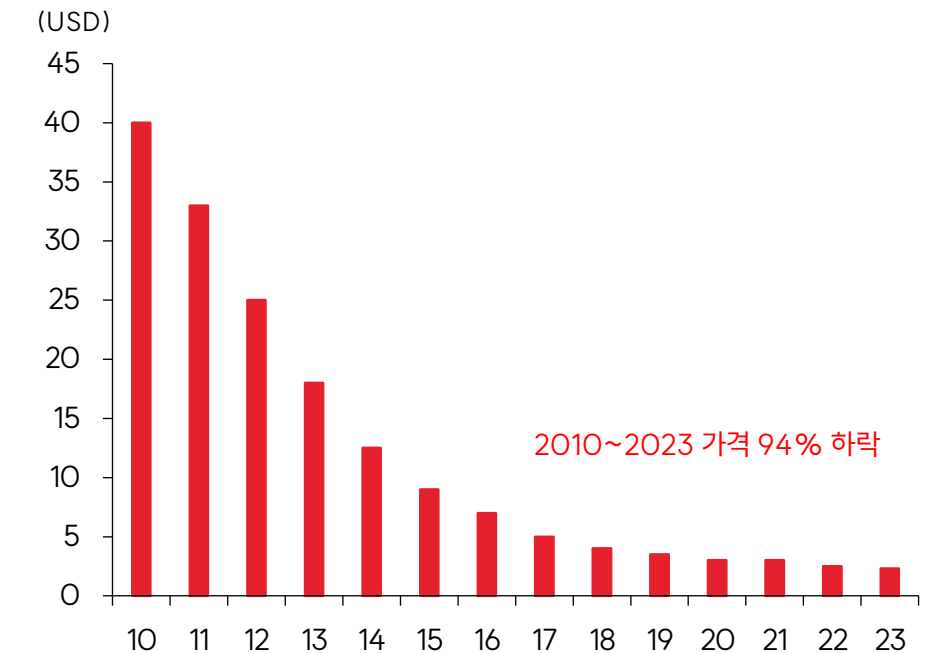
- 수요둔화 + 공급확대 > 낮은 가동률 > 고정비 부담 증가 > 수익성 훼손 > 이익 성장 불확실
 - 공급과잉은 가격의 구조적/장기적 하락을 초래. **K-배터리 3사간 경쟁 완화 방안 모색 필요**
 - 과거, 스마트폰/태양광/LED/디스플레이 등 IT 산업에서의 구조조정 사례
 - 문제는 구조조정의 주체: 각 개별 기업들은 축소 결정 어려울 것. 산업/국가 차원의 중립적 중재 및 통합 전략 필요

태양광(PV) 모듈 가격 추이



자료: PVINSIGHTS, SK증권

LED A-Type Bulbs 가격 추이

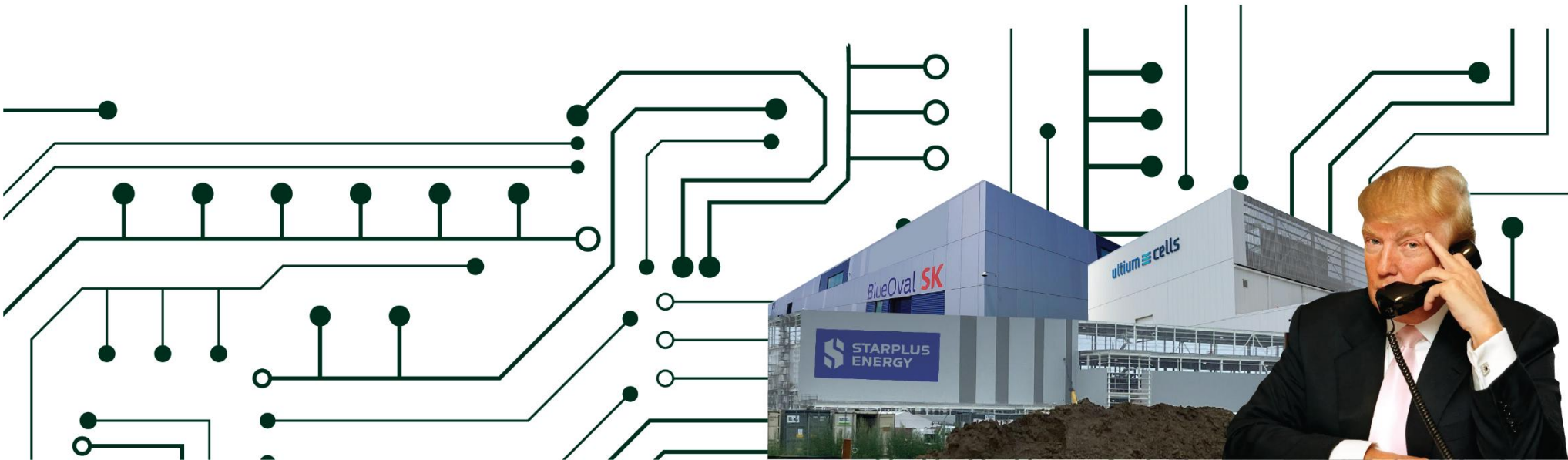


자료: ModernPlace, SK증권

Chapter 5.

Appendix.

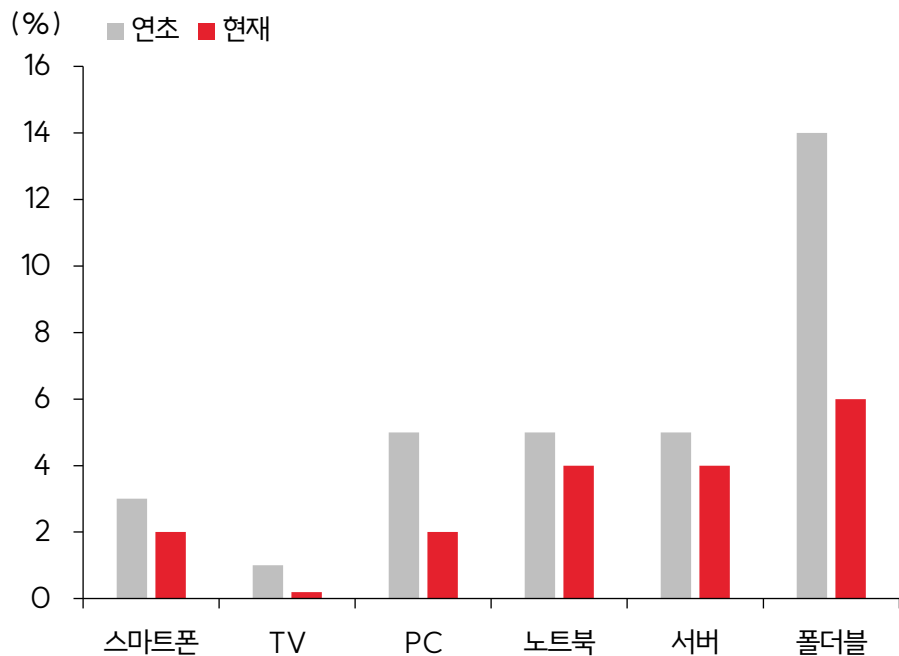
IT하드웨어 업황으로 보는 배터리



하반기의 불확실성 : 재고 & 관세

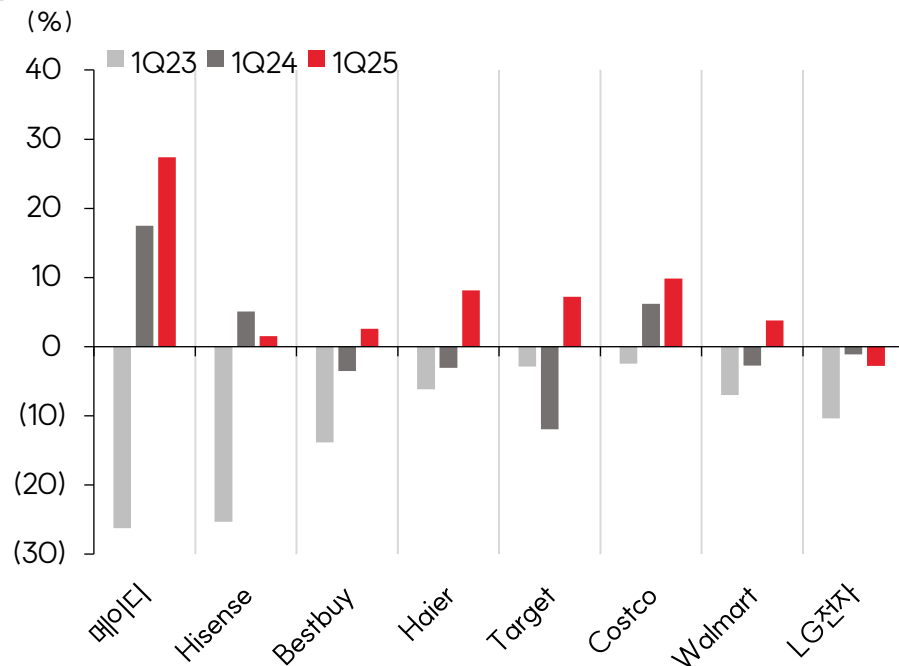
- 하반기 실적 전망치 하향조정 예상 : 재고, 관세, 소비침체
 - 재고 : 선제적 재고 비축? 재고전략 변화 감지. 배터리 재고는?
 - 관세 : 불확실성 극대화. 미국 내 공장, 배터리 소재 수입원가 변화?
 - 소비침체 : IT하드웨어 산업의 가장 큰 문제

IT 세트, 2025년 출하량 증감률 : 하향 조정



자료: 산업자료, SK증권

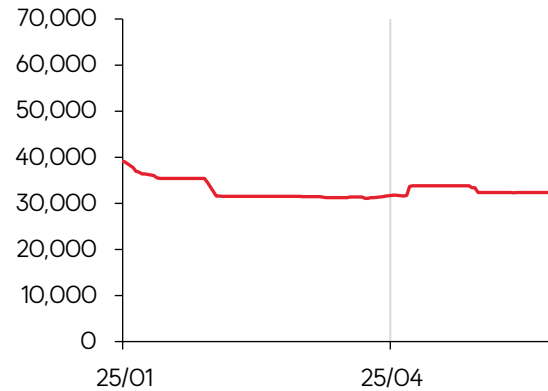
세트사 & 유통사, 재고자산 증감률 (YoY)



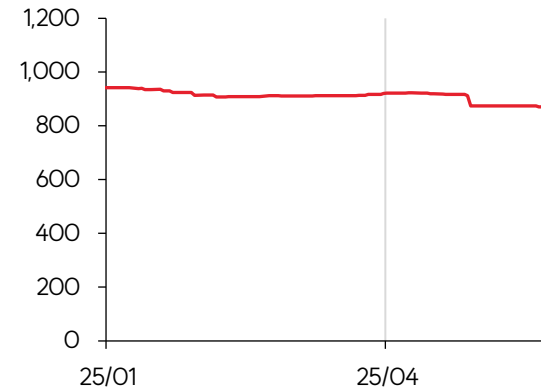
자료: Bloomberg, SK증권

IT하드웨어 대형주 OP 컨센서스 추이

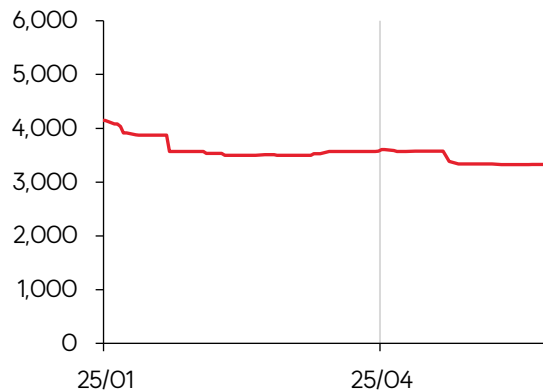
(십억원) / 삼성전자



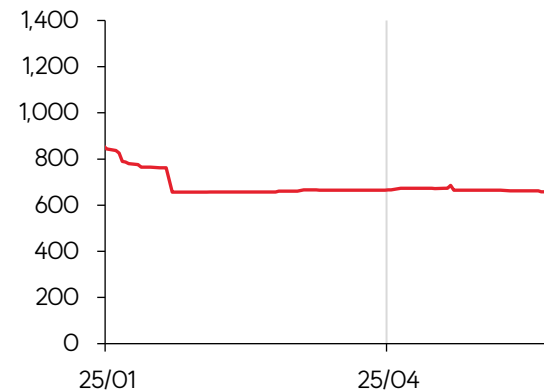
(십억원) / 삼성전기



(십억원) / LG전자



(십억원) / LG이노텍



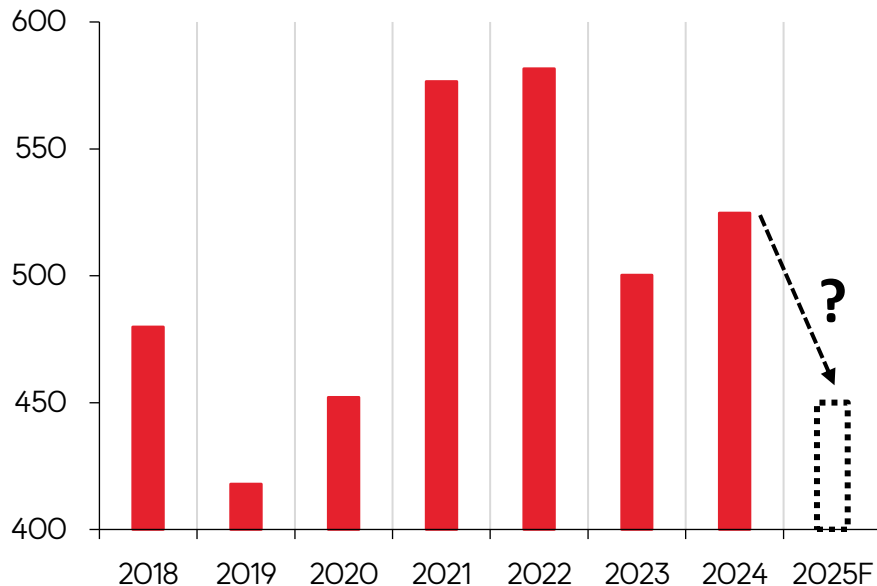
IT 투자전략 ① : 미중분쟁 반사수혜

- 한국 IT 제조업의 몇 안되는 희망 : 미중분쟁 반사이익

- 중국의 추격? 중국은 이미 한국을 추월
- 중국 제조업의 강점 1 : 중국 정부의 보조금 & 자국 기업 보호 (편파적) 정책
- 강점 2 : 치열한 경쟁 기반의 집념과 생존력

중국의 대미 수출규모

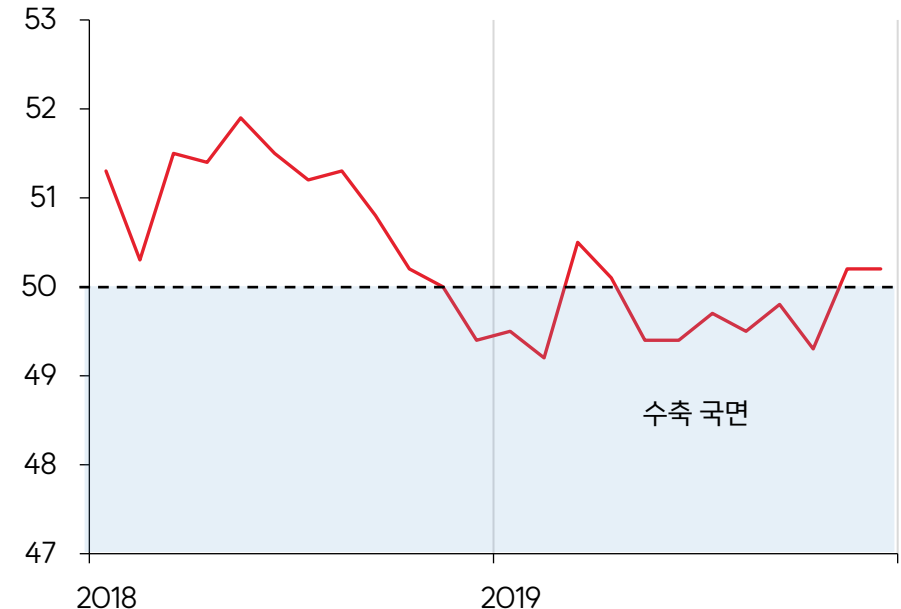
(십억달러)



자료: Bloomberg, SK증권

중국 제조업 PMI (트럼프 행정부 1기, 2018~2019년)

(pt)



자료: Bloomberg, SK증권

IT 투자전략 ② : 쇼티지 AI 부품

- IT하드웨어 산업 내 최대화두는 다시 또 AI : 성장분야/대안
 - 이수페타시스 : 다변화된 고객사 구조 속의 쇼티지 부품
 - 두산전자 : 엔비디아 집중에서 ASIC으로 다변화 가능 부품
 - AI, 휴머노이드, 자율주행, 메타버스 등의 신기술 분야에서 2차전지의 기술변화 요소?

CCL – MLB기판 밸류체인

동박

- 롯데에너지머티
- SKC넥실리스
- 솔루션첨단소재
- 왓슨
- 더푸
- ...

CCL

- 두산전자
- EMC
- Panasonic
- TUC
- ...

MLB

- 이수페타시스
- GCE
- TTM
- WUS
- 대덕전자
- ...

고객사

- Nvidia
- Amazon
- Google
- Meta
- Arista
- Cisco
- Juniper
- ...

IT 투자전략 ③ : 대형주, 저점 고민

LG이노텍, Trailing PBR



자료 : Quantwise, SK증권

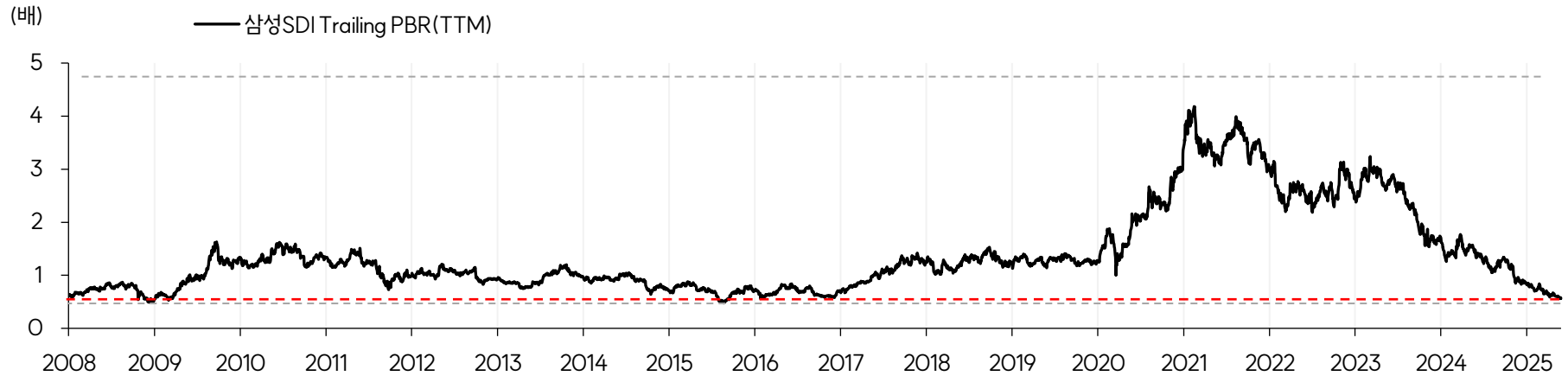
LG전자, Trailing PBR



자료 : Quantwise, SK증권

IT 투자전략 ③ : 대형주, 저점 고민

삼성SDI, Trailing PBR



자료 : Quantiwise, SK증권

삼성전기, Trailing PBR



자료 : Quantiwise, SK증권