MIRAE ASSET 미래에셋증권

2차전지 (비중확대/유지)

'각' 나온다

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

정세훈
sehoon.jung@miraeasset.com

CONTENTS

요약: '각' 나온다 3

P, Q 우상향 '각'도 지속 3
'각형' 배터리 점유율 상승 가속 3
멀티플 각도의 변수: 로봇, 미국 중간선거 4
탑픽: 삼성SDI, 엘앤에프 / 중소형 종목: 더블유씨피, 상신이디피 4

수요(Q) 각도: EV 수요 바닥 통과. ESS 비중 확대 가속 5

EV 수요 바닥 통과. ESS 비중 확대 가속 5
1. EV 수요: 미국-이란 전쟁으로 인한 예상치 못한 반등 6
2. ESS 수요 증가 가속. 가격 수용력 높은 데이터 센터 향 비중 상승 11

판가(P) 각도: 우상향. 매도자 우위 시장으로 전환 23

1. 글로벌 상위 소재 업체 공급 증가 둔화 23
2. 탄산 리튬 가격 전망: 26년 18만 위안 ~ 25만 위안 전망 25
3. 분리막, 동박 T값 상승에 주목 26

'각'형 배터리 점유율 상승 가속 28

1. 각형 배터리 점유율 상승 가속 28
2. 안전성, 셀 대형화(에너지밀도) 우위 31
3. CTP/CTC 적용 우위 → 원가 우위 32
4. EV 배터리 차세대 프로젝트: 1) 각형, 2) 한국 점유율 회복 33

멀티플 각도의 변수: 로봇, 미국 중간선거 35

1. 로봇: 아직은 실적보다는 멀티플의 영역 35
2. 미국 중간 선거: 섹터 사이클에 대한 복기 35

요약: '각형'으로 '실적 각' 나오는 업체 선호 37

1. 탑픽: 삼성SDI, 엘앤에프 37
2. 중소형 관심 종목: 더블유씨피, 상신이디피 37

Global Company Analysis 38

삼성SDI 39
LG에너지솔루션 42
엘앤에프 45
더블유씨피 48
상신이디피 51

요약: '각' 나온다

P, Q 우상향 '각'도 지속

미국-이란 전쟁을 기점으로 글로벌 배터리 산업 수요가 바닥을 통과하고 있다고 판단한다.

EV의 경우, 유가 상승으로 인한 구매 심리 개선이 1) 유럽/기타 시장 중심으로 유의미한 수요 반등에 영향을 주고 있으며, 2) 2분기부터 중국/미국의 YoY 관점 판매량의 역성장 폭이 축소되기 시작할 것으로 예상한다. ESS의 경우, 1) 전쟁 후 에너지 자립을 위한 각 지역의 유동성 확대로 인한 태양광 연계(유틸리티) ESS 수요 성장이 가속화될 것으로 판단하며, 2) 데이터센터 향 On-site ESS 시장 확대가 본격화될 것으로 판단한다.

특히, 빅테크의 높은 가격 수용력에 주목한다. 이는 작년부터 시장 개화가 본격화되고 있는 1) BBU(데이터 센터 직납 향 원통형 배터리 셀)의 가격과 2) 데이터 센터 내 '전고체 배터리' 탑재를 준비하고 있는 밸류체인이 존재한다는 점에서 확인 가능하다. 빅테크 업체의 경우, '원가 우위'보다 '성능 우위' 제품을 선호할 것으로 예상한다. 빅테크 업체들의 데이터 센터 Capex 비중은 3~5% 수준으로 미미하나, 1) 데이터 센터 전력 수요를 감당하기 위한 (전력 안정화, 피크세이빙) ESS 및 배터리의 역할 증가, 2) ESS 및 배터리 관련 사고 발생 시 천문학적 비용 발생 가능성이 높다는 측면에서 고성능 제품군으로의 시장 믹스 변화가 시작될 가능성이 있다고 판단한다. 미국 ESS 수요 내 데이터 센터의 비중은 25년 10% → 30년 26%로 증가할 것으로 예상한다.

섹터 판가 방향성의 우상향 각도가 지속될 것으로 예상한다. 탄산 리튬과 습식 분리막, 동박 T값 상승에 주목한다. 1) 글로벌 상위(중국 상위) 소재 업체들의 ①내수, ②해외 증설 스텐스가 작년 대비 둔화되고 있으며, 2) 중국 정부의 EV, ESS의 질적 성장 정책이 본격화되며 품질 대응이 불가한 중국 내 후발 업체들의 도태가 전체 공급량 축소를 가속화할 것으로 예상한다. 3) 공급망을 훼손시키는 대 중국 견제 정책 및 각 국가(인도네시아, 콩고, 짐바브웨 등)의 주요 광물 단 수출 통제(공급량 제한) 역시 지속될 것으로 판단한다.

'각형' 배터리 점유율 상승 가속

'각형' 배터리 시장 확대에 주목한다. ESS뿐만 아니라 주요 EV 고객사들의 28년 주요 프로젝트는 파우치가 아닌 각형으로 전환이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 파우치 대비 1) 안전성 우위 → 셀 대형화 용이, 2) CTP 기술 접목 우위에 따른 원가 우위에 기인한다. 중국 외 시장의 각형 배터리 점유율은 24년 49% → 28년 63%로 크게 증가할 것으로 예상한다. EV 각형 배터리의 경우 24년 117Gwh → 28년 428Gwh로 +266%, ESS 각형 배터리의 경우, 24년 155Gwh → 28년 399Gwh로 +158% 증가할 것으로 추정한다.

ESS는 각형 우위 지속(북미 ESS 단기적으로 파우치 점유율 상승), EV의 경우, 파우치 셀 EV 업체들의 각형 셀로의 전환, 2) 대 중국 견제 정책이 있는 시장 내 중국 → 한국으로의 각형 배터리 공급사 다변화가 본격화될 것으로 예상한다.

멀티플 각도의 변수: 로봇, 미국 중간선거

로봇 용 배터리 시장은 아직 실적보다는 멀티플의 영역이다. 1) 장기적 관점에서 시장이 개화하는 것은 분명하며, 2) 공간 및 무게 당 에너지 밀도의 급격한 개선이 필요한 바 전고체를 포함한 차세대 배터리에 대한 시장 기대감은 합당하다. 또한 3) 초기 시장에서는 고객사들의 가격 수용력이 높은 전방 어플리케이션일 가능성이 높아 기존 배터리 제품군 대비 높은 수익성을 창출할 가능성이 높다고 판단한다. 문제는 시장 규모이다. 대당 배터리 탑재량을 5kwh 수준으로 가정 시, 연간 1천 만대의 휴머노이드 로봇이 판매되어야 50Gwh 수준의 시장이 형성된다. 당사는 28년 기준 글로벌 EV 배터리 시장 규모를 1,588Gwh, ESS 배터리 시장규모를 847Gwh으로 예상한다. 1천만대라는 매우 공격적인 휴머노이드 로봇 시장을 가정하더라도 전체 배터리 시장 내 비중은 2% 수준이다.

하반기 배터리 섹터 멀티플의 가장 중요한 변수는 미국 중간선거 결과이다. 지난 몇 년간 벌어진 섹터의 극단적인 공급과잉의 본질은 트럼프 당선 + Redwave로 인한 IRA 법안 변경이었다. 26년 말 미국 중간선거 결과로 당장 법안의 변경이나 주요 고객사들의 급격한 전략 수정이 진행될 것으로 판단하지는 않는다. 미국 중간선거 시, 민주당 스윕을 가정하더라도 트럼프 대통령의 거부권 행사가 지속될 것으로 판단한다. 업황 및 실적 추정 변경의 영역은 아니다. 단, 유의미한 멀티플의 함수일 것으로 판단하는데 이는 중간 선거 이후 민주당 중심의 법안 상신이 빈번하게 진행되며, 향후 28년 정권 교체 시 시작될 정책 방향성의 미리보기가 가능할 것으로 예상하기 때문이다.

탑픽: 삼성SDI, 엘앤에프 / 중소형 종목: 더블유씨피, 상신이디피

각형 폼펙터 대응이 유효한 업체를 선호한다. 1) 주요 전방인 EV, ESS 차기 프로젝트가 대부분 각형으로 진행될 것으로 전망한다. ESS뿐만 아니라 주요 EV 고객사들의 28년 주요 프로젝트는 파우치가 아닌 각형으로 전환이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 자금력 우위 업체를 선호한다. 폼펙터(각형) 전환뿐만 아니라 LFP로의 소재 전환, 장기적 관점에서 나트륨 이온 및 전고체 배터리에 대한 지속적인 CAPEX가 수월해야 한다. 또한 당사는 주요 배터리 소재의 Spec Up 및 판가 상승 사이클을 예상하고 있는 바, 재료비 및 밸류체인 관리 측면에서 충분한 자금력을 확보하고 있는 것이 중요하다.

섹터 탑픽은 삼성SDI와 엘앤에프이다. 삼성SDI(목표주가 100만원)는 유럽 및 미국의 대중국 견제 정책 확대 시, 1) 중국 외 업체 중 각형 배터리 기술 상위, 밸류체인을 기 보유하고 있는 유일무이한 Player라고 판단한다. 2) SDC 지분 매각 발표로 국내 경쟁사들 대비 충분한 자금력 확보가 가능해졌다. 1Q26말 기준 삼성디스플레이 장부가격에 P/B 1.0배 적용 시 11.9조원, 현재 중국 경쟁사의 P/B인 1.3배 적용 시 15.5조원의 자금 확보가 가능하다. 배터리 소재 탑픽은 1) 중국 외 업체 중 LFP 시장 진입 우위, 2) Tesla 유럽/중국 EV 수요로 인한 실적 개선세 지속이 유효한 엘앤에프(목표주가 30만원)을 유지한다.

중소형 관심 종목은 삼성SDI 밸류체인임과 동시에 분기/연간 실적 개선이 가파를 것으로 예상되는 더블유씨피(목표주가 26,000원), 상신이디피(NR)이다.

수요(Q) 각도: EV 수요 바닥 통과. ESS 비중 확대 가속

EV 수요 바닥 통과. ESS 비중 확대 가속

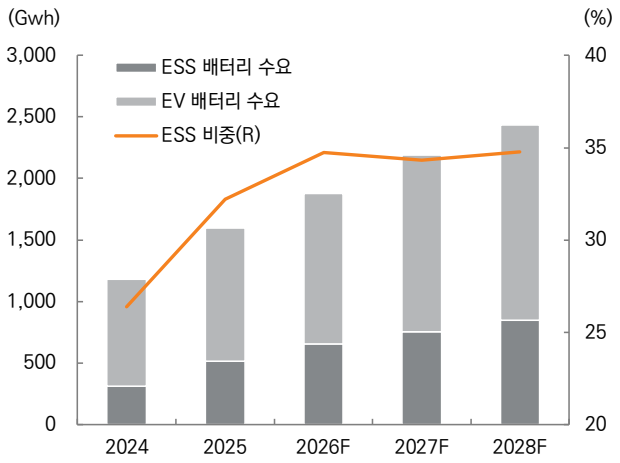
미국-이란 전쟁을 기점으로 글로벌 배터리 산업 수요가 바닥을 통과하고 있다고 판단한다.

EV의 경우, 유가 상승으로 인한 구매 심리 개선이 1) 유럽/기타 시장 중심으로 유의미한 수요 반등에 영향을 주고 있으며, 2) 2분기부터 중국/미국의 YoY 관점 판매량의 역성장 폭이 축소되기 시작할 것으로 예상한다. 글로벌 EV 배터리 시장 규모는 25년 1,081Gwh → 26년 1,225Gwh(+13% YoY) → 27년 1,440Gwh(+18% YoY)로 증가할 것으로 예상하며, 2030년 시장 규모는 1,965Gwh로 제시한다.

ESS의 경우, 1) 전쟁 후 에너지 자립을 위한 각 지역의 유동성 확대로 인한 태양광 연계(유틸리티) ESS 수요 성장이 가속화될 것으로 판단하며, 2) HVDC를 포함한 AI 데이터센터 향 ESS 시장 확대의 가속화가 지속될 것으로 판단한다. 글로벌 ESS 배터리 시장 규모는 25년 514Gwh → 26년 652Gwh(+27% YoY) → 27년 752Gwh(+15% YoY) → 28년 847Gwh(+13% YoY)로 예상한다.

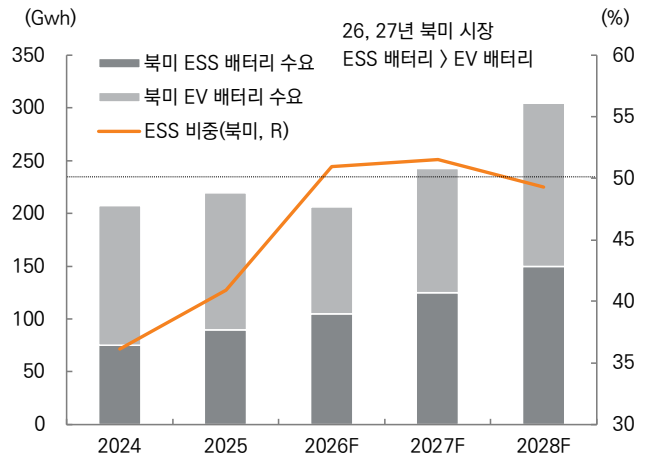
전체 수요 중 ESS가 차지하는 비중은 24년 26% → 28년 35%까지 증가할 것으로 전망한다. 특히 한국 배터리 밸류체인에 중요한 북미 시장의 경우, 26년부터 ESS 배터리 시장 규모(105Gwh)가 EV 배터리 시장 규모(101Gwh)를 상회하기 시작하며, 전체 배터리 수요 중 51%를 차지할 것으로 예상한다.

그림 1. 글로벌 배터리(EV + ESS) 수요 전망 및 ESS 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 북미 배터리(EV + ESS) 수요 전망 및 ESS 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

1. EV 수요: 미국-이란 전쟁으로 인한 예상치 못한 반등

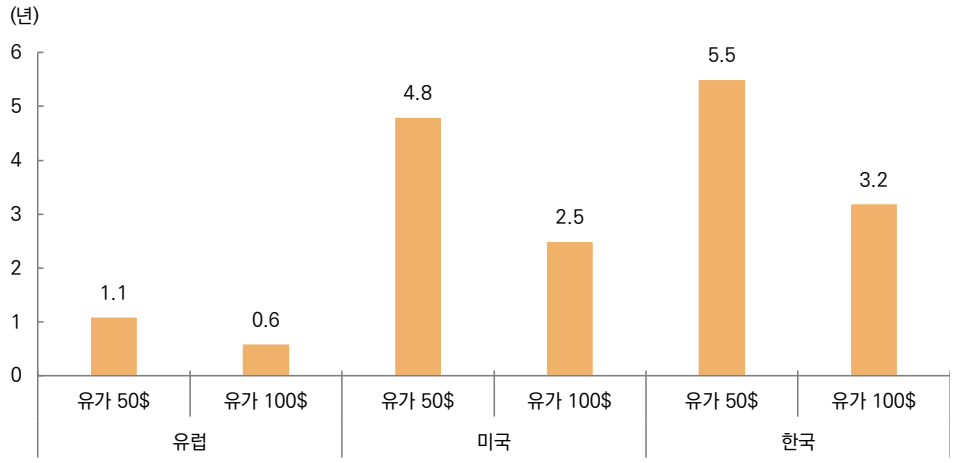
미국-이란 전쟁 발발 후, 높은 유가 수준이 지속되며 TCO(총 소유 비용) 측면의 비용 우위를 바탕으로 EV 구매 심리가 개선되고 있다고 판단한다. 과거 유가 상승기(22년 초)에도 단기적 관점에서 EV 판매가 유럽 지역 중심으로 소폭 개선되기는 하였으나, 26년 미국-이란 전쟁 이후 EV 판매량 개선세는 과거 대비 가파르다고 판단하는데 이는 1) 미국-이란 전쟁이 특정 지역(과거 우크라이나-러시아는 유럽 중심)이 아닌 글로벌 관점에서의 유가 리스크를 유발시켰으며, 2) 22년과 달리 26년 현재는 OEM들의 EV 라인업 확대가 충분히 진행된 상황, 3) BEV 평균 주행거리 개선도 가속화된 상황으로 판단하기 때문이다.

직전 유가 상승기(22년) 대비 26년 구매 가능한 BEV 모델 수(750개 이상)는 +105% 증가하였으며, 전체 구매 가능 모델 중 BEV 비중도 22년 25% → 26년 50%로 큰 폭 증가하였다. 구매 가능 모델 수 증가와 함께 주행 거리 개선도 가속화된 상황이다. WLTP 기준 22년 BEV의 평균 주행거리는 340km수준이었으나, 26년 평균 주행거리는 470km 이상으로 개선된 상황이다.

미국-이란 전쟁의 향후 상황 및 높은 유가 수준 지속 여부는 정확한 예측이 어려운 영역이나, 높아진 유가 밴드로 인하여 전쟁 직전 대비 EV TCO 개선 및 구매 심리 개선은 지속될 수 것으로 예상한다. 예상치 못한 전쟁과 유가 상승이 부진했던 글로벌 EV 수요의 불꽃을 되살리고 있다고 판단한다.

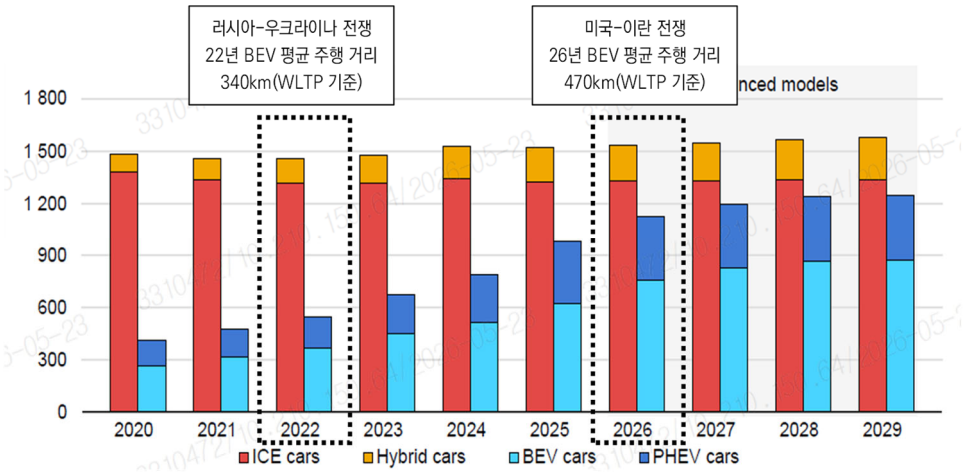
글로벌 EV(BEV+PHEV) 판매량은 25년 2,165만대(침투율 24%) → 26년 2,346만대(침투율 26%) → 27년 2,652만대(침투율 28%)로 전망한다. 26년 EV 수요는 전쟁 이전부터 정책 효과로 인해 EV 라인업 확대가 가속화되고 있었던 유럽 시장(513만대, +26% YoY), 기타 시장(327만대, +45% YoY)이 전체 시장 성장을 견인할 것으로 예상한다.

그림 3. 유가 수준에 따른 시장별 TCO → 유가 100불 시 내연기관 TCO 역전 시점 축소



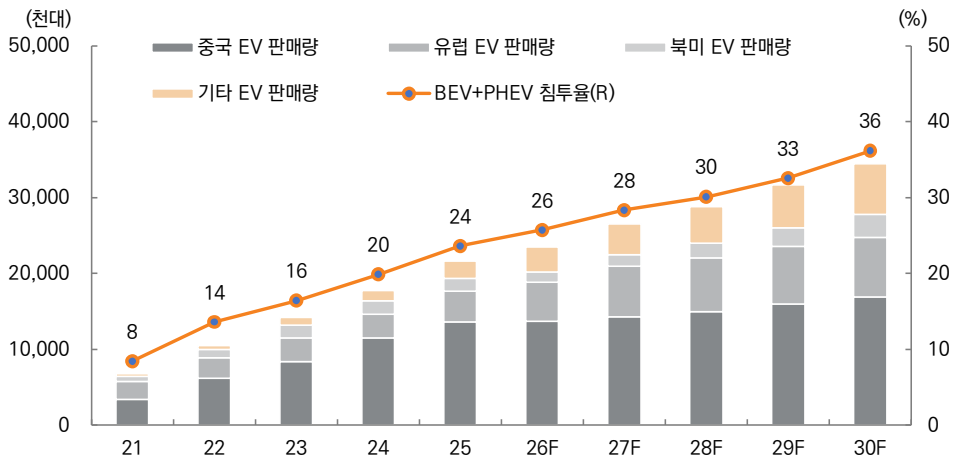
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 파워트레인 별 차량 모델 수 추이



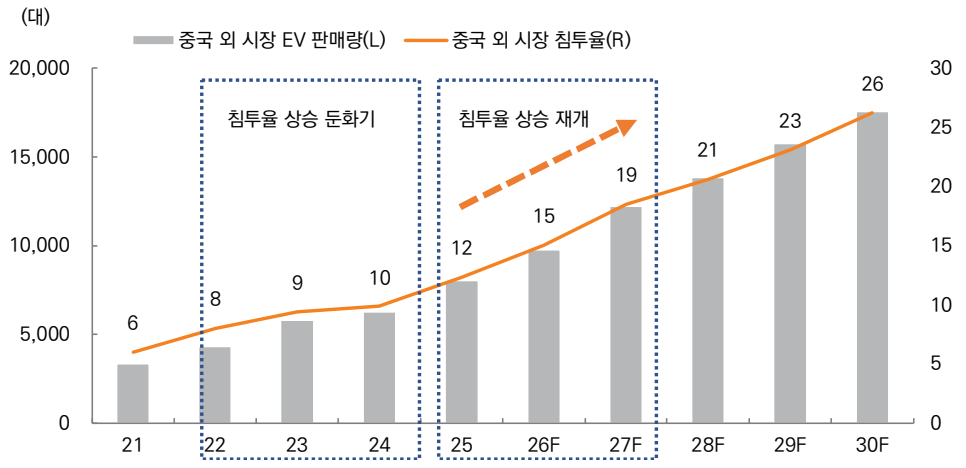
자료: IEA 2026 EV Outlook, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 EV 수요 전망



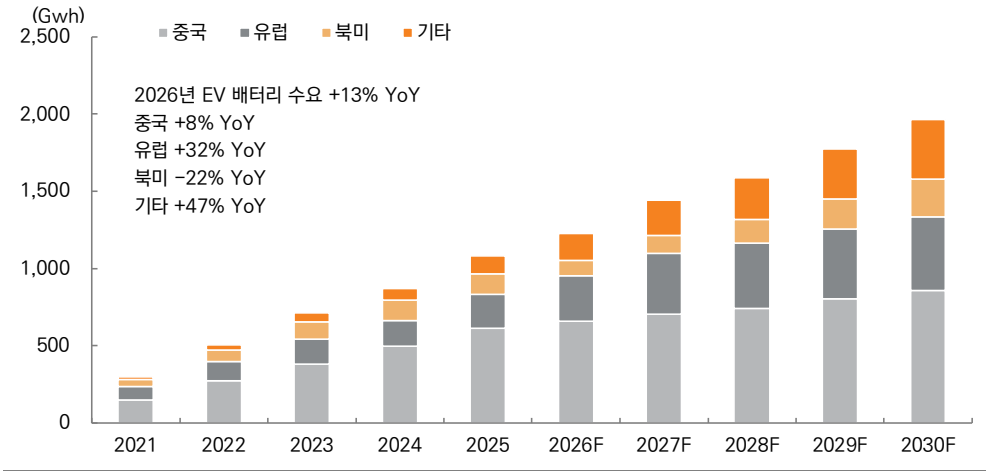
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 외 시장 캐즘 구간 탈피 본격화. 침투율 상승 재개



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 EV 배터리 수요 전망



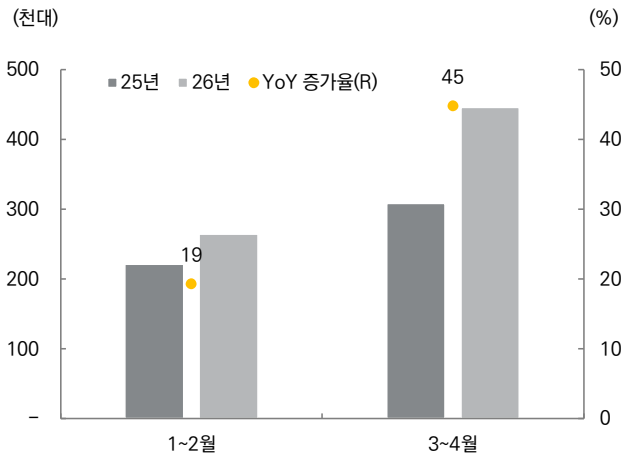
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

(1) 유럽

26년 유럽 EV(BEV+PHEV) 판매량은 513만대(+26% YoY)로 전망한다. 기존 전망치 대비 6% 상향 조정하였다. 연초 주요국들의 EV 보조금 재개가 예상되었던 바, 주요 OEM들의 EV 라인업 확대가 기 진행되고 있었다. 3월 미국-이란 전쟁 발발로 인한 높은 유가 수준이 지속되며, EV 침투율 상승 및 YoY 판매 증가폭 확대가 가속화되고 있다. 전쟁 이전 1~2월 유럽 주요 7개국 BEV 판매는 26.4만대(+19% YoY), 전쟁 이후 3~4월 판매량은 44.6만대(+45% YoY)로 큰 폭 증가하였다.

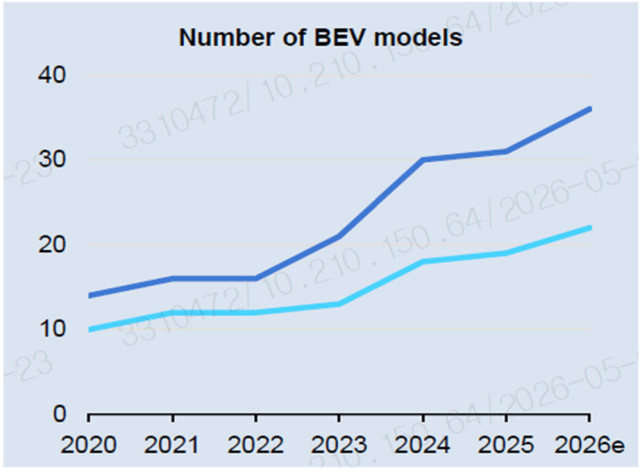
유럽 시장은 연간 관점에서도 판매 호조가 지속될 것으로 전망하는데, 이는 1) Tesla를 포함한 주요 OEM들의 생산능력 증가 및 라인업 확대 가속, 2) 주요국 EV 관련 보조금 지속, 3) 3년 평균(25~27년)으로 조정된 CO2 규제 벌금에 대한 압박이 26년 하반기부터 진행될 것으로 예상하기 때문이다.

그림 8. 유럽 주요 7개국 월별 BEV 판매량 추이



자료: 각 국, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 유럽 중저가 전기차 모델 수 추이



자료: IEA 2026 EV Outlook, 미래에셋증권 리서치센터

(2) 기타 시장 : 예상치 못한 폭발적 성장

26년 기타 시장 EV(BEV+PHEV) 판매량은 327만대(+45% YoY)로 전망한다. 기존 전망치 대비 +23% 상향 조정하였다. 미국-이란 전쟁 이후, 상대적으로 침투율이 낮았던 기타 시장의 EV 판매량 성장과 침투율 상승이 가파르게 진행되고 있다. 한국, 일본 등 동아시아 국가, 남미 국가들 중심의 급격한 EV 수요가 관찰되고 있다. 중국 EV 업체들과 Tesla 중심의 EV 라인업 확대가 지속되고 있었던 지역이다.

전체 EV 시장 내 기타 시장의 비중은 25년 10% → 26년 14% → 27년 15%로 증가할 것으로 전망하며, 기타 시장 EV 침투율 역시 25년 7% → 26년 10% → 27년 12%로 급격하게 상승할 것으로 전망한다.

(3) 중국 : 역성장폭 축소. 회복 중

26년 중국 EV 판매량은 1,368만대(Flat YoY)로 전망한다. 연초 극단적인 판매량 역성장을 반영하여 기존 전망치 대비 -11% 하향 조정하였다. 중국 정부의 양적 → 질적 성장 전환 정책 기조(①EV 구매세 상승, ②중저가 라인업 이구환신 보조금 축소)로 연초 중저가 EV 라인업 중심의 판매 부진이 지속되고 있다.

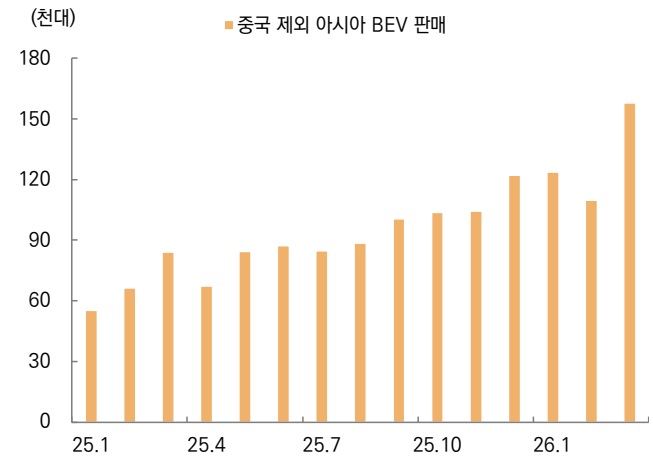
단, 중국 시장도 3월 이후 역성장 폭이 축소되며 최악의 구간에서는 벗어나고 있다고 판단하는데 이는 1) 5월 상해 모터쇼 이후 신규 EV 출시 본격화, 2) 3월 이후 유가 상승으로 인한 구매 심리 개선에 기인한다. 중국 정부 정책 전환으로 과거와 같은 높은 수요 상승률을 기대하기는 어려우나, YoY 관점에서 연초와 같은 극단적인 역성장이 지속되지는 않을 것으로 전망한다.

(4) 북미: 부진 지속되고 있으나, 역성장폭 축소될 것으로 예상

26년 북미 EV 판매량은 137만대(-20% YoY)로 전망한다. 1) EV Tax Credit 종료로 인한 수요 부진이 지속될 것으로 예상되며, 2) 해당 정책으로 인하여 주요 OEM들의 라인업이 축소되고 있었던 시장이기에 유가 상승에 따른 수요 개선 폭 역시 타 지역 대비 제한적일 것으로 판단한다.

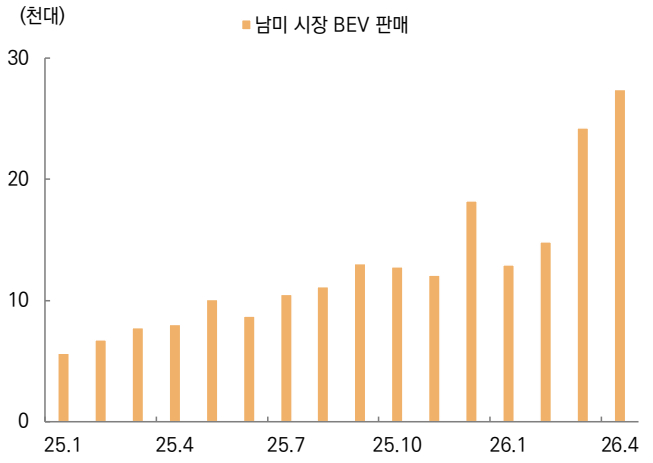
단, 북미 시장 역시 월별 판매량 YoY 관점에서 역성장폭은 축소될 것으로 판단하는데, 1) 높아진 유가 수준에 따라 EV 구매 심리가 점진적으로 개선될 것으로 예상하며(3~4월 중고차 EV 판매량 증가/가격 상승, EV 신차 잔존가치 상승), 2) 캐나다 EV 보조금 재개로 인한 3~4월 유의미한 판매량 증가가 관찰되고 있기 때문이다. 유의미한 수요 회복은 제한적이나 더 안 좋아질 것도 없는 시장으로 판단한다.

그림 10. 중국 외 아시아 지역 월별 EV 판매 추이



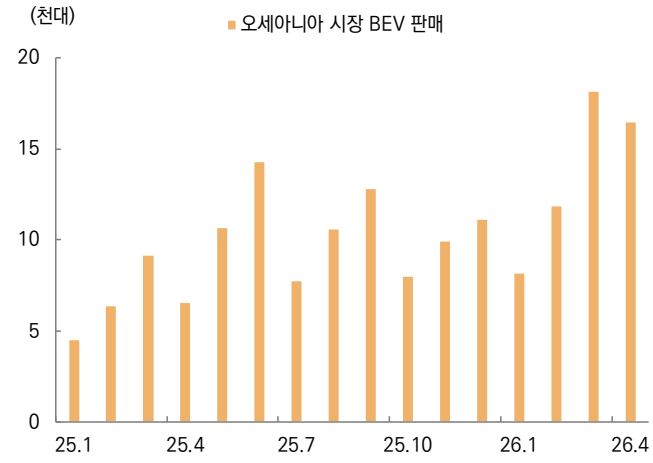
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 남미 지역 월별 EV 판매 추이



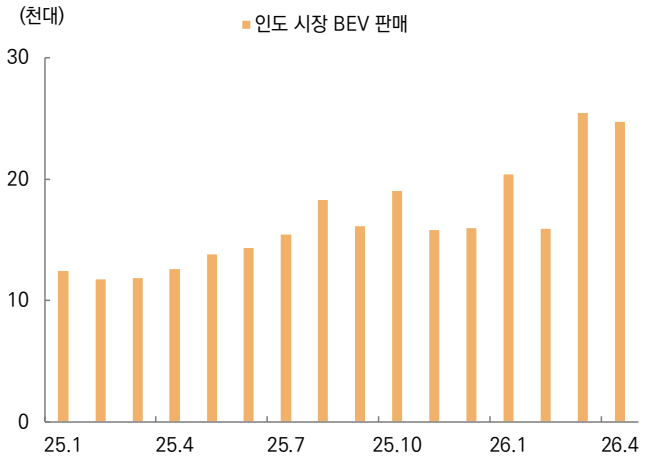
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 오세아니아 월별 EV 판매 추이



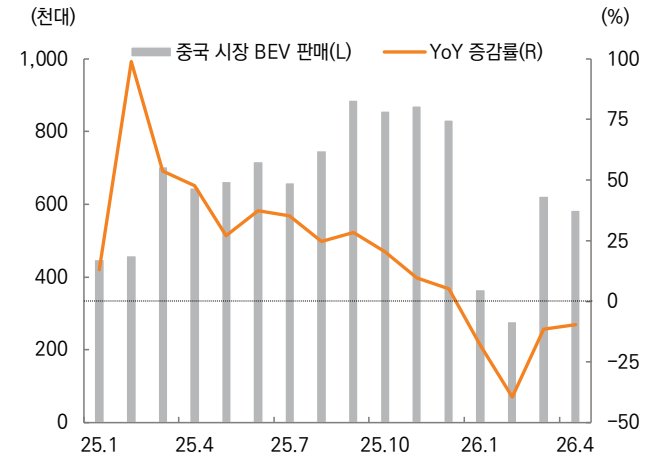
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인도 월별 EV 판매 추이



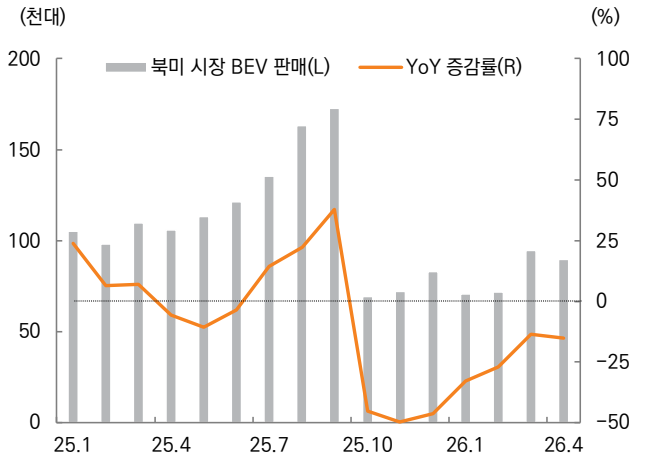
자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 중국 월별 EV 판매 추이 : 역성장폭 축소 예상



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 북미 월별 EV 판매 추이 : 역성장 폭 축소 예상



자료: EV Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

2. ESS 수요 증가 가속. 가격 수용력 높은 데이터 센터 향 비중 상승

글로벌 ESS 수요 전망을 1) 설치량(전력망 Installation), 2) 출하량(ESS Shipment) 기준으로 구분해서 전망한다. 각 국의 정책(보조금 등) 및 설치 리드타임에 따라 두 전망치에 간극이 존재하며, 연간 ESS 배터리 수요는 ESS Shipment와 동일한 항목으로 간주한다.

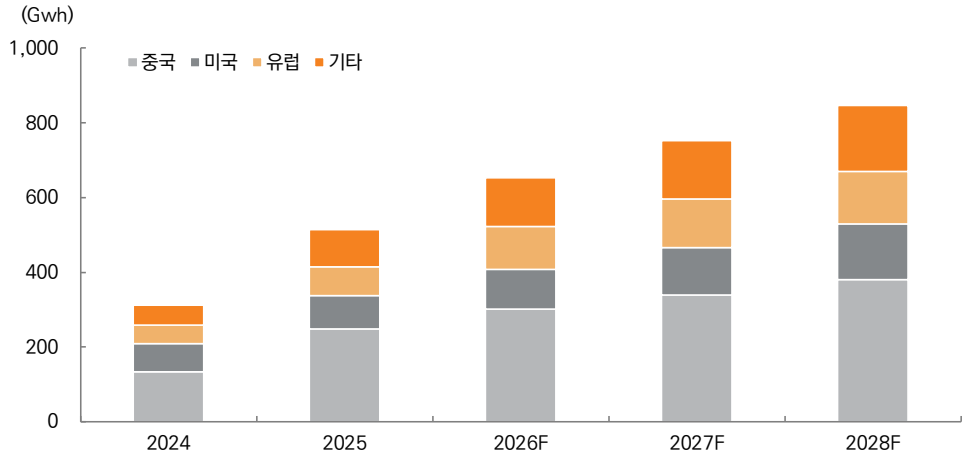
글로벌 ESS 수요는 25년 514Gwh → 26년 652Gwh → 27년 752Gwh → 28년 847Gwh로 증가할 것으로 전망한다. 글로벌 관점에서 1) 미국-이란 전쟁 후 각 지역별 정책 유동성 확대로 신재생 연계 유틸리티 수요 증가에 ① 듀레이션 및 ② 부착율 상승이 가속화될 것으로 판단한다. 2) 어플리케이션 관점에서는 북미 지역을 중심으로 데이터 센터 내, 외부 용 ESS 수요 증가가 가속화될 것으로 전망한다.

중국의 경우, 연초 발표된 No.114 정책(듀레이션 별 차등 보조금 지급)으로 인하여 양적 성장은 소폭 둔화되겠으나, LDES(Long Duration ESS) 중심의 질적 성장이 가속화될 것으로 전망한다. 중국 ESS 수요는 25년 248Gwh → 26년 302Gwh → 27년 340Gwh → 28년 380Gwh로 전망한다.

미국은 25년 7월 발표된 OBBBA로 인한 1) 보조금 일몰 시점 축소, 2) 빅테크 데이터 센터 향 ESS 수요 상승이 가속화될 것으로 전망한다. 미국 ESS 수요는 25년 90Gwh → 26년 105Gwh → 27년 125Gwh → 28년 150Gwh로 예상한다. 중국 → 중국 외 밸류체인 변경으로 인한 리드타임으로 단기적으로 수요 대비 실제 출하량 증가가 더딜 것으로 전망하나, 27년부터 중국 외 밸류체인의 가동이 본격화되며 출하량 증가가 가속화될 것으로 예상한다.

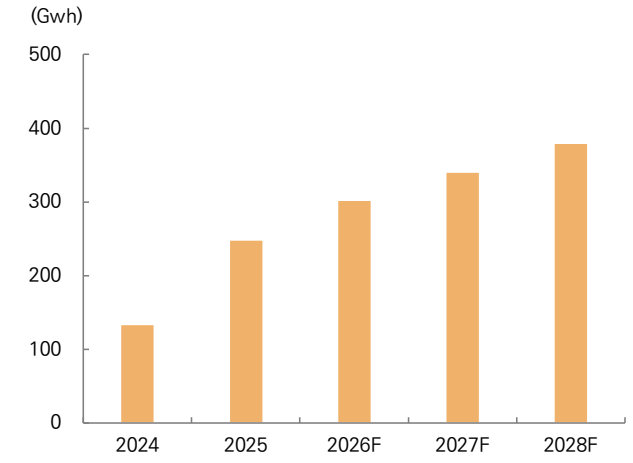
유럽 ESS 수요는 25년 77Gwh → 26년 115Gwh → 27년 131Gwh → 28년 140Gwh로, 기타 지역 ESS 수요는 25년 99Gwh → 26년 130Gwh → 27년 156Gwh → 28년 177Gwh로 예상한다. 고래 싸움에 등이 가장 많이 터진 시장이다. 장기적 관점의 에너지 자립화 및 정책 자금 확대 니즈는 중국, 미국 시장보다 오히려 유럽, 기타 시장이 높을 것으로 전망한다.

그림 16. 글로벌 ESS 수요 전망



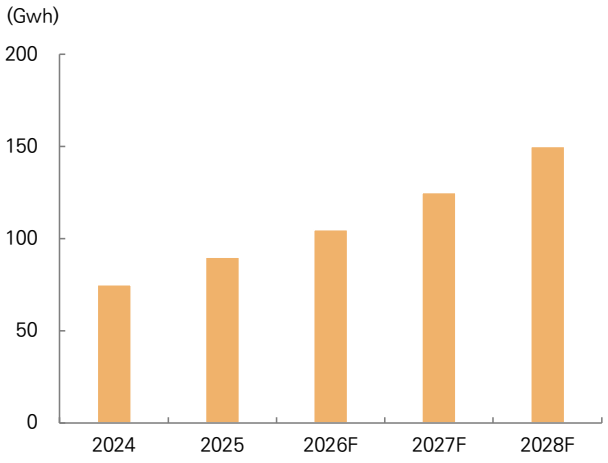
자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI 참조

그림 17. 중국 ESS 수요 전망



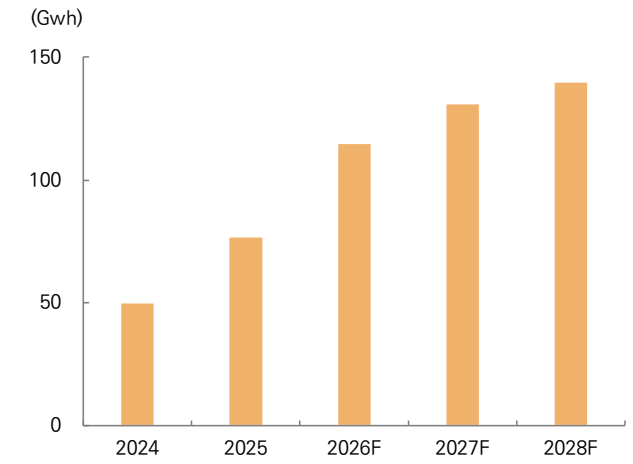
자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

그림 18. 미국 ESS 수요 전망



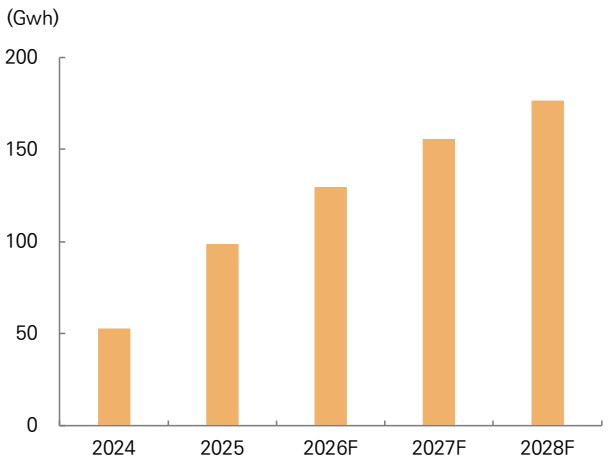
자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

그림 19. 유럽 ESS 수요 전망



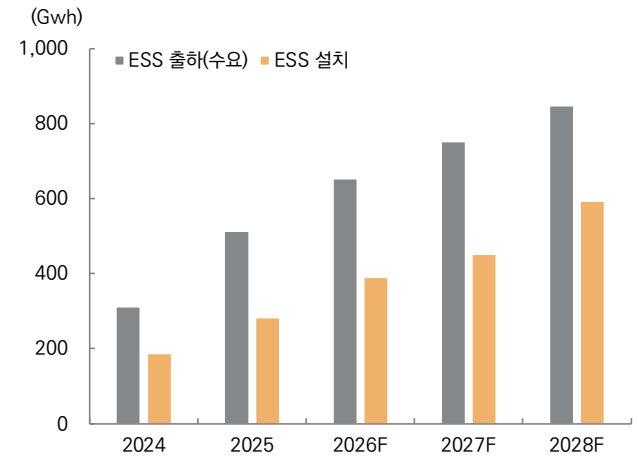
자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

그림 20. 기타 ESS 수요 전망



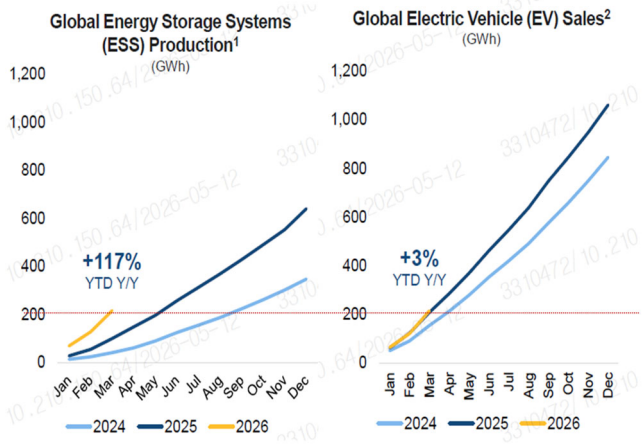
자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

그림 21. 글로벌 ESS 출하량, 설치량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

그림 22. 연초 글로벌 ESS 수요 성장률, EV 크게 상회



자료: Albemarle, 미래에셋증권 리서치센터

(1) 전쟁이 불러오고 있는 나비효과 → 신재생(태양광) 연계 ESS 시장 확대

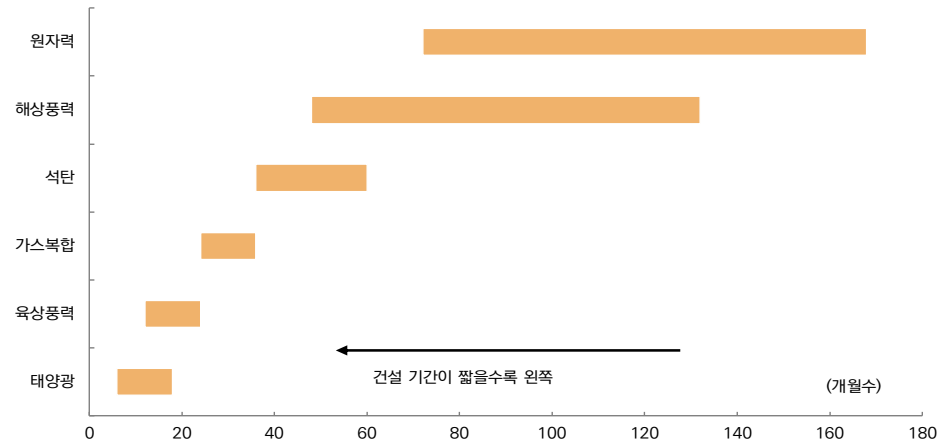
미국-이란 전쟁 후, 각 국가의 에너지 자립을 위한 태양광 중심의 신재생 정책 유동성 확대, 이에 따른 ESS 수요 증가를 예상한다. 특히, 당사는 신재생 에너지 중 태양광으로의 정책 유동성 확대가 가속화될 것으로 전망하는데 이는 1) 대체 에너지원 중 건설 기간이 가장 짧기 때문이며, 2) 일부 국가의 경우 ESS와 연계 시에도 LCOE 우위가 확보되었기 때문이다.

대체 에너지원 중 태양광의 건설 시간(리드타임)은 6~18개월 수준으로 타 에너지원 대비 짧다. 모듈 조립식으로 진행할 경우, 대규모 프로젝트도 1년 이내 완공 가능하다. 육상풍력은 12~24개월, 가스복합발전(CCGT)은 2~3년, 원자력발전(대형 원전)은 평균 6~8년 수준이다. 건설 기간 감안 시, 단기 관점의 에너지 자립 관련 정책 유동성은 태양광 산업으로 집중될 가능성이 높다고 판단한다.

태양광 LCOE(균등화발전비용)도 미국의 경우, 배터리(ESS)를 더해도 태양광 발전이 가스복합발전과 유사한 수준까지 개선되었다. 육상풍력+ESS $44~123, 태양광+ESS $50~$131, 가스복합발전 $48~$109 수준이다. 비용 단의 격차가 해소된 국가의 경우, 태양광 등 신재생 에너지원에 대한 투자, 비중 확대 → 연계 ESS 시장 확대가 가속화될 것으로 전망한다.

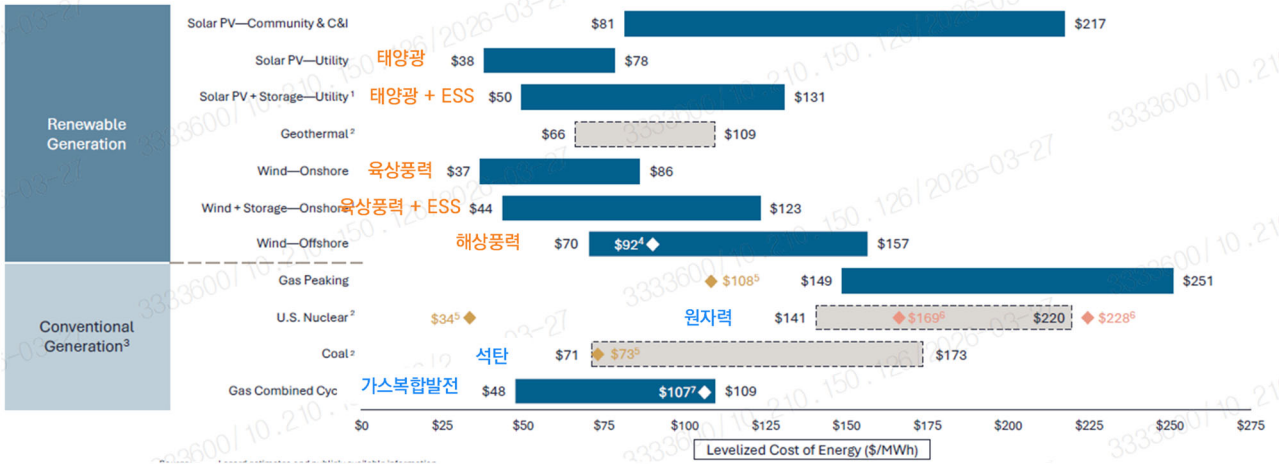
문제는 고래 싸움에 새우 등이 터진 기타 국가들이다. 아직까지 LCOE 및 밸류체인 열위의 기타 국가에서의 대체에너지+ESS 산업으로의 정책 유동성 확대를 예상하는 이유이다. 예를 들어 한국의 경우, 가스복합발전($85~101) 대비 태양광+ESS($132~202)나 풍력+ESS($138~188)가 비용이 여전히 높은 편이다. 글로벌 밸류체인 역시 사실 상 중국이 장악하고 있는 상황이다. 이러한 상황을 반영하여 한국 정부는 지난 5월 19일 제 1차 재생에너지 기본 계획을 발표하였다. 태양광 누적 용량 목표를 25년 30.8GW → 30년 87GW로, 계약 단가 목표를 25년 150원(원/kwh) → 100원(원/kwh)로 제시하였다. 밸류체인 내재화 목표도 발표되었는데, 1) 국내 태양광 모듈 생산능력 목표(25년 6GW/년 → 30년 10GW/년), 2) 국산 모듈 사용 비율 목표(21~25년 55% → 31년~35년 80%) 등 이다. 미국-이란 전쟁으로 인한 단기/중장기 에너지 자립 니즈는 한국 정부만의 이슈가 아니라고 판단한다. 전쟁 후, 글로벌 관점 신재생+ESS의 정책 유동성 확대가 가속화될 것으로 판단한다.

그림 23. 에너지 자립 정책 유동성 확대 시, 건설기간 짧은 태양광 유리



자료: Novogradac, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 미국 에너지원별 균등화발전비용(LCOE) 비교 (2025)



자료: Lazard, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 태양광 연계 ESS 시장(설치량 기준)은 24년 128Gwh → 28년 451Gwh로 증가할 것으로 예상한다. 태양광 설치량의 증가율 대비 ESS 수요 증가폭이 높은 이유는 1) 듀레이션 상승, 2) 단위 당 부착율 증가에 기인한다. 태양광, ESS에 대한 질적 성장 정책으로 선회한 중국 시장을 제외하면 수요 증가 속도는 더 가파를 것으로 판단한다. 중국 외 지역 태양광 연계 ESS 시장(설치량 기준)은 24년 55Gwh → 28년 265Gwh로 증가할 것으로 예상한다.

향후 듀레이션과 부착율 방향성에 주목한다. 현재 당사의 시장 추정에 있어 듀레이션 및 부착율 가정이 보수적일 수 있다고 판단한다.

1) 듀레이션의 경우, ① 중국의 No.114 정책 발표 후 듀레이션이 높은 LDES(Long Duraton ESS)에 보조금이 차등 지급되며, 전체 프로젝트 믹스 기준 듀레이션의 추가적 상승이 기대되며, ② 27년부터 성장이 가속화되는 미국의 경우, 주요 지역의 ESS 듀레이션이 이미 3시간 이상으로 증가한 상황이다.

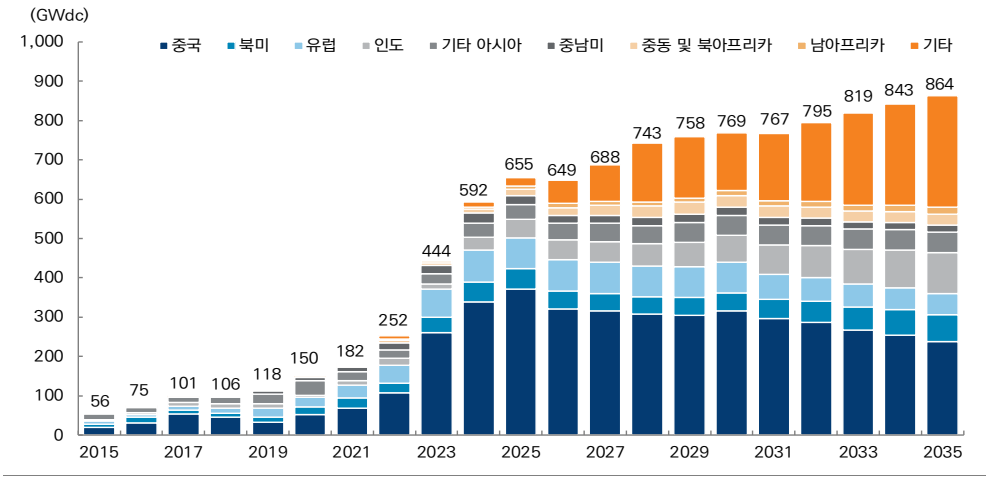
2) 부착율의 경우에도 추가적인 업사이드가 있다고 판단한다. ESS 배터리 가격 하락 → 단위 태양광 당 배터리 부착율 상승이 에너지 사업자들의 장기 IRR 개선에 도움이 되는 바, 부착율 상승 속도도 당사 추정치 대비 빠를 수 있다고 판단한다.

표 1. 글로벌 태양광 설치량 및 연계 ESS 시장 규모 추정

	24	25	26F	27F	28F
글로벌 태양광 설치량(GW)	592	655	649	688	743
중국(GW)	338	372	321	316	307
중국 외 시장 태양광 설치량(GW)	254	283	328	372	436
듀레이션(시간)	1.8	2.0	2.2	2.5	2.7
부착율(%)	12.0	15.0	18.0	20.0	22.5
글로벌 태양광 연계 ESS 시장 규모(설치기준, GWh)	128	197	257	344	451
중국 외 태양광 연계 ESS 시장 규모(설치기준, GWh)	55	85	130	186	265

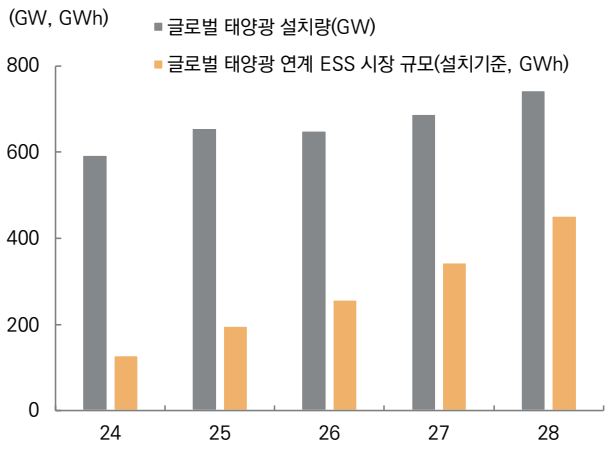
자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF

그림 25. 글로벌 태양광 설치량 전망



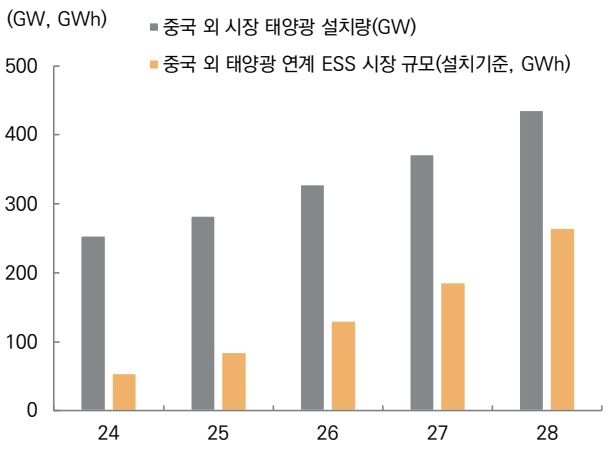
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 글로벌 태양광 설치량 및 연계 ESS 시장 규모



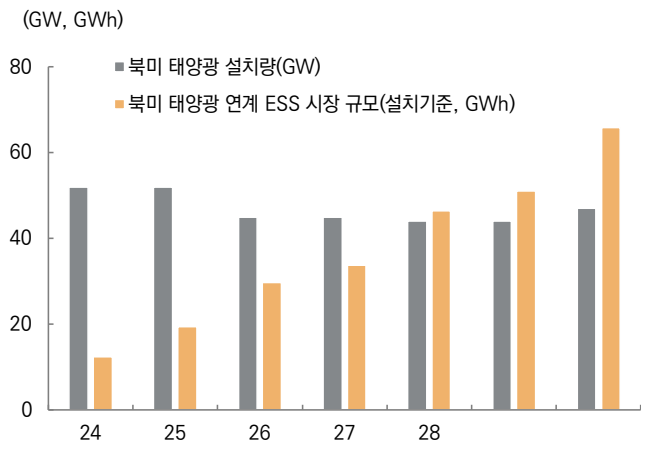
자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF

그림 27. 중국 외 시장 태양광 설치량 및 연계 ESS 시장 규모



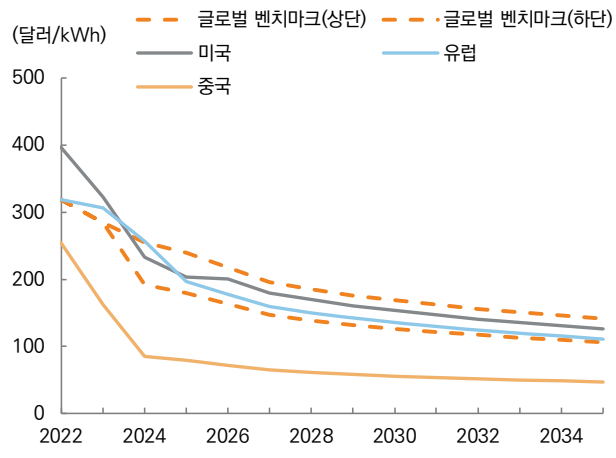
자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF

그림 28. 북미 시장 태양광 설치량 및 연계 ESS 시장 규모



자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF

그림 29. 국가별 4시간 듀레이션 기준 ESS 턴키 비용 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF

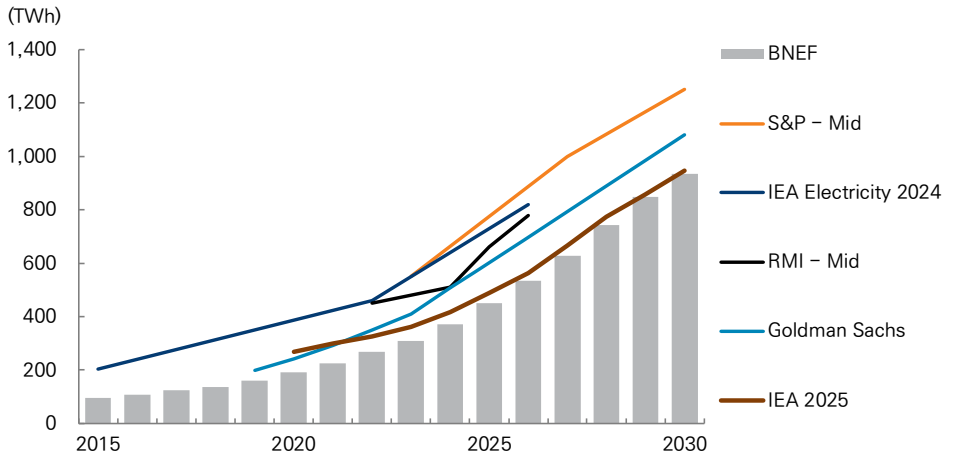
(2) 가격 수용력 높은 데이터 센터 용 수요 확대

미국 데이터 센터 용 ESS 수요는 25년 9Gwh → 30년 48Gwh로 증가할 것으로 전망한다. 1) 데이터 센터 외부 에너지원과 연계된 ESS(off-site) 수요 증가 지속, 2) 데이터 센터 내부 탑재되는 ESS(on-site) 시장 확대가 본격화될 것으로 전망한다. 미국 전체 ESS 수요 내 데이터 센터의 비중은 25년 10% → 30년 26%로 증가할 것으로 예상한다.

하이퍼스케일러(Google, Amazon, Microsoft 등) AI 수요 급증으로 데이터센터 생산능력 확대가 지속되고 있다. 지역 전력망의 노후화와 송전 인프라 연결 지연으로 기존 유틸리티 계약만으로는 안정적인 전력 확보가 사실상 불가능해진 상황이다. 빅테크 업체들의 전력 조달 전략은 재생에너지(태양광·풍력) + 대규모 ESS 연계형 자가 발전 모델로 급격히 전환되고 있다. ESS는 재생에너지 간헐성을 보완함과 동시에 피크 부하 관리 및 그리드 독립성을 제공함으로써, 실질적인 데이터센터 전력 자립 인프라로 자리 잡고 있다.

BNEF 자료에 따르면, 글로벌 데이터센터의 전력 수요는 2035년까지 약 1,500TWh에 달할 전망이다. 전력원 믹스는 화석연료가 64%, 신재생에너지가 36%로 구성된다. 이 중 ESS와 직접 연계 가능한 유틸리티급 태양광의 비중은 13.4% 수준으로, 이러한 전력 구조를 고려할 때 데이터센터 부문의 성장세가 BTM ESS 산업의 중장기 수요 확대를 견인할 것으로 판단한다.

그림 30. 조사기관별 글로벌 데이터센터 전력 수요 전망



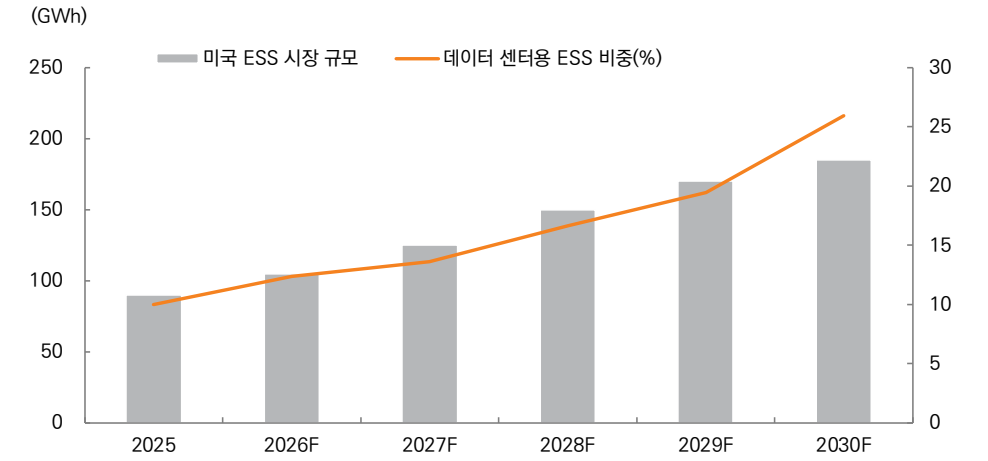
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 미국 ESS 시장 내 데이터 센터 비중 확대 예상

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
미국 ESS 시장 규모	90	105	125	150	170	185
데이터 센터용 ESS(BBU 포함)	9	13	17	25	33	48
BBU 시장 규모(원형 셀)	3	4	6	8	9	11
BBU 외 시장(신재생 연계 용, UPS, 가정용 등)	7	9	11	17	24	37
데이터 센터용 ESS 비중(%)	10	12	14	17	19	26

자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF, SMM, 삼성SDI, 파나소닉

그림 31. 미국 ESS 시장 규모 및 전체 ESS 시장 내 비중 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터, BNEF, SMM, 삼성SDI, 파나소닉

데이터 센터 내 ESS의 중요도가 높아지고 있다. 특히 제품 가격 수용력이 높을 것으로 예상되는 데이터 센터 내부 용(On-site ESS, BBU 등) 시장 개화에 주목한다. 과거 전력 품질 유지와 비상 전력 확보 등의 보조적 기능만 수행하던 배터리(UPS)가 가치가 상승하고 있다.

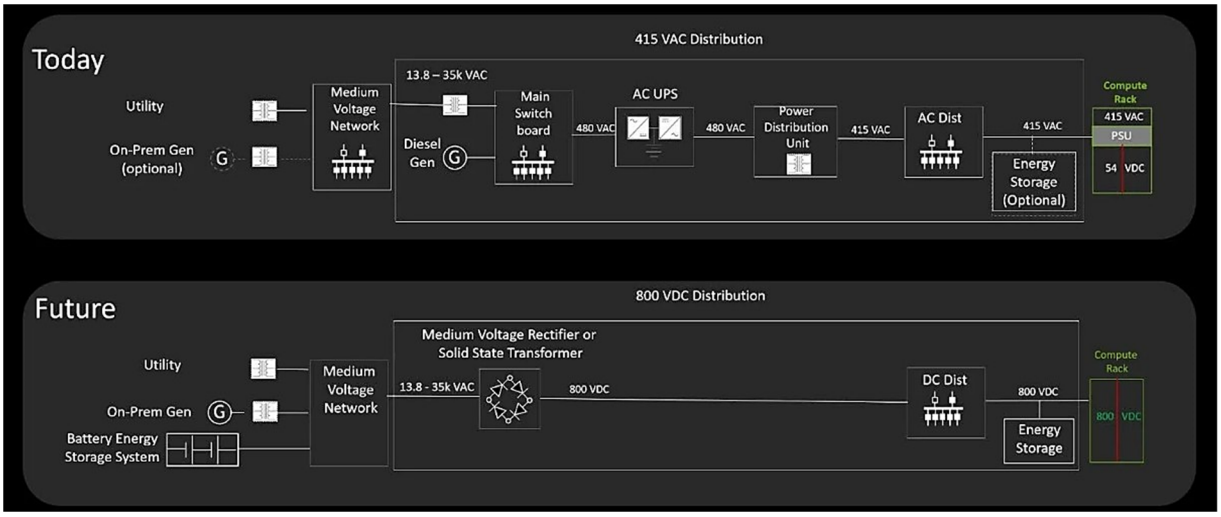
AI 워크로드 확산으로 전력 부하의 변동성과 순간 피크가 구조적으로 확대에 대응하기 위해 데이터센터 전력 구조는 점진적으로 대규모 On-site ESS 비중을 확대하는 방향으로 재편되고 있다. AI 연산 집약도가 높아질수록 데이터센터의 전력 부하는 불규칙성과 순간 피크가 확대되는 특성을 보이며, 기존 AC 기반 전력 구조만으로는 이러한 부하 특성을 안정적으로 감당하기 어렵다.

이러한 환경 변화 속에서 엔비디아는 25년 10월 차세대 AI 데이터센터 전력 아키텍처를 800V급 고전압 직류(HVDC) 기반으로 전환하는 방향성을 제시했다. 800V HVDC 구조는 배전단을 기존 415V AC에서 800V DC로 전환함으로써 동일한 전선규격으로 약 85% 더 높은 전력 전달 용량을 확보할 수 있다. 이는 전압 상승에 따라 전류 요구량이 감소하고, 그에 따라 저항 손실이 줄어들어 전력 전송 효율이 크게 개선되기 때문이다. HVDC 전환은 단순한 배전 효율 개선을 넘어, 전력의 순간 변동을 흡수하고 부하를 안정화하는 ESS의 역할을 더욱 중요하게 만드는 구조적 변화다. 데이터센터의 전력 공급 성능과 운영 효율을 결정하는 전략적 자산으로 격상되고 있다.

데이터 센터 향 ESS는 고객사(빅테크)의 가격 수용력이 높다고 판단한다. 이는 작년부터 시장 개화가 본격화되고 있는 1) BBU(데이터 센터 직납 향 원통형 배터리 셀)의 가격과 2) 데이터 센터 내 '전고체 배터리' 탑재를 준비하고 있는 밸류체인이 존재한다는 점에서 확인 가능하다.

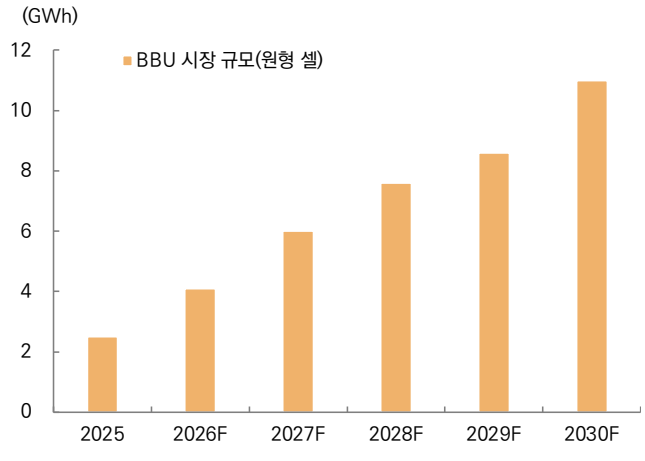
26년 BBU 시장 규모는 금액 기준 8억 달러, 출하량 기준 4.1Gwh(배터리 셀 기준)으로 예상되는데, Kwh 당 판가 역산 시 기존 1865 저가형 원형 배터리 제품 대비 +77% 정도 가격이 높은 것으로 추정한다. 향후 추가적인 성능 및 원가 개선을 위해 1) 2170으로의 전환, 2) 탭리스 제품으로의 전환도 가속화되고 있는 바, 데이터 센터로 직납되는 BBU 제품의 가격 상승은 지속될 것으로 예상한다. 해당 제품의 경우, 빅테크 업체들이 직접 구매 의사 결정을 진행하고 있는 바, 가격 상승에 대한 수용도도 타 배터리 제품 대비 높을 것으로 예상한다.

그림 32. 데이터센터 전력 분배 구조 전환 (415V AC → 800V DC)



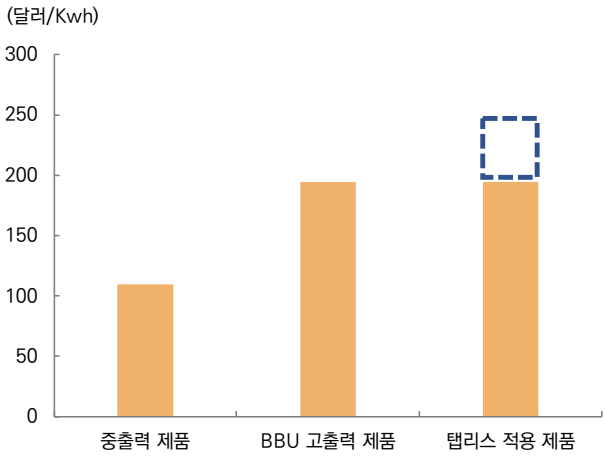
자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. BBU 시장 전망(미국 데이터 센터 향)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, 삼성SDI

그림 34. BBU(ESS 용 고출력 1865 원형 셀) 판가 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

중장기 관점에서 데이터 센터 내부 용 ESS(on-site) 배터리는 전고체 탑재도 가능성도 존재한다고 판단한다. 기존 ESS 영역과 달리, 1) 공간 당 에너지 밀도가 중요하며, 2) 데이터 센터 내부 사고 발생 시 대응 불가능한 수준의 손실 발생 가능성이 있기에 안전성에 대한 고객들의 니즈가 높을 것으로 판단한다. 특히 3) 자금력이 높은 빅테크가 직접 구매하는 영역이기에 가격 수용력이 매우 높을 것을 판단한다.

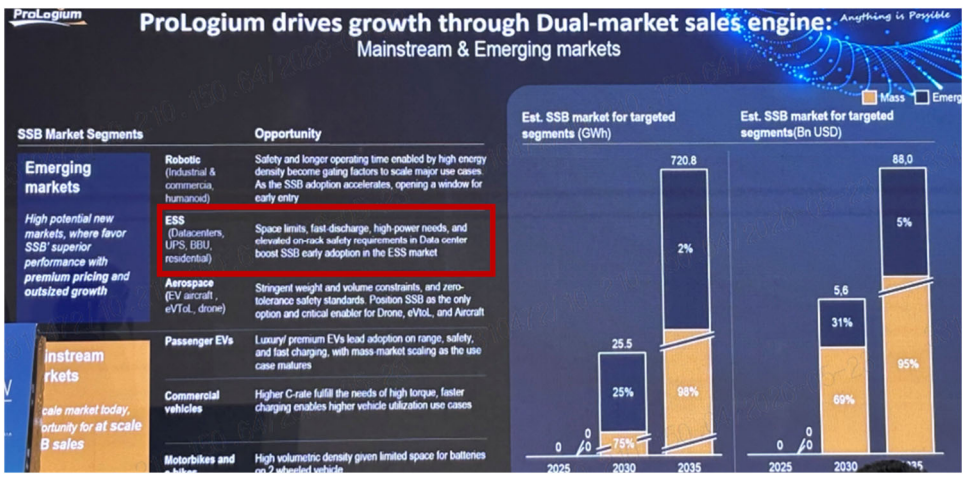
실제로 지난 3월 당사가 참석한 홍콩 배터리 컨퍼런스에서, 대만의 전고체 배터리 업체인 프롤로지움은 유럽 슈나이더 일렉트릭과 24년 5월 MOU를 체결하고, 데이터 센터 ESS 내 BBU, UPS 향 전고체 배터리 제품 개발을 본격화하고 있다. 26년 ~ 27년 제품 실증 테스트 진행 및 슈나이더의 BMS 최적화 연동 작업을 진행하고 있으며, 26년 2월 착공한 프랑스 기가팩토리(Ph1)를 28년 가동하여 유럽 현지 AI 데이터센터 용으로 공급 목표를 제시하고 있다. 관련 시장 확대가 가속화될 경우, 29~30년 생산능력을 12Gwh(Ph2)로 확대할 계획을 제시하고 있다.

데이터 센터 투자의 주체인 빅테크의 자금력은, 과거 이 산업 내 주된 고객군들과 다르다. 기존 주요 전방 업체(EV, ESS 에너지사업자)의 경우, 최종 재화의 낮은 수익성으로 인하여 '원가 우위' 제품을 선호하며 이는 산업 전반적인 1) 판가 하락, 2) 저가형 제품으로의 믹스 변화를 유도해왔다.

빅테크 업체의 경우, '원가 우위'보다 '성능 우위' 제품을 선호할 것으로 예상한다. 빅테크 업체들의 데이터 센터 Capex 비중은 3~5% 수준으로 미미하나, 1) 데이터 센터 전력 수요를 감당하기 위한(전력 안정화, 피크세이빙) ESS 및 배터리의 역할 증가, 2) ESS 및 배터리 관련 사고 발생 시 천문학적 비용 발생 가능성이 높다는 측면에서 고성능 제품군으로의 시장 믹스 변화가 시작될 가능성이 있다고 판단한다.

당사는 미국 전체 ESS 수요 중 데이터 센터 향 비중이 25년 10% → 30년 26%로 증가할 것으로 전망하며, 해당 제품 군들은 상대적으로 높은 판가와 수익성이 가능할 것으로 판단한다. 1) BBU, 2) UPS, 3) 데이터 센터로 설치되는 유틸리티 연계 ESS 시장은 매출액, 수익성 관점의 다른 접근이 필요하다.

그림 35. 대만 프롤로지움 ESS 용 전고체 배터리 상용화 계획(중국 출장)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ProLogium

(3) 대 중국 견제 확대: ESS 시장 내 한국 업체 점유율 반등 예상

글로벌 정책 유동성 증가와 이에 따른 ESS 수요 증가의 최대 수혜는 중국 배터리 밸류체인임이 분명하다. 1) 주요 전방인 태양광 밸류체인을 사실상 장악하고 있으며, 2) 원가 및 기술 측면의 우위를 점하고 있다. 3) 단기뿐만 아니라 장기적 관점의 나트륨 이온 배터리 등 차세대 제품 준비의 속도도 자금력 우위인 중국 밸류체인의 지속적인 우위 구간이다.

단, 한국 배터리 밸류체인 역시 과거와 다르게 공격적인 시장 진입을 진행하고 있으며 이는 본질적으로 대 중국 밸류체인에 대한 강대국들의 정책적 규제에 기인한다(한국 정부도 ESS 배터리 수요 및 밸류체인 관점의 정책 필요할 것으로 판단, 하반기 발표될 예정인 '한국판 IRA(세법개정안)'에 주목).

미국의 경우, 25년 7월 초 OBBBA 법안 통과 후 사실상 중국 밸류체인이 장악하고 있던 북미 ESS 배터리 공급망의 변화가 가속화되고 있다. 대 중국 견제책이 EV → 배터리로 변화하며, LG에너지솔루션과 삼성SDI의 북미 ESS 수주 잔고를 급격하게 증가시키고 있다.

LG에너지솔루션의 북미 ESS 수주잔고는 2Q25 50Gwh → 3Q25 120Gwh → 4Q25 140Gwh → 26년 말 190Gwh로 증가할 것으로 예상한다. 삼성SDI의 경우에도 작년 하반기 EV → ESS로의 라인 전환을 통해 공격적인 수주잔고 증가가 진행 중인 것으로 판단한다. 공식적인 발표는 하지 않으나, 당사는 삼성SDI의 북미 ESS 수주잔고가 3Q25 30Gwh → 4Q25 40Gwh → 1Q26 80Gwh로 크게 증가한 것으로 추정하며, 2026년 말 기준 120Gwh로 수주 증가가 가속화될 것으로 판단한다(삼성SDI 중국 ESS 업체인 선그로우 해외 투자 밸류체인 진입 및 미국 에너지사업자 향 '각형 배터리' 추가 수주 확보 예상).

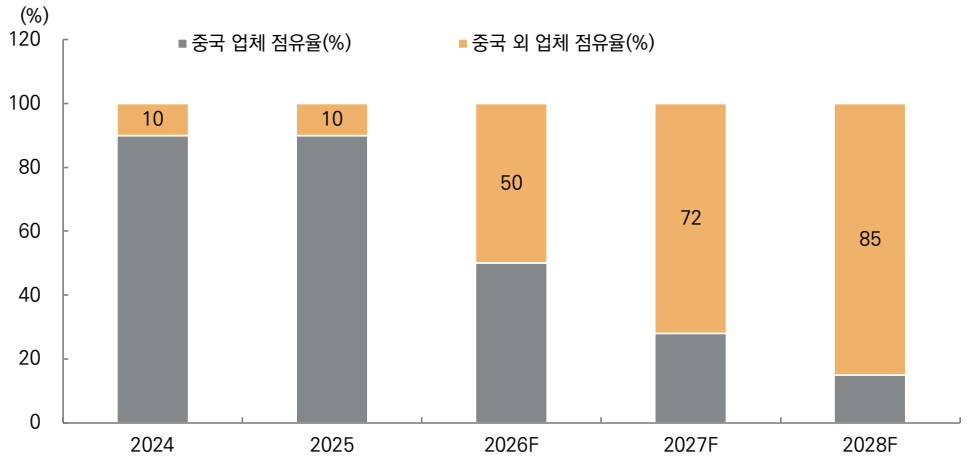
북미 ESS 시장 내 중국 외 배터리 업체들의 점유율은 25년 10% → 26년 50% → 27년 72% → 28년 85%로 급격하게 상승할 것으로 예상한다. 작년 하반기 주가 상승 구간이 ESS에 대한 기대감의 선 반영 구간이었다면, 올해부터는 전사 사업부 실적 개선을 견인하는 사업부가 될 것으로 판단한다.

표 3. 북미 ESS 내 한국 업체 점유율 상승 가속화

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
북미 ESS 시장 규모(Gwh)	75	90	105	125	150
중국 업체 점유율(%)	90	90	50	28	15
중국 외 업체 점유율(%)	10	10	50	72	85
중국 외 업체 출하량(Gwh)	8	9	53	90	128
LG에너지솔루션 북미 공장 출하량			37	50	70
삼성SDI 북미 공장 출하량			9	24	35
기타 업체 북미 공장 출하량			7	16	23

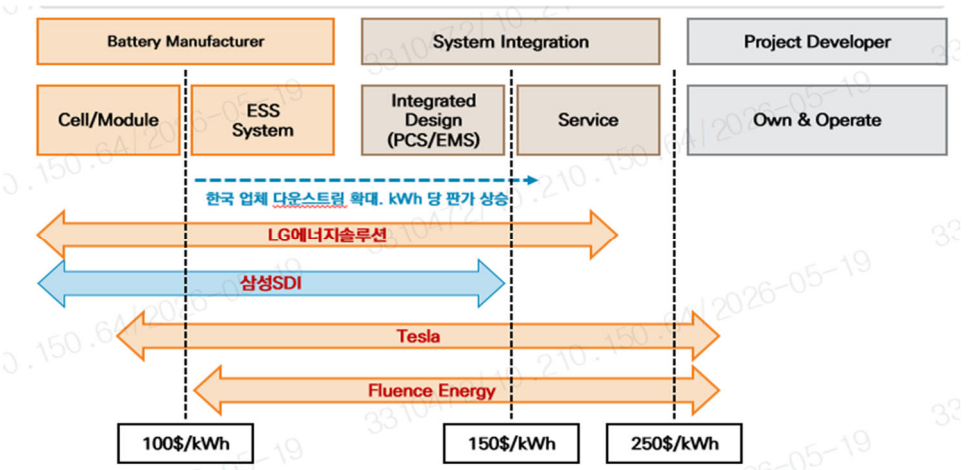
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 북미 ESS 배터리 점유율 예상 → 중국 외 밸류체인 점유율 확대 가속



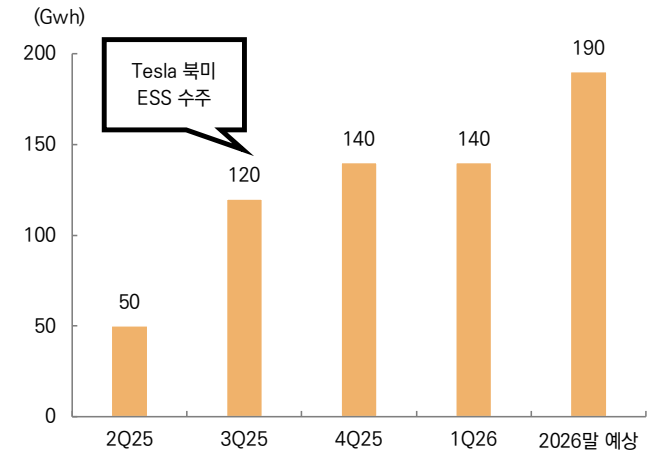
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 한국 배터리 셀 업체 다운스트림 확장: SI 영역으로 확대, kwh 당 판가 상승



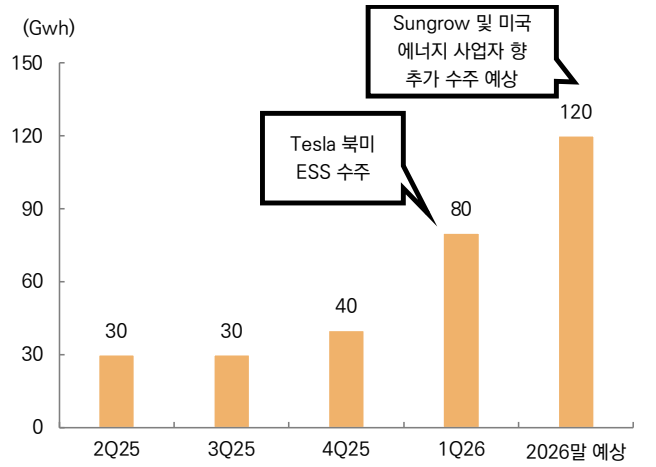
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. LG에너지솔루션 북미 ESS 수주잔고 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 삼성SDI 북미 ESS 수주잔고 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

중장기적 관점에서 중국 업체들이 점유하고 있는 유럽 ESS 시장 내에서의 점유율 변화 가능성도 존재한다고 판단한다. 이 역시 EU의 대 중국 밸류체인 견제 정책 강화가 핵심이다. 당사는 유럽 ESS 수요가 25년 77Gwh → 26년 115Gwh → 27년 131Gwh로 증가할 것으로 전망하는데, 시장 규모 기준으로 북미와 유사한 수준이다. 해당 시장 대응은 지금까지 중국 밸류체인의 독점적 상황이었던 것으로 판단한다.

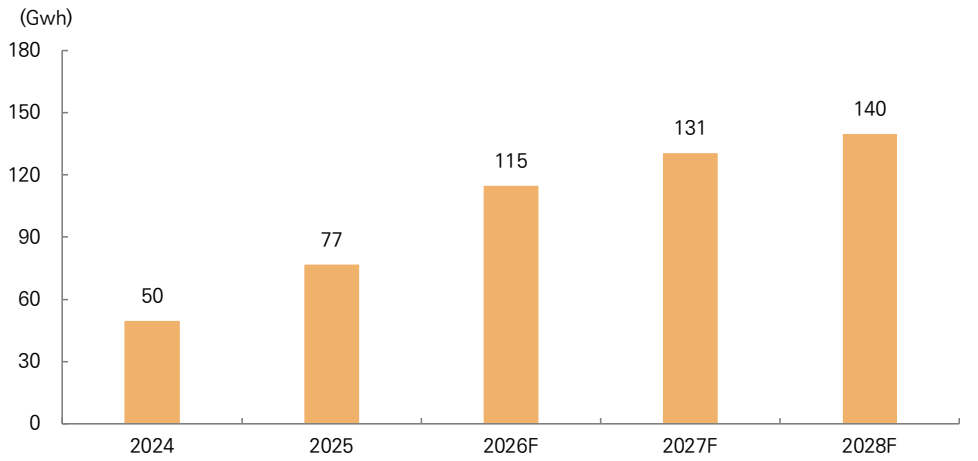
단, 26년 연초 EU의 대 중국 밸류체인 견제 정책이 과거(중국 EV 관세 인상 등)와 달리 EV라는 최종 재화 → 배터리/부품으로 확대되고 있다는 점에 주목한다.

EU는 지난 3월 초 IAA(산업 가속화법) 초안을 발표하며, '글로벌 점유율 40% 이상인 재화'의 국가의 투자자가 유럽 내 투자할 경우 1) 해당 법인의 지분율을 49% 이하로 제한하며, 2) EU 근로자 50% 이상 고용 의무, 3) EU 내 생산 비율 30% 확보 및 기술 이전 등을 언급하였다. 추가적으로 5월 중, 특정 공급사의 단일 공급 비중을 30~40% 수준으로 제한하는 규제를 발표할 가능성도 존재한다. 해당 정책들의 발표 후 시장에서는 EV 관련 밸류체인의 공급망 변화에 초점을 맞추고 있으며, 당사 역시 28년 주요 EV 프로젝트부터는 중국 외 공급사에게 유의미한 기회가 생길 것으로 판단한다.

단, 당사가 주목하는 점은 해당 정책(대 중국 견제 정책)의 주어가 'EV'가 아닌 '배터리'라는 점이다. 이미 우리는 작년 25년 7월 미국 OBBBA 법안 통과 후 대 중국 견제책이 EV → 배터리로 전환되며, 한국 업체들의 수주 기준 ESS 점유율 상승이 가속화된 것을 경험하였다. EU가 연초에 발표한 정책 초안들이 실제로 통과되어 진행될 경우, 유럽 내 ESS 고객사들의 탈 중국 공급망 움직임이 가속화될 가능성이 존재한다고 판단한다(미국과 달리 각 국의 이해관계로 인해 수정되거나 지연될 가능성 존재, 미국 대비 강제성 약할 수 있음).

LG에너지솔루션과 삼성SDI의 유럽 가동률은 여전히 낮은 상황이다. 1) 유럽 ESS 시장 확대, 2) 대 중국 견제책으로 과거 대비 유럽 ESS 향 수주 확보 가능성도 높아질 것으로 예상한다. 한국 업체들은 이미 미국 시장에서 하이니켈 EV 배터리 → LFP ESS 배터리로의 라인 전환을 경험했다. 25년 말 기준 LG에너지솔루션 폴란드 생산 능력은 80Gwh 초반이며, ESS LFP로의 라인 전환(4~5Gwh)을 진행 중인 것으로 파악한다. 삼성SDI의 헝가리 생산능력은 40Gwh 수준으로 ESS LFP로의 전환은 진행되고 있지 않다.

그림 40. 유럽 ESS 시장 규모: 대 중국 견제책 EV → 배터리로 확대 중. 점유율 확보 가능



자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상. BNEF, SMM, SEN리서치, 로모션, LGES, 삼성SDI

판가(P) 각도: 우상향. 매도자 우위 시장으로 전환

당사는 글로벌 2차전지 섹터의 핵심 커머디티 제품인 탄산리튬을 포함한 주요 소재의 판가 상승 사이클이 지속될 것으로 전망한다. 1) 글로벌 상위(중국 상위) 소재 업체들의 ①내수, ②해외 증설 스텐스가 작년 대비 둔화되고 있으며, 2) 중국 정부의 EV, ESS의 질적 성장 정책이 본격화되며 기술 대응이 불가한 중국 내 후발 업체들의 도태가 전체 공급량 축소를 가속화할 것으로 예상한다. 3) 글로벌 공급망을 훼손시키는 대 중국 밸류체인 견제 정책 및 각 국가(인도네시아, 콩고, 짐바브웨 등)의 주요 광물 단 수출 통제(공급량 제한) 역시 지속될 것으로 판단한다. 3월 중국 출장 중 당사가 미팅한 상위 중국 소재 업체들은 '수익성'이 정상화되는 구간까지 판가 인상을 진행할 것이라고 언급하였다.

1. 글로벌 상위 소재 업체 공급 증가 둔화

(1) 중국 상위 소재 업체들의 보수적 공급 기조

당사는 글로벌 상위(중국 상위) 업체들의 공급 증가가 과거 대비 둔화되고 있다고 판단한다. 1) 25년 7월 중국 정부의 반내권 정책(과잉 공급 제한) 효과가 지속되고 있으며, 2) 주요 전방인 EV, ESS에 대한 질적 성장 정책 선회(EV는 저가형 보조금 정책 변경, ESS는 No.114 듀레이션 기준 보조금 차등 지급)으로 향후 양적 성장이 둔화될 수 있다는 우려 때문이다. 중국 소재 업체들의 해외 증설 역시 과거대비 공격적이지 않다. 특히 유럽의 경우, 1) IAA 법안 내 50% 지분율에 대한 부담, 2) 5월 말 발표될 예정인 특정 업체로의 구매 비중 제한 정책 등 대 중국 밸류체인 견제 정책이 확대되고 있기 때문이다.

표 4. 중국 ESS 중앙정부 육성 정책

연도	정책명 및 발행 기관	주요 내용 및 목표
2014.11	에너지 개발 전략 행동 계획 (2014-2020) (State Council)	- 에너지 절감, 국내 생산, 녹색 전환, 혁신 4대 전략 강조. - ESS 기술 R&D와 부가 서비스 시장 탐색을 통해 에너지 저장 기술 개발 촉진. 초기 상용화 기반 마련.
2016.03	재생에너지 개발 목표 관리 제도 수립 의견 (NEA)	- 중국 최초로 재생에너지 개발·이용의 정량적 목표 및 제도적 메커니즘을 명확히 제시. - 각 성(省)별 재생에너지 비중 목표 설정을 의무화.
2021.03	14차 5개년 계획 (2021-2025) (State Council, NPC 승인)	- 비화석 에너지 소비 비중 20% 목표 (13차 계획보다 5년 앞당김). - 재생에너지 발전 비중 33%, 증가 에너지 소비 50% 재생에너지 충당.
2021.06	신에너지 저장 개발 가속화 지침 (NDRC, NEA)	- 2025년까지 신에너지 저장 용량 30GW 설치 목표. - 초기 상용화에서 대규모 개발로 전환. 재생에너지 통합과 그리드 안정화 강조.
2021.09	신에너지 저장 개발 시행 계획 (2021-2025) (NDRC, NEA)	- 2025년까지 ESS 단위 비용 30% 이상 감소, 2030년 핵심 기술/장비 독립 개발. - 지방정부와 연계해 60GW 이상 용량 목표 (중앙 목표 30GW 초과).
2021.10	2030년 이전 탄소 배출 피크 행동 계획 (NDRC)	- 2025년 비화석 연료 비중 20% 달성, ESS 설치 용량 30GW 이상. - 에너지 소비 및 탄소 배출 강도 13.5%/18% 감소. ESS를 통해 전력 시장 구조 개혁 추진.
2025.03	국가 벤처 캐피탈 가이드 펀드 창설 (State Planner, NDRC)	- 재생에너지 및 ESS 기술 개발을 위한 1,000억 위안 (약 138억 USD) 규모 펀드 조성.
2025.09	신에너지 저장 대규모 건설 특별 행동 계획 (2025-2027) (NDRC, NEA)	- 2027년까지 신에너지 저장 용량 180GW (펌프드 하이드로형 제외) 달성 목표 설정. - 연간 200GW 재생에너지 추가를 지원하며, 2,500억 위안 (약 350억 USD) 투자 유치. - 이전 2025년 30GW 목표를 2년 조기 달성한 후의 후속 계획으로, 전력 시장 참여 확대와 규제 용량 최적화 강조.
2026.01	No.114 정책 발표	- 듀레이션 기준 차등적 보조금 지급 발표. Long Duration ESS로의 산업 질적 성장 유도

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

(2) 중국 후발 업체들의 시장 퇴출 가속

업스트림 단의 중국 정부 정책 변화가 중국 내 후발 주자들의 시장 퇴출을 가속화시키고 있다고 판단한다. 1) EV의 경우, 연초 중저가 EV에 대한 이구환신 보조금을 중단하며 하이엔드 중심의 질적 성장을 유도하고 있으며, 2) ESS의 경우에도 지난 1월 No.114 정책으로 듀레이션 기준의 차등적 보조금 지급으로 LDES(Long Duration ESS) 중심의 질적 성장을 유도하고 있다.

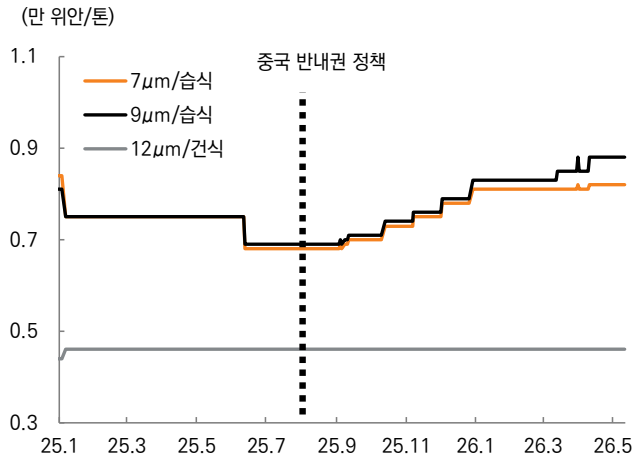
해당 정책의 변화로 인하여 배터리 단에서의 유의미한 Spec Up이 진행 중인 것으로 판단한다. 특히, ESS 정책 변화는 EV 대비 상대적으로 낮았던 ESS 배터리의 Spec Up을 가속화시키고 있으며, 1) 고품질 소재 대응이 가능한 상위 업체로의 쏠림, 2) 고품질 대응이 불가능한 후발 업체들의 시장 퇴출을 가속화시키고 있는 것으로 추정한다.

대표적인 사례는 고정비 비중이 높은 분리막이다. 저가형 건식 분리막의 시장 도태가 가속화되고 있으며, 배터리 수명 및 안정성 우위인 습식 배터리의 ESS 산업 내 침투율 상승이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 글로벌 1위 분리막 제조 업체인 중국 창신신소재는 지난 3월 당사 중국 출장 당시 1) 양방향 연신이 가능한 습식 분리막의 안정성 우위를 바탕으로 전방의 일부 고객(BYD, 소형 셀 업체)를 제외한 대부분의 배터리 셀사들이 습식 분리막으로 전환을 진행하고 있으며, 2) 상위 시장 점유율 70%인 Top 4업체를 제외하고 대부분의 후발 업체들은 설비 노후화 및 습식 제품 품질 대응이 열위인 상황이라고 언급하였다.

동박도 마찬가지이다. 동박의 두께 및 인장 강도에 대한 고객들의 요구사항이 높아지고 있으며, 이는 상위 동박 업체 중심의 구조조정과 하이엔드 동박 T값 상승을 유발하고 있는 것으로 파악한다. 고객사들이 요구하는 동박 인장강도는 500~600mpa, 두께는 최소 6마이크론 이하를 요구하고 있는 것으로 파악한다.

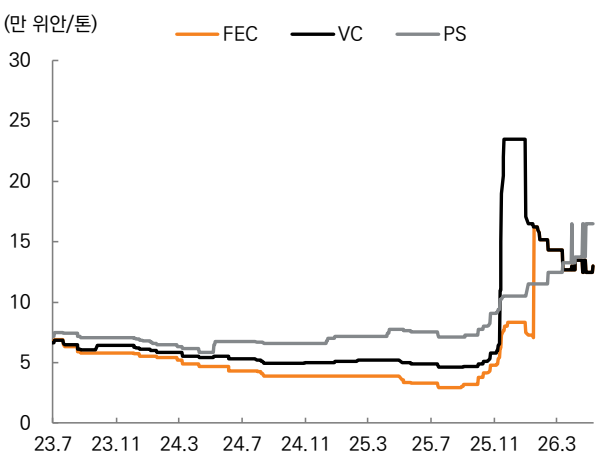
전해액 첨가제 가격의 급격한 상승도 이러한 맥락에서 이해 가능하다. EV 배터리에만 들어가던 주요 전해액 첨가제(FEC, VC, PS)가 ESS 배터리로 확대되고 있는 것으로 파악한다. ESS 배터리의 급격한 Spec Up이 스페셜티 성격이 강한(시장 규모가 작아 공급사 제한적인) 전해액 첨가제들의 급격한 가격 상승을 유발하고 있다고 판단한다.

그림 41. 중국 분리막 가격 추이 – 저가형 건식 분리막 도태



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 42. 전해액 첨가제 가격 상승



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

2. 탄산 리튬 가격 전망: 26년 18만 위안 ~ 25만 위안 전망

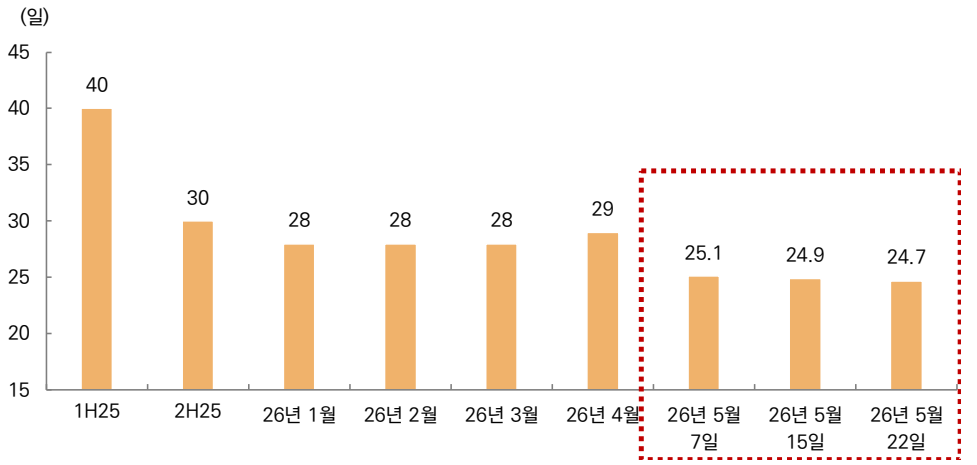
당사는 26년 탄산리튬 가격을 18만 위안 ~ 25만 위안 밴드로 전망한다. 타이트한 현물 재고 상황이 지속되고 있다고 판단한다.

수요의 경우, 1) 연초 글로벌 ESS 산업 수요 성장이 가속화되며, ESS가 전체 탄산리튬 수요에서 차지하는 비중이 급격하게 상승하고 있다. Albemarle에 따르면, 1~3월 글로벌 누적 ESS 배터리 수요는 200Gwh를 상회하였으며 이는 글로벌 EV 수요를 소폭 상회하는 수준이다. 작년 말부터 탄산리튬 가격이 EV가 아닌 ESS 수요에 민감하게 반응하기 시작하였으며, 이러한 트렌드가 연초 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 2) 부진했던 EV 수요도 미국-이란 전쟁을 기점으로 개선되고 있다. 유럽/기타 시장의 EV 판매량은 3월 이후 유의미한 YoY 증가를 지속하고 있으며, 부진했던 중국 EV 판매 역시 4월부터 회복이 진행 중이다.

공급 단에서는 1) 이춘성 4개 광산 환경 허가 이슈 발생, 2) 짐바브웨 수출 통제 이슈 지속, 3) CATL 젠샤워 가동 중단 지속 등의 불확실성이 지속되고 있다. 공급 단 변수는 하반기 중 완화될 가능성이 있으나, 단기적 관점(상반기)에서는 공급 증가가 제한적인 상황으로 파악한다. 5~6월 중 단기적 Shortage가 발생할 가능성이 존재한다.

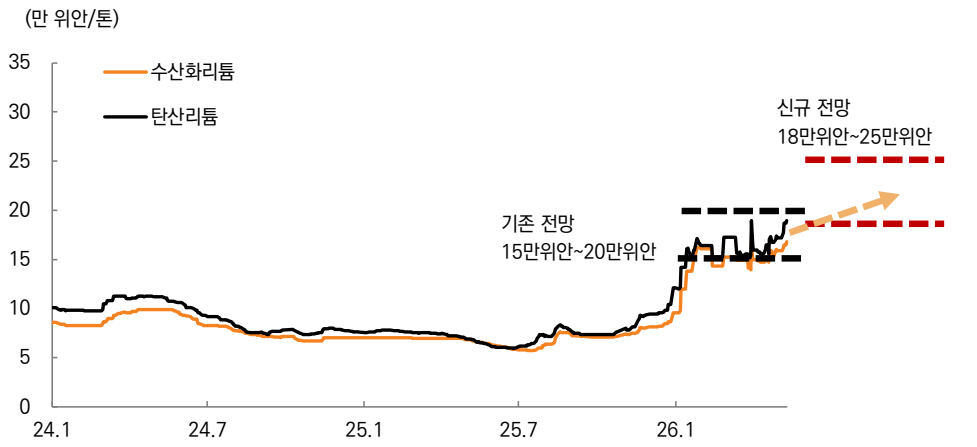
5월 3주차 기준, 중국 탄산리튬 재고 일수가 24.7일 수준까지 축소되었다. 과거 3.5년 내 최저치이다. 23년 하반기 극단적 공급과잉 구간 재고일수는 65일 이상 → 25년 상반기 40일 내외 → 25년 하반기 반내권 정책 시작 이후 30일 이하로 재고 일수가 감소되고 있었던 상황이다. 26년 연초(1~4월) 재고 일수는 28~29일 수준으로 타이트한 수준을 유지하고 있었으며, 5월 연휴 이후 재고 일수가 25일 이하로 급격하게 감소하였다. 공급 단 변수가 지속되고 있는 상황에서 예상치 못한 수요 변수(글로벌 ESS 수요 증가 가속, 전쟁으로 인한 글로벌 EV 수요 반등)가 주요 원인으로 판단한다.

그림 43. 중국 탄산리튬 현물 재고 일수 5월 연휴 이후 급격하게 감소. 타이트한 수급 상황 지속



자료: 미래에셋증권 리서치센터, SMM

그림 44. 탄산리튬 가격 밴드 전망: 18만 위안 ~ 25만 위안



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

3. 분리막, 동박 T값 상승에 주목

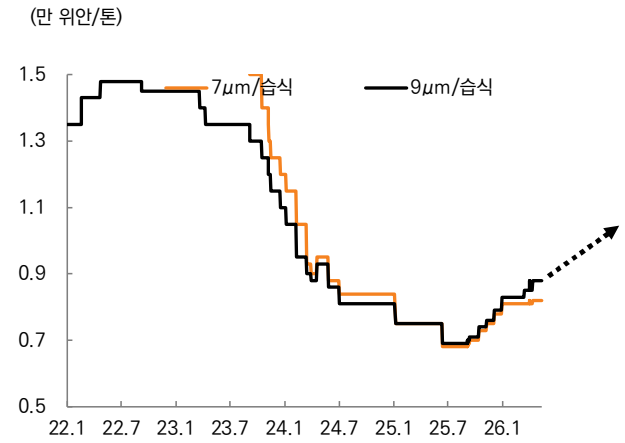
리튬뿐만 아니라 리튬과 무관한 배터리 소재 제품군의 판가 상승도 지속되고 있다는 점에 주목한다. 당사가 3월 출장 시 미팅한 상위 소재사들은 모두 1) 하반기 판가 상승 지속, 2) 수익성 개선 우선 전략, 3) 향후 산업 수요 성장률 확인 후 추가적인 증설 고민이라는 공통적인 전략을 구사하고 있다. 중국 정부의 1) 과잉 경쟁 금지(반내권), 2) 질적 성장 정책으로 인한 상위 소재 업체들의 판가 인상이 하반기에도 지속될 것으로 판단한다.

중국 상위 업체의 습식 분리막 가격 인상이 지속되고 있다. 9마이크론 습식 분리막 가격은 작년 반내권 이후 +28% 상승하였으며, 비수기인 연초에도 가격 인상이 추가적으로 진행되고 있다(3월 +2.4% MoM, 4월 +3.5% MoM). 1) No.114 정책으로 인한 중국 ESS 배터리 내 소재 스펙 상향 조정(건식 분리막 → 습식 분리막), 2) 중국 반내권 공급조절 정책 지속, 3) 미국-이란 전쟁으로 인한 전방 수요 예상치 상향 조정으로 글로벌 습식 분리막 판가 상승은 하반기에도 지속될 것으로 전망한다. 분리막의 경우, 1) 상위 4개사의 시장 점유율이 70%를 상회하고 있는 상황에서, 2) 상위 4개사의 가동률이 2Q26~3Q26 중 모두 Full 가동률로 전환될 것으로 예상되며, 이에 따른 소재 업체들의 가격 협상력이 타 소재 대비 높을 것으로 예상한다.

배터리 용 동박 T값 상승도 확인되고 있다. 당사가 확인하고 있는 시장 조사기관(ICC) 데이터에서는 아직 유의미한 가격 인상이 확인되지 않으나, 당사의 최근 산업 크로스체크(중국 상위 및 한국 상위 동박 업체)에 의하면, 2Q26에 작년 연말 대비 평균 +30% 이상 T값 인상이 진행된 것으로 파악한다. 하이엔드 동박 제품의 경우에는 +50% 이상 인상된 제품도 있는 것으로 파악한다.

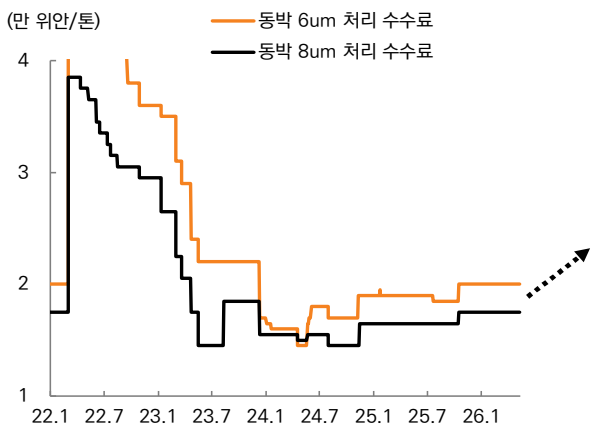
배터리 용 동박의 경우, 1) 지난 몇 년간 공급 과잉이 가장 심했던 영역이며, 2) 상위 업체의 점유율 역시 분리막 대비 낮은 상황(선-후발 격차 상대적으로 작음)이었기에, 최근의 T값 인상이 받아드려졌다는 점은 전체적인 배터리 소재 수급 상황 및 판가 방향성을 예측하는데 유의미한 신호라고 판단한다.

그림 45. 중국 습식 분리막 가격 추이 → 우상향 지속 예상



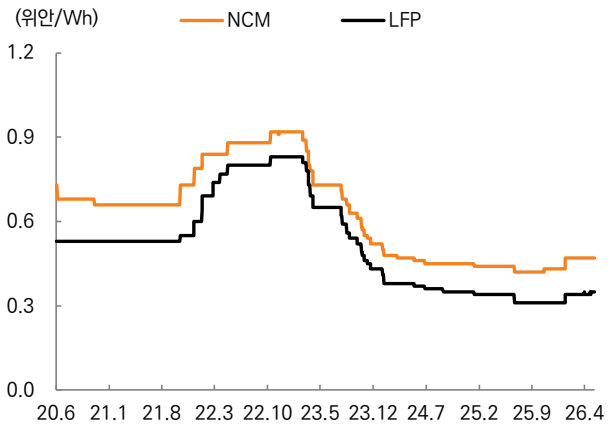
자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 46. 동박 T값 추이 및 전망 → 우상향 시작 예상



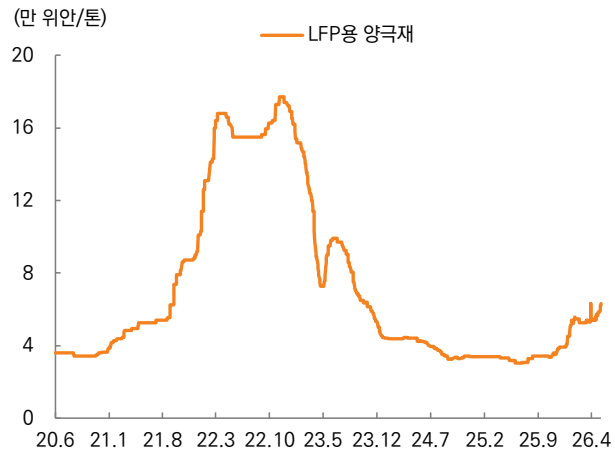
자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 47. 각형 배터리 가격 추이



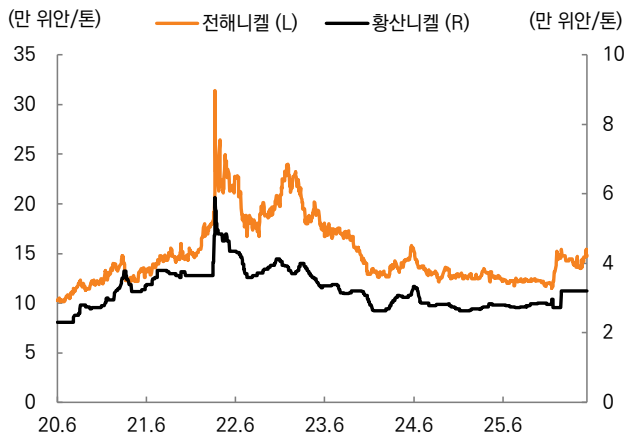
자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 48. LFP 양극재 가격 추이



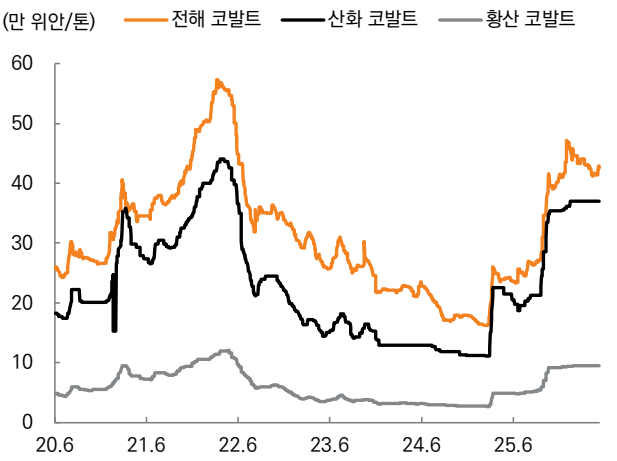
자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 49. 니켈 가격 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

그림 50. 코발트 가격 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, ICC

'각'형 배터리 점유율 상승 가속

1. 각형 배터리 점유율 상승 가속

'각형' 배터리 시장 확대에 주목한다. ESS뿐만 아니라 주요 EV 고객사들의 28년 주요 프로젝트는 파우치가 아닌 각형으로 전환이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 파우치 대비 1) 안전성 우위 → 셀 대형화 우위, 2) CTP 기술 접목 우위, 3) 해당 기술적 우위를 바탕으로 지난 몇 년간 중국 경쟁사들의 점유율 확대가 가속화되어, 글로벌 주요 EV, ESS 고객들의 제품 양산 플랫폼의 각형 폼펙터 표준화가 진행된 것으로 판단한다.

글로벌 각형 배터리 수요는 24년 854Gwh → 28년 1,875Gwh로 증가하며, 글로벌 전체 배터리 수요 증가율을 상회할 것으로 전망한다. 전체 시장 내 비중은 24년 72% → 28년 77%로 증가하며, 높은 점유율을 지속할 것을 예상한다. 28년 기준 EV 시장 내 각형 배터리 점유율은 69%, ESS 시장 내 각형 배터리 점유율은 92%를 예상한다.

이미 각형 배터리가 시장을 잠식하고 있는 중국 시장(EV 90%, ESS 100%)을 제외 시, 각형 배터리의 수요, 점유율 상승 각도는 더 높아진다. 중국 외 시장 기준, 각형 배터리 수요는 24년 271Gwh → 25년 407Gwh → 26년 523Gwh → 27년 682Gwh → 28년 827Gwh로 증가할 것으로 예상한다. 중국 외 시장 각형 배터리 점유율은 24년 49% → 28년 63%로 크게 증가할 것으로 판단한다. EV 각형 배터리(중국 시장 제외)의 경우 24년 117Gwh → 28년 428Gwh로 +266% 증가, ESS 각형 배터리(중국 시장 제외)의 경우, 24년 155Gwh → 28년 399Gwh로 +158% 증가할 것으로 추정한다.

단기적 관점 26~28년 북미 ESS 시장의 경우, 1) ITC, PTC 기한 축소(보조금 일몰 시점 축소), 2) 데이터 센터 용 ESS 수요 증가에 따라 파우치의 점유율이 높아질 것으로 예상하나, 중장기적 관점에서 북미 ESS 역시 각형으로의 전환이 가속화될 것으로 전망한다.

표 5. 글로벌 배터리 시장 내 각형 배터리 비중 추이 및 전망

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EV(Gwh)	870	1,081	1,225	1,440	1,588
ESS(Gwh)	312	514	652	752	847
글로벌 배터리 시장 규모(Gwh)	1,182	1,595	1,877	2,192	2,435
EV(Gwh)	566	724	833	979	1,096
ESS(Gwh)	289	483	587	677	779
글로벌 각형 배터리 시장 규모(Gwh)	854	1,207	1,420	1,656	1,875
EV(%)	65	67	68	68	69
ESS(%)	92.5	94	90	90	92
각형 배터리 비중(%)	72	76	76	76	77

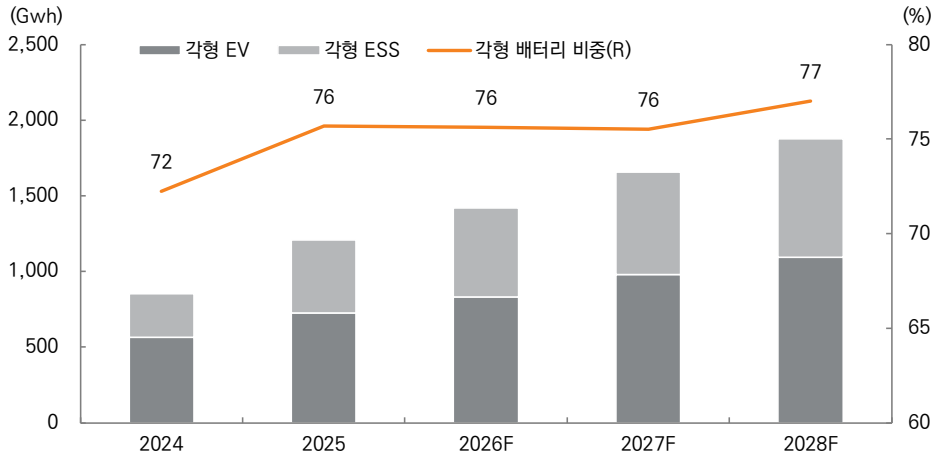
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

표 6. 중국 시장을 제외한 배터리 시장 내 각형 배터리 비중 추이 및 전망

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EV(Gwh)	372	467	564	736	846
ESS(Gwh)	178	266	350	412	467
중국 시장 제외 배터리 시장 규모(Gwh)	550	733	914	1,148	1,313
EV(Gwh)	117	172	238	346	428
ESS(Gwh)	155	235	285	337	399
중국 시장 제외 각형 배터리 시장 규모(Gwh)	271	407	523	682	827
EV(%)	31	37	42	47	51
ESS(%)	87	88	81	82	85
중국 시장 제외 각형 배터리 비중(%)	49	55	57	59	63

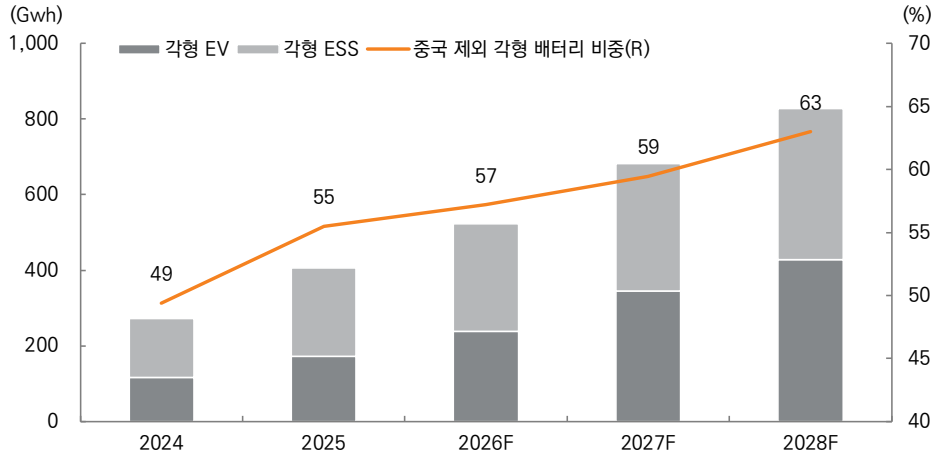
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 51. 글로벌 각형 배터리 시장 규모 및 점유율 전망



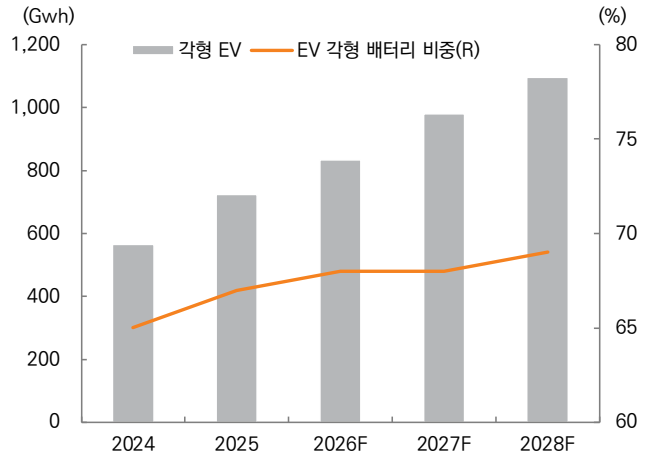
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 52. 중국 시장을 제외한 각형 배터리 시장 규모 및 점유율 전망



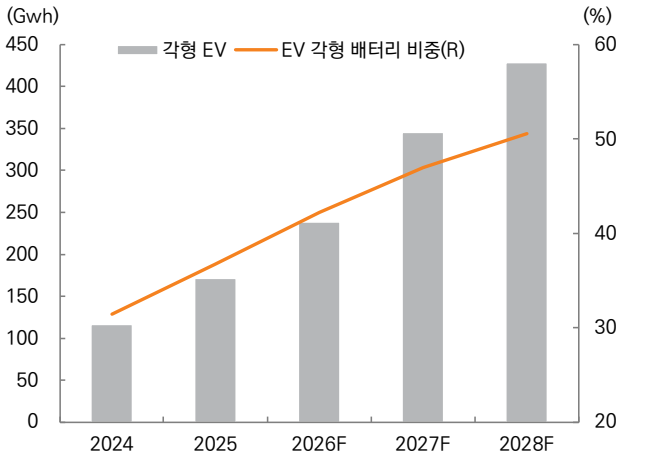
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 53. 글로벌 EV 각형 시장 규모와 EV 내 각형 비중



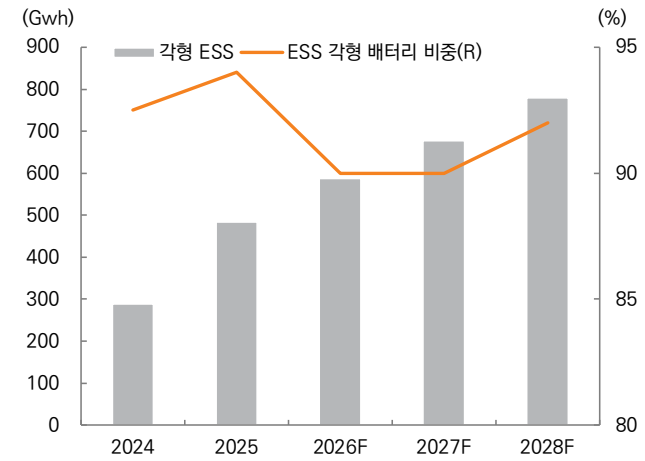
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 54. 중국 시장 외 EV 각형 시장 규모와 EV 내 각형 비중



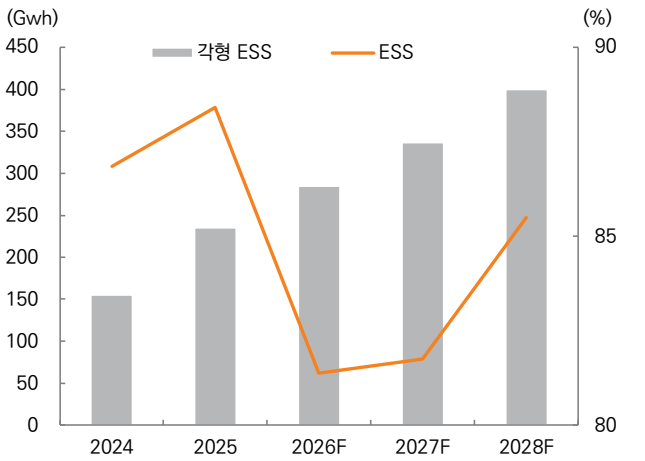
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 55. 글로벌 ESS 각형 시장 규모와 EV 내 각형 비중



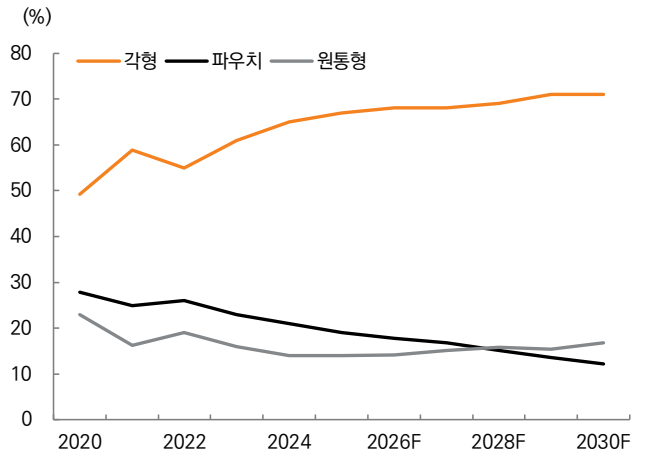
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 56. 중국 시장 외 ESS 각형 시장 규모와 EV 내 각형 비중



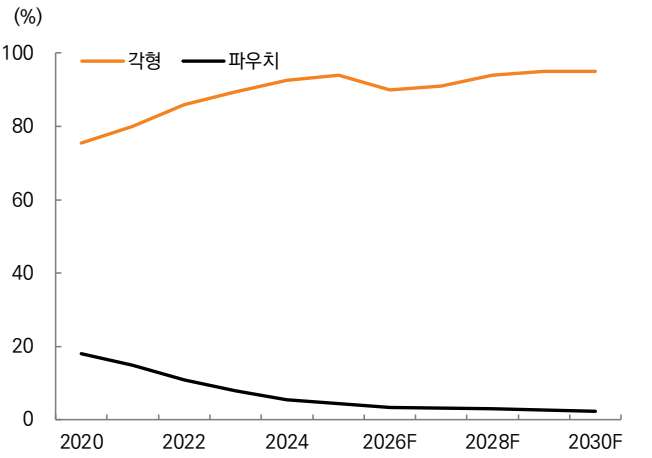
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 57. 글로벌 EV 배터리 시장 내 각형 비중 상승 지속



자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

그림 58. 글로벌 ESS 배터리 시장 내 각형 비중 상승 지속



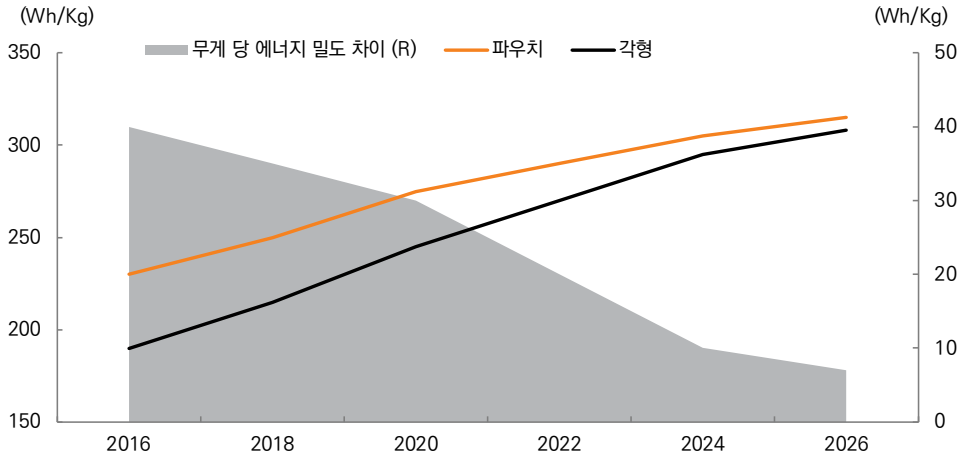
자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE, EV Volumes, IEA, BNEF, SMM, 삼성SDI

2. 안전성, 셀 대형화(에너지밀도) 우위

각형 배터리는 파우치 대비 구조 상의 안정성 우위 제품이다. 각형 배터리는 내부에 이상 가스가 차오르면, 특정 노치인 Safety Vent가 정해진 압력에서 먼저 분출되는 방식이다. 특정 셀에서 화재가 발생할 경우 고온의 가스 및 화염이 옆으로 퍼지지 않고 배터리 셀의 상단부로만 분출되기 때문에 인접한 셀에 가해지는 열 충격이 최소화된다. 열 분출 방향뿐만 아니라 금속 캔의 특성 상, 스웰링(부풀어오름) 현상이 제한적이기 때문에 인접 셀과의 물리적 접촉 및 열 전도가 제한적이다. 이 외에도 배터리 셀 상단에 금속 커버가 탑재된 구조적 특성으로 인해 내부 압력 상승 시 전류를 물리적으로 차단해버리는 금속 막(OSD, Overcharge Safety Device)의 탑재도 파우치 대비 유리하다.

구조적인 안정성 우위는 셀 대형화를 용이하게 한다. 셀 대형화는 곧 에너지 밀도 상승이다. 과거 무게 및 공간 당 에너지밀도 측면에서 파우치 배터리의 이론적 우위는 지속되고 있으나, 안정성 우위를 바탕으로 셀 대형화를 지속하고 있는 각형 배터리와 파우치 간의 공간/무게 당 에너지 밀도 격차는 축소될 것으로 예상한다. 특히, 공간적 제약이 없는 ESS의 경우 EV와 달리 1) 셀 높이가 높아지며, 2) 셀 두께(폭)이 두꺼워지고 있는 추세이다.

그림 59. 각형 배터리, 파우치와 무게 당 에너지 밀도 차이 축소

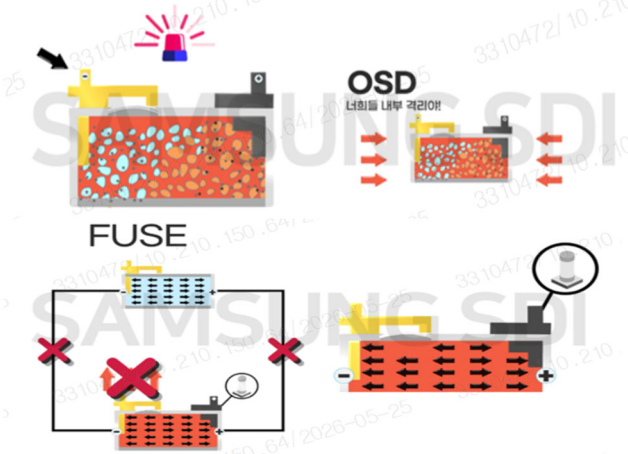


자료: 미래에셋증권 리서치센터, SNE Research, IEA, 삼성SDI, LG에너지솔루션 등

그림 60. 배터리 셀 상단으로 열/가스 분출. 인접 셀 영향 최소화

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 화재 시 물리적 전류 차단 장치 배치 가능



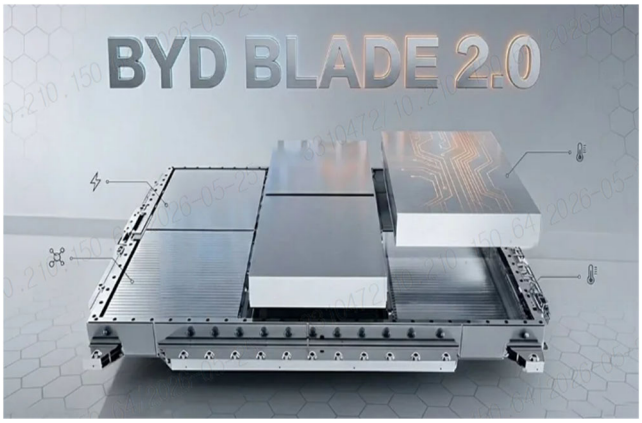
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

3. CTP/CTC 적용 우위 → 원가 우위

각형 배터리는 CTP 적용에 유리하다. 1) 배터리 모듈 단계 생략 시, 알루미늄 캔 자체의 내구성으로 팩 단계에서 안전성 확보, 2) 사각 형태 배터리이기에 빈틈(Dead Space) 없이 제한된 공간 내 최대의 에너지 밀도 확보, 3) 셀을 고정하기 위한 추가적인 부품(팩 프레임, 탄성패드, 접착제 등) 없이 셀 자체로 CTP 구현이 용이하다. 배터리 셀만 공급받아 팩을 직접 양산하는 고객사 입장에서도 1) 공정 구현 용이(산업용 로봇을 이용한 Pick-and Place 용이, Busbar 연결 수율 및 공정 속도 개선), 2) 부품 수 감소로 인한 원가 개선 폭 측면에서 각형 배터리가 우위를 점하고 있는 것으로 판단한다.

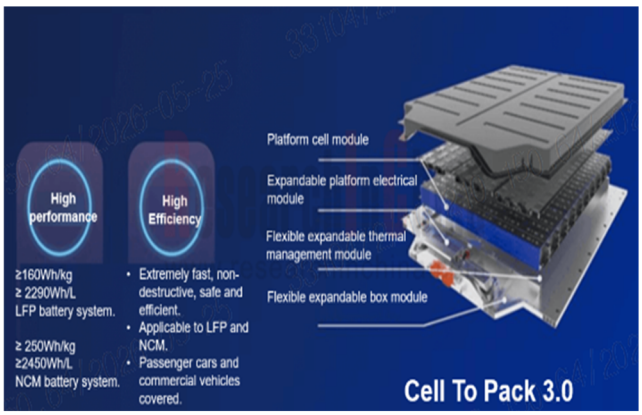
앞서 언급한 각형 배터리의 안전성 우위 → 배터리 셀 대형화 추세는, CTP로 확장될 경우 부품 수의 추가적인 감소와 에너지 밀도 당 원가 개선을 가속화시킨다. 파우치를 이용한 CTP 역시 이전 파우치 제품 대비 유의미한 부품 수 개선과 밀도당 에너지 밀도 개선이 가능하지만, 성능 및 원가 개선 측면에서 각형 배터리 우위 구간이 지속될 것으로 전망한다.

그림 62. BYD BLADE 2.0



자료: BYD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. CATL CTP 3.0



자료: CATL. 미래에셋증권 리서치센터

4. EV 배터리 차세대 프로젝트: 1) 각형, 2) 한국 점유율 회복

EV 고객사들의 각형 및 4680으로의 폼펙터 변경이 가속화될 것으로 전망한다. 특히, 중국 EV 업체를 제외한 글로벌 EV 업체들의 각형 전환이 가속화될 것으로 예상한다. 글로벌 OEM들은 최근 몇 년 간 이미 중국 업체들의 LFP 각형 셀 중심(중저가 라인업 확대)으로 전환이 가속화되고 있었으며, 해당 전략으로 인하여 한국 배터리 셀 업체들의 점유율 하락이 불가피했던 상황이다. 단, 최근 산업 상황을 감안 시, 1) 파우치 셀 EV 업체들의 각형 셀로의 전환, 2) 대 중국 견제 정책이 있는 시장 내 중국 → 한국으로의 각형 배터리 공급사 다변화가 본격화될 것으로 예상한다.

중장기적 관점에서 1) Volkswagen 각형 공급망 변화와 2) GM의 각형 배터리로의 전환(LMR, 28년)에 주목한다. 각각 유럽 및 미국 시장 내에서 점유율 1위인 고객사이며, 여전히 파우치 배터리 셀 비중이 높다는 공통점이 있다. 3) 단기적 관점에서는 현대/기아차의 삼성SDI 각형 하이니켈 제품 탑재에 주목한다.

Volkswagen의 경우, 1) 파우치 → 각형 전환, 2) LFP의 경우, 중국(CATL) → 한국 밸류체인(삼성SDI)으로의 공급사 다변화가 동시에 진행될 것으로 예상한다. Volkswagen은 이미 지난 21년 파워데이 행사를 통해 25년을 기점으로 Unified Cell(각형 배터리)의 비중을 높이며, 동시에 in-house 배터리 생산 및 공급사 다변화를 진행하겠다고 발표하였다. 지난 5년 간 유의미한 양산 성과를 보여준 in-house 및 유럽 자체 배터리 셀사는 제한적이었다. 대부분 배터리 양산에 실패하였으며, 원가 우위인 CATL 각형 배터리의 비중이 급격하게 상승하였다.

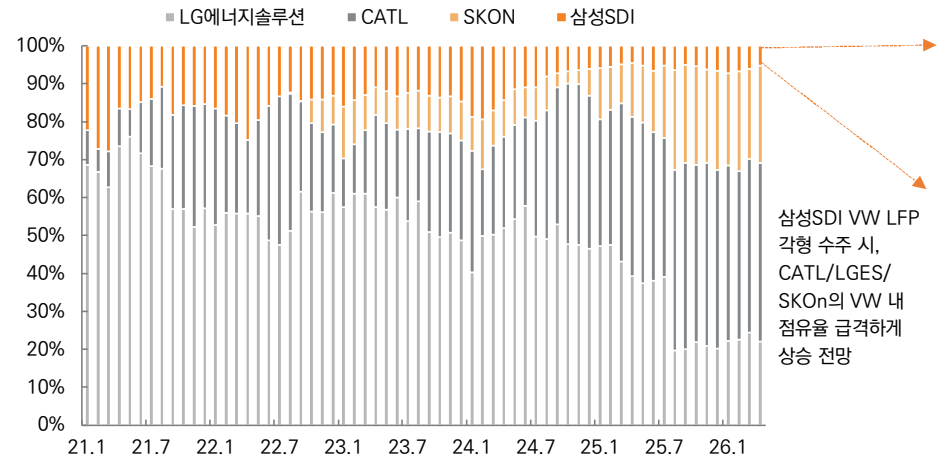
당사는 향후 Volkswagen의 차기 프로젝트(28년)는 대부분 각형으로 진행될 것으로 예상한다. Volkswagen 내 파우치 배터리 비중 감소는 불가피한 상황이다. 특히, 당사는 중국 외 배터리 셀사 중 각형 양산 기술 및 경험, 밸류체인 보유 측면에서 글로벌 우위를 점하고 있는 삼성SDI VW 향 수주 가능성이 높다고 판단한다. 앞서 언급한 최근 EU의 정책 방향성(투자 시 지분율 제한, 특정 공급사 비중 제한 등)을 감안 시, 삼성SDI 외 마땅한 대안이 없을 것으로 판단한다.

GM 역시 28년부터 LMR 각형 배터리로 전환이 본격화된다. EV 보조금 축소 및 규제 완화로 인한 수요 둔화로 초기 계획치 수준의 생산능력은 제한적일 수 있으나, 앞서 언급한 1) 각형 배터리의 안정성 우위, 2) 삼원계 대비 원가 우위, 3) LFP 대비 고출력 우위라는 특성을 바탕으로 GM의 픽업 EV 제품 내 탑재가 시작될 것으로 예상한다.

현대/기아차의 각형 배터리 탑재 비중 상승에도 주목한다. 현대/기아차는 일부 CATL 각형(삼원계 및 LFP) 배터리를 제외하고 LG에너지솔루션과 SKON의 파우치 배터리를 메인으로 탑재하던 고객사이다. 현대/기아차는 26년 2분기부터 삼성SDI의 각형 하이니켈 배터리(P6)를 탑재한 중저가 신규 EV 모델(EV2, 아이오닉3 등)을 출시한다. 최근 수요가 견조한 유럽 시장을 타겟으로 한다.

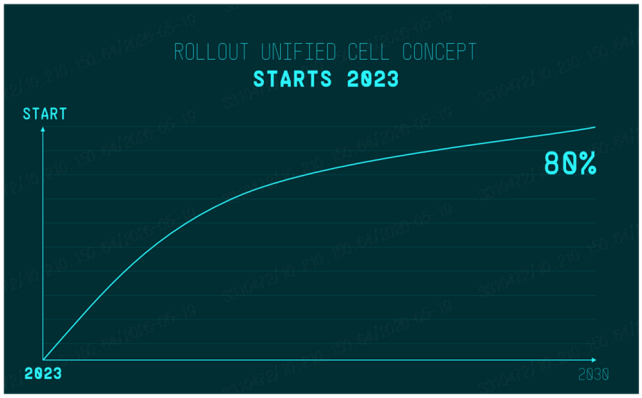
각형 배터리의 구조적 우위를 바탕으로, 글로벌 주요 EV 업체들의 폼펙터가 파우치 → 각형으로 전환되고 있다. 파우치 배터리의 비중은 지속적으로 낮아질 것으로 전망한다. 각형 시장 확대에 따른 수혜가 가능한 업체들에 대한 관심이 필요한 구간이다.

그림 64. 폭스바겐 배터리 셀 공급사 비중 추이: 삼성SDI LFP 각형 수주 시 점유율 확대 가속 전망



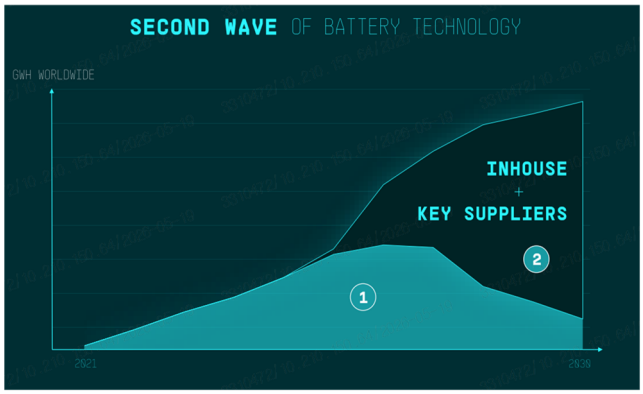
자료: 미래에셋증권 리서치센터, EV Volumes

그림 65. 폭스바겐 Unified cell 비중 상승 목표(21년 파워데이)



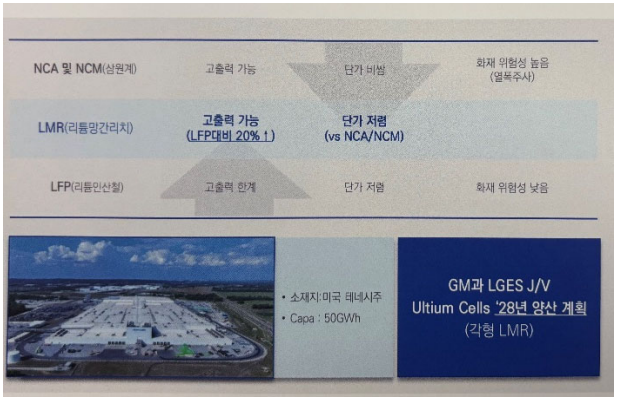
자료: Volkswagen, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 각형 셀 내재화 및 유럽 신생 업체 언급 → 실패



자료: Volkswagen, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. GM LMR(각형) 28년 양산 목표



자료: 상신이디피, GM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 현대/기아차 삼성SDI 각형 하이니켈 탑재 제품 출시

자료: 현대/기아차, 미래에셋증권 리서치센터

멀티플 각도의 변수: 로봇, 미국 중간선거

1. 로봇: 아직은 실적보다는 멀티플의 영역

로봇 용 배터리 시장은 아직 실적보다는 멀티플의 영역이다. 1) 장기적 관점에서 시장이 개화하는 것은 분명하며, 2) 공간 및 무게 당 에너지 밀도의 급격한 개선이 필요한 바 전고체를 포함한 차세대 배터리에 대한 시장 기대감은 합당하다. 또한 3) 초기 시장에서는 고객사들의 가격 수용력이 높은 전방 어플리케이션일 가능성이 높아 기존 배터리 제품군 대비 높은 수익성을 창출할 가능성이 높다고 판단한다.

문제는 시장 규모이다. 대당 배터리 탑재량을 5kwh 수준으로 가정 시, 연간 1천 만대의 휴머노이드 로봇이 판매되어야 50Gwh 수준의 시장이 형성된다. 당사는 28년 기준 글로벌 EV 배터리 시장 규모를 1,588Gwh, ESS 배터리 시장규모를 847Gwh으로 예상한다. 1천 만대라는 매우 공격적인 휴머노이드 로봇 시장을 가정하더라도 전체 배터리 시장 내 비중은 2% 수준이다.

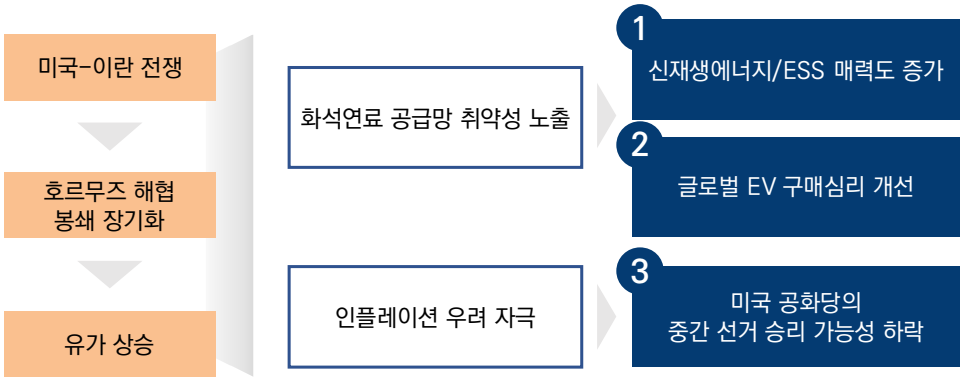
단, 휴머노이드 로봇 관련 1) 업체 간 협력, 2) 차세대(전고체) 배터리 제품 개발, 3) 특정 로봇 제품 향 배터리 공급 시작 등의 산업 관련 뉴스 플로우는 과거 대비 빈번하게 반복될 것으로 예상한다. 초기 시장은 1) 무게 및 공간 당 에너지밀도 감안 시 LFP 대응에는 한계가 있으며, 2) 모델 당 양산 대수가 적어 기술적으로 표준화된 원통형 셀 중심으로 시장이 형성될 것으로 예상하며, 휴머노이드 로봇 용 전고체 배터리 생산 시점에 주목한다. 한국 배터리 셀 업체 기준으로 휴머노이드 로봇 향 원형 셀 공급은 27년 본격화, 전고체 배터리 파일럿 생산 및 고객 공급은 27년 말에 진행될 것으로 예상한다.

2. 미국 중간 선거: 섹터 사이클에 대한 복기

하반기 배터리 섹터 멀티플의 가장 중요한 변수는 미국 중간선거 결과이다. 지난 몇 년간 벌어진 섹터의 극단적인 공급과잉의 본질은 트럼프 당선 + Redwave로 인한 IRA 법안 변경이었다. ~32년까지 유지될 것으로 예상되었던 법안의 변경으로 인하여 1) 전방 어플리케이션들의 보조금 축소, 2) 고객사들의 전략 후퇴가 반복되었다. 미국의 10년 유동성을 믿고 미국 내 투자를 확대하고 있었던 한국 밸류체인의 극단적인 공급과잉과 실적 둔화는 불가피한 상황이었다.

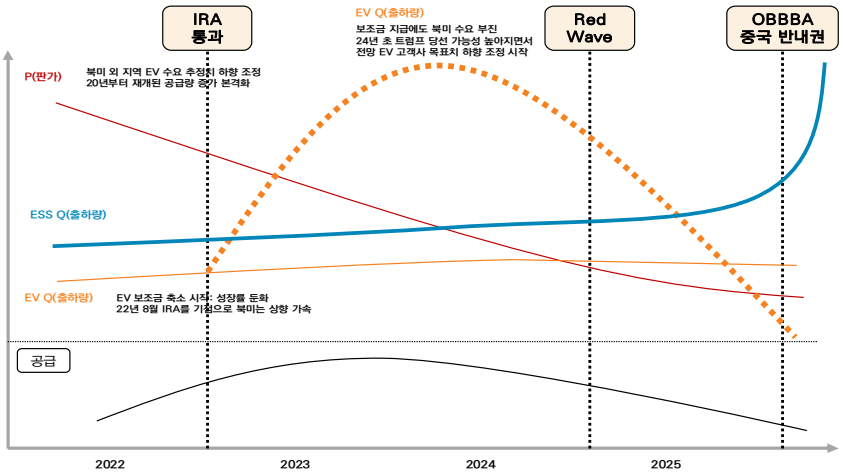
26년 말 미국 중간선거 결과로 당장 법안의 변경이나 주요 고객사들의 급격한 전략 수정이 진행될 것으로 판단하지는 않는다. 미국 중간선거 시, 민주당 스윕을 가정하더라도 트럼프 대통령의 거부권 행사가 지속될 것으로 판단한다. 업황 및 실적 추정 변경의 영역은 아니다. 단, 유의미한 멀티플의 함수일 것으로 판단하는데 이는 중간 선거 이후 민주당 중심의 법안 상신이 빈번하게 지속되며, 향후 28년 정권 교체 시 시작될 정책 방향성의 미리보기가 가능할 것으로 예상하기 때문이다. 글로벌 관점에서 트럼프 당선 및 Red Wave로 인해 가장 큰 피해를 입은 산업이 한국 배터리라고 판단한다. 정치적 이벤트는 예측 불가능한 영역이지만 반트럼프 트레이딩이 예상대비 조기에 시작될 경우, 수혜 섹터임은 분명하다.

그림 69. 미국-이란 전쟁으로 인한 단기/중장기 수요 개선 + 중간선거 결과에 따른 멀티플 회복



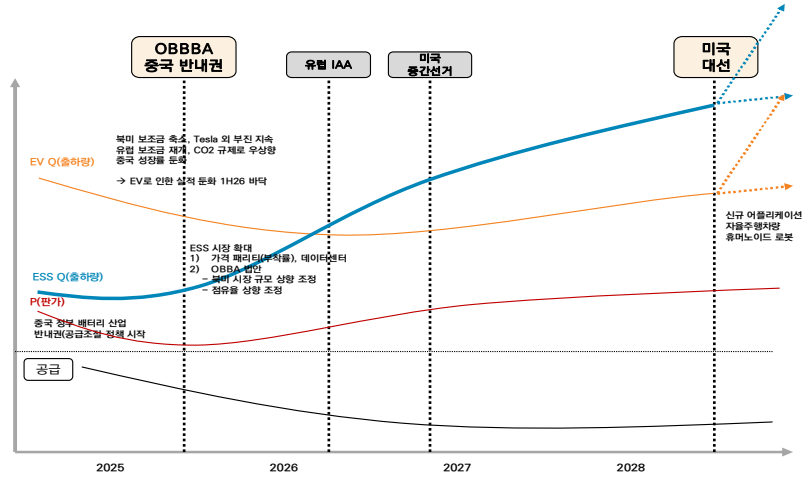
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 직전 다운사이클(공급과잉)의 핵심 요인: Red Wave로 인한 IRA 법안 변경



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 26년 말 중간선거 결과 및 28년 미국 대선 결과가 섹터 사이클에서 가장 중요한 변수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

요약: '각형'으로 '실적 각' 나오는 업체 선호

1. 탑픽: 삼성SDI, 엘앤에프

각형 폼펙터 대응이 유효한 업체를 선호한다. 1) 주요 전방인 EV, ESS 차기 프로젝트가 대부분 각형으로 진행될 것으로 전망한다. ESS뿐만 아니라 주요 EV 고객사들의 28년 주요 프로젝트는 파우치가 아닌 각형으로 전환이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 파우치 대비 1) 안전성 우위 → 셀 대형화 우위, 2) CTP 기술 우위, 3) 해당 기술적 우위를 바탕으로 지난 몇 년간 중국 경쟁사들의 점유율 확대가 가속화되어, 글로벌 주요 EV, ESS 고객들의 제품 양산 플랫폼의 각형 폼펙터 표준화가 진행된 것으로 판단한다. 글로벌 각형 배터리 수요는 24년 854Gwh → 28년 1,875Gwh로 증가하며, 글로벌 전체 배터리 수요 증가율을 상회할 것으로 전망한다. 28년 기준 EV 시장 내 각형 배터리 점유율은 69%, ESS 시장 내 각형 배터리 점유율은 92%를 예상한다.

자금력 우위 업체를 선호한다. 폼펙터(각형) 전환뿐만 아니라 LFP로의 소재 전환, 장기적 관점에서 나트륨 이온 및 전고체 배터리에 대한 지속적인 CAPEX가 수월해야 한다. 또한 당사는 주요 배터리 소재의 Spec Up 및 판가 상승 사이클을 예상하고 있는 바, 재료비 및 체인 관리 측면에서 충분한 자금력을 확보하고 있는 것이 중요하다.

섹터 탑픽은 삼성SDI와 엘엔에프를 제시한다. 삼성SDI(목표주가 100만원)는 유럽 및 미국의 대 중국 견제 정책 확대 시, 1) 중국 외 업체 중 각형 배터리 기술 상위, 밸류체인을 기보유하고 있는 유일무이한 Player라고 판단한다. 2) SDC 지분 매각 발표로 국내 경쟁사들 대비 충분한 자금력 확보가 가능해졌다. 1Q26말 기준 삼성디스플레이 장부가격에 P/B 1.0배 적용 시 11.9조원, 현재 중국 경쟁사의 P/B인 1.3배 적용 시 15.5조원의 자금 확보가 가능하다. 해당 자금력과 각형 기술/밸류체인 기 보유 우위를 바탕으로 퀄리티 높은 수주 확보가 가속화와 글로벌 관점 점유율 회복이 본격화될 것으로 판단한다. 배터리 소재 탑픽은 1) 중국 외 업체 중 LFP 시장 진입 우위, 2) Tesla 유럽/중국 EV 수요로 인한 실적 개선세 지속이 유효한 엘앤에프(목표주가 30만원)를 유지한다.

2. 중소형 관심 종목: 더블유씨피, 상신이디피

중소형 관심 종목으로는 삼성SDI 밸류체인인 더블유씨피(목표주가 26,000원), 상신이디피(NR)을 제시한다.

삼성SDI 밸류체인이며 분기 실적 개선 구간이라는 공통점 외 더블유씨피의 투자포인트는 1) 글로벌 분리막 판가 상승 사이클, 2) 신공정 도입 기점으로 확대되는 고객, 3) 밸류에이션 매력도(P/B 0.7배)이다.

상신이디피의 투자포인트는 잠재적으로 1) 북미 Tesla ESS 노출도 100% 가능한 업체(삼성SDI, LGES, Tesla 자체 LFP), 2) ESS 내 각형 캔 대형화에 따른 판가 상승, 3) 밸류에이션 매력도(28년 P/E 5배, P/B 1.2배)이다.

Global Company Analysis

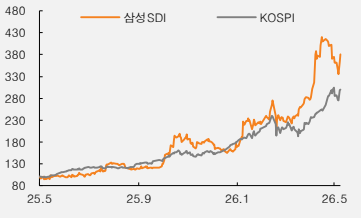
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.5.26

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**1,000,000원**
현재주가(26/5/22)	647,000원
상승여력	54.6%

영업이익(26F,십억원)	182
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-51
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	87.9
MKT P/E(26F,x)	8.6
KOSPI	7,847.71
시가총액(십억원)	52,139
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	72.0
외국인 보유비중(%)	26.2
베타(12M) 일간수익률	0.92
52주 최저가(원)	160,200
52주 최고가(원)	712,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.8	124.3	296.7
상대주가	-19.7	10.1	31.1



[2차전지]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

정세훈
sehoon.jung@miraeasset.com

006400 · 2차전지

삼성SDI

자금력, 점유율 회복, 실적 회복의 3박자

목표주가 100만원 유지, 섹터 탑픽 유지

삼성SDI에 대한 목표주가 100만원 및 섹터 탑픽 의견을 유지한다. 1) 중국 외 업체 중 각형 배터리 셀 기술 및 밸류체인 우위, 2) SDC 지분 매각 발표를 통한 잠재적 자금력 확보를 기반으로 글로벌 주요 EV, ESS 차기 프로젝트 수주 가능성 우위 구간에 진입했다고 판단한다. 하반기 중 1) 폭스바겐 차기 LFP 각형 프로젝트, 2) 선그로우 LFP 각형 프로젝트를 포함한 중국 경쟁사들의 전유물과 같은 영역에서의 퀄리티 높은 수주 확보를 전망한다.

AI 데이터 센터로 2Q26 영업 흑자 전환 예상

단기 실적도 시장 예상대비 긍정적일 것으로 예상한다. 삼성SDI의 2Q26 영업이익 예상치를 37억원(흑자전환)으로 상향 조정한다. 추정치 상향 조정은 1) 단위 당 가격이 높은 데이터 센터 직납 향 제품의 수요 호조, 2) 유럽 EV 수요 회복 및 신규 고객사(현대/기아차 향 중저가 EV 각형 하이니켈)향 P6 공급 시작에 기인한다.

AI 데이터 센터로 직납하는 제품은 1) BBU(원통형), 2) UPS 제품이다. 1865 BBU 제품의 Kwh 판가는 중출력 저가 제품 대비 70% 이상 높은 것으로 추정한다. 또한 ESS 사업부 내 수익성 우위의 UPS 비중이 20~30%까지 증가하며, 전체 ESS 사업부의 견조한 수익성을 견인할 것으로 전망한다.

현대/기아차의 중저가 라인업인 EV2, 아이오닉 3 향 각형 하이니켈(P6) 공급이 5월 시작된 것으로 판단한다. 1) 유럽 국가 보조금 확대, 2) 유가 상승으로 유럽 EV 수요 상황은 좋은 상황이다. 해당 제품 공급 시작으로 헝가리 가동률 회복이 본격화될 것으로 예상한다.

자금력 확보 → 퀄리티 높은 수주 건 확보 예상. 중장기 점유율 회복의 초입

SDC 지분 매각으로 11.9조원(P/B 1.0배) ~ 15.5조원(P/B 1.3배) 수준의 잠재적 자금력 확보가 가능하다고 판단한다. SDC의 Peer인 BOE의 현재 26년 실적 기준 P/B는 1.35배 수준이다. 자금력을 바탕으로 하반기 중 1) Volkswagen 차기 각형 프로젝트, 2) Sungrow를 포함한 북미 각형 ESS 배터리 수주 및 전환 투자가 가속화될 것으로 예상한다. 중국 업체를 제외 시, 각형 차기 프로젝트에 대한 공격적인 수주 대응이 가능한 유일무이한 업체이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	16,592	13,267	15,575	19,141	23,343
영업이익 (십억원)	363	-1,722	182	1,722	2,669
영업이익률 (%)	2.2	-13.0	1.2	9.0	11.4
순이익 (십억원)	599	-649	605	2,048	2,097
EPS (원)	8,288	-8,325	7,362	24,916	25,506
ROE (%)	3.1	-3.2	2.8	8.7	8.2
P/E (배)	29.2	-	87.9	26.0	25.4
P/B (배)	0.9	1.0	2.3	2.1	2.0
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 삼성SDI 목표주가 산정

Operating value	EBITDA	Applied EV/EBITDA	EV	Note
소형 배터리 (십억원)	936	15	14,042	27년 예상 EBITDA
EV/ESS(AMPC 포함)				
EV(2H26~1H27)	978	15	14,676	2H26~1H27 예상 EBITDA
ESS(2027년)	1,862	25	46,552	27년 예상 EBITDA
EM (Electronic Materials) (십억원)	298	10	2,981	
삼성디스플레이 지분가치 (십억원)			11,144	25년 말 기준 SDC 장부가 73조원 X 15.2%
Total operating value (A) (십억원)			89,395	
Net borrowings (C) (십억원)			8,699	26년 예상 순차입금
Equity value (A-C) (십억원)			80,696	
Number of outstanding shares (천주)			80,586	
Value per share (원)			1,000,000	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

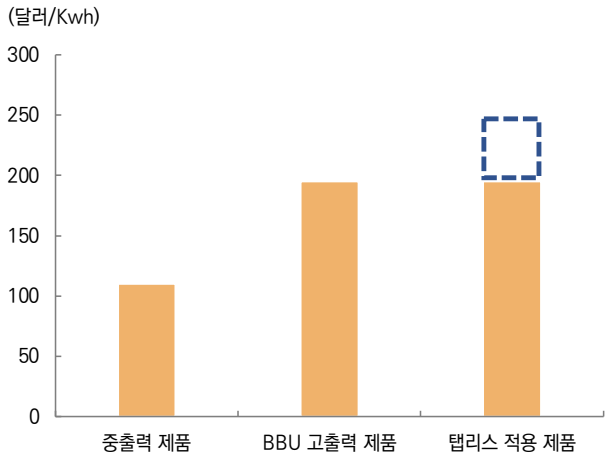
표 8. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,576**	**3,641**	**3,882**	**4,476**	**4,102**	**4,401**	**4,894**	**5,744**	**15,575**	**19,141**	**23,343**
전지	3,354	3,407	3,611	4,143	3,840	4,123	4,598	5,419	14,515	17,979	22,209
소형전지(IT)	1,067	1,135	1,219	1,365	1,311	1,342	1,421	1,523	4,786	5,596	6,404
중대형전지(EV, ESS)	2,287	2,272	2,392	2,778	2,528	2,781	3,178	3,896	9,729	12,383	15,805
전자재료	222	234	271	333	262	278	296	325	1,060	1,162	1,134
영업이익	**-156**	**4**	**71**	**264**	**294**	**381**	**499**	**548**	**182**	**1,722**	**2,669**
전지	-257	-150	-83	-16	-5	42	129	143	-506	310	317
소형전지(IT)	-101	-81	-21	7	80	85	99	101	-196	364	0
중대형전지(EV, ESS)	-156	-70	-62	-23	-84	-43	31	42	-310	-54	317
전자재료	21	27	41	53	36	39	42	46	141	162	137
기타(AMPC)	80	127	113	227	263	300	329	359	547	1,251	2,215
영업이익률	-4.4	0.1	1.8	5.9	7.2	8.7	10.2	9.5	1.2	9.0	11.4
전지	-7.7	-4.4	-2.3	-0.4	-0.1	1.0	2.8	2.6	-3.5	1.7	1.4
소형전지(IT)	-9.5	-7.1	-1.7	0.5	6.1	6.3	6.9	6.6	-4.1	6.5	0.0
중대형전지(EV, ESS)	-6.8	-3.1	-2.6	-0.8	-3.3	-1.5	1.0	1.1	-3.2	-0.4	2.0
전자재료	9.5	11.4	15.0	16.0	13.6	13.9	14.1	14.1	13.3	13.9	12.1

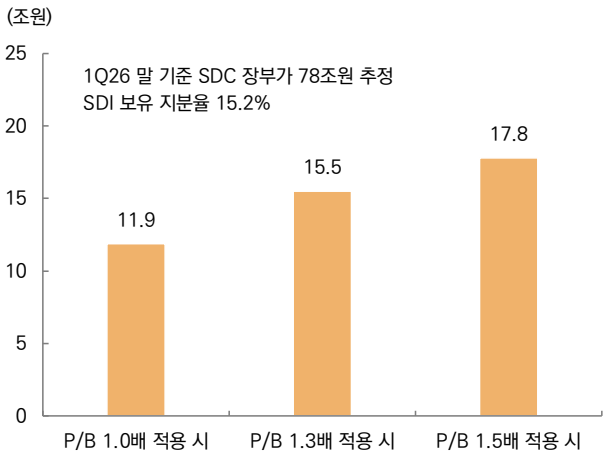
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 단위 당 가격 및 수익성 우위의 AI 데이터센터 향 제품



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. SDC 지분 매각 가치: 현금 유입 가능액 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**13,267**	**15,575**	**19,141**	**23,343**
매출원가	**11,805**	**12,422**	**14,287**	**17,284**
매출총이익	**1,462**	**3,153**	**4,854**	**6,059**
판매비와관리비	**3,459**	**2,970**	**3,131**	**3,390**
조정영업이익	**-1,722**	**182**	**1,722**	**2,669**
영업이익	**-1,722**	**182**	**1,722**	**2,669**
비영업손익	**358**	**560**	**688**	**-202**
금융손익	-270	-264	-198	-163
관계기업등 투자손익	838	880	1,000	0
세전계속사업손익	-1,364	742	2,410	2,467
계속사업법인세비용	-489	19	361	370
계속사업이익	-875	723	2,048	2,097
중단사업이익	290	0	0	0
당기순이익	**-585**	**723**	**2,048**	**2,097**
지배주주	-649	605	2,048	2,097
비지배주주	65	118	0	0
총포괄이익	**174**	**723**	**2,048**	**2,097**
지배주주	97	-614	-1,740	-1,781
비지배주주	77	1,337	3,788	3,878
EBITDA	105	2,548	4,380	5,676
FCF	-2,274	-741	1,925	2,959
EBITDA 마진율 (%)	0.8	16.4	22.9	24.3
영업이익률 (%)	-13.0	1.2	9.0	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.9	3.9	10.7	9.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**8,740**	**10,174**	**13,674**	**16,715**
현금 및 현금성자산	1,804	2,332	4,111	5,085
매출채권 및 기타채권	2,251	2,611	3,351	4,076
재고자산	2,936	3,406	4,371	5,316
기타유동자산	1,749	1,825	1,841	2,238
비유동자산	**33,515**	**34,454**	**32,022**	**33,544**
관계기업투자등	11,427	11,541	9,233	11,229
유형자산	19,241	20,152	20,051	19,587
무형자산	584	507	450	408
자산총계	**42,255**	**44,629**	**45,696**	**50,260**
유동부채	**9,795**	**10,499**	**9,947**	**11,364**
매입채무 및 기타채무	1,970	2,285	2,932	3,565
단기금융부채	5,444	5,452	3,470	3,487
기타유동부채	2,381	2,762	3,545	4,312
비유동부채	**8,890**	**9,412**	**8,984**	**10,034**
장기금융부채	5,628	5,628	4,128	4,128
기타비유동부채	3,262	3,784	4,856	5,906
부채총계	**18,685**	**19,911**	**18,931**	**21,398**
지배주주지분	**21,443**	**22,472**	**24,520**	**26,617**
자본금	416	416	416	416
자본잉여금	6,589	6,589	6,589	6,589
이익잉여금	12,089	12,694	14,742	16,839
비지배주주지분	**2,127**	**2,245**	**2,245**	**2,245**
자본총계	**23,570**	**24,717**	**26,765**	**28,862**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**792**	**2,459**	**4,425**	**5,459**
당기순이익	-585	723	2,048	2,097
비현금수익비용가감	1,910	1,708	2,155	3,468
유형자산감가상각비	2,012	2,289	2,601	2,964
무형자산상각비	91	77	57	42
기타	-193	-658	-503	462
영업활동으로인한자산및부채의변동	-142	311	781	427
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	646	-343	-705	-690
재고자산 감소(증가)	-47	-470	-965	-945
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	187	171	352	345
법인세납부	-112	-19	-361	-370
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,999**	**-3,139**	**-2,462**	**-2,507**
유형자산처분(취득)	-3,048	-3,200	-2,500	-2,500
무형자산감소(증가)	-56	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-39	-17	-34	-78
기타투자활동	1,144	78	72	71
재무활동으로 인한 현금흐름	**865**	**9**	**-3,482**	**17**
장단기금융부채의 증가(감소)	-668	9	-3,482	17
자본의 증가(감소)	1,646	0	0	0
배당금의 지급	-70	0	0	0
기타재무활동	-43	0	0	0
현금의 증가	**-334**	**528**	**1,779**	**974**
기초현금	2,138	1,804	2,332	4,111
기말현금	1,804	2,332	4,111	5,085

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	87.9	26.0	25.4
P/CF (x)	15.9	21.9	12.7	9.6
P/B (x)	1.0	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	314.4	24.9	13.3	10.1
EPS (원)	-8,325	7,362	24,916	25,506
CFPS (원)	16,985	29,576	51,128	67,700
BPS (원)	265,050	277,572	302,488	327,995
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-20.0	17.4	22.9	22.0
EBITDA증가율 (%)	-95.1	2,315.8	71.9	29.6
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	844.0	55.0
EPS증가율 (%)	적전	흑전	238.4	2.4
매출채권 회전율 (회)	5.4	6.7	6.7	6.6
재고자산 회전율 (회)	4.6	4.9	4.9	4.8
매입채무 회전율 (회)	11.9	10.7	10.1	9.8
ROA (%)	-1.4	1.7	4.5	4.4
ROE (%)	-3.2	2.8	8.7	8.2
ROIC (%)	-4.8	2.1	8.6	11.8
부채비율 (%)	79.3	80.6	70.7	74.1
유동비율 (%)	89.2	96.9	137.5	147.1
순차입금/자기자본 (%)	38.4	34.6	12.3	7.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.5	0.6	7.2	12.9

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

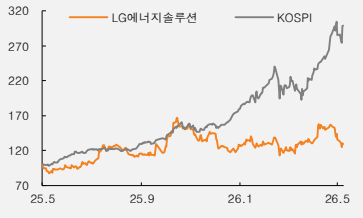
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.5.26

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**580,000원**
현재주가(26/5/22)	398,500원
상승여력	45.5%

영업이익(26F,십억원)	1,673
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,174
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	150.9
MKT P/E(26F,x)	8.6
KOSPI	7,847.71
시가총액(십억원)	93,249
발행주식수(백만주)	234
유동주식비율(%)	20.3
외국인 보유비중(%)	5.2
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	268,000
52주 최고가(원)	514,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.8	-6.3	45.2
상대주가	-32.7	-54.0	-52.0



[2차전지]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

정세훈
sehoon.jung@miraeasset.com

373220 · 2차전지

LG에너지솔루션

각형 전환 본격화. 46 원통형 선두 주자

목표주가 58만원 유지

LG에너지솔루션에 대한 목표주가 58만원을 유지한다. 1) 유럽 EV 수요 회복에 따른 폴란드 라인 가동률 개선, 2) 북미 ESS 매출 증가에 따른 AMPC를 포함한 ESS 사업부 수익성 개선이 본격화될 것으로 판단한다.

각형 배터리로의 전환이 본격화되고 있다. EV는 GM LMR 프로젝트, ESS는 Tesla의 북미 각형 배터리 셀 공급이 각각 28년, 27년 하반기에 시작될 것으로 예상한다. 4680 원형 셀은 선두이다. 25년 말 오창 4680 원통형 라인 가동이 본격화되었으며, 미국 리비안 신제품 향 공급이 차질없이 진행 중이다. 미국 애리조나 라인이 가동되는 27년부터 점진적으로 1) 기 수주된 벤츠, 2) 신규 확보된 BMW, 3) 장기적 관점으로 Tesla 향 4680 셀 공급 진행될 것으로 예상한다.

2Q26 AMPC 제외 영업흑자 전환 예상

LG에너지솔루션의 2Q26 영업이익 예상치를 2,882억원으로 상향 조정하였다. AMPC를 제외 영업흑자 전환할 것으로 예상한다. 2Q26 기준 예상대비 견조할 것으로 예상되는 사업부는 1) 소형(원통형) 사업부, 2) 유럽 EV(폴란드)이다. 소형 사업부의 경우, Tesla EV 신제품의 유럽/기타 시장 수요가 예상대비 견조한 상황으로 파악한다. 유럽 EV의 경우, 전체적인 유럽 수요가 긍정적인 상황에서 폭스바겐 향 미드니켈 배터리 셀 공급 시작으로 파우치 내 시장 점유율 회복이 본격화 될 것으로 전망한다. 26년 연간 영업이익 역시 1.67조원(+24% YoY)를 기록하며 시장 예상치(1.17조원)을 크게 상회할 것으로 전망한다. 북미 EV 가동률 둔화에 따른 고정비 부담은 고객사에게 수취하고 있는 보상금으로 충당이 가능한 수준으로 판단한다. 북미 EV로 인한 추가적인 실적 하향 조정은 제한적이라고 판단한다.

각형 시장 내 유의미한 점유율 확보가 핵심

동사의 중장기 성장의 Key는 각형 시장 내 유의미한 점유율 확보 여부라고 판단한다. 글로벌 EV, ESS 고객사들의 차기 프로젝트 대부분이 각형으로 진행되고 있는 것으로 파악한다. 동사는 각형 시장 내에서는 후발주자이기에 기 수주된 북미 T 사 ESS, GM LMR 외 추가적인 각형 프로젝트 확보가 글로벌 관점 점유율 회복과 중장기 실적 성장의 핵심 변수일 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	25,620	23,672	31,505	37,019	43,307
영업이익 (십억원)	575	1,346	1,673	3,921	5,371
영업이익률 (%)	2.2	5.7	5.3	10.6	12.4
순이익 (십억원)	-1,019	-1,073	618	2,822	4,060
EPS (원)	-4,354	-4,585	2,640	12,058	17,350
ROE (%)	-4.9	-5.2	3.0	12.7	15.8
P/E (배)	-	-	150.9	33.0	23.0
P/B (배)	3.9	4.3	4.5	3.9	3.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. LG에너지솔루션 목표주가 산출

Operating Value	EBITDA	EV/EBITDA	EV	비고
합산 가치 (십억원)			155,972	
ESS(AMPC 포함)	3,112	25	77,806	27년 예상 실적
소형 배터리	1,637	15	24,556	27년 예상 실적
EV(AMPC 포함)	3,574	15	53,609	27년 예상 실적
27년 예상 순차입금 (십억원)			20,871	27년 예상 순차입급
적정 시가총액 (십억원)			135,101	
주식 수 (백만주)			234,000	
목표 주가 (원)			580,000	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

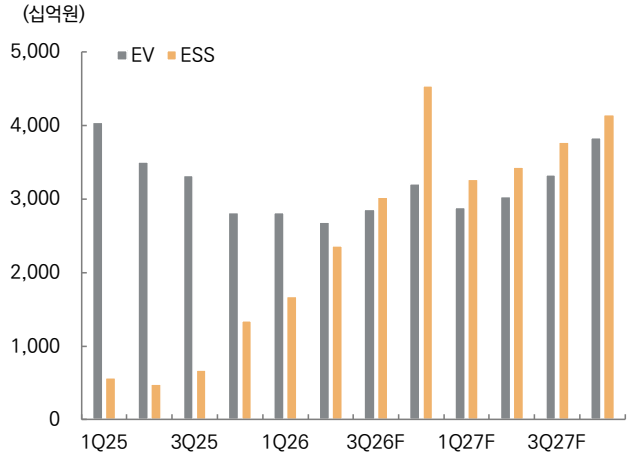
표 10. LG에너지솔루션 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
매출액	**6,555**	**7,143**	**7,974**	**9,832**	**8,256**	**8,685**	**9,471**	**10,607**	**31,505**	**37,019**	**43,307**
Small	2,064	2,097	2,090	2,092	2,107	2,228	2,368	2,628	8,343	9,331	10,304
EV	2,818	2,686	2,860	3,203	2,883	3,027	3,330	3,829	11,567	13,069	15,424
ESS	1,673	2,360	3,024	4,537	3,266	3,430	3,773	4,150	11,594	14,619	17,579
OP	-208	288	652	941	762	901	996	1,263	1,673	3,921	5,371
Small	120	128	124	125	142	152	172	195	497	662	787
EV	-308	34	14	40	26	44	70	132	-220	272	416
ESS	-209	-158	30	91	98	137	151	166	-246	552	703
AMPC	190	284	483	686	497	567	602	770	1,643	2,436	3,465
OPM	**-3.2**	**4.0**	**8.2**	**9.6**	**9.2**	**10.4**	**10.5**	**11.9**	**5.3**	**10.6**	**12.4**
Small	5.8	6.1	5.9	6.0	6.7	6.8	7.3	7.4	6.0	7.1	7.6
EV	-10.9	1.3	0.5	1.2	0.9	1.5	2.1	3.4	-1.9	2.1	2.7
ESS	-12.5	-6.7	1.0	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	-2.1	3.8	4.0
EBITDA	**887**	**1,258**	**1,651**	**2,016**	**1,774**	**1,942**	**2,136**	**2,471**	**5,813**	**8,323**	**10,659**
Small	337	346	342	343	360	392	425	460	1,368	1,637	2,212
EV	327	668	644	670	656	674	732	826	2,309	2,888	3,300
ESS	-125	-40	181	318	261	309	377	415	333	1,362	1,681
AMPC	190	284	483	686	497	567	602	770	1,643	2,436	3,465

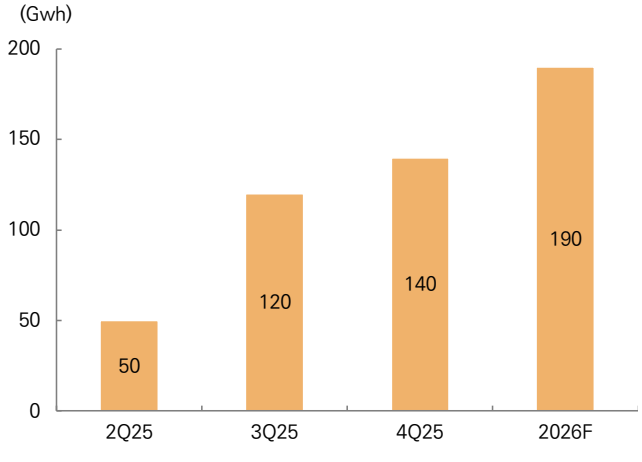
자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. LG에너지솔루션 EV, ESS 사업부 매출액 비교



자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. LG에너지솔루션 ESS 수주잔고 추이 및 예상



자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**23,672**	**31,505**	**37,019**	**43,307**
매출원가	**19,440**	**25,110**	**28,834**	**33,870**
매출총이익	**4,232**	**6,395**	**8,185**	**9,437**
판매비와관리비	**4,533**	**6,365**	**6,699**	**7,530**
조정영업이익	**1,346**	**1,673**	**3,921**	**5,371**
영업이익	**1,346**	**1,673**	**3,921**	**5,371**
비영업손익	**-932**	**-548**	**-139**	**-64**
금융손익	-600	-487	-508	-432
관계기업등 투자손익	-2	2	2	0
세전계속사업손익	414	1,125	3,782	5,307
계속사업법인세비용	333	284	378	531
계속사업이익	81	841	3,404	4,776
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**81**	**841**	**3,404**	**4,776**
지배주주	-1,073	618	2,822	4,060
비지배주주	1,154	224	582	716
총포괄이익	**10**	**841**	**3,404**	**4,776**
지배주주	-901	-245,169	-991,764	-
비지배주주	911	246,010	995,168	1,396,469
EBITDA	3,391	5,813	8,323	10,659
FCF	-6,402	-3,581	1,010	2,174
EBITDA 마진율 (%)	14.3	18.5	22.5	24.6
영업이익률 (%)	5.7	5.3	10.6	12.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.5	2.0	7.6	9.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**18,412**	**22,289**	**25,044**	**30,807**
현금 및 현금성자산	3,779	1,652	2,654	4,802
매출채권 및 기타채권	4,818	7,713	8,321	9,876
재고자산	4,350	6,965	7,514	8,918
기타유동자산	5,465	5,959	6,555	7,211
비유동자산	**48,736**	**48,692**	**50,300**	**51,037**
관계기업투자등	78	124	134	159
유형자산	40,795	42,419	44,237	45,133
무형자산	1,592	1,328	1,109	925
자산총계	**67,148**	**70,981**	**75,344**	**81,844**
유동부채	**16,785**	**19,065**	**19,747**	**20,761**
매입채무 및 기타채무	2,153	3,446	3,718	4,413
단기금융부채	6,687	6,689	6,689	6,689
기타유동부채	7,945	8,930	9,340	9,659
비유동부채	**21,041**	**21,753**	**22,030**	**22,740**
장기금융부채	15,830	18,234	18,234	18,234
기타비유동부채	5,211	3,519	3,796	4,506
부채총계	**37,826**	**40,818**	**41,777**	**43,501**
지배주주지분	**20,216**	**20,833**	**23,655**	**27,715**
자본금	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	332	950	3,772	7,831
비지배주주지분	**9,106**	**9,330**	**9,912**	**10,628**
자본총계	**29,322**	**30,163**	**33,567**	**38,343**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,432**	**1,919**	**7,010**	**8,174**
당기순이익	81	841	3,404	4,776
비현금수익비용가감	5,524	4,908	5,286	6,251
유형자산감가상각비	3,414	3,876	4,182	5,104
무형자산상각비	278	263	220	183
기타	1,832	769	884	964
영업활동으로인한자산및부채의변동	-365	-3,060	-794	-1,890
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,080	-2,591	-544	-1,391
재고자산 감소(증가)	333	-2,614	-549	-1,404
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-579	1,294	272	695
법인세납부	-459	-284	-378	-531
투자활동으로 인한 현금흐름	**-10,881**	**-4,854**	**-6,000**	**-6,000**
유형자산처분(취득)	-10,758	-5,500	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-164	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-167	646	0	0
기타투자활동	208	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**6,286**	**0**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	7,124	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-838	0	0	0
현금의 증가	**-119**	**-2,127**	**1,002**	**2,149**
기초현금	3,899	3,779	1,652	2,654
기말현금	3,779	1,652	2,654	4,802

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	150.9	33.0	23.0
P/CF (x)	15.4	16.2	10.7	8.5
P/B (x)	4.3	4.5	3.9	3.4
EV/EBITDA (x)	33.6	21.7	15.1	11.6
EPS (원)	-4,585	2,640	12,058	17,350
CFPS (원)	23,951	24,570	37,136	47,123
BPS (원)	86,391	89,032	101,089	118,439
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-7.6	33.1	17.5	17.0
EBITDA증가율 (%)	58.4	71.4	43.2	28.1
조정영업이익증가율 (%)	134.0	24.3	134.3	37.0
EPS증가율 (%)	적지	흑전	356.7	43.9
매출채권 회전율 (회)	5.1	5.6	5.2	5.3
재고자산 회전율 (회)	5.3	5.6	5.1	5.3
매입채무 회전율 (회)	8.0	9.0	8.0	8.3
ROA (%)	0.1	1.2	4.7	6.1
ROE (%)	-5.2	3.0	12.7	15.8
ROIC (%)	0.6	2.5	6.3	8.2
부채비율 (%)	129.0	135.3	124.5	113.5
유동비율 (%)	109.7	116.9	126.8	148.4
순차입금/자기자본 (%)	63.7	77.1	66.3	52.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.6	2.2	5.1	7.0

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

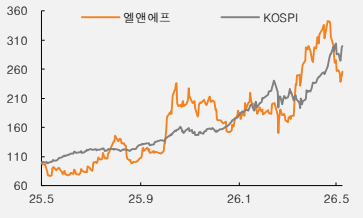
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.5.26

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**300,000원**
현재주가(26/5/22)	158,900원
상승여력	88.8%

영업이익(26F,십억원)	318
Consensus 영업이익(26F,십억원)	226
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	55.2
MKT P/E(26F,x)	8.6
KOSPI	7,847.71
시가총액(십억원)	6,428
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	71.7
외국인 보유비중(%)	19.6
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	47,800
52주 최고가(원)	213,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-18.4	32.5	202.7
상대주가	-33.3	-34.9	0.0



[2차전지]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

정세훈
sehoon.jung@miraeasset.com

066970 · 2차전지

엘앤에프

Tesla와 ESS로 인한 실적 회복 각도 우위

목표주가 30만원 및 소재 탑픽 의견 유지

엘앤에프에 대한 목표주가를 30만원을 유지하며, 배터리 소재 내 탑픽 의견을 유지한다. 하이니켈 양극재 사업 가치 8.9조원, LFP 양극재 사업가치 3.2조원을 합산하여 목표주가를 산출하였다. 실적 및 멀티플 측면의 우위가 지속될 것으로 예상한다.

실적의 경우, 1) Tesla EV 신제품의 유럽/기타 시장 수요 호조 지속, 2) LG에너지솔루션의 오창 4680 라인 가동과 양극 전극 북미 고객사 공급으로 인한 물량 증가 및 가동률 증가가 지속될 것으로 예상한다. 당사는 탄산리튬 가격의 우상향을 예상하는 바(26년 가격 밴드 18만 위안 ~ 25만 위안 제시), 잔여 재고평가 충당금 환입 및 본업 스프레드 개선도 점진적으로 진행될 것으로 판단한다.

멀티플의 경우, 1) 삼성SDI 향 LFP 양극재 공급 시작과, 2) LFP 고객사 추가 확보 및 수주 가능성에 주목한다. 1) 북미 ESS 산업은 AMPC 수령을 전제로 시장 경쟁이 가능한 바, 2) MACR 조건 충족을 위한 잠재적 고객사들의 탈 중국 LFP 공급망 확보가 가속화될 것으로 전망한다. 기 확보된 삼성SDI 및 SKON 외에도 LGES, 포드, AESC, Tesla 자체 LFP 등 잠재적 고객사 향 수주 가능성에 주목한다.

2Q26도 시장 예상치 상회하는 서프라이즈 예상

엘앤에프의 2Q26 매출액은 9,670억원(+31% QoQ), 영업이익은 888억원(-24% QoQ)를 기록할 것으로 예상한다. 시장 예상 매출액인 8,240억원, 영업이익 473억원을 상회할 것으로 전망한다. 재고평가충당금 환입을 제외한 영업이익은 1Q26 246억원(영업이익률 3.3%) → 2Q26 488억원(+99% QoQ, 영업이익률 5%)를 기록할 것으로 예상한다. 현재 수준의 탄산/수산화리튬 가격이 2분기 말까지 유지된다는 전제하에 2분기 재고평가충당금은 400억원 내외 환입될 것으로 전망한다.

양극재 중 리딩 컴퍼니는 분명

양극재 업체 중 리딩 컴퍼니임은 분명하다. 1) 중국 외 업체 중 LFP 시장 진입에 성공하였으며, 2) 선점 효과를 바탕으로 고객군 확대가 본격화될 것으로 판단한다. 3) 기존 EV 시장 내에서도 상대적으로 수요가 견조한 OEM(Tesla)의 신제품 향 단독 공급 업체이다. 4) 차세대 원형 셀인 4680 향 양극재 공급도 경쟁사 대비 선행하고 있다. 배터리 소재 내 Top Pick 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,907	2,155	3,811	4,477	5,970
영업이익 (십억원)	-559	-157	318	226	332
영업이익률 (%)	-29.3	-7.3	8.3	5.0	5.6
순이익 (십억원)	-378	-534	116	178	274
EPS (원)	-10,416	-14,393	2,880	4,406	6,798
ROE (%)	-41.7	-77.0	15.9	20.2	24.8
P/E (배)	-	-	55.2	36.1	23.4
P/B (배)	4.1	5.7	8.1	6.6	5.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 엘앤에프 목표주가 산출

구분		사업가치	비고
양극재(십억원)	EV(하이니켈)	8,843	28년 예상 실적에 Target P/E 35배 적용
	ESS(LFP)	3,241	28년 LFP 예상 실적에 Target P/E 70배 적용
적정시가총액(십억원)		12,085	
주식수(천주)		40,350	
목표주가(원)		300,000	

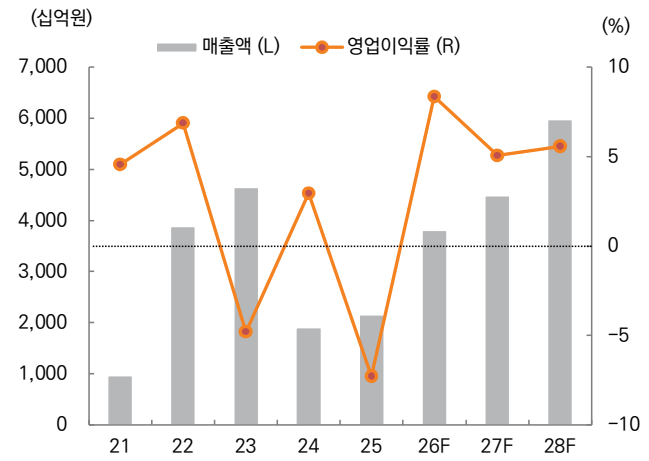
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 엘앤에프 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
매출액	739.6	969.6	1,035.4	1,066.4	1,069.6	1,109.5	1,109.5	1,188.8	3,811.0	4,477.4	5,970.3
영업이익	117.2	88.8	53.9	57.7	48.2	51.5	61.2	65.1	317.5	226.0	332.2
세전이익	-55.5	89.1	55.0	57.6	37.3	42.1	53.0	65.3	146.2	197.6	304.9
당기순이익	-65.3	80.2	49.5	51.9	33.5	37.9	47.7	58.7	116.2	177.9	274.4
영업이익률	15.8	9.2	5.2	5.4	4.5	4.6	5.5	5.5	8.3	5.0	5.6
세전이익률	-7.5	9.2	5.3	5.4	3.5	3.8	4.8	5.5	3.8	4.4	5.1
순이익률	-8.8	8.3	4.8	4.9	3.1	3.4	4.3	4.9	3.0	4.0	4.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	19.7	31.1	6.8	3.0	0.3	3.7	0.0	7.1	76.8	17.5	33.3
영업이익	42.0	-24.2	-39.4	7.0	-16.4	6.9	18.8	6.4	흑전	-28.8	47.0
세전이익	적지	흑전	-38.3	4.8	-35.3	13.0	25.8	23.2	흑전	35.2	54.3
당기순이익	적지	흑전	-38.3	4.8	-35.3	13.0	25.8	23.2	흑전	53.1	54.3

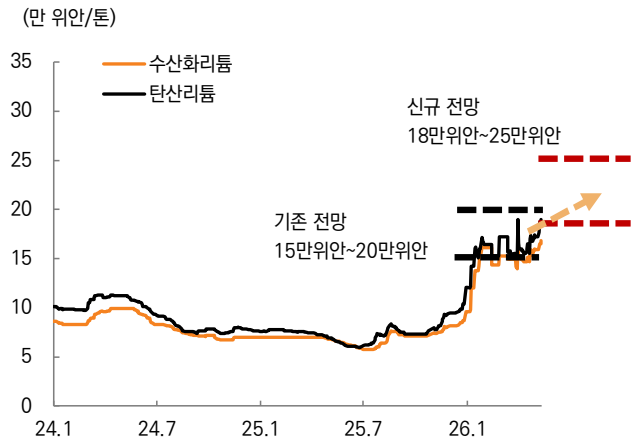
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 엘앤에프 연간 실적 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 탄산리튬 예상 가격 밴드: 18만 위안 ~ 25만 위안



자료: ICC, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,155**	**3,811**	**4,477**	**5,970**
매출원가	**2,226**	**3,372**	**4,123**	**5,471**
매출총이익	**-71**	**439**	**354**	**499**
판매비와관리비	**86**	**121**	**129**	**167**
조정영업이익	**-157**	**318**	**226**	**332**
영업이익	**-157**	**318**	**226**	**332**
비영업손익	**-411**	**-172**	**-28**	**-27**
금융손익	-116	-59	-58	-57
관계기업등 투자손익	-4	0	0	0
세전계속사업손익	-568	146	198	305
계속사업법인세비용	-33	30	20	30
계속사업이익	-535	116	178	274
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-535**	**116**	**178**	**274**
지배주주	-534	116	178	274
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	**-512**	**116**	**178**	**274**
지배주주	-511	116	178	275
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	-72	415	337	459
FCF	-167	-292	-49	58
EBITDA 마진율 (%)	-3.3	10.9	7.5	7.7
영업이익률 (%)	-7.3	8.3	5.0	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-24.8	3.0	4.0	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,347**	**1,693**	**1,912**	**2,690**
현금 및 현금성자산	383	94	44	201
매출채권 및 기타채권	333	571	796	1,080
재고자산	595	1,027	1,070	1,408
기타유동자산	36	1	2	1
비유동자산	**1,787**	**1,840**	**1,879**	**1,752**
관계기업투자등	132	132	132	132
유형자산	1,326	1,381	1,422	1,297
무형자산	15	12	10	8
자산총계	**3,134**	**3,533**	**3,791**	**4,442**
유동부채	**2,060**	**2,337**	**2,416**	**2,787**
매입채무 및 기타채무	363	607	676	917
단기금융부채	1,652	1,652	1,652	1,751
기타유동부채	45	78	88	119
비유동부채	**397**	**403**	**404**	**409**
장기금융부채	389	389	389	389
기타비유동부채	8	14	15	20
부채총계	**2,457**	**2,740**	**2,820**	**3,196**
지배주주지분	**673**	**789**	**967**	**1,242**
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	693	693	693	693
이익잉여금	-76	40	218	493
비지배주주지분	**4**	**4**	**4**	**4**
자본총계	**677**	**793**	**971**	**1,246**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-29**	**-142**	**101**	**58**
당기순이익	-535	116	178	274
비현금수익비용가감	369	186	189	215
유형자산감가상각비	82	95	109	125
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	284	88	78	88
영업활동으로인한자산및부채의변동	209	-355	-188	-344
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-124	-236	-224	-279
재고자산 감소(증가)	73	-432	-43	-338
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	279	236	64	222
법인세납부	0	-30	-20	-30
투자활동으로 인한 현금흐름	**-138**	**-148**	**-150**	**0**
유형자산처분(취득)	-137	-150	-150	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	2	0	0
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**273**	**0**	**0**	**99**
장단기금융부채의 증가(감소)	185	0	0	99
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	95	0	0	0
현금의 증가	**103**	**-289**	**-49**	**157**
기초현금	280	383	94	44
기말현금	383	94	44	201

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	55.2	36.1	23.4
P/CF (x)	-	21.2	17.5	13.1
P/B (x)	5.7	8.1	6.6	5.1
EV/EBITDA (x)	-	20.2	25.0	18.2
EPS (원)	-14,393	2,880	4,406	6,798
CFPS (원)	-4,467	7,501	9,087	12,120
BPS (원)	16,841	19,667	24,073	30,872
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	13.0	76.8	17.5	33.3
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	-18.9	36.4
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-28.8	47.0
EPS증가율 (%)	적지	흑전	53.0	54.3
매출채권 회전율 (회)	8.6	8.6	6.7	6.5
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.7	4.3	4.8
매입채무 회전율 (회)	11.0	7.6	7.0	7.4
ROA (%)	-18.0	3.5	4.9	6.7
ROE (%)	-77.0	15.9	20.2	24.8
ROIC (%)	-7.9	12.0	8.4	11.3
부채비율 (%)	363.1	345.4	290.4	256.6
유동비율 (%)	65.4	72.4	79.1	96.5
순차입금/자기자본 (%)	244.6	245.3	205.4	155.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.3	4.9	3.5	4.9

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

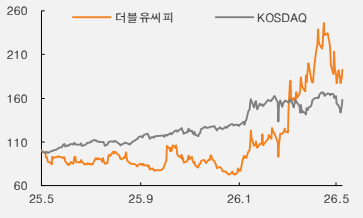
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.5.26

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**26,000원**
현재주가(26/5/22)	16,160원
상승여력	60.9%

영업이익(26F,십억원)	-44
Consensus 영업이익(26F,십억원)	0
EPS 성장률(26F,%)	적지
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	8.6
KOSDAQ	1,161.13
시가총액(십억원)	547
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	64.5
외국인 보유비중(%)	3.6
베타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	6,070
52주 최고가(원)	20,650

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-19.4	131.5	112.4
상대주가	-18.0	72.3	31.3



[2차전지]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

정세훈
sehoon.jung@miraeasset.com

393890 · 2차전지

더블유씨피

실적 개선의 각이 다른 고정비 사업

목표주가 26,000원 유지

더블유씨피에 대한 목표주가 26,000원을 유지한다. 동사의 28년 예상 영업이익은 640억원, EBITDA는 1,680억원으로 예상하며, 직전 연간 최대 실적(22년 영업이익 580억원, EBITDA 1,030억원)을 상회할 것으로 전망한다.

Q(출하량) 측면의 안정적인 회복을 예상한다. 1) 삼성SDI의 공격적인 수주 확장(북미 ESS, 유럽 EV)과 2) 잠재적 신규 고객(T사, SK, LG 등)로 인한 가동률 개선이 향후 2개 년간 진행될 것으로 판단한다.

P(판가) 측면에서도 기존의 하락 사이클에서 벗어난 것으로 판단하는데, 이는 1) 중국(글로벌) 상위 업체들의 판가 인상 가속 사이클, 2) 동사의 고함침성 제품 공급(건식 4680 향)으로 인한 믹스 차원의 판가 상승이 예상되기 때문이다.

분기 실적이 적자를 지속하고 있기에 주가 변동성은 높은 상황이나, 1) 실적 방향성 및 2) 밸류에이션(중국 상위 업체 리레이팅 지속, 국내 경쟁사 대비 여전히 저평가) 측면에서 여전히 상승여력이 높은 섹터 내 중소형 업체라고 판단한다.

글로벌 분리막 판가 상승세 지속 예상

중국 상위 업체의 습식 분리막 인상이 지속되고 있다. 9마이크론 습식 분리막 가격은 작년 반내권 이후 +28% 상승하였으며, 비수기인 연초에도 가격 인상이 추가적으로 진행되고 있다(3월 +2.4% MoM, 4월 +3.5% MoM). 1) No.114 정책으로 인한 중국 ESS 배터리 내 소재 스펙 상향 조정(건식 분리막 → 습식 분리막), 2) 중국 반내권 공급조절 정책 지속, 3) 미국-이란 전쟁으로 인한 전방 수요 예상치 상향 조정으로 글로벌 습식 분리막 판가 상승은 하반기에도 지속될 것으로 전망한다.

고정비 사업의 실적 개선 속도에 주목. 여전히 저평가 영역인 밸류에이션

분리막은 배터리 관련 제품 중 고정비(감가상각비) 비중이 가장 높은 소재이다. 고정비가 높은 사업은 업황 둔화 시 매출액 이상의 극단적인 적자가 발생하며, 업황 개선(P, Q) 개선 사이클 진입 시 수익성 회복 속도가 가장 빠르다. 4Q26을 기점으로 영업흑자 전환할 것으로 전망하며, 1) ESS 물량 확보 및 2) 신규 고객사 진입 여부, 3) 글로벌 분리막 가격 추가 인상 여부에 따라 시장 예상대비 가파른 속도의 수익성 개선이 가능할 것으로 판단한다. 여전히 26년 실적 기준 P/B는 0.6배 수준이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	322	111	243	379	600
영업이익 (십억원)	-71	-128	-44	21	64
영업이익률 (%)	-22.0	-115.3	-18.1	5.5	10.7
순이익 (십억원)	-72	-162	-83	2	36
EPS (원)	-2,142	-4,789	-2,464	70	1,070
ROE (%)	-7.3	-17.4	-9.6	0.3	4.2
P/E (배)	-	-	-	230.9	15.1
P/B (배)	0.4	0.2	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 더블유씨피 목표주가 산정 Table

		비고
2028F EPS (십억원)	1,070	
Target P/E (x)	24	22년~23년 평균 P/E
목표주가 (원)	26,000	
현재주가 (원)		
상승여력 (%)		

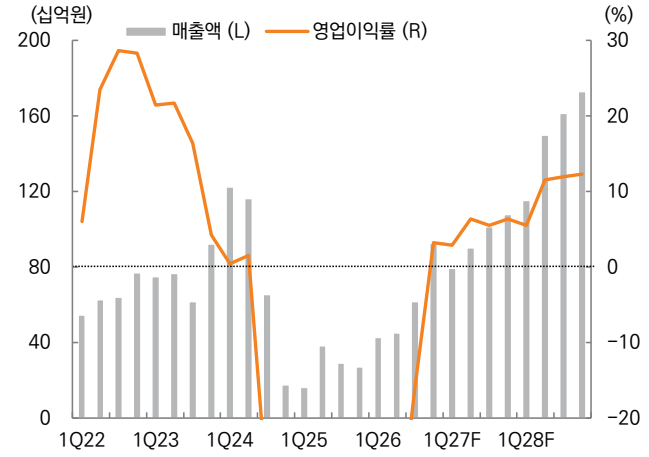
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 더블유씨피 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026	2027F	2028F
매출액	42.9	45.3	61.8	92.6	79.5	90.1	101.4	107.8	242.6	378.8	599.9
영업이익	-20.5	-16.9	-9.9	3.0	2.3	5.8	5.6	6.9	-44.3	20.6	64.3
세전이익	-48.2	-20.7	-13.6	-0.8	-2.3	1.4	1.3	2.4	-83.4	2.8	41.2
당기순이익	-48.2	-20.7	-13.6	-0.8	-2.3	1.4	1.1	2.1	-83.4	2.4	36.2
영업이익률	-47.8	-37.3	-16.0	3.2	2.9	6.4	5.5	6.4	-18.3	5.4	10.7
세전이익률	-112.4	-45.8	-22.1	-0.9	-2.9	1.5	1.3	2.2	-34.4	0.7	6.9
순이익률	-112.4	-45.8	-22.1	-0.9	-2.9	1.5	1.1	2.0	-34.4	0.6	6.0
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	58.6	5.5	36.4	50.0	-14.2	13.3	12.6	6.3	119.3	56.2	58.4
영업이익	적지	적지	적지	흑전	-22.4	148.5	-2.7	22.7	32.0	-146.5	32.0
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-6.5	85.2	-48.3	-103.4	1,361.8
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-17.7	85.2	-48.5	-102.8	1,428.7

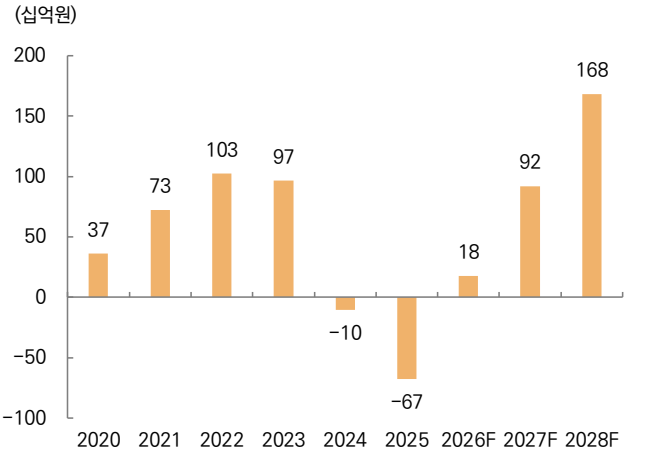
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 더블유씨피 매출액 및 영업이익률 전망



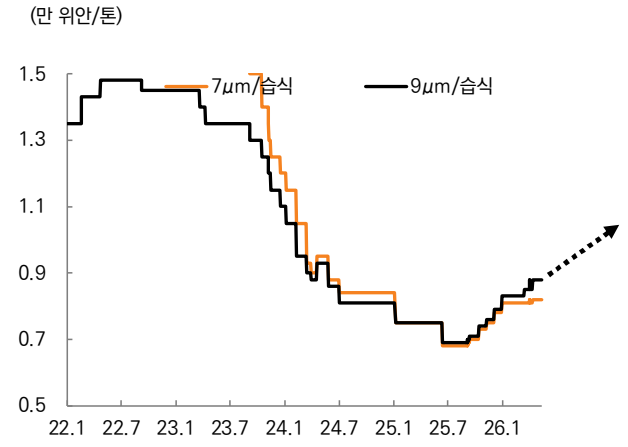
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 더블유씨피 EBITDA 추정



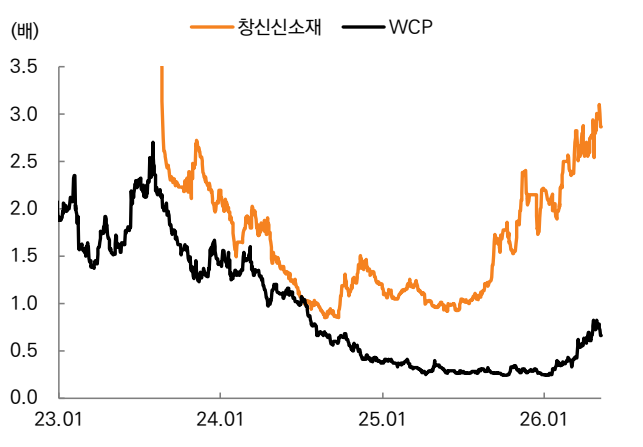
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 중국 습식 분리막 가격 추이 → 우상향 지속 예상



자료: ICC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 창신신소재, 더블유씨피 12개월 선행 P/B 비교



자료: Quantiwise, Wind, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**111**	**243**	**379**	**600**
매출원가	**224**	**268**	**336**	**500**
매출총이익	**-113**	**-25**	**43**	**100**
판매비와관리비	**14**	**19**	**22**	**36**
조정영업이익	**-128**	**-44**	**21**	**64**
영업이익	**-128**	**-44**	**21**	**64**
비영업손익	**-33**	**-39**	**-18**	**-23**
금융손익	-27	-23	-22	-23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-161	-83	3	41
계속사업법인세비용	1	0	0	5
계속사업이익	-162	-83	2	36
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-162**	**-83**	**2**	**36**
지배주주	-162	-83	2	36
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-74**	**-83**	**2**	**36**
지배주주	-74	-83	2	36
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-67	18	92	168
FCF	-255	-77	-44	9
EBITDA 마진율 (%)	-60.4	7.4	24.3	28.0
영업이익률 (%)	-115.3	-18.1	5.5	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-145.9	-34.2	0.5	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**137**	**331**	**419**	**615**
현금 및 현금성자산	27	30	74	94
매출채권 및 기타채권	80	225	255	379
재고자산	21	38	44	71
기타유동자산	9	38	46	71
비유동자산	**1,809**	**1,648**	**1,597**	**1,595**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,787	1,626	1,576	1,572
무형자산	5	4	3	2
자산총계	**1,945**	**1,979**	**2,016**	**2,210**
유동부채	**376**	**513**	**547**	**695**
매입채무 및 기타채무	50	170	198	318
단기금융부채	319	319	322	334
기타유동부채	7	24	27	43
비유동부채	**675**	**615**	**615**	**625**
장기금융부채	658	598	598	598
기타비유동부채	17	17	17	27
부채총계	**1,051**	**1,128**	**1,162**	**1,321**
지배주주지분	**894**	**851**	**853**	**890**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	875	875	875	875
이익잉여금	-136	-219	-217	-181
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**894**	**851**	**853**	**890**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-27**	**-77**	**56**	**109**
당기순이익	-162	-83	2	36
비현금수익비용가감	97	77	85	124
유형자산감가상각비	59	61	70	103
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	37	15	14	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	62	-47	-10	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	58	-145	-31	-122
재고자산 감소(증가)	22	-17	-6	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	30	7	30
법인세납부	0	0	0	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	**-207**	**100**	**-14**	**-101**
유형자산처분(취득)	-227	100	-20	-100
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-9	-2	-9
기타투자활동	23	9	8	8
재무활동으로 인한 현금흐름	**199**	**-60**	**3**	**12**
장단기금융부채의 증가(감소)	221	-60	3	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-22	0	0	0
현금의 증가	**-33**	**3**	**44**	**20**
기초현금	60	27	30	74
기말현금	27	30	74	94

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	-	230.9	15.1
P/CF (x)	-	-	6.2	3.4
P/B (x)	0.2	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	-	79.8	15.1	8.1
EPS (원)	-4,789	-2,464	70	1,070
CFPS (원)	-1,926	-202	2,588	4,731
BPS (원)	26,430	25,148	25,218	26,288
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-65.6	118.9	56.2	58.4
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	413.3	83.5
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	212.8
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	1,428.7
매출채권 회전율 (회)	1.1	1.6	1.6	1.9
재고자산 회전율 (회)	3.5	8.2	9.2	10.4
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.8	7.4	7.8
ROA (%)	-8.6	-4.3	0.1	1.7
ROE (%)	-17.4	-9.6	0.3	4.2
ROIC (%)	-7.3	-2.5	1.0	3.3
부채비율 (%)	117.5	132.5	136.2	148.4
유동비율 (%)	36.4	64.5	76.5	88.5
순차입금/자기자본 (%)	105.9	103.1	97.7	92.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.6	-1.8	0.9	2.6

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

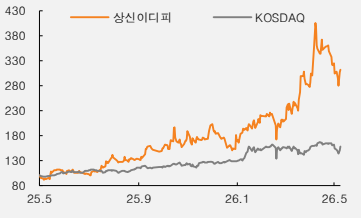
Equity Research
2026.5.26

Not Rated

목표주가	-
현재주가(26/5/22)	23,600원
상승여력	-

영업이익(26F,십억원)	30
Consensus 영업이익(26F,십억원)	0
EPS 성장률(26F,%)	918.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	15.4
MKT P/E(26F,x)	8.6
KOSDAQ	1,161.13
시가총액(십억원)	315
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	71.3
외국인 보유비중(%)	8.0
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	7,040
52주 최고가(원)	30,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.2	81.3	233.3
상대주가	-19.8	34.9	106.0



[2차전지]
김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

091580 · 2차전지

상신이디피

각형 캔 잠재 시장 규모 4조원

잠재적 진입 가능한 시장 규모

상신이디피는 각형 및 원형 알루미늄 캔 제조 업체이다. 앞선 산업 분석 부분에서 언급하였듯, 최근 몇 년간 중국 배터리 셀 사 중심의 각형 배터리 시장 확대는 지속되어 왔으나 한국 배터리 셀사의 각형 배터리 전환은 이제 막 시작되었다. 중국 외 시장의 각형 배터리 점유율은 24년 49% → 28년 63%로 크게 증가할 것으로 예상한다. EV 각형 배터리의 경우 24년 117Gwh → 28년 428Gwh로 +150%, ESS 각형 배터리의 경우, 24년 155Gwh → 28년 399Gwh로 +70% 증가할 것으로 추정한다.

동사의 각형 캔은 1Gwh 당 50~57억원 내외의 매출을 발생시키는 것으로 추정한다. 28년 기준 중국 시장 외 각형 배터리 시장 규모 827Gwh를 가정 시, 4조원 이상의 잠재적 시장에 진입 가능할 것으로 판단한다. 단, 중국 경쟁사들의 확장도 지속되고 있는 바 대 중국 견제 정책이 유효한 1) 북미 ESS, 2) 유럽 EV 차기 프로젝트 향 공급 가능성이 높다고 판단한다.

북미 ESS 산업, 각형 캔 제조 업체 부족

북미 내 각형 배터리 셀 제조업체들의 공급망 변화가 가속화될 것으로 예상한다. 동사는 기존 삼성SDI의 북미 ESS 물량을 기 확보한 상황(삼성SDI 27년 북미 ESS 생산능력 30Gwh)에서, 최근 LG에너지솔루션의 ESS 각형 캔 수주에 성공한 것으로 파악한다. LG에너지솔루션의 각형 배터리 셀 생산능력은 27년 15Gwh 수준이다. 향후 북미 ESS 사업자의 자체 셀 양산 라인을 포함한 잠재적 고객사들로의 확장이 진행될 가능성이 있다고 판단한다.

기존 주요 고객사의 유럽 EV 각형 배터리 수주 확대에도 주목한다. 삼성SDI는 주요 유럽 EV 업체들의 차기 각형 배터리 프로젝트에 대한 공격적인 수주 활동을 지속하고 있다. 전방 고객의 수주 확보로 EV에서도 중장기 성장판이 다시 열리고 있다.

견조한 실적과 밸류에이션 매력도

당사는 상신이디피의 28년 매출액을 7,530억원, 영업이익을 750억원으로 예상한다. 확보 가능한 향후 프로젝트의 70%를 반영하여 매출액을 추정하였다. 당사 추정치 기준 28년 P/E는 5.3배, P/B는 1.2배 수준이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	245	250	330	502	753
영업이익 (십억원)	-7	9	30	48	75
영업이익률 (%)	-2.9	3.6	9.1	9.6	10.0
순이익 (십억원)	1	2	20	36	59
EPS (원)	47	151	1,536	2,694	4,457
ROE (%)	0.4	1.3	12.1	18.3	24.5
P/E (배)	156.3	86.9	15.4	8.8	5.3
P/B (배)	0.6	1.1	1.8	1.5	1.2
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 상신이디피, 미래에셋증권 리서치센터

상신이디피 (091580)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**250**	**330**	**502**	**753**
매출원가	**213**	**271**	**416**	**628**
매출총이익	**37**	**59**	**86**	**125**
판매비와관리비	**28**	**30**	**38**	**49**
조정영업이익	**9**	**30**	**48**	**75**
영업이익	**9**	**30**	**48**	**75**
비영업손익	**-5**	**-6**	**-6**	**-5**
금융손익	-5	-6	-5	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	24	42	70
계속사업법인세비용	-2	4	6	10
계속사업이익	6	20	36	59
중단사업이익	-4	0	0	0
당기순이익	**2**	**20**	**36**	**59**
지배주주	2	20	36	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**7**	**20**	**36**	**59**
지배주주	7	20	36	59
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	30	48	64	90
FCF	-28	28	28	39
EBITDA 마진율 (%)	12.0	14.5	12.7	12.0
영업이익률 (%)	3.6	9.1	9.6	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.8	6.1	7.2	7.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**115**	**154**	**224**	**325**
현금 및 현금성자산	50	67	93	128
매출채권 및 기타채권	27	36	54	82
재고자산	26	35	53	80
기타유동자산	12	16	24	35
비유동자산	**220**	**202**	**186**	**172**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	204	185	169	154
무형자산	1	1	1	1
자산총계	**336**	**356**	**410**	**498**
유동부채	**142**	**142**	**162**	**191**
매입채무 및 기타채무	23	31	47	70
단기금융부채	114	106	107	108
기타유동부채	5	5	8	13
비유동부채	**34**	**34**	**34**	**35**
장기금융부채	34	34	34	34
기타비유동부채	0	0	0	1
부채총계	**176**	**177**	**197**	**226**
지배주주지분	**160**	**179**	**214**	**272**
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	99	118	152	210
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**160**	**179**	**214**	**272**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**8**	**28**	**28**	**39**
당기순이익	2	20	36	59
비현금수익비용가감	28	28	28	31
유형자산감가상각비	21	19	17	15
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	9	11	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	-11	-24	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-9	-19	-27
재고자산 감소(증가)	5	-8	-18	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	6	12	18
법인세납부	-2	-4	-6	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	**-35**	**-1**	**-2**	**-3**
유형자산처분(취득)	-35	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-1	-2	-3
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**13**	**-9**	**-1**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	20	-8	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-6	0	-1	0
현금의 증가	**-12**	**18**	**25**	**35**
기초현금	62	50	67	93
기말현금	50	67	93	128

예상 주당가치 및 valuation (요약)

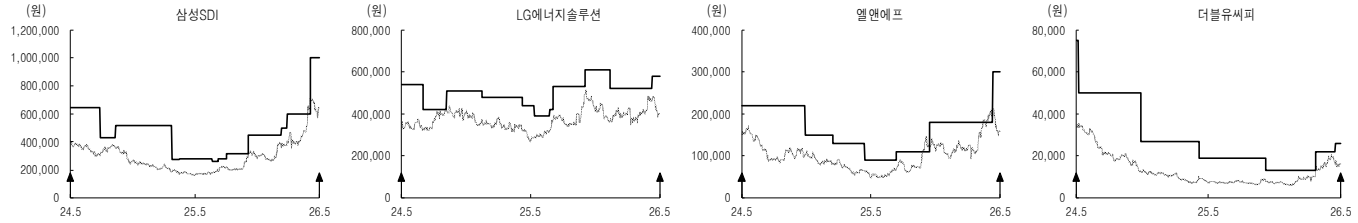
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	86.9	15.4	8.8	5.3
P/CF (x)	5.9	6.5	4.9	3.5
P/B (x)	1.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	9.1	7.9	5.6	3.6
EPS (원)	151	1,536	2,694	4,457
CFPS (원)	2,225	3,634	4,832	6,769
BPS (원)	12,012	13,448	16,042	20,400
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	66.3	6.5	3.7	2.2
배당수익률 (%)	0.8	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	2.0	32.0	52.0	50.0
EBITDA증가율 (%)	188.5	63.6	33.0	40.1
조정영업이익증가율 (%)	흑전	243.3	60.4	57.9
EPS증가율 (%)	217.9	918.0	75.4	65.4
매출채권 회전율 (회)	10.7	10.5	11.2	11.1
재고자산 회전율 (회)	8.7	10.7	11.4	11.3
매입채무 회전율 (회)	10.0	13.2	14.2	14.2
ROA (%)	0.6	5.9	9.4	13.1
ROE (%)	1.3	12.1	18.3	24.5
ROIC (%)	5.6	10.5	16.8	25.1
부채비율 (%)	109.7	98.6	91.9	83.0
유동비율 (%)	81.5	108.0	138.4	170.5
순차입금/자기자본 (%)	59.8	38.8	20.2	2.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.6	5.1	8.5	13.3

자료: 상신이디피, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)				
2026.04.29	매수	1,000,000	-	-
2026.02.20	매수	600,000	-23.99	13.33
2026.02.03	매수	500,000	-23.27	-18.40
2025.10.29	매수	450,000	-31.17	-11.89
2025.08.26	매수	315,000	-30.05	-0.95
2025.08.01	매수	280,000	-22.32	-19.64
2025.07.15	매수	260,000	-27.48	-20.77
2025.04.10	매수	280,000	-37.89	-32.00
2025.03.19	매수	274,129	-31.27	-25.54
2024.10.04	매수	518,888	-51.03	-29.62
2024.08.20	매수	430,775	-18.24	-11.93
2024.03.13	매수	646,162	-40.61	-26.36
LG에너지솔루션 (373220)				
2026.05.04	매수	580,000	-	-
2026.01.05	매수	520,000	-22.57	-6.83
2025.10.27	매수	610,000	-28.68	-15.74
2025.07.28	매수	530,000	-29.07	-7.17
2025.07.18	매수	420,000	-17.50	-12.38
2025.06.05	매수	390,000	-22.45	-17.56
2025.05.02	매수	440,000	-33.07	-25.57
2025.01.09	매수	480,000	-28.21	-19.69
2024.09.30	매수	510,000	-22.87	-14.41
2024.07.26	매수	420,000	-12.29	-1.31
2024.03.13	매수	540,000	-32.21	-22.96
엘앤에프 (066970)				
2026.05.04	매수	300,000	-	-
2025.11.07	매수	180,000	-27.06	16.11
2025.08.05	매수	110,000	-20.55	33.64
2025.05.08	매수	90,000	-37.57	-20.00
2025.02.07	매수	130,000	-45.48	-29.46
2024.11.20	매수	150,000	-38.65	-25.20
2024.05.10	매수	220,000	-45.39	-22.00
더블유씨피 (393890)				
2026.05.11	매수	26,000	-	-
2026.03.18	매수	22,000	-26.29	-6.14
2025.10.31	매수	13,000	-38.32	-3.69
2025.04.30	매수	19,000	-60.10	-50.53
2024.11.20	매수	27,000	-62.00	-50.04
2024.05.31	매수	50,000	-54.38	-31.10
2023.11.06	매수	75,000	-45.57	-30.00

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성SDI, LG에너지솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.