

삼성SDI (006400)

[ESS 확대와 유럽 EV 정상화가 맞물리는 실적 전환기]

ICOK 에너지 / 소재팀 [오규은, 조찬형, 권민재, 손채영, 안예찬]

EW 투자의견	470,000원 목표주가 상승여력 +16.3%	-4,805억 2026E OP	1조 671억 2027E OP YoY +322%
-------------------	--	----------------------------	---

작성일: 2026.03.25 | 2차전지 · 배터리 | PER(f) 41.5x · PBR(f) 1.7x · ROE(f) 4.0%

산업분석 I | 전방산업

배터리 산업의 중심축은 EV 단독에서 ESS·데이터센터 전력 인프라로 이동 중

전기차 성장 둔화 속에서도 AI 데이터센터·재생에너지 확대가 새로운 수요를 만들고 있다.

배터리는 더 이상 EV 단일 산업이 아니라, 전력망과 데이터센터를 지탱하는 전력 인프라 산업으로 확장되고 있다.

① Grid ESS — 북미 중심 구조적 성장

연도	북미 신규 설치	글로벌 (비중국)	YoY	비고
2023	10~12 GW	≈22 GW	-	캘리포니아·텍사스 주도
2025E	18~24 GW	≈43 GW	+70%	IRA 세액공제 효과 반영
2030E (누적)	133 GW	-	×7배	2023년 대비 7배 (WoodMac·EIA)

→ **삼성SDI**: 북미 LFP ESS 2026년 하반기 양산 시작. IRA kWh당 \$45 세액공제로 중국 업체 대비 실질 가격 경쟁력 확보.

배터리 산업의 수요처가 EV 외에 전력망 안정화용 저장장치로 빠르게 넓어지고 있다고 볼 수 있다.

② UPS·BBU — AI 랙 전력 밀도 상승이 드라이버

랙 유형	전력 밀도	랙당 BBU 용량	기존 대비
전통 CPU 서버랙	10 kW	≈ 1 kWh 미만	기준
일반 AI/GPU 랙	40~80 kW	3~7 kWh	4~8배
고밀도 AI 랙	100~300 kW	8~50 kWh	최소 10배 +

데이터센터 전력보호 시장의 핵심 드라이버는 단순 서버 수 증가가 아니라 AI 랙 전력밀도 상승이다.

즉, 데이터센터 배터리 수요는 “서버 수 증가”보다 **랙당 필요 배터리 용량 증가**가 더 중요하다.

→ **삼성SDI**: BBU 시장 점유율 약 40%로 선도. 데이터센터 UPS 시장 2025년 55억 달러 → 2035년 110억 달러+ (CAGR ~8%).

체크 지표 (전방)

북미 Grid ESS 설치량 (분기별)	데이터센터 UPS·BBU 투자 확대	삼성SDI 북미 ESS 수주·양산 일정
-----------------------	---------------------	-----------------------

이 구조 변화는 삼성SDI에 유리하다.
삼성SDI는 EV 외에도 **북미 ESS, UPS·BBU, 전자재료**까지 포트폴리오가 확장되어 있어, EV 수요 둔화 구간에서도 **대체 수요** 축을 확보할 수 있다.

[ESS의 사용처 – 현재 주를 이루는 시장은 좌측의 FTM(주로 Utility Grid) 시장]



산업분석 II | 후방산업 + 연결

원가 재상승과 탈중국 공급망 강화는 북미 현지화 업체에 유리

배터리 산업은 단순히 판매량이 늘면 좋아지는 산업이 아니다.
원재료 가격, 금속 가격, 정책, 공급망 구조가 동시에 수익성을 좌우한다.
원재료 가격은 2025년 저점을 지나 회복 국면에 접어들었으나, 리튬 상승이 자동으로 마진 회복을 의미하지는 않는다.
동시에 탈중국 공급망 구조화가 심화되며, IRA를 통한 북미 현지 생산 업체의 구조적 우위가 확대되고 있다.

③ 원재료 현황 — 2026년 3월 기준

2022년에는 유가와 리튬 가격 급등으로 원가가 급격히 올라가며 배터리 업체들의 마진이 훼손됐다.
반대로 2023~2025년에는 리튬 가격이 하락했지만, 셀 ASP 하락·가격 협상력 약화·고정비 부담 때문에 이익이 자동 회복되지는 않았다.
즉, 배터리 산업은 리튬 가격만으로 설명되지 않고, 스프레드 구조로 봐야 하는 산업이다.

원재료	현재가	전년 대비	해석 (배터리 마진 관점)
리튬 탄산염	100k~158k RMB/t	+ 72% (저점比)	회복 구간. LFP가 NCM 대비 상대적 우위
니켈	17,037 USD/t	+6% YoY, 안정	하이니켈 마진 안정. LFP 전환 압력 감소
구리·알루미늄	5.5 USD/lb / 3,200 USD/t	구리 -8% MoM	팩 원가 소폭 완화

핵심 해석: 리튬 하락 ≠ 자동 마진 회복. 원재료 패스스루(70~80%) 구조에서 리튬이 내리면 ASP도 같이 내려간다.
중요한 건 스프레드 방향이다.

④ 탈중국 공급망·IRA — 구조적 배제와 수혜

동시에 미국과 유럽은 IRA, FEOC, Non-China 공급망 강화 등을 통해 **비중국 배터리 공급망**을 선호하는 방향으로 움직이고 있다. 이 구조에서는 단순히 배터리를 잘 만드는 기업보다, **현지 생산과 비중국 소재 조달 구조를 갖춘 업체**가 유리하다.

구분	중국 업체	삼성SDI (북미 현지화)
IRA 45X 세액공제	\$0 (FEOC 배제)	\$35/kWh(셀) + \$10/kWh(모듈) = kWh당 \$45 실질 프리미엄
북미 ESS 관세	155~173%	해당 없음 (미국 내 생산)
LFP 양극재 공급망	중국산	엘앤에프 한국산 (1.6조원, 2027~2029년 계약 완료)
흑연 (2027년~)	FEOC 배제 예정	시라(모잠비크)·포스코퓨처엠(인조흑연) 대체 진행 중 ⚠ 2026년 말 유예 만료

삼성SDI 연결 요약

EV 의존도 축소 + ESS·BBU 하방 방어 | LFP 북미 생산 2026년 하반기 가동 | IRA kWh당 \$45 프리미엄으로 중국 완전 배제
| 전고체는 2027년 양산 장기 콜옵선

체크 지표 (후방·정책)

리튬·니켈 스팟	IRA·AMPC 정책 변화	CHARGE 법안 진행	삼성SDI 수주 공시	흑연 대체 공급망
리튬 150k RMB/t 초과 시 NCM 압박 신호	45X 공제 유지 여부 분기별 확인	4월 하원 → 6월 상원 표결이 분기점	북미 ESS 대형 계약 발표 추적	2026년 말 유예 만료 전 50% 확보 여부

정리하면, 배터리 산업은 지금 **EV 회복 여부만 볼 것이 아니라, ESS 수요 확대와 원가·공급망 구조 재편을 함께 봐야 하는 구간**이다. 이런 환경에서 삼성SDI는 **북미 ESS와 현지화 전략을 통해 상대적으로 방어적이면서도 선택적으로 상방을 노릴 수 있는 구조**를 갖추고 있다.

기업분석 I |

① 삼성SDI 기업 소개

삼성SDI는 전기차·에너지 시대에 핵심이 되는 배터리를 만드는 회사로, 사업 구조는 크게 자동차전지·ESS·소형전지 같은 배터리 사업과 반도체·디스플레이에 들어가는 소재를 만드는 전자재료 사업으로 이루어져 있다.

② 삼성SDI 사업부 비중

구분	매출 비중	매출액 (단위 10억)	영업이익률
2차전지	24%	957	-13%
EV	43%	1662	-17%
ESS	26%	1004	6%
전자재료	6%	237	17%

매출비중은 EV가 제일 높고 영업이익은 전자재료가 적자를 17% 방어함.

영업이익률	-14%	-13%	-19%	-8%	(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
전지 사업부	-15%	-15%	-22%	-9%	매출액	3,177	3,179	3,052	3,859
소형	-32%	-8%	-7%	-13%	전지 사업부	2,981	2,961	2,820	3,622
자동차(AMPC 포함)	-16%	-26%	-44%	-17%	소형2차전지	713	920	972	957
ESS(AMPC 포함)	7%	2%	-5%	6%	자동차	1,666	1,397	1,202	1,662
전자재료 사업부	9%	15%	17%	17%	ESS	602	644	646	1,004
					전자재료 사업부	196	218	232	237

③ 경쟁사 비교

구분	각형 배터리 점유율	ASP	OPM
삼성SDI	4.5%	가장 높음	2.2%
LG에너지솔루션	-	중간	2.2%
CATL	39.7%	가장 낮음	17%

* 비 중국 ESS 각형 시장에서 삼성SDI 1위

CATL이 전체 시장에서는 규모가 제일 크지만, 미국 IRA 관세 (40.9%)로 인해 삼성SDI가 수혜를 받는다.
비 중국 ESS 시장에서는 점유율 50% 이상이다.

* 삼성SDI의 OPM은 프리미엄 비용

삼성SDI의 낮은 OPM(2.2%)는 CATL 저가 대량생산(17%)과 달리 프리미엄 전략과 증설 투자의 결과로,
2027년 ESS 30Gwh 풀가동과 AMPC 5,500억 수혜로 OPM 도약을 앞둔 전략적 저점이다.

④ 생산거점 + 고객구조

형가리	북미 JV	국내
CAPA 40GWH (46파이 전환 예정)	셀 생산 주도	EV, ESS, 전고체 마더 팩토리
유럽 완성차 고객 대응	향후 GM 등 추가 협력 확대 가능성	소형, 46파이 선행 양산 기지
프리미엄 OEM 위주 공급	북미 EV 배터리 생산	R&D 전략 컨트롤 타워
BMW 60%	GM 70%	현대차 50%

기업분석 II

① 실적 악화 원인

EV 수요 둔화	2025년 1분기 배터리 매출은 전년 대비 34.9% 감소, 영업손실은 4,524억원
가동률 하락	헝가리 공장 CAPA: 40Gwh, 풀가동 매출:약 4.3조원 , 현재 출하량: 12~16Gwh
고정비 부담	괴드공장 8개 라인에서 2~3개 라인만 사용 (가동률 30%) 분기당 손실 2,176억정도
소형전지 재고조정	EV, 모빌리티 수요 둔화로 공급 과잉 → 영업 손실 약 2,041억

② 회복 포인트

ESS / AMPC 확대	AMPC \$45/kwh x 30Gwh = 연 5,500억 세액공제 → ESS 부문 흑자 전환 (ESS opm: 3~5%)
전자재료	삼성SDI 전자재료 부문은 AI 서버 수요 폭증으로 반도체 패키징 소재(MLCC, FC-BGA)가 급증하며 2026년 연간 2,500억원 흑자를 기대 이는 헝가리 공장 손실의 30%를 상쇄하는 핵심 회복 동력
헝가리 가동률 정상화	상반기 50% → 하반기 70% 연간 흑자 전환 예상, 이는 2026년 하반기 LFP 전환과 신규 수주로 가동률 70% 달성이 가능한 핵심 회복 축

가동률	생산량(GWh)	매출(조원)	고정비(조원)	영업이익(조원)
30%	12	1.1	1.0	-0.9
50%	20	1.8	1.0	-0.2
60%	24	2.2	1.0	+0.2
80%	32	2.9	1.0	+1.9
100%	40	3.6	1.0	+2.6

결론

만약 헝가리 공장의 ESS 가동률 70% 회복과 46파이 본격 SOP가 2027년 1분기 동시 실현된다면, 연간 영업이익은 적자를 벗어나 흑자로 도약할 전망이다.
이는 헝가리 공장 단독 4.3조원 풀가동 매출(40GWh × ASP \$90/kWh)과 46파이 생산성 향상까지 복합적으로 작용하며, 전체 배터리 부문 흑자 전환을 가속화하는 게임 체인저 시나리오가 된다.

투자포인트 |

① 북미 ESS 현지화 + AMPC 확대

핵심 주장	삼성SDI는 미국 내 각형 LFP 배터리 유일 제조사 지위를 확보. SPE NCA ESS 라인(6~7GWh) 가동에 이어 4Q26 LFP 기반 SBB 2.0 현지 양산 시 AMPC 수량액이 연간 최대 1조 4,000억원으로 확대되어 EV 부문적자를 ESS AMPC로 직접 상쇄하는 구조가 완성.
왜 지금인가?	미국 ESS 시장: 2025년 약 80GWh → 2030년 130GWh 성장 전망. 현지 캐파 커버 비중은 수요의 약 30%에 불과하며, PFE 규제로 중국산 사용이 점진 제한된다. 비중국계 현지 LFP 공급자 지위가 독점적 수주 창구를 열어 줄 수 있음 줄 수 있음 준다.
반론	① 트럼프 2기 IRA 축소·AMPC 폐지 리스크. 혜택 축소 시 수익성 개선 로직의 절반이 훼손. ② 중국 CATL·BYD 우회 공급 가능성. PFE 집행 강도가 느슨하면 LFP 원가 열위(10~15%)가 경쟁력을 약화시킴.
확인 지표	분기 컨콜 AMPC 수량 금액, SPE ESS 라인 가동 GWh, 미국 ESS 시장 점유율, ESS 매출 비중 (목표 26.5%+)

핵심 포인트 3가지

1	삼성SDI는 비중국계 업체 중 유일하게 각형 배터리를 공급할 수 있어 북미 ESS 시장에서 구조적 경쟁 우위를 보유.
2	EV·ESS 라인 공유 구조 덕분에 EV 수요 공백이 발생하더라도 즉각 전환이 가능하고 가동을 방어 → 고정비 하락 → GPM 개선의 직접 경로가 작동.
3	4Q25 GPM 21% 회복은 EV 업황 부진·원재료 불안 환경에서 달성한 수치로 ESS 믹스 전략의 실효성을 증명.

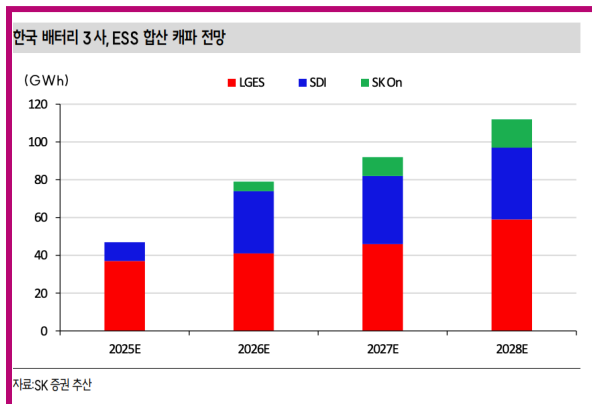
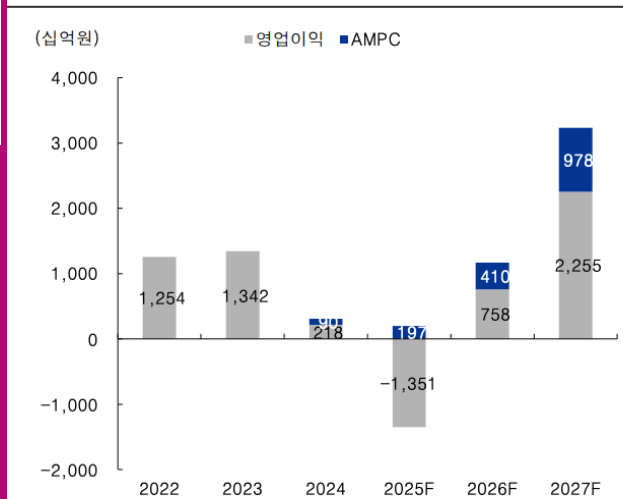
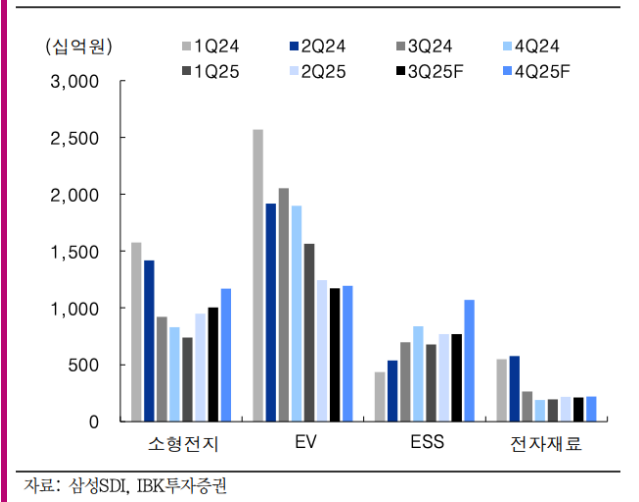


그림 6. 삼성SDI 연도별 전지 영업이익(AMPC 포함) 추이



자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 1. 삼성SDI 부문별 매출액 추이

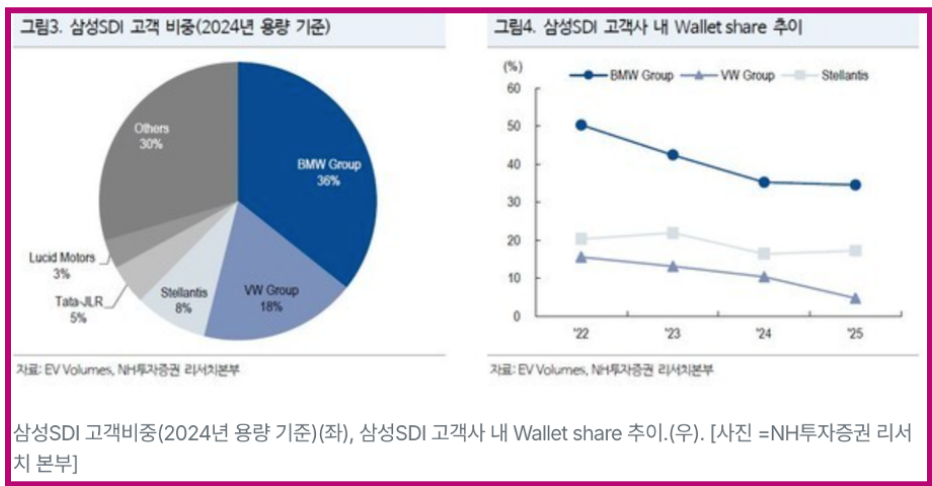
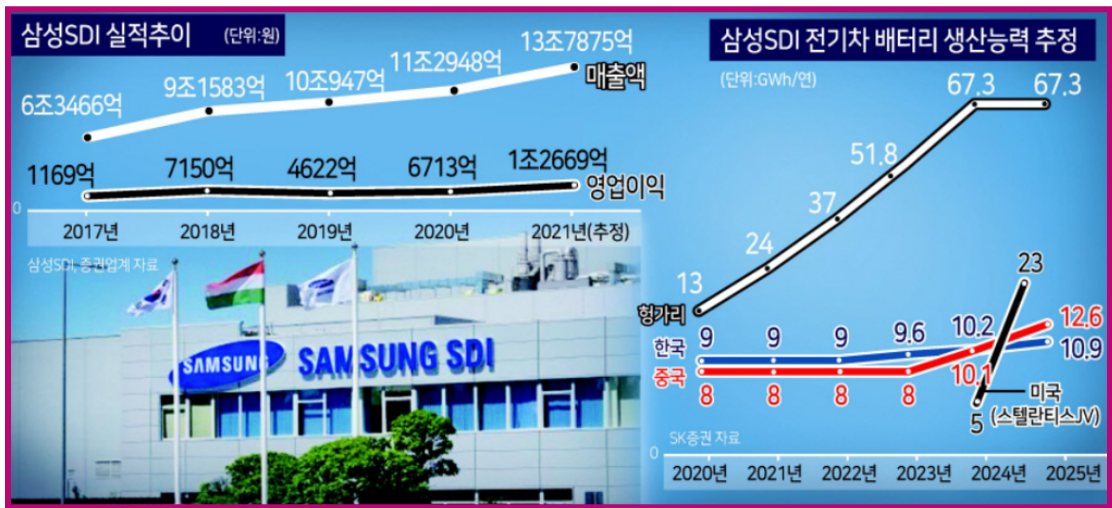


② 헝가리 가동률·수율 정상화에 따른 EV 적자 축소

핵심 주장	헝가리 괴드 공장 가동률 2025년 30~40% 수준으로 급락. 2026년 상반기 현대차 신규 프로젝트 + 하반기 BMW 신규 라인 공급으로 단계적 회복 예정. 가동률 70~80% 도달 시 고정비 레버리지 급개선으로 유럽 EV 부문 흑자 전환 기여가 시작.
왜 지금인가?	연산 40GWh+ 규모의 고정비가 가동률 30% 구간에서 전액 손실로 전환 중. 증권가는 2026H2~2027을 헝가리 BEP 돌파 시점으로 전망. 현대차 7년 계약(2026~2032) + BMW NC 플랫폼 46파이(2027) 이중 고정 수주가 가동률 회복의 제도적 보장 역할을 함.
반론	① 유럽 EV 시장 성장률 약 6% 수준. BMW NC 플랫폼 지연 시 46파이 라인 투자 회수가 후퇴하고 가동률 정상화 시점이 밀릴 수 있음. ② 헝가리 괴드 공장 환경·유해물질 논란(니켈·코발트 검출 의혹) 지속. 환경 허가 재취소 가능성 및 현지 사회적 마찰이 운영 비용·평판 리스크로 이어질 수 있음.
확인 지표	유럽 중대형 EV 매출 QoQ 증감, 헝가리 공장 가동 라인 수, BMW·현대차 신차 유럽 출시 일정, 괴드 환경 허가 상태 및 소송 현황

핵심 포인트 3가지

1	헝가리 공장의 남은 라인을 ESS용으로 전환·투입하여 가동률을 회복함으로써 고정비 희석을 통한 ESS 마진 개선 효과를 극대화. 헝가리 공장은 BMW 등 프리미엄 OEM 전용 P5/P6 하이니켈 배터리를 생산하여 유럽 내 독보적 ASP와 수익성을 확보한 거점.
2	가동률 80% 상회 시점이 Bull과 Base를 가르는 분기점이며, 수율 안정화 속도가 2026년 실적의 방향성을 결정.
3	중국 LFP 저가 공세가 심화되는 환경에서 프리미엄 OEM 전용 하이니켈 전략은 가격 경쟁에서 벗어나 수익성을 방어하는 구조적 해자.

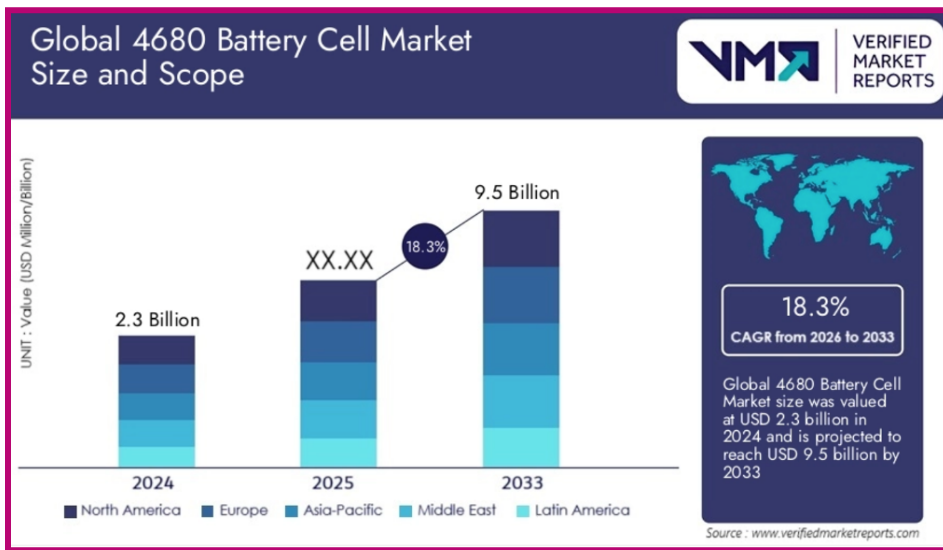


③ 46파이 양산/신규 플랫폼 대응

핵심 주장	삼성SDI는 국내 업체 중 가장 먼저 46파이(4695) 양산을 개시하며 선행 우위를 확보. 탭리스 구조와 SCN 음극재 적용을 통해 고출력·저스웰링 특성을 강화하고 있으며 BMW 노이에 클래스 플랫폼 채택이 본격화될 경우 헝가리 괴드 공장의 46파이 EV 거점 전환과 함께 2027년 이후 신규 플랫폼 수혜 가능.
왜 지금인가?	46파이 시장: 2026년 155GWh → 2030년 650GWh, CAGR 33%(SNE리서치). BMW·현대차·GM 등 주요 OEM이 46파이 플랫폼 전환 중. 4680/4695/46100/46120 다규격 라인업 보유로 경쟁사보다 먼저 OEM 검증 사이클에 진입한 점이 수주 시점 우위를 만듦.
반론	① 현재는 마이크로모빌리티 소량 초도 공급 단계. EV 향 대규모 수주 → OEM 검증(2~3년) → 양산 기여는 2027년 이후로 단기 실적 효과 제한적. ② 테슬라 4680 내재화 확대 및 LG에너지솔루션 46시리즈 진입. CATL의 원가 우위도 지속 리스크.
확인 지표	OEM 수주 공식 발표 건수, 천안 마더라인 46파이 출하량, 헝가리 46파이 라인 전환 착공 일정, 46파이 수율 개선률 (컨콜 공개 시)

핵심 포인트 3가지

1	46파이 배터리는 고용량·고출력 구조로 기존 원통형 대비 ASP 프리미엄을 보유하며, 이는 2027년 이익 퀀텀점프의 직접 동력임.
2	BMW Neue Klasse(헝가리), GM 북미 프로젝트 논의 가속화로 단순 기술 옵션이 아닌 수주 가시성이 확보된 실적 변수로 격상됨.
3	2025년 마더라인 양산 → 2026년 매출 본격화 → 2027년 이익 퀀텀점프로 이어지는 단계적 경로가 현시점에서 가장 가시성 높은 실적 시나리오



전고체 배터리

삼성SDI는 4Q25 컨콜에서 '2027년 하반기 양산, 올해 라인 투자'를 재확인했으나 NH투자증권은 초기 시장이 제한적이라고 명시. BMW MOU(2025.10) → 2026년말 실차 탑재 → 2027년 양산 로드맵은 단계적으로 진행 중이나 EV 전동화 지연으로 실적 기여 시점은 2028년 이후가 현실적. 첫 응용처는 로봇·UAM·HAPS 등 고안전성·고출력 소형 기기가 될 가능성이 높으며 고가 EV 확장은 그 이후 단계. 실적 기여는 2028년 이후가 현실적이며 현재 주가에는 이미 일부 기대감이 반영돼 있어 추가 upside가 크지 않음.

확인 지표 : ① 2026년 하반기 울산 전고체 라인 CAPEX 집행 공식 여부 ② BMW 차량 탑재 실차 테스트 통과 공식 발표 ③ 로봇 업체향 전고체 공급 계약 구체화 ④ 2027E 전고체 매출 컨센서스 수렴 여부 (증권사 리포트 추적)

2026년 적자 지속 → 2027년 진짜 턴어라운드. 지금은 2027E EBITDA를 선반영하는 구간

EV 부진으로 2026년 영업적자가 불가피하나, ESS 본격 성장(→30GWh)과 IRA 수혜 확대로 2027년 흑자 전환이 가시화되고 있다. 현재 주가는 2027E EBITDA 기준 11.8x 수준으로, Peer 대비 디스카운트 상태다.

① 2026E / 2027E 컨센서스

항목	2026E	2027E	해석
매출	15.1조원	19.2조원	+ 27% YoY — ESS·소형전지 믹스 개선 주도
영업이익	-4,805억원	+1조 671억원	EV 부진 + IRA 수혜로 적자 지속 → 흑자 전환
EBITDA	2.2조원	3.7조원	+68% YoY — 감가상각 제외 현금 창출력 회복
OPM	-3.7%	+4.8%	마진 +8.5%p 개선
EPS	982원	11,327원	PER 방법론은 적자 구간에서 의미 없음

→ 핵심: 2026년 실적보다 2027년 EBITDA에 집중. 적자 자체보다 적자 폭 축소와 IRA 수혜 분기별 증가 흐름이 모니터링 포인트.

② Peer 비교 — 삼성SDI는 Peer 대비 디스카운트, 리레이팅 여력 최대

항목	삼성SDI	LG에너지솔루션	CATL	Peer 평균
2026E 매출 (조원)	15.1	26.5	77.1	51.8
2026E EV/EBITDA (x)	21.2x	21.7x	12.3x	17.0x
2026E P/B (x)	1.7x	4.4x	4.5x	4.5x
2027E EV/EBITDA (x)	13.0x	14.3x	10.3x	12.2x
2027E ROE (%)	4.0%	11.6%	25.3%	18.5%
2027E P/B (x)	1.6x ★	3.8x	3.8x	3.8x

→ 해석: ROE·규모는 Peer 열위이나, P/B 1.6x는 셋 중 최저 → 리레이팅 여력이 가장 크다. 단, ROE 회복이 전제 조건.

③ 목표주가 산출 — 최종 470,000원 (현재가 대비 + 16.3%)

주 방법론: EV/EBITDA (가중 70%)	보조 방법론: SOTP (가중 30%)
2027E EBITDA: 3.7조원 Target Multiple: 11.8x (Peer 12.2x 대비 -3%) EV: 43.7조원 순차입금 -1조원 EV/EBITDA 목표주가: 529,000원 <i>디스카운트 근거: ROE 4% vs Peer 18.5%, EV 점유율 하락 리스크, 2026년 실적 가시성 부족</i>	EV 배터리: 1.42조 × 16.5x = 23.4조원 ESS: 1.13조 × 16.5x = 18.7조원 소형전지: 0.23조 × 8.1x = 1.8조원 SDC 지분 (장부 10.1조 → 할인 반영) = 4.0조원 SOTP 목표주가: 658,000원
Blending (70:30) → 568,000원	최종 목표주가 (보수적 산출) → 470,000원 (+ 16.3%)

④ Bull / Base / Bear 시나리오

시나리오	목표주가	현재 대비	2027E EBITDA	Multiple	핵심 가정
Bull ▲	600,000원	+48.5%	5.2조 (OPM 8.5%)	13.5x (+11%)	ESS 초과수요 + 전고체 2027 양산 + IRA 유지
Base ●	470,000원	+16.3%	3.7조 (OPM 4.8%)	11.8x (-3%)	EV 2027 정상화 + ESS 30GWh + 북미 JV 기여
Bear ▼	320,000원	-20.8%	2.5조 (OPM 2.0%)	10.0x (-18%)	IRA 축소 + EV 점유율 하락 + ESS 램프업 지연

⑤ 반론 및 재반박

반론	재반박
ESS 성장 과대평가 <i>EV가 여전히 60% 주력, 2027년 EV 회복 불확실성이 큼</i>	ESS 2024년 0.3GWh → 2027년 30GWh로 100배 성장 가시적 수주 확보 AI 데이터센터 전력 수요 구조적 폭증 + BBU 시장 진입 2027년부터 ESS가 EV보다 높은 마진 기여 전망
2027E 선반영 과도한 낙관 <i>1년 + 선행 밸류에이션은 리스크가 큼</i>	업계 관행: 턴어라운드 국면에서 흑자전환 시점 실적 사용 (LG에너지솔루션 동일) Base case에서도 Peer 대비 -3% discount 적용 (보수적) Bear case TP 320,000원 제시로 downside 명시적 반영

최종 결론

목표주가 470,000원 (+16.3%) | 방법론: EV/EBITDA 11.8x × 2027E EBITDA 3.7조원 (70%) + SOTP (30%)
투자 리스크: EV 회복 지연 / ESS 램프업 속도 둔화 / SDC 지분 매각 불발

① 리스크 매트릭스

리스크 항목	가능성	영향도	확인 지표	회사 대응 포인트
EV 수요 회복 지연	●●●○	●●●●	유럽·북미 BEV 월별 등록대수 MoM	ESS 매출 비중 확대, 고정비 절감 집중
헝가리 수출/가동률 지연	●●●○	●●●●	분기 가동률 공시 (목표 70%+) / 수출 공개 여부	수출 개선 로드맵 공개·NDR 설명 여부
중국 업체 가격 경쟁 심화	●●●●	●●●○	CATL·BYD ASP, LFP 셀 스팟 가격 추이	하이엔드 믹스 강화, 고객사 다변화
IRA/AMPC 정책 변화	●●●○	●●●●	미 의회 IRA 개정안 입법 동향 (분기 확인)	스텔란티스 JV 구조, 수혜 사업 분산
ESS 마진 기대치 하회	●●●○	●●●○	ESS 사업부 OPM 5% 이상 여부 (분기)	LFP SBB 원가구조 재설계, 주주 조건 검토

② Bull / Base / Bear 시나리오

구분	▲ Bull Case	● Base Case	▼ Bear Case
핵심 조건	헝가리 수출 상반기 정상화 가동률 80%+ 46파이 비중 40%+	수출 하반기 정상화 가동률 ~70% 46파이 비중 30%	수출 지연·가동률 50% 고착 OEM 물량 감소 ASP 하락 + 보조금 축소
숫자 연결	가동률 80% → 고정비 15%↓ EBITDA 마진 +3~5%p 추가 개선	EBITDA 3.7조원 달성 전자재료+ESS 30% 비중 방어	고정비 저주 발동 (EBITDA 급락) 목표주가 PBR 하단 32만원
Trigger 신호	46파이 조기 양산 공식 확정 가동률 80% 2개 분기 연속 유지	3Q26 흑자 전환 수치 예상 AMPC 유지 공식화	가동률 50% + 고객사 이탈 신호 FCF 적자 2분기 연속 확인

③ 모니터링 체크리스트 | 2주~1개월 주기

모니터링 지표	주기	Thesis 유지 기준	⚠ Thesis 훼손 조건	출처
헝가리 공장 가동률	분기	70% 이상	2개 분기 연속 60% 미만 → 고정비 저주 발동	분기 실적 IR
북미 ESS 사업부 OPM	분기	5% 이상 유지	ESS 매출↑ 불구 OPM 5% 미만 지속 (AMPC 제외 기준)	사업부별 실적 공시
46파이 SOP 일정	수시	계획 내 양산 개시	2개 분기+ 지연 또는 주요 고객사 채택 미가시화	회사 공시·NDR
AMPC 분기 수령액	분기	현 수준 유지	정책 개정으로 수령 중단 또는 50%+ 삭감 확정	10-K, 관계부처 발표
BMW Neue Klasse 일정	월별	2026년 내 양산 개시 유지	개발 지연 공식화 또는 배터리 공급사 변경 시사	BMW 공식 IR·언론

④ 투자 아이디어 훼손 조건 | 아래 중 2개 이상 동시 충족 시 즉각 재검토

가동률	헝가리 가동률 60% 미만 2개 분기 연속 / 수율 80% 이하 개선 없음 → 일시적 조정 아닌 구조적 생산 실패로 재분류
ESS	ESS 매출 증가에도 OPM 5% 미만 2개 분기 지속 (AMPC 제외 시 적자 구조) → 성장이 아닌 마진 희석으로 판단
46파이	SOP 2개 분기+ 지연 또는 BMW·주요 고객 채택 미가시화 → 프리미엄 밸류에이션 근거 소멸
AMPC	IRA 개정으로 AMPC 수령액 50%+ 삭감 입법 확정 → 이익 구조 재산출 필요
CAPEX	CAPEX 증가에도 EBITDA 정체 / FCF 적자 2개 분기 이상 구조화 → 성장기업이 아닌 자본소모 플레이어로 재평가