2026. 9. 11.

R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

국내 EV 산업 (상장 58사)

구조중심 산업리서치

- 시장이 값을 매긴 24사가 이 산업 영업이익의 −2.08%를 만들고, 이익의 98.62%는 시장이 가장 낮게 값을 매긴 30사가 만든다
- 전방 물량이 두 자릿수로 늘어난 해에 이익 풀은 −17.4%. 감소분의 63%는 완성차가 아니라 나머지 55사에서 났다

▶ 코호트

분석 대상	58사 전수
시장 구성	KOSPI 31 · KOSDAQ 27
회계연도	2023 – 2025
매출 합	735.6조원
영업이익 합	33.37조원
시가총액 합	482.2조원 (단일 시점)
산업 MV/R	0.656 — 유출 구간

▶ 이익 풀의 모양

	매출	이익
이익 상위 3사 (%)	49.15	71.64
이익 상위 10사 (%)	87.69	103.09
나머지 48사 (%)	12.31	-3.09

▶ 시장이 값을 매긴 곳

MV/R	사	시총	이익
> 2.0 유입	24	37.8	-2.1
1.0~2.0 안정	4	5.4	3.5
< 1.0 유출	30	56.7	98.6

단위 %. 분모는 코호트 58사 전수

▶ 렌즈 점등

완전 점등	6 (L1·L4·L5·L6·L7·L10)
부분 점등	3 (L2·L3·L8)
소등	1 (L9 운전자본)

외부 시장자료 = IEA Global EV Outlook 2026

WHAT'S THE STORY?

이익은 밸류체인 위치가 아니라 고객에 가장 가까운 두 칸에 고여 있다: 이익 상위 3사가 매출의 49.15%를 차지하면서 영업이익의 71.64%를 가져간다. 상위 10사가 103.09%를 가져간다는 것은 나머지 48사의 합이 마이너스라는 뜻이다. 구간으로 접으면 기업이 가장 많은 칸(중류 소재 22사)의 합산 영업이익률이 −1.10%로 흑자 13사의 이익을 적자 9사가 전부 상쇄하고, 기업이 가장 적은 칸(완성차 2사)이 이익의 61.57%를 가져간다. 시가총액이 가장 많이 매겨진 칸(셀·팩 42.00%)의 이익 점유는 그 절반도 안 되는 18.90%다.

시장의 값매김과 이익이 정반대 방향으로 붙어 있다: MV/R(시가총액÷매출)이 2.0을 넘는 «가치 유입군» 24사는 매출의 7.16%로 시가총액의 37.84%를 가지면서 영업이익은 −2.08%를 만든다. 임계치를 1.0에서 3.0까지 어디에 놓아도 「시총 35~43% vs 이익 −2.1~+1.6%」라는 배치가 유지되므로 절단점 선택의 산물이 아니다. 유입군 시가총액의 76.9%는 소형주가 아니라 LG에너지솔루션·삼성SDI·포스코퓨처엠 3사가 만든다.

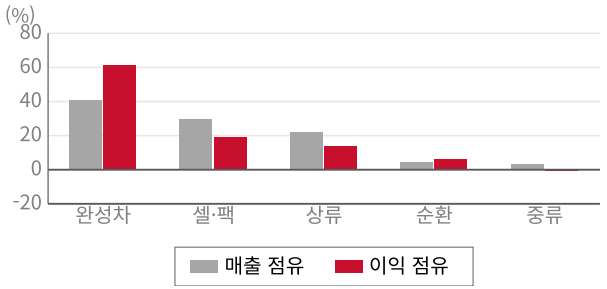
전방 수요의 성장은 이 산업의 이익으로 전환되지 않았다: IEA가 집계한 세계 EV 배터리 탑재량은 2024→2025 약 +30%(1.2TWh), 세계 전기차 생산은 +25%를 넘겼다. 같은 기간 이 코호트 58사의 매출은 +2.49%인데 영업이익 합은 40.40조에서 33.37조로 −17.4% 줄었다. 사라진 것은 물량이 아니라 마진이고, 감소분 13.85조의 63.0%는 이익 상위 3사가 아니라 나머지 55사에서 났다.

판정 9건 — 확신도

렌즈	판정	확신도
L1	이익 상위 3사가 매출 49.15%로 이익 71.64%	●●●
L10③	글로벌 병목 구간에 22사, 합산 OPM −1.10%	●●○
L2	유입군 24사 시총 37.84% / 이익 −2.08%	●●●
L6	코호트 +1.22%인데 25사가 이익의 93.5%	●●○
L10②	전방 +30%인 해에 이익 풀 −17.4%	●●●
L10②	감소분 63%가 상위 3사 밖에서 발생	●●●
L7	상위25% +9.18% vs 하위25% −67.00%	●●●
L5·L4	HHI 1,120→1,273, ρ(RMS,OPM)=+0.357	●●○
L10①	국내 전수지만 세계의 1/4 안쪽	●●●
제외	배수-성장 역전 — 단년에서 부호 역전	●○○

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

구간별 매출 점유와 이익 점유 (%)



자료: 공시 재무, R-Advisory. 장비(0.24/0.30) 생략

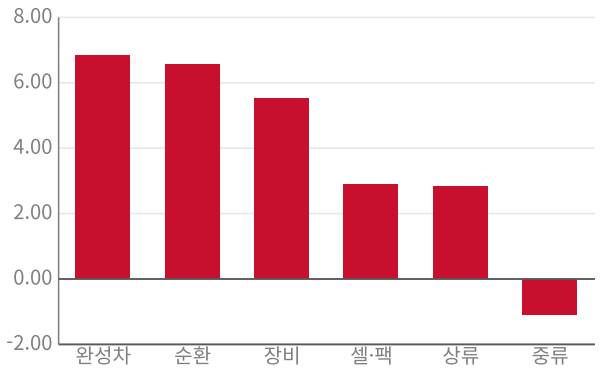
이익 상위 3사가 매출의 49.15%로 영업이익의 71.64%를 가져간다

기준 (n=58 전수)	매출 점유	영업이익 점유	갭
이익 상위 1사 — 현대자동차	25.32%	**34.37%**	+9.05%p
이익 상위 3사 — +기아·현대모비스	**49.15%**	**71.64%**	**+22.49%p**
이익 상위 5사	65.29%	**85.28%**	+19.99%p
이익 상위 10사	87.69%	**103.09%**	+15.40%p
매출 상위 3사	52.97%	**69.00%**	+16.03%p
매출 상위 10사	88.68%	**102.89%**	+14.21%p

상위 10사가 이익의 103.09%를 가져간다는 것은 **나머지 48사의 합이 마이너스**라는 뜻이다. 이익 점유가 100%를 넘는 것은 오류가 아니라 구조다 — 분모(총 영업이익 33.37조)가 적자에 깎여 있다.

자료: 공시 재무(2025), R-Advisory. 흑자 38사 +36.44조 / 적자 20사 −3.07조

이익 풀은 계단형이다 (구간별 합산 영업이익률, %)



자료: 공시 재무, R-Advisory

기업이 가장 많은 칸이 이익이 가장 적은 칸이고, 시총이 가장 많이 매겨진 칸의 이익 점유는 그 절반도 안 된다

구간	기업 수	매출 점유	이익 점유	시총 점유	합산 OPM	적자 기업
완성차	**2**	**40.84%**	**+61.57%**	**26.50%**	**+6.84%**	**0**
셀·팩	10	29.52%	**+18.90%**	**42.00%**	+2.90%	2
상류 원료·정제	8	21.89%	**+13.63%**	15.22%	+2.82%	3
순환(회수·재사용·리사이클)	7	4.39%	**+6.36%**	3.46%	+6.57%	2
장비	9	0.24%	**+0.30%**	0.40%	+5.53%	4
중류 소재	**22**	**3.12%**	**−0.76%**	**12.43%**	**−1.10%**	**9**
합계	**58**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**+4.54%**	**20**

자료: 공시 재무(2025), R-Advisory. 전사 매출 기준. 구간은 사용자 제시 15단계를 6개로 접은 것 (축 검정 → p8)

So-what · CEO

밸류체인 진입 지점을 「셀이냐 소재냐」로 고르면 이 코호트의 실측과 반대로 간다. 국내 상장사가 가장 많이 선 칸이 이익이 나지 않는 칸이다.

So-what · CFO

중류 소재 기업이라면 「업종 내 정상 마진」을 기준선으로 제시하는 순간 −1.10%를 기준선으로 삼는 것이다. 써야 할 분모는 구간이 아니라 코호트 전수 분위다.

So-what · IR

「밸류체인 핵심 소재」 포지셔닝은 이 데이터로 반박된다. 구간이 아니라 **구간 내 순위**를 근거로 써야 한다.

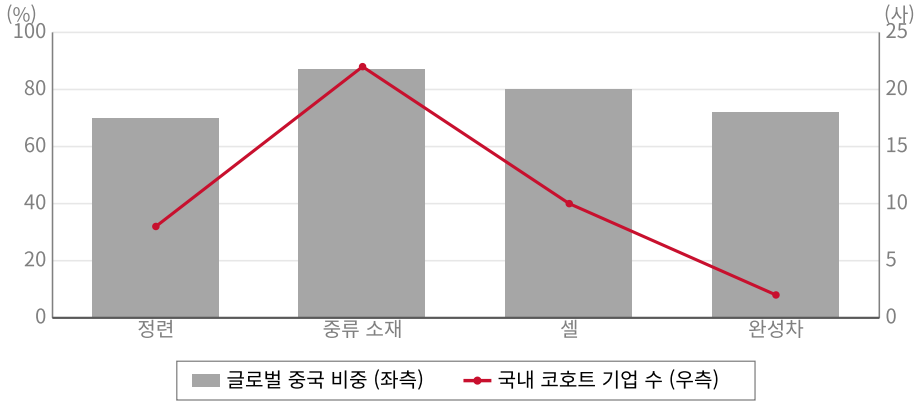
글로벌 집중이 가장 심한 칸에 국내 상장사가 가장 많이 서 있고, 그 칸이 이익이 나지 않는 유일한 칸이다

구간	IEA 기준 글로벌 중국 비중	국내 코호트	이익 점유
광물 정련	약 70% (2024)	8사 (13.8%)	**+13.63%**
활물질·전구체 (중류)	**AAM 90%↑ · CAM 약 85% 전구체 사실상 전량**	**22사 (37.9%)**	**−0.76%**
배터리 셀	80% 초과 (생산 지리)	10사 (17.2%)	**+18.90%**
완성차	70~75%	2사 (3.4%)	**+61.57%**

이 표의 두 열은 반대 방향으로 정렬돼 있다. IEA는 중국 비중이 정련 → 활물질·전구체 → 셀 → 완성차로 가며 **단봉(單峰) 곡선**을 그리고 최고점이 광물도 셀도 아닌 활물질·전구체라고 기록한다.

자료: IEA, *Global EV Outlook 2026*, Ch.7 Fig. 7.15 · Ch.9 Special focus (관측치, 시나리오 아님) / 공시 재무, R-Advisory

단봉 곡선의 최고점과 국내 기업 분포가 겹친다 (%, 사)



자료: IEA *Global EV Outlook 2026*(중국 비중, AAM·CAM 중간값 87% 표기) / 공시 재무. R-Advisory

IEA가 기록한 「중류는 국적과 무관하게 적자」는 국내 코호트에서도 같은 부호로 재현된다

적자 기업 수	2023	2024	2025	3년 내내 적자
중류 소재 22사	**6사 (27%)**	**14사 (64%)**	**9사 (41%)**	**3사**
코호트 58사 전체	12사 (21%)	20사 (34%)	**20사 (34%)**	—
전구체·양극재 6사 — 2025 합산 영업이익 +1,701억 (매출 11.89조, OPM +1.43%). 엘앤에프 −1,568억 · 에코프로머티 −654억은 3개년 중 2개년 이상 적자				

자료: 공시 재무, R-Advisory. IEA는 주요 양극재 생산자 다수가 2023년 이후 적자이며 오늘의 최저 배터리 가격이 그 적자에 부분적으로 떠받쳐진다고 기록한다(Ch.5·Ch.7)

반증 시도

「이익 집중은 완성차 2사라는 예외 때문 아닌가」 — 이익 상위 3사(기업 수 5.2%·매출 49.15%)를 빼면 나머지 55사 합산 OPM은 +2.53%, 이익 점유 28.36%다. 55사 안에서도 상위 소수가 이익을 가져가는 구조는 유지된다. **반증 실패.**

「중류의 음수는 한두 종목 때문 아닌가」 — 최대 적자 SK아이이테크놀로지(−2,464억)를 빼면 −68억, 2위 엘앤에프까지 빼면 **+1,500억으로 부호가 뒤집힌다. 반증 부분 성공** → 판정문을 「합산 OPM −1.10%·22사 중 9사 적자」로 재서술했다.

So-what · CEO

글로벌 집중이 가장 심한 칸에 우리가 서 있다면, 그 칸의 집중은 국내가 아니라 글로벌에서 결정돼 있다. 국산화율만으로 답할 수 없는 질문이다.

So-what · CFO

셀 투자 심사에서 소재 조달 조항을 부속 계약이 아니라 **주계약 리스크**로 다뤄야 한다. 셀 능력만 확보한 프로젝트는 병목 앞단을 사지 못한 것이다.

So-what · IR

「공급망 국산화」를 설명할 때 셀 국산화율만 제시하면 병목 구간을 비껴간 답이 된다. 활물질·전구체 조달 구조를 함께 밝혀야 반박되지 않는다.

가치 유입군 (MV/R>2.0)	이들의 매출 점유	이들의 시가총액 점유	이들의 영업이익 점유	유출군 이익 점유
24사	**7.16%**	**37.84%**	**−2.08%**	**98.62%**
기업 수의 41.4%	n=58 전수	단일 시점	이익을 깎는 쪽	MV/R < 1.0 · 30사

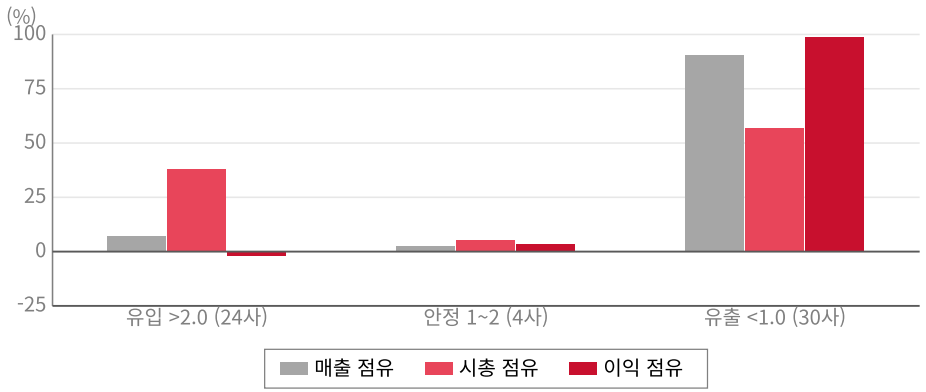
시총 점유와 이익 점유가 정반대로 붙어 있다

MV/R 밴드	기업 수	매출 점유	시총 점유	이익 점유	OPM 중앙
가치 유입 (> 2.0)	**24**	**7.16%**	**37.84%**	**−2.08%**	**−2.99%**
안정 (1.0 ~ 2.0)	4	2.33%	**5.41%**	**+3.46%**	+0.95%
가치 유출 (< 1.0)	**30**	**90.52%**	**56.74%**	**+98.62%**	**+2.95%**
합계	**58**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	—

밴드 임계치는 Slywotzky *Value Migration*(1996)의 정본 3단계이며 이 문서가 탐색한 절단점이 아니다. 산업 전체값 Σ시총÷Σ매출 = **0.656** — 산업 자체가 유출 구간에 있다.

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

세 점유율을 겹치면 어긋남이 한눈에 보인다 (%)



자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

임계치를 1.0에서 3.0 어디에 놓아도 「시총 35~43% vs 이익 −2.1~+1.6%」 배치는 유지된다

임계치	기업 수	매출 점유	시총 점유	영업이익 점유
> 1.0	28	9.48%	**43.26%**	**+1.38%**
> 1.5	26	9.43%	**43.14%**	**+1.62%**
> 2.0 (정본)	**24**	**7.16%**	**37.84%**	**−2.08%**
> 2.5	18	6.79%	**36.61%**	**−1.30%**
> 3.0	13	6.43%	**35.07%**	**−0.97%**
> 4.0	8	0.89%	**6.71%**	**−0.44%**

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory. **판정 변수(임계치)가 결과 변수(이익 점유)와 독립**이므로 순환논증이 아니다

반증 — 「소형주라 배수가 튀는 것 아닌가」

규모 효과는 실재한다. ρ(매출 규모, MV/R) = **−0.415**로 작은 기업일수록 배수가 높다. 이 반증은 기각되지 않는다.

그러나 그것이 위 배치를 만든 것은 아니다. **유입군 시가총액의 76.9%를 대형 3사가 만든다** — LG에너지솔루션 44.7%, 삼성SDI 23.4%, 포스코퓨처엠 8.8%. 그중 삼성SDI는 −17,224억으로 코호트 최대 적자다.

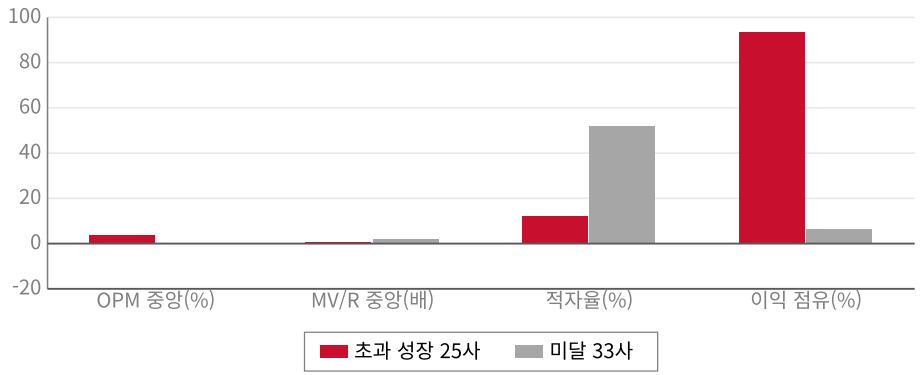
코호트가 2년간 +1.22%로 제자리인 동안 25사(43%)가 그 선을 넘었고, 그들이 이익의 93.5%를 만든다

구분 (2023→2025)	기업 수	OPM 중앙	MV/R 중앙	적자율	이익 점유
코호트 성장률 초과	**25 (43%)**	**+3.78%**	**0.51**	**12%**	**+93.5%**
코호트 성장률 미달	33 (57%)	−0.04%	2.15	**52%**	**+6.5%**

성장의 동인은 「시장 확대」가 아니었다. 코호트 매출이 2년간 +1.22%(단년 +2.49%)로 사실상 정체인데 43%가 그 선을 넘겼다 — 시장이 커져서가 아니라 서로의 자리를 옮겨 가며 만든 성장이다. 이 배치는 측정 구간을 1년으로 바꿔도 유지된다(28사·83.9%).

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

초과 성장군과 미달군의 네 축 대조



자료: 공시 재무·시세, R-Advisory. 단위가 다른 네 축을 한 눈금에 올린 대조도

「배수는 성장과 반대로 붙어 있다」는 단년 구간에서 부호가 뒤집혀 판정에서 제외했다

성장 측정 구간	기준선	초과 기업	초과군 MV/R 중앙	미달군 MV/R 중앙	ρ(MV/R×성장)
2023→2025 (2년)	**+1.22%**	**25사**	**0.51**	**2.15**	**−0.380**
2024→2025 (1년)	**+2.49%**	**28사**	**1.18**	**0.83**	**+0.002**

구간을 1년으로 바꾸면 중앙값 배치가 뒤집히고 상관이 0으로 사라진다. 따라서 「초과 성장군이 이익의 대부분을 만든다」(양쪽 구간에서 성립)는 **유지**하고, 「배수-성장 역전」은 **기간 의존적 관계**로만 기록한다. 반증이 아무것도 떨어뜨리지 못하면 그것은 반증이 아니다.

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

시장별 좌표 (%)

시장	사	매출	이익	시총
KOSPI	31	98.45	**98.97**	93.73
KOSDAQ	**27**	**1.55**	**1.03**	**6.27**
MV/R 중앙		KOSPI 0.45 / KOSDAQ 2.14 — 유입 구간		
적자 기업		KOSPI 9사 / KOSDAQ 11사		

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

So-what · CEO

이 산업의 성장은 시장이 커져서가 아니라 서로의 자리를 옮겨 만들어졌다. 「시장 성장에 올라탄다」는 전략은 이 3개년 데이터에 근거가 없다.

So-what · CFO

우리 성장률을 제시할 때 절대값이 아니라 **코호트 기준선 대비 초과/미달**로 말해야 한다. 상대 위치가 이익 점유와 직결된다(93.5% vs 6.5%).

So-what · IR

배수를 성장의 증거로 쓰면 위험하다. 이 코호트에서 배수-성장 관계는 **측정 구간을 바꾸면 부호가 뒤집힌다**. 배수 설명은 규모(ρ=−0.415)로 가는 편이 안전하다.

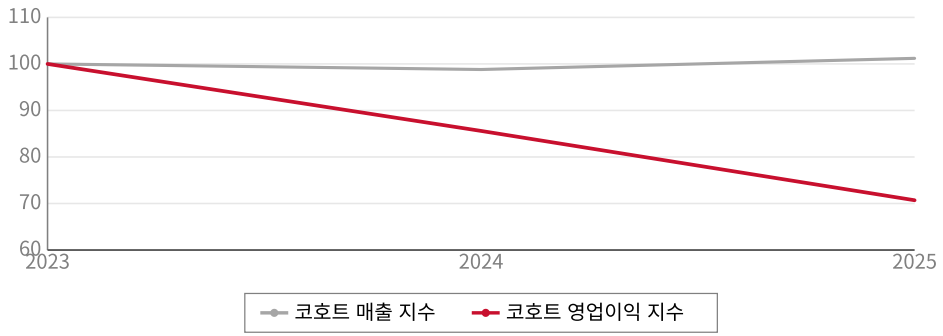
전방 물량이 두 자릿수로 늘어난 해에 이익 풀은 두 자릿수로 줄었다

축	2023	2024	2025	변화
[외부] 세계 EV 배터리 탑재량	—	—	**1.2TWh**	**24→25 +약 30%**
[외부] 세계 전기차 생산	—	—	**약 2,200만 대**	**24→25 +25% 초과**
[외부] EV 배터리 중 LFP 비중	—	약 50%	**55% 초과**	상승
[코호트] 매출 합 (조원)	726.7	717.7	**735.6**	23→25 +1.22%
[코호트] 영업이익 합 (조원)	**47.21**	**40.40**	**33.37**	**−29.3% / −17.4%**
[코호트] 합산 영업이익률	+6.50%	+5.63%	**+4.54%**	−1.96%p

외부 수치는 **관측 집계치**이며 시나리오 투영이 아니다. 단위가 물량(TWh·대)과 원화 손익으로 달라 **비율로 환산되지 않는다 — 방향과 부호만 대조한다.** 매출이 거의 그대로였으므로 사라진 것은 물량이 아니라 **마진**이다.

자료: IEA, *Global EV Outlook 2026*, Ch.5·Ch.7·Ch.9 / 공시 재무, R-Advisory

매출은 제자리인데 이익만 내려갔다 (2023 = 100)



자료: 공시 재무, R-Advisory. 영업이익 47.21조 → 40.40조 → 33.37조

이익 풀 감소 13.85조의 63.0%는 이익 상위 3사가 아니라 나머지 55사에서 났다

구분	2023 영업이익	2025 영업이익	변화율	감소 기여
이익 상위 3사 (현대차·기아·현대모비스)	29.03조	**23.90조**	−17.7%	**−5.13조 (37.0%)**
나머지 55사	**18.18조**	**9.46조**	**−48.0%**	**−8.72조 (63.0%)**
코호트 58사	**47.21조**	**33.37조**	**−29.3%**	**−13.85조 (100%)**

「완성차가 부진해서 산업 이익이 줄었다」는 설명은 이 표로 성립하지 않는다. 라벨 주의 — 여기의 「상위 3사」는 이익 상위 3사이며, 구간 정의(완성차 2사)로 계산하면 완성차 2사 −23.1%, 나머지 56사 −37.4%, 기여 55.3%로 **부호와 순서는 같고 크기만 달라진다.**

자료: 공시 재무, R-Advisory

커버리지 앵커 (L10 ①)

IEA는 기업 국적 기준 **중국계가 세계 전기차 배터리 탑재의 약 75%**를 차지하고 중·한·일 3국이 세계 거의 전량을 공급한다고 기록한다. 따라서 **한국계 전체의 몫은 25%를 넘지 못한다.**

이 앵커가 푸는 문제는 하나다 — **HHI 1,273을 「산업 집중도」로 부를 수 있는가.**

부를 수 없다. 이 코호트는 «국내 상장사»의 전수이지 «산업»의 전수가 아니다. 이 문서의 HHI·CR3·RMS는 전부 **「국내 상장 코호트 안의 집중도」**이며 산업 집중도로 승격하지 않는다. 앵커가 없었다면 이 제약은 「알 수 없음」으로 남았을 것이다.

자료: IEA *Global EV Outlook 2026* Ch.7·Ch.9, R-Advisory

So-what · CEO

「전방 시장이 커지고 있다」는 이사회에서 더 이상 근거가 되지 못한다. 필요한 문장은 「커진 전방의 마진을 누가 가져갔는가」다.

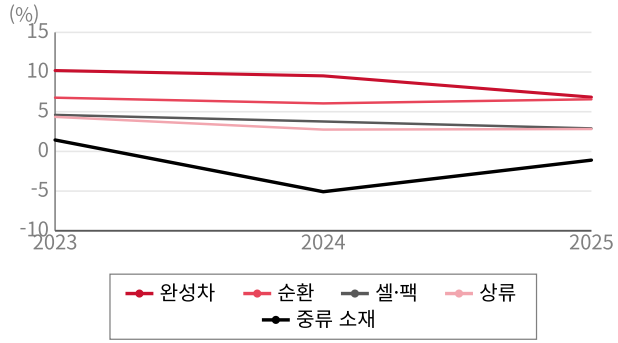
So-what · CFO

협상에서 산업 물량 전망을 제출하면 상대는 같은 기간 이익 풀 −29.3%를 대조한다. **먼저 이 표를 제시하고 우리 위치를 설명하는 쪽**이 유리하다.

So-what · IR

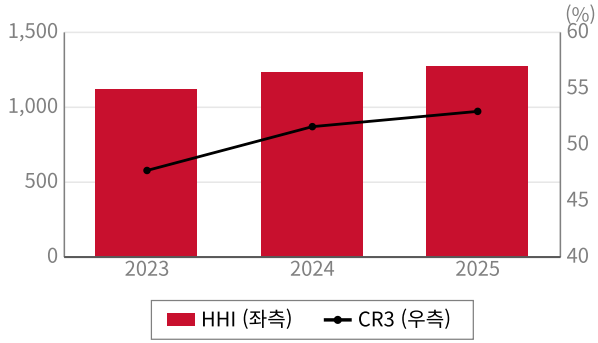
「글로벌 EV 성장의 수혜」 서사는 실측과 2년 연속 반대 방향이다. 물량이 아니라 **마진 경로**(단가·믹스·가동률 중 무엇이 우리 것인가)로 근거를 바꿔야 한다.

중류에서 마진이 부호를 넘었다 (구간 합산 OPM, %)



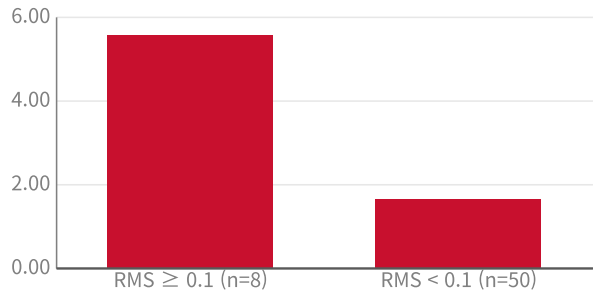
자료: 공시 재무, R-Advisory

집중은 3년 연속 한 방향으로 올라갔다 (HHI)



자료: 공시 재무, R-Advisory. DOJ 기준 1,000~1,800 = 중간 집중

규모는 원가우위로 «약하게만» 바뀐다 (OPM 중앙값, %)



ρ(log RMS, OPM) = +0.357. 상위 표본이 8사뿐이므로 보조 근거로만 쓴다. 자료: R-Advisory

「업종 평균」은 이 산업에서 성립하지 않는다 — 두 가지 평균이 부호부터 다르다

하위 25% 평균	−67.00%	합산 기준 평균 (Σ영익÷Σ매출)	+4.54%
1사분위 Q1	−7.69%	단순 기준 평균 (기업별 OPM 산술)	−13.15%
중앙값	+2.35%	표준편차 / 변동계수 CV	62.05 / 4.72
3사분위 Q3	+5.55%	적자 기업	20사 (34%)
상위 25% 평균	+9.18%	**최소 / 최대**	−446.88% / +16.61%
상하위 25% 격차	76.18%p	**극단치 1곳 제외 시 격차**	44.78%p

두 「평균」은 분모가 다르므로 **행을 나누고 각 행에 기준을 박았다.** 합산은 조 단위 기업이 지배하고, 단순평균은 매출 33.7억(코호트의 0.0005%)의 한 곳이 −7.61%p를 혼자 끌어내린다. 분산분해 문헌(Rumelt 1991 · McGahan & Porter 1997)은 사업부 효과 31.7~46.4% > 산업 효과 8.3~19.6%를 일관되게 보고한다.

자료: 공시 재무(2025), R-Advisory. 모든 OPM은 영업이익÷매출 재계산값

자본비용 기준선 (가정 허들 8%)

허들 8% 초과 기업	14사 / 58사 (24%)
영업이익÷자본총계 중앙값	+2.73%
상위 20%(11사) 이익 점유 영업이익 «수준» 기준 정렬	104.0%
하위 80%(47사) 영업이익 합	−1.34조
참고 — 영익÷자본 기준 정렬 시	73.4%

McKinsey 파워커브의 「상위 20%가 경제적 이익의 약 90%」는 **수준 기준 정렬**이다. 같은 기준으로 맞추면 이 코호트는 **104.0%로 더 극단적**이다.

WACC 미보유 → 단일 허들 8% 가정. ROIC가 아니라 영업이익÷자본총계. 자료: R-Advisory

So-what · CEO

「우리는 업종 평균 수준」이라는 진단은 내용이 없는 문장이다. 필요한 것은 평균과의 거리가 아니라 **58사 중 몇 위, 어느 분위**다.

So-what · CFO

자본비용 기준선(가정 8%)을 넘는 기업이 24%뿐이다. 넘으면 「상위 24%」가 근거가 되고, 못 넘으면 업종 공통 조건임을 같은 표로 제시할 수 있다.

So-what · IR

밸류업 공시의 「산업평균 비교」 요건에 단일 평균을 쓰면 반박된다 — 같은 데이터에서 +4.54%와 −13.15%가 나온다. 분위·격차·전수 분모를 함께 제시해야 한다.

사용자가 제시한 15단계 축은 설명축이 아니라 정리축이다

축	대상	Spearman ρ
15단계 번호	영업이익률	+0.179
15단계 번호	MV/R	−0.216
15단계 번호	매출 규모	−0.173
15단계 번호	2년 성장률	+0.110
15단계 번호	시가총액	−0.280
MV/R	**매출 규모**	**−0.415**
MV/R	**영업이익률**	**−0.203**
MV/R	**2년 성장률 / 단년 성장률**	**−0.380 / +0.002**
log RMS	**영업이익률**	**+0.357**

밸류체인 단계 번호는 이 코호트의 어떤 지표도 설명하지 못한다(|ρ| ≤ 0.29). 그래서 단계 축을 «분류 라벨»로만 쓰고, 설명축으로는 MV/R 밴드와 이익 점유를 썼다. 동순위는 평균순위로 처리했다 — 임의순서 배정 시 +0.168 / −0.213 / −0.207 / +0.101 / −0.323으로 어느 방식에서도 |ρ| ≤ 0.33이다.

자료: 공시 재무·시세, R-Advisory

6개 구간 중 이익이 늘어난 곳은 순환 하나뿐이고, 그 증가분은 전체 감소분의 1%에 못 미친다

구간 (억원)	2023	2024	2025	23→25 변화
완성차	267,348	269,067	**205,460**	**−61,888**
셀·팩	104,626	81,159	**63,078**	**−41,548**
상류 원료·정제	73,936	44,683	**45,470**	**−28,466**
중류 소재	5,054	−11,816	**−2,532**	**−7,586**
장비	1,294	1,946	**990**	**−304**
순환	**19,884**	**18,958**	**21,214**	**+1,331**
합계	**472,141**	**403,996**	**333,680**	**−138,461**

자료: 공시 재무, R-Advisory

이익 상위 10사 중 9사는 배수가 1.0 미만이다

기업	단계	매출	이익	시총	MV/R
현대자동차	15 완성차	25.32%	**+34.37%**	16.35%	0.42
기아	15 완성차	15.52%	**+27.21%**	10.15%	0.43
현대모비스	10 팩·BMS	8.31%	**+10.06%**	7.73%	0.61
LG전자	10 팩·BMS	12.13%	**+7.43%**	6.92%	0.37
현대글로비스	12 회수·물류	4.02%	**+6.21%**	3.16%	0.51
POSCO홀딩스	1 원료·정제	9.39%	**+5.48%**	5.40%	0.38
LG에너지솔루션	**9 셀**	**3.22%**	**+4.03%**	**16.91%**	**3.44**
고려아연	1 원료·정제	2.26%	**+3.69%**	5.25%	1.53
LG화학	1 원료·정제	6.24%	**+3.54%**	3.95%	0.41
HL만도	10 팩·BMS	1.29%	**+1.07%**	0.47%	0.24

자료: 공시 재무·시세(2025), R-Advisory. 점유 분모는 코호트 58사 전수

적자 상위 10사 중 8사는 배수가 1.0을 넘는다

기업	단계	영업이익	이익 점유	MV/R
삼성SDI	**9 셀**	**−17,224억**	**−5.16%**	**3.22**
영풍	1 원료·정제	**−2,597억**	−0.78%	0.25
SK아이이테크놀로지	6 분리막	**−2,464억**	−0.74%	**5.08**
엘앤에프	2 전구체	**−1,568억**	−0.47%	2.15
롯데에너지머티리얼즈	7 동박	**−1,452억**	−0.44%	2.82
더블유씨피	6 분리막	**−1,276억**	−0.38%	2.84
엔켐	5 전해액	**−784억**	−0.23%	1.47
솔루스첨단소재	7 동박	**−733억**	−0.22%	0.83
에코프로머티	2 전구체	**−654억**	−0.20%	**6.49**
성일하이텍	14 리사이클링	**−545억**	−0.16%	2.39

자료: 공시 재무·시세(2025), R-Advisory

Compliance notice

- 본 자료는 특정 종목에 대한 투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않으며, 편입·보유·처분 판단이나 그 기준선도 제시하지 않습니다.
- 본 자료는 수요 전망·시장규모 추정·CAGR 예측을 생산하지 않습니다. 인용된 외부 수치는 전부 발행기관의 관측 집계치이며 시나리오 투영치가 아닙니다.
- 본 자료의 모든 판정은 공시된 과거 재무와 단일 시점 시세로 재현·반증이 가능하며, 미래에 대한 주장을 포함하지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 R-Advisory Team의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 복제·배포·전송·변형·대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- **본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.**

무결성 게이트 G1~G6 — 결측은 0건이지만 시가총액 시계열이 없어 «방향» 축을 만들지 못했다

게이트	탐지	조치
G1 시세 괴리	단일 출처 — 교차 검증 불가	괴리 기반 배제 미수행
G2 거래상태	컬럼 없음	상장폐지·정지 서술 전면 미수행
G3 상태값 둔갑	해당 없음	—
G4 결측/0	핵심 컬럼 결측 0건	전수 계산 가능
G5 지표 정의 오독	**opm 표기값 1사 0.20%p 불일치 / icr 분모가 금융원가 전체일 가능성**	**58사 전원 OPM을 원시 컬럼에서 재계산. 이자보상배율 서술 전면 미사용**
G6 시계열 단절	**시가총액이 단일 시점 스냅숏**	**MV/R 궤적(방향) 축 미생성 — 「지금 어디」까지만**

이 리포트가 하지 않는 것 — 12개 수요의 처분

D1~D8 이익 위치 · 우리 칸 · 피어그룹 · 배수 · 성장 출처 · 업종 평균 · 전방 전환 · 글로벌 위치	○ 8건	본편에서 답함
D9 자본비용 초과 여부	◐	허들 8% 가정
D11 이익의 경기 민감도 순위	◐	3개년 진폭까지
D10 현금이 어디서 묶이나 (CCC)	×	**데이터 부재 — Tier C 컬럼 없음**
D12 수요 전망 · 시장규모	×	**설계상 배제**

두 개의 ×는 성격이 다르다. 데이터가 없어 못 한 것을 「원래 안 하기로 한 것」으로 묶지 않는다.

자료: R-Advisory

소등 1건 · 부분 점등 3건 · 미수행 대조 2건이 여는 판정

항목	필요 데이터	열리는 판정
L9 운전자본 (소등)	매출원가·재고·채권·채무·PP&E	CCC, DPO/DSO 교섭력, DOL과 고정비로 본 가격경쟁 유발 구조
L2 방향 (부분)	3~5개년 시가총액 시계열	유입→유출 전환 기업 카운트와 전환 확률
L3 경제적 이익 (부분)	투하자본·유효세율·베타	가정 허들이 아닌 실제 WACC 대비 EP, 파워커브
L8 변동성 (부분)	7개년 이상 EBITDA 마진	S&P 기준 경기민감도 서열, PTT 낙폭
L7 지속성 (보강)	5개년 이상 연속 손익	상위 분위 «전환 확률», 산업 vs 기업 효과 분산분해
L10 심화 (미수행)	국내 산업 총규모(원화)	커버리지 앵커를 비율로 산출 → HHI 승격 가능 여부
글로벌 대조 (미수행)	중·일 동종기업 3개년 손익	「국내 중류가 글로벌 중류보다 나쁜가」

방법론 출처

Gadiesh & Gilbert, *Profit Pools*(HBR 1998) · Slywotzky, *Value Migration*(1996) · McKinsey, *Strategy Beyond the Hockey Stick*(2018) · *The Granularity of Growth* · BCG, *The Experience Curve* · DOJ-FTC HHI 기준 · Rumelt(1991) · McGahan & Porter(1997) · Schmalensee(1985) · S&P Global *Key Credit Factors* · Minto, *The Pyramid Principle* · IEA, *Global EV Outlook 2026*. 방법론 스킬 `industry-structure-analysis` v4.0, 구조 렌즈 L1~L10.

R – Advisory

BY KONNECT

KONNECT
https://index.konnect-ai.net

R-Advisory: raymond@konnect-ai.net