

롯데에너지머티리얼즈 020150

빛은 보이는데 터널이 길어질 뿐

투자 의견 '매수', 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

26F EBITDA 1,893억원(+33.9% YoY)에 Target Multiple 11.4배로 산정했다. Target Multiple은 최근 3개년 최저 Multiple을 적용했다. EV/EBITDA(fwd, 12M)는 9배 수준으로 역사적 저점인 만큼 밸류에이션 부담은 낮다. EV 수요 둔화에 따른 CAPA 플랜 지연은 아쉬운 점이다. 그러나 AI 가속기 등 EV 외 어플리케이션 확대는 이익 체력 향상으로 연결될 수 있다. 특히 국내 전력 요금 인상으로 익산 공장의 마진율에 타격이 있는 상황에서 AI 가속기향 고마진 동박 제품 확대는 이익 제고를 위한 해결책이 될 전망이다.

길어지는 부진, 그러나 기대 요인에 주목

내년부터 주목할 점은 3가지다. 1) AI 가속기향 납품 확대, 2) 4680 배터리향 납품 개시, 3) 주요 고객사 JV 가동 본격화다. 수요처 확대에 따른 양적 성장과 고부가 동박 믹스 확대로 질적 성장을 시현할 전망이다. 기존 AI 가속기향 저조도 동박(HVLP3)은 CCL향 납품이었다. 최근 차세대 초저조도 동박(HVLP4)을 통해 고부가 PCB향까지 수요처가 확대된 상황이다. 1Q25부터 납품 예정이며 EV향 대비 높은 마진율로 믹스 효과가 기대된다. 4680향 납품은 내년 4월 이전 범용 동박(I2B)부터 이뤄질 예정이다. 하이엔드(I2S) 제품은 1H25 내 쿼 테스트 완료 후 2026년초까지 차세대 4680 및 신형 2170향 납품 개시가 기대된다.

4Q24까지는 고객사 재고조정 영향 불가피

4Q24 매출액 2,112억원(Flat QoQ), 영업이익자 -4.7억원(적지 QoQ)을 예상된다. 3Q24 부진의 원인이었던 주요 고객사의 재고조정 영향으로 4Q24까지 외형 성장은 제한적일 전망이다. Starplus Energy JV 가동이 4Q24부터 시작되긴 하지만 램프업 감안 시 내년부터 출하량 확대 효과가 본격화될 가능성이 높다. 구리 원가도 4Q24 내 재상승하는 흐름으로 판가 반영 래깅에 따라 마진율 회복 가능성은 제한적이다. 다만, 구리 재고 수준이 높아진 만큼 상승 여력은 크지 않다. 당사 재고 레벨도 1H25까지 정상화되며 가격 상향 안정화와 함께 재고평가손실 리스크는 점진적으로 해소될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	729	809	927	972	1,115
영업이익	85	12	-26	30	58
영업이익률(%)	11.6	1.5	-2.8	3.0	5.2
세전이익	61	-37	16	26	58
지배주주지분순이익	44	-33	2	11	35
EPS(원)	950	-706	53	237	767
증감률(%)	-30.2	적전	흑전	343.7	224.1
ROE(%)	3.6	-2.2	0.2	0.9	2.8
PER(배)	54.6	-59.6	486.4	109.6	33.8
PBR(배)	1.6	1.4	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	17.7	18.0	16.3	9.1	8.1

자료: 롯데에너지머티리얼즈, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2024.11.27

매수(신규)

목표주가(신규)	40,000원
현재주가(11/26)	25,950원
상승여력	54.1%

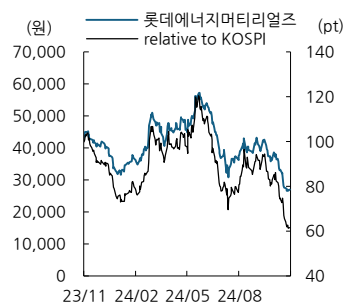
Stock Data

KOSPI	2,520.4pt
시가총액(보통주)	1,197십억원
발행주식수	46,111천주
액면가	500원
자본금	23십억원
60일 평균거래량	226천주
60일 평균거래대금	8,561백만원
외국인 지분율	9.4%
52주 최고가	59,200원
52주 최저가	25,850원
주요주주	
롯데케미칼(외 24인)	53.4%
국민연금공단(외 1인)	5.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-30.1	-27.7
3M	-28.1	-21.5
6M	-43.2	-37.0

주가차트



동박 어플리케이션 확대 중

롯데에너지머티리얼즈는 음극 집전체용 전지박과 PCB용 회로박 사업을 영위한다. 국내 익산 공장(현 2만톤)을 시작으로 말레이시아 공장(4만톤)까지 확장했다. 원가 경쟁력의 핵심은 전력비용과 구리 가격이다. 말레이시아의 전력가격은 세계 최대 수력발전소의 막대한 공급량을 바탕으로 매우 저렴하다. 이는 말레이시아 진출의 주된 이유가 되었다. 한편, 동박의 판매단가는 통상 구리가격+가공비(소위 'T값')로 구성된다. 원재료 가격은 판가로 전가되지만 일반적으로 1~2개 분기 지연되는 경향이 있다. T값은 업황이나 경쟁 상황에 따라 조정될 순 있으며 당사의 기술적 수준과 CAPA를 고려 시 입지는 공고하나 단기적으로는 업황 둔화로 T값 인상이 제한적인 상황이다. 주요 고객사는 삼성SDI와 LG에너지솔루션으로 추정되며 2024년 동박 내 매출 비중은 각각 48.7%, 21.7%로 예상된다.

자사 전지박 제품은 I2B, I2S로 분류된다. I2B는 범용 제품이며 I2S는 하이엔드 제품이다. 일반적으로 두께, 연신율, 강도는 상충 관계이지만 I2S는 세가지를 모두 개선한 고부가 제품으로 범용 제품 대비 높은 T값을 책정한다. 현재 전체 동박 매출의 약 5%를 고부가 제품이 차지하고 있는 것으로 추정된다.

회로박 제품은 저조도 동박(HVLP)이 대표적이다. 동박 표면을 0.6마이크로미터 이하로 매끄럽게 만들어 전자 제품에서의 신호 손실을 줄인 제품이다. 작년부터 국내 두산전자를 통해 CCL 제품을 엔비디아 H100, H200 모델향으로 납품한 바 있다. CCL(동박적층판)은 HVLP 동박을 기판에 부착한 형태로 PCB기판 제조에 사용된다. 해당 제품이 HVLP 3세대 제품이었으며 최근 이수페타시스를 통해 납품되는 HVLP는 4세대 제품으로 고부가 PCB에 적용될 예정이다. 회로박은 현재 익산 공장에서 1.5만톤의 생산능력을 보유 중이다.

표1 롯데에너지머티리얼즈 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	증감률
매출액	242	263	211	211	221	243	266	242	809	927	972	14.6
동박	198	207	162	164	179	198	223	194	665	731	794	10.0
건설 및 기타	44	56	49	47	42	45	43	48	144	196	178	35.9
영업이익	4	3	(32)	(1)	3	9	11	6	12	(26)	30	적전
OPM	1.8	1.2	(15.0)	(0.6)	1.3	3.9	4.1	2.5	1.5	(2.8)	3.0	(4.2)
동박	1.5	(0.5)	(22.4)	1.0	1.3	1.8	2.5	3.4	0.2	(0.4)	0.4	(0.6)
건설 및 기타	2.9	7.2	9.1	(6.3)	1.6	12.9	12.7	(0.9)	0.2	(0.2)	0.2	(0.3)
당기순이익	(1)	8	7	(4)	5	6	8	(0)	(45)	10	19	흑전
NPM	(0.2)	3.1	3.1	(2.0)	2.4	2.6	2.9	(0.0)	(5.6)	1.1	2.0	6.6
YoY												
매출액	5.3	8.7	(19.5)	(0.1)	4.4	10.2	9.3	(8.7)	10.9	14.6	4.8	
영업이익	(29.2)	99.3	(1144.0)	(216.0)	(31.3)	209.7	(134.7)	(571.3)	(86.1)	(317.5)	(215.0)	
OPM	(1.9)	0.4	(16.4)	(1.1)	(0.4)	2.7	19.2	3.2	(10.2)	(4.2)	5.8	
지배순이익	(0.2)	3.1	3.1	(2.0)	2.4	2.6	2.9	(0.0)	(5.6)	1.1	2.0	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 롯데에너지머티리얼즈 4Q24F 실적 Preview

(십억원, %)	4Q24F	3Q24	4Q23	QoQ	YoY	컨센서스	Gap
매출액	211	211	230	(0.1)	(8.0)	215	(1.7)
동박	164	162	186	1.4	(11.7)		
건설 및 기타	47	49	43	(5.1)	8.0		
영업이익	(1)	(32)	1	적지	적전	(4)	적지
OPM	(0.6)	(15.0)	0.5	14.4	(1.1)	(1.8)	
당기순이익	(4)	7	(2)	적전	적지	(1)	적지
NPM	(2.0)	3.1	(0.7)	(5.1)	(1.3)	(0.5)	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 롯데에너지머티리얼즈 Valuation Table

항목	단위	26F	비고
EBITDA	(십억원)	189.3	26F EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	(배)	11.4	최근 3개년 최저 Multiple 평균 적용
EV	(십억원)	2,151	
(+) 자산가치	(십억원)	9	
(-) 순차입금	(십억원)	161	
Equity Value	(십억원)	1,999	
시가총액	(십억원)	1,227	전일 기준
Target Price	(원)	40,000	
Current Price	(원)	25,950	
Upside	(%)	54.1	

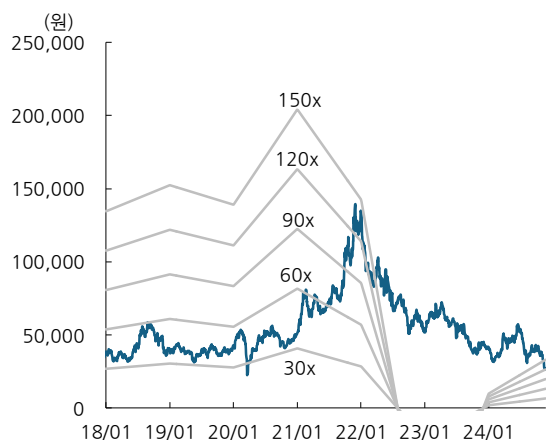
자료: DS투자증권 리서치센터

표4 롯데에너지머티리얼즈 Peer Group Valuation

(배)	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
롯데에너지머티	N/A	280.5	48.2	1.4	0.9	0.9	22.8	15.8	10.3	(2.3)	0.2	1.7
SKC	N/A	N/A	N/A	2.2	3.2	3.3	N/A	N/A	28.3	(20.8)	(16.1)	(6.7)
솔루스첨단소재	12.9	N/A	741.2	1.3	1.2	1.0	N/A	43.8	13.8	22.7	(1.6)	0.5
Peer 평균	12.9	N/A	741.2	1.7	2.2	2.2	N/A	43.8	21.0	0.9	(8.9)	(3.1)

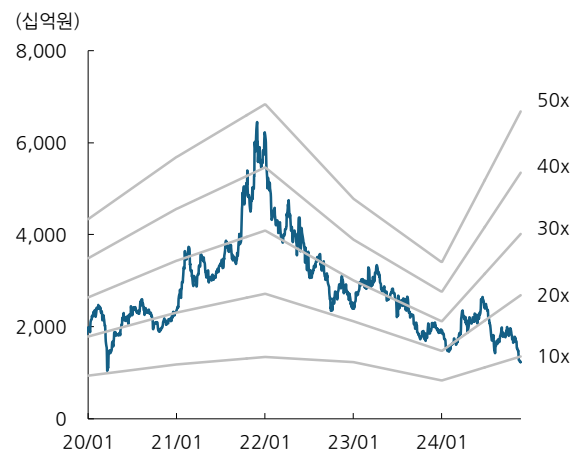
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림1 롯데에너지머티리얼즈 PER(12M fwd.) 밴드 차트



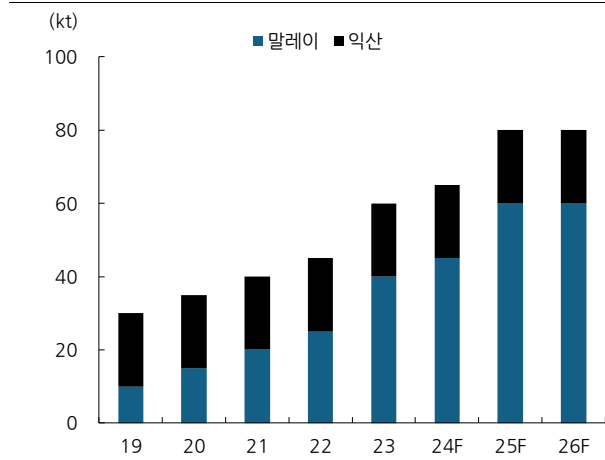
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림2 롯데에너지머티리얼즈 EV/EBITDA(12M fwd.) 밴드 차트



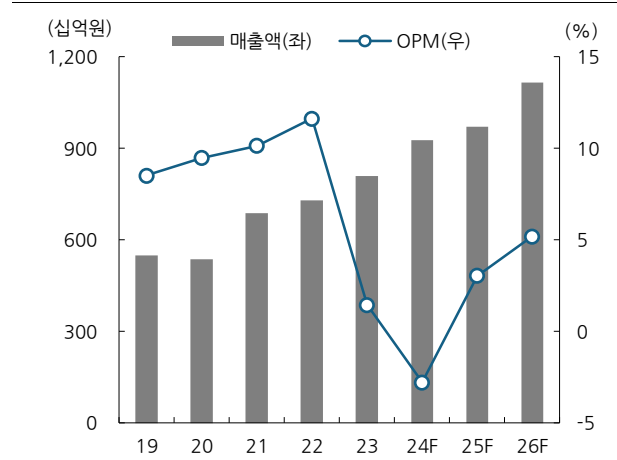
자료: QuantWise, DS투자증권 리서치센터

그림3 롯데에너지머티리얼즈 CAPA 추이 및 전망



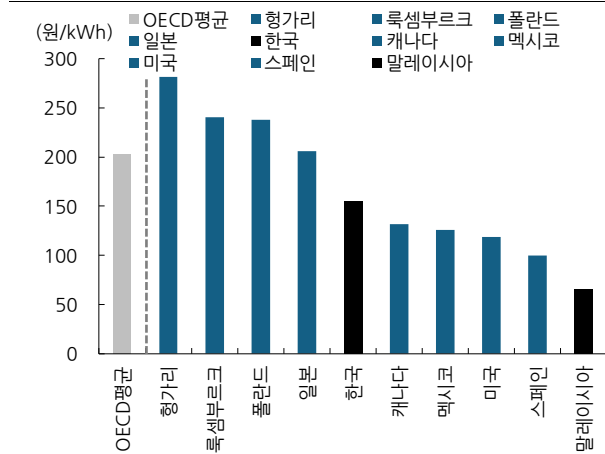
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 매출액 및 OPM 추이 및 전망



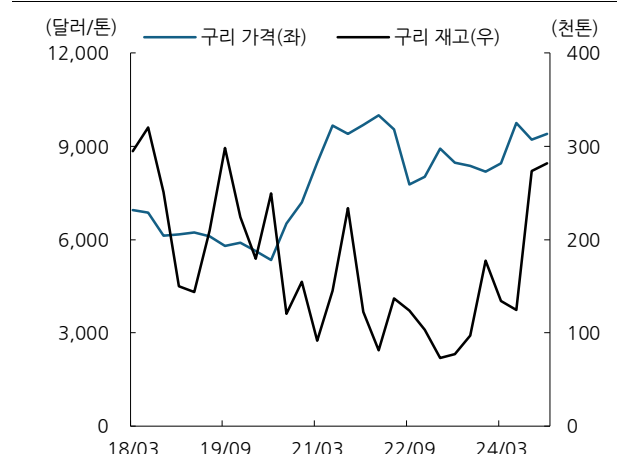
자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

그림5 산업전력가격 추이



자료: KEPCO, DS투자증권 리서치센터

그림6 구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 자사 전지박 제품 특징

Grade	High-End 제품	범용제품
두께	6μm	8~16μm
강도	50~60kgf/mm ²	30~40kgf/mm ²
연신율	12~15%	8~8.5%
제품 특성	Tech Leading 시장 - 비가격적 요소(고품질/공급 안정성) 중심으로 업체 선정 - LEM은 High-End 수요 대응 가능한 동박 기업 중 초격차 기술력 보유	Cost Player 시장 - 원가 경쟁력을 우선 고려 (경쟁과열, 수익성 감소) - LEM은 원가경쟁력 확보를 위한 혁신 중 High-End 전환 가속화에 주력

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림8 자사 HLVP 제품 특징

구분	MP	ISP	LHZ	LSZ	New Product
Grade	HVLP1	HVLP2	HVLP3	HVLP4	HVLP5
상온 인장강도	kgf/mm ²	≥ 45	≥ 45	≥ 35	≥ 35
	%	> 3	> 3	> 3	> 3
처리면 조도	μm	≤ 1.5	≤ 1.2	≤ 1.0	≤ 0.8
대응 두께	μm	12 ~ 35			

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

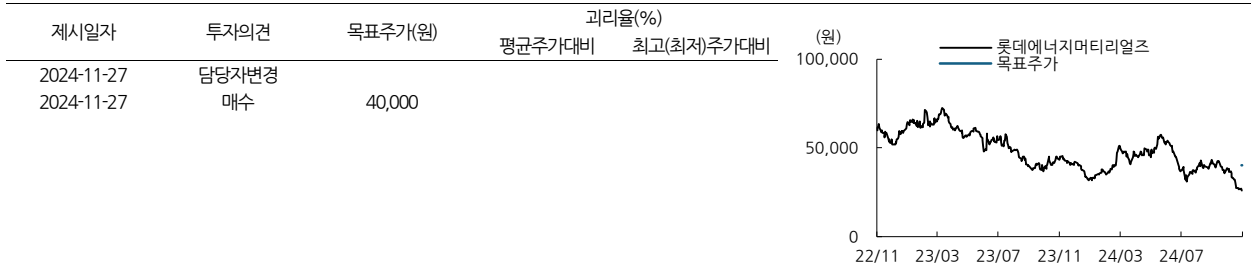
[롯데에너지머티리얼즈 020150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,436	1,262	1,058	1,150	1,315	매출액	729	809	927	972	1,115
현금 및 현금성자산	201	552	299	315	332	매출원가	600	740	879	868	975
매출채권 및 기타채권	177	211	241	277	343	매출총이익	130	69	48	104	140
재고자산	305	345	364	398	474	판매비 및 관리비	45	58	74	74	82
기타	753	154	154	160	167	영업이익	85	12	-26	30	58
비유동자산	994	1,130	1,209	1,352	1,435	(EBITDA)	137	89	62	132	167
관계기업투자등	91	24	22	23	24	금융손익	8	-15	56	6	7
유형자산	874	1,000	1,139	1,273	1,352	이자비용	14	13	13	20	31
무형자산	11	12	25	32	35	관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
자산총계	2,430	2,392	2,267	2,501	2,750	기타영업외손익	-33	-35	-14	-10	-6
유동부채	177	333	235	346	462	세전계속사업이익	61	-37	16	26	58
매입채무 및 기타채무	115	114	118	136	168	계속사업법인세비용	12	8	7	7	15
단기금융부채	44	209	107	201	284	계속사업이익	49	-45	10	19	44
기타유동부채	17	10	10	10	10	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	264	94	289	410	518	당기순이익	49	-45	10	19	44
장기금융부채	216	23	131	246	347	지배주주	44	-33	2	11	35
기타비유동부채	47	70	158	164	171	총포괄이익	40	-19	10	19	44
부채총계	440	426	524	756	979	매출총이익률 (%)	17.8	8.6	5.2	10.7	12.6
지배주주지분	1,460	1,433	1,269	1,270	1,297	영업이익률 (%)	11.6	1.5	-2.8	3.0	5.2
자본금	23	23	23	23	23	EBITDA마진률 (%)	18.8	11.0	6.7	13.6	15.0
자본잉여금	1,140	1,138	980	980	980	당기순이익률 (%)	6.7	-5.6	1.1	2.0	3.9
이익잉여금	294	243	237	238	265	ROA (%)	2.1	-1.3	0.1	0.5	1.3
비지배주주지분(연결)	530	532	475	475	475	ROE (%)	3.6	-2.2	0.2	0.9	2.8
자본총계	1,990	1,966	1,743	1,745	1,771	ROIC (%)	4.4	0.5	-1.0	1.4	2.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	29	-90	-22	89	60	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	49	-45	10	19	44	P/E	54.6	-59.6	486.4	109.6	33.8
비현금수익비용가감	108	149	-7	122	127	P/B	1.6	1.4	0.9	0.9	0.9
유형자산감가상각비	52	76	86	100	107	P/S	3.3	2.4	1.3	1.2	1.1
무형자산상각비	1	1	1	2	2	EV/EBITDA	17.7	18.0	16.3	9.1	8.1
기타현금수익비용	56	72	-219	-90	-113	P/CF	15.2	18.7	461.9	8.5	7.0
영업활동 자산부채변동	-113	-173	-21	-53	-110	배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	24	-86	-24	-36	-66	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-170	-83	-6	-34	-76	매출액	5.9	10.9	14.6	4.8	14.8
매입채무 증가(감소)	47	17	4	17	32	영업이익	21.2	-86.1	적전	흑전	96.2
기타자산 부채변동	-14	-20	5	-1	-1	세전이익	-22.6	적전	흑전	57.1	127.3
투자활동 현금	-685	472	7	-272	-217	당기순이익	-22.5	적전	흑전	95.7	127.3
유형자산처분(취득)	-288	-186	-121	-234	-186	EPS	-30.2	적전	흑전	343.7	224.1
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-13	-10	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-391	677	72	-28	-25	부채비율	22.1	21.7	30.1	43.3	55.3
기타투자활동	-5	-16	69	-1	-1	유동비율	813.6	379.2	450.4	331.8	284.8
재무활동 현금	612	-29	-251	199	175	순차입금/자기자본(x)	1.7	-17.3	-10.7	0.1	9.2
차입금의 증가(감소)	22	-16	0	208	184	영업이익/금융비용(x)	5.9	0.9	-1.9	1.4	1.9
자본의 증가(감소)	-14	-14	-9	-9	-9	총차입금 (십억원)	261	232	238	446	630
배당금의 지급	14	14	9	9	9	순차입금 (십억원)	34	-340	-186	1	162
기타재무활동	604	0	-241	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-34	351	-253	16	18	EPS	950	-706	53	237	767
기초현금	235	201	552	299	315	BPS	31,661	31,088	27,513	27,550	28,117
기말현금	201	552	299	315	332	SPS	15,818	17,545	20,104	21,072	24,186
NOPLAT	69	9	-15	22	43	CFPS	3,408	2,248	56	3,071	3,693
FCF	-641	403	-12	-183	-157	DPS	300	200	200	200	200

자료: 롯데에너지머티리얼즈, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

롯데에너지머티리얼즈 (020150) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다. ○○