

투자 의견(유지) **매수**목표주가(상향) **▲ 167,000원**

현재주가(24/8/13) 121,100원

상승여력 37.9%

영업이익(24F, 십억원) 31
Consensus 영업이익(24F, 십억원) 26

EPS 성장률(24F, %) 2,980.1

MKT EPS 성장률(24F, %) 86.2

P/E(24F, x) 87.6

MKT P/E(24F, x) 10.1

KOSDAQ 764.86

시가총액(십억원) 1,875

발행주식수(백만주) 15

유동주식비율(%) 68.6

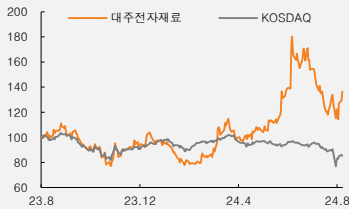
외국인 보유비중(%) 18.2

벤투(12M) 일간수익률 1.29

52주 최저가(원) 68,500

52주 최고가(원) 160,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.8	73.2	35.8
상대주가	6.9	91.4	61.9



[배터리 메탈/소재]

최유진

choi.yoojin@miraesec.com

대주전자재료

흔들리는 업황 속에서 서프라이즈!

목표주가 16.7만원으로 상향 조정

대주전자재료에 대한 투자 의견은 매수 유지하며 목표주가는 16.7만원(기존 15만원)으로 상향 조정한다. 실리콘음극재 물량 증가 및 기타 사업 부문의 회복을 반영하여 25년 및 26년 평균 EPS를 약 +11% 상향 조정하였다.

2Q24 Review: 시장 컨센서스 상회. 영업 레버리지 효과

대주전자재료 2Q24 연결 기준 매출액은 582억원(+26% QoQ, +27% YoY), 영업이익은 82억원(+65% QoQ, +357% YoY), 영업이익률은 14.2%를 기록하였다. 이는 매출액 추정치 기준으로 약 +2.6% 상회한 수치이며 영업이익은 시장 컨센서스 기준 약 +31.1% 상회하여 서프라이즈를 기록하였다. 영업이익은 고정비 비중이 상대적으로 높은 전도성 페이스트 및 폴리머 사업 부문에서의 영업 레버리지 효과가 극대화된 것으로 추정한다.

사업 부문별 매출액은 실리콘음극재 174억원(+99% QoQ, +205% YoY), 전도성 페이스트 261억원(+22% QoQ, +9% YoY), 폴리머 58억원(+10% QoQ, +5% YoY), 형광체 85억원(-10% QoQ, +53% YoY)을 기록하였다.

실리콘음극재는 규모의 경제 및 공정 단에서의 프로세스 최적화를 통해 매출액은 전분기 대비 약 +99% 증가하며 분기 기준 최대 매출 및 이익을 기록하였다. Mass 모델인 기아차 EV3 탑재 및 스텔란티스 물량 증가가 주 요인인 것으로 판단한다.

형광체는 고객사의 일시적 재고조정으로 인해 매출액은 전분기 대비 약 -10% 하락하였으나 전년 동기 기준으로는 약 +53% 증가한 수치이다.

기대되는 향후 3년

24년 매출액은 2,443억원(+32% YoY), 영업이익은 313억원(+404% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 25년 매출액은 4,393억원(+80% YoY), 영업이익은 655억원(+109%)을 기록할 것으로 전망한다. 26년 매출액은 6,266억원(+43% YoY), 영업이익은 1,086억원(+66% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

배터리에 원가 상승폭이 제한적이면서도 에너지밀도를 개선시킬 수 있는 실리콘음극재는 이제 시작이다. 최소 3년 동안 급증하는 수요를 독식할 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	174	185	244	439	627
영업이익 (십억원)	12	6	31	65	109
영업이익률 (%)	6.9	3.2	12.7	14.8	17.4
순이익 (십억원)	1	1	21	50	86
EPS (원)	65	45	1,383	3,203	5,573
ROE (%)	0.8	0.5	12.9	24.6	32.0
P/E (배)	1,100.7	1,924.3	87.6	37.8	21.7
P/B (배)	8.2	7.8	9.7	7.7	5.7
배당수익률 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

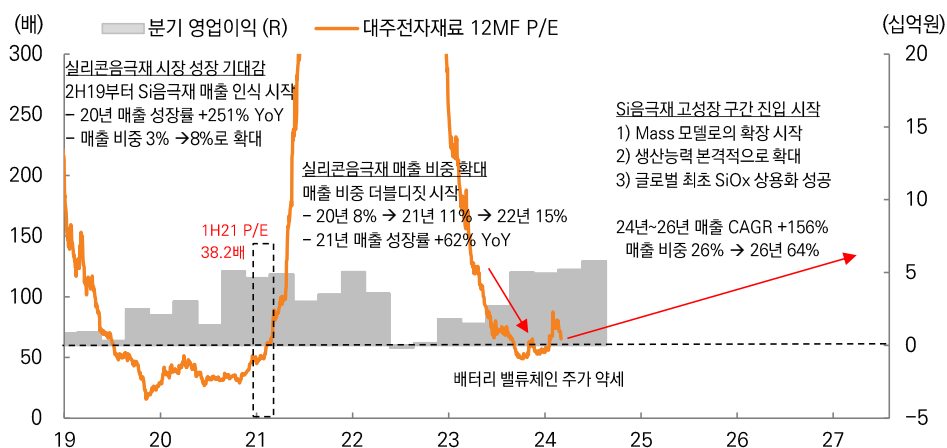
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 대주전자재료 목표주가 산출

		비고
25년 및 26년 평균 예상 EPS (원)	4,388	
적정 P/E (배)	38.2	멀티플 유지
적정주가 (원)	167,624	목표주가: 167,000원
현재주가 (원)	121,100	24/8/13 종가
상승여력 (%)	38.4	

자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 대주전자재료 12개월 선행 P/E 및 분기 영업이익



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

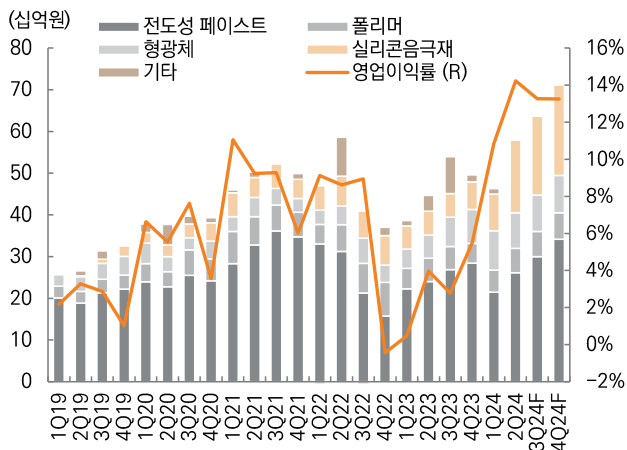
표 2. 대주전자재료: 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	37.5	45.7	53.8	49.6	46.3	58.2	64.1	71.6	185.0	244.3	439.3	626.6
QoQ/YoY	1.2	21.9	17.7	-7.9	-6.6	25.8	9.9	11.7	6.3	32.0	79.9	42.6
전도성 페이스트	22.3	24.0	26.9	28.4	21.5	26.1	30.0	34.2	101.6	111.8	124.1	136.5
폴리머	4.9	5.6	5.5	4.8	5.3	5.8	6.0	6.4	20.8	23.5	26.1	27.1
형광체	4.6	5.6	7.0	8.1	9.5	8.5	8.8	8.9	25.3	35.7	47.9	62.2
실리콘음극재	5.6	5.7	5.7	6.6	8.7	17.4	18.9	21.7	23.5	66.7	234.7	394.2
기타	1.3	3.8	8.8	1.7	1.3	0.4	0.4	0.4	13.8	6.6	6.6	6.6
영업이익	0.2	1.8	1.5	2.7	5.0	8.2	8.5	9.5	6.2	31.3	65.5	108.6
QoQ/YoY	흑전	937.7	-17.5	81.6	84.4	65.3	2.5	11.7	-48.1	404.0	109.2	65.9
영업이익률	0.5	4.0	2.8	5.5	10.8	14.2	13.3	13.3	3.4	12.8	14.9	17.3

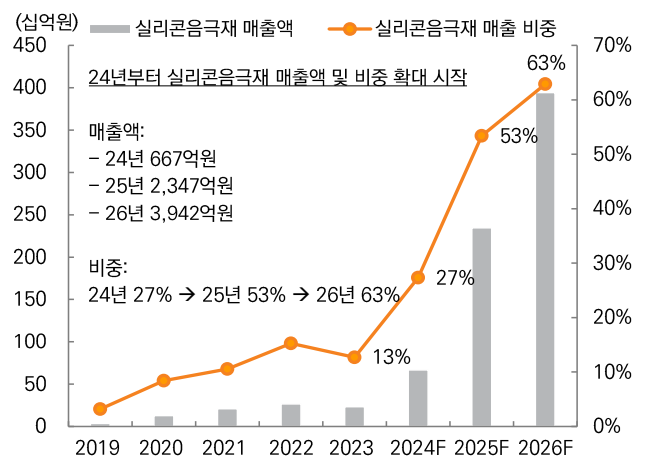
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대주전자재료 분기 실적 추이 및 전망



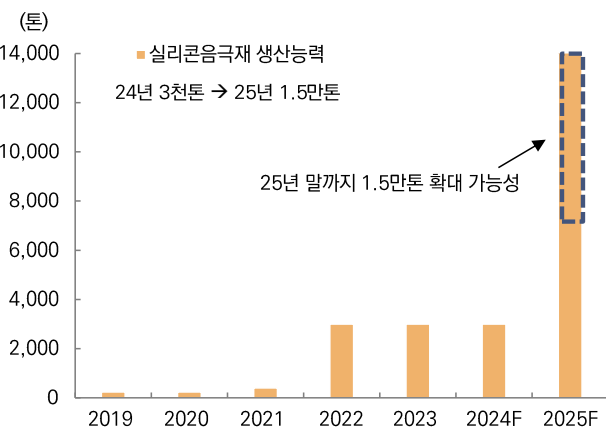
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대주전자재료 실리콘음극재 매출액 및 영업이익 비중



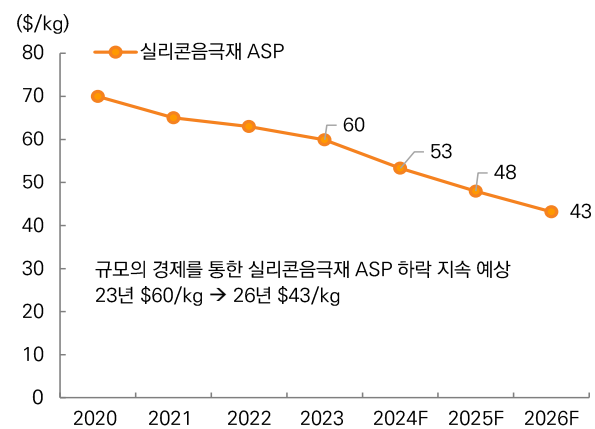
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 실리콘음극재 생산능력 추이 및 전망



자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 실리콘음극재 ASP 추이 및 전망



자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

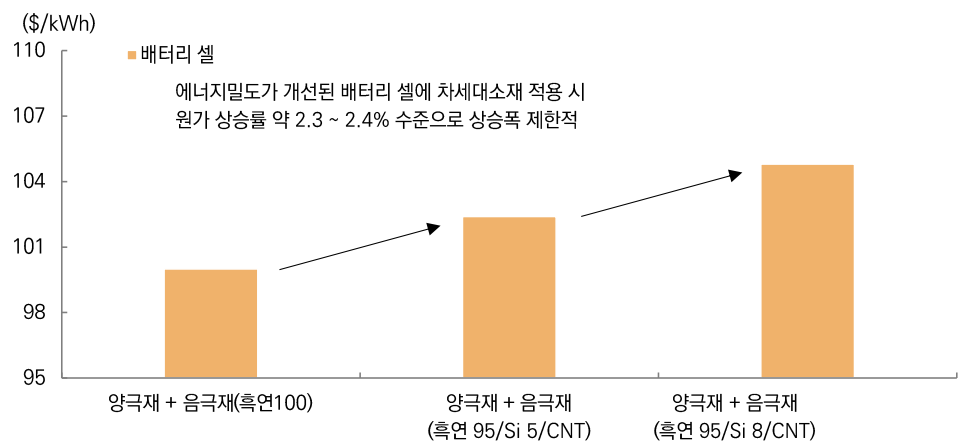
투자포인트: 기다려왔던 Mass 모델로의 확장

Mass 모델 확장의 원년이다. 과거 3년 동안 수요의 가격 탄력성이 상대적으로 낮은 프리미엄 업급 전기차(포르쉐 타이칸, 아우디 e-tron 등)에만 적용되었으나 기아 EV3를 필두로 향후 중저가 EV 포함 대부분의 전기차에 적용 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

소재 비용 증가 부담이 낮으면서 에너지밀도 개선이 되는 차세대소재 채택 가속화됨에 따라 동사의 실리콘음극재 수요가 증가할 것으로 판단한다. 에너지밀도가 개선된 배터리 셀에 실리콘음극재를 적용 시 배터리 가격 비용 상승 부담은 2.3~2.4%수준으로 제한적이기 때문에 본격적인 수요 증가가 기대된다. 소재비 증가 부담이 낮으면서도 충전 시간을 20~30% 가량 단축할 수 있다.

24년 및 25년 Mass 모델 출시 예정 리스트를 참고하면(표 25) 현대차(세그먼트 SUV-A, SUV-B) 및 스텔란티스(SUV-B, Car-B)를 포함해 다수의 중저가 모델들이 출시 예정이다. Mass 모델로의 확장은 드디어 시작되었다.

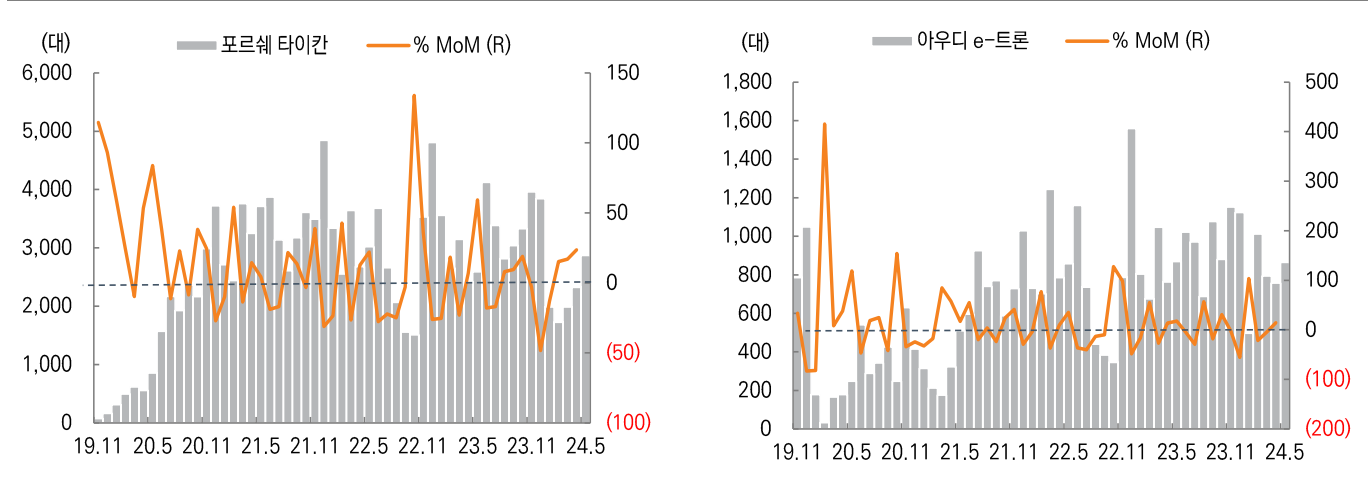
그림 6. 실리콘음극재 적용 시 원가상승률 제한적



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 포르쉐 타이칸 판매량 추이

그림 8. 아우디 e-tron 판매량 추이



자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 24년 및 25년 Mass 모델 출시 예정 리스트

OEM	브랜드	세그먼트	배터리용량(kWh)
BMW	Mini	SUV-B	54.2
BYD	BYD-Dynasty	SUV-B	38
Chery	Chery	Car-A	27.2 / 33
Chery	Chery	Car-A	40
Dongfeng Motor	Dongfeng	Car-B	40
Geely	Geely	SUV-A	30
Geely	ZhiDou	Car-A	17.3
GM	Baojun	SUV-B	50.6
GM	Wuling	SUV-B	50.6
현대차	Hyundai	SUV-A	35.2
현대차	Hyundai	SUV-A	35.2
스텔란티스	Alfa Romeo	SUV-B	54
스텔란티스	Citroen	Car-B	44
스텔란티스	Lancia	Car-B	54
Tata Motors	Tata	SUV-B	25
Tata Motors	Tata	Car-B	30.2
빈페스트	VinFast	SUV-A	25
BYD	BYD-Ocean	Car-B	30
포드	Ford	SUV-B	55
혼다	Honda	Car-A	10
R-N-M Alliance	Dacia	SUV-A	26 / 40
R-N-M Alliance	Renault	Car-B	50
Stellantis	Citroen	SUV-B	44
Stellantis	Fiat	Car-B	44

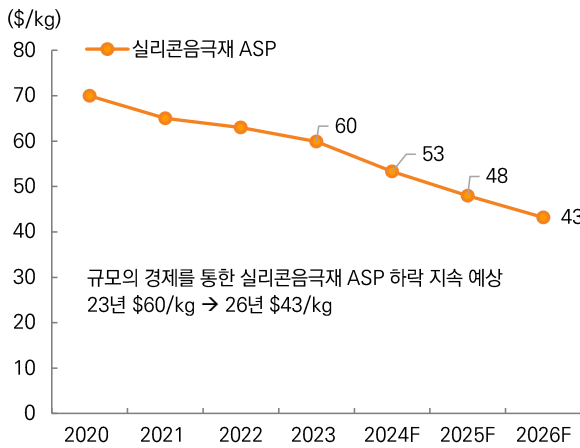
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

원가경쟁력 우위

Mass 모델로의 확장을 통한원가 경쟁력 우위를 지속할 것으로 판단한다. 규모의 경제 및 공정 단계에서의 프로세스 최적화를 통한 ASP 하락이 주 요인이다. EV 모델 확장에 따른 실리콘음극재 수요 대응을 위한 대주전자재료의 증설은 본격적으로 확대됨에 따라 24년 3천톤 → 25년 1.5만톤까지 생산능력이 증가할 것으로 판단한다. 실리콘음극재 ASP는 킬로그램 당 약 60달러(23년 기준)에서 26년까지 킬로그램 당 약 48달러로 하락할 것으로 예상됨에 따라 원가경쟁력 우위를 차지할 것이다.

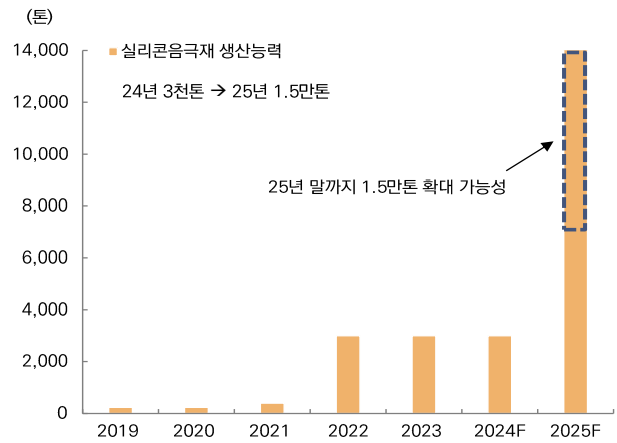
또한, 음극재 내 실리콘음극재 점유율은 점진적으로 확대되어 30년 기준으로 약 45% 정도 차지할 것으로 예상된다. 향후 5년 동안 실리콘음극재는 크게 SiOx와 SiC 계열로 양분되어 기술 트렌드가 진행될 것을 감안 시 동사의 시장점유율 확대 역시 기대된다.

그림 9. 실리콘음극재 ASP 하락 지속



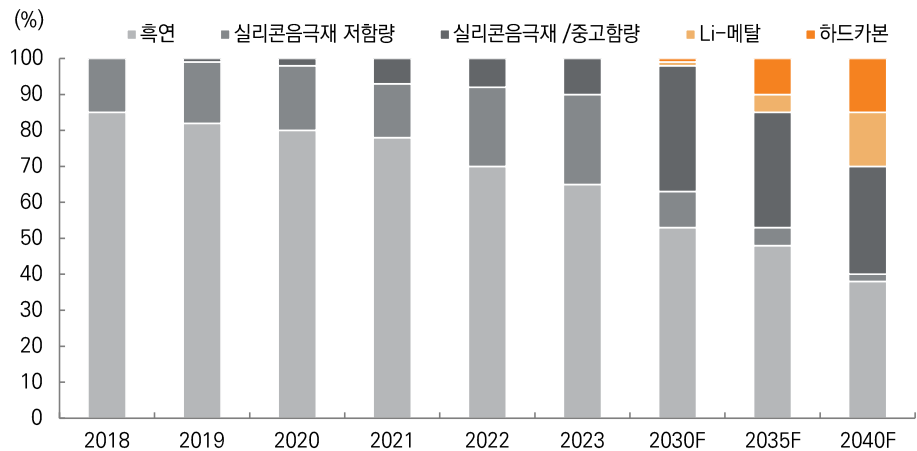
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 실리콘음극재 생산능력 전망



자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 음극재 시장 내 실리콘음극재 점유율 확대 지속



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 최초 실리콘음극재 상용화를 통한 경쟁력 입증

대주전자재료는 Si음극재 시장에서 경쟁력 우위를 지속할 것으로 판단한다. 1) 높은 기술적 진입 장벽, 2) 경쟁사 대비 우위이다.

금속나노분말 특허를 통해 확보한 기술력을 바탕으로 실리콘음극재 시장에서 우위를 지속할 것으로 판단한다. 전기차 배터리에 사용되는 SiO_x는 작은 실리콘 입자 및 균일성이 중요하다. 충방전 과정에서 실리콘 부피가 약 300% 팽창되고 균열이 발생하여 음극재가 손상될 수 있기 때문이다. 화학기상증착법(CVD)을 활용해 실리콘의 팽창을 최소화하여 2019년 LG에너지솔루션 배터리(포르쉐 타이칸 모델)에 탑재되며 글로벌 최초로 실리콘음극재 상용화를 성공하였다. 기술적 장벽이 높은 실리콘음극재 제조공법 특성 상 보유한 기술력을 활용하여 에너지용량(1600mAh/g → 2000mAh/g) 및 초기 충방전 효율(기준 80% → 90%)을 증가시켜 수요는 구조적으로 늘어날 것으로 예상된다.

타 업체들의 실리콘음극재 시장으로의 유의미한 진입에는 시간이 필요할 것으로 예상된다. 1) 대량 양산 단계에서의 수율 개선, 2) 상용화 단계까지 많은 시간이 소요된다는 점을 감안 시 약 4년에서 5년 정도 앞 서있다고 판단한다.

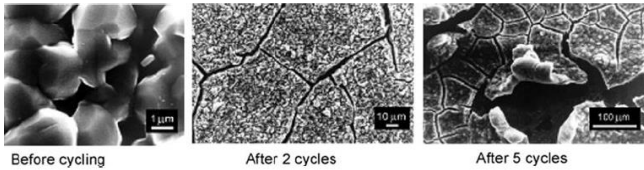
동사는 다른 업체들 대비 시계열 측면에서 현저히 앞 서있는 것으로 판단한다. SiO_x를 상용화 후 양산하고 있는 업체는 대주전자재료가 유일하기 때문이다. 대량 양산 단계에서 초기 수율 개선하는데 약 2~3년 정도 필요하며, 전방 업체들의 퀄리티 테스트 등을 포함해 상용화 까지 약 2년 정도 소요된다. 당사의 실리콘음극재 매출 발생 첫 해인 2019년도의 수율은 50% 미만이었으며 80% 이상으로의 개선은 약 2년에서 3년 정도 소요되었다. 이에 따라, 아직 투자 및 R&D 단계에 있는 업체들 대비 경쟁력 우위를 지속할 것으로 예상된다.

최근 전기차 배터리 밸류체인에서 실리콘음극재 사업으로의 확장이 지속되고 있다. 또한, SiO_x 및 SiC 관련 투자 발표가 지속되고 있기도 하다. 다만, 대량 양산에서의 수율 및 상용화 단계까지는 지속적으로 확인이 필요할 것으로 판단한다.

그림 12. 실리콘음극재 충방전 시 부피팽창되며 Crack 발생

Volume change during charging and discharging

- > Fracture and breakage of Si-based anode
- > Formation of unstable SEI, degradation of electrode

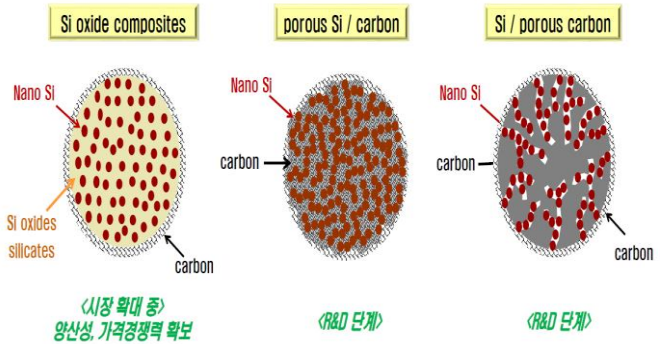


자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부피팽창 최소화 위해 작은 크기 및 균일성이 key

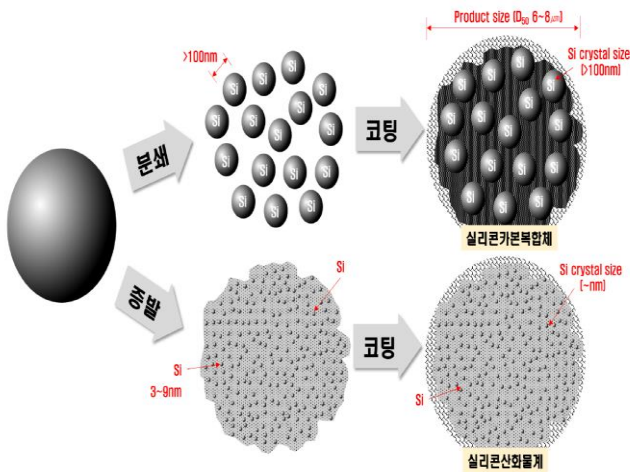
실리콘 사이즈는 극단적으로 작게, 실리콘 표면에서의 부반응을 억제하는 구조

- ① Si crystal size < 7nm
- ② Structure : silicons do not contact with electrolyte directly



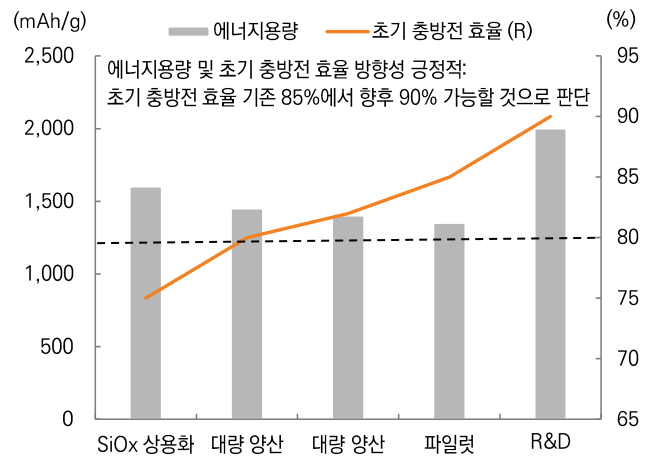
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 실리콘음극재 (SiOx 및 SiC 계열) 제조 공정 비교



자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 고용량 및 높은 초기 충방전 효율 증가



자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

대주전자재료 (078600)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	185	244	439	627
매출원가	151	178	321	445
매출총이익	34	66	118	182
판매비와관리비	28	35	53	73
조정영업이익	6	31	65	109
영업이익	6	31	65	109
비영업손익	-6	-7	-9	-12
금융손익	-8	-7	-10	-11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	24	56	97
계속사업법인세비용	-1	5	11	19
계속사업이익	1	19	45	78
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	19	45	78
지배주주	1	21	50	86
비지배주주	0	-2	-5	-8
총포괄이익	-1	19	45	78
지배주주	-1	18	41	71
비지배주주	0	2	4	7
EBITDA	15	46	87	134
FCF	-100	28	20	61
EBITDA 마진율 (%)	8.1	18.9	19.8	21.4
영업이익률 (%)	3.2	12.7	14.8	17.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	8.6	11.4	13.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	113	446	683	907
현금 및 현금성자산	41	349	514	670
매출채권 및 기타채권	42	63	113	162
재고자산	23	27	48	67
기타유동자산	7	7	8	8
비유동자산	301	288	271	251
관계기업투자등	0	0	1	1
유형자산	294	280	258	233
무형자산	1	1	1	1
자산총계	413	733	954	1,158
유동부채	247	263	280	296
매입채무 및 기타채무	14	28	45	60
단기금융부채	229	230	230	230
기타유동부채	4	5	5	6
비유동부채	10	294	454	563
장기금융부채	0	282	432	532
기타비유동부채	10	12	22	31
부채총계	257	557	733	859
지배주주지분	155	176	226	312
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	53	53	53	53
이익잉여금	32	54	103	190
비지배주주지분	2	0	-5	-13
자본총계	157	176	221	299

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	5	28	20	61
당기순이익	1	19	45	78
비현금수익비용가감	18	26	43	56
유형자산감가상각비	8	14	22	26
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	9	11	21	30
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-6	-47	-43
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-19	-45	-43
재고자산 감소(증가)	2	-4	-21	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	15	16	16
법인세납부	-2	-5	-11	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-106	-2	-5	-5
유형자산처분(취득)	-105	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-2	-5	-5
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	76	281	150	100
장단기금융부채의 증가(감소)	45	281	150	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	32	0	0	0
현금의 증가	-25	308	165	156
기초현금	67	41	349	514
기말현금	41	349	514	670

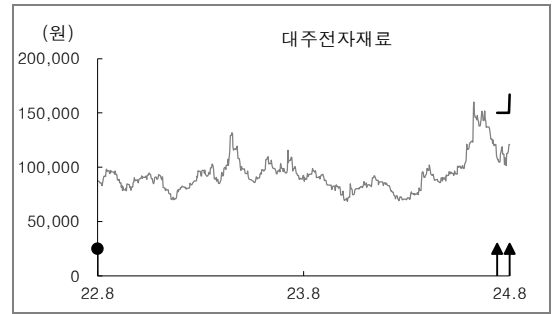
자료: 대주전자재료, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	1,924.3	87.6	37.8	21.7
P/CF (x)	72.1	40.9	21.5	14.0
P/B (x)	7.8	9.7	7.7	5.7
EV/EBITDA (x)	100.1	44.3	23.0	14.5
EPS (원)	45	1,383	3,203	5,573
CFPS (원)	1,199	2,960	5,643	8,668
BPS (원)	11,045	12,428	15,631	21,204
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 (%)	6.3	32.0	79.9	42.6
EBITDA증가율 (%)	-20.8	201.2	90.7	53.6
조정영업이익증가율 (%)	-48.1	404.0	109.2	65.9
EPS증가율 (%)	-30.4	2,980.1	131.6	74.0
매출채권 회전율 (회)	5.5	5.2	5.6	5.1
재고자산 회전율 (회)	7.8	9.9	11.7	10.9
매입채무 회전율 (회)	28.4	11.7	10.4	9.5
ROA (%)	0.2	3.4	5.3	7.4
ROE (%)	0.5	12.9	24.6	32.0
ROIC (%)	-2.8	7.7	15.7	23.4
부채비율 (%)	163.5	316.2	331.8	287.2
유동비율 (%)	45.7	169.2	244.2	306.7
순차입금/자기자본 (%)	116.6	88.8	64.2	28.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.7	2.8	4.0	5.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대주전자재료 (078600)				
2024.08.14	매수	167,000	-	-
2024.07.23	매수	150,000	-26.08	-19.27
2010.12.30	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 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
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.