



레이크머티리얼즈 (281740)

본업과 신사업의 동반 성장 주목

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yengjuchoi@hanwha.com 3772-7647

BUY (신규)

목표주가(신규): 24,000원

현재 주가(12/28)	17,350원
상승여력	▲ 38.3%
시가총액	11,404억원
발행주식수	65,731천주
52 주 최고가 / 최저가	25,250 / 4,310원
90 일 일평균 거래대금	150.58억원
외국인 지분율	5.5%
주주 구성	
김진동 (외 18 인)	43.8%
엔에이치엔인베스트먼트파트너	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	27.1	23.5	-17.6	282.6
상대수익률(KOSDAQ)	21.0	20.4	-17.5	257.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	132	117	179	257
영업이익	35	27	48	70
EBITDA	43	38	62	86
지배주주순이익	27	22	39	57
EPS	411	337	594	868
순차입금	82	124	160	171
PER	10.6	51.4	29.2	20.0
PBR	3.3	10.6	7.8	5.6
EV/EBITDA	8.6	33.3	20.9	15.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	37.5	22.9	30.6	32.5

주가 추이



목표주가 24,000원으로 커버리지 재개시

레이크머티리얼즈에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 24,000원으로 커버리지 재개시. 전고체 배터리용 황화리튬 사업 본격화에 따라 목표주가 산정 방식을 기존 P/E Valuation에서 SOTP 방식으로 변경. 적정 기업 가치를 1.56조원(기존 사업가치 1.03조원, 황화리튬 사업가치 5,327억원)으로 산정. 전방시장의 성장 잠재력을 고려할 때 매우 보수적인 가치 산정이며, 현 주가는 동사의 기존 사업가치만을 반영하고 있는 수준

올해 반도체를 필두로 전 부문 성장 전망

올해 반도체를 필두로 모든 주요 사업 부문 성장 기대. 가장 큰 비중을 차지하는 반도체 부문 실적은 매출액 895억원(+45% YoY) 전망. 1) 고객사 가동률 정상화, 2) 1a, 1b 비중 확대에 따른 High-K 전구체(Hf, Zr) 사용량 증가에 기인. 특히 High-K 전구체는 SK하이닉스의 1a, 1b 비중 확대(4Q23 32% → 4Q24 51%)에 따라 구조적인 수요 증가 예상. 동사는 Hf와 Zr 전구체 모두 가장 높은 M/S를 확보 중인 메인 벤더로 수혜 집중 전망

태양광과 석유화학 부문도 고성장 전망. 태양광은 중국 시장에서의 PERC셀 수요 성장에 따른 TMA 공급 부족 지속 영향, 석유화학은 메탈로센 촉매군 본계약 체결에 따른 양산 물량 공급 증가에 기인. 각각 전년 대비 +44%, +65% 성장 전망

전고체 배터리용 황화리튬 사업 가치를 반영할 시기

동사는 자회사 레이테크놀로지(지분 70.6%)를 통해 전고체 배터리용 황화리튬 사업을 준비중. 소재 개발은 완료, 다수의 배터리 업체들과 긴밀히 협의 중. '27년경부터 전고체 배터리 양산이 예정된 점을 고려하면 황화리튬과 같은 핵심 소재 벤더 구체화는 올해 중 이루어질 가능성 높음. 동사는 최근 양산 샘플 공급을 위한 생산 라인 증설을 완료했으며, 황화리튬 생산 Capa는 기존 연 10톤에서 연 120톤으로 확대. 현 공급단가 기준 약 1,400억원 매출 가능한 Capa. 올해 황화리튬 사업에서의 예상 매출을 약 101억원 수준(가동률 7% 수준)으로 매우 보수적 추정. 황화리튬 사업에서 본격적인 매출이 발생하는 첫 해가 될 것으로 예상. '25년부터 가동률 상승에 따라 매출 성장 본격화 전망

[표1] 레이크머티리얼즈 SOTP 밸류에이션

사업가치(십억원)	EBIT	배수	적정가치	비고
기존 사업가치	46.8	22	1,029.6	'24년 예상치, 목표배수는 국내 주요 전공정 소재 5개사 12M FWD P/E 평균을 30% 할증
황화리튬 가치	11.0	50	532.7	'25년 예상치
적정기업 가치			1,562.3	
주식수(천주)			65,731	
주당 가치			23,768	
적정주가(원)			24,000	
현재주가(원)			17,350	
기존 사업가치			▲38.3%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

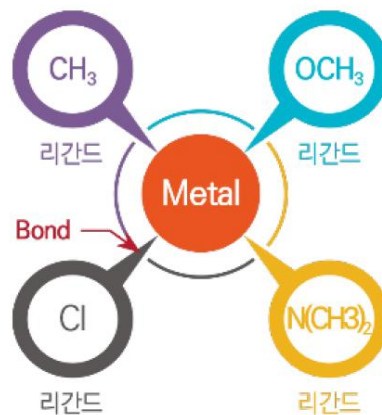
[표2] 레이크머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	30.2	29.1	26.9	30.4	35.8	41.4	46.0	55.9	116.6	179.1	257.1
반도체	17.8	14.6	13.8	15.7	18.3	21.9	23.7	25.6	61.9	89.5	113.2
Solar	8.5	9.7	9.3	10.8	11.7	12.6	13.5	17.5	38.3	55.2	70.7
석유화학촉매	2.2	3.3	2.3	2.3	2.8	3.4	4.0	6.3	10.0	16.5	26.9
LED	1.6	1.3	1.4	1.5	1.9	1.6	1.8	2.0	5.8	7.3	6.8
황화리튬					1.1	1.8	2.9	4.3		10.1	38.9
기타	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.6	0.6	0.6
QoQ/YoY(%)	-19%	-4%	-7%	13%	18%	16%	11%	21%	-11%	54%	44%
반도체	-32%	-18%	-5%	13%	17%	20%	8%	8%	-24%	45%	27%
Solar	-8%	15%	-4%	15%	8%	8%	7%	30%	37%	44%	28%
석유화학촉매	33%	49%	-31%	0%	25%	20%	17%	60%	34%	65%	63%
LED	363%	-23%	11%	10%	22%	-13%	13%	9%	-58%	26%	-7%
황화리튬											286%
기타	-31%	76%	-62%	61%	3%	-12%	8%	3%	41%	-6%	3%
영업이익	8.3	8.0	4.1	7.1	9.0	11.2	12.6	15.2	27.5	48.0	69.6
QoQ/YoY(%)	-18%	-4%	-48%	74%	27%	24%	13%	21%	-22%	74%	45%
OPM(%)	28%	27%	15%	23%	25%	27%	27%	27%	24%	27%	27%

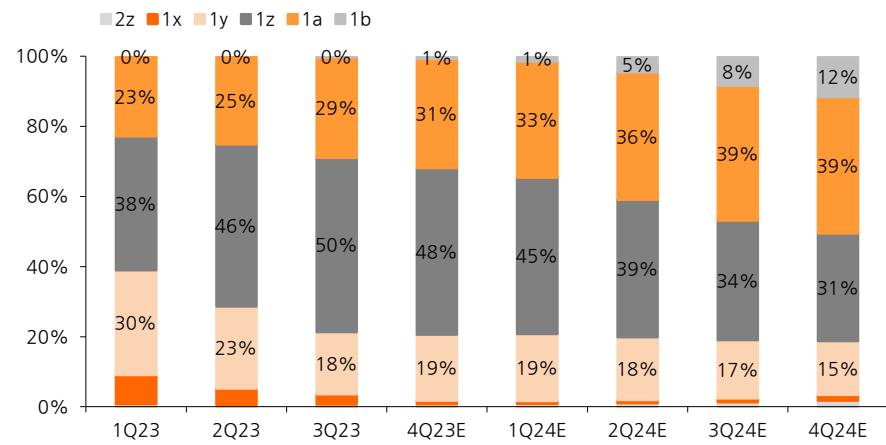
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유기금속화합물



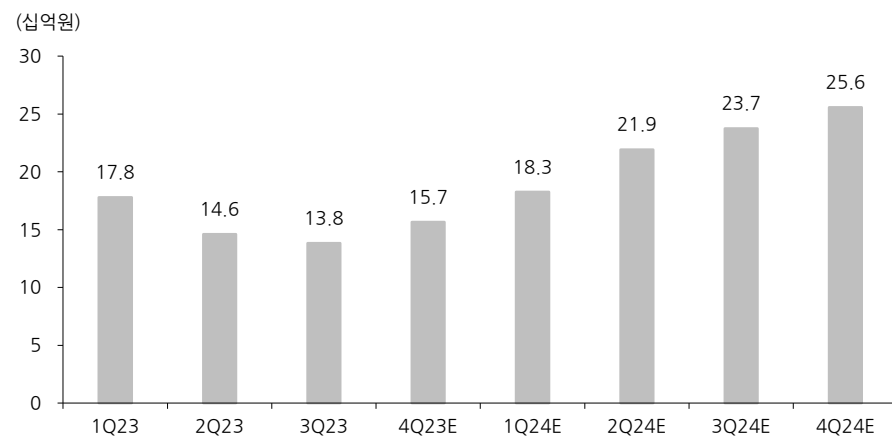
자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK 하이닉스 Tech Node Mix 전망



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 반도체 부문 매출 추이



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] High-K 전구체 공급망



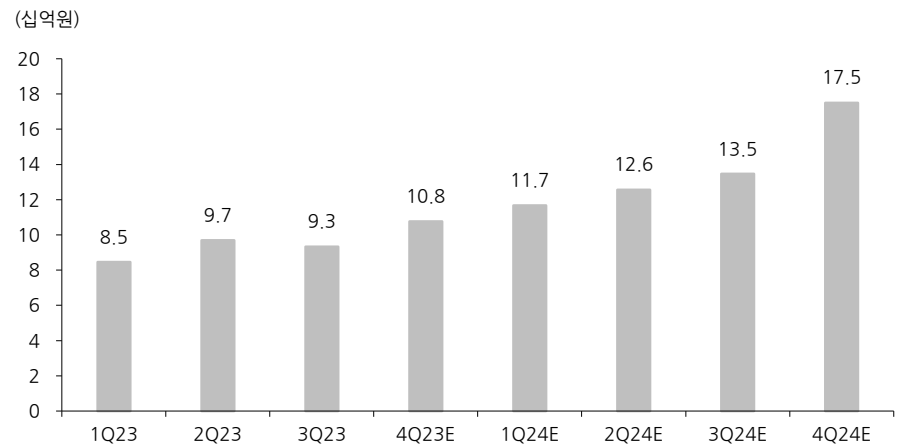
자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표3] TMA 제조 기술기반 사업

반도체 소재	LED / Display 소재	촉매 소재	태양전지 소재
Si 전구체 (TEOS, TriDMAS, BTBAS 외) High-K 전구체 (TDMAZ, ZAC, CpHf, TDMAHF 외) TMA → Al ₂ O ₃ Oxide TFT 디스플레이용전구체 QD, QLED 디스플레이용전구체 차세대 High-k 전구체 TMA → TMG 전력반도체(GaN)	TMA → TMG TMA → Al ₂ O ₃ TMI TEG Cp2Mg TMG	TMA → MAO 메탈로센컴파운드 담지촉매 TMA → MAO Series 신규메탈로센컴파운드 고활성 담지촉매	TMA → Passivation (Al ₂ O ₃) TMA → PERC (Al ₂ O ₃) CIGS 태양전지용전구체 Tandem Cell 용전구체

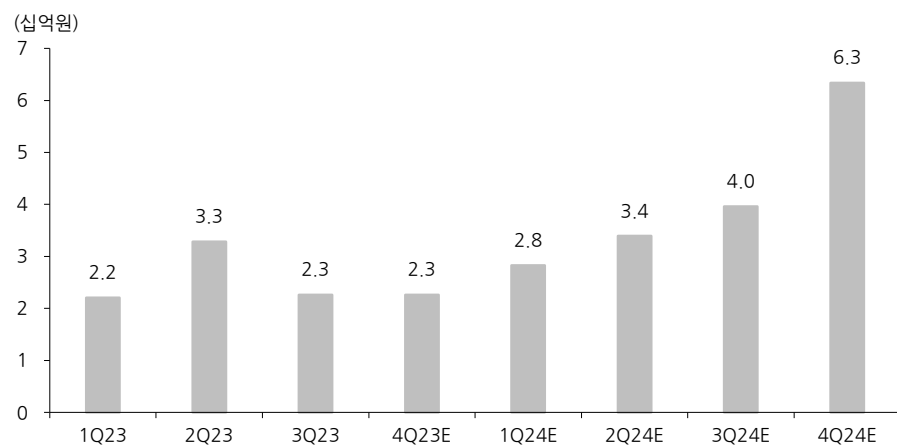
자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 태양광 부문 매출 추이



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 석유화학촉매 부문 매출 추이



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표4] TMA 제조사별 사업 현황

제조기업	국가	생산 CAPA (톤/년)	주요 품목	사업 부분 비교				
				촉매	LED	반도체	Display	Solar
레이크머티리얼즈	한국	312	촉매, 전구체	O	O	O	O	O
GRACE (구.albermale)	미국	300	촉매, 난연제, 실리카	O	X	X	X	X
LANXES(구. Chemtura)	독일	250	촉매, 첨가제, 폴리머	O	O	X	X	O
AKZO NOBEL	미국	150	촉매, 페인트, 코팅	O	O	X	X	O

자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 생산 시설 현황

사업장	구분	생산 제품
전의 사업장 (전의일반산업단지)	제 1 공장	TMG, TEOS
	제 2 공장	Multi Purpose
	제 3 공장	MAO & 담지촉매
	제 4 공장	반도체 전구체
	연구소 & 크린룸	연구 및 생산 지원
천안 사업장 (천안5산업단지)	제 1 공장	반도체 전구체
	제 2 공장	TMA & TEG
	제 3 공장	담지촉매, 반도체 전구체
	제 4 공장	반도체 전구체
	제 5 공장	담지촉매
	제 6 공장	제품화동
쥬레이크테크놀로지 (세종미래산업단지)	크린룸 & 조정실	생산지원
	제 1 공장	TMA
	제 2 공장(진행중)	TMA& 반도체 특수가스

자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	82	132	117	179	257
매출총이익	27	45	40	65	94
영업이익	21	35	27	48	70
EBITDA	26	43	38	62	86
순이자손익	-1	-3	-5	-7	-9
외화관련손익	1	0	1	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	20	30	23	43	63
당기순이익	18	27	22	39	57
지배주주순이익	18	27	22	39	57
증가율(%)					
매출액	76.1	60.7	-11.4	53.7	43.5
영업이익	344.5	71.1	-22.4	74.7	45.0
EBITDA	183.4	64.5	-11.6	63.9	38.6
순이익	812.6	50.2	-18.4	76.1	46.3
이익률(%)					
매출총이익률	32.7	34.1	34.4	36.2	36.5
영업이익률	25.3	26.9	23.6	26.8	27.1
EBITDA 이익률	31.8	32.6	32.5	34.7	33.5
세전이익률	24.3	22.9	19.3	23.9	24.4
순이익률	22.1	20.7	19.0	21.8	22.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	19	17	15	0	40
당기순이익	18	27	22	39	57
자산상각비	5	7	10	14	17
운전자본증감	-8	-25	-8	-53	-34
매출채권 감소(증가)	-3	-9	3	-16	-10
재고자산 감소(증가)	-10	-12	-28	-51	-32
매입채무 증가(감소)	6	-4	2	14	9
투자현금흐름	-41	-45	-59	-36	-52
유형자산처분(취득)	-40	-43	-51	-36	-51
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-1	-4	0	0
재무현금흐름	28	36	57	40	40
차입금의 증가(감소)	29	37	57	40	40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	28	46	22	53	74
(-)운전자본증가(감소)	3	20	18	53	34
(-)설비투자	40	44	51	36	51
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-16	-17	-47	-36	-11
(-)기타투자	5	6	-7	0	0
잉여현금	-21	-23	-40	-36	-11
NOPLAT	19	32	27	44	63
(+) Dep	5	7	10	14	17
(-)운전자본투자	3	20	18	53	34
(-)Capex	40	44	51	36	51
OpFCF	-19	-24	-32	-31	-5

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	59	86	124	196	267
현금성자산	15	25	41	45	74
매출채권	13	22	19	35	46
재고자산	28	37	61	112	145
비유동자산	92	127	173	195	230
투자자산	4	5	8	8	8
유형자산	87	122	165	187	222
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	150	214	297	391	497
유동부채	52	77	107	152	191
매입채무	16	13	17	31	40
유동성이자부채	34	61	88	118	148
비유동부채	40	50	81	91	102
비유동이자부채	36	46	77	87	97
부채총계	92	127	189	243	292
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	22	50	72	111	168
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	59	87	109	148	205

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	275	411	337	594	868
BPS	884	1,310	1,641	2,235	3,103
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	423	699	340	813	1,124
ROA(%)	15.0	14.9	8.7	11.3	12.9
ROE(%)	36.6	37.5	22.9	30.6	32.5
ROIC(%)	20.2	22.7	13.5	16.2	18.5
Multiples(x, %)					
PER	19.9	10.6	51.4	29.2	20.0
PBR	6.2	3.3	10.6	7.8	5.6
PSR	4.4	2.2	9.8	6.4	4.4
PCR	12.9	6.3	51.0	21.3	15.4
EV/EBITDA	15.9	8.6	33.3	20.9	15.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	156.1	146.0	173.8	164.7	142.8
Net debt/Equity	93.3	94.8	114.4	108.5	83.7
Net debt/EBITDA	209.9	191.7	327.5	257.5	198.9
유동비율	113.2	112.3	115.2	129.0	140.0
이자보상배율(배)	15.3	12.3	4.5	6.4	7.5
자산구조(%)					
투자자본	85.2	85.1	82.8	85.4	82.1
현금+투자자산	14.8	14.9	17.2	14.6	17.9
자본구조(%)					
차입금	54.4	55.2	60.3	58.1	54.5
자기자본	45.6	44.8	39.7	41.9	45.5

[Compliance Notice]

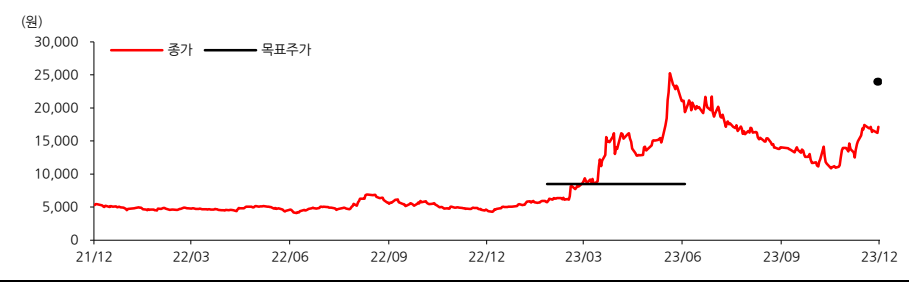
(공표일: 2024년 1월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[레이크머티리얼즈 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2023.02.22	2023.02.22	2024.01.02	2024.01.02		
투자 의견	담당자 변경	Buy	커버리지 재개시	Buy		
목표가	김광진	8,500	김광진	24,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.22	Buy	8,500	70.67	197.06
2024.01.02	Buy	24,000		

[종목 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%