

대주전자재료 (078600)

여전히 가파른 성장의 기울기

2024년 12월 2일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	110,000 원 (신규)
✓ 상승여력	32.4%	✓ 현재주가 (11월 29일)	83,100 원

신한생각 차별적인 성장세가 기대되는 2차전지 소재 기업

25년 실리콘 음극재 고객사 다변화 및 탑재 차종 확대 본격화. 전기차 수요 둔화 구간에서 배터리 밸류체인 내 차별적인 성장성 부각. 원통형 고객향 물량 및 4680 양산 일정 가시화가 단기 주가 트리거로 작용할 전망

실리콘 음극재 시장 내 선도 기업, 고객사 및 탑재 차종 확대 구간

2차전지 소재인 실리콘 음극재 기업으로, 기술적 난도가 높은 소재에서 다수의 양산 레퍼런스를 바탕으로 경쟁사 대비 우월한 시장 지위 확보. 프리미엄 세그먼트 위주에서 볼륨 차종으로 포트폴리오 다변화하며 외형 성장 본격화. 일부 차종의 출시가 25년으로 지연되었으나, 많은 판매 물량을 기대 가능한 OEM들을 최종 고객사로 확보 중

24년 매출액 2,154억원(+16% 이하 YoY) 및 영업이익 280억원(+351%) 추정. 중저가 차종(EV3, 캐스퍼 EV)의 실리콘 음극재 탑재와 형광체의 자동차량 매출 증가가 성장을 견인. 25년 실리콘 음극재 신규 차종 확대로 매출 2,727억원(+27%) 및 영업이익 429억원(+53%, OPM 15.7%) 전망

Valuation & Risk

목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시. 2025년 예상 EBITDA 550억원에 목표 EV/EBITDA 37배를 적용. 밸류에이션 부담 없지 않으나, 실리콘 음극재의 높은 성장성과 양산 레퍼런스에 기반한 시장 지위 감안 시 타 소재 기업 대비 프리미엄은 정당하다고 판단

전방 시장의 둔화를 고려해 실리콘 음극재 설비 도입은 탄력적으로 조절. 그럼에도 非중국 업체 중 가장 많은 Capa를 보유. 실리콘 음극재 수요가 급증하는 구간에선 고객사에 품질과 물량을 보증 가능한 유일한 기업

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	174.1	12.0	1.0	1,100.7	0.8	9.2	63.3	0.1
2023	185.0	6.2	0.7	1,924.3	0.5	8.6	100.1	-
2024F	215.4	28.0	21.6	59.6	13.1	7.4	39.2	-
2025F	272.7	42.9	33.0	38.9	17.3	6.2	29.5	-
2026F	368.6	67.6	52.6	24.4	22.5	5.0	21.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[2차전지 소부장]

최민기 연구원

✉ minki.choi@shinhan.com

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	1,286.4십억원
발행주식수(유동비율)	15.5백만주(69.1%)
52주 최고가/최저가	160,000 원/69,100 원
일평균 거래액 (60일)	19,108백만원
외국인 지분율	18.6%
주요주주 (%)	
임종규 외 11인	27.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(21.8)	(26.3)	(1.1)	(3.9)
상대	(14.1)	(17.8)	20.0	24.5

주가



I. 기업 개요

가파른 성장이 기대되는 실리콘 음극재 메인 플레이어

1981년 설립된 종합 소재 기업이다. 2차전지 소재인 실리콘 음극재와 MLCC·태양전지에 적용되는 도전성 전극재료 및 분말 사업을 주력으로 하고 있다. 이외에 조명 및 자동차용 LED에 쓰이는 형광체, 전기전자 부품의 절연도료에 쓰이는 에폭시 수지 화합물들을 생산한다.

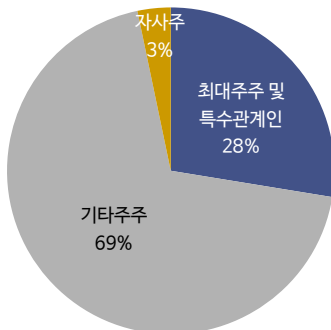
성장의 중심은 실리콘 음극재다. PDP용 격벽 재료 기술을 활용해 관련 사업에 진출했고, 2019년 포르쉐 타이칸에 납품하며 레퍼런스를 쌓았다. 2025년은 실리콘 음극재 고객사 및 탑재 차종 다변화의 기점이 될 예정이다. 차세대 소재로 향후 침투율이 점차 증가할 실리콘 음극재 시장에서, 양산 경험과 기술 격차를 바탕으로 시장을 선도할 것으로 기대된다.

대주전자재료 주요 연혁

연도	내용
2001	PDP용 격벽 재료 양산 개시
2004	코스닥 상장
2007	LG화학 형광체 사업부 인수
2016	MLCC용 전극 페이스트 및 자동차용 LED 형광체 양산
2019	2차전지용 실리콘음극재 양산 및 납품
2020	실리콘 음극재 2공장 가동

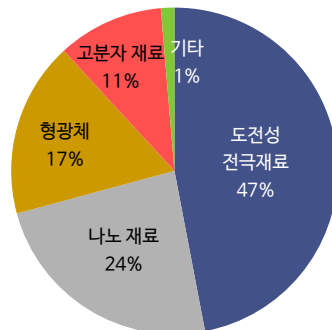
자료: 대주전자재료, 신한투자증권

주주 현황



자료: 대주전자재료, 신한투자증권

매출 내 주요 사업부 비중(2024 YTD)

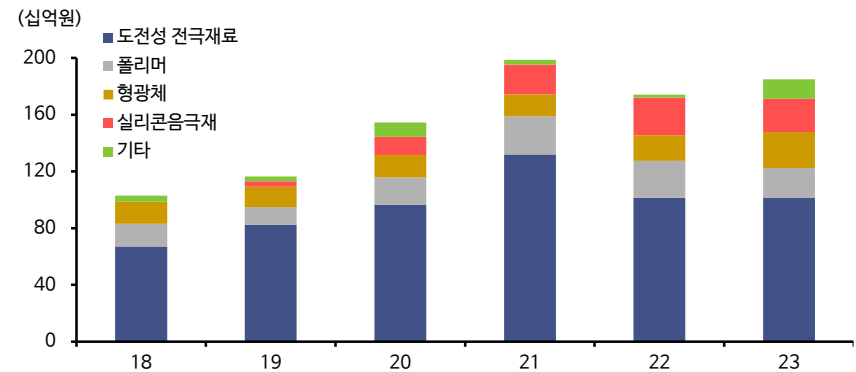


자료: 대주전자재료, 신한투자증권

주요 사업부 개요

- 1) 도전성 전극재료: MLCC를 비롯한 세라믹 콘덴서, 태양전지 등에 쓰이는 전극용 페이스트를 생산한다. 현재 사업부 중 외형적으로 가장 큰 비중을 차지하며, 매출 등락은 IT 세트 수요와 궤를 같이 한다. 주요 고객사는 삼성전기(MLCC), 한화솔루션(태양전지) 등이다.
- 2) 폴리머: 전자 부품의 절연 보호를 위한 원료인 에폭시 도료를 생산하며, 코일인덕터 및 콘덴서 등에 적용된다. 주 고객사는 아비코전자, 우리산업 등이다.
- 3) 형광체: 전기 효율이 높은 조명 소재인 형광체 분말과 형광 변환 플레이트를 생산한다. 기존에는 조명 위주로 납품되었으나, 헤드램프를 비롯한 자동차 전장 부품의 LED 채택이 증가하고 있다. 서울반도체, Everlight, 삼성전자 등 주요 LED PKG 업체들과 중국 EV향으로 납품한다.
- 4) 실리콘 음극재: 2차전지용 실리콘 음극활물질을 생산한다. 과거 PDP용 격벽 재료 생산에 사용했던 기상합성방식(마그네슘을 기화시켜 기체 상태에서 원하는 사이즈 및 물성으로 가공)을 활용해 실리콘 음극재를 양산 중이다. LG에너지솔루션, SK온 등 기존 고객에서 Panasonic을 비롯한 신규 고객사로 확장 중이다.

주요 사업부별 매출 추이



자료: 대주전자재료, 신한투자증권

II. 실리콘 음극재 산업

흑연 음극재의 한계와 차세대 음극활물질 소재의 필요성

음극재는 배터리 충전 속도와 수명을 결정하는 소재로, 천연 흑연과 인조 흑연을 섞은 형태가 주로 사용되고 있다. 흑연은 안정적인 층상 구조를 가져 충방전 과정에서 형태가 변하지 않으며, 가격이 저렴하고 안정적인 수급이 가능해 90년대 이래 리튬 이온 배터리의 음극활물질 재료로 보편화되었다. 하지만 배터리 기술 발전의 과정에서 음극 소재로서 흑연이 한계에 달하며 차세대 소재의 필요성이 점차 부각되고 있다. 흑연 외 음극 소재가 필요한 이유는 크게 3가지이다.

1) 에너지 밀도 제고: 배터리의 기술 발전은 에너지 밀도를 늘리는 것에 초점을 맞춰왔으며, 소재에서도 에너지 밀도에 가장 큰 영향을 미치는 양극재가 기술 연구의 중점이 되었다. 하지만 삼원계 양극재의 니켈 함량이 90%에 육박하며 이론적으로 추가적인 용량 개선을 기대하기 힘든 상황이다. 에너지 밀도 증가를 위해서는 양극재 외 소재의 발전이 필요한데, 흑연의 경우 이론 용량이 한정적이며 추가적인 에너지 밀도 개선을 기대하기 힘들다.

2) 충전 속도 개선: 충전에 오랜 시간이 걸린다는 점은 상품으로서 전기차가 내연 기관차 대비 열위인 점 중 하나이다. 특히 배터리 용량이 증가함에 따라 급속 충전의 중요성은 더욱 커지고 있다. 충전 속도는 곧 리튬 이온의 이동 속도를 의미하는데, 흑연의 안정적인 층상 구조는 리튬 이온의 이동 과정에서 저항을 발생시켜 빠른 이동을 제한한다. 또한, 흑연 음극재는 충전 과정에서 리튬이온이 표면에 금속으로 석출되는 문제가 발생할 수 있다.

3) 높은 중국 의존도: 공급망 블록화 흐름 속에 기술적인 측면 외에 지정학적 리스크도 고려해야 할 변수다. 흑연의 중국의 생산 비중이 매우 높아, 공급망 다변화가 어려운 원료이다. 천연흑연의 중국 생산 비중은 90% 내외이며, 인조흑연의 원료인 콜타르 역시 기초석화 업체를 다수 보유한 중국이 과점하고 있다. 2022년 기준 글로벌 음극재 생산량 중 중국의 점유율은 96%에 달한다. 국내 기업의 중국 수입 의존도 역시 천연흑연 97.2%, 인조흑연 95.3%로 매우 높은 수준이다 (한국무역협회). 美 IRA 최종안에서 중국산 흑연의 FEOC 적용은 26년 말까지 유예되었으나, 공급망 불확실성 해소를 위해 중장기적으로는 대체가 필요하다.

실리콘 음극재의 특성과 유형

차세대 음극재 중 상용화 단계에서 가장 앞서 나가고 있는 소재는 실리콘 음극재다. 실리콘 음극재의 이론 용량(특정 금속으로 활물질 구성 시 최대한 저장할 수 있는 전자의 양)은 4,200mAh/g으로 흑연(372mAh/g)보다 10배 이상 높다. 또한 실리콘은 흑연보다 빠르게 리튬을 수용할 수 있어 급속 충전 설계가 용이하다. 원소재인 실리콘 파우더나 실란가스 역시 반도체·디스플레이 공정에서 나오는 부산물을 활용 가능해 타 배터리 광물들에 비해서는 소싱이 용이하다.

다만 실리콘 음극재는 배터리 충전 시 흑연 대비 부피 팽창(스웰링) 정도가 4배 이상 커 안정성이 떨어진다는 단점이 있다. 또한, 팽창 과정에서 생기는 크랙을 방지하기 위해 나노화(SiOx) 혹은 물리적 분쇄(SiC) 과정을 거쳐 공정이 복잡하고 비용 부담이 증가한다. 이에 따라 현재는 순수 실리콘 형태로 활용하기 보다는 흑연 음극재에 소량 첨가하는 방식이 주로 활용되고 있다. 더불어 실리콘 입자의 팽창을 줄이고 낮은 전도도를 보완할 수 있는 첨가제로 기존의 카본 블랙 대신 CNT 도전재가 함께 사용되는 추세다.

주요 음극활물질 비교

구분	천연흑연	인조흑연	실리콘계	저결정탄소
원료	천연흑연	피치코크스	SiOx, Si/C 등	열경화성수지
용량(mAh/g)	350-360	320-340	600-1,600	200-250
가격(\$/kg)	4-8	6-12	40-120	8-12
출력	하	중	중	상
수명	중	상	하	중
장점	고용량	고수명	고용량	고출력

자료: SNER, 대주전자재료, 신한투자증권 정리

현재 양산 단계에 있거나 근접한 실리콘 음극재 유형은 크게 두 가지로 나뉜다.

1) SiOx(실리콘 산화물): 대주전자재료, BTR, 신에츠화학 등 현재 양산 중인 기업들이 주로 채택하고 있는 방식이다. 용량 유지율이 높고, 실리콘 입자를 나노화하여 부피 팽창 리스크를 줄였다. 단점은 낮은 초기 충방전 효율과 높은 제조 비용이다. 대주전자재료는 마그네슘 도핑을 통해 용량을 일부 타협하는 대신 초기 효율을 보완했다. 제조 원가 경쟁력을 위해 포스코실리콘솔루션 등의 업체들은 기존의 배치 타입 대신 연속식 제조 공정을 도입 중이다.

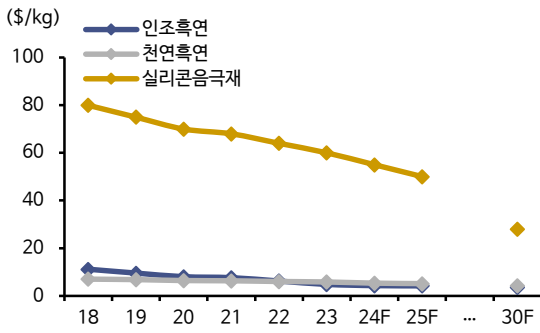
2) SiC(실리콘 탄소 복합체): SiOx(75~80%) 대비 높은 초기 효율(85~86%)을 보이나, 충방전 과정에서 수명이 짧아지는 단점 탓에 전기차보다는 전동공구용 배터리에 많이 사용되고 있다. 이론적으로는 대량 생산이 용이해 가격 경쟁력 확보가 가능하나, 현재 양산 플레이어는 소수이다. BTR이 삼성전자 종합기술원의 기술을 이전 받아 SiC 실리콘 음극재를 생산하고 있으며, SK머티리얼즈그룹14, 포스코퓨처엠 등의 후발주자들도 양산을 준비 중이다.

가격 안정화와 함께 음극재 시장 내 침투율 상승 전망

실리콘 음극재 가격은 SiOx 기준 양산 초기인 2018년 \$80/kg 내외로 흑연 음극재(당시 인조 \$11/kg, 천연 \$7/kg) 대비 8~10배 가량 비싸 전기차용 탑재는 프리미엄 세그먼트에 국한되었다. 2024년 현재 실리콘 음극재 가격은 양산 업체 기준 \$50/kg 내외까지 하락했으나, 여전히 흑연 음극재(\$4.5/kg) 대비해서는 높은 가격이다. 본격적인 침투율 상승을 위해서는 추가적인 가격 하락이 필요하다. 리튬 등 주요 원료 가격 하락으로 양극활물질 및 배터리 가격이 22년 이후 크게 하락한 점은 실리콘 음극재 채택의 부담을 덜어주는 요인이 될 수 있다.

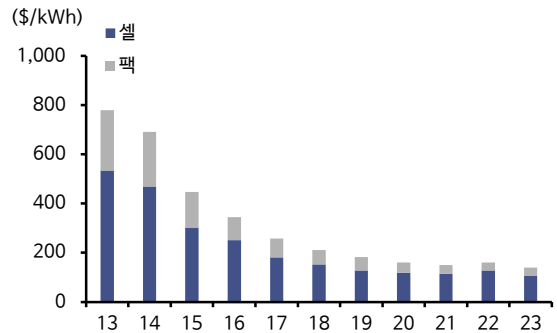
실리콘 음극재의 가격 안정화를 위해서는 규모의 경제 달성과 공정 개선을 통한 수율 확보가 중요하다. SiOx 제품 기준 원재료가 원가 내에서 차지하는 비중은 20% 미만으로 추정된다. 수율 확보를 통한 양산성 제고로 고정비를 줄이는 것이 관건이다. 높은 공정 난도를 고려 시, 양산 경험이 풍부한 업체가 시장을 선도할 가능성이 크다고 판단한다.

음극재 종류별 가격 추이 및 전망



자료: SNER, 신한투자증권

배터리 셀/팩 가격 추이



자료: BNEF, 신한투자증권

주요 실리콘 음극재 생산 기업의 Capa 계획

방식	기업	23	24F	25F
SiOx	대주전자재료	3,000	6,000	9,000
	신에츠화학	1,000	1,000	1,000
	포스코실리콘솔루션		550	1,000
SiC	SKMG14		2,000	2,000
	Nexeon			1,500
	한솔케미칼	750	750	750
SiOx·SiC	BTR	15,000	15,000	15,000

자료: 각 사 자료 및 언론 종합, 신한투자증권 정리

III. 투자 포인트

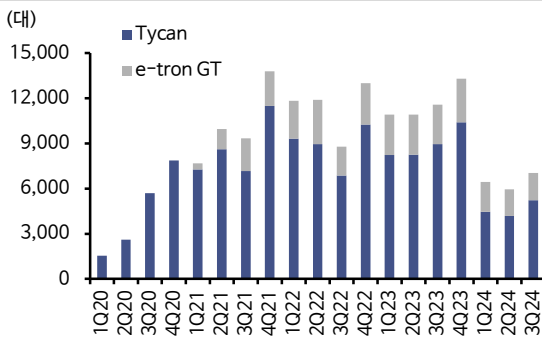
실리콘 음극재 성장 본격화

중저가 볼륨 모델로의 확장

실리콘 음극재는 흑연 음극재 대비 높은 가격으로 초기에는 프리미엄 차종 위주로 탑재되었다. 럭셔리 세그먼트 모델은 주요 소비층의 특성상 경기 둔화 구간에도 비교적 견조한 판매를 기록할 수 있으나, 일정 수준 이상의 판매량 확대를 기대하기 힘들다. 대주전자재료의 실리콘 음극재가 탑재되는 것으로 알려진 포르쉐 타이칸, 아우디 e-트론 GT 두 차종의 분기별 합산 판매량은 4Q21부터 2년간 1만대 전후를 유지했다.

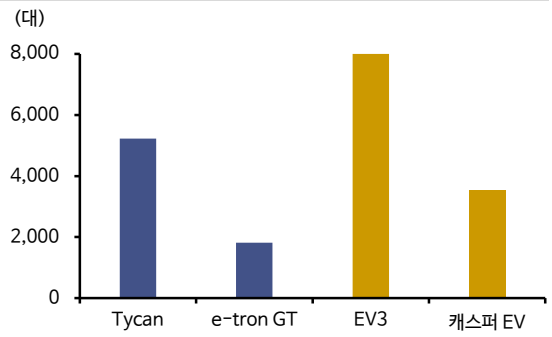
24년 3분기까지 대주전자재료의 실리콘 음극재 YTD 매출은 381억원으로 23년 동기 대비 +126% 성장했다. 기존의 주력 차종인 포르쉐 타이칸이 F/L 모델 출시 전후 미진한 판매를 기록한 것을 고려하면 놀라운 성과다. 실리콘 음극재를 채택한 중저가 차종(EV3, 캐스퍼 EV)의 출시가 실적을 뒷받침한 것으로 보인다. 판매 가격과 충전 속도 등을 고려 시 볼륨 차종에 탑재되는 배터리의 실리콘 첨가율은 프리미엄 차종(포르쉐 타이칸 24년형 기준 8%)에 비해 낮을 것으로 추정되나, 판매 물량을 바탕으로 동사의 실리콘 음극재 실적 성장에 기여할 전망이다.

프리미엄 차종 판매량 추이



자료: SNER, 신한투자증권

3Q24 실리콘 음극재 탑재 추정 차량 판매 비교



자료: SNER, 신한투자증권

실리콘 음극재 탑재 추정 차종 스펙 비교

	포르쉐 타이칸 (24년형)	아우디 e-트론 GT(22년형)	기아 EV3	현대 캐스퍼 일렉트릭
배터리 용량(kWh)	105	93.4	81.4	42
주행거리(km)	630	362	501	278
충전 시간(분)	18	30	31	30

자료: 신한투자증권 정리

고객사·폼팩터 및 어플리케이션 확장

기존의 파우치형 고객(LG에너지솔루션, SK온) 외에 신규 셀 고객사로 원통형 전지를 주력으로 하는 Panasnoic을 확보했다. 실리콘 음극재 주요 경쟁사들인 BTR·신에즈화학의 제품을 사용하던 고객이라는 점에서 의미가 깊다. 1Q25 양산 공급 개시를 목표로 조율 중이다. 개선된 21700 배터리에 적용될 것으로 보이며, 최종 고객사는 북미 선도 EV 업체로 추정된다.

차세대 원통형 폼팩터인 46파이 배터리 탑재도 기대된다. 주 고객사인 LG에너지솔루션은 오창에서 연말부터 4680 배터리 시제품을 생산할 계획을 밝힌 바 있다. 신규 고객인 Panasonic는 일본 와카야마 공장에서 4680 양산에 돌입했다.

46파이 배터리 양산 예정 기업(중국 외)

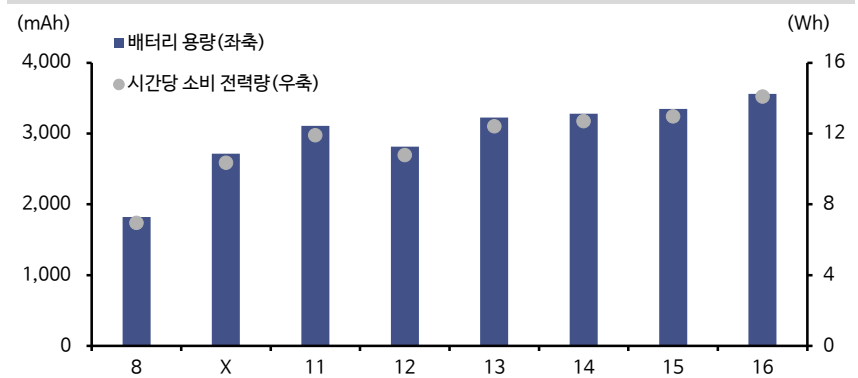
셀 업체	원통형 OEM 고객	사이즈	양극활물질	음극활물질
Tesla	Tesla	4680	NCA/NCMA	흑연/실리콘
Panasonic	Tesla	4680	NCA/NCMA	흑연/SiOx
LGES	Tesla·Benz·Rivian	4680, 4695	NCM/NCMA	흑연/SiOx
삼성SDI	(BMW·GM 가능성)	46XX	NCA	흑연/SiC

자료: 신한투자증권 정리

EV 외 IT 세트로의 어플리케이션 확장도 중장기 업사이드 요인이다. IT기기의 시간당 전력 사용량이 증가함에 따라 탑재되는 배터리의 에너지 밀도와 충전 속도 또한 발전하고 있다. 기기 자체에서 연산 수행이 필요한 온디바이스AI 탑재 시 전력 소모량은 더욱 증가할 전망이다.

동사는 글로벌 IT 세트 업체와 실리콘 음극재 개발 협업을 지속 중이다. EV용과 달리 퓨어 실리콘 방식을 사용한다. 스마트폰 외 태블릿, 이어폰 등 다양한 제품으로 적용 계획 중이다. IT향 수요는 추후 새만금 캠퍼스 Capa 증설 규모에 반영될 계획이다. 퓨어 실리콘 기술의 경우, 전고체 배터리 적용 가능성도 기대된다.

아이폰 모델별 배터리 용량 및 전력 소비량 추이



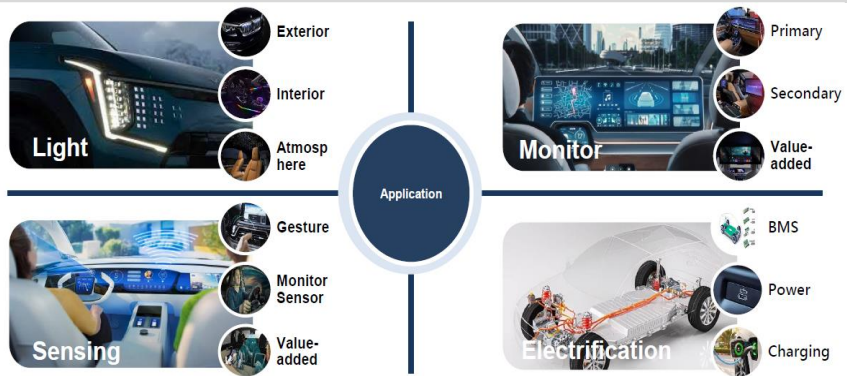
자료: 산업 자료, 신한투자증권

전장 부품 확대와 동행하는 형광체·도전성 재료(MLCC) 성장

형광체 사업부는 자동차 헤드램프와 디스플레이에서 LED 침투율이 상승하며 성장의 폭이 확대되고 있다. LED는 기존에 헤드램프에 쓰이던 할로겐(55W)이나 HID(30W) 대비 전력 소모량이 적어(20W), 전기차 배터리의 부담을 줄일 수 있다. 최근에는 중저가 내연기관차에서도 LED 적용 모델이 늘어나고 있다.

동사는 주요 LED 플레이어인 서울반도체, 삼성전자, Everlight 등을 모두 고객사로 보유하고 있다. 4Q23부터는 중국 선도 EV 업체로도 납품 중이다. 고객사들의 늘어난 물량 대응을 위해 베트남과 중국의 후공정 라인의 생산 능력을 늘리고 있다. 기존 사업부 대비 높은 이익률로 수익성 개선에도 기여할 전망이다.

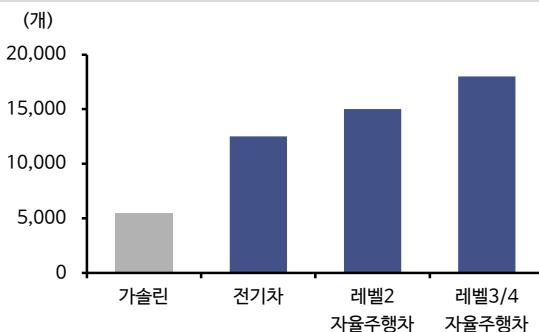
자동차 내 LED 적용처 확장



자료: Everlight

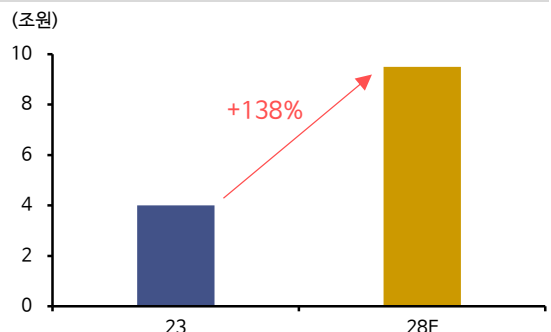
22년 이후 부진했던 도전성 전극재료 사업부도 회복세에 들어섰다. IT향 수요는 개선 속도가 아쉬우나, 전기차 침투율 증가 및 내연기관차의 전장 부품 채택 확대로 전장용 MLCC 수요가 증가하고 있다. 전기차의 대당 MLCC 탑재량은 내연기관차 대비 120% 이상 많다. 중국과 미국을 필두로 한 자율주행 시장 개화 시 전장용 MLCC 수요는 더 빠른 성장을 기대할 수 있다.

차량 종류별 MLCC 요구량



자료: Trendforce, 신한투자증권

전장용 MLCC 시장 규모 전망



자료: TSR, 신한투자증권

IV. 실적 및 Valuation

실리콘 음극재 중심으로 외형 성장 본격화

24년 매출액 2,154억원(+16% 이하 YoY) 및 영업이익 280억원(+351%, OPM 13.0%)을 추정한다. 실리콘 음극재는 EV3 등 신규 차종 판매에 기반해 매출 516억원(+119%)을 기록하며 23년의 역성장을 딛고 큰 폭으로 성장할 전망이다.

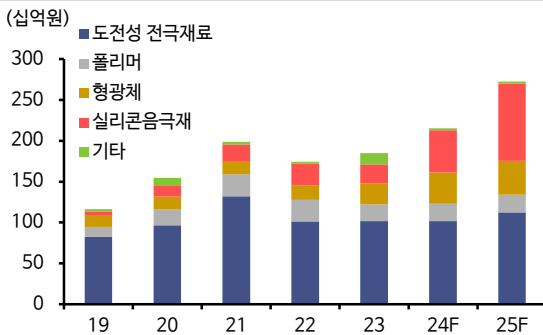
25년 매출 2,727억원(+27%) 및 영업이익 429억원(+53%, OPM 15.7%)을 전망한다. 실리콘 음극재 매출은 947억원(+84% YoY)으로 하반기 본격화될 신규 차종(6~7종) 출시가 성장을 견인할 것으로 예측한다. 형광체 사업부도 자동차량 물량을 중심으로 고성장을 지속할 것으로 예견된다. 도전성 전극재료는 중국 태양광 업체발 공급 과잉으로 태양전지향 물량이 부진하나, 전장 및 AI 수요 증가로 MLCC향 출하는 회복세를 이어나갈 전망이다. 높은 이익률의 실리콘 음극재 및 형광체 매출 비중이 증가하며 수익성 개선도 동반된다.

대주전자재료 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	37.5	45.7	53.8	47.9	46.3	58.3	55.8	55.1	185.0	215.4	272.7
YoY(%)	(2.1)	(22.0)	34.1	29.4	23.5	27.4	3.6	14.9	6.3	16.4	26.6
도전성 전극재료	21.3	24.9	26.9	28.3	21.5	26.1	27.8	26.3	101.5	101.7	112.3
폴리머	4.9	5.6	5.5	4.8	5.3	5.8	5.7	4.5	20.8	21.4	21.8
형광체	4.6	5.6	7.0	8.2	9.5	8.5	9.8	10.3	25.3	38.2	41.4
실리콘 음극재	5.5	5.7	5.6	6.6	8.7	17.4	12.0	13.5	23.5	51.6	94.7
기타	1.1	3.9	8.8	0.0	1.3	0.4	0.4	0.4	13.8	2.6	2.6
영업이익	0.2	1.8	1.5	2.7	5.0	8.3	8.1	6.6	6.2	28.0	42.9
YoY(%)	(95.0)	(64.1)	(58.2)	흑전	2,766.5	356.7	443.5	141.8	(48.1)	351.4	53.1
영업이익률(%)	0.5	4.0	2.8	5.7	10.8	14.2	14.6	11.9	3.4	13.0	15.7

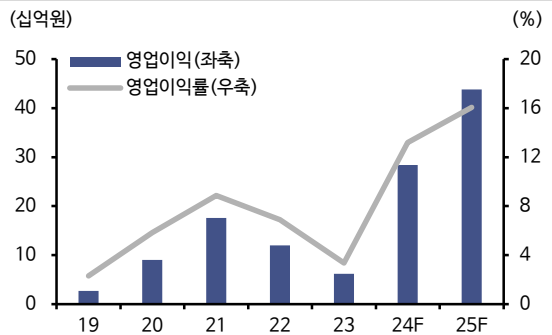
자료: Dart, 신한투자증권 추정

사업부별 매출액 전망



자료: 대주전자재료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

투자의견 매수 및 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 110,000원을 제시한다. 25년 EBITDA 550억원에 국내 2차전지 소재 평균의 40%를 할증한 목표 EV/EBITDA 37배를 적용했다. 동사는 차세대 소재로서 고성장에 대한 기대감을 바탕으로 비교적 높은 수준의 밸류를 받아 왔다. 배터리 밸류체인 전반의 실적 개선이 더딘 가운데, 동사는 실리콘 음극재 확대에 기반해 차별적인 성장세를 보여줄 전망이다. 양산 레퍼런스를 바탕으로 다양한 고객사를 확보한 실리콘 음극재 시장 지위와 실적 성장의 기울기를 감안 시 프리미엄 부여 타당하다고 판단한다. 2차전지 업황 부진이 장기화되며 현재 주가는 전고점(6/14 146,000원) 대비 43% 조정받은 상황이다.

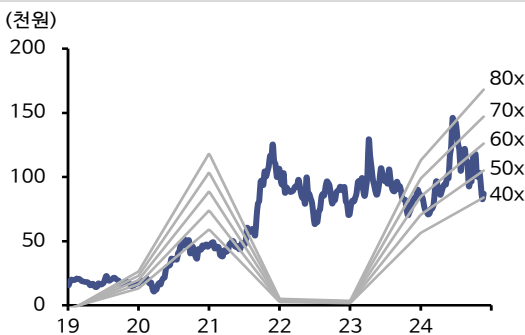
단기 주가의 트리거는 원통형 전지 고객향 물량 및 4680 배터리 양산 일정 가시화가 될 전망이다. 트럼프 당선 이후 美 보조금 축소 가능성에 따라 OEM별 희비가 엇갈리는 가운데, 셀-소재 업체 역시 밸류체인의 중요성이 부각되는 시점이다. 미국 시장 내 우위가 지속될 확률이 높은 북미 EV향 납품은 밸류에이션 프리미엄 정당화에 기여할 수 있는 요인이다.

목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	값	비고
영업가치	2,036	$A = B * C$
26F EBITDA(십억원)	55.0	B
목표 EV/EBITDA	37.0	C(국내 2차전지 소재 26F 평균에 40% 할증)
(+) 자산가치	0.4	D (26F 예상치)
(-) 순차입금	333	E (26F 예상치)
사업가치	1,703	$F = A + D - E$
현 시가총액	1,286	2024-11-29
Upside (%)	32.4	
목표주가	110,000	

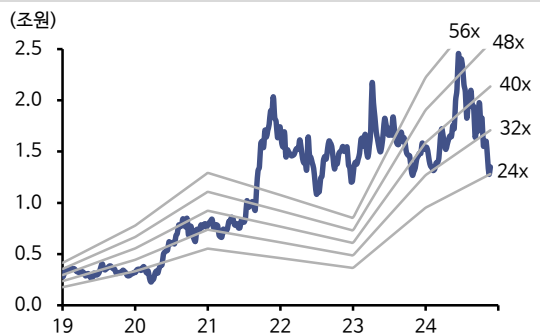
자료: 신한투자증권 추정

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

글로벌 음극재 및 CNT도전재 관련 기업 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2024F				2025F				2026F			
		PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE
포스코퓨처엠	13,347	232.1	5.6	56.8	2.3	115.6	5.3	29.8	4.6	72.7	4.9	20.9	8.1
대주전자재료	1,286	57.4	7.1	34.6	13.1	38.4	6.0	23.4	16.8	23.0	4.8	15.7	21.1
나노신소재	822	69.5	3.3	47.4	4.8	25.1	2.9	27.6	11.8	18.1	2.5	17.6	14.5
제이오	507	56.6	3.3	38.4	6.3	30.8	2.9	19.3	10.7	18.9	2.5	11.7	15.5
닝보 산산	3,783	33.5	-	11.9	2.6	20.3	-	9.0	4.1	18.6	-	7.9	4.3
쇼와 덴코	7,025	19.9	1.3	8.5	6.7	15.4	1.2	7.7	8.8	11.9	1.1	7.0	10.6
도카이 카본	1,901	20.9	0.6	5.8	2.3	10.0	0.6	4.7	5.1	7.1	0.5	3.9	7.8
BTR	5,396	22.8	2.2	13.6	9.8	17.9	2.0	11.4	11.4	14.1	1.8	9.8	12.9
신에츠화학	103,673	20.5	2.7	9.7	13.4	19.1	2.4	9.2	13.0	16.9	2.2	8.2	13.6

자료: Bloomberg Consensus, 신한투자증권

글로벌 주요 2차전지 소재 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2024F				2025F				2026F			
		PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE
에코프로비엠	13,223	-	9.6	139.6	(4.9)	347.8	9.5	45.5	2.4	97.8	8.6	26.4	9.3
엘앤에프	3,568	-	4.6	-	(36.4)	108.6	4.4	29.7	3.0	26.0	3.8	16.3	14.6
코스모신소재	2,012	92.5	4.6	48.0	6.2	24.2	3.4	18.4	14.1	15.0	2.8	11.6	19.9
유미코아	3,705	9.7	1.0	5.1	8.1	9.2	1.0	5.0	10.7	8.7	1.0	4.7	11.3
SMM	10,023	19.3	0.6	13.0	2.9	11.7	0.6	11.2	5.0	9.1	0.5	10.2	5.4
베이징 이스프링	4,472	34.8	1.7	18.2	4.8	26.5	1.6	12.8	6.1	21.9	1.5	10.9	7.0
니치아	3,666	15.1	2.0	8.3	13.9	12.5	1.7	7.1	14.9	12.3	1.6	6.8	13.9
SKC	3,745	-	2.8	-	(16.3)	-	2.9	27.8	(6.6)	73.3	2.9	17.8	0.6
롯데에너지머티	1,107	259.1	0.8	19.1	0.2	45.0	0.8	9.8	1.6	26.0	0.8	7.3	3.0
솔루스첨단소재	617	-	1.1	53.7	(1.6)	682.2	1.0	14.3	0.5	94.9	0.9	10.4	1.4
후루카와전기	4,056	188.6	1.4	16.9	0.6	22.0	1.3	10.1	5.9	17.0	1.2	9.2	7.2
SKIET	1,872	-	0.8	-	(8.2)	-	0.9	20.3	(3.6)	41.4	0.8	9.8	1.9
더블유씨피	418	51.9	0.4	9.7	(0.1)	15.6	0.4	6.2	1.9	8.0	0.4	4.2	4.7
아사히카세이	13,883	18.2	0.9	8.0	4.8	12.7	0.8	6.6	6.2	10.8	0.7	6.1	7.0
도레이	14,519	26.1	1.0	9.8	3.7	16.5	0.8	8.5	5.2	13.9	0.8	7.6	6.1
스미토모	5,597	-	0.7	-	(24.3)	21.4	0.6	7.0	1.7	8.8	0.6	6.6	7.1
선전 시니어	3,007	28.2	1.6	15.2	5.1	23.2	1.5	11.5	6.0	19.5	1.4	9.0	7.3

자료: Bloomberg Consensus, 신한투자증권 / 주: 양극재, 동박, 분리막 순

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	327.9	413.4	559.1	645.3	742.7
유동자산	128.0	112.8	156.1	161.3	158.2
현금및현금성자산	66.8	41.4	76.8	47.1	32.2
매출채권	29.6	37.1	39.6	55.6	61.0
재고자산	24.9	22.7	26.4	38.3	41.6
비유동자산	199.8	300.6	403.0	484.0	584.6
유형자산	192.6	293.7	394.1	472.4	571.8
무형자산	1.8	1.4	1.1	0.7	0.5
투자자산	5.5	5.3	7.6	10.7	12.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	207.2	256.5	382.1	436.9	484.3
유동부채	196.0	247.0	332.3	337.6	338.5
단기차입금	110.0	149.3	155.6	159.6	163.6
매입채무	3.1	7.6	8.7	13.3	15.3
유동성장기부채	0.0	0.0	3.5	3.8	3.9
비유동부채	11.2	9.5	49.7	99.3	145.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.3	0.3	39.1	83.1	127.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	120.7	156.9	177.0	208.4	258.4
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	52.6	52.6	63.1	63.1	63.1
기타자본	(15.6)	(15.5)	(11.0)	(11.0)	(11.0)
기타포괄이익누계액	41.0	39.5	39.3	39.3	39.3
이익잉여금	33.2	32.5	54.0	87.1	139.7
지배주주지분	118.9	155.2	174.1	207.2	259.8
비지배주주지분	1.8	1.7	2.9	1.2	(1.4)
*충차입금	184.9	229.7	351.3	389.9	430.1
*순차입금(순현금)	114.3	182.9	268.3	333.4	387.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	21.7	4.8	20.0	28.0	57.7
당기순이익	0.8	0.6	20.7	31.4	50.0
유형자산상각비	6.8	8.5	11.1	11.7	10.6
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
외화환산손실(이익)	2.5	0.4	0.4	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	0.6	(7.2)	(18.0)	(15.5)	(3.1)
(법인세납부)	(1.2)	(2.0)	(1.5)	(8.3)	(13.3)
기타	11.6	4.4	6.8	8.3	13.2
투자활동으로인한현금흐름	(17.3)	(106.0)	(97.8)	(96.3)	(112.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(31.7)	(105.2)	(106.1)	(90.0)	(110.0)
유형자산의감소	1.9	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.6)	0.3	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.5	4.2	(0.3)	(3.1)	(1.4)
기타	5.6	(5.7)	8.6	(3.2)	(1.4)
FCF	(11.3)	(106.8)	(76.7)	(65.1)	(51.3)
재무활동으로인한현금흐름	29.2	76.0	109.2	38.7	40.2
차입금의증가(감소)	40.9	39.4	108.9	38.7	40.2
자기주식의처분(취득)	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.5)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(20.2)	38.1	0.3	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	4.1	0.0	0.0
환율변동효과	(0.9)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	32.5	(25.4)	35.3	(29.7)	(14.9)
기초현금	34.3	66.8	41.4	76.8	47.1
기말현금	66.8	41.4	76.8	47.1	32.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

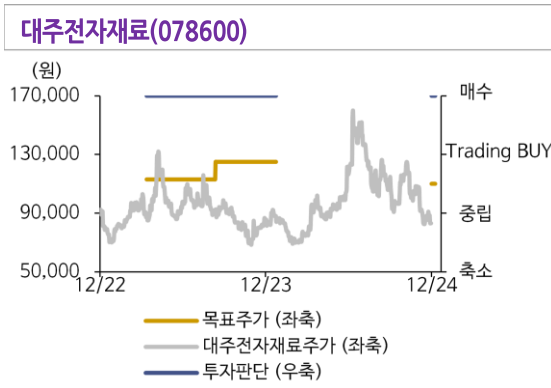
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	174.1	185.0	215.4	272.7	368.6
증감률 (%)	(12.4)	6.3	16.4	26.6	35.2
매출원가	137.5	151.0	154.5	189.9	247.7
매출총이익	36.6	34.0	60.9	82.8	120.9
매출총이익률 (%)	21.0	18.4	28.3	30.4	32.8
판매관리비	24.7	27.8	32.8	39.9	53.3
영업이익	12.0	6.2	28.0	42.9	67.6
증감률 (%)	(32.0)	(48.1)	351.4	53.1	57.6
영업이익률 (%)	6.9	3.4	13.0	15.7	18.3
영업외손익	(10.5)	(6.7)	(2.0)	(3.2)	(4.3)
금융손익	(6.8)	(7.0)	(2.1)	(3.2)	(4.3)
기타영업외손익	(3.8)	0.3	0.1	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1.4	(0.5)	26.1	39.7	63.3
법인세비용	0.6	(1.1)	5.3	8.3	13.3
계속사업이익	0.8	0.6	20.7	31.4	50.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.8	0.6	20.7	31.4	50.0
증감률 (%)	(96.5)	(21.3)	3,200.5	51.3	59.4
순이익률 (%)	0.5	0.3	9.6	11.5	13.6
(지배주주)당기순이익	1.0	0.7	21.6	33.0	52.6
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	(0.1)	(0.8)	(1.7)	(2.6)
총포괄이익	0.2	(0.8)	20.6	31.4	50.0
(지배주주)총포괄이익	0.4	(0.7)	21.9	36.2	57.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	(0.1)	(1.4)	(4.9)	(7.8)
EBITDA	19.2	15.2	39.7	55.0	78.4
증감률 (%)	(16.8)	(20.8)	160.9	38.6	42.6
EBITDA 이익률 (%)	11.0	8.2	18.4	20.2	21.3

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	52	41	1,339	2,026	3,230
EPS (지배순이익, 원)	65	45	1,393	2,134	3,401
BPS (자본총계, 원)	7,796	10,134	11,436	13,463	16,692
BPS (지배지분, 원)	7,679	10,021	11,251	13,385	16,785
DPS (원)	100	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	1,377.8	2,129.4	62.1	41.0	25.7
PER (지배순이익, 배)	1,100.7	1,924.3	59.6	38.9	24.4
PBR (자본총계, 배)	9.1	8.5	7.3	6.2	5.0
PBR (지배지분, 배)	9.2	8.6	7.4	6.2	5.0
EV/EBITDA (배)	63.3	100.1	39.2	29.5	21.3
배당성향 (%)	147.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.0	8.2	18.4	20.2	21.3
영업이익률 (%)	6.9	3.4	13.0	15.7	18.3
순이익률 (%)	0.5	0.3	9.6	11.5	13.6
ROA (%)	0.3	0.2	4.3	5.2	7.2
ROE (지배순이익, %)	0.8	0.5	13.1	17.3	22.5
ROIC (%)	2.5	(3.6)	5.8	7.2	9.1
안정성					
부채비율 (%)	171.7	163.5	215.8	209.6	187.4
순차입금비율 (%)	94.7	116.6	151.6	160.0	149.8
현금비율 (%)	34.1	16.8	23.1	13.9	9.5
이자보상배율 (배)	1.5	0.7	6.2	7.9	11.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.5	3.9	4.2	4.3	4.8
재고자산회수기간 (일)	50.8	47.0	41.7	43.4	39.6
매출채권회수기간 (일)	69.2	65.8	65.0	63.8	57.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 03월 15일	매수	113,000	(12.0)	16.8
2023년 08월 14일	매수	125,000	(32.5)	(21.0)
2023년 12월 26일	커버리지제외		-	-
2024년 12월 02일	매수	110,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최민기, 이진명)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 29일 기준)

매수 (매수)	90.84%	Trading BUY (중립)	8.02%	중립 (중립)	1.15%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------