

SK아이이테크 놀로지

Not Rated

Tech 박상범 psb236@ktb.co.kr
정유/화학 박일선 onelinep@ktb.co.kr

Stock Information

공모 예정가	78,000~105,000원
공모 예정금액	1조6,684억원~2조2,460억원
공모 주식수	21,390,000주
상장 예정 주식수	71,297,592주
상장 예정 시가총액	5조5,612억원~7조4,862억원

IPO Schedule

수요 예측일	2021년 4월 22일 ~ 23일
청약 예정일	2021년 4월 28일 ~ 29일
상장 예정일	2021년 5월 11일

공모 후 보호예수 지분율 (%)

SK이노베이션(6M)	61.20
프리미어슈퍼리어(6M)	8.80
우리사주조합(1Y)	6.00
소개	76.00

ktb 투자증권

IPO Company

22 Apr. 2021

글로벌 No.1 분리막

▶ Issue

4/22~23일 기관 수요예측 예정인 SK아이이테크놀로지 투자포인트 점검

▶ Pitch

- 공모가 밴드 78,000원~105,000원 기준 상장 예정 시가총액은 5.6조원~7.5조원. 2021E EV/EBITDA는 17.3x~23.4x로, 2차전지 소재 업체 평균 2021E EV/EBITDA 26.1x 대비 할인된 수준
- 동사의 분리막 시장 내 독과점 지위와 타 소재 업체 대비 높은 수익성을 감안했을 때 2차전지 소재 업체 평균 수준의 valuation 적용은 합당하다고 판단

▶ Rationale

- 당사는 2019년 4월 SK이노베이션 소재사업부문이 물적 분할하여 설립된 분리막 제조 업체. 2020년 기준 매출 비중은 EV용 분리막 56%, IT용 분리막 43%, FCW 1%
- 2021E 매출액은 7,483억원(+59.5% YoY), 영업이익은 1,998억원(+59.6% YoY, OPM 26.7%), 순이익 1,394억원(+58.2% YoY, NPM 18.6%)전망. EV 시장 성장과 더불어 생산능력 확대로 큰 폭의 매출 성장이 예상되나, 신규 공장 가동에 따른 초기 수출 문제로 OPM은 전년 수준 유지 추정
- 전기차 보급 확대 수혜로 고성능 EV 배터리에 적합한 습식 분리막 수요는 2025E 45억m2(2020~2025E CAGR 36%)로 시장 성장을 주도할 것으로 전망
- EV용 습식 분리막 시장은 Top-tier 배터리의 요구 수준에 부합하는 제품 품질과 생산 역량을 동시에 갖춘 업체들이 경쟁하는 과점시장. 2020년 기준 습식 분리막 시장 내 Tier-1 비중은 64%이며, 중장기적으로 70%까지 상승 전망

- 동사 투자포인트는 1) 업계 가장 높은 성장률, 2) 독보적 기술 경쟁력, 3) 타 소재업체 대비 뛰어난 수익성

- 신규업체 진입이 제한적이고 추가 증설까지 약 3년 이상 시간이 소요되는 점을 감안하면 2023년부터 Tier-1 습식 분리막 공급 Shortage 전망. 반면, 동사 증설계획은 2020년 8.6억m2→2023E 20.8억m2로 경쟁사 대비 공격적
- 특히 유럽 공장이 본격 가동되는 2023~24년부터 유럽 내 고객사 다각화 예상. ① SK이노베이션 23년 헥타리 캐파가 23GWh인 점을 감안하면 Captive향으로 필요한 부분은 3억m2 수준이고, ② EU 배터리 서플라이체인 역내 생산 의무화가 추진되기 때문
- 당사는 2007년 글로벌 최초로 LIBS 촉차연신 기술개발. 경쟁사(동시연신) 대비 고객사 니즈대로 제품 커스터마이징 가능하고 15년에 가까운 양산 경험으로 높은 수출 확보
- Tier-1 습식 분리막 업체 평균 OPM은 18.9%로 2차전지 소재 업체 평균 OPM 9.3% 대비 높음. 그 이유는 높은 고정비 비중 때문. 고정비가 높은 원가구조 아래에서 라인당 생산성 향상을 통한 수익성 레버지가 가능

- 한편 전고체전지 등장에 따른 리스크도 상존. 다만 업계에서 예상하는 전고체전지 상용화 시점이 2027년 이후이며, 상용화 되더라도 높은 가격(=낮은 채택율)으로 상당기간 리튬전지와 공존 예상. 더불어 동사는 전고체전지용 소재 개발도 진행 중

Fig. 01: 공모 개요

공모 방법	신주모집 40%	공모 희망가	78,000원 ~ 105,000원
	구주매출 60%	공모 예정금액	1.67조원 ~ 2.25조원
공모 주식수	21,390,000주	상장 예정 주식수	71,297,592주
	일반공모(80%)	상장 예상 시가총액	5.6조원 ~ 7.5조원
	기관투자자(55%)	주요 일정	수요 예측일 2021년 4월 22일(목)~23일(금) 청약 예정일 2021년 4월 28일(수)~29일(목) 상장 예정일 2021년 05월 11일
	일반투자자(25%)		
	우리사주조합(20%)		

Source: SKIET

Fig. 02: 기업 개요

대표이사	노재석 대표이사
설립일	2019.04.01
매출액	4,693억원(2020년 말 기준)
영업이익	1,252억원(2020년 말 기준)
자본금	627억원(2020년 말 기준)
임직원수	197명(2020년 말 기준)
주요제품	LiBS/CCS, FCW, 차세대 소재 등

Source: SKIET

Fig. 03: 상장일 기준 지분율 및 보호예수 현황

유통가능여부	구분	공모 후 주식수 (천주)	지분율 (%)	보호예수기간
보호예수 주식	SK이노베이션(주)	43,633	61.2	상장후 6개월
	프리미어슈퍼리어(유)	6,274	8.8	상장후 6개월
	우리사주조합	4,278	6.0	상장후 1년
	계	54,185	76.0	
유통가능	공모주주	17,112	24.0	
	계	17,112	24.0	
상장예정주식수 합계		71,298	100.0	

Source: SKIET

Fig. 04: 재무상태표

(십억원)	2019	2020
유동자산	182.5	566.8
당좌자산	150.2	525.6
재고자산	32.4	41.2
비유동자산	597.7	1,424.9
유형자산	588.4	1,394.0
기타비유동자산	9.3	30.8
자산총계	780.2	1,991.6
유동부채	35.6	272.6
비유동부채	350.5	510.7
부채총계	386.1	783.4
자본금	30.0	62.7
자본잉여금	300.6	1,010.4
자본조정	0.0	-16.4
이익잉여금	63.5	151.5
자본총계	394.2	1,208.3
순차입금	256.7	148.5

Source: SKIET

Note: 2018년은 분할 전 기준, 2019년 4월 분할로 2019년은 특정목적감사보고서 기준

Fig. 05: 손익계산서

(십억원)	2019	2020
매출액	348.5	469.3
(YoY)	26.4%	34.7%
매출원가	204.7	285.2
매출총이익	143.7	184.1
판매관리비	32.5	58.9
영업이익	111.2	125.2
(YoY)	42.6%	12.6%
OPM	31.9%	26.7%
감가상각비	59.0	71.4
EBITDA	170.2	196.6
EBITDA Margin	48.8%	41.9%
법인세비용차감전순이익	109.0	129.1
법인세비용	20.8	41.0
당기순이익	88.2	88.1
(YoY)	58.0%	-0.1%
NPM	25.3%	18.8%

Source: SKIET

Note: 2018년은 분할 전 기준, 2019년 4월 분할로 2019년은 특정목적감사보고서 기준

I. 기업개요 및 사업부문 현황

SK이노베이션 소재사업부문이
물적 분할하여 설립된 업체

동사는 2019년 4월 SK이노베이션 소재사업부문이 물적 분할하여 설립된 분리막 제조 업체이다. 핵심 사업은 EV 및 IT용 배터리 분리막이며 신규사업은 디스플레이 소재 FCW(Flexible Cover Window)로 확장을 추진 중이다. 2020년 기준 매출 비중은 EV용 분리막 56%, IT용 분리막 43%, FCW 1% 이다.

분리막은 배터리에 탑재되는 얇은 막이며, 배터리 내 양극과 음극의 물리적 접촉을 차단하는 역할을 한다. 리튬이온 배터리의 안정성 확보와 성능 극대화를 위해 필수적이며, 최근 전기차 화재로 그 중요성이 강조되고 있다. 배터리 내 원가 비중은 16%로 핵심 소재 중 하나이다. 건식분리막은 원재료 PP가 필요하고, 습식분리막은 원재료 PE(대한유화, Celanese)와 오일(SK루브리컨츠)을 가지고 연신공정(길이를 늘리는) 거쳐 생산된다.

EV용 배터리 고용량화에 따라
EV용 분리막 시장 성장 전망

- 1) EV용 분리막: EV용 분리막 시장은 25년까지 CAGR 35% 성장을 예상한다. EV용 배터리의 핵심 과제는 동일한 부피 배터리 내에서 더 높은 출력과 용량을 탑재하는 것이다. 때문에 박막화와 기공 균일성이 용이한 습식 분리막 채택 비중이 늘어나는 추세이다. 동사는 SK이노베이션향 매출이 크고, 유럽공장 증설로 향후 고객사 다변화가 이뤄질 것으로 예상한다.
- 2) IT용 분리막: IT용 분리막 시장은 25년까지 CAGR 14% 성장을 예상한다. 전방 산업 영향으로 EV용 분리막 대비 시장 성장률은 다소 낮지만, 동사는 높은 기술력을 바탕으로 스마트폰, 태블릿 고마진 제품 중심으로 판매 비중을 확대할 계획이다. 2020년 기준 업체별 수요는 삼성SDI 26%, ATL 24%, LG에너지솔루션 16% 순이고, 삼성SDI와 ATL이 동사의 주 고객사이다.
- 3) FCW(Foldable Cover Window): 하드 코팅 처리한 투명 PI필름을 플렉서블 디스플레이 패널에 부착하여 패널의 내구성을 강화하는 소재이다. 20년 7월 중국 고객사향으로 첫 판매를 개시하였으며, 20년 기준 매출 비중은 1%로 미미한 편이다. 향후 Foldable 및 Mobility 향으로 Application 확대가 기대되는 신사업이다.

장기 매출 비중 목표는 EV용
분리막 70%, IT용 분리막 20%,
FCW 및 차세대 소재 10%

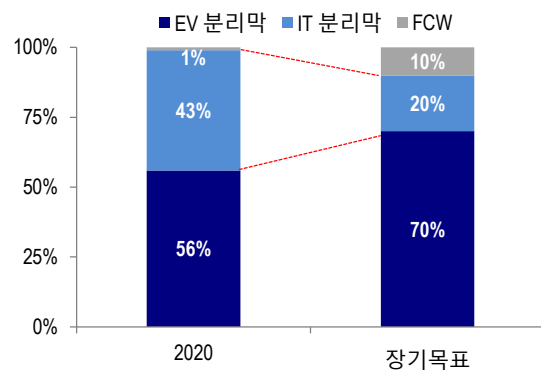
장기 매출 비중 목표는 EV용 분리막 70~75%, IT용 분리막 20~25%, FCW 및 차세대 소재 5~10%이다. EV용 분리막 매출 증가로 외형 성장이 기대되고, 영업레버리지 효과 및 FCW 신규가동 비용 감소로 수익성 또한 개선될 것으로 전망한다.

Fig. 06: 사업 영역



Source: SKIET

Fig. 07: 제품군별 매출 비중 전망



Source: SKIET

II. 실적 추정 및 공모가 점검

II-1. 2023년까지 매출액 CAGR 42% 성장 전망

EV용 분리막 매출 상승으로
외형성장 전망

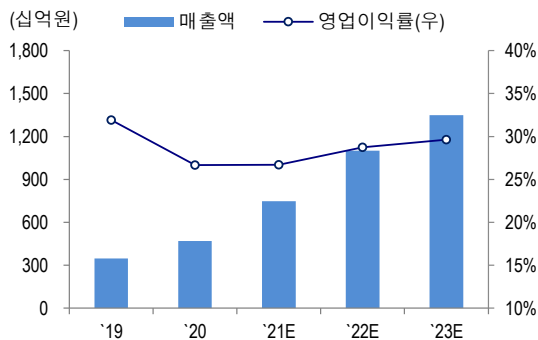
2021E 매출액은 7,483억원(+59.5% YoY), 영업이익은 1,998억원(+59.6% YoY, OPM 26.7%) 전망한다. EV 시장 성장과 더불어 생산능력 확대에 큰 폭의 매출 성장이 예상되나, 신규 공장 가동에 따른 초기 수율 문제로 OPM은 전년 수준 유지할 것으로 전망한다.

1) EV용 분리막: 2021E 매출액 4,515억원(+69.8% YoY)으로 매출 비중은 60.3%로 전망한다. 본격적인 EV 시장 성장과 더불어 신규 공장 가동효과로 큰 폭의 매출 상승이 예상된다.

2) IT용 분리막: 2021E 매출액 2,840억원(+44.0% YoY)으로 매출비중은 38.0%로 전망한다. EV용 분리막 비중 증가로 전사 매출 비중은 감소하나, 스마트폰/태블릿 고마진 제품 중심 판매 비중 확대에 Cashcow 역할을 할 것으로 예상한다.

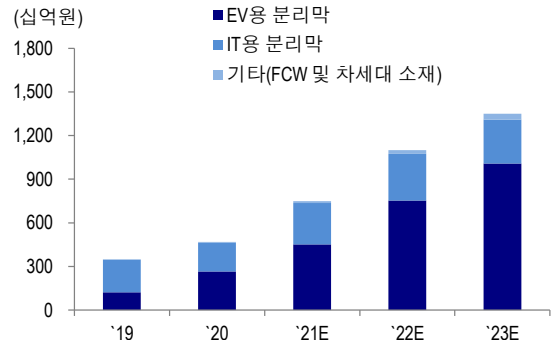
2023년까지 매출액 CAGR 42% 성장은 신규 공장 Ramp-up이 예정대로 진행된다는 가정하에 충분히 달성 가능할 것으로 전망한다. 분리막은 제품 개발부터 셀 업체들과 협력하기 때문에, 신규 공장 증설 역시 고객사와의 협의 후 결정되는 경향이 있다. 셀 업체의 승인 후 5~7년 간의 Lock-in 효과 고려 시 전혀 부담스럽지 않은 성장률이다.

Fig. 08: SKIET 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



Source: SKIET, KTB투자증권

Fig. 09: SKIET 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



Source: SKIET, KTB투자증권

Fig. 010: SKIET 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	CAGR (20~23E)
매출액	275.6	348.5	469.3	748.3	1,099.9	1,350.0	42.2%
YoY	26.7%	26.4%	34.7%	59.5%	47.0%	22.7%	
EV용 분리막	51.6	121.5	265.9	451.5	752.0	1,008.0	55.9%
IT용 분리막	225.8	224.9	197.2	284.0	322.3	301.1	15.1%
기타(FCW 및 차세대 소재)	-1.7	2.0	6.2	12.8	25.6	40.9	87.8%
영업이익	78.0	111.2	125.2	199.8	316.0	400.0	47.3%
YoY	9.8%	42.6%	12.6%	59.6%	58.1%	26.6%	
%OPM	28.3%	31.9%	26.7%	26.7%	28.7%	29.6%	
D&A	57.1	59.0	71.4	113.6	149.7	262.0	54.3%
EBITDA	135.1	170.7	197.1	313.4	465.7	661.9	49.7%
%EBITDA Margin	49.0%	49.0%	42.0%	41.9%	42.3%	49.0%	
당기순이익	55.8	88.2	88.2	139.4	219.0	276.5	46.4%
%NPM	20.3%	25.3%	18.8%	18.6%	19.9%	20.5%	
CAPEX	n/a	64.8	573.3	700.0	730.0	760.0	
순차입금	n/a	256.7	148.5				

Source: KTB투자증권

II-2. 공모가 점검

예상 시가총액은 5.6~7.5조원

SKIET의 주당 공모희망가액 밴드는 78,000원~105,000원이고, 이에 따른 예상 시가총액은 5.6조원~7.5조원이다. 증권신고서 상 주당평가가액 산출 방식은 유사기업 5개사(Yunnan Energy, 에코프로비엠, 일진머티리얼즈, 포스코케미칼) 2020년 평균 EV/EBITDA를 적용했다. 선정된 비교업체의 valuation은 Yunnan Energy 52.2x, 에코프로비엠 37.8x, 일진머티리얼즈 35.6x, 포스코케미칼 77.8x, 천보 37.2x 이다.

2차전지 소재업체 2021E 평균
EV/EBITDA 적용 시 공모가는
합리적

공모희망가액 밴드 기준 2021E EV/EBITDA 17.3x~23.4x이다. 이는 2차전지 소재 업체 2021E 평균 EV/EBITDA 26.1x 대비 할인된 수준이다. 동사의 분리막 시장 내 독과점 지위(현재 M/S 27%)와 타 소재 업체 대비 높은 수익성(평균 OPM 18.9% vs 소재 평균 OPM 9.1%)을 감안했을 때 2차전지 소재 업체 평균 수준의 valuation 적용은 합당하다고 판단한다. 참고로 분리막 사업 매출 비중이 80% 이상으로 동사와 유사한 Yunnan Energy의 2021E EV/EBITDA Multiple을 적용한 기업가치는 11조원 수준이다. 모회사 SK이노베이션의 소송 리스크 해소로 복미 진출 가능성이 높아짐에 따라 향후 valuation 리레이팅 도 가능할 전망이다.

신주 공모 금액은 공모가 밴드 기준 6,612억원~8,900억원으로 향후 폴란드 법인 설비투자 및 확장에 사용할 계획이다. 폴란드 현지법인은 기투자 완료한 금액을 제외하고 2021년부터 약 1.8조원 자금을 추가로 투자할 예정이다. 투자 재원은 공모자금과 보유 현금, 은행 차입을 통해 충당할 계획이다.

Fig. 011: Global Peer Valuation

구분	기업명	Mkt Cap. (십억달러)	Performance(%)					PER (X)		PBR (X)		EV/EBITDA(X)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	'21E	'22E	'21E	'22E	'21E	'22E	'21E	'22E	'21E	'22E
양극재	평균	6,181	1.4	12.6	5.0	59.8	17.2	60.1	33.2	5.3	4.5	29.6	19.0	81.0	74.7	10.6	15.2
	포스코케미칼	11,557	(1.2)	11.7	26.5	127.8	60.6	112.2	87.1	6.1	5.6	55.8	43.2	225.6	28.9	6.6	6.3
	에코프로비엠	3,400	(2.7)	13.2	(5.7)	42.8	6.3	49.8	32.1	7.8	6.3	27.9	18.5	62.1	55.2	17.2	22.4
	엘앤에프	2,418	(1.4)	39.9	19.0	144.1	34.8	174.3	45.1	12.5	9.9	67.7	25.0	195.7	286.4	7.5	24.8
	코스모신소재	640		15.8	26.9	21.0	73.8	45.1	25.0	4.2	3.6	25.1	16.5	-	80.5	9.7	15.3
	Sumitomo Metal	13,948	(0.3)	14.6	(3.0)	38.8	20.0	26.1	24.6	4.1	3.8	13.5	12.6	35.8	6.0	14.6	13.7
	Umicore	12,190	(1.9)	(8.0)	(10.3)	34.0	(0.9)	15.6	10.3	1.2	1.1	11.7	8.2	31.7	51.7	7.7	11.5
	Beijing Easpring	3,553	5.5	6.1	(19.2)	2.6	(21.5)	38.5	29.3	5.5	4.7	28.1	21.6	50.2	31.1	14.1	16.1
	Nichia	1,745	(2.9)	(3.2)	11.5	14.4	13.6	19.2	12.1	1.4	1.3	7.3	6.5	(34.3)	57.9	7.8	11.4
	평균	5,318	6.6	7.5	1.3	63.0	15.6	70.6	54.0	4.0	3.6	35.9	28.0	328.8	33.7	7.0	7.4
음극재	포스코케미칼	11,557	(1.2)	11.7	26.5	127.8	60.6	112.2	87.1	6.1	5.6	55.8	43.2	225.6	28.9	6.6	6.3
	대주전자재료	661		9.8	11.7	(3.8)	26.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Ningbo Shanshan	3,734	11.2	(1.0)	(18.8)	34.7	(17.4)	28.9	20.8	1.8	1.7	16.0	12.8	432.0	38.6	7.4	8.5
분리막	평균	10,225	(1.5)	(8.3)	(5.8)	25.3	2.7	29.3	16.9	2.8	2.4	14.2	10.7	25.7	99.4	9.9	17.1
	Ashai Kasei	15,306	(2.6)	(13.7)	3.9	27.1	12.7	21.0	13.0	1.2	1.1	7.5	7.1	(24.3)	60.9	5.7	9.2
	Toray Industries	10,112	(1.4)	(10.9)	(5.7)	33.2	9.8	26.4	14.4	0.9	0.9	10.1	8.1	(26.9)	83.5	3.5	6.3
	Yunnan Energy New	16,903	5.6	6.3	(11.0)	28.9	(12.7)	57.6	41.5	8.6	7.3	37.1	25.5	60.4	38.7	15.5	18.3
	Sumitomo Chemical	8,473	(2.8)	(6.1)	19.7	52.6	33.5	28.7	10.0	1.0	0.9	8.9	7.3	2.1	186.6	3.4	10.0
	W-Scope	333	(6.4)	(17.0)	(35.9)	(15.1)	(29.6)	12.8	5.6	2.4	1.5	7.5	5.4	117.3	127.4	21.2	41.8
	평균	3,293	5.6	18.2	(0.3)	47.4	6.3	39.9	27.9	6.0	5.0	22.3	17.0	114.6	43.7	16.6	18.6
전해액/ 전해질	솔브레인	2,227	4.1	6.9	15.0	34.6	17.7	16.2	13.9	4.0	3.2	8.3	7.3	144.1	16.3	25.5	23.5
	천보	1,657	1.8	15.6	(4.2)	26.7	1.7	44.7	30.1	6.7	5.5	28.2	19.8	60.0	48.8	16.3	20.3
	동화기업	1,281	4.0	41.2	21.4	97.8	43.1	38.6	26.8	2.3	2.1	13.5	11.1	40.9	43.8	6.4	8.4
	후성	951	6.5	6.0	(14.5)	23.7	(2.5)	45.6	23.3	4.6	3.9	18.8	13.2	289.4	95.8	10.6	17.9
	Guangzhou Tinci	8,465	14.5	19.9	(7.5)	78.3	(3.0)	46.6	37.4	12.2	9.7	32.4	26.1	120.3	24.6	28.0	26.2
	Shenzhen Capchem	5,174	2.8	19.8	(12.2)	23.3	(19.3)	47.7	35.9	6.3	5.5	32.5	24.7	33.0	32.7	13.2	15.4
	평균	2,742	(3.5)	7.3	6.6	52.9	22.8	49.5	27.5	4.0	3.5	17.5	12.7	104.2	110.6	8.4	11.9
동박	SKC	4,804	(4.7)	24.6	19.8	92.7	51.1	36.2	30.1	2.8	2.6	14.9	13.4	315.7	20.1	7.9	8.9
	일진머티리얼즈	3,053	(3.5)	13.8	20.7	75.4	45.6	45.1	32.8	4.8	4.2	23.5	17.7	77.3	37.3	11.1	13.6
	솔루스첨단소재	1,237	(3.8)	(3.0)	(14.8)	30.8	(8.7)	58.6	32.6	7.6	6.5	20.0	12.1	-	80.1	13.0	19.8
	Furukawa Electronic	1,876	(1.9)	(6.1)	0.6	12.9	3.3	58.2	14.4	0.8	0.8	11.5	7.7	(80.3)	304.7	1.5	5.5

Source: Bloomberg, KTB투자증권

III. 투자포인트

III-1. 업계 가장 높은 성장률

전기차 시장 성장 본격화에 따라
배터리 수요 점증

전세계 순수전기차(BEV) 시장은 2025E 22백만대로 (2020~2025E CAGR 25%) 전망한다. 각종 환경규제 및 보조금 영향으로 지역별로는 유럽, 중국, 미국의 성장이 부각될 것으로 예상된다. 전세계 BEV용 배터리 시장 역시 2025E 1,226 GWh로 (2020~2025E CAGR 60%) 전망한다.

분리막 시장은 EV용 습식
분리막이 성장 주도 전망

전세계 분리막 수요는 2025E 158.7억m²로 (2020~2025E CAGR 31%) 전망한다. 배터리 시장 대비 성장률이 다소 더딘 이유는 배터리 내 에너지밀도가 높아지면서 같은 용량에 들어가는 분리막 수요가 채감하기 때문이다. 주요 제품별로는 EV용 습식 분리막이 성장을 주도할 것으로 전망한다. 2025E 45억m²로 (2020~2025E CAGR 36%)이며, 분리막 내 비중은 25E 58%까지 상승한다. 이는 공정 상의 차이로 습식 분리막이 건식 분리막 대비 고성능 EV에 적합하기 때문이다.

동사는 2020년 기준 Tier-1 습식 분리막 M/S 1위 업체로 시장을 상회하는 성장성이 기대된다. 이는 1) 분리막 산업 특징, 2) Tier-1 내 공급부족현상, 3) 동사의 공격적인 증설에 기인한다

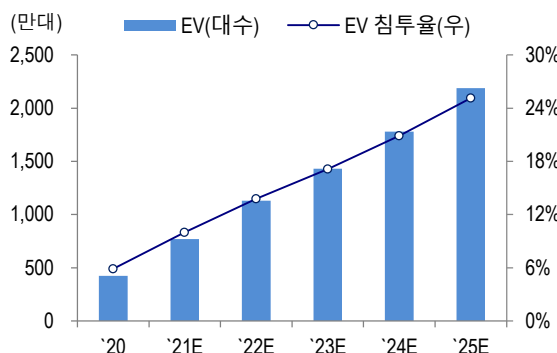
습식 분리막 내에서도 소수 Tier1
업체의 과점화 유지 전망

1) EV용 습식 분리막 시장은 소수 Tier-1 분리막 제조사들이 과점하는 특징을 가지고 있다. Tier-1이란 글로벌 완성차 OEM에 납품되는 Top-tier 배터리사의 요구 수준에 부합하는 제품 품질과 생산 역량을 동시에 갖춘 제조사를 의미한다. 2020년 기준 습식 분리막 시장 내 Tier-1 비중은 64%이다. M/S는 SKIET가 1위로 27%, Ashai Kasei 24%, Toray 24%, Sempcorp 15%, Wscope 8%, Sumitomo Chemical 4% 순이다. 고용량/고품질 배터리에 대한 수요 증가와 기술적 난이도로 습식 분리막 산업 내에서 Tier-1 분리막 제조사들의 비중이 중장기적으로 70%까지 높아질 것이며 소수 업체의 과점화가 유지될 전망이다.

2023년 Tier-1 습식 분리막
Shortage 전망

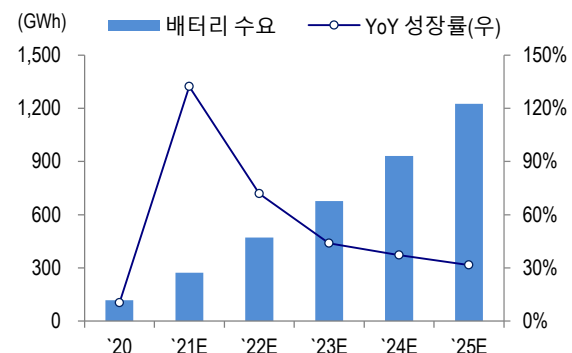
2) 한편 23년 Tier-1 습식 분리막 수요는 공급을 초과할 전망이다. 기존 업체가 추가 증설을 하기 위해서는 부지 확보, 제조설비 구매, 라인 수율 확보 등으로 3년 이상의 긴 시간이 소요되고, 초기 투자비용이 크기 때문에 신규업체의 진출 역시 제한적이기 때문이다. 동사의 경우 경쟁사 대비 공격적인 증설을 진행 중이다. 2023년 기준 생산능력 20.8억m² (M/S 1위)로 공급부족 현상에 따른 수혜가 예상된다.

Fig. 012: 전세계 순수전기차(BEV) 시장 전망



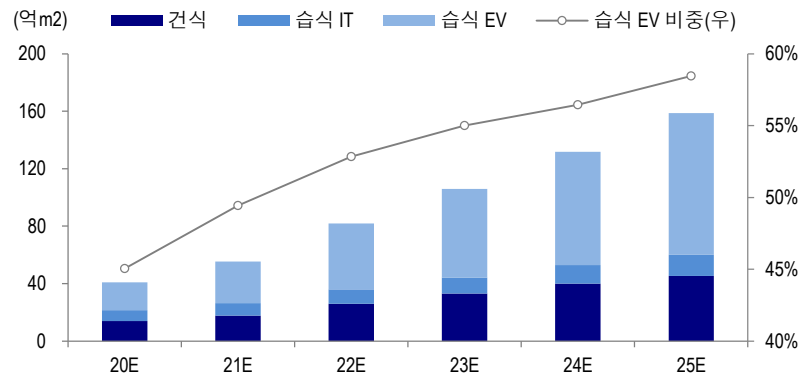
Source: SNE Research, KTB투자증권

Fig. 013: 전세계 배터리 시장 전망



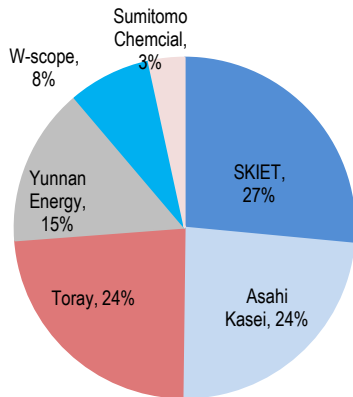
Source: SNE Research, KTB투자증권

Fig. 014: 분리막 Type별 수요 전망



Source: SNE Research, KTB투자증권

Fig. 015: 2020년 기준 Tier-1 습식 분리막 업체 M/S(%)



Source: SNE Research, KTB투자증권

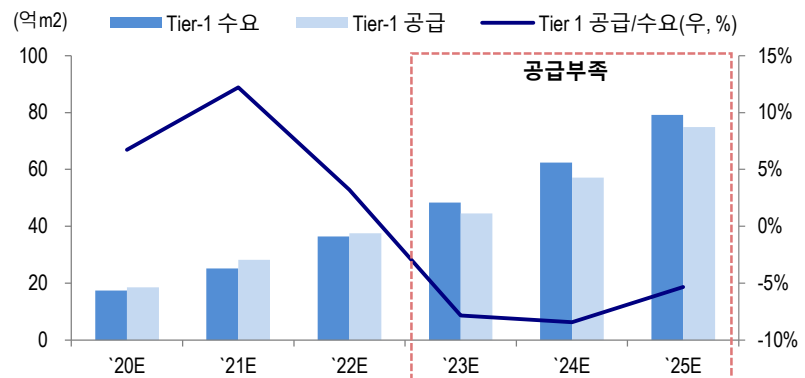
Fig. 016: 배터리-분리막 공급관계

	Panasonic	LGES	삼성SDI	SKI	CATL
SKIET	O	O	O	O	O
Asahi Kasei	O	O	O		O
Toray	O	O	O		O
Yunnan Energy		O			O
Celgard	O		O		
Senior		O	O		O
Ube	O	△			△
Sumitomo	O				
W-Scope		O	O		

Source: SNE Research

Note: O: 파트너십이 강하거나 대규모 MP 프로젝트
△: 파트너십이 약하거나 소규모 MP 프로젝트

Fig. 017: Tier-1 습식 분리막 수급 전망



Source: SNE Research, KTB투자증권

III-2. 독보적인 기술 경쟁력

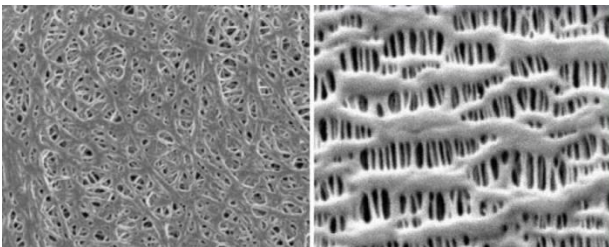
분리막은 건식, 습식으로 구분

분리막 제품은 제조방식에 따라 건식과 습식으로 나눌 수 있다. PP 필름을 물리적으로 찢으며 기공을 형성하는 건식 분리막은 초기 투자비용이 저렴하지만, 기공 크기가 균일하지 않아 분리막을 얇게 만드는 데 한계가 존재한다. 이로 인해 동일한 부피 내에서 배터리 용량을 극대화해서 주행거리를 늘리고자 하는 고객사들의 요구를 충족시키기 어려우며, 수요처도 ESS나 상용차 등 부피가 큰 제품으로 제한적이다. 반면 PE필름에 분포된 오일을 화학적으로 추출해내어 기공을 형성하는 습식 분리막의 경우 기공 크기를 균일하게 만들 수 있어 건식 대비 박막화에 유리하다는 특성을 가지고 있다. 따라서 건식 분리막에 비해 제조원가나 기술적 난이도가 높음에도 불구하고, 배터리 용량 확대 및 안정성 측면에서 강점을 가지고 있어 고객사 확보에 유리하다.

습식분리막은 공정 기술에 따라
동시연신과 축차연신으로 구분

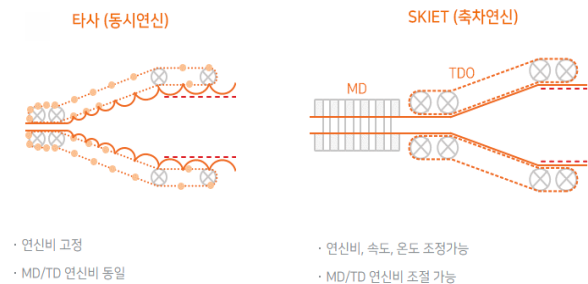
한편 습식 분리막은 세부적으로 공정 기술, 즉 분리막을 늘리는 방법에 따라 동시연신과 축차연신으로 구분된다. 폭과 길이를 한번에 늘려 연신 비율이 고정적인 동시연신과 달리, 동사가 채택하고 있는 축차연신 기술은 연신을 자유자재로 조절할 수 있어 제품 스펙을 고객사들이 요구하는 대로 다양하게 맞춰줄 수 있다는 장점을 가지고 있다. 특히 동사의 경우 2007년 글로벌 최초로 LiBS 축차연신 기술개발 및 상업화를 완료해 약 15년에 가까운 양산 경험을 보유하고 있다. 동시연신 방법을 채택하고 있는 Asahi Kasei, Toray 대비 경쟁 우위를 가지고 있어, 향후에도 기술 경쟁력 및 노하우를 통해 글로벌 1위 업체로서의 지위를 유지할 수 있을 전망이다.

Fig. 022: 습식 분리막(좌)와 건식 분리막(우)의 기공 비교



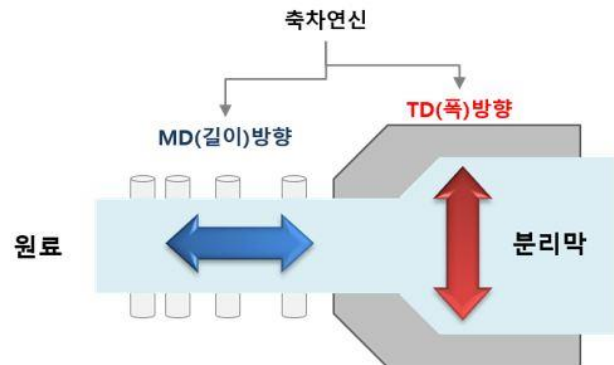
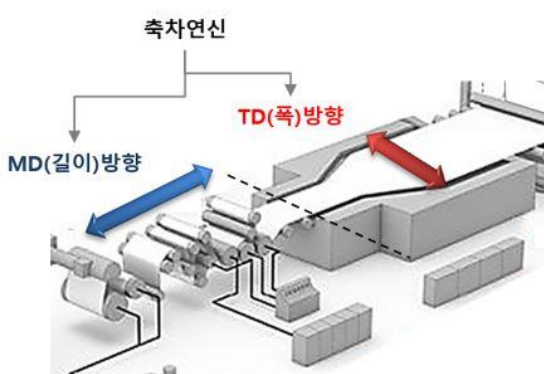
Source: SKIET, Dart

Fig. 023: 동시연신과 축차연신 비교



Source: SKIET

Fig. 024: 축차연신 공정 구조



Source: SKIET, Dart

Note: MD(Machine Direction)연신 이후 TD(Transverse Direction)연신 공정을 거침

III-3. 타 소재업체 대비 높은 수익성

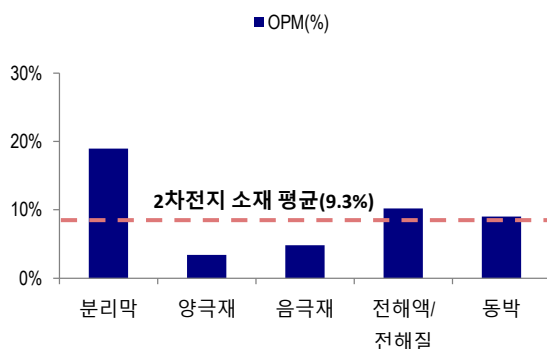
분리막 업체는 타 2차전지 소재
대비 높은 수익성을 보유

Tier-1 습식 분리막 업체 평균 OPM은 18.9%로 2차전지 소재 업체 평균 OPM 9.3% 대비 높은 특성을 가지고 있다. 그 이유는 높은 고정비 비중 때문이다. 영업비용 중 감가상각비의 비중은 20%로 타 소재 업체들 평균 7% 대비 월등히 높다. 타 소재 업체들은 재료비 비중이 높아 매출 성장에 따른 수익성 레버리지가 제한적이거나, 분리막은 고정비가 높은 원가구조 아래에서 라인당 생산성 향상을 통한 수익성 레버리지가 가능하다. 또한 높은 고정비는 신규업체들에게 진입장벽으로 작용하기 때문에 높은 이익률을 유지할 수 있을 것으로 전망한다

향후 ASP 하락은 생산성 향상으로
극복 가능

한편 공급물량 증가에 따른 ASP 하락의 경우, 생산성 향상에 따른 원가 절감으로 극복 가능할 것으로 전망한다. SNE Research에 따르면 Tier-1 습식 분리막 ASP는 2025E 0.63\$/m2로 CAGR 4.7% 감소할 것으로 예상된다. 동사의 생산성은 사업 시작 시점인 2005년에 비해서 현재 생산 라인 폭은 2.4배, 생산라인 속도는 2.9배 향상되었다. 그로 인해 현재 라인당 생산성은 84백만m2로 8.4배 성장하였으며 향후 108백만m2까지 향상시키는 것이 목표이다. 현재 Yunnan Energy의 라인당 생산성이 43백만m2 인 점을 감안하면 굉장히 높은 수준이다. 생산성 향상에 따른 원가 절감효과가 연간 2~3% 이기 때문에 전체적인 영업이익률은 유지할 것으로 전망한다.

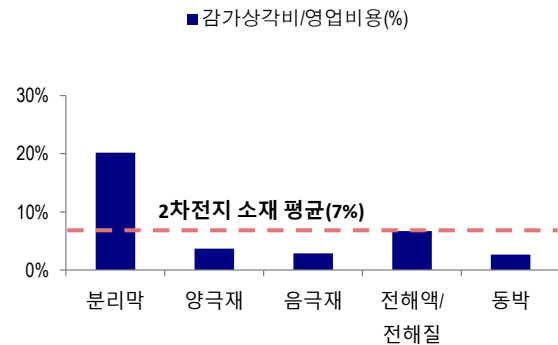
Fig. 025: 2020년 기준 2차전지 소재업체 영업이익률 비교



Source: Dart, Bloomberg, KTB투자증권

Note: 분리막(SKIET, Yunnan Energy, Ashai Kasei, Toray), 양극재(에코프로비엠, 엘앤에프), 음극재(포스코케미칼, 대주전자재료), 전해액/전해질(천보, 후성), 동박(SK, 일진머티리얼즈, 솔루스첨단소재)

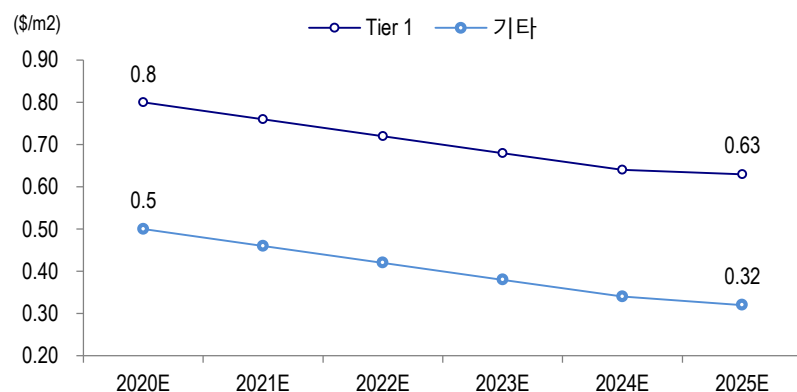
Fig. 026: 2020년 기준 2차전지 소재업체 감가상각비 비중



Source: Dart, Bloomberg, KTB투자증권

Note: 분리막(SKIET, Yunnan Energy, Ashai Kasei, Toray), 양극재(에코프로비엠, 엘앤에프), 음극재(포스코케미칼, 대주전자재료), 전해액/전해질(천보, 후성), 동박(SK, 일진머티리얼즈, 솔루스첨단소재)

Fig. 027: 습식 분리막 ASP 전망



Source: SNE Research

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.2% **HOLD :** 11.1% **SELL :** 0.7%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDEED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워 27층

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.