



대주전자재료

| Bloomberg Code (078600 KS) | Reuters Code (078600.KQ)

[2차전지 소재]

심원용 연구원
☎ 02-3772-3613
✉ wonyong.sim@shinhan.com

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

실리콘음극재 매출 비중 확대 구간



매수
(신규)



현재주가 (3월 14일)
87,200 원



목표주가
113,000 원 (신규)



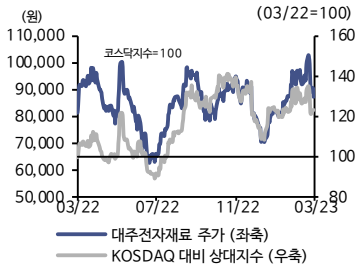
상승여력
29.6%

- ◆ 디스플레이, 태양광, 2차전지 등에 핵심 소재 공급
- ◆ SiOx 양산성, Capa 증설 기반으로 글로벌 지위 유지
- ◆ 2024년 예상 EPS 1,565원에 Target P/E 72.3배 적용



시가총액	1,349.9십억원
발행주식수	15.5백만주
유동주식수	10.5백만주(67.8%)
52 주 최고가/최저가	102,900 원/62,300 원
일평균 거래량 (60 일)	215,570 주
일평균 거래액 (60 일)	19,405 백만원
외국인 지분율	15.16%
주요주주	
임종규 외 11 인	27.56%
국민연금공단	5.06%
절대수익률	
3 개월	8.9%
6 개월	-6.8%
12 개월	7.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	4.7%
6 개월	-3.8%
12 개월	23.1%

주가



나노 기술 바탕으로 음극재 사업 진출

디스플레이, 태양광, 2차전지 등 전방 산업에 납품하는 나노 소재 업체다. 2000년대 초반 디스플레이 소재 제조 노하우를 기반으로 2차전지 음극재를 개발했다. 2022년 잠정실적 매출액 1,741억원(-12.4% YoY), 영업이익 120억원(-32.0% YoY)을 기록했다. 전방 IT 세트 수요 부진에 따른 전도성페이스트 매출 감소 여파다. 2023년 별도 기준 제품별 매출액 비중은 전도성페이스트 33.8%, 태양광 12.9%, 형광체 12.8%, 실리콘음극재 31.9%가 예상된다.

SiOx 음극재 물량 증대로 배터리 Top tier 소재사 도약

국내 유일 매출액이 발생하는 실리콘음극재 공급사다. SiOx(실리콘산화물계) 방식으로 성장성이 가장 큰 전기차 시장 탑재 레퍼런스(포르쉐 타이칸)를 확보했다. DMSO 제품은 현재 초기용량 1,400mAh/g, 초기효율 82% 내외로 물성을 개선했다. 전기차 및 기타 어플리케이션 향 차세대 제품 연구 개발도 한창이다. 1) 실리콘음극재 탑재 차량 모델 증가, 2) 음극 내 실리콘 첨가를 상승 시 성장이 가속화될 전망이다. 고부가 제품 기여로 2024년 영업이익률은 14.6%가 예상된다.

Capa 증설로 진입장벽이 더욱 부각될 수 있다. 실리콘음극재 사업은 자본집약적이고 밸류체인 확보가 중요한 사업이다. 고객사 요청 물량 소화, 선제적 증설로 추가 물량 확보 선순환이 지속될 전망이다. 2024년 말 10,000톤/연, 2025년 말 20,000톤/연 목표로 Capa 확대에 돌입했다. 1월 569억원(MTV 공장 실리콘음극재 Capa 확충 및 추가 인프라 공사), 269억원(새만금 부지 확보) 투자를 발표했다. 감가상각 효과를 제거한 2024년 EBITDA 이익률은 18.1%로 추정한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 113,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 113,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2024년 예상 EPS 1,565원에 Target P/E 72.3배를 적용한 값이다. 멀티플은 적자연도 제외 과거 평균 멀티플에 5% 할증한 값이다. 실리콘음극재 시장이 커질 때 양산성을 확보한 선도기업으로서 수혜 강도가 강할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	154.5	9.0	5.1	329	5,529	141.2	56.2	8.4	6.1	82.8
2021	198.7	17.6	22.9	1,478	8,388	72.1	75.5	12.7	21.2	67.8
2022F	174.1	12.0	4.4	287	7,932	247.3	60.8	9.0	3.5	76.1
2023F	194.7	20.8	9.3	598	8,435	145.9	50.1	10.3	7.3	131.2
2024F	289.4	42.2	24.2	1,565	9,904	55.7	29.7	8.8	17.1	135.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 기업 개요

전자재료 설립 후 실리콘음극재 진입

나노 파우더 기술을 기반으로 2차전지용 실리콘음극재까지 진출한 전자 재료 기업이다. 2000년대 초반 PDP용 격벽재료 양산 등 과정에서 기상증착 기술 노하우 축적으로 음극재 개발에 성공했다. 2019년 시화 MTV 공장을 준공해 생산 Capa를 확대했으며, 지속적인 소재 물성 개선도 이뤄지고 있다. 2019년 본격적인 실리콘음극재 생산을 개시했다. LG에너지솔루션과 EVE를 고객사로 확보해 전기차 및 파워툴링 출하가 진행되고 있다.

전도성페이스트는 MLCC향 내외부 전극으로 삼성전기에 납품하며, 태양전지는 은 파우더 중심 제품이다. 고급 차종 LED향 PiG(Phosphor in Glass) 등 매출도 성장 중이다.

2022년 잠정 실적 매출액 1,741억원(-12.4% YoY), 영업이익 120억원(-32.0% YoY)을 기록했다. MLCC 등 전방 산업이 IT 세트 수요 둔화로 타격을 입은 영향이다. 연초 이후 외국인 주도 수급 유입으로 주가 상승을 시현 중이다.

기업 연혁

연도	내용
1994	본사 및 공장 신축이전
2001	PDP용 격벽재료 양산 개시
2007	LG화학 형광체 사업부문 인수
2016	MLCC용 전극 paste 양산,자동차용 LED 형광체 양산
2019	2차전지용 실리콘음극재 양산
2021	제5회차 전환사채 발행

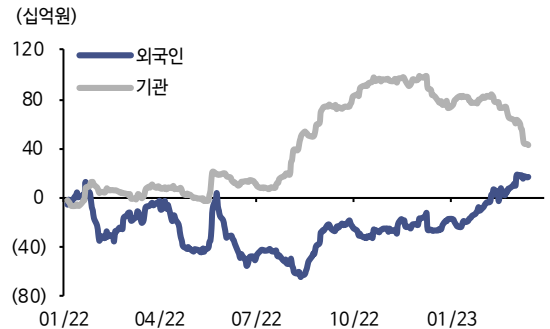
자료: DART, 신한투자증권

주요 사업부

전도성 페이스트	IT 제품향 침부품 내외부 전극용
태양전지전극재료	전면전극 은 파우더, 후면전극 은 페이스트
고분자재료	EMI 은 페이스트, 절연 코팅용 에폭시 도료
형광체재료	LED 파우더, PiG(Phosphor in Glass)
나노재료	2차전지용 음극재

자료: 회사 자료, 신한투자증권

최근 1년 기관, 외국인 누적 순매수 대금



자료: QuantiWise, 신한투자증권

II. 투자 포인트

SiOx, 전기차 탑재 강력한 레퍼런스

SiOx 음극재 전기차 탑재 레퍼런스로 향후 시장을 주도할 전망이다. 음극재 개발은 2000년대 초반 PDP 격벽재료 제조과정으로부터 얻은 노하우를 적용해 시작했다. 2019년 LG에너지솔루션 납품을 통해 포르쉐 타이칸 EV 모델에 최초 탑재한 레퍼런스를 확보했다. 1) 신규 실리콘음극재 탑재 차량 모델 수 증가, 2) 실리콘음극재 첨가율 상승(3~5wt% → 5~7wt%) 등이 트리거로 작용할 수 있다.

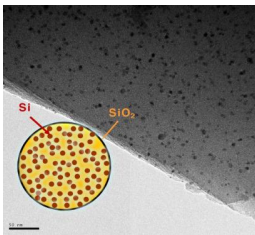
현재 개선된 제품군은 방전용량 1,400mAh/g, 초기효율(방전용량/충전용량) 80% 이상의 스펙을 확보한 것으로 추정한다. DMSO 제품군의 입자 크기 중간값은 6 μm, 실리콘 크기는 10nm 이하로 팽창 방지와 효율 확보에 집중했다. 당사 추정치 기준 2025년, 2030년 실리콘음극재 시장은 2.8조원, 16.8조원 규모다. 해당 시기까지 양산성을 확보한 SiOx 계열 제품의 우위를 예상하며 고부가 가치 제품 비중 확대에 따라 영업이익률은 2024년 14.6%(+3.9%p YoY)로 추정한다.

대주전자재료 제품 특성

제품	전기화학적 특성		물리적 특성			
	용량(mAh/g)	ICE(%)	입자 크기 (D50, um)	표면적 (m2/g)	탄소 함유량 (%)	실리콘사이즈 (nm)
기존 SiOx	1,600	75				
DMSO						
H80	1,400~1,500	78~80	4~8	<10	2~6	<10
H82	1,320~1,430	80~82	4~8	<10	2~6	<11
H85	1,280~1,350	83~85	4~8	<10	2~6	<12

자료: 대주전자재료, 신한투자증권

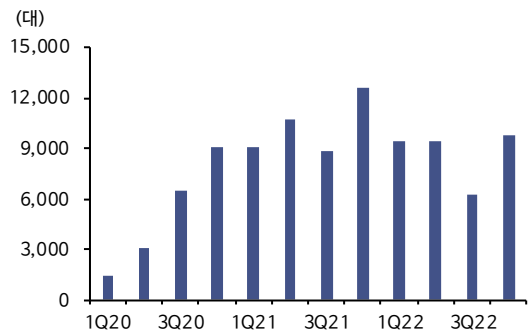
DMSO 제품 구조



SiOx 타입 실리콘음극재
포르쉐 타이칸 및 건동 공구 적용

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포르쉐 타이칸 판매량



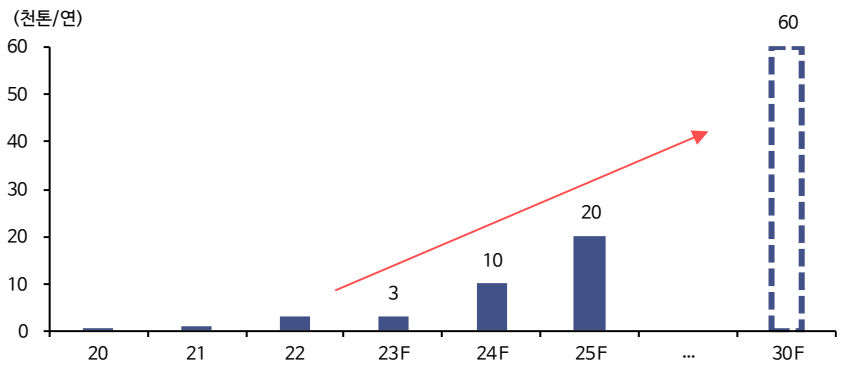
자료: Porsche, 신한투자증권

Capa 증설로 Top tier 지위 유지

공격적인 Capa 증설로 실리콘음극재 시장 Top tier 지위 유지를 전망한다. 실리콘음극재 사업은 시설투자를 요하는 자본집약적 사업이다. 고객사 요청 물량 소화, 선제적 증설로 추가 물량 확보의 선순환이 이뤄질 전망이다. 샘플 단에서 양산 규모로 출하량이 증가할 때 큰 레버리지 효과를 볼 수 있다. 음극재 생산에 필요한 장비/설비는 자체 설계가 가능한 점도 경쟁력이다. 실리콘음극재 Capa는 2024년 말 10,000톤/연, 2025년 말 20,000톤/연으로 예상된다. 현재 시장에서 경쟁 중인 BTR, 포스코 등과 맞먹는 투자 속도로 판단한다.

2023년 1월 569억원, 269억원 신규시설투자를 공시했다. 실리콘음극재 공장 신축, 향후 기반 공사와 새만금 신규 투자 부지 확보 건이다. 자체 및 차입 자금을 활용할 계획이며 지속적인 투자로 금융비용 및 감가상각비 증가는 고려할 필요가 있다. 감가상각 효과를 배제한 EBITDA 이익률은 15.6%, 18.1%로 예상된다.

Capa 전망



자료: 신한투자증권 추정

시작	종료	투자목적	투자금액	참고사항
23년 1월	24년 12월	이차전지용 실리콘음극재 공장동 추가 신축	56.9	DMSO CAPA 확대 위한 공장 1개동과 일부 기반 공사에 대한 투자 (3개동 신축 계획) 금액, 시설 장치 투자금액은 별도
23년 1월	23년 6월	이차전지용 실리콘음극재, 원재료 및 연관 소재 생산 부지 확보	26.9	실리콘음극재 Capa 확대, 원재료, 연관 소재 및 차세대 배터리용 소재 생산에 필요한 생산부지 선제적 확보

자료: DART, 신한투자증권 / 주: 십억원 기준

구분	값	단위	비고
사채 총액	79,999	백만원	전액 운영자금
전환가액	103,356	원	리픽싱 없음
주식수	774,023	주	
표면이자율	0	%	
전환가능일	2022-11-16~		
발행 대상자	넥스트 1호 유한회사 (IMM 크레딧솔루션)		

자료: DART, 신한투자증권

III. 실적 추정

2024년 영업이익 422억원 전망

2023년 매출액 1,947억원(+11.9% YoY), 영업이익 208억원(+73.9% YoY)을 추정한다. 매크로부터 이어지는 IT 수요 불확실성에 전도성 페이스트 실적 변동성이 상존한다. 실리콘음극재 수요 대응을 위한 Capa 확장에 집중하는 시기다.

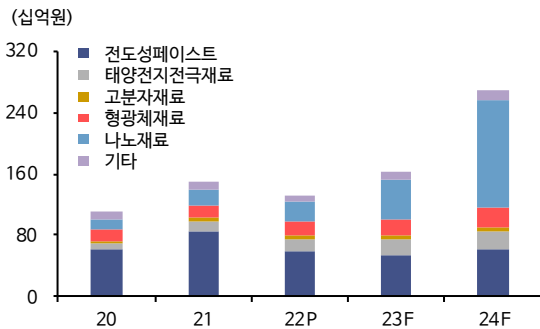
2024년 매출액 2,894억원(+48.6% YoY), 영업이익 422억원(+102.7% YoY)을 예상한다. 실리콘음극재 출하가 더욱 가속화되는 시기다. PiG 등 고급차종향 매출 증가, IT시황 저점 통과, 태양광 제품군 신규 진입도 실적 하단을 지지해 줄 전망이다. 고부가 음극재 실적 기여로 영업이익률은 14.6%(+3.9%p YoY)를 예상한다.

대주전자재료 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	2024F
매출액	38.3	58.6	40.2	37.0	43.4	49.2	51.0	51.2	174.1	194.7	289.4
전도성페이스트	19.8	17.6	10.6	10.2	13.2	13.7	14.9	12.9	58.3	54.6	60.3
태양전지전극재료	4.0	4.9	3.9	4.1	4.6	6.3	4.7	5.2	17.0	20.8	23.4
고분자재료	1.1	1.3	1.0	1.1	1.0	1.2	1.2	1.5	4.4	4.9	5.9
형광체재료	3.4	4.5	6.0	3.6	4.1	4.9	5.6	6.1	17.5	20.7	26.5
나노재료	5.8	7.2	6.5	7.0	9.8	10.9	14.7	16.1	26.5	51.5	140.1
기타제품	1.0	1.9	0.8	1.4	1.5	1.7	1.6	1.8	5.0	6.6	7.2
상품	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	2.1	2.3	2.5
연결조정	2.7	20.6	10.9	9.1	8.7	9.9	7.7	7.1	43.4	33.3	23.6
영업이익	3.5	5.1	3.6	(0.2)	4.2	5.5	5.6	5.5	12.0	20.8	42.2
순이익	2.2	3.2	3.3	(4.3)	1.7	2.8	2.6	2.2	4.4	9.3	24.2
영업이익률	9.1	8.6	8.9	(0.4)	9.6	11.2	11.1	10.7	6.9	10.7	14.6
순이익률	5.8	5.4	8.3	(11.7)	3.9	5.7	5.1	4.3	2.6	4.8	8.4

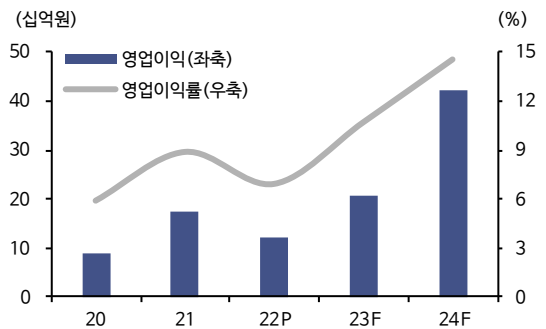
자료: 신한투자증권 추정 / 주: 2022년 제품별 비중은 추정치

부문별 매출액 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

IV. 밸류에이션

Target P/E 72.3배 적용, 목표주가 113,000원

투자 의견 '매수', 목표주가 113,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS 1,565원에 Target P/E 72.3배를 적용했다. Target 멀티플은 적자와 Outlier 제외 과거 P/E 평균에 5% 할증한 값이다. 기존 제품군 성장률 둔화에도 실리콘음극재에 대한 기대감이 주가 트리거로 작용해왔다. 현 시점에서 음극재는 1) 실제 EV향 양산에 성공했으며, 2) 글로벌 스케일의 유일한 국내 기업이고, 3) 셀, OEM의 채택 기조가 확대되고 있음을 감안해 프리미엄을 적용했다.

목표주가 산출

구분	값	비고
예상 EPS(원)	1,565	24F EPS
Target P/E(배)	72.3	16, 20, 21년 P/E 평균에 5% 할증
목표주가(원)	113,000	
현재주가(원)	87,200	2023년 3월 14일 종가
Upside(%)	29.6	

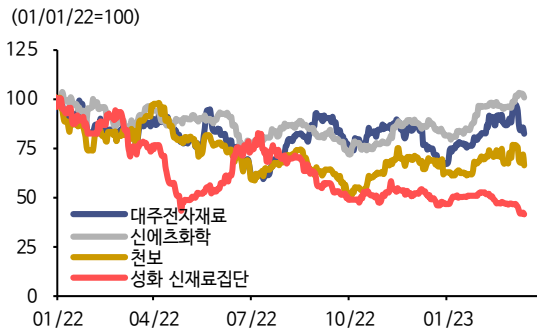
자료: 신한투자증권

Historical P/E

(배)	15	16	17	18	19	20	21	22P
P/E(평균)	(11.1)	64.3	(12.0)	791.5	(305.2)	98.1	44.4	303.6
P/E(기말)	(9.6)	73.8	(25.0)	655.1	(301.1)	140.5	72.1	250.9
P/E(High)	(15.5)	86.0	(25.9)	1,261.5	(415.3)	164.6	88.3	371.0
P/E(Low)	(8.6)	47.8	(6.8)	488.5	(233.5)	26.0	23.0	220.1

자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 2016, 2020, 2021년 멀티플 평균 적용

Peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 P/B



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	206.0	298.4	282.6	350.8	450.7
유동자산	69.5	116.6	92.0	85.2	161.9
현금및현금성자산	18.8	34.3	31.6	1.8	6.9
매출채권	27.7	36.4	27.0	37.4	69.4
재고자산	19.5	23.6	17.5	24.2	44.9
비유동자산	136.5	181.8	190.6	265.7	288.9
유형자산	134.1	172.2	188.1	263.3	286.0
무형자산	1.4	1.3	1.6	1.1	0.8
투자자산	1.0	8.3	0.9	1.2	2.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	118.8	166.5	157.7	218.4	296.2
유동부채	64.8	80.5	74.9	96.4	123.5
단기차입금	50.5	61.6	62.7	79.7	92.7
매입채무	6.5	6.7	5.0	6.9	12.7
유동성장기부채	2.4	2.9	0.2	0.2	0.2
비유동부채	54.0	85.9	82.8	122.0	172.7
사채	0.0	68.5	72.9	82.9	92.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	38.5	4.4	0.3	25.8	55.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	87.2	131.9	124.9	132.5	154.5
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	43.0	52.6	52.6	52.6	52.6
기타자본	(3.5)	(5.8)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
기타포괄이익누계액	26.6	41.5	42.9	42.9	42.9
이익잉여금	11.6	33.7	35.2	43.0	65.7
지배주주지분	85.4	129.8	122.8	130.6	153.3
비지배주주지분	1.8	2.1	2.1	1.9	1.2
*총차입금	91.9	137.7	136.3	188.8	241.3
*순차입금(순현금)	72.3	89.4	95.0	173.8	209.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	10.1	7.5	27.3	7.4	(0.9)
당기순이익	5.3	23.0	4.4	9.0	23.6
유형자산상각비	4.6	5.2	7.3	9.1	10.0
무형자산상각비	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3
외화환산손실(이익)	(0.1)	(0.1)	(0.8)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(2.7)	(15.7)	9.4	(11.2)	(34.8)
(법인세납부)	(0.4)	(0.4)	0.6	(2.1)	(5.7)
기타	3.2	(4.8)	6.0	2.1	5.7
투자활동으로인한현금흐름	(11.1)	(44.4)	(11.1)	(88.4)	(44.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(11.6)	(25.3)	(22.5)	(84.4)	(32.6)
유형자산의감소	0.1	1.2	0.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(0.0)	(0.6)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	11.1	(0.3)	(0.9)
기타	0.7	(20.3)	0.8	(3.7)	(11.4)
FCF	1.1	(9.5)	9.2	(72.8)	(34.6)
재무활동으로인한현금흐름	8.6	52.1	(19.5)	51.1	51.0
차입금의 증가(감소)	8.8	55.3	(7.9)	52.6	52.5
차기주식의처분(취득)	0.0	2.5	(10.0)	0.0	0.0
배당금	0.0	(0.8)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타	(0.2)	(4.9)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.2	0.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	7.4	15.4	(2.6)	(29.9)	5.2
기초현금	11.4	18.8	34.3	31.6	1.8
기말현금	18.8	34.3	31.6	1.8	6.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	154.5	198.7	174.1	194.7	289.4
증감률 (%)	32.8	28.6	(12.4)	11.9	48.6
매출원가	125.3	157.0	139.3	148.5	214.2
매출총이익	29.3	41.7	34.8	46.2	75.2
매출총이익률 (%)	18.9	21.0	20.0	23.7	26.0
판매관리비	20.2	24.1	22.8	25.4	33.1
영업이익	9.0	17.6	12.0	20.8	42.2
증감률 (%)	238.7	95.0	(32.0)	73.9	102.7
영업이익률 (%)	5.8	8.9	6.9	10.7	14.6
영업외손익	(3.3)	(1.1)	(7.0)	(9.7)	(12.9)
금융손익	(3.7)	(1.1)	(3.2)	(9.7)	(12.9)
기타영업외손익	0.4	0.0	(3.8)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	5.7	16.5	5.0	11.1	29.3
법인세비용	0.4	(6.4)	0.6	2.1	5.7
계속사업이익	5.3	23.0	4.4	9.0	23.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.3	23.0	4.4	9.0	23.6
증감률 (%)	흑전	337.4	(80.9)	105.3	161.8
순이익률 (%)	3.4	11.6	2.5	4.6	8.1
(지배주주)당기순이익	5.1	22.9	4.4	9.3	24.2
(비지배주주)당기순이익	0.2	0.1	(0.1)	(0.3)	(0.7)
총포괄이익	5.1	38.1	5.9	9.0	23.6
(지배주주)총포괄이익	4.9	37.8	5.9	9.0	23.7
(비지배주주)총포괄이익	0.2	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.1)
EBITDA	13.9	23.1	19.7	30.4	52.5
증감률 (%)	87.5	66.1	(14.7)	54.6	72.5
EBITDA 이익률 (%)	9.0	11.6	11.3	15.6	18.1

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	340	1,485	283	581	1,522
EPS (지배순이익, 원)	329	1,478	287	598	1,565
BPS (자본총계, 원)	5,642	8,521	8,071	8,557	9,983
BPS (지배지분, 원)	5,529	8,388	7,932	8,435	9,904
DPS (원)	50	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	136.5	71.8	250.7	150.0	57.3
PER (지배순이익, 배)	141.2	72.1	247.3	145.9	55.7
PBR (자본총계, 배)	8.2	12.5	8.8	10.2	8.7
PBR (지배지분, 배)	8.4	12.7	9.0	10.3	8.8
EV/EBITDA (배)	56.2	75.5	60.8	50.1	29.7
배당성향 (%)	15.0	6.5	33.2	15.9	6.1
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.0	11.6	11.3	15.6	18.1
영업이익률 (%)	5.8	8.9	6.9	10.7	14.6
순이익률 (%)	3.4	11.6	2.5	4.6	8.1
ROA (%)	2.6	9.1	1.5	2.8	5.9
ROE (지배순이익, %)	6.1	21.2	3.5	7.3	17.1
ROIC (%)	4.9	11.2	3.9	6.8	11.2
안정성					
부채비율 (%)	136.1	126.2	126.2	164.9	191.7
순차입금비율 (%)	82.8	67.8	76.1	131.2	135.7
현금비율 (%)	29.0	42.5	42.2	1.8	5.6
이자보상배율 (배)	3.2	5.1	1.6	2.1	3.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.0	4.4	3.8	4.2	3.8
재고자산회수기간 (일)	49.6	39.6	43.1	39.1	43.6
매출채권회수기간 (일)	59.8	58.9	66.5	60.3	67.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권