

LGC가 보는 동박의 적정 가치는?

매수
(유지)목표가: 88,000원 ▲
상승여력: 54.7%

김철중 chuljoong.kim@miraasset.com

목표주가 상향 조정

목표주가 88,000원으로 +13% 상향 조정

- 22년 예상 EPS에 Target P/E 35배 적용. Target P/E는 기존과 동일하게 적용
- 적용되는 EPS 시점을 21년 → 22년으로 수정. 수요 성장 가시성 높아지는 상황 반영
- 당사는 이미 에코프로비엠/엘엔애프의 목표주가 산정에 23년 EPS를 적용 중

LG에너지솔루션이
책정한 동박의 적정 가치

LG에너지솔루션, 21년 1.0만톤 생산능력의 솔루스첨단소재 전지박 가치 9,160억원 책정

- 지난 12월 LG에너지솔루션, 솔루스첨단소재 유럽 전지박 제 3자 유증으로 지분 참여
- 유증 이후 LG에너지 솔루션이 보유하게 되는 지분율은 6.23% 수준, 총 580억원 투자
- LG에너지솔루션이 '현 시점'에 책정한 솔루스첨단소재의 전지박 가치 9,160억원 수준
- 23년 예상 실적(Dart 공시) 기준 P/E 34.2배, EV/EBITDA 14.3배의 밸류에이션
- 일진머티리얼즈 23년 기준 P/E 18.3배, EV/EBITDA 11.5배 수준
- 글로벌 1위 업체 임에도 불구하고 후발 주자 대비 저평가 상황
- 22년 생산 능력(PSR) 기준으로도 경쟁사 대비 저평가 상황
- 22년 생산능력: 일진머티리얼즈 6.5만톤, 솔루스첨단소재 2.5만톤, SKC 5.5만톤
- 현재 시가 총액: 일진머티리얼즈 2.6조원, 솔루스첨단소재 1.5조원, SKC 3.8조원

상반기 타이트한 수급으로
동박 제품 저평가 영역 탈피
전망

타이트한 업황 고려 시, 국내 및 말레이시아 라인 상반기 가동률 시장 예상 상회할 것

- 12월 동박 수출 중량 +115% YoY, 수출액 +125% YoY
- 최근 산업 수요 고려 시, 과거와 같은 급격한 상저하의 트렌드는 아닐 것으로 예상
- 21년 영업이익 910억원(+71.7% YoY)으로 큰 폭의 이익 성장 본격화될 것으로 전망

Key data



현재주가(21/1/18, 원)	56,900	시가총액(십억원)	2,624
영업이익(20F, 십억원)	53	발행주식수(백만주)	46
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	57	유동주식비율(%)	46.4
EPS 성장률(20F, %)	1.4	외국인 보유비중(%)	8.8
P/E(20F, x)	49.4	베타(12M) 일간수익률	1.57
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	22,550
KOSPI	3,013.93	52주 최고가(원)	60,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.5	12.7	19.2
상대주가	5.3	-17.7	-11.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	502	550	567	817	1,017	1,169
영업이익 (십억원)	49	47	53	91	135	168
영업이익률 (%)	9.8	8.5	9.3	11.1	13.3	14.4
순이익 (십억원)	41	47	48	81	116	143
EPS (원)	897	1,016	1,030	1,761	2,516	3,104
ROE (%)	7.8	8.5	7.9	12.2	15.3	16.1
P/E (배)	45.7	42.1	49.4	32.3	22.6	18.3
P/B (배)	3.6	3.5	3.8	3.7	3.2	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 일진머티리얼즈 2020년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	4Q19	3Q20	4Q20F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	127	132	163	167	28.3	23.6
영업이익	2	12	16	18	695.4	32.9
영업이익률	1.6	9.0	9.7	11.0	520.0	7.6
세전이익	6	10	17	18	197.9	59.4
순이익	9	7	12	14	34.7	70.0

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 일진머티리얼즈 Valuation Table

비고		
2022F EPS (십억원)	2,516	EPS 적용 시점 21년 → 22년으로 수정
Target P/E (x)	35.0	Target 멀티플 적용은 기존과 동일
목표주가 (원)	88,000	
현재주가 (원)	56,900	
상승여력 (%)	55%	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

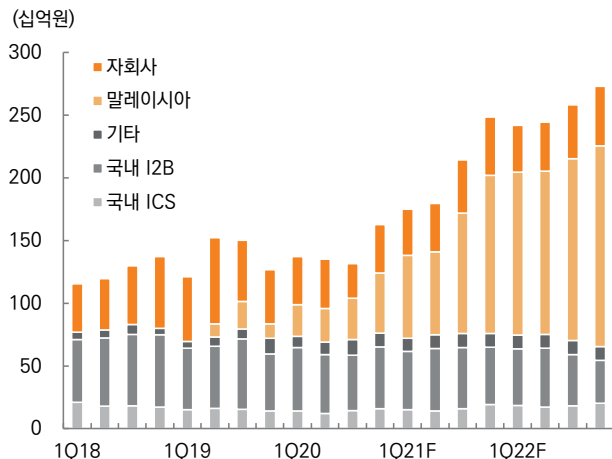
(십억원,%)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20F	21F	22F
매출액	137.4	135.2	131.7	162.7	174.8	179.5	214.1	248.5	567.0	816.9	1,017.2
PCB용 일렉포일(ICS)	14.2	12.3	14.4	15.9	15.3	14.3	15.9	19.2	56.8	64.7	74.3
2차전지 용 일렉포일(I2B) -말레이 포함	75.7	74.0	77.2	97.3	112.3	115.7	144.7	171.8	324.2	544.5	732.2
기타	8.8	9.8	12.6	11.0	10.5	11.0	11.3	10.9	42.1	43.7	43.9
연결회사- 말레이 제외/ 연결 조정	38.6	39.2	27.5	38.6	36.6	38.5	42.3	46.5	143.9	163.9	166.6
매출 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
PCB용 일렉포일(ICS)	10.4	9.1	10.9	9.8	8.8	8.0	7.4	7.7	10.0	7.9	7.3
2차전지 용 일렉포일(I2B) -말레이 포함	55.1	54.7	58.6	59.8	64.3	64.5	67.6	69.1	57.2	66.7	72.0
기타	6.4	7.2	9.6	6.7	6.0	6.1	5.3	4.4	7.4	5.3	4.3
연결회사- 말레이 제외 / 연결 조정	28.1	29.0	20.9	23.7	21.0	21.4	19.8	18.7	25.4	20.1	16.4
영업이익	11.0	14.5	11.9	15.8	17.4	17.9	22.8	32.8	53.2	90.9	135.0
일진머티리얼즈 -말레이 포함	9.4	11.8	9.7	14.0	15.9	16.7	20.9	30.0	44.9	83.6	127.3
연결회사- 말레이 제외 / 연결 조정	1.5	2.7	2.2	1.9	1.5	1.2	1.9	2.7	8.3	7.4	7.7
영업이익률	8.0	10.7	9.0	9.7	10.0	10.0	10.7	13.2	9.4	11.1	13.3
일진머티리얼즈 -말레이 포함	9.5	12.3	9.3	11.2	11.5	11.8	12.2	14.9	10.6	12.8	15.0
연결회사- 말레이 제외 / 연결 조정	4.0	6.9	8.0	4.8	4.1	3.2	4.5	5.9	5.8	4.5	4.6

주: K-IFRS 연결 기준

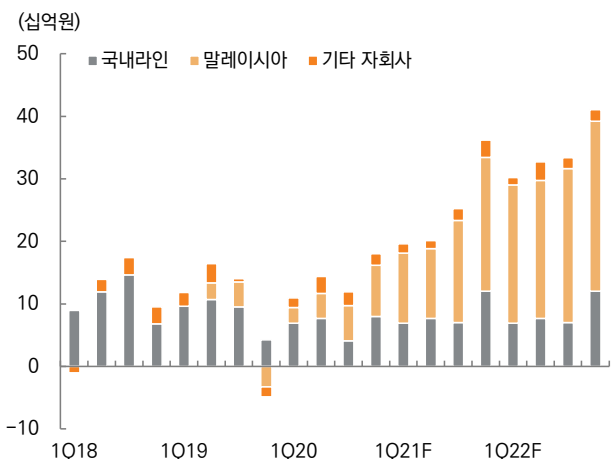
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 일진머티리얼즈 라인 별 매출액 전망



자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 일진머티리얼즈 라인 별 영업이익 전망



자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋대우 리서치센터

LG에너지솔루션이 책정해 준 동박의 적정 가치

지난 12월 LG에너지솔루션은 동박 산업 내 후발 주자인 솔루스첨단소재의 유럽 전지박 법인에 지분 투자를 하였다. 중장기로 타이트해질 것으로 예상되는 동박 수급에 선제적인 대응을 한 것으로 보인다. LG에너지솔루션은 솔루스첨단소재의 유럽 전지박 법인의 지분 6.28%를 취득하면서, 580억원의 투자를 집행하였다. **솔루스첨단소재의 기업가치를 9,160억원(100% 지분 가정 시) 수준으로 가치 평가하였다.**

솔루스첨단소재 전지박이 유의미한 이익을 기록할 것으로 예상되는 23년 멀티플에 주목할 필요가 있다. 23년 기준 PSR은 2.7배, EV/EBITDA 14.3배, PER 34.2배 수준으로 가치 평가를 받았다. 현재 시가총액 기준 일진머티리얼즈의 23년 기준 PSR은 2.3배, EV/EBITDA 11.5배, PER 18.3배 수준이다. **일진머티리얼즈의 ‘현 시점’ 시가 총액은 후발 주자인 솔루스첨단소재 대비해서도 저평가되어 있는 상황이다.**

타 소재 대비 저평가 되어있던 동박 업황도 상반기 반전될 것으로 예상된다. 12월 동박 수출 중량은 전년동기 대비 +115%, 수출액은 전년동기 대비 +125% 증가하였다. 작년 하반기부터 타이트한 수급 상황이 지속되며, 통상적인 T-값 인하도 제한적이었던 것으로 파악된다. 상반기 실적 개선으로 양극재 등 타 소재 대비 저평가 영역에서 벗어날 것으로 전망한다.

표 4. 솔루스첨단소재 제3자 배정 유상증자 세부내역

신주 발행 주식 수(주)	30,593
자금조달 금액(십억원)	504
주당 가격(원)	16,483,914
LG에너지솔루션 배정 주식 수(주)	3,490
LG화학 투자 금액(십억원)	58
신주 발행 후 LG화학 지분율(%)	6.28
솔루스 첨단 소재 전지박 가치 산정(십억원) (100% 지분 가정)	916

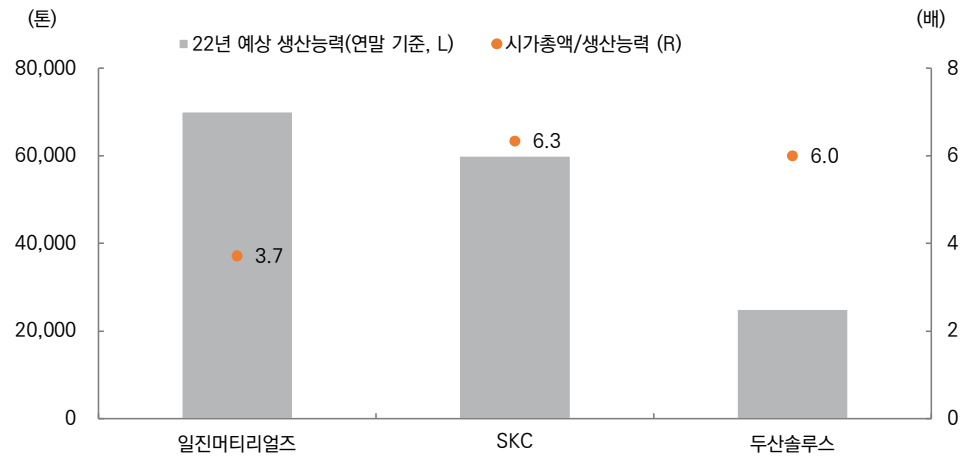
자료: DART, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. LG화학 투자 금액으로 역산해보는 동박 제품의 적정 가치

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	8	105	183	342	672	1,078
영업이익(십억원)	-9	4	2	29	91	183
감가상각비(십억원)	4	16	25	35	56	77
EBITDA(십억원)	-5	19	27	64	147	260
세후영업이익(십억원)	-9	4	2	27	83	167
기업가치/매출액(배)	119.6	8.7	5.0	2.7	1.4	0.9
기업가치/영업이익(배)	-	229.7	392.1	31.2	10.1	5.0
기업가치/EBITDA(배)	-	47.0	33.5	14.3	6.2	3.5
기업가치/세후영업이익(배)	-	252.4	430.9	34.2	11.1	5.5

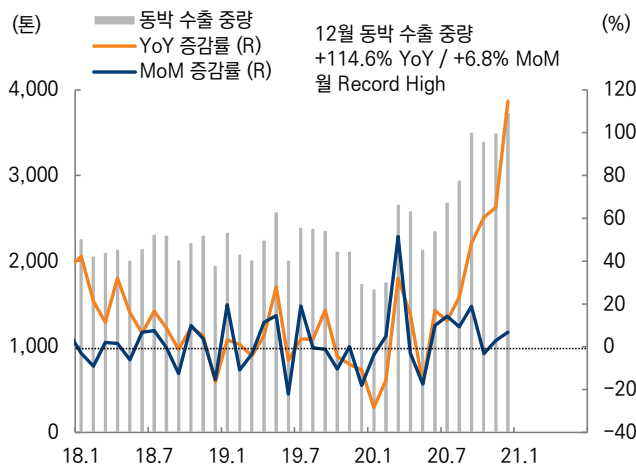
자료: DART, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 22년 동박 생산능력 대비 시가총액 비교



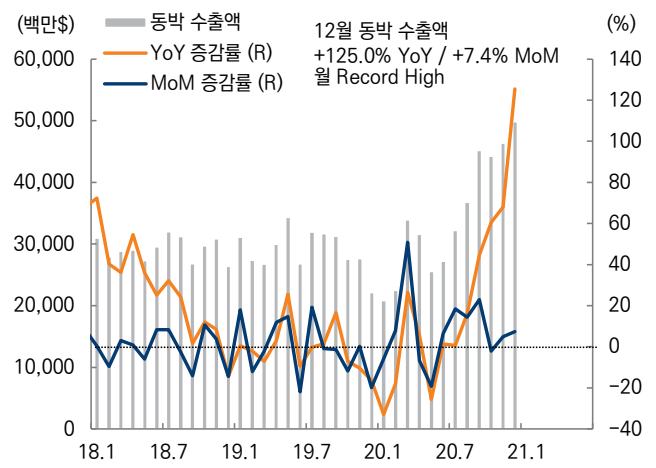
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 월별 동박 수출 중량 추이



자료: Trass, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월별 동박 수출액 추이



자료: Trass, 미래에셋대우 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	567	817	1,017	1,169
매출원가	481	680	826	936
매출총이익	86	137	191	233
판매비와관리비	33	45	56	64
조정영업이익	53	91	135	168
영업이익	53	91	135	168
비영업손익	7	10	10	11
금융손익	0	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	60	101	145	179
계속사업법인세비용	12	20	29	36
계속사업이익	48	81	116	143
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	48	81	116	143
지배주주	48	81	116	143
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	50	81	116	143
지배주주	50	81	116	143
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	88	136	192	231
FCF	-107	-98	40	65
EBITDA 마진율 (%)	15.5	16.6	18.9	19.8
영업이익률 (%)	9.3	11.1	13.3	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.5	9.9	11.4	12.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	560	903	982	1,114
현금 및 현금성자산	240	439	477	540
매출채권 및 기타채권	113	172	189	217
재고자산	131	201	220	253
기타유동자산	76	91	96	104
비유동자산	569	705	768	826
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	489	625	689	747
무형자산	7	6	6	5
자산총계	1,128	1,608	1,751	1,940
유동부채	124	190	208	239
매입채무 및 기타채무	59	90	99	114
단기금융부채	4	5	6	7
기타유동부채	61	95	103	118
비유동부채	126	214	225	243
장기금융부채	54	104	104	104
기타비유동부채	72	110	121	139
부채총계	251	404	433	482
지배주주지분	625	704	817	958
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	385	385	385	385
이익잉여금	199	278	391	532
비지배주주지분	253	500	500	500
자본총계	878	1,204	1,317	1,458

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	82	160	185
당기순이익	48	81	116	143
비현금수익비용가감	52	68	88	101
유형자산감가상각비	34	44	56	62
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	17	23	31	38
영업활동으로인한자산및부채의변동	-47	-44	-12	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-32	-59	-17	-28
재고자산 감소(증가)	-47	-69	-20	-33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	18	5	9
법인세납부	-13	-20	-29	-36
투자활동으로 인한 현금흐름	-146	-181	-120	-120
유형자산처분(취득)	-147	-180	-120	-120
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	0	0
기타투자활동	3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	49	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	52	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	-6	-1	-1	-1
현금의 증가	-93	198	38	63
기초현금	333	240	439	477
기말현금	240	439	477	540

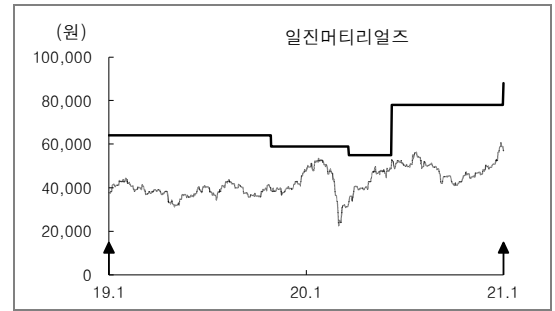
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020F	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	49.4	32.3	22.6	18.3
P/CF (x)	23.7	17.6	12.8	10.8
P/B (x)	3.8	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA (x)	26.9	20.2	14.2	11.5
EPS (원)	1,030	1,761	2,516	3,104
CFPS (원)	2,152	3,232	4,432	5,293
BPS (원)	13,550	15,261	17,727	20,781
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	4.9	2.8	2.0	1.6
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	3.1	44.1	24.5	14.9
EBITDA증가율 (%)	7.3	54.5	41.2	20.3
조정영업이익증가율 (%)	12.8	71.7	48.4	24.4
EPS증가율 (%)	1.4	71.0	42.9	23.4
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.8	5.7	5.8
재고자산 회전율 (회)	5.3	4.9	4.8	4.9
매입채무 회전율 (회)	16.2	15.8	15.1	15.2
ROA (%)	4.4	5.9	6.9	7.8
ROE (%)	7.9	12.2	15.3	16.1
ROIC (%)	8.5	9.9	11.9	13.5
부채비율 (%)	28.6	33.6	32.9	33.1
유동비율 (%)	449.8	475.8	471.5	465.9
순차입금/자기자본 (%)	-25.7	-30.9	-31.1	-32.4
조정영업이익/금융비용 (x)	19.7	20.5	28.3	35.1

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
일진머티리얼즈 (020150)				
2021.01.18	매수	88,000	-	-
2020.06.25	매수	78,000	-37.39	-22.05
2020.04.07	매수	55,000	-20.63	-9.45
2019.11.15	매수	59,000	-28.31	-9.15
2019.08.16	1년 경과 이후	64,000	-38.57	-31.80
2018.08.16	매수	64,000	-34.71	-8.28



* 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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 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.