



레이크머티리얼즈 (281740)

적정 기업가치 5,600억원

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

BUY (신규)

목표주가(신규): 8,500원

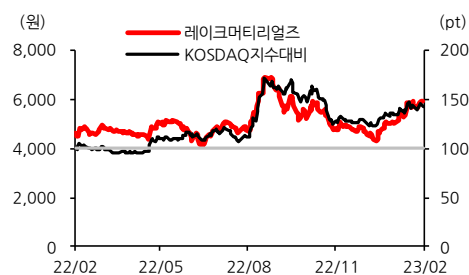
현재 주가(2/21)	5,780원
상승여력	▲ 47.1%
시가총액	3,799억원
발행주식수	65,731천주
52 주 최고가 / 최저가	6,920 / 4,090원
90 일 일평균 거래대금	38.34억원
외국인 지분율	3.0%
주주 구성	
김진동 (외 18 인)	43.8%
엔에이치엔인베스트먼트파트너	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.5	20.4	21.4	24.8
상대수익률(KOSDAQ)	3.9	10.0	24.0	35.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	82	132	170	202
영업이익	21	35	47	58
EBITDA	26	43	58	70
지배주주순이익	18	27	38	48
EPS	275	406	585	731
순차입금	55	81	78	67
PER	19.9	13.6	9.9	7.9
PBR	6.2	4.3	3.1	2.2
EV/EBITDA	15.9	10.3	7.9	6.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	36.6	37.3	36.9	32.6

주가 추이



목표주가 8,500원으로 커버리지 개시

레이크머티리얼즈에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8,500원으로 커버리지 개시. 올해 예상 EPS 585원에 Target P/E 14.X 적용. Target P/E는 반도체 소재 주요 4개사의 12M Fwd P/E 평균을 10% 할증한 것. 동사의 소재 기술력과 다양한 전방시장의 잠재력을 고려하면 오히려 추가 할증이 타당하나, 현 주가는 이를 충분히 반영하지 못한 상태

Hf 전구체 공급 증가와 Zr 전구체의 벤더 조정 효과 기대

올해 반도체 부문 성장의 핵심은 High-K 전구체의 구조적 성장으로 1) Hf 전구체의 1a 비중 확대에 따른 사용량 증가, 2) Zr 전구체의 고객사 벤더 조정에 따른 반사 효과 기대. Hf 전구체는 SK하이닉스의 1a 비중 확대('22년 11% → '23년 29%) 수혜가 예상되며, 하반기 DDR5 공급 확대가 직접적인 트리거가 될 전망. Zr 전구체는 SK트리켄 소재의 공정 불량 이슈로 인한 일시적 반사 수혜 가능. 동사의 Zr 전구체 메인 공급처는 엠케미칼이며, 엠케미칼은 SK트리켄의 점유율을 가져갈 유력한 후보

당사는 올해 반도체 부문 매출을 1,003억원(+27% YoY)으로 전망. 그러나 High-K 소재 공급이 예상보다 빠르게 증가할 수 있고, 공급단가는 소재 중요도로 인해 하락하지 않는 점 고려하면 당사 추정치를 상회할 가능성 높음

석유화학 부문에서의 성과 가시화 임박

석유화학 부문에서의 성과는 올해 새롭게 기대되는 투자 포인트. 당사는 메탈로센 촉매군(MAO 조촉매, 메탈로센 컴파운드, 담지촉매)을 생산. 메탈로센 촉매 시장은 약 1조원 규모를 형성한 것으로 추정되며, 향후 고부가 수지류, 차세대 태양광용 필름 소재(POE) 가공을 위해 활용 가치가 높아질 소재. 그러나 메탈로센 촉매를 생산할 수 있는 업체는 극히 제한적. 전세계적으로 4개사에 불과하며, 그 중 국내 업체는 동사가 유일. 특히 당사는 합성 난이도가 상대적으로 높은 IT소재에서 출발한 유일한 업체. 국내 화학 업체들의 메탈로센 촉매 수요를 점진적으로 가져올 것으로 예상되며, 올해가 본격적인 공급이 이루어지는 원년. 올해 석유화학 촉매 매출은 179억원(+116% YoY)으로 고성장 전망

투자 의견 Buy, 목표주가 8,500 원으로 커버리지 개시

유기금속화합물 업체 레이크머티리얼즈에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 585원에 Target P/E 14.X를 적용해 산출하였다. Target P/E는 반도체 소재 주요 4개사의 12M Fwd P/E 평균을 10% 할증한 것으로, 동사의 높은 소재 기술력(TMA 등 유기금속화합물 반응 및 정제 능력)과 다양한 전방시장의 성장 잠재력(반도체 High-K 전구체, 태양광, 석유화학 메탈로센 촉매)을 고려하면 더욱 높은 프리미엄 부여가 타당해 보인다. 현 주가는 올해 실적 기준 P/E 9.X에 형성되어 있어 성장 잠재력을 충분히 반영하지 못한 상태로 판단된다.

[표1] 목표주가 산정

구분	값	비고
EPS(원)	585	23년 예상
Target P/E(배)	14.X	
목표주가(원)	8,500	
현재주가(원)	5,780	
Upside(%)	47.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유기금속화합물



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

투자포인트 1 : High-K 전구체의 강력한 성장성

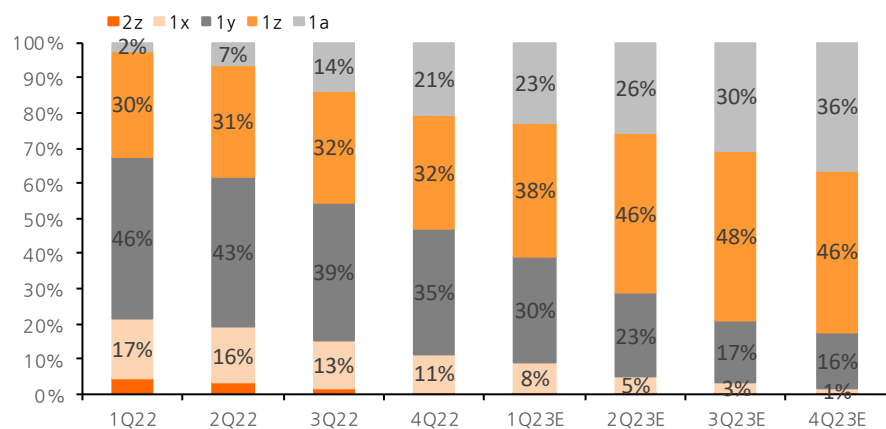
첫번째 투자 포인트는 High-K 전구체의 구조적 성장에 있다. 디램의 트랜지스터 및 캐패시터에서의 High-K 절연막 적용은 미세공정 전환에 따른 소자영역에서의 가장 큰 변화사항 중 하나이며, 이에 따라 High-K 전구체의 수요도 동반해 증가하고 있다. 현재 Zr(지르코늄)계열 전구체와 Hf(하프늄) 계열 전구체가 활용되고 있으며, 공정이 1a 이하로 진화하면서 Hf(하프늄) 전구체에 대한 수요가 특히 높아지고 있다.

동사는 Zr 계열(TDMAZ, ZAC)과 Hf 계열(CpHf) 전구체를 모두 생산 중이며, 전량 SK하이닉스로 공급 중인 것으로 파악되는데, Zr과 Hf 계열 모두에서 긍정적 모멘텀이 감지된다.

우선 Hf 전구체(CpHf)는 1a 이하 공정에서 주로 활용되는 것으로 추정되는데, 1a 공정 비중 확대와 동행해 사용량이 증가할 것으로 기대된다. 1a 공정 비중은 올해부터 본격적으로 확대될 것으로 예상('22년 11% → '23년 29%)되며 하반기 DDR5 공급 확대가 직접적인 트리거가 될 것으로 판단한다. 동사는 현재 CpHf를 SK트리캠을 통해 SK하이닉스로 최종 공급 중이며, 첫번째 벤더로 가장 높은 M/S를 보유 중인 것으로 파악된다. 소재의 중요도와 공급 안정성을 고려할 때 벤더 지위에 변화가 발생할 가능성은 희박하며, Hf 수요 증가의 수혜가 집중될 가능성이 매우 높다.

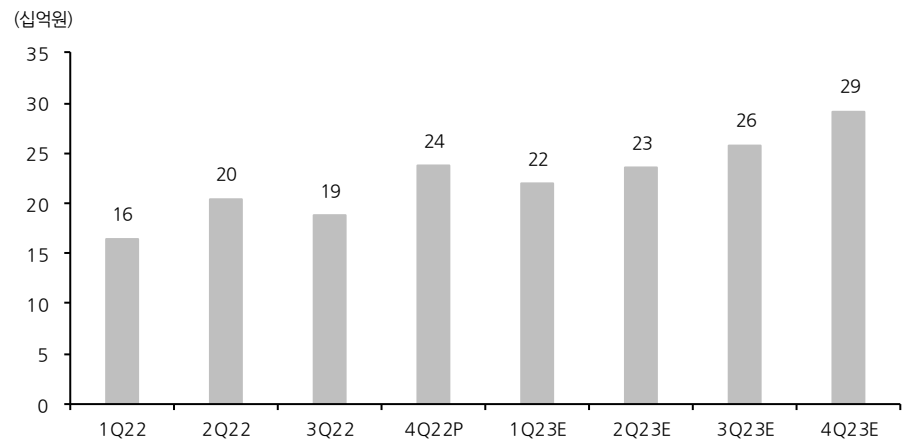
Zr 전구체는 고객사 M/S 변화에 따른 공급 증가 가능성이 기대된다. 동사 Zr 전구체의 대부분은 현재 엠케미칼(전 메카로 전구체 사업부)을 통해 SK하이닉스로 공급되는 것으로 파악되는데, 최근 불거진 SK트리캠 Zr 전구체의 불량 이슈로 공급사 간 일시적 점유율 조정이 불가피해 보인다. 만약 SK트리캠 점유율이 일시적으로 축소될 경우 이로 인한 엠케미칼의 반사 수혜가 기대되며, 동사의 Zr 전구체 매출에도 긍정적 효과로 작용할 수밖에 없다.

[그림2] SK 하이닉스 Tech Node Mix 전망



자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 반도체 부문 매출 추이



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] High-K 전구체 공급망



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표2] TMA 제조 기술기반 사업

반도체 소재	LED / Display 소재	촉매 소재	태양전지 소재
Si 전구체(TEOS, TriDMAS, BTBAS 외)	TMA→ TMG	TMA→ MAO	TMA→ Passivation (Al2O3)
High-K 전구체 (TDMAZ, ZAC, CpHf, TDMAHF 외)	TMA→ Al2O3	메탈로센컴파운드	TMA→ PERC(Al2O3)
TMA → Al2O3	TMI	담지촉매	CIGS 태양전지용전구체
Oxide TFT 디스플레이용전구체	TEG	TMA→ MAO Series	Tandem Cell 용전구체
QD, QLED 디스플레이용전구체	Cp2Mg	신규메탈로센컴파운드	
차세대 High-k 전구체	TMG	고활성 담지촉매	
TMA→ TMG 전력반도체(GaN)			

자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

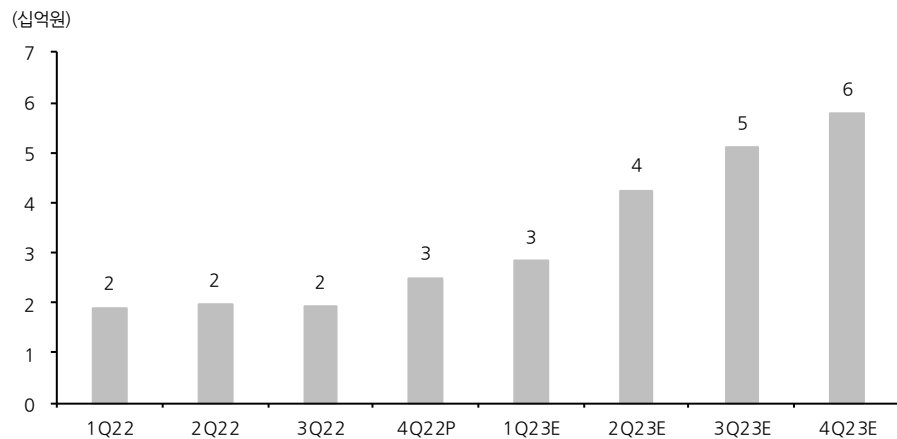
투자포인트 2: 석유화학 부문 성과 가시화

석유화학 부문에서의 성장은 올해 새롭게 기대되는 투자 포인트다. 석유화학 부문의 매출은 지난해 83억원 수준에서 올해 179억원으로 +116% 성장 예상된다. 샘플 테스트 종료 후 본 계약 체결에 따른 공급 증가에 기인한다.

동사가 생산하는 제품은 PE, PP 등의 수지류를 가공할 때 활용되는 촉매 중 하나인 메탈로센 촉매다. 메탈로센 촉매는 고부가가치 수지류 가공뿐만 아니라 차세대 태양광 필름 소재로 활용 가능한 POE 제조를 위해 활용가치가 높아질 수밖에 없는 촉매다. 동사는 관련 제품인 메탈로센 조촉매(MAO), 메탈로센 킴파운드, 담지촉매 모두 생산 가능하다. 상대적으로 긴 테스트 기간(4~5년)으로 인해 지난해까지는 샘플 매출만 발생했으나, 올해부터 양산용 공급 건들이 매출에 반영될 것으로 예상된다. 현재 LG화학, DL케미칼, 한화솔루션으로의 양산 물량 공급이 유력한 것으로 파악된다.

현재 글로벌 메탈로센 촉매 시장 규모는 약 1조원 수준(침투율 10~20% 내외)으로 추정되는데, 시장 규모 대비 생산 가능업체는 극히 제한적이다. MAO의 원료가 되는 TMA 합성 기술을 보유한 업체가 전세계적으로 4개사에 불과하기 때문이다. 동사는 4개 업체 중 유일하게 상대적으로 합성 난이도가 높은 IT소재용 TMA에서 석유화학 분야로 영역을 확장한 업체이며, 유일한 국내 업체다. 국내 화학업체들의 메탈로센 촉매 수요를 점진적으로 가져올 것으로 예상된다.

[그림5] 석유화학촉매 부문 매출 추이



자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 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

실적 전망

올해 예상 실적은 매출액 1,695억원(+29% YoY), 영업이익 474억원(+34% YoY)로 고성장세 지속될 것으로 전망한다. 반도체 소재 부문 성장과 석유화학 촉매 부문에서의 성장이 핵심이 될 것이다.

반도체 부문은 High-K 전구체 성장이 핵심이며, Hf 전구체는 1a 비중의 확대, Zr 전구체는 벤더 점유율 변화 수혜에 따른 공급량 증가가 기대된다. 특히 소재 중요도로 인해 공급단가는 하락하지않는 점을 고려하면 올해 반도체 부문의 실적 성장은 당사의 예상치('23년 매출액 1,003억원, +27% YoY)를 상회할 수 있다.

석유화학 부문은 메탈로센 촉매의 매출 성장이 올해부터 본격적으로 성장궤도에 진입하면서 부각될 수 있다. 국내 화학 고객사향 본계약 체결에 따른 양산용 촉매 공급이 성장의 핵심이며, 고객사들의 메탈로센 공정 Capa 증설 계획과 글로벌 시장 규모를 고려하면 향후 수년간 성장세 지속될 것으로 판단한다.

전방 시장의 성장에 대비해 증설도 진행될 예정이다. 동사는 수요 성장에 맞추어 매년 증설을 진행중이다. 현재 동사의 Capa는 매출액 기준 1,700억원 수준이나 올해 연말까지 2,000억 수준으로 확대될 예정이다.

[표4] 레이크머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	28.9	32.9	32.3	37.5	36.7	40.1	43.8	49.0	131.5	169.5	202.1
반도체	16.4	20.4	18.8	23.7	21.9	23.5	25.8	29.1	79.3	100.3	121.2
Solar	5.3	6.3	7.2	10.5	7.6	8.3	8.4	9.7	29.4	34.0	39.3
석유화학촉매	1.9	2.0	1.9	2.5	2.8	4.2	5.1	5.8	8.3	17.9	25.5
LED	5.2	4.1	4.2	0.5	4.1	3.9	4.3	4.3	14.0	16.7	15.5
기타	0.0	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.6	0.6
QoQ(%)	20%	14%	-2%	16%	-2%	9%	9%	12%	61%	29%	19%
반도체	11%	24%	-8%	26%	-8%	7%	10%	13%	75%	27%	21%
Solar	125%	18%	15%	45%	-27%	8%	2%	16%	173%	16%	16%
석유화학촉매	-6%	3%	-2%	30%	13%	50%	20%	13%	0%	116%	42%
LED	13%	-20%	2%	-88%	729%	-5%	9%	0%	-17%	19%	-7%
기타	-90%	216%	9%	173%	-53%	-1%	6%	6%	-3%	7%	7%
영업이익	7.7	9.4	8.2	10.1	9.7	11.3	12.0	14.4	35.4	47.4	58.0
QoQ(%)	47%	21%	-13%	24%	-4%	17%	6%	20%	71%	34%	22%
OPM(%)	27%	28%	25%	27%	26%	28%	27%	29%	27%	28%	29%

자료: 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
	크린룸 & 조정실	생산지원
㈜레이크테크놀로지 (세종미래산업단지)	제 1 공장	TMA
	제 2 공장(진행중)	TMA& 반도체 특수가스

자료: 레이크머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	46	82	132	170	202
매출총이익	10	27	45	60	71
영업이익	5	21	35	47	58
EBITDA	9	26	43	58	70
순이자손익	-1	-1	-3	-3	-3
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	20	30	42	53
당기순이익	2	18	27	38	48
지배주주순이익	2	18	27	38	48
증가율(%)					
매출액	33.4	76.1	60.7	28.9	19.3
영업이익	82.4	344.5	71.1	34.0	22.2
EBITDA	42.7	183.4	65.5	34.2	21.7
순이익	12.6	812.6	47.1	44.5	24.9
이익률(%)					
매출총이익률	22.3	32.7	34.0	35.2	35.3
영업이익률	10.0	25.3	26.9	28.0	28.7
EBITDA 이익률	19.8	31.8	32.8	34.2	34.8
세전이익률	4.0	24.3	23.0	24.9	26.1
순이익률	4.3	22.1	20.2	22.7	23.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	5	19	17	34	52
당기순이익	2	18	27	38	48
자산상각비	5	5	8	10	12
운전자본증감	-5	-8	-23	-15	-9
매출채권 감소(증가)	1	-3	-10	-8	-5
재고자산 감소(증가)	-6	-10	-13	-12	-7
매입채무 증가(감소)	0	6	-1	4	2
투자현금흐름	1	-41	-42	-31	-41
유형자산처분(취득)	-8	-40	-42	-31	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	1	28	29	0	0
차입금의 증가(감소)	0	29	29	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	10	28	43	49	61
(-)운전자본증가(감소)	3	3	22	15	9
(-)설비투자	8	40	42	31	40
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-1	-16	-21	3	11
(-)기타투자	-8	5	2	0	0
잉여현금	7	-21	-22	3	11
NOPLAT	3	19	31	43	53
(+) Dep	5	5	8	10	12
(-)운전자본투자	3	3	22	15	9
(-)Capex	8	40	42	31	40
OpFCF	-4	-19	-25	8	16

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	37	59	84	107	130
현금성자산	9	15	19	22	33
매출채권	10	13	25	33	37
재고자산	18	28	39	51	58
비유동자산	53	92	123	143	171
투자자산	4	4	4	4	4
유형자산	49	87	119	139	167
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	90	150	207	250	301
유동부채	35	52	73	78	80
매입채무	6	16	14	18	20
유동성이자부채	29	34	56	56	56
비유동부채	15	40	49	49	49
비유동이자부채	12	36	43	43	43
부채총계	49	92	122	126	129
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	4	22	49	87	135
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	41	59	85	124	172

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	30	275	406	585	731
BPS	614	884	1,291	1,876	2,606
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	160	423	655	747	924
ROA(%)	2.4	15.0	14.9	16.8	17.4
ROE(%)	5.8	36.6	37.3	36.9	32.6
ROIC(%)	4.9	20.2	22.3	23.6	24.1
Multiples(x, %)					
PER	91.4	19.9	13.6	9.9	7.9
PBR	4.5	6.2	4.3	3.1	2.2
PSR	3.9	4.4	2.7	2.2	1.9
PCR	17.3	12.9	8.4	7.7	6.3
EV/EBITDA	23.2	15.9	10.3	7.9	6.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	121.1	156.1	142.8	102.1	75.2
Net debt/Equity	78.4	93.3	94.6	62.7	38.7
Net debt/EBITDA	348.2	209.9	187.0	134.1	94.4
유동비율	107.1	113.2	114.7	137.6	161.5
이자보상배율(배)	4.3	15.3	13.1	14.5	17.7
자산구조(%)					
투하자본	84.8	85.2	88.0	88.6	86.5
현금+투자자산	15.2	14.8	12.0	11.4	13.5
자본구조(%)					
차입금	49.9	54.4	53.8	44.5	36.6
자기자본	50.1	45.6	46.2	55.5	63.4

[Compliance Notice]

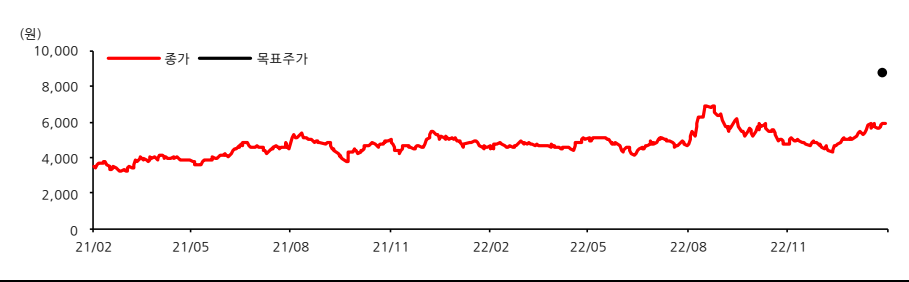
(공표일: 2023년 2월 22일)

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)

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]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.02.22	2023.02.22				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	김광진	8,500				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.22	Buy	8,500		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

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 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%