

2024. 9. 23



▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9.20)	47,400 원
상승여력	-
KOSPI	2,593.37pt
시가총액	14,319억원
발행주식수	3,021만주
유동주식비율	63.66%
외국인비중	6.10%
52주 최고/최저가	80,400원/22,800원
평균거래대금	392.5억원
주요주주(%)	
이수 외 7 인	35.5%

주가상승률(%)	1개월	12개월
절대주가	-9.4	9.0
상대주가	-5.8	7.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022											
2023	117.5	-6.1	-6.2	-333		3,393	-94.8	9.3	-667.8	-6.5	129.5
2024E	386.1	27.3	13.8	464	흑전	4,184	102.1	11.3	41.2	12.4	150.8
2025E	492.3	36.1	15.3	506	9.0	4,689	93.7	10.1	30.9	11.4	170.6
2026E	773.9	56.0	23.0	763	50.8	5,452	62.1	8.7	22.6	15.0	287.2

이수스페셜티케미칼 457190

Phase 3.0: 황화리튬의 성장동력원 확보

- ✓ Phase 1.0: 이수화학과 인적분할→ 2.0: 이수엑사캠 흡수합병→ 3.0: 황화리튬
- ✓ 전고체 전지는 황화물계가 우세: 삼성SDI(27E)→ SK On(29E)→ LGES(30E)
- ✓ 이수스페셜티케미칼은 국내/외 파트너사(전해질)와 공동 연구개발 진행 중, 동사는 황화리튬 Demo-plant 단계별 증설 중으로 24~25년 중 첫 성과를 창출 기대
- ✓ 기존 정밀화학군의 안정적 이익 기반, 중장기 황화리튬 영업실적 창출은 기업가치 상향에 촉매제가 될 전망

이수스페셜티케미칼은 정밀화학의 단단한 이익 기반으로 신규사업을 전개 중

2024년 이수스페셜티케미칼은 이수엑사캠을 흡수합병하며 이익 창출력을 강화, 안정적인 이익 창출능력으로 황화리튬의 신규 사업을 전개할 예정이다. 전고체 전지 로드맵에 맞춰 황화리튬 사업전개를 진행하는 동사의 기업가치 상향 가시성을 주목한다.

전고체, 배터리 기술 로드맵의 진화: 에너지 및 안전성 추가 개선

배터리는 에너지, 안전성, 가격, 수명 등을 기준으로 개선된다. 최근 광물 가격/제조원가의 Cost Curve는 하향 안정화 중이다. 이에 Application 관점에서 배터리는 에너지 성능과 안전성에 주안을 두고 진화 중이다. 리튬이온(LiB) 대비 전고체는 고체 전해질을 사용하여 화재 Risk를 최소화한다. 중장기 관점에서 높은 에너지/안전성을 갖춘 전고체 전지의 시장 개화를 예상한다.

전고체 전지 양산을 위한 선행 기술 개발, 동사의 황화리튬 사업가치 ↑

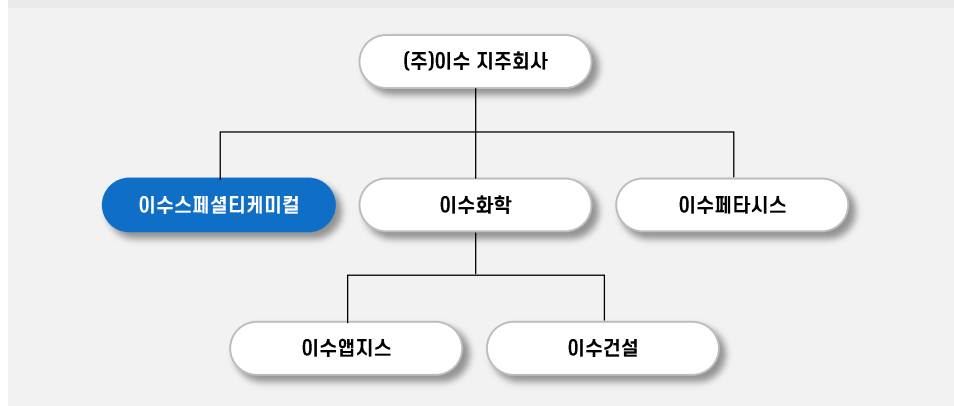
국내 배터리 기업들은 황화물계 전고체 전지 양산에 초점을 두고 있다. 2027년 삼성SDI, 2030년 LG에너지솔루션을 필두로 신규 시장이 창출될 전망이다. 안정적인 공급망 확보 관점에서 전고체 배터리 양산을 위한 신규 공정 및 소재 기술 개발이 선행 중이며, 기업간 공동 연구개발이 한창이다. 고체 전해질(에코프로비엠, 롯데에너지머티리얼, Solid Power 등)의 핵심 원재료 '황화리튬'을 생산하는 기업들(이수스페셜티케미칼 등)은 잠정 고객사들과의 연구개발 MOU 체결 등 신규 시장 수요에 대응 중이다. 당사는 이수스페셜티케미칼의 황화리튬 사업 경쟁력 우위를 전망한다. 이는 (1) 황화리튬 양산에 핵심인 황화수소 대량 생산 기술력, (2) 황화리튬 순도/입도 조절 기술력, (3) 공정 효율성(불순물 최소화)으로 고순도 황화리튬 양산 가능으로 경쟁사 대비 원가 경쟁력을 확보 가능한 점이다. 동사의 황화리튬 사업 경쟁력에 기반한 중장기 기업가치 상향의 재평가를 주목한다.

이수스페셜티케미컬 소개

2023년 이수화학에서 분할된 이수스페셜티케미컬

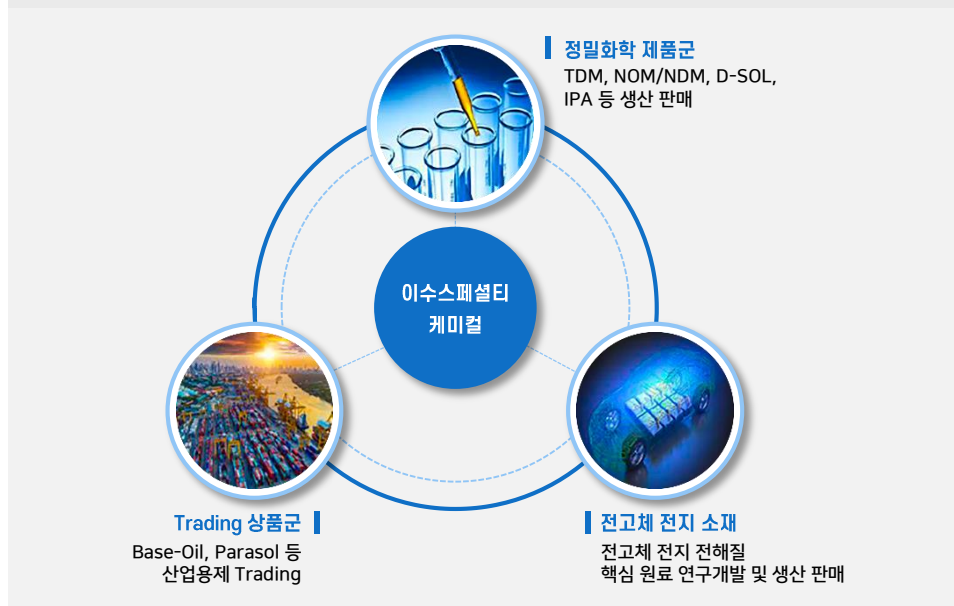
이수스페셜티케미컬은 2023년 5월 1일 이수화학에서 인적분할되어 KOSPI에 상장되었다. 사업구조 개편으로 기존 법인 이수화학은 LAB, NP, BAB 등의 석유화학사업 영위한다. 신규 법인 이수스페셜티케미컬은 정밀화학군(TDM, IPA, NOM, NDM, D-Sol) 및 전고체 전지 소재(Li₂S, 황화리튬)를 주요 사업으로 추진한다. 신설법인 이수스페셜티케미컬은 기존 정밀화학군의 안정적 이익창출능력과 황화물계 전고체 전지 원재료 ‘황화리튬’ 생산으로 중장기 신규 성장동력을 확보하고자 한다.

그림1 이수스페셜티케미컬의 지배구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 이수스페셜티케미컬의 사업 영역



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수스페셜티케미컬은 이수화학(석유화학)과 정밀화학 사업 시너지 창출

정밀화학의 묘미: 석유화학의 Cycle의 한계를 극복가능한 영역

전통 석유화학 산업의 흐름을 상징하는 단어가 Cycle이다. 석유화학 업체들의 업황은 '호황→ 전환기→ 불황→ 전환기→ 호황'으로 반복되는 의미다. 호황 2~3년, 불황 2년으로 한 Cycle당 4~5년을 주기로 반복해왔다.

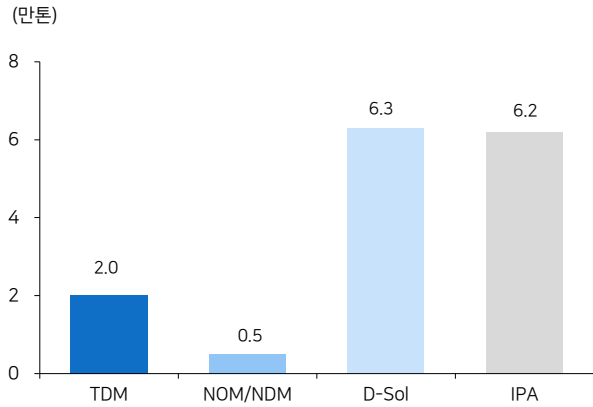
Cycle 발생의 원인은 무엇일까? 원재료 및 제품 조달의 공급과 최종 수요의 시차에서 발생된다. 생활소재, IT/가전제품, 의류, 자동차, 주택 등 내구재 수요가 회복될 시기에 맞춰 석유화학 설비가 완공되어 공급된다면, 산업의 상승과 하강의 변동성 문제가 발생하지 않을 것이다. 하지만, 석유화학 산업은 자본 집약형 산업으로 기업들의 현금 여력이 갖춰진 호황 국면에 신규 투자 의사결정이 집중된다. 신규 설비 착공 후 완공까지는 2~4년이 소요된다. 해당 시기가 내구재용 소비가 감소하는 시기와 유사하여 이후 화학제품의 공급과잉이 발생된다. 관련 기업별의 매출급감, BEP 수준으로 급락하는 수익성 악화가 발생하며 석유화학 산업의 불황기에 접어든다.

현재 국내 전통 석유화학 기업들의 경쟁력 우려가 가중되나, 정밀화학(Fine Chemical) 영역은 상대적 우위를 점할 수 있다. 정밀화학은 특정된 수요 및 고객사향 기술집약적, 고부가 화학 제품 영역을 통칭한다. 기술 장벽이 갖춰진 석유화학 첨가제, IT, 의약품 등 높은 이익률 창출이 가능한 제품군들이다.

이수스페셜티케미컬은 이수화학과의 인적분할 전 정밀화학 사업을 담당했다. 지난 4개년 정밀화학부문의 평균 이익률은 9% 수준의 안정적 이익률을 창출하고 있다. 기존 이수화학 석유화학부문과의 생산 시너지가 큰 장점이다. 석유화학에서 발생된 부산물 등을 활용하여 원가 절감 및 안정적 원재료 조달 능력이다. 동사의 주요 제품은 IPA, D-Sol, TDM 등이다. 주력 Cash-cow는 TDM이며, 전방 수요는 ABS/SBR 생산공정에 분자 조절을 위한 첨가제로 소비된다. 석유화학 시황 부진에도 불구하고, 여전한 중국 중심의 ABS 생산Capa 증가와 국내/외 SBR 생산 기업들의 높은 가동률 유지에 동사의 TDM 사업군은 매력적이다.

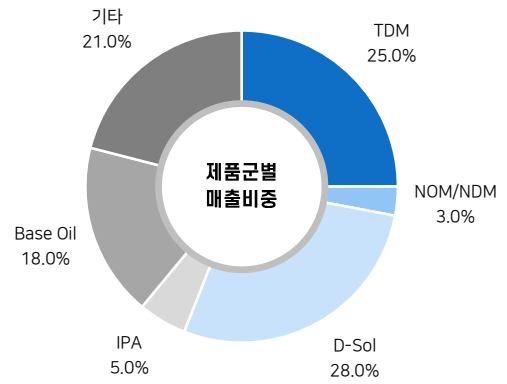
24.4월 기준 이수그룹의 판매 전문 계열사이던 이수엑사켐은 이수스페셜티케미컬에 흡수 합병되었다. 이수엑사켐은 정밀화학 사업 활성화 및 판매를 목적으로 설립된 회사이다. 계열사 흡수합병을 통해 동사의 단단해지는 영업실적이 예상된다.

그림3 이수스페셜티케미컬의 주요 생산제품들의 생산규모



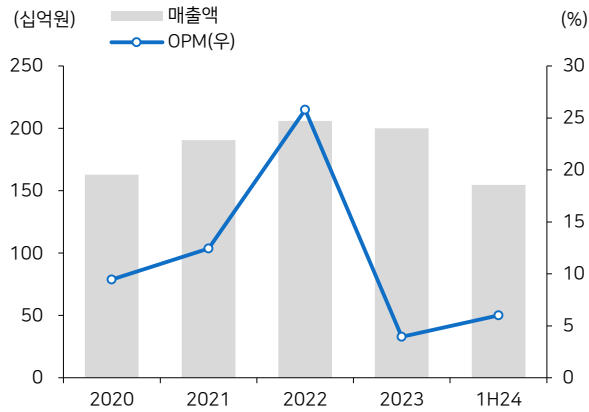
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 이수스페셜티케미컬의 제품군별 매출비중



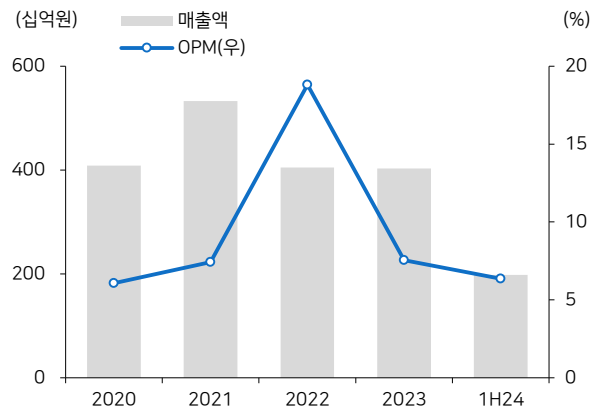
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 이수스페셜티케미컬의 실적 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 판매법인 이수엑사켐 합병 반영한 실적 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

배터리, The Next: 전고체 전지

배터리, The Next: 전고체 전지

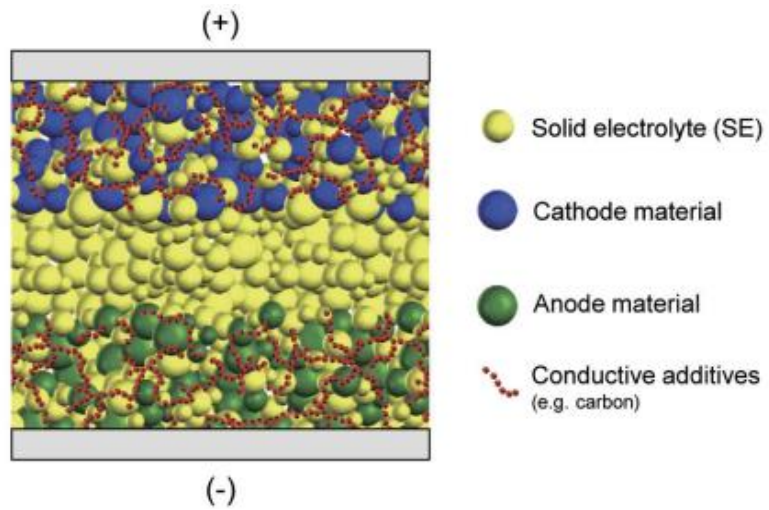
배터리는 성능, 안전성, 가격, 수명	리튬이온 배터리(LiB)는 주요 소재(양극, 음극, 분리막, 전해질)로 구성되어 있다. 배터리 충/방전은 양 극에 위치한 리튬이온은 전해질을 통해 양극 및 음극을 이동하며 이뤄진다. 대상 수요 시장(Application) 다변화(소형/IT, ESS, EV 등) 및 경제성 확보 관점에서 배터리는 성능(에너지 밀도/용량), 안전성, 가격, 수명 등에 초점을 두고 진화를 거듭하고 있다. 국내 배터리 기업들은 삼원계 기반 고성능 에너지 및 장수명에 초점을 두고 배터리 Chemistry를 개발해왔다.
배터리의 잠재적 수요 다변화 높은 성능 Spec. 요구	국내 배터리 생산기업들은 니켈 함량을 높여 에너지 용량/밀도를 개선시키는 방향으로 초점을 두고 양산능력을 높여왔다. 하이니켈 양극재 기반 배터리는 긴 주행거리를 확보 가능 or Pick-up 트럭 등 높은 전력량을 소모하는 Premium 전기차 등에 탑재된다. 배터리의 에너지 용량 개선(최대 250wh/kg)에 전기차 주행거리 증가 등의 성능 개선은 여전히 현재 진행 중이다. 전기를 시작으로 UAM/해운 등 Mobility 전 영역에 배터리가 탑재될 가능성이 높아, 에너지 용량의 추가 개선(700wh/kg 이상) 또한 필요하다.
높은 안전성 또한 요구	관건은 배터리 안전성이다. 현재 리튬이온 배터리는 액체 전해질을 채택 중이다. 액체 전해질 특유의 가연성은 외부 충격에 따른 전해질 유출에 따른 발화 또는 내부 열폭주(TP, Thermal Propagation) 발생에 잠재적 화재 Risk는 여전히 있다. 국내/외 배터리 업계의 차세대 Chemistry 연구개발이 활발해지는 배경도 성능과 안전성이 담보된 신규 배터리 양산을 위함이다. 현재 삼원계/인산철 → 반고체(고체와 액체 중간 형태의 전해질 사용) → 전고체(100% 고체 전해질 사용)로 한국/일본/미국/중국 등에서 활발한 연구개발 중이다. 한국과 일본의 배터리 업계는 전고체 전지, 중국 Nio, BYD 등은 반고체 전지 양산에 우선순위를 두고 있다.
전고체 전지, 황화물계	전고체 전지는 전해질 Chemistry에 따라 (1) 무기 고체 전해질(Inorganic SEs): 황화물계(Sulfides), 산화물계(Oxides), Halides 등, (2) 고분자 전해질(Polymer Electrolytes): 겔 폴리머(GPE), 고체 고분자(SPE)로 구분된다. 고체 전해질에 핵심 Spec. 기준은 (1) 높은 이온 전도성, (2) 공정 효율성 및 생산원가, (3) 산화 안정성 확보이다. 황화물계는 높은 이온 전도성 특성에 국내 배터리 업계가 양산 우선순위를 두고 있다. 24.9월 기준 국내 배터리 기업들의 전고체 전지 양산 계획은 2027년 삼성SDI의 황화물계 전지, LG에너지솔루션의 고분자계(일정변경 가능성) → 2029년 SK On의 황화물계 전지 → 2030년 LG에너지솔루션의 황화물계 전지이다.

표1 배터리 비교: 리튬이온 Vs. 전고체

	전고체	리튬이온
양극재	리튬, 코발트, 망간, 니켈, 알루미늄	
음극재	흑연, 실리콘, 리튬금속	흑연, 실리콘
전해질	고체 전해질(황화물, 산화물 등)	액체(용매, 리튬염, 첨가제)
분리막	불필요	필름

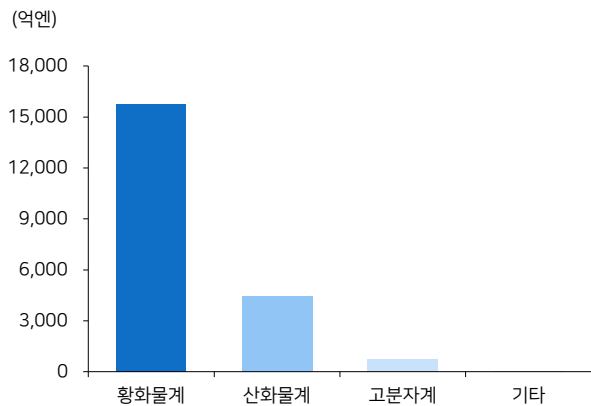
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 전고체 전지 모형



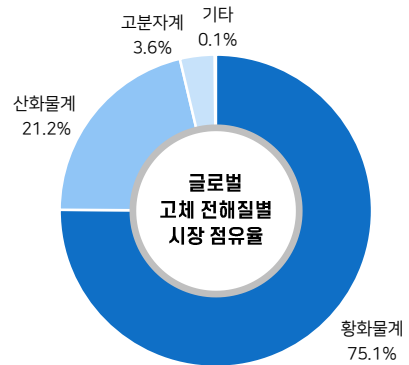
자료: SNE Research 2020

그림8 글로벌 고체 전해질별 시장규모 전망



자료: 2020.10월 일본 후지경제연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 고체 전해질별 시장 점유율 전망



자료: 2020.10월 일본 후지경제연구소, 메리츠증권 리서치센터

이차전지의 새로운 축, 전고체 전지

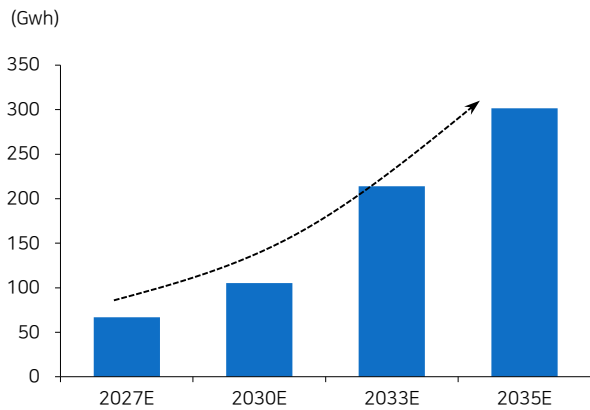
2030년 이후
전고체 전지 시장개화

전고체 전지 상용화에 다소 비관적 전망이 우세하다. 결국 원/소재 공급망, 경제성, 명확한 Application 등이 확보될 필요가 있겠다. 현재는 시장 개화를 위한 준비 단계이다. 2030년 예상 국내 배터리 3개사의 황화물계 전지 생산규모는 최대 50Gwh, 침투율 기준 0.9% 수준으로 추정한다. 결국 2030년 이후 개화될 시장이다.

성장 기대감은 여전히 높아

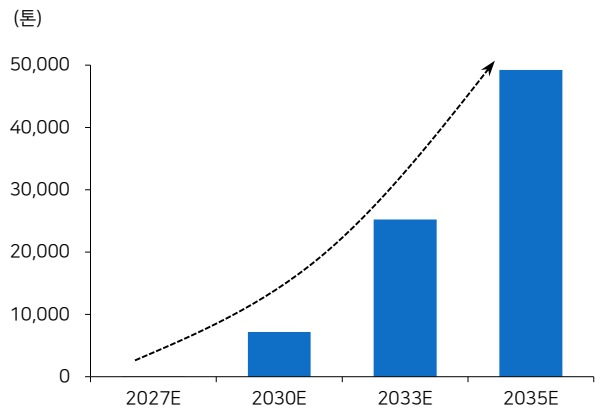
현재 높은 생산 원가, 불확실한 Application 등에 전고체 전지 시장 개화에 대한 우려는 여전히 높다. 그럼에도 국내 삼성SDI 주도의 황화물계 전고체 전지 양산 일정 (2027년 예상)에 변함이 없고, SK On, LG에너지솔루션 등이 순차적으로 양산 예정이다. 전방 고객사들의 양산규모 증가에 따른 점진적 생산원가 하락, Application 다변화(자율주행에 따른 고성능 전기차용 배터리 탑재사례 증가, UAM 등) 등은 긍정적 요인이다. 장기적 시각에서 전고체 전지 성장성에 관련한 Supply-chain들의 신규 성장동력원이 가시화되겠다.

그림10 글로벌 전고체 전지 예상 생산Capa



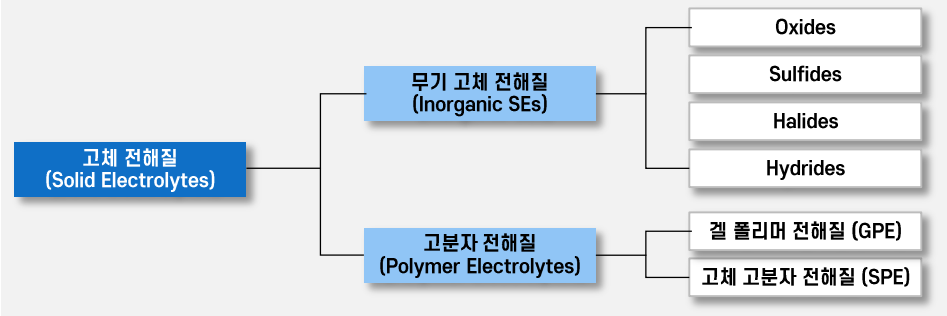
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 글로벌 황화리튬 수요 전망



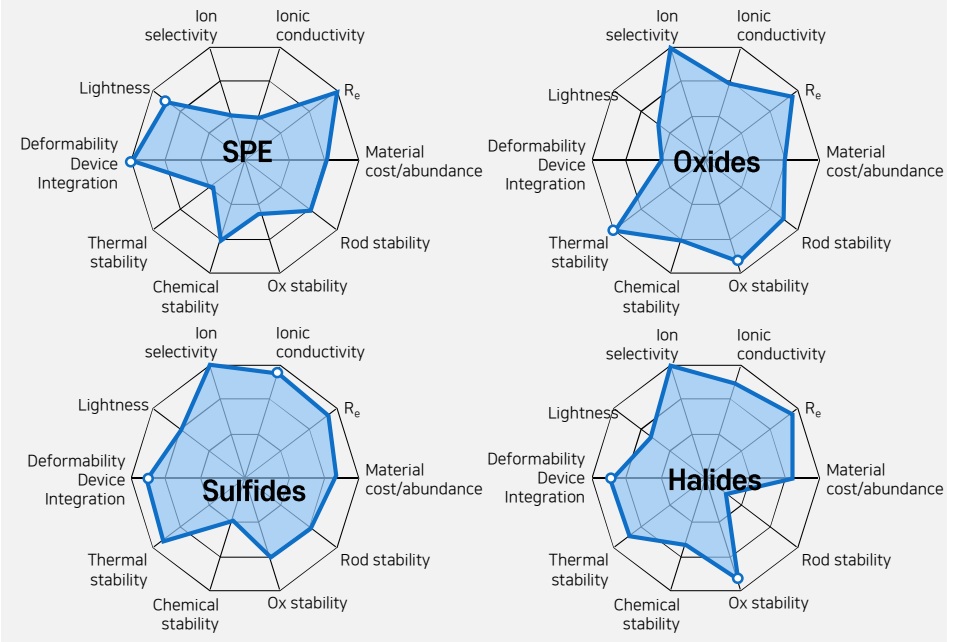
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 고체 전해질 현황



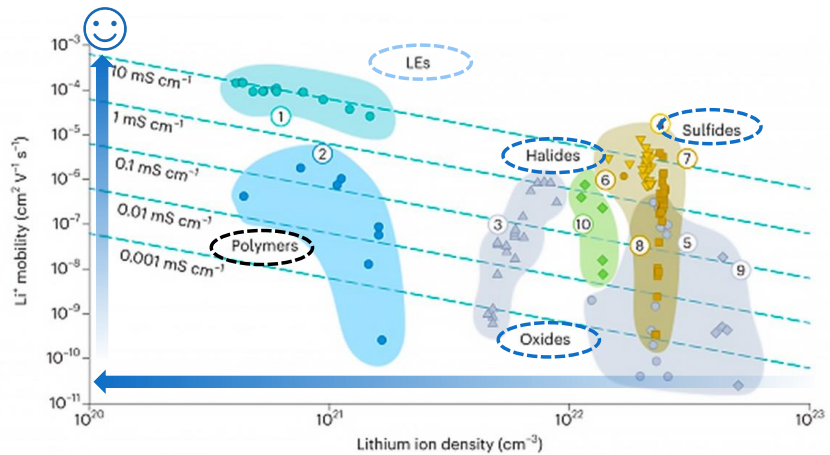
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 고체 전해질 비교



자료: 연세대학교, 메리츠증권 리서치센터

그림14 고체 전해질 Spec. 비교



자료: 연세대학교

황화물계 전고체 전지, 높은 이온전도성과 연성으로 고용량 전지에 적합

황화물계 전고체 전지

국내 배터리 업계가 주목하는 황화물계 전해질은 기존 상용화된 액체 전해질 수준의 높은 이온 전도성에 전고체 소재로 채택 예정이다. 또한 높은 유연성 및 기계적 강도는 냉간 압축을 통한 성형력으로 낮은 계면 저항으로 양 전극과 전해질과의 접촉이 용이하다.

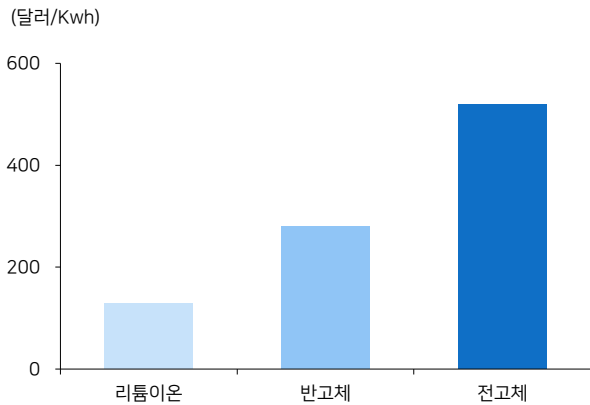
황화물계 전고체 전지의 강점

전고체 배터리는 양산을 위해 신규 공정과 관련 소재에 선행 기술 개발이 이뤄져야 한다. 삼성SDI의 2027년 전고체 전지 첫 양산 일정을 고려하면 기존 삼원계 대비 높은 가격의 고체 전해질 소재, 신규 생산 설비 구축에 투잡지 등 기존 배터리 Chemistry 대비 생산원가 부담이 상존한다. 황화물계는 수분 안정성은 낮은 편이다. 그럼에도 높은 전기 전도성과 도핑 공정으로 단점을 보완하는 결정 구조를 갖고 있어 전고체 전지에 주력 Chemistry로 자리매김할 가능성이 높다.

양산 가격 및 기술력이 관건

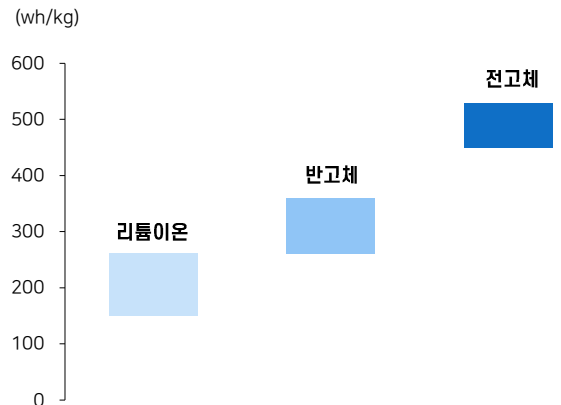
황화물계 전지 양산 이전 기술 Bottle-neck은 (1) 저가형 황화리튬(원가 및 대량 양산능력), (2) 황화물계 고체 전해질 대량 양산능력(대면적화 기술), (3) 전극계면 제어 기술력(전지 저항을 낮춰 장수명 특성 극대화)으로 판단한다. 그 이후 경제성 및 대량 양산 가시성이 확보된 이후에 Supply-chain 확보 움직임이 가시화될 것이다. 핵심 원재료는 황화리튬과 고체 전해질이다.

그림15 배터리 Chemistry별 생산원가 점검



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림16 배터리 Chemistry별 에너지 밀도



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

표2 황화물계 고체 전해질 주력 연구개발 분야		
내용	기술	내용
황화리튬	저가형	<ul style="list-style-type: none"> 황화물계 고체 전해질은 수분과 반응 특징으로 높은 제조 비용 발생 대량 양산을 위한 원가 경쟁력 확보 필요
고체 전해질	대량 생산능력	<ul style="list-style-type: none"> 높은 용량의 전지 제조를 위한 고체 전해질 대면적화 필요
	전극 계면 제어	<ul style="list-style-type: none"> 계면 반응으로 전지 저항 발생, 이에 수명 단축의 특성을 개선할 수 있는 계면 특성 분석 및 제어 기술 필요

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 국내/외 전고체 배터리 Road-map

영역	기업	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
황화리튬	이수스페셜티케미칼	(1) 에코프로비엠, Solid Power, 희성축매 MOU (2) Li ₂ S 데모 플랜트(20톤)	(1) 고객사 시제품 공급 (2) Li ₂ S 데모 플랜트(20톤)	(1) 롯데에너지머티 Mou (2) Li ₂ S 데모 플랜트"	(1) 전고체 국책과제 기간 종료 (2) 생산설비 증설 고려					
고체 전해질	에코프로비엠		파일럿 설비 준공(12톤)	파일럿 설비 준공(12톤)						
	희성축매		파일럿 설비 준공(12톤)							
	롯데에너지머티									
	포스코JK솔리드솔루션		파일럿 설비 준공(24톤)							
	인켄스		파일럿 설비 준공(48톤)							
	솔루비스		파일럿 설비 준공(6톤)							
	한솔케미칼		파일럿 설비 준공(6톤)							
배터리	삼성SDI		파일럿 생산설비 준공				황화물계 전고체 배터리 양산			
	SK On						전고체 배터리 양산 목표			
	LG에너지솔루션						고분자계 전고체 배터리 양산 목표			황화물계 전고체 배터리 양산
완성차	현대기아차									전고체 배터리 탑재 차량 양산
	BMW									전고체 배터리 탑재 차량 양산
	Toyota							전고체 배터리 탑재 차량 양산		
	Nissan							전고체 배터리 탑재 차량 양산		
	GM									전고체 배터리 탑재 차량 양산

자료: 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

핵심 원재료 '황화리튬'

황화리튬 제조과정

황화리튬의 제조과정은 '황화수소(H_2S) 합성공정 → 황화수소 분리 및 액화공정 → 수산화리튬 전처리 공정 → 황화리튬 합성/반응 → 황화리튬 정제공정'으로 이뤄진다. 이수스페셜티케미컬 등의 황화리튬 생산기업들은 원재료 수산화리튬을 안정적 조달, 황화수소 처리능력, 황화리튬 고순도/고른 입자 분포/입자 크기 등으로 고체 전해질 합성에 최적화된 Spec.을 확보해야한다.

고순도 황화리튬 제조

황화수소 합성은 고순도 수소가스(H_2)를 촉매와 함께 반응기에 투입하여 황화수소를 합성한다. 이후 황화수소를 분리(기체와 유황), 이후 황화수소를 액화하여 순도를 높인다. 이수스페셜티케미컬은 해당 공정에서의 수소를 자체 반응시키는 공정을 보유, 잉여 수소를 분리하는 단계를 생략하여 비용 절감이 가능하다. 이후 건조된 수산화나트륨으로 황화리튬과 합성하여 순도 및 입자를 조절한다. 동사는 불순물 최소화가 가능한 공정 설계로 고순도 황화리튬 제조가 가능하다.

그림17 황화리튬 구조 및 형상



자료: MSE Supplies LLO & SNE Research 2020, 메리츠증권 리서치센터

이수스페셜티케미컬의 황화리튬 사업 현황

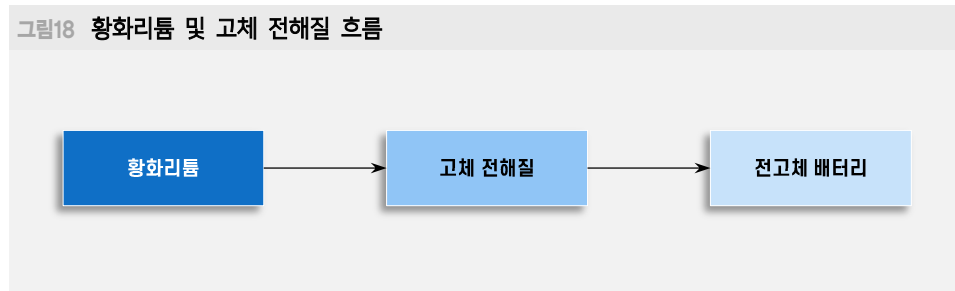
2027년 이후 첫 공개될 전고체 전지

이수스페셜티케미컬은 2020년 전고체 전지 원료 기술 개발의 국책과제에 참여하였다. 해당 프로젝트에 참여한 기업들은 배터리 셀(삼성SDI), 자동차(현대차), 전해질(에코프로비엠, 롯데에너지머티 등)이다. 잠정 고객사 삼성SDI는 2027년 황화물계 전지 양산일정에 변함이 없어, 관련된 Supply-chain 기업들의 선행 연구개발이 가속화되는 모습이다.

황화리튬(이수스페셜티케미컬) → 고체 전해질

이수스페셜티케미컬은 현재 국내/외 고체 전해질 생산기업들과 기술개발 MOU 체결(협력사: 에코프로비엠, 롯데에너지머티, 희성축매, Solid Power 등), 단계별 기술 검증이 마무리되며 Demo-plant 또한 증가 중이다. 최종 고객사의 구체적 대량 양산규모(생산Capa) 및 Spec.이 확정되지 않았다. 현재 기준 동사를 비롯한 잠정 전고체 Supply-chain 기업들의 대규모 투자 확정 여부와 관련한 손익 가이드스 제시는 어렵다. 향후 잠정 고객사들의 대규모 양산투자 일정에 선제적 대응을 위해 동사는 미국 KBR과의 상업공정 공동개발로 대규모 증설에 필요한 요소들을 점검 및 검토 중이다.

당사는 황화리튬 분야 이수스페셜티케미컬의 사업 경쟁력 우위를 판단한다. 해당 배경은 황화수소 제조 능력, 고순도 황화리튬 및 입도 분포/크기 등의 조절 기술력을 보유한 점이다. 동사의 황화수소 사업 경쟁력이다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수스페셜티케미컬의 황화리튬 사업경쟁력 점검

Upstream 황화리튬

황화리튬은 황화물계 전고체 전지의 핵심 원재료에 해당한다. 장기적 관점에서 전고체 전지의 절대 탑재량이 증가한다면 원재료 황화리튬 또한 Commodity화 될 가능성이 높다. 단, 2027년 황화물계 전지 초도 양산일정을 고려하면 현재 황화리튬-고체 전해질 등은 극 초기시장(Early Stage)에 해당된다. 궁극적으로 최종 고객사와의 Supply-chain에 최종 확정될 수 있는 생산기업들의 사업가치가 재평가 되겠다.

황화리튬,

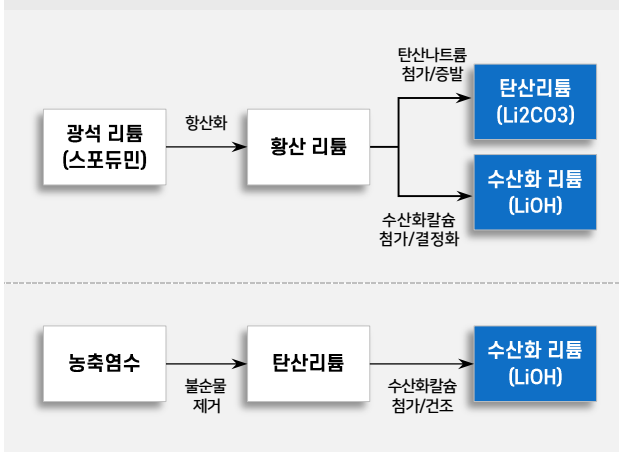
- (1) 황화수소
- (2) 순도 및 입자제어 기술

이수스페셜티케미컬은 중장기 전고체 전지 수요에 선제적 대응을 위해 2024년 현재 40톤의 Demo Plant를 구축했다. 황화물계 소재는 수분 안정성이 낮아 대량 양산을 위해서는 건식 공정 도입이 필요, 낮은 습도와 부식 이슈 등이 해결되어야 한다. 황화물계 업계는 습식(액상) 합성공법으로 최초 연구를 개시, 중장기 건식의 신규 공정을 도입할 계획이다. 황화리튬 양산 기술 관점에서 동사의 경쟁력 우위 배경은 (1) 황화수소 제조 능력, (2) 고순도 황화리튬 및 입자 조절 능력이다.

동사는 유독가스로 분류되는 황화수소 사업 허가 및 생산 노하우를 보유 중이다. 특히 황화수소 제조공정에서 잔여 수소를 모두 소진, 추가 분리 단계를 생략하여 원가 절감이 가능하다. 상대적으로 낮은 단가의 황화리튬 제조가 가능할 전망이다.

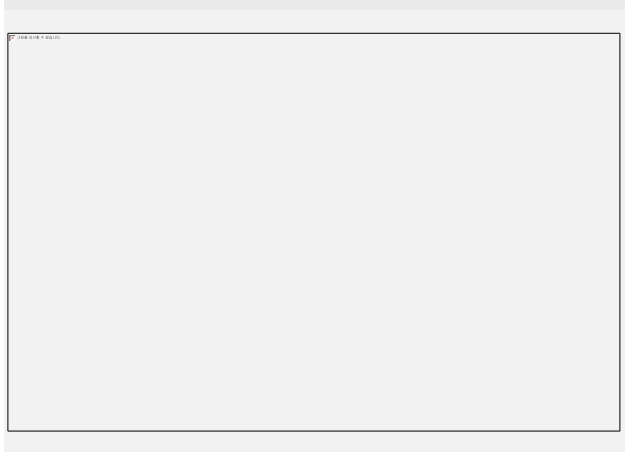
또한 고순도 및 고른 입자 등으로 고품질 황화리튬 생산이 가능하다. 이는 불순물을 최소화(황화수소 및 수산화나트륨)하여 고른 입자 분포, 입자 크기, 고순도의 황화리튬 양산이 가능한 제조능력을 준비 중이다.

그림19 리튬 생산 공정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 황화리튬 공정



자료: 메리츠증권 리서치센터

황화물계 전지의 난관은 결국 가격, 황화리튬 또한 가격 낮아져야

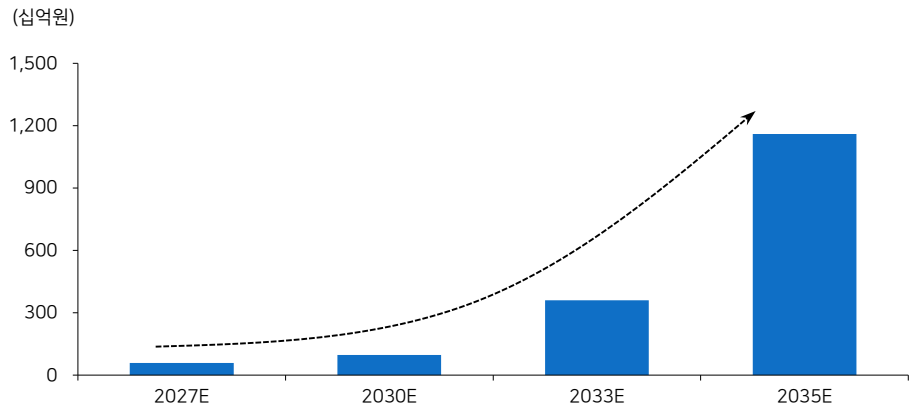
경제성 달성 시점이 관건

전고체 전지 상용화까지의 경제성 확보가 관건이다. 24.9월 현재 주요 광물 가격들의 약세 지속, 삼원계 배터리 가격 하락 진행에 경제성은 이미 확보되었다. 현재 알려진 황화리튬의 가격은 약 12,000달러/kg이다. 향후 50달러/kg 이하로 하락해야 경제성이 확보되겠다.

이수스페셜티케미컬의 2030년 황화리튬 매출액 추정 975억원

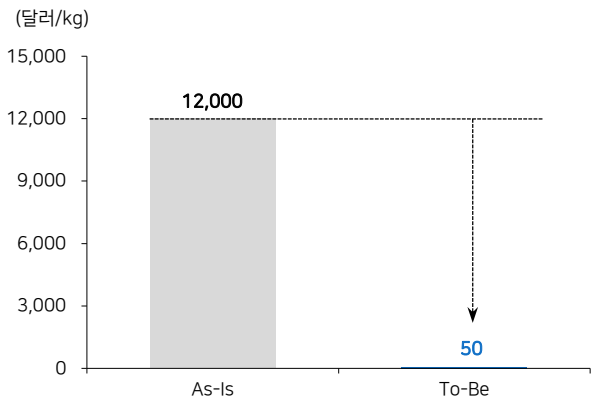
이수스페셜티케미컬의 현재 황화리튬 생산 규모는 40톤이다. 중장기 생산capa 계획은 공개된 바 없으나, 국내/외 고객사들의 생산일정 등을 고려한 추정 생산규모는 2035년 2.0만톤 규모이다. 현재 뚜렷한 황화리튬의 시장 거래가격은 부재하다. 단, 업계추정 경제성 확보를 위한 가격 수준은 50달러/kg 이하의 하락이 필요하다. 중장기 판매단가 하락을 고려한 동사의 매출액 추정은 2030년 975억원, 2033년 3,600억원, 2035년 1.1조원이다. 사업 성과 도출까지의 시계열이 긴 편이나, 장기 관점에서 정밀화학에 치중된 사업구조에 재전환이 가능한 신규 사업이다.

그림21 이수스페셜티케미컬의 황화리튬부문 매출액 추정



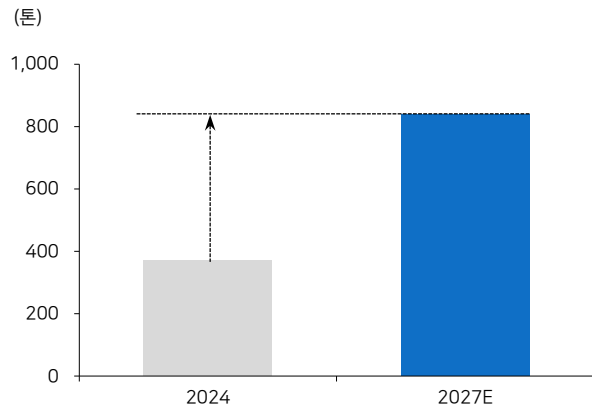
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 황화리튬 가격 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 이수스페셜티케미컬의 황화리튬 생산Capa 전망 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

이수스페셜티케미컬 (457190)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		117.5	386.1	492.3	773.9
매출액증가율(%)			228.5	27.5	57.2
매출원가		109.5	327.8	415.4	652.9
매출총이익		8.0	58.4	77.0	121.0
판매관리비		14.2	31.1	40.9	65.0
영업이익		-6.1	27.3	36.1	56.0
영업이익률(%)		-5.2	7.1	7.3	7.2
금융손익		-3.3	-9.3	-15.2	-23.3
중속/관계기업손익		-0.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익		0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		-9.3	18.0	20.9	32.7
법인세비용		-3.1	4.2	5.6	9.7
당기순이익		-6.2	13.8	15.3	23.0
지배주주지분 순이익		-6.2	13.8	15.3	23.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		12.0	11.3	25.1	-48.1
당기순이익(손실)		-6.2	13.8	15.3	23.0
유형자산상각비		4.4	9.4	14.2	19.0
무형자산상각비		0.3	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감		12.0	-13.2	-4.9	-90.6
투자활동 현금흐름		-19.2	28.6	-56.0	-87.4
유형자산의 증가(CAPEX)		-6.2	-32.4	-55.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)		-10.7	-4.1	-1.0	-17.4
재무활동 현금흐름		5.3	-10.7	48.4	183.8
차입금의 증감		95.8	54.7	48.4	183.8
자본의 증가		97.0	17.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		-2.1	29.6	17.6	48.4
기초현금		14.5	12.5	42.0	59.6
기말현금		12.5	42.0	59.6	108.0

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		87.5	158.7	183.8	370.3
현금및현금성자산		12.5	42.0	59.6	108.0
매출채권		17.0	42.2	44.9	94.9
재고자산		55.7	67.3	71.7	151.4
비유동자산		130.5	158.3	199.5	267.4
유형자산		108.0	133.4	174.2	225.2
무형자산		2.7	2.7	2.1	1.7
투자자산		10.6	14.7	15.6	33.0
자산총계		218.0	317.0	383.3	637.7
유동부채		115.4	175.5	208.1	376.7
매입채무		14.9	28.3	30.2	63.7
단기차입금		91.0	114.0	124.0	184.0
유동성장기부채		1.2	5.4	25.4	85.4
비유동부채		7.6	15.2	33.5	96.3
사채		0.0	0.0	8.0	24.0
장기차입금		0.0	5.0	15.0	55.0
부채총계		123.0	190.6	241.7	473.0
자본금		28.0	30.2	30.2	30.2
자본잉여금		69.0	84.4	84.4	84.4
기타포괄이익누계액		11.5	11.5	11.5	11.5
이익잉여금		-7.7	6.1	21.4	44.4
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		95.0	126.4	141.7	164.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS		6,315	13,024	16,298	25,619
EPS(지배주주)		-333	464	506	763
CFPS		120	1,223	1,684	2,497
EBITDAPS		-78	1,260	1,684	2,497
BPS		3,393	4,184	4,689	5,452
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		-94.8	102.1	93.7	62.1
PCR		262.8	38.8	28.1	19.0
PSR		5.0	3.6	2.9	1.9
PBR		9.3	11.3	10.1	8.7
EBITDA(십억원)		-1.5	37.4	50.9	75.4
EV/EBITDA		-667.8	41.2	30.9	22.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		-6.5	12.4	11.4	15.0
EBITDA 이익률		-1.2	9.7	10.3	9.7
부채비율		129.5	150.8	170.6	287.2
금융비용부담률		2.4	2.9	3.9	4.1
이자보상배율(x)		-2.2	2.4	1.9	1.8
매출채권회전율(x)		6.9	13.0	11.3	11.1
재고자산회전율(x)		2.1	6.3	7.1	6.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율