

삼아알미늄 (006110)

ESS 빅사이클의 가장 좁은 병목

2026년 10월 15일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	102,000 원 (신규)
✓ 상승여력	39.5%	✓ 현재주가 (10월 14일)	73,100 원

신한생각 알박 쇼티지 국면, 유일한 순수 상장주

알박(알루미늄박) 산업은 짧은 리드타임 덕분에 캐즘기 과도한 증설을 피함과 동시에, AI 데이터센터발 ESS 수요 폭증으로 쇼티지 국면 진입. 삼아알미늄은 국내 알박 3사(삼아알미늄, 롯데알미늄, DI동일) 중 유일한 순수 상장주로 업황 반등 시 가장 높은 베타를 제공해 최대 수혜 기대

수요는 독식, 마진은 회복 구간

배터리 셀사들의 ESS 생산라인 전환이 가속화되는 가운데, 삼아알미늄은 LFP 필수 공정인 탄소코팅 대응이 가능한 국내 유일 기업. 연말 완공될 평택 코팅설비로 기존 중국 외주를 탈피하며, FEOC(해외우려기관) 규제에서 자유롭게 빅테크 및 글로벌 셀사들의 ESS 물량 독점하는 Q 성장 전망

상반기 실적 회복을 지연시켰던 시차 역스프레드 하반기 해소와 업황 쇼티지에 따른 가공비 인상으로 2026년 압연 매출액 2,727억원(+81.4% YoY) 전망. 스트립 내재화 용광로는 대규모 CapEx와 증설 리드타임으로 경쟁사 진입불가 영역. 2027~2028년에 걸쳐 배터리향 스트립 내재화 완성으로 마진 극대화 예정. 차세대 배터리(나트륨이온배터리, 전고체배터리 등) 내 알박 활용 확대에 따른 TAM 확장 또한 중장기 성장 동력

Valuation & Risk: 투자의견 매수, 목표주가 102,000원 산정

2028년 추정 EBITDA 1,008억원에 목표 EV/EBITDA 19배를 적용해 목표주가 102,000원 산정. 증설 완료와 자체 스트립의 배터리향이 온기 반영되는 2028년, 목표 배수는 동박 2사(SKC, 롯데에너지머티리얼즈)의 업황 정상시기 중앙값 적용. 현재 주가는 Q 회복만 선반영된 상태로, P(가공비) 정상화와 C(스트립 내재화)가 반영된다면 충분한 상방 여력 보유 판단

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	251.7	271.5	393.3	490.5	597.0
영업이익 (십억원)	(9.6)	(17.6)	10.7	46.5	76.2
순이익 (십억원)	(9.4)	(24.9)	4.1	30.0	53.3
ROE (%)	(3.8)	(10.8)	1.8	12.2	18.7
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
PER (배)	-	-	255.1	35.1	19.8
PBR (배)	2.0	1.6	4.6	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	84.8	-	45.8	20.3	12.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

이재윤 연구원

✉ cyunee@shinhan.com

최승환 CFA, 연구위원

✉ hani86@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

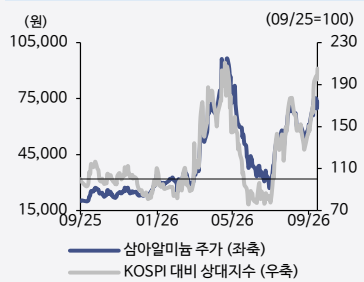
시가총액	1,105.5십억원
발행주식수(유동비율)	15.1 백만주 (67.1%)
52주 최고가/최저가	96,400 원/21,750 원
일평균 거래액 (60일)	11,026백만원
외국인 지분율	37.8%

주요주주 (%)

TOYO ALUMINIUM K. K. 외 10 인	32.9
Toyota Tsusho Corporation	9.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	23.1	116.6	225.6	218.5
상대	36.9	147.2	93.0	128.4

주가



I. 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 102,000원 산정

2028년 실적 정상화 기준
목표주가 102,000원,
투자의견 매수

목표주가 102,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정을 위해 2028년 추정 EBITDA 1,008억원을 8.8%로 1년 할인한 926억원에 목표 EV/EBITDA 19배를 적용해 산정했다. 2026년은 상반기 적자와 스프레드 해소의 일회성 요인이 혼재되어 정상 이익을 반영하지 못하고, 2027년은 가공비가 정상화되나 캐파는 제한되어 이익이 완전히 반영되는 시점은 아니라고 판단한다. 증설이 완료되고 자체 용광로 스트립 배터리항 투입이 연간으로 반영되는 2028년 이 기준으로 타당하다.

목표배수는 동종 소재인 동박 2사(SKC, 롯데에너지머티리얼즈)의 업황 정상시기(2019~2021년)를 참조한다. 알박 경쟁사인 동일알미늄과 롯데알미늄은 비상장이고 일본의 UACJ는 알박 외 사업 비중이 커, 동박 기업을 비교군으로 선정했다. 솔루스첨단소재는 작은 EBITDA 규모로 왜곡이 발생하여 비교군에서 제외했다.

알박은 셀 원가에서 차지하는 비중이 1.8%로 동박 5% 대비 작아 멀티플을 더 낮게 받아왔다. 그러나 동박은 3년의 긴 증설 리드타임으로 인해 캐즘 이전 집행된 투자가 몰리며 2027년까지 초과공급이 예상되는 반면, 알박은 리드타임이 1년으로 짧아 증설을 피한 가운데, 최근 ESS 수요 폭증이 맞물리며 쇼터지 국면에 진입했다. 또한 음극에도 알박을 사용하는 나트륨이온배터리 등 차세대 전지에 알박의 활용도가 높아지고 있어 시장 규모의 열위를 해소하고 있는 초입이라고 판단하여 알박 멀티플 할인을 제거했다. 동박의 2019~2021년 사이클을 알박의 2026~2028년에 대응한다. 캐즘 이후 수요가 재개되며 가동률이 회복되고 증설이 이익으로 연결되는 구간이라는 점에서 두 사이클의 구조가 같기 때문이다. 2027년은 사이클 2년차이기 때문에 2020년 2사 평균 중앙값인 19배를 적용했다.

목표주가 산정에 적용한 할인율은 8.8%다. 자기자본비용은 무위험수익률 3.0%에 조정베타 0.63과 한국주식시장위험프리미엄 5.0%를 적용한 뒤 소형주 및 기업고유위험프리미엄 4.0%를 가산해 10.2%로 산출했다. 삼아알미늄은 코스피와의 관계성보다는 ESS라는 개별적 요인으로 주가 변동성이 컸기 때문에 조정베타로 계산했다. 시총규모가 작고 압연부문 단일 전방 의존도가 높다는 기업고유위험은 베타로 설명되지 않아 4%를 별도 가산했다. 타인자본비용은 차입금리 5.0%에 법인세율 22%를 반영하여 세후 3.9%를 적용했다.

삼아알미늄 주가는 연초 대비 33% 상승했다. ESS 전환에 따른 업황 턴어라운드 기대가 반영되며 밸류에이션 부담이 생긴 점은 부인하기 어렵다. 그러나 지금까지의 상승은 물량 회복에 대한 반응이다. 수요 폭증에도 공급은 증설 리드타임과 셀사 인증에 막혀있고, LFP용 탄소코팅 알박을 국내에서 생산하는 기업은 삼아알미늄이 유일하다. 또한 시차 스프레드의 해소와 가공비도 회복 구간에 진입할 예정이기에, 실적 상승 여력은 충분하다고 보여진다.

삼아알미늄 목표주가 산출내역

(십억원, 배, 백만주, %)	계산	비고
EBITDA	100.8	2028년 추정 EBITDA
WACC(%)	8.8	
①PV of EBITDA	92.6	
②Target EV/EBITDA	19.0	동박 2사 업황 정상기(2019-2021년) 중 사이클 2년차인 2020년 멀티플 중앙값
③영업가치	1,760.0	(③ = ① x ②)
④순차입금	229.9	2027년 순차입금
⑤기업가치	1,530.1	(⑤ = ③ - ④)
주식수	15.1	
주당 목표가액	102,000	
현재 주가	73,100	
상승여력	39.5	

자료: 신한투자증권 추정

동박 2사 EV/EBITDA Multiple

	2019	2020	2021	중앙값
SKC	13.7	11.2	13.3	13.3
롯데에너지머티리얼즈	18.2	26.5	46.9	26.5
솔루스첨단소재	73.1	69.9	71.3	71.3
2사 평균	15.9	18.8	30.1	15.9

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

II. 기업개요

세계 유일의 스트립-알박
일체화 생산 체제 구축 기업

알루미늄 국산화 반세기, 배터리 소재 기업으로의 전환

삼아알미늄은 알박(알루미늄박) 국산화를 주도해 온 국내 대표 알루미늄박 전문 기업이다. 1970년 일본 동양알미늄(TOYO ALUMINIUM)과의 합작법인을 설립하며 기술 기반을 다졌고, 1998년 삼성SDI와 국내 최초로 리튬이온배터리(LIB) 알박을 공급하며 배터리 소재 사업에 진출했다. 현재 압연기 6대, 연 4만톤 규모의 캐파를 보유하고 있다.

사업 부문은 압연, 가공, 전자부품판매로 구성된다. 압연은 배터리 양극 집전체로 쓰이는 알박이 주력이며 2025년 기준 매출의 55%를 차지한다. 알박은 EV용, ESS용, 일반산업재로 나뉘며 배터리향 비중이 60% 수준이다. 가공은 레토르트 파우치와 담배 포장재 등 식품 포장용 알박을 생산한다. 전자부품판매는 자회사 삼아소이전자가 샌디스크 제품을 유통하는 사업으로, AI DC 수요 확대에 힘입어 2025년 매출이 전년대비 51% 증가했다.

주주 구성은 도요알루미늄, 도요타를 비롯한 SI가 중심이다. 2022년말 도요타와 LG에너지솔루션이 1,250억원 규모 3자배정 유상증자에 참여했으며, 해당 자금으로 알루미늄 용광로를 구축해 2025년 7월 완공했다. 이로써 알루미늄 스트립과 알박을 동시에 생산하는 기업은 전 세계에서 삼아알미늄이 유일하다.

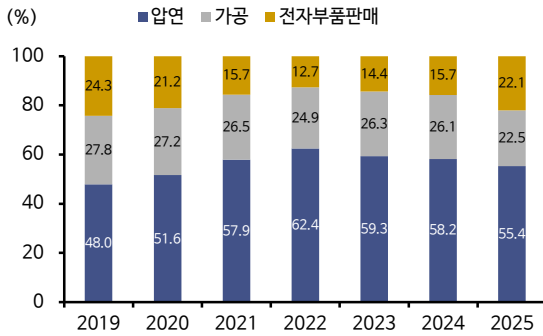
고객사는 국내 배터리 3사(LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK온)와 해외 셀 메이커(Ultium Cells, Automotive Cells Company 등), 완성차 업체(Ford, 현대차, GM 등)로 구성된다. 수출 비중은 압연 부문 기준 78%로 북미향이 대부분이다.

기업 연혁

연도	내용
1969	삼아알미늄 설립
1970	일본 동양 알미늄과 합작법인 설립 및 압연 공장 준공
1981	국내 최초 5 μ m 중합압연 성공
1998	LIB용 양극집전체용 알루미늄박 개발
2001	LIB 양극집전체 일본제품 대체
2004	초고속 세계최대 광폭 압연5호기 설치 및 포송공장 준공
2008	LIB Pouch용 Foil 국내 최초 납품
2012	고강도 10 μ m 세계 최초 개발 완료
2014	초고속 세계최대 광폭 압연6호기 설치
2020	LIB Pouch용 Foil 60 μ m 납품 시작 및 고강도 9 μ m 세계 최초 개발
2023	제3자배정 유상증자 및 전환사채 발행 및 압연 7,8호기 증설 완료

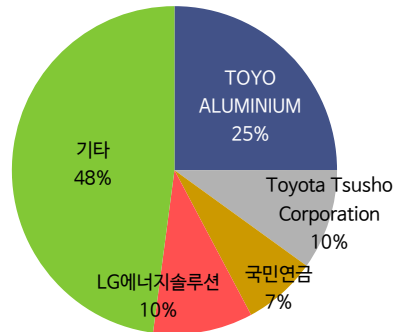
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부문별 매출 비중 추이



자료: Dart, 신한투자증권

삼아알미늄 주주 현황



자료: Dart, 신한투자증권

삼아알미늄 제품 포트폴리오



자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼아알미늄 고객사 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 투자포인트

Q사이클: ESS로 수요는 폭발, 공급은 독식

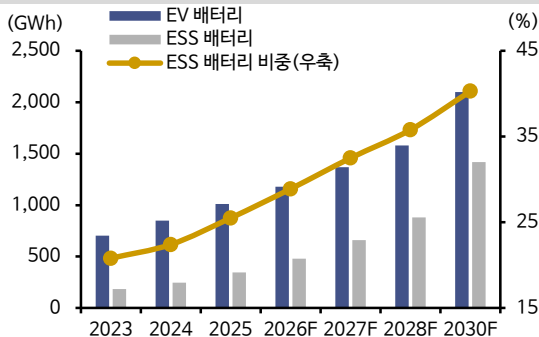
EV 캐즘을 넘는 ESS 빅사이클

배터리의 새로운 성장축
= AI 데이터센터용 ESS

AI 데이터센터용 ESS(에너지저장장치) 수요가 EV(전기차)와 무관한 독자적인 성장 축으로 형성되고 있다. AI 서버랙의 전력밀도는 기존 대비 약 17배에 달하지만, 전력망 인프라 연결의 적체로 인해 신규 전력을 확보하는 데에 수년이 소요된다. 반면 수 개월 내 배치가 가능한 ESS는 데이터센터가 전력을 확보할 수 있는 가장 신속한 대안으로 부상했다.

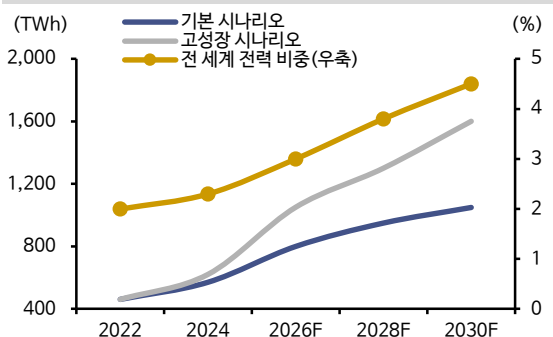
2026년 상반기 글로벌 ESS용 리튬이온배터리 출하량은 전년동기대비 71% 증가한 461.3GWh를 기록했으며, 북미 지역은 83%의 가파른 성장세를 보였다. 같은 기간 EV용 배터리 사용량 증가율은 9.1%에 그쳤다. 주요 글로벌 빅테크 4사의 26년 CapEx 가이드스가 7,750억달러로 전년대비 77% 증가했고, 실적 컨퍼런스에서 내년은 더 상향될 것이라고 언급하여, 최소 2~3년간 ESS 빅사이클은 지속될 것으로 보여진다.

ESS 배터리 시장 규모가 빠르게 증가



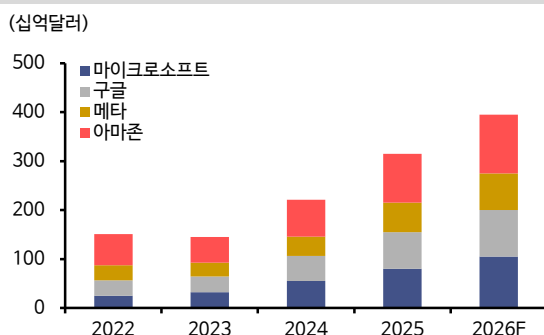
자료: SNE Research, Bloomberg NEF 재구성, 신한투자증권

글로벌 데이터센터 전력소비 전망



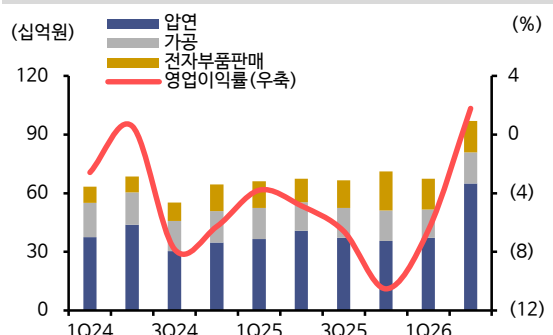
자료: IEA, 신한투자증권

빅테크 4사 연간 CapEx 증가 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

삼아알미늄 사업부문별 매출액 추이



자료: Dart, 신한투자증권

LG에너지솔루션 ESS 수주잔고만으로도 삼아알 미늄 연간개파 초과

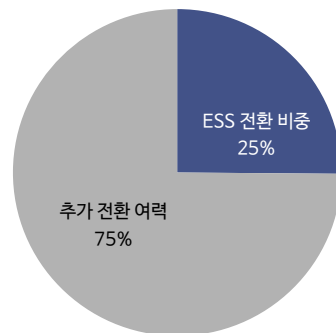
ESS 수요는 배터리 셀사들의 생산라인 재편으로 이어지고 있다. LG에너지솔루션은 누적 ESS 수주잔고 약 140GWh를 확보했으며, 연말까지 북미 ESS 생산능력을 50GWh 이상으로 확대할 계획이다. 이는 단순 증설이 아닌, 기존EV용 생산라인을 ESS용으로 전환하는 리밸런싱이기에 유의미한 수요를 확인할 수 있는 지표이다. CATL 역시 올해 상반기에 ESS 매출이 전체 매출 비중의 약 20%를 차지할 정도로 증가했고, 삼성SDI는 4Q25에 ESS 부문이 역대 최대 분기 매출을 기록하며 EV 물량 감소를 성공적으로 상쇄했다. 셀사의 생산라인이 ESS로 전환됨에 따라, 알박의 수요 주체 역시 자연스럽게 이동하고 있다. IEA에 따르면 글로벌 신규 ESS 설치량의 약 90% 정도가 LFP이며, LFP 기준 1GWh 당 450톤의 알박이 사용된다. 이를 적용하면 LG에너지솔루션의 누적 수주잔고 140GWh는 5.7만톤에 해당한다. 삼아알미늄 연간 개파의 1.4배에 달하는 규모로, 단일 고객사의 물량만으로도 풀캐파로 가동해야 소화할 수 있는 수준이다.

삼아알미늄의 2분기 알박 수출량은 북미 데이터센터향 ESS 수요가 집중되며 전년동기대비 89% 급증했고, 2분기 영업이익은 4월부터 시작된 LG에너지솔루션 공급 계약으로 인해 25개월만에 흑자전환에 성공했다. 실적 회복은 불확실한 EV업황의 반동이 아닌 ESS 기반의 확실한 물량 유입에 기인한다.

위치	운영 형태	연간개파 (GWh)
오하이오	혼다 합작법인	40
미시간 랜싱	단독	35+
미시간 홀랜드	단독	25
테네시(UC2)	GM 합작법인	50
캐나다 온타리오	스텔란티스 합작법인	49

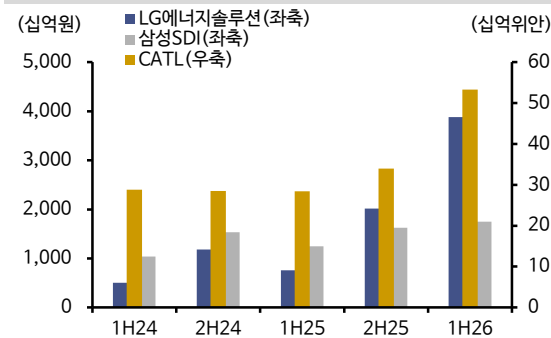
자료: 언론보도 종합, 신한투자증권

LG에너지솔루션 북미생산거점 ESS 전환 비중



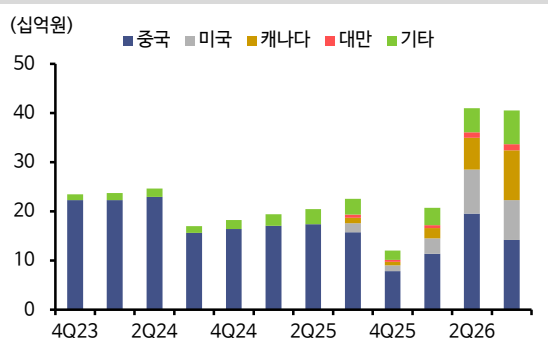
자료: 신한투자증권

주요 셀메이커 ESS 매출 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

삼아알미늄 지역별 수출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 3Q26은 7,8월만 포함.

대부분의 중국 매출은 미국이 최종 목적지

탄소코팅:
향후 알박 시장의 진입장
벽이자 물량 독점의 핵심

국내 유일한 알박 후공정 일원화 기업

ESS가 EV와 다른 점은 LFP 배터리를 쓴다는 것이다. 데이터센터는 밀폐된 공간에 대규모로 배터리가 집적되고, 20년 이상 운용되는 인프라인 만큼 화재 안전성과 사이클 수명이 배터리의 핵심이다. LFP는 열안정성이 높아 발화 위험이 낮고 사이클 수명이 삼원계배터리 대비 약 2배에 달하며, 철·인산 기반이라 원가 경쟁력까지 우수하기 때문에 LG에너지솔루션의 북미 ESS라인 전환 역시 LFP 기준으로 진행되고 있다.

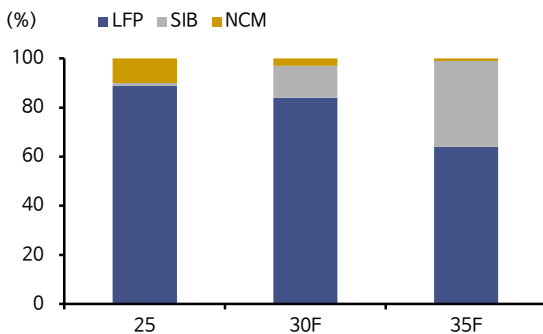
LFP용 알박은 삼원계와 달리 후공정에서 탄소코팅이 추가로 들어간다. LFP 양극재는 삼원계 대비 전기전도율이 낮아, 알박 표면에 탄소코팅을 통해 전도율을 높여줘야하기 때문이다. 즉, ESS 수요 확대는 공정 요건의 상향을 의미하기에, 기존 알박 3사가 자동으로 물량이 추가되는 것이 아닌 탄소코팅 대응이 가능한 사업자가 수요를 독식하게 될 가능성이 높다.

LFP vs 삼원계(NCM)

	LFP	NCM
에너지밀도	180~220 Wh/kg	240~300 Wh/kg
사이클 수명	삼원계 대비 약 2배	1,500~2,500회
열안전성	높음(열폭주 온도 높음)	낮음(원가절감을 위한 고니켈화)
원가	낮음(코발트, 니켈 미사용)	높음(희소 금속 가격 노출)
알박 후공정	O	X

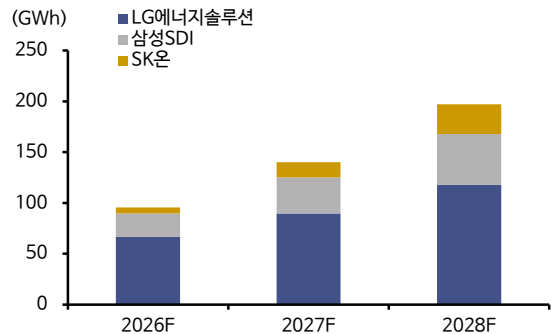
자료: 신한투자증권

ESS 배터리 종류별 채택 비중 전망



자료: Bloomberg NEF, 신한투자증권

국내 배터리 3사 ESS 출하량 추정



자료: 각 사 가이드선스, 신한투자증권 추정

국내 알박 3사 중 ESS용 알박 공급은 삼아알미늄과 동일알루미늄(DI동일의 사업 부문)만 담당한다. 롯데알미늄은 캐즘 이전 미국 캔자스 지역에 증설을 결정했다가 캐즘 이후 유동성 위기에 직면해 추가 투자 여력이 제한적이기 때문이다. 동일알루미늄은 ESS용 알박을 제조하고 있으나, 탄소코팅 설비 미확보로 LFP 오더 대응이 지연되고 있어, 2030년까지 증설 계획 중인 상태다.

삼아알미늄은 압연부터 탄소코팅까지 일원화된 대응이 가능한 유일한 선택지다. 캐즘 기간 동안 중국 코팅 업체를 활용하여 ESS오더에 선제대응해 이미 LFP용 알박 공급 레퍼런스와 고객사 인증까지 모두 마쳤다. 기존 중국 외주 방식은 물류비와 리드타임 부담이 크고, 수출 관리가 직접적으로 어렵다는 단점이 있다.

데이터센터의 주요 수요처가 북미인 만큼 중국·국내 이원화 체제로 리스크 분산을 계획 중이다. 2026년 3월 CB 발행 한도를 500억원으로 상향하여 자체 설비 투자 재원을 선제적으로 확보했다. 연말에 완공되는 평택 공장의 탄소코팅 설비를 풀가동 시 중국 의존도는 해소될 전망이다.

삼아알미늄의 후공정 일원화는 국내 유일 사업자라는 지위 확보의 개념이다. 연말 평택 라인이 완공되면 외주 비용 절감과 납기 단축을 통해 수익성 개선도 기대된다. 나아가 탄소코팅은 LFP에 국한되지 않고 나트륨이온배터리, 전고체 등 차세대 전지에서도 공통 적용되는 핵심 기술인 만큼, 삼아알미늄의 설비 투자는 현재의 ESS 수요를 넘어 다음 배터리 사이클까지 지속될 것으로 보여진다.

국내 알루미늄박 3사 비교

	삼아알미늄	DI동일(동일알미늄)	롯데알미늄
압연기(대)	6	5(+a 증설 진행 중)	국내 소수, 미국 증설 진행 중
탄소코팅 설비	O(국내 유일)	X(2030년 완공 목표)	X
스트립 내재화	O(글로벌 유일)	X	X
주요 고객	국내 및 북미 배터리	국내 및 북미 배터리	롯데 계열사 식품 포장
ESS·LFP 대응 여부	O	제한적	제한적
상장 여부	O	X	X

자료: 신한투자증권

주: 경쟁사 압연기 대수 및 설비 현황은 회사 파악 기준

2028년 알박 수요
75만톤 중 96%가
탄소코팅

글로벌 일반 알박 및 코팅 알박 TAM 추정			
(GWh, 톤)	26F	27F	28F
글로벌 ESS 총 출하량(GWh)	920	1,250	1,680
LFP 출하량	828	1,150	1,596
NCM 출하량	92	100	84
글로벌 총 수요 (톤)	404,800	552,500	747,600
탄소코팅 알박	372,600	517,500	718,200
일반 알박	32,200	35,000	29,400

자료: SNE Research, Bloomberg NEF, 신한투자증권

주: GWh 단위당 알박 사용량: LFP: 450톤, NCM: 350톤

LFP는 100% 코팅 알박, NCM은 100% 일반 알박으로 추정

P사이클: 하반기에 반영될 판가 스프레드

가동률 회복 및 공급 제약에 따른 판가 인상 필요

캐즘으로 남았던 삼아알미늄의 캐파는 이미 다 찬 상태이다. 역대 최고 실적을 기록했던 2022년 가동률 85%를 올해 하반기에 근접하고, 2분기 알박 수출 중량이 전년동기대비 89% 증가한 450만kg이 이를 증명한다. 급증한 수요에도 압연기 증설은 발주에서 가동까지 약 1년이 소요된다. 단순히 1년의 리드타임 이상으로 알박 산업은 진입과 증설 자체가 까다로운 니치 시장이다. 셀 원가 내 비중이 1.8%에 불과해 유입 유인이 적은 반면, 압연기는 대당 400억원에 달하는 고가 설비이기 때문이다. 공정 난이도와 검증 장벽도 높다. 머리카락보다 얇은 알박의 수율을 확보하려면 숙련 인력 확보가 필수적인 데다, 셀 메이커의 엄격한 품질 인증에만 최소 1년 이상이 소요된다. 이러한 조건들을 감안했을 때, 1년 뒤에도 의미 있는 신규 공급이 시장에 풀릴 가능성은 희박하다. 결국 향후 수년간 알박 총량은 물리적으로 제한될 수 밖에 없고, 이는 P 상승을 전인한다.

$$ASP = \text{판가 기준 LME(6개월전)} + \text{가공비}$$

시차 역스프레드 해소로 하반기 kg당 0.73 달러 개선

물량이 급증하는 동안 판가는 움직이지 않았다. 삼아알미늄의 2Q26 수출단가는 6.10달러/kg으로 전분기 6.17달러 대비 소폭 하락한 반면, 전국 평균 단가는 6.0달러에서 6.55달러로 상승했다. 지난 4년간 유지해온 12~15%의 프리미엄이 역전된 것이다. 이는 가격경쟁력의 문제가 아니라 판가 반영 속도의 차이다.

삼아알미늄은 판가를 6개월 전 LME 시세로 결정하는 반면 원재료는 1개월 전 시세로 매입한다. 알루미늄이 급등한 상반기에는 판가에 반영된 LME가 2.73달러/kg에 그친 반면 실제 원가는 3.29달러로 kg당 0.55달러의 역스프레드가 발생했다. 8월 LME와 판가 간 상관계수를 살펴보면 전국 평균은 0.63이나 삼아알미늄은 0.08로 현저하게 떨어져 LME 시세 인상이 판가에 반영되기까지 시간이 필요함을 확인할 수 있다.

하반기에는 이 구조가 반전된다. 3분기 판가에는 1~3월 LME 시세, 4분기에는 4~6월 LME 시세가 반영되어 하반기 판가는 3.38달러로 오르는 반면, 원가 기준은 7~8월 기준인 3.2달러 수준에서 안정되고 있다. 즉, 하반기 kg당 스프레드가 -0.55달러에서 +0.18달러로, 상반기대비 0.73달러 개선된다.

LME 시차 해소

(달러/kg)	1H26	2H26	설명
판가 기준 LME	2.73	3.38	1~6월 LME로 확정
원가 기준 LME	3.29	3.20	8월 수준 유지 가정
스프레드	(0.55)	0.18	정상 범위 복귀

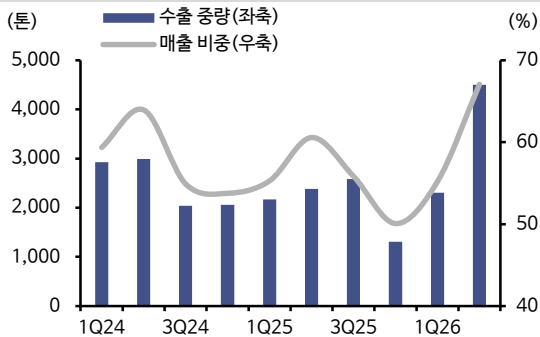
자료: Bloomberg, TRASS, 신한투자증권

가공비 정상화를 통한 추가 수익성 확보

더 중요한건 판가만 오르고 원가는 오르지 않는다는 것이다. 알루미늄 가격 전가는 매출과 원가가 함께 늘어 손익에 영향을 주지 않지만, 이번 하반기는 판가에 반영되는 시점과 매입 시점이 달라 판가만 상승하게 된다. 즉, 상반기에 이미 지불했으나 받지 못했던 원재료값을 회수하는 것이기에 추가적인 원가부담은 없다.

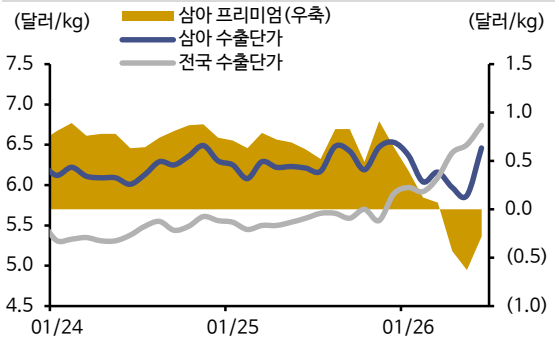
가공비도 낮은 수준에 머물러있다. 최근 4년간 약 3.8달러 내외에 고정되어있던 가공비는 26년 상반기 기준 3.41달러로 낮아져 있는 상태이다. 연초 확정된 이익률이 낮은 수주 믹스와 캐즘 구간의 수요 회복이 더디게 진행되며 가공비 협상력이 제한되었기 때문이다. 공급 과잉에서 공급 부족으로 전환되는 시기이고, 시차 스프레드 정상화와 더불어 가공비의 정상화가 추가적으로 이루어진다면 추가 상방 요인이 될 것으로 생각한다.

삼아알미늄 수출 중량 및 압연 부문 매출 비중



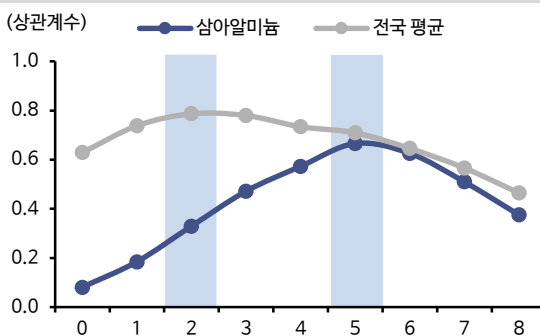
자료: TRASS, 신한투자증권

삼아알미늄 vs 전국 알박 수출 단가



자료: TRASS, 신한투자증권

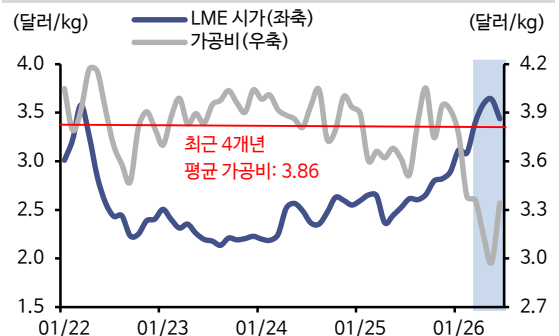
삼아알미늄 vs 전국 (LME 시차별 판가 연동 강도)



자료: Bloomberg, TRASS, 신한투자증권

주: 상관계수가 삼아알미늄은 5개월, 전국은 2개월 때 가장 높음. 이는 평균적으로 판가 반영 시차가 전국은 2개월, 삼아알미늄은 5개월이 걸린다는 것을 의미함

역사적으로 가공비가 떨어져있는 상황



자료: Bloomberg, TRASS, 신한투자증권

LME 스프레드와 가공비 회복을 가정한 2H26 실적 기여 시나리오

(달러/kg, %, 십억원)	가정	가공비	ASP	ASP 상승률	상반기 대비 kg당 개선폭	매출총이익 기여
1H26	-	3.41	6.14	-	-	-
보수적	가공비 미회복	3.41	6.79	10.6	0.73	17.4
기본적	축소분 절반 회복	3.64	7.02	14.3	0.96	22.9
낙관적	4년 평균 회복	3.86	7.24	17.9	1.18	28.1

자료: 신한투자증권 추정

주: 환율은 1,400원으로 고정

$$\text{Kg당 수익} = \text{ASP} - \text{원가 기준 LME}$$

시차 스프레드 해소만으로
상반기 대비 하반기
매출총이익의 2.5배 증가

하반기 판가와 원가는 각각 3.38달러/kg, 3.20달러/kg으로 확정됐다. 상반기 판가가 2.73달러였던 점을 감안하면 가공비가 미회복된 상태를 가정하더라도 ASP는 10.6% 상승한다. 변수는 가공비이다. 상반기 가공비는 3.41달러로 최근 4년 평균 3.86달러를 크게 하회하는 수준이다. 낙관적인 시나리오의 회복된 가공비의 최대치가 4년 평균이라는 점에서 신규 프리미엄을 전제하지 않은 가정이다.

Kg당 수익은 ASP에서 원가를 뺀 값이다. 상반기에는 ASP 6.14달러에서 원가 3.29달러를 차감한 2.86달러에 그쳤다. 하반기에는 판가 3.38달러에 가공비를 전혀 올리지 못하는 보수적 시나리오에서도 시차 해소만으로 0.73달러가 회복된다. 낙관 시나리오처럼 가공비가 4년 평균으로 회복되면 Kg당 수익은 ASP 7.24달러에서 원가 3.20달러를 뺀 4.04달러로 상반기 대비 1.18달러가 개선된다.

전체 수익성은 상반기 대비 Kg당 개선폭에 하반기 물량을 곱해 계산하였다. 하반기 캐파 2만톤에 2H26 평균 가동률 85%를 적용하면 17,000톤이다. 기본 시나리오의 상반기 대비 개선폭 0.96달러 적용 시 매출총이익은 229억원 증가하며, 가공비가 미회복된 보수 시나리오에서도 시차 해소만으로 174억원이 증가한다. 상반기 매출총이익이 85억원에 그쳤던 점을 감안하면 하반기에만 2.5배가 증가하는 셈이다.

탄소코팅 내재화 및 가공
비 믹스 개선에 따른 P의
장기적 상승 기대

시차 해소는 원자재 가격이 안정되면 사라지는 일회성 요인인 반면, 가공비 회복은 판가 자체가 올라가는 구조적 개선이다. 그간 중국 외주로 유출되던 LFP용 탄소코팅 부가가치를 내재화하고, 2027년 일반산업재용 라인의 배터리 전용 전환에 따른 고가공비 제품 믹스 효과까지 가공비에 더해질 전망이다. 하반기 스프레드 해소로 시작된 P의 상승은 중장기적으로 지속되며, 즉시 물량 대응 능력을 갖춘 삼아알미늄이 직접적인 수혜를 받을 것으로 보여진다.

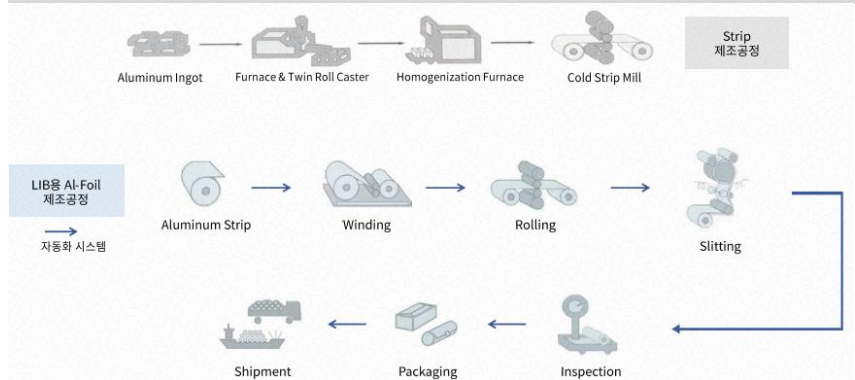
C사이클: 원가구조 수직계열화

자체 용광로 구축을 통한
경쟁사 대비 원가 경쟁력
확보

원재료 수직계열화를 통한 원가 절감은 삼아알미늄만의 차별화 요인이다. 재료비에서 알루미늄 스트립이 차지하는 비중은 90% 이상이며, 노벨리스코리아가 사실상 독점 공급해왔다. 공급사의 절대적 우위로 가격경쟁이 치열해 원가를 낮추기 어려운 구조였다.

이 구조를 끊기 위한 결정이 용광로를 통한 원재료 수직계열화였다. 22년말 도요타·LG에너지솔루션의 3자배정 유상증자로 조달한 1,250억원을 스트립 생산라인(용광로·CC Strip Line)을 구축하는데 투입했고, 캐즘으로 설비가 유휴 상태이던 기간에 라인 세팅을 완료해 25년 7월 자체 주조 설비 세팅을 마쳤다. 이로써 알루미늄 스트립과 호일을 함께 생산하는 기업은 삼아알미늄이 유일해졌다. 업황이 턱어라운드한 국면에서 경쟁사들은 자금을 압연기 증설에 우선 투입해야 하는 상황이라 수직계열화 달성은 멀어졌다.

스트립부터 알박 제조까지의 공정



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2H27 시작될 배터리향
스트립 투입을 통한 원가
절감 본격화

관건은 용광로가 손익에 얼마나 기여하는가다. 삼아알미늄의 최근 3년 평균 알루미늄 매입단가는 톤당 2,434달러이며, 여기에 압연 캐파 4만톤과 가동률을 곱하면 연간 알루미늄 구매액이 산출된다. 캐즘 국면인 가동률 50% 기준으로는 약 681억원이며, 노벨리스코리아의 3년 평균 영업이익률 6.1%를 적용하면 연간 약 42억원이 공급사로 귀속되던 마진이다. 같은 계산으로 가동률이 90%까지 오르면 마진 규모는 75억원으로 확대된다.

다만 이 금액이 단기간에 바로 이익으로 전환되기는 어렵다. 품질 리스크와 물량 변동 대응을 감안하면 전량 자체 조달은 현실적이지 않다. 그래서 현재는 품질 검증 단계로 일반산업재에만 적용되고 있고, 배터리향은 영업 기간을 거쳐 27년 하반기부터 투입이 예상된다. 그럼에도 용광로 보유 여부는 강력한 경쟁력이 된다. 설비는 이미 자산화되어 감가상각이 진행 중이며, 배터리 향으로 자체 스트립 투입이 확대되면 추가적인 감가상각 부담 없이 이익만 개선되는 구조이기 때문이다. 또한 경쟁사는 천억원대의 투자와 수년의 검증 기간을 거쳐야 한다는 점도 진입장벽 요인이다.

가동률 및 내재화율 상승에 따른 기여폭 확대

가동률과 내재화율이 실제 이익 기여분의 주요 변수이다. 캐즘 국면이었던 가동률 50% 수준에서는 내재화율 50%를 적용해도 연간 절감액이 21억원에 불과하다. 반면 가동률이 90%에 근접하는 2027년 이후에는 동일한 캐파와 50%의 내재화율에서도 37억원, 내재화율이 70%까지 올라설 경우 52억원으로 이익폭이 크게 확대된다. 하단의 시나리오는 최근 3년 평균 매입단가를 적용한 보수적 추정이다. 2026년 알루미늄 가격이 과거 평균 대비 33%정도 높은 수준이고, 2028년 압연기 증설이 더해지면 이익 개선 효과는 캐파 증가분에 비례해서 증가한다.

가동률, 내재화율에 따른 이익 기여 시나리오

(십억원)	내재화율 30%	내재화율 50%	내재화율 70%
가동률 50%	1.3	2.1	2.9
가동률 70%	1.8	2.9	4.1
가동률 90%	2.2	3.7	5.2

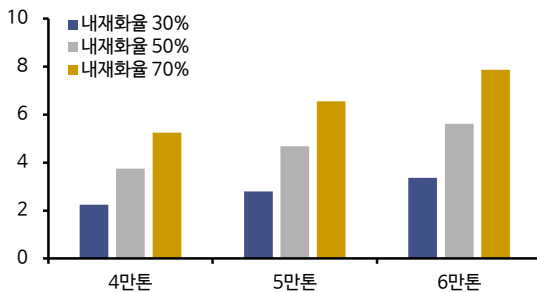
자료: 신한투자증권 추정

주: 압연 캐파 4만톤, 알루미늄 과거 평균 매입단가(2,434달러/톤), 노벨리스 평균 opm(6.1%) 고정
마진실현율은 100%로 가정

삼아알미늄의 수직계열화는 원료 조달의 병목을 제거하는 공급 안정성, 비중이 큰 원가의 마진 일부를 내재화하는 원가 레버리지의 성격을 모두 지닌다. 가동률(Q)과 스프레드·믹스(P)가 당장의 실적을 끌어올리는 동안, 27년부터 시작될 원가(C)의 개선은 다른 경쟁사 대비 프리미엄을 받을 수 있는 근거가 된다.

캐파 및 내재화율에 따른 이익 기여 추이

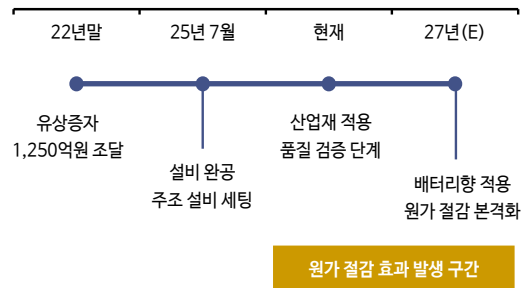
(십억원)



자료: 신한투자증권 추정

주: 가동률은 27년 이후 90%에 근접하기 때문에 90%로 고정

자체 스트립 적용 로드맵



자료: 신한투자증권

Beyond PQC: 넓어지는 TAM

SIB(나트륨이온배터리)

알박 단위당 투입량이
2배 증가되는 나트륨이온
배터리

차세대 전지는 셀당 알박 투입량 자체를 늘린다. SIB가 대표적이다. 리튬이온은 양극에 알박, 음극에 동박을 사용하지만, 나트륨은 리튬과 달리 알루미늄과 합금 반응을 일으키지 않아 음극에도 알박을 쓸 수 있다. 이는 동일 용량 기준 리튬 배터리 대비 약 2배의 물량을 소요해 Q 자체에 영향을 줄 수 있다. SIB는 화재 위험이 낮고 극저온에서도 전력 손실이 적어 ESS와 보급형EV라는 현재 삼아알미늄의 주력 시장과 정확히 일치할 뿐 아니라 구리보다 저렴한 알루미늄으로 음극 집전체를 대체하는 것이라 셀메이커 입장에서 원가 절감 유인 또한 명확하다. 주목할 점은 셀 메이커들이 SIB 투자를 현재의 의사결정 변수로 보고 있다는 점이다. 이에 삼아알미늄은 SIB 침투까지 고려해 압연기 증설을 고려하고 있다.

리튬이온배터리 vs 나트륨이온배터리



자료: 회사 자료, 신한투자증권

전고체배터리

글로벌 선두 고객사 확보
를 통한 기술 표준 리스크
소거 및 장기 프리미엄
옵션 확보

전고체배터리는 승자와 무관하게 유효한 옵션이다. 소재 기업이 겪는 가장 큰 리스크는 표준이 정해지기 전, 개발하기 위해 특정한 방법이 표준이 되지 못하는 것이다. 유럽 노스볼트의 사례처럼 진영 자체가 무너져 투자가 회수되지 않는 것이다. 하지만 삼아알미늄은 선택의 리스크를 감수할 필요가 없다. 전고체 개발에 있어 선두주자인 도요타, BMW, 삼성SDI, 현대차 네 곳이 모두 기존 고객사이기 때문이다. 특히 현대차는 자체 배터리 양산 시 최우선 공급 의무를 부여한 상태라 어느 방식이 표준이 되든 공급 관계가 유지되는 구조이다. 물론 전고체 상업화 시점 자체는 불확실하나, 진영 선택 리스크가 제거된 상태에서 상업화 시점만 기다리면 되기에 옵션 가치로 접근 가능하다고 생각한다.

나트륨이온배터리 양산 로드맵			
	SIB 추진 현황	관계	고객여부
LG에너지솔루션	27년 중국 생산 예정	국내 매출 1위, 2대주주	기존 최대 고객
GM	SIB 드라이브 선언	SIB용 알박 직납 추진	직납 협의 중
CATL	SIB·헝가리 공장 병행 추진	품질테스트 합격, 오더 협상 중	신규 고객 (협상 중)
SK온	SIB 개발 참여	국내 배터리 3사 중 1곳	기존 고객

자료: 신한투자증권

전고체배터리 양산 로드맵			
	양산목표	관계	진행 단계
도요타	27년말 ~28년초	최대주주	전용 압연기 라인 요구
BMW	1~2년 내	기존 고객 (I 시리즈 납품)	테스트 제품 공급 중
삼성 SDI	미공개	국내 배터리 3사	기존 고객
현대차	약 2년 후	2년전 신규 편입, 직납	양산 시 최우선 공급 의무

자료: 신한투자증권

완성차의 배터리 내재화 흐름

완성차 직납 체계 구축을 통한 수익성 개선

차량 원가에서 배터리가 약 40%를 차지하는 만큼 OEM은 셀 조달을 내부화하려는 유인이 크다. 이 때, 소재사는 중간 유통 단계인 셀 메이커를 거치지 않고 완성차에 직접 공급하게 되는데 중간 마진 수취 구조가 사라지는 만큼 수익성 측면에서도 유리해진다. 삼아알미늄은 이미 엘티엠셀즈, Ford, GM, 현대차에 직납 구조를 갖추고 있으며, 앞서 언급한 현대차의 최우선 공급 의무 역시 이 흐름의 연장선에 있다.

미국의 탈중국 규제로 인한 시장의 이전

미국의 탈중국 조달 수요 흡수를 통한 TAM 구조적 확장

알박이 셀 원가에서 차지하는 비중은 한 자릿수에 불과하다. 셀 메이커 입장에서 알박은 품질만 충족하면 가장 짠 곳에서 사면 되는 품목이기에 중국 저가품이 시장을 점유해왔다. 그러나 미국의 탈중국 규제로 국산화 유인이 강화되었다.

FEOC(해외우려기관) 규정으로 중국에서 제조·가공된 소재를 사용할 경우 세액 공제 대상에서 배제되면서, 셀 메이커의 조달 기준이 원산지로 이동하게 되었다. 알박을 비중국산으로 바꾸는데 드는 추가 비용이 셀 원가에 미치는 영향은 미미한 반면, 세액공제 상실 규모는 조 단위이기 때문에 셀사 입장에서 알박은 가장 먼저, 저항 없이 탈중국할 수 있는 품목이다. 국내 알박 제조사가 소수라는 점을 감안하면 규제는 점유율 상승 요인으로 직결된다. 일례로 삼아알미늄은 CATL이 신규 고객사로 접촉해왔다. CATL-Ford 합작 공장이 우방국 원자재 요건을 충족해야해서 작년부터 1년간 샘플 진행을 거쳐 품질 테스트를 통과했고, 26년 1월 팽택공장 실사를 마친 뒤 현재 오더를 협상 중이다. 규제가 경쟁자를 막아주는 데 그치지 않고, 중국 1위 셀 메이커를 고객으로 한 TAM의 확장이 본질이다.

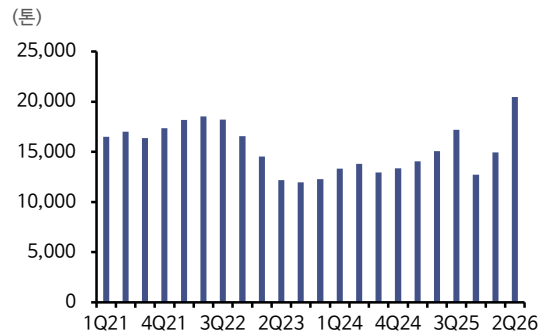
물론 FEOC 기준 완화나 IRA 조정 가능성은 상존하는 변수다. 다만 규제는 진입의 계기일 뿐 이후 이루어진 품질 인증으로 확보된 고객은 정책 변화만으로 쉽게 교체되기는 어렵다고 생각한다.

확장된 FEOC 법안 내용

	기존 FEOC	확장된 PFE (25년 7월 발효)
통제권 보유 주체	우려국 정부의 직·간접 통제	우려국 정부 + 제재 대상 외국기업
지분 기준	중국 등 우려국 정부 지분 25% 이상	동일 기준 확대 적용
적용 대상	EV 구매 공제	생산세액공제로 확대
판정 시점	부품: 제조·조립 시점 광물: 추출·가공 등 전 단계	

자료: 신한투자증권

알루미늄박 수출 추이(전국)



자료: TRASS, 신한투자증권

IV. 실적 추정

2027년부터 시작되는 본격적인 레이스

2026년: 북미 ESS 물량
과 시차 해소로 턴어라운
드 본격화

2026년 매출액 3,933억원(+44.9% YoY, 이하 생략), 영업이익 107억원(흑자전환, OPM 2.7%)을 전망한다. 하반기에 LG에너지솔루션의 북미 ESS향 물량이 본격 유입되며 가동률이 풀캐파에 도달함과 동시에 시차 스프레드 정상화 및 가공비 절반 수준 회복을 가정하였다. 2026년 압연 부문 매출액은 2,727억원(+81.4%)으로 2025년 전사 매출액(2,714억원)에 맞먹는 규모로 2026년 전체 실적 성장을 강력하게 견인할 것이다. 다만 상반기 적자와 연중 진행된 전기차용 압연기의 ESS용 표준화 전환 작업으로 인한 비용으로 2.7%의 낮은 영업이익률을 제시한다. 전환 작업은 연내 완료되며, 2027년부터 본격적인 이익 개선을 예상한다.

2027년: 배터리 전용 라
인 전환에 따른 가동률
상승과 가공비 정상화

2027년 매출액 4,905억원(+24.7%), 영업이익 465억원(+336.5%, 영업이익률 9.5%)으로 영업이익률이 두자릿수에 근접할 전망이다. 성장 변수는 가공비와 가동률이다. 4년 평균 수준으로의 완전한 가공비 회복과 압연기 5대가 배터리 전용으로 전환됨에 따라 가동률을 93%로 상향했다. 하반기부터 자체 스트립의 배터리향 투입이 시작되며 원가율은 낮아진다. 2026년 매출원가율 개선의 주요한 요인이 시차 스프레드였던 반면, 2027년 개선분은 가공비와 용광로 내재화 등 구조적인 요인이라는 점에서 큰폭의 이익 개선 효과가 기대된다.

2028년: 신규 압연기 증
설과 배터리향 스트립 내
재화의 온기 반영으로 이
익 개선 가시화

2028년은 증설된 캐파와 원재료의 내재화가 온기 반영되는 해이다. 2027년 가동률은 93%에 도달하며 기존 설비로 낼 수 있는 물량이 사실상 소진되기 때문에, 추가 성장 동력으로 증설을 가정했다. 신규 라인 램프업을 감안해 가동률은 소폭 하향 조정했다. 2027년 하반기 시작된 배터리향 용광로 내재화는 연간으로 반영되며 원가율을 낮추는 요인이다. 이를 토대로 2028년 매출액 5,970억원(+21.7%), 영업이익 762억원(+63.8%, 영업이익률 12.8%)을 전망한다.

P·Q·C 변수 타임라인

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2027	2028
Q 가동률	50%	75%	83%	89%	93%	증설 88%
P-1 시차	역스프레드		정상화		중립 (효과 소멸)	
P-2 가공비	축소		절반 회복		전체 회복	+5% 상승
C 용광로	일반산업재 적용				배터리향 확대	

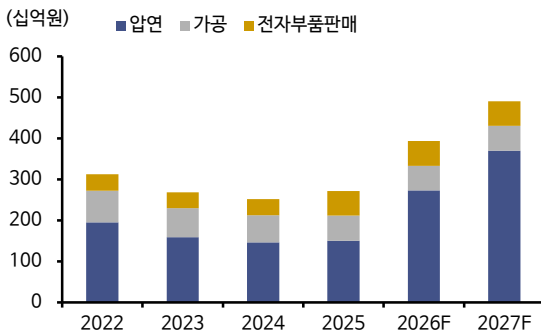
자료: 신한투자증권 추정

삼아알미늄 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	66.1	67.4	66.7	71.3	67.4	96.9	108.5	120.5	271.5	393.3	490.5
YoY	4.4	(1.7)	20.6	10.3	2.0	43.8	62.6	69.1	7.8	44.9	24.7
압연	36.5	40.8	37.2	35.7	37.2	65.0	80.1	90.3	150.3	272.7	370.3
가공	15.9	14.5	15.2	15.5	14.4	15.9	14.6	15.8	61.2	60.6	60.3
전자부품판매	13.7	12.1	14.2	20.0	15.8	16.1	13.8	14.3	60.0	60.0	59.9
매출원가	64.4	66.0	66.9	72.1	66.6	89.3	98.3	104.3	269.4	358.5	418.6
매출원가율	97.4	97.9	100.2	101.2	98.7	92.2	90.6	86.6	99.2	91.2	85.4
영업이익	(2.5)	(3.3)	(4.4)	(7.5)	(4.4)	1.7	4.2	9.1	(17.7)	10.7	46.5
YoY	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	336.5
Margin	(3.8)	(4.9)	(6.6)	(10.5)	(6.5)	1.8	3.8	7.6	(6.5)	2.7	9.5
지배순이익	(3.9)	(3.7)	(5.6)	(11.7)	(5.5)	0.3	2.4	6.9	(24.9)	4.1	30.0
YoY	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	627.7
Margin	(5.9)	(5.4)	(8.5)	(16.4)	(8.2)	0.3	2.2	5.8	(9.2)	1.0	6.1

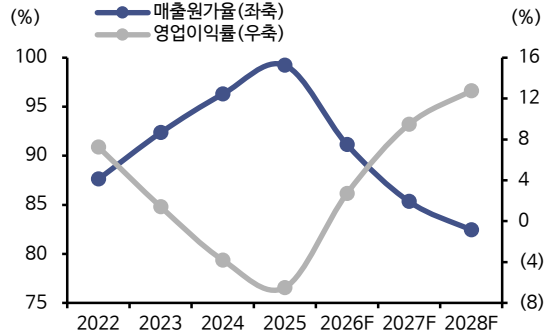
자료: 신한투자증권 추정

삼아알미늄 사업부별 매출 추이 및 전망



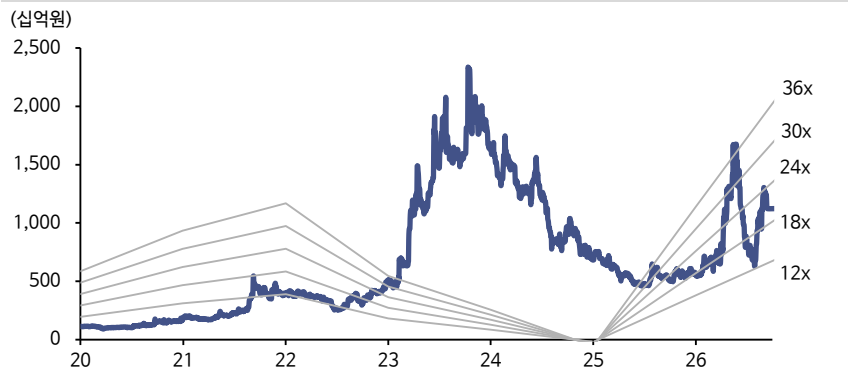
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

매출원가율, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

삼아알미늄 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

알루미늄 가격과 이익률 간 민감도

판가 연동 구조로 알루미늄 가격에 중립적

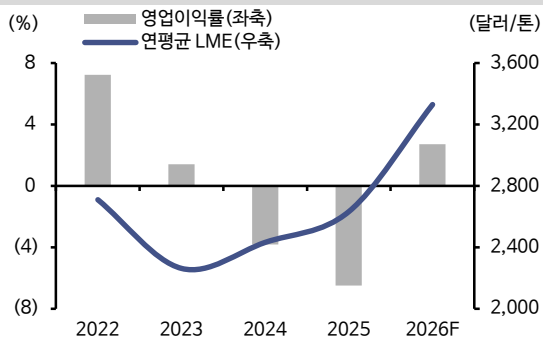
이익률에 영향을 주는건
가동률

삼아알미늄의 이익률은 알루미늄 가격에 중립적이다. 알루미늄이 원가의 90% 이상을 차지한다는 사실은 높은 원재료 민감도로 해석되지만, 알루미늄 가격 변동이 매출과 원가에 동시 반영되기 때문이다. 판가와 매입 시세 간 6개월의 시차가 손익의 변동성을 만들지만, 인식 시점의 문제일 뿐 이익 레벨을 바꾸지는 않는다.

이는 과거 실적을 통해서도 확인이 가능하다. 알루미늄 가격이 상승한 2022년 삼아알미늄은 사상 최대 실적을 기록했고, 2025년에는 사상 최대 적자인 영업손실 176억원을 기록했다. 두 해의 알루미늄 가격 연평균 상승폭은 각각 9.4%, 8.2%로 유사했으나, 영업이익률은 7.2%, (6.5%)로 13.7%p 벌어졌다. 반대로 알루미늄 가격이 하락한 2023년에는 흑자를 유지했다. 2026년 또한 알루미늄 가격과 이익률간 관계가 없음을 명확하게 보여준다. 올해 1~8월 알루미늄 평균 가격은 3,330달러/톤으로 2010년 이후 가장 높은 수준이나, 흑자가 예상되기 때문이다.

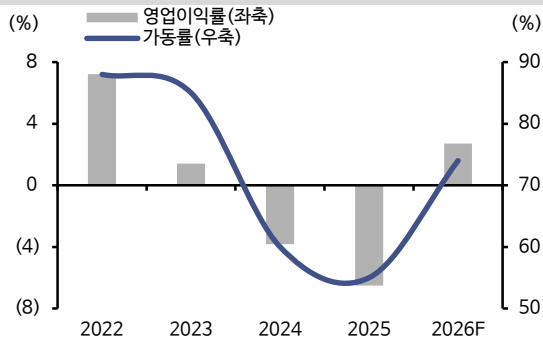
손익의 방향을 일관되게 설명하는 변수는 가동률이다. 가동률이 80%를 상회했던 2022년, 2023년은 흑자, 50%대로 하락한 2024년, 2025년은 적자였기 때문이다. 2024년 영업손실 96억원에서 2025년 176억원으로 손실이 확대된 구간에서도 알루미늄 가격은 상승했으나 가동률은 60%대에서 55%로 하락했다. 가동률 74%로 회복하는 2026년에 흑자 전환이 발생하는 것도 동일하게 설명 가능하다.

영업이익률과 연평균 알루미늄 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

영업이익률과 가동률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	436.2	452.0	540.2	608.0	655.6
유동자산	165.7	135.0	219.0	234.4	254.5
현금및현금성자산	11.2	2.5	16.8	21.3	20.2
매출채권	38.6	37.8	52.2	53.5	59.3
재고자산	85.2	87.9	123.4	126.4	134.7
비유동자산	270.5	317.1	321.3	373.6	401.1
유형자산	256.7	305.3	307.8	358.9	385.1
무형자산	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
투자자산	4.0	3.7	5.3	6.6	8.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	192.6	234.1	309.5	348.4	344.9
유동부채	115.4	115.0	176.4	178.5	183.0
단기차입금	56.8	72.0	85.5	80.0	73.5
매입채무	16.6	13.9	32.0	32.1	35.6
유동성장기부채	9.0	12.0	16.5	13.5	9.5
비유동부채	77.1	119.1	133.0	169.9	162.0
사채	8.1	9.1	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	65.2	103.1	125.5	160.5	150.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	243.6	217.9	230.8	259.6	310.7
자본금	7.4	7.4	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	121.7	121.7	130.6	130.6	130.6
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	114.5	88.9	92.6	121.5	172.5
지배주주지분	243.6	217.9	230.8	259.6	310.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	141.0	198.2	230.4	257.6	237.9
*순차입금(순현금)	105.6	195.2	212.7	235.2	216.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	5.3	(5.0)	(5.3)	47.2	71.6
당기순이익	(9.4)	(24.9)	4.1	30.0	53.3
유형자산상각비	16.6	16.0	16.9	17.0	24.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	(0.6)	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.4	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)
운전자본변동	(6.1)	(6.2)	(26.2)	0.3	(5.9)
(법인세납부)	0.0	0.0	0.0	(8.5)	(15.0)
기타	4.3	9.5	(0.1)	8.4	14.8
투자활동으로인한현금흐름	(77.7)	(57.1)	(21.2)	(69.4)	(51.9)
유형자산증가(CAPEX)	(53.5)	(80.7)	(19.4)	(68.1)	(50.5)
유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.0	(1.4)	(1.1)	(1.2)
기타	(24.0)	23.8	(0.3)	(0.2)	(0.2)
FCF	(32.4)	(106.7)	(18.3)	(16.1)	25.9
재무활동으로인한현금흐름	22.9	53.3	40.9	26.8	(20.9)
차입금증가(감소)	26.8	56.1	32.2	27.2	(19.7)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(1.1)
기타	(2.4)	(2.4)	9.1	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(49.5)	(8.8)	14.4	4.4	(1.1)
기초현금	60.7	11.2	2.5	16.9	21.3
기말현금	11.2	2.5	16.9	21.3	20.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	251.7	271.5	393.3	490.5	597.0
증감률 (%)	(6.1)	7.8	44.9	24.7	21.7
매출원가	242.4	269.4	358.5	418.6	492.2
매출총이익	9.3	2.1	34.8	71.8	104.8
매출총이익률 (%)	3.7	0.8	8.8	14.6	17.6
판매관리비	18.9	19.7	24.1	25.3	28.6
영업이익	(9.6)	(17.6)	10.7	46.5	76.2
증감률 (%)	적전	적지	흑전	336.5	63.8
영업이익률 (%)	(3.8)	(6.5)	2.7	9.5	12.8
영업외손익	(0.7)	(4.1)	(6.5)	(8.0)	(7.8)
금융손익	(2.7)	(4.1)	(5.5)	(6.1)	(6.1)
기타영업외손익	2.4	0.2	(0.8)	(1.7)	(1.5)
종속 및 관계기업관련손익	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
세전계속사업이익	(10.3)	(21.8)	4.1	38.5	68.4
법인세비용	(1.0)	3.1	0.0	8.5	15.0
계속사업이익	(9.4)	(24.9)	4.1	30.0	53.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(9.4)	(24.9)	4.1	30.0	53.3
증감률 (%)	적전	적지	흑전	627.7	77.7
순이익률 (%)	(3.7)	(9.2)	1.0	6.1	8.9
(지배주주)당기순이익	(9.4)	(24.9)	4.1	30.0	53.3
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(9.9)	(25.3)	4.1	30.0	53.3
(지배주주)총포괄이익	(9.9)	(25.3)	4.1	30.0	53.3
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	7.1	(1.5)	27.6	63.6	100.6
증감률 (%)	(53.1)	적전	흑전	130.0	58.3
EBITDA 이익률 (%)	2.8	(0.6)	7.0	13.0	16.9

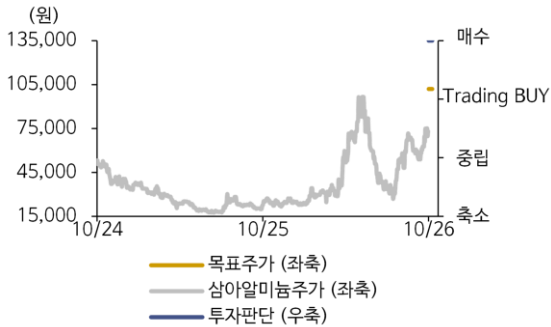
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(636)	(1,692)	273	1,984	3,526
EPS (지배순이익, 원)	(636)	(1,692)	273	1,984	3,526
BPS (자본총계, 원)	16,559	14,814	15,259	17,168	20,544
BPS (지배지분, 원)	16,559	14,814	15,259	17,168	20,544
DPS (원)	25	25	25	75	150
PER (당기순이익, 배)	-	-	255.1	35.1	19.8
PER (지배순이익, 배)	-	-	255.1	35.1	19.8
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.6	4.6	4.1	3.4
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.6	4.6	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	84.8	-	45.8	20.3	12.6
배당성향 (%)	(3.9)	(1.5)	9.2	3.8	4.3
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.8	(0.6)	7.0	13.0	16.9
영업이익률 (%)	(3.8)	(6.5)	2.7	9.5	12.8
순이익률 (%)	(3.7)	(9.2)	1.0	6.1	8.9
ROA (%)	(2.2)	(5.6)	0.8	5.2	8.4
ROE (지배순이익, %)	(3.8)	(10.8)	1.8	12.2	18.7
ROIC (%)	(2.7)	(4.6)	2.5	8.1	12.0
안정성					
부채비율 (%)	79.0	107.4	134.1	134.2	111.0
순차입금비율 (%)	43.4	89.5	92.2	90.6	69.7
현금비율 (%)	9.7	2.1	9.5	12.0	11.1
이자보상배율 (배)	(2.1)	(3.9)	1.9	7.2	11.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.8	2.9	3.3	3.7	4.4
재고자산회수기간 (일)	122.3	116.4	98.0	92.9	79.8
매출채권회수기간 (일)	57.9	51.4	41.8	39.4	34.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

삼아알미늄(006110)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2026년 10월 15일	매수	102,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이채운, 최승환)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 13일 기준)

매수 (매수)	94.51%	Trading BUY (중립)	2.20%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------