



## ▲ 유티리티/운송/스몰캡

Analyst 김승철  
02. 6098-6666  
seungchurl.kim@meritz.co.kr

RA 김정섭  
02. 6098-6663  
jeongseop.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	16,000 원
현재주가 (6.9)	13,450 원
상승여력	19.0%
KOSDAQ	674.15pt
시가총액	1,790억원
발행주식수	1,331만주
유동주식비율	50.27%
외국인비중	1.03%
52주 최고/최저가	13,450원 / 7,460원
평균거래대금	41.7억원
주요주주(%)	
이상원 외 특수관계자	49.7
프랭클린템플턴투자신탁운용	7.2
국민연금공단	5.2
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	11.16 65.44 9.80
상대주가	4.55 57.12 -3.69

## 주가그래프



## 상아프론테크 089980

## 영웅들만 모인 종합선물세트!

- ✓ 투자의견 Buy유지, 신사업 이익 전망치 반영하여 적정주가 16,000원으로 상향 조정
- ✓ 반도체: 이형필름 성장세 지속, 하반기 2개 라인 증설로 추가 성장 전망
- ✓ 전기차: BMW 전기차 판매증가, VW e-Golf 신규 납품으로 전년대비 30% 성장 전망
- ✓ 멤브레인: PTFE 기반 멤브레인 특수 소재 개발에 성공하여 일부 아이템 개발 후 납품 중, 다양한 산업에 적용 가능하여 신성장 동력으로 삼기에 손색이 없음

## 반도체, 전기차, 멤브레인, 잘 나가는 영웅들만 모였다

신규 아이템들의 성장세가 심상치 않다. 불소수지를 이용한 신규 아이템들이 본격적인 성장세에 접어들었다. 반도체 이형필름과 전기차 배터리 부문이다. 반도체 이형 필름은 반도체 패키징 시 사용되는 필름인데 일본 아사히 글라스가 독점 공급 하던 것을 동사가 자체 개발하여 납품하고 있다. 현재 2개 생산라인을 가동 중인데 올해 6월과 10월에 생산라인이 추가된다. 없어서 못 파는 아이템 중 하나다.

중대형 배터리 Cap Ass'y 역시 전기차 판매량 증가와 맞물려 고성장 중이다. 삼성 SDI에 납품하고 있는데 현재 주 고객사는 BMW이다. 이번 1분기 BMW I 시리즈 판매량은 전년대비 58% 성장했다. 폭스바겐 e-Golf에도 납품이 개시되면서 중대형 배터리 부문은 연평균 35% 이상 성장세가 유지될 전망이다.

## 멤브레인, 마법의 소재 개발에 성공

e-PTFE 기반 멤브레인 소재 개발 및 상용화에 성공했다. 멤브레인은 특정 성분을 선택적으로 통과시켜 혼합물을 고도로 분리할 수 있는 소재이다. 공기는 투과하되 물방울은 통과되지 못하는 아웃도어 소재도 멤브레인 소재이다. 이러한 특성으로 다양한 산업군에 쓰인다. 수처리 필터, 섬유, 의료 등에 주로 사용되고 동사가 개발한 e-PTFE 시장 규모는 연간 1.3조원 규모이다.

동사는 이미 멤브레인 생산 공장 증축을 완료했다. 자동차용 VENT 필터 제품 양산에 들어갔고 섬유, 반도체 산업용 필터 및 의료 장비용 필터도 개발 중이다. 고어사가 최초로 만든 멤브레인은 '97년에 특허가 만료되었으나 기술장벽이 높아 소수의 다국적 기업들의 전유물이었다. 국내 대기업들이 수입하고 있는 제품을 동사가 대체할 수 있기에 장기 성장동력으로 삼기에 충분하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	143.7	10.1	7.9	623	90.4	7,042	19.9	1.8	11.8	8.9	95.3
2016	156.3	9.1	5.5	415	-33.4	7,283	21.8	1.2	10.7	5.7	105.3
2017E	171.6	14.9	11.7	877	111.3	8,027	15.3	1.7	10.1	11.3	90.5
2018E	188.1	18.4	14.6	1,097	25.1	8,990	12.3	1.5	8.5	12.7	77.1
2019E	209.4	22.8	18.2	1,368	24.7	10,225	9.8	1.3	7.1	14.1	67.3

표1 상아프론테크 적정주가 산정 내역

(십억원)	'17E	비고
EBITDA	<b>24.1</b>	- 1년 Forward 예상
적정 EV/EBITDA(배)	<b>11.8</b>	- WACC 7.3%, g 3.0% 적용
영업가치	<b>284.5</b>	
순차입금	53.4	
NAV	<b>231.1</b>	
주식수(천주)	14,264	- BW 완전 희석 가정
<b>주당 NAV(원)</b>	<b>16,199</b>	
EPS(원)	877	- 1년 Forward 예상
적정 PER(배)	<b>18.5</b>	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 상아프론테크 실적 추정 변경 내역

(십억원)	기존		변경후		변화율(%)	
	'17E	'18E	'17E	'18E	'17E	'18E
매출액	172.6	184.7	171.6	188.1	-0.6	1.9
영업이익	14.5	16.1	14.9	18.4	3.0	14.5
지배주주순이익	11.1	11.8	11.7	14.6	5.1	23.6

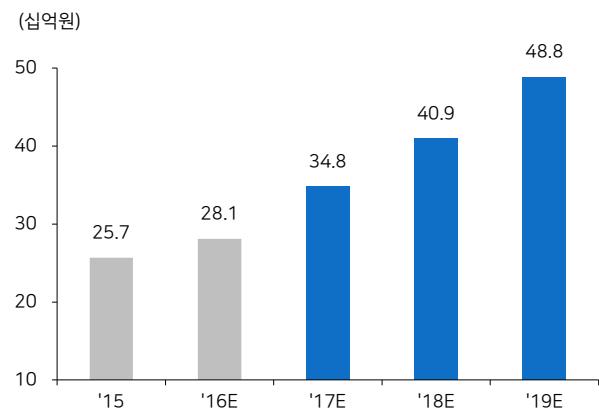
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 상아프론테크 실적 추정 내역

(십억원)	'15	'16	'17E	'18E	'19E
<b>매출액</b>	<b>143.5</b>	<b>156.3</b>	<b>171.6</b>	<b>188.1</b>	<b>209.4</b>
(% YoY)	11.3	8.9	9.8	9.6	11.3
LCD cassette	33.6	35.0	28.0	26.6	25.3
이차전지	25.7	28.1	34.8	40.9	48.8
Display	4.5	5.1	6.9	8.3	10.3
PCB	8.9	8.8	11.0	12.1	13.3
OA	22.7	22.1	22.3	22.5	22.8
반도체 소재/장비	9.4	17.8	20.5	26.6	34.6
의료기기	2.0	2.5	3.5	4.2	5.0
기타부품	36.7	36.9	44.6	46.9	49.2
<b>매출원가</b>	<b>112.8</b>	<b>122.9</b>	<b>131.3</b>	<b>143.7</b>	<b>160.2</b>
매출원가율(%)	78.6	78.6	76.5	76.4	76.5
<b>판관비</b>	<b>20.9</b>	<b>24.3</b>	<b>25.4</b>	<b>26.0</b>	<b>26.4</b>
판관비율(%)	14.5	15.5	14.8	13.8	12.6
<b>영업이익</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>14.9</b>	<b>18.4</b>	<b>22.8</b>
영업이익률(%)	7.0	5.8	8.7	9.8	10.9

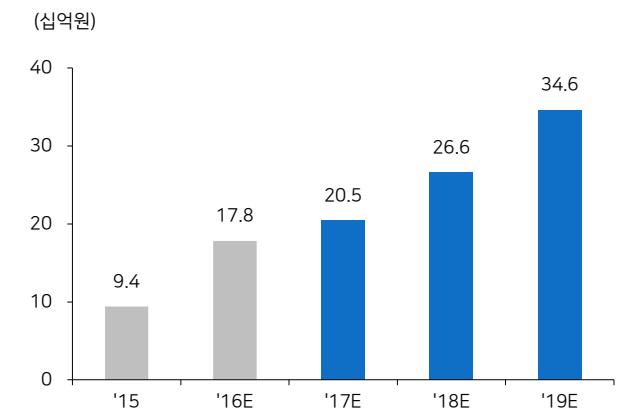
자료: 상아프론테크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 이차전지 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 반도체 소재/장비 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

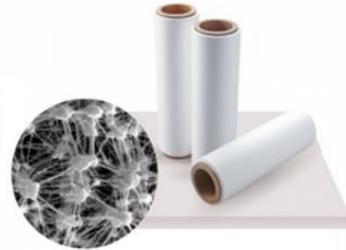
그림3 상아프론테크 멤브레인 제품군



Vent Filter



e-PTFE for Liquid Filter



e-PTFE for Textile

자료: 상아프론테크, 메리츠증권 리서치센터

그림4 상아프론테크 이차전지 제품군



(전기차용) 중대형 배터리



원통형 배터리



소형 배터리

자료: 상아프론테크, 메리츠증권 리서치센터

그림5 상아프론테크 반도체 소재/ 장비 주요 제품군



FOUP  
(반도체 공정 간 Wafer 이송, 적재)



Wafer Carrier  
(반도체 공정 간 Wafer의 세정, 적재, 보관, 이송 및 자동화 공정에 이용)



Mold Release Film  
(Compression Molding 이형필름)

자료: 상아프론테크, 메리츠증권 리서치센터

표4 상아프론테크 Global Peer Valuation Table

(십억원, 백만 자국 통화)	상아프론테크	ENTEGRIS	SHIN-ETSU CHEMICAL	MIRALIA	GUNZE	ASAHI GLASS
주가(자국 통화)	13,450	26	10,065	944	381	923
시가총액	179	3,655	4,349,154	9,553	79,985	1,085,345
매출액	'15	143.7	1,081.1	1,279,807.0	8,125.4	138,324.0
	'16	156.3	1,175.3	1,237,405.0	6,994.8	136,579.0
	'17E	171.6	1,149.8	1,227,518.5	6,800.0	135,000.0
	'18E	183.7	1,284.7	1,340,283.1	7,500.0	138,700.0
영업이익	'15	10.1	118.1	208,525.0	470.2	3,662.0
	'16	9.1	155.5	238,617.0	469.9	4,206.0
	'17E	14.9	189.3	238,528.5	400.0	4,750.0
	'18E	17.2	252.3	286,196.2	650.0	4,750.0
영업이익률(%)	'15	7.0	10.9	16.3	5.8	2.6
	'16	5.8	13.2	19.3	6.7	3.1
	'17E	8.7	16.5	19.4	5.9	3.5
	'18E	9.4	19.6	21.4	8.7	3.4
순이익	'15	7.9	80.3	148,840.0	258.2	(1,201.0)
	'16	5.5	97.1	175,912.0	49.0	3,102.0
	'17E	11.7	129.3	171,931.4	100.0	3,100.0
	'18E	13.6	166.0	205,792.7	525.0	2,775.0
PER(배)	'15	19.9	21.2	18.9	37.1	21.2
	'16	21.8	24.9	22.0	183.5	23.4
	'17E	15.3	28.4	24.9	85.0	23.0
	'18E	13.1	22.2	20.7	16.2	25.7
PBR(배)	'15	1.8	2.3	1.4	0.6	0.6
	'16	1.2	2.8	1.8	0.6	0.7
	'17E	1.7	N/A	2.1	N/A	0.7
	'18E	1.5	N/A	1.9	N/A	0.7
ROE(%)	'15	8.9	10.4	7.5	1.7	(1.1)
	'16	5.7	11.4	8.5	0.3	2.9
	'17E	11.3	14.0	8.4	0.6	3.1
	'18E	11.9	15.9	9.4	3.8	2.7
EV/EBITDA(배)	'15	11.8	9.3	5.5	N/A	8.2
	'16	10.7	10.3	9.8	2.4	9.3
	'17E	10.1	15.0	10.4	N/A	8.2
	'18E	8.9	12.2	8.9	N/A	8.2

주: Shin-Etsu, Miraial, Gunze, Asahi Glass는 3월 결산법인으로, 기업별 '14, '15, '16, '17년 (예상) 수치는 각각 '15, '16, '17, '18년 (예상) 회계연도 수치에 해당  
자료: 상아프론테크, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 상아프론테크(089980)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>143.7</b>	<b>156.3</b>	<b>171.6</b>	<b>188.1</b>	<b>209.4</b>
매출액증가율 (%)	12.0	8.7	9.8	9.6	11.3
매출원가	112.8	122.9	131.3	143.7	160.2
매출총이익	30.9	33.4	40.3	44.4	49.2
판매비와관리비	20.9	24.3	25.4	26.0	26.4
<b>영업이익</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>14.9</b>	<b>18.4</b>	<b>22.8</b>
영업이익률 (%)	7.0	5.8	8.7	9.8	10.9
금융수익	-1.8	-2.0	-1.4	-1.3	-1.1
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	1.9	1.5	1.6	1.6
세전계속사업이익	10.2	9.0	15.0	18.7	23.3
법인세비용	2.3	3.5	3.3	4.1	5.1
<b>당기순이익</b>	<b>7.9</b>	<b>5.5</b>	<b>11.7</b>	<b>14.6</b>	<b>18.2</b>
지배주주지분 순이익	7.9	5.5	11.7	14.6	18.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>9.2</b>	<b>2.8</b>	<b>19.8</b>	<b>19.1</b>	<b>21.0</b>
당기순이익(손실)	7.9	5.5	11.7	14.6	18.2
유형자산감가상각비	7.4	7.8	7.9	7.9	7.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-11.6	-13.1	-1.3	-4.8	-6.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-20.0</b>	<b>-19.2</b>	<b>-9.5</b>	<b>-9.7</b>	<b>-10.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-24.0	-17.1	-8.7	-8.9	-9.1
투자자산의 감소(증가)	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>13.5</b>	<b>12.6</b>	<b>-10.8</b>	<b>-10.6</b>	<b>-7.3</b>
차입금증감	14.6	14.4	-7.4	-7.3	-4.1
자본의증가	2.6	2.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가	2.6	-3.9	-0.5	-1.2	3.5
기초현금	9.1	11.7	7.8	7.4	6.2
기말현금	11.7	7.8	7.4	6.2	9.7

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>74.4</b>	<b>90.6</b>	<b>94.0</b>	<b>101.1</b>	<b>115.3</b>
현금및현금성자산	11.7	7.8	7.4	6.2	9.7
매출채권	33.8	42.5	41.9	45.9	51.1
재고자산	21.3	20.5	22.9	25.1	28.0
<b>비유동자산</b>	<b>106.4</b>	<b>111.3</b>	<b>112.1</b>	<b>113.1</b>	<b>114.4</b>
유형자산	101.8	102.4	103.2	104.2	105.6
무형자산	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
투자자산	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
<b>자산총계</b>	<b>180.8</b>	<b>202.0</b>	<b>206.1</b>	<b>214.2</b>	<b>229.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>67.2</b>	<b>77.9</b>	<b>71.8</b>	<b>66.6</b>	<b>65.3</b>
매입채무	10.6	12.2	12.5	13.7	15.3
단기차입금	44.4	54.3	48.8	41.5	37.4
유동성장기부채	3.0	1.9	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>21.1</b>	<b>25.7</b>	<b>26.1</b>	<b>26.6</b>	<b>27.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.0	21.5	21.5	21.5	21.5
<b>부채총계</b>	<b>88.2</b>	<b>103.6</b>	<b>97.9</b>	<b>93.2</b>	<b>92.5</b>
자본금	6.5	6.7	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	22.1	24.4	24.4	24.4	24.4
기타포괄이익누계액	0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	64.8	68.2	78.1	90.8	107.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>92.6</b>	<b>98.4</b>	<b>108.2</b>	<b>121.0</b>	<b>137.3</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	11,403	11,865	12,904	14,143	15,740
EPS(지배주주)	623	415	877	1,097	1,368
CFPS	1,634	1,346	1,832	2,104	2,424
EBITDAPS	1,395	1,285	1,722	1,987	2,300
BPS	7,042	7,283	8,027	8,990	10,225
DPS	140	140	140	140	140
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.0	1.0	1.0
(Valuation(Multiple))					
PER	19.9	21.8	15.3	12.3	9.8
PCR	7.6	6.7	7.3	6.4	5.5
PSR	1.1	0.8	1.0	1.0	0.9
PBR	1.8	1.2	1.7	1.5	1.3
EBITDA	17.6	16.9	22.9	26.4	30.6
EV/EBITDA	11.8	10.7	10.1	8.5	7.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	8.9	5.7	11.3	12.7	14.1
EBITDA 이익률	12.2	10.8	13.3	14.1	14.6
부채비율	95.3	105.3	90.5	77.1	67.3
금융비용부담률	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6
이자보상배율(X)	7.0	5.9	9.2	12.6	17.0
매출채권회전율(X)	4.9	4.1	4.1	4.3	4.3
재고자산회전율(X)	7.0	7.5	7.9	7.8	7.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김승철, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%
2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

**상아프론테크(089980) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.06	기업브리프	Buy	12,000	김승철	<p>상아프론테크 주가 (원)</p> <p>적정주가</p>
2015.10.12	산업분석	Buy	12,000	김승철	
2015.11.13	기업브리프	Buy	12,000	김승철	
2015.11.27	기업브리프	Buy	17,500	김승철	
2016.01.21	기업브리프	Buy	17,500	김승철	
2016.03.14	기업브리프	Buy	17,500	김승철	
2016.08.16	기업브리프	Buy	14,000	김승철	
2017.02.15	산업분석	Buy	14,000	김승철	
2017.03.15	산업분석	Buy	14,000	김승철	
2017.04.17	산업분석	Buy	14,000	김승철	
2017.05.15	산업분석	Buy	14,000	김승철	
2017.06.12	기업브리프	Buy	16,000	김승철	