

2017. 7. 3



▲ 유틸리티/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)	17,500 원		
현재주가 (6.30)	14,850 원		
상승여력	17.8%		
KOSDAQ	669.04pt		
시가총액	1,977억원		
발행주식수	1,331만주		
유동주식비율	49.33%		
외국인비중	1.54%		
52주 최고/최저가	15,000원 / 7,460원		
평균거래대금	57.5억원		
주요주주(%)			
이상원 외 특수관계자	49.7		
프랭클린템플턴투자신탁운용	6.9		
국민연금공단	5.2		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.23	64.45	44.88
상대주가	10.71	61.14	33.76

주가그래프



상아프론테크 089980

2분기, 사상 최대 이익 달성 전망!

- ✓ 투자이견 Buy유지, 적정주가 17,500원으로 상향
- ✓ 2Q17 매출액 448억원(-4.3% YoY), 영업이익 41억원(+51.9% YoY) 기록하며 분기 사상 최대 실적 달성 전망
- ✓ 전기차 중대형 배터리 및 이형필름 판매 증가로 실적 개선
- ✓ 하반기 이형필름 생산 라인 증설 효과와 신규 아이템 멤브레인 특수 소재 납품으로 사상 최대 이익 갱신이 지속될 것

효자 아이템들의 충분한 제 역할, 분기 사상 최대 이익 달성 전망

2Q17 매출액은 전년대비 4.3% 줄어든 448억원, 영업이익은 41억원으로 지난 해 같은 기간 대비 51.9%나 늘어날 전망이다. 매출액이 줄어든 이유는 마진이 박한 LCD cassette 부문이 전년대비 부진한 탓이다. 수익성이 좋은 반도체 이형필름과 중대형 배터리 Cap Ass'y 부문의 고성장세가 2분기에도 이어져 분기 사상 최대 영업이익을 기록할 전망이다.

하반기에는 반도체 이형 필름 라인 증설이 계획되어 있다. 현재 2개 라인에서 2개가 추가된다. 그간 일본 아사히 글라스가 독점 공급하던 제품이라 반도체 메이커들로부터 인기가 많다. 중대형 배터리 Cap Ass'y 역시 전기차 판매량 증가와 맞물려 고성장 중이다. 하반기에도 사상 최대 이익을 갱신하게 된다.

멤브레인, 신규 성장 동력으로 자리 매김

동사는 멤브레인 생산 공장 증축을 완료했다. 현재 자동차용 VENT 필터 제품을 생산 중이며, 특수복 섬유 제품 생산에도 박차를 가하고 있다. 향후 반도체 산업용 필터 및 핸드폰 부품 등 진출 영역 확대를 꾀하고 있다. 국내 대기업들이 수입하고 있는 제품을 동사가 대체해 나가며 장기 성장동력으로 자리매김할 것이다.

투자이견 Buy 유지, 적정주가 17,500 원으로 상향

신규 아이템들의 성장세가 확인되고 있고 멤브레인 신소재의 성장 스토리가 펼쳐질 내년 그림이 주가에 반영될 시점이다. 적정주가 산정 기준 실적을 1년 Forward로 변경함에 따라 적정주가를 기존 16,000원에서 17,500원으로 상향 조정한다.

(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	16.9	1.9	10.1	11.3	90.5
2018E	188.1	18.4	14.6	1,097	25.1	8,991	13.5	1.7	8.5	12.7	77.1
2019E	209.4	22.8	18.2	1,369	24.7	10,226	10.8	1.5	7.1	14.1	67.3

표1 상아프론테크 적정주가 산정 내역

(십억원)	'17E	비고
EBITDA	24.6	- 1년 Forward 예상
적정 EV/EBITDA(배)	12.4	- WACC 7.3%, g 3.0% 적용
영업가치	303.9	
순차입금	52.9	
NAV	251.0	
주식수(천주)	14,264	- BW 완전 희석 가정
주당 NAV(원)	17,594	
EPS(원)	877	- 1년 Forward 예상
적정 PER(배)	20.1	

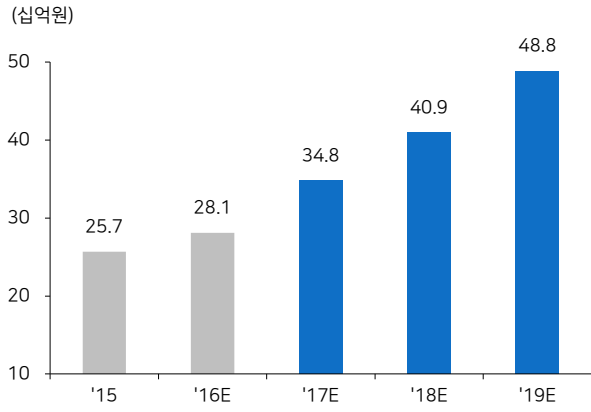
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 상아프론테크 실적 전망

(십억원)	'15	'16	'17E	'18E	'19E
매출액	143.5	156.3	171.6	188.1	209.4
(% 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
매출원가	112.8	122.9	131.3	143.7	160.2
매출원가율(%)	78.6	78.6	76.5	76.4	76.5
판매비	20.9	24.3	25.4	26.0	26.4
판매비율(%)	14.5	15.5	14.8	13.8	12.6
영업이익	10.1	9.1	14.9	18.4	22.8
영업이익률(%)	7.0	5.8	8.7	9.8	10.9

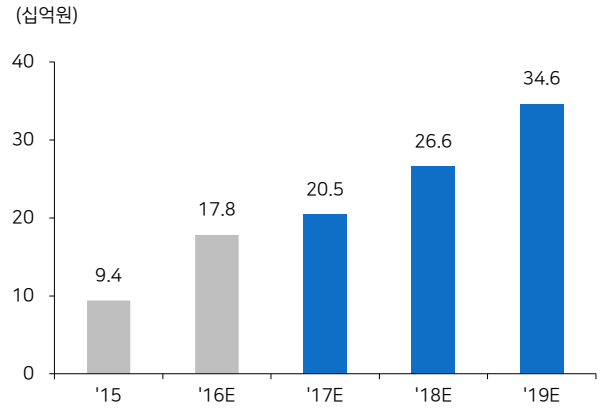
자료: 상아프론테크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 이차전지 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 반도체 소재/장비 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

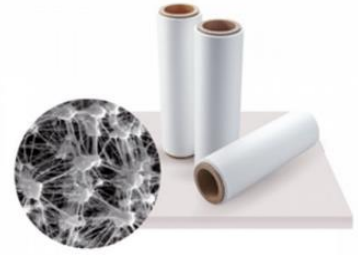
그림3 상아프론테크 멤브레인 제품군



Vent Filter



e-PTFE for Liquid Filter



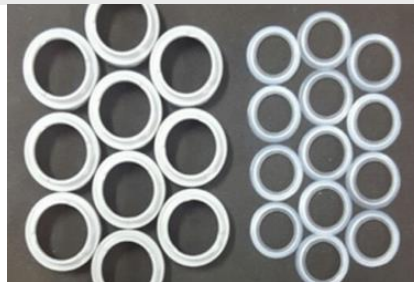
e-PTFE for Textile

자료: 상아프론테크, 메리츠증권증권 리서치센터

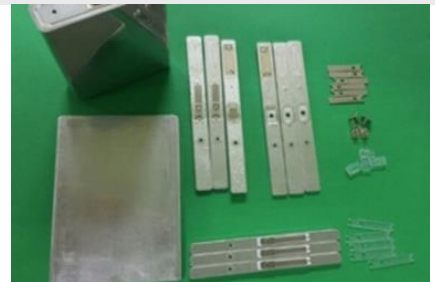
그림4 상아프론테크 이차전지 제품군



(전기차용) 중대형 배터리



원통형 배터리



소형 배터리

자료: 상아프론테크, 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 상아프론테크 Global Peer Valuation Table

(십억원, 백만 자국 통화)		상아프론테크	ENTEGRIS	SHIN-ETSU CHEMICAL	MIRAIAL	GUNZE	ASAHI GLASS
주가(자국 통화)		13,450	22	10,185	1,092	403	4,730
시가총액		179	3,110	4,401,007	11,051	84,604	1,112,391
매출액	'15	143.7	1,081.1	1,279,807.0	8,125.4	138,324.0	1,326,293.0
	'16	156.3	1,175.3	1,237,405.0	6,994.8	136,579.0	1,282,570.0
	'17E	171.6	1,149.8	1,227,518.5	6,800.0	135,000.0	1,282,172.7
	'18E	188.1	1,284.7	1,340,577.2	7,850.0	138,700.0	1,375,906.6
영업이익	'15	10.1	118.1	208,525.0	470.2	3,662.0	68,815.0
	'16	9.1	155.5	238,617.0	469.9	4,206.0	94,478.0
	'17E	14.9	200.5	238,528.5	400.0	4,750.0	87,436.4
	'18E	18.4	252.3	286,078.6	840.0	4,750.0	109,090.9
영업이익률(%)	'15	7.0	10.9	16.3	5.8	2.6	5.2
	'16	5.8	13.2	19.3	6.7	3.1	7.4
	'17E	8.7	17.4	19.4	5.9	3.5	6.8
	'18E	9.8	19.6	21.3	10.7	3.4	7.9
순이익	'15	7.9	80.3	148,840.0	258.2	(1,201.0)	42,906.0
	'16	5.5	97.1	175,912.0	49.0	3,102.0	47,438.0
	'17E	11.7	129.3	171,931.4	100.0	3,100.0	36,762.4
	'18E	14.6	166.0	206,439.8	675.0	2,775.0	69,623.9
PER(배)	'15	19.9	21.2	18.9	37.1	21.2	18.8
	'16	21.8	24.9	22.0	183.5	23.4	19.4
	'17E	16.9	24.2	25.2	98.4	24.3	29.1
	'18E	13.5	18.9	20.9	14.5	27.1	15.6
PBR(배)	'15	1.8	2.3	1.4	0.6	0.6	0.7
	'16	1.2	2.8	1.8	0.6	0.7	0.8
	'17E	1.9	N/A	2.1	N/A	0.7	1.1
	'18E	1.7	N/A	1.9	N/A	0.7	1.0
ROE(%)	'15	8.9	10.4	7.5	1.7	(1.1)	3.9
	'16	5.7	11.4	8.5	0.3	2.9	4.3
	'17E	11.3	14.0	8.4	0.6	3.1	3.6
	'18E	12.7	15.9	9.4	5.5	2.7	6.3
EV/EBITDA(배)	'15	11.8	9.3	5.5	N/A	8.2	6.0
	'16	10.7	10.3	9.8	2.4	9.4	5.9
	'17E	10.1	12.9	10.5	N/A	8.7	7.3
	'18E	8.5	10.4	9.0	N/A	8.6	6.6

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, 메리츠증권리서치센터

상아프론테크(089980)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	143.7	156.3	171.6	188.1	209.4
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
영업이익	10.1	9.1	14.9	18.4	22.8
영업이익률 (%)	7.0	5.8	8.7	9.8	10.9
금융수익	-1.8	-2.0	-1.4	-1.3	-1.1
중속/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
당기순이익	7.9	5.5	11.7	14.6	18.2
지배주주지분 손이익	7.9	5.5	11.7	14.6	18.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	74.4	90.6	94.4	102.0	116.6
현금및현금성자산	11.7	7.8	7.8	7.0	10.9
매출채권	33.8	42.5	41.9	45.9	51.1
재고자산	21.3	20.5	22.9	25.1	28.0
비유동자산	106.4	111.3	111.7	112.2	113.2
유형자산	101.8	102.4	102.8	103.3	104.3
무형자산	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
투자자산	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
자산총계	180.8	202.0	206.1	214.2	229.8
유동부채	67.2	77.9	71.8	66.6	65.3
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
비유동부채	21.1	25.7	26.1	26.6	27.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.0	21.5	21.5	21.5	21.5
부채총계	88.2	103.6	97.9	93.2	92.5
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
자본총계	92.6	98.4	108.2	121.0	137.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	9.2	2.8	19.8	19.0	20.8
당기순이익(손실)	7.9	5.5	11.7	14.6	18.2
유형자산감가상각비	7.4	7.8	7.8	7.8	7.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-11.6	-13.1	-1.3	-4.8	-6.1
투자활동 현금흐름	-20.0	-19.2	-8.9	-9.2	-9.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-24.0	-17.1	-8.2	-8.4	-8.6
투자자산의 감소(증가)	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	13.5	12.6	-10.8	-10.6	-7.3
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	0.0	-0.8	3.9
기초현금	9.1	11.7	7.8	7.8	7.0
기말현금	11.7	7.8	7.8	7.0	10.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	11,403	11,865	12,904	14,143	15,740
EPS(지배주주)	623	415	877	1,097	1,369
CFPS	1,634	1,346	1,828	2,095	2,412
EBITDAPS	1,395	1,285	1,718	1,979	2,288
BPS	7,042	7,283	8,027	8,991	10,226
DPS	140	140	140	140	140
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	21.8	16.9	13.5	10.8
PCR	7.6	6.7	8.1	7.1	6.2
PSR	1.1	0.8	1.2	1.0	0.9
PBR	1.8	1.2	1.9	1.7	1.5
EBITDA	17.6	16.9	22.8	26.3	30.4
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	14.0	14.5
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 7월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 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	
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	
2017.06.15	산업분석	Buy	16,000	김승철	
2017.07.03	기업브리프	Buy	17,500	김승철	