

Analyst 김인필 · 02)6923-7351 · ipkim01@capefn.com

대주전자재료 (078600KQ | Buy 유지 | TP 26,000원 하향)**소외될 수 없는 핵심 소재, 주가도 따라갈 것**

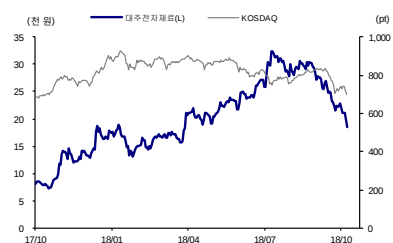
- 2차 전지 음극활 물질의 제품 테스트와 승인 시기가 다소 지연됨에 따라 투자자들의 불안심리가 증폭되었으나 최근 전방업체로부터 제품승인이 완료된 것으로 파악. 신축 공장의 설비투자 확대 시기가 다소 지연되는 것을 감안하여 실적 추정치 하향. 하지만 음극활 물질의 성장잠재력에 훼손은 없어 주가의 상승 여력 충분한 것으로 판단

음극활 물질 매출가시화 다소 지연되었으나 매출 본격화에는 지장 없을 것

- 대주전자재료에 대해 목표주가를 기존 32,000원에서 26,000원으로 하향하나 투자 의견 Buy 유지. 2차 전지 신축공장의 설비투자 확대 속도가 다소 늦어질 것으로 예상되어 2019년과 2020년 관련 실적 추정치를 하향. 하지만 최근 급격한 주가하락과 음극활 물질의 성장잠재력이 여전히 높다는 점을 감안, 주가의 상승여력은 충분한 것으로 판단
- 주가약세의 원인은 주식시장의 하락 영향이 크지만 그 외에도 전방업체로부터 2차 전지 음극활 물질의 테스트 승인 및 신축공장의 가동 계획 지연에 따른 불안심리도 반영된 것으로 판단. 최근 전방업체로부터 제품인증이 완료된 것으로 파악되며 일부 초도 물량이 납품되고 있는 것으로 추정. 매출 본격화 시기는 신축공장 준공이 완료되는 1분기 이후부터 일 것으로 전망

여전히 매력적인 2차전지 음극활 물질, 성장잠재력 높다

- 2차 전지 음극활 물질의 성장잠재력은 여전히 높고 아직까지 특별한 경쟁사 출현은 없는 것으로 조사
- 실리콘 음극활 물질은 전기차용 2차 전지 소재의 핵심 첨가제로 기존 흑연소재에 10%만 혼합하여도 배터리 효율성이 30% 향상되는 효과. 향후 실리콘 음극활 물질은 혼합비율이 높아지며 기존 2차 전지 흑연소재를 상당부분 대체할 것으로 기대, 성장 잠재력이 매우 높은 것으로 평가
- 현재는 국내 L사와 주력 거래하고 있으나 향후 중국 B와 C사로 거래처다변화 가능성 존재. 현재까지 동사가 실리콘 옥사이드 방식에서 기술우위, 실리콘 합금 방식과 탄소코팅 방식은 상용화까지 다소 시간이 소요될 것으로 예상

Stock Data

주가(10/24)	18,550원		
액면가	500원		
시가총액	270십억원		
52주 최고/최저가	32,450원/ 7,330원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-27.3	-10.6	126.2
상대주가(%)	-13.9	11.7	122.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	68	93	112	145	203
영업이익	(십억원)	4	3	5	11	25
영업이익률	(%)	5.9	3.2	4.6	7.7	12.1
지배주주순이익	(십억원)	1	-8	2	7	19
EPS	(원)	60	-579	108	449	1,232
증감률	(%)	-114.1	-1,070.8	-118.6	316.5	174.5
PER	(배)	73.8	-25.0	196.3	47.1	17.2
PBR	(배)	1.0	3.7	4.1	3.8	3.1
ROE	(%)	1.3	-14.0	2.4	8.5	20.2
EV/EBITDA	(배)	13.5	35.3	31.4	18.6	11.4
순차입금	(십억원)	57	56	58	91	75
부채비율	(%)	141.5	145.8	121.9	151.8	121.9

CAPE

Valuation

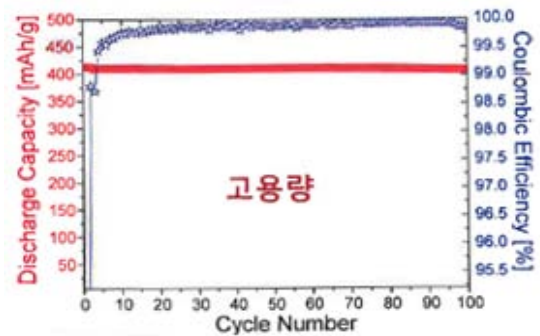
실적추정치 낮추었지만 성장잠재력 훼손은 없음

내년 3월 완공되는 신축공장의 생산 Capa가 당초 예상보다 더디게 증가할 것으로 예상되어 2019년과 2020년의 실적 추정치를 하향하나 2차 전지 음극활 물질의 성장잠재력이 여전히 높다고 평가되어 투자 의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 신규사업(실리콘 음극활 물질) 가치 2,920억원과 기존사업(IT 소재)가치 1,000억원을 합한 3,920억원을 기준으로 산정하였다. 기업가치는 2차 전지 음극활 물질의 매출이 본격화되는 2020년 영업이익을 기준으로 산출하였으며 Target P/E Multiple는 신규사업 20.0X과 기존사업 10.0X를 적용하였다. 주식수는 올해 9월 200억원의 유상증자 우선주 발행에 대해 보통주 전환을 가정하여 100% 희석 반영하였다.

그림1. 2차전지 실리콘 음극활 물질



그림2. 실리콘 음극활 물질 효과(고용량 음극)



자료: 대주전자재료, 케이프투자증권 리서치본부

자료: 대주전자재료, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 실적 추정치 변경

(단위: 억 원, %)

	2018E			2019E			2020E		
	기준	변경	차이(%)	기준	변경	차이(%)	기준	변경	차이(%)
매출	1,191	1,120	-6.0	1,950	1,450	-25.6	2,923	2,029	-30.6
영업이익	57	51	-10.5	219	112	-48.9	438	246	-43.8
순이익	20	16	-20.0	165	69	-58.2	368	188	-48.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

대주전자재료 | 소외될 수 없는 핵심 소재, 주가도 따라갈 것

표2. 대주전자재료 분기별 실적 추이(연결)

(단위: 억원, %)

	1Q18A	2Q18A	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	Y2018E	Y2019E	Y2020E
매출액	259.8	255.7	303.8	300.7	317.1	314.6	403.0	415.7	1119.9	1450.4	2029.3
전도성페이스트	118.9	120.6	145.1	148.9	146.6	157.8	184.1	189.4	533.4	677.9	917.8
태양전지 전극재료	13.4	11.2	6.6	12.5	15.8	10.7	6.5	11.3	43.7	44.3	44.1
고분자재료	14.7	13.1	16.7	14.8	14.4	13.7	18.5	14.7	59.2	61.4	63.1
형광체	43.7	38.6	57.0	32.2	48.3	31.8	63.0	31.4	171.5	174.4	174.4
2차전지 음극활물질	0	0	3.3	3.3	9.9	16.5	42.9	59.4	6.6	128.7	478.5
기타	12.4	11.7	4.6	11.3	16.4	17.1	3.3	15.5	40.0	52.3	64.1
중국법인	56.8	60.4	70.5	77.8	65.6	67.0	84.6	94.1	265.4	311.4	287.3
YoY%	25.1	5.9	21.0	28.7	22.1	23.1	32.7	38.2	19.9	29.5	39.9
전도성페이스트	41.7	23.4	28.9	42.2	23.4	30.8	26.9	27.2	33.7	27.1	35.4
태양전지 전극재료	40.6	-10.0	-20.1	-11.5	18.4	-4.2	-1.8	-9.8	-1.5	1.5	-0.6
고분자재료	2.1	-24.5	0.6	-4.2	-1.7	4.8	11.0	-0.7	-7.1	3.6	2.9
형광체	-3.7	-15.0	24.1	-0.9	10.4	-17.7	10.6	-2.6	1.3	1.7	0.0
2차전지 음극활물질	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1200.0	1700.0	N/A	1850.0	271.8
기타	82.7	-10.0	-3.0	21.2	32.5	45.3	-27.2	37.2	18.1	30.7	22.6
중국법인	18.9	9.0	12.0	35.0	15.6	11.0	20.0	21.0	18.7	17.3	-7.7
매출원가	206.4	201.4	241.2	239.8	248.9	245.4	312.4	320.1	888.7	1126.8	1542.3
YoY%	28.4	3.8	17.3	30.7	20.6	21.9	29.5	33.5	19.5	26.8	36.9
매출원가율%	79.4	78.8	79.4	79.7	78.5	78.0	77.5	77.0	79.4	77.7	76.0
판관비	44.2	42.9	45.4	47.4	52.9	52.3	52.9	53.8	180.0	211.8	240.6
YoY%	15.9	12.6	12.5	8.5	19.5	21.8	16.5	13.3	12.3	17.7	13.6
판관비율%	17.0	16.8	15.0	15.8	16.7	16.6	13.1	12.9	16.1	14.6	11.9
영업이익	9.2	11.3	17.2	13.5	15.3	16.9	37.8	41.8	51.2	111.8	246.5
YoY%	3.4	21.7	237.1	108.1	66.7	49.6	119.6	209.3	72.0	118.3	120.4
영업이익율%	3.5	4.4	5.7	4.5	4.8	5.4	9.4	10.1	4.6	7.7	12.1

자료: 케이프투자증권 리서치본부

대주전자재료 | 소외될 수 없는 핵심 소재, 주가도 따라갈 것

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	42	59	68	94	매출액	93	112	145	203
현금및현금성자산	7	16	8	12	증가율(%)	37.5	19.9	29.5	39.9
매출채권 및 기타채권	17	22	30	41	매출원가	74	89	113	154
재고자산	15	19	26	35	매출총이익	19	23	32	49
비유동자산	92	110	140	131	매출총이익률(%)	20.4	20.6	22.3	24.0
투자자산	1	1	1	2	판매비와 관리비	16	18	21	24
유형자산	88	107	137	128	영업이익	3	5	11	25
무형자산	3	2	2	2	영업이익률(%)	3.2	4.6	7.7	12.1
자산총계	134	169	209	225	EBITDA	8	12	21	34
유동부채	52	53	59	52	EBITDA M%	8.1	10.4	14.8	16.6
매입채무 및 기타채무	8	10	13	17	영업외손익	-11	-3	-4	-4
단기차입금	38	39	41	31	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	6	5	5	4	금융손익	-3	-3	-3	-3
비유동부채	28	39	67	71	기타영업외손익	-8	-1	-1	-1
사채 및 장기차입금	20	30	55	55	세전이익	-8	2	8	21
부채총계	79	93	126	124	법인세비용	0	0	1	2
지배기업소유지분	53	75	82	100	당기순이익	-8	2	7	19
자본금	7	8	8	8	지배주주순이익	-8	2	7	19
자본잉여금	24	43	43	43	지배주주순이익률(%)	-8.5	1.4	4.7	9.2
이익잉여금	6	7	14	33	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	17	17	17	17	기타포괄이익	-2	0	0	0
비지배지분	1	1	1	1	총포괄이익	-10	2	7	19
자본총계	54	76	83	101	EPS 증가율(%, 지배)	-1,070.8	-118.6	316.5	174.5
총차입금	64	74	101	91	이자손익	-2	-2	-3	-3
순차입금	56	58	91	75	총외화관련손익	0	-1	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1	4	7	16	총발행주식수(천주)	14,551	14,551	14,551	14,551
영업에서 창출된 현금흐름	5	6	11	22	시가총액(십억원)	211	308	308	308
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	14,500	21,150	21,150	21,150
이자 지급	-4	-3	-3	-4	EPS(원)	-579	108	449	1,232
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	3,897	5,119	5,568	6,799
법인세부담액	0	0	-1	-2	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-5	-25	-41	-3	PER(X)	-25.0	184.7	44.3	16.2
유동자산의 감소(증가)	1	1	-1	-2	PBR(X)	3.7	3.9	3.6	2.9
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	35.3	29.8	17.8	10.8
유형자산 감소(증가)	-5	-25	-40	0	ROE(%)	-14.0	2.4	8.5	20.2
무형자산 감소(증가)	6	0	0	0	ROA(%)	-5.8	1.0	3.6	8.6
재무활동 현금흐름	0	30	27	-11	ROIC(%)	2.5	4.1	6.7	12.6
사채및차입금증가(감소)	-7	10	27	-11	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	5	20	0	0	부채비율(%)	145.8	121.9	151.8	121.9
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	103.1	76.2	110.3	74.3
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	81.9	109.6	116.3	179.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.2	2.0	3.4	6.9
현금증감	-4	9	-7	3	총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9
기초현금	11	7	16	8	매출채권 회전율	5.4	5.7	5.6	5.7
기말현금	7	16	8	12	재고자산 회전율	7.4	6.7	6.5	6.6
FCF	-5	-21	-33	16	매입채무 회전율	11.4	10.3	10.0	10.4

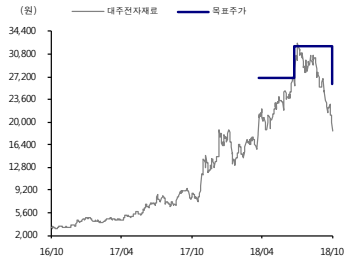
자료: 케이프투자증권

대주전자재료 | 소외될 수 없는 핵심 소재, 주가도 따라갈 것

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

대주전자재료(078600) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-03-22	2018-04-16	2018-07-18	2018-10-24	
투자의견	NR	Buy	Buy	Buy	
목표주가	-	27,000원	32,000원	26,000원	
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-03-22	NR	-	-	-
2018-04-16	Buy	27,000원	-16.26	0.37
2018-07-18	Buy	32,000원	-13.35	1.41
2018-10-24	Buy	26,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.09.30까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.25%) · 매도(0.00%) · 중립(6.75%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.