GOLDEN BRIDGE 골든브릿지투자증권

2019. 2. 28

대주전자재료
(078600. KQ)

센터장 김장열
jay.kim1007@gmail.com

투자의견: BUY (Initiate)

목표주가: 28,100원 / 현재주가: 21,000원 (상승여력 +33.8%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

전방 산업 방향성 믿고 장기 투자할 주식

2차 전지 음극재용 실리콘복합산화물, 19년 80억→22년 1000억을 향해

18년 11월 국내 고객 L사로부터 인증 완료, 중대형 (전기차) 전지 양산 라인에 초도 물량 납품 개시했다. 19년 연간 80억원 이상 매출 목표로 시작, 현재 예정된 Capa 월 150톤 기준 (총 토지 제외 450억 투자) 22년 1000억 이상 매출이 가능하게 된다. L사 이외로도 국내 S사, 중국 B사로 순차적으로 공급계약을 기대한다. 국내 고객사향은 흑연 음극재에 DMSO (동사의 실리콘복합산화물 브랜드 명)을 5%, 다른 업체는 15% 비중으로 섞는다. IT제품 소형전지향으로는 20%까지 섞을 수 있다. 향후 동사의 로드맵상으로 21년까지 25%비중까지 가능한 제품이 준비될 예정으로 성장 초입에 들어 선 동사 신제품은 중장기 시장 확대 전망이 밝다. 마진이 다른 어떤 제품보다 상당히 높은 두자리수이기에 (~30%) 향후 실제 고객 확대 및 수요 증대 속도에 따라서는 추가 Capa 확대를 고민할 시기가 올 가능성이 있다.

19/20년 외형 성장은 MLCC용 & 태양전지용 전도성 페이스트

MLCC (Multi layer Ceramic Condesnor/Capacitor, 전자제품에 전류의 흐름을 일정하게 제어하는 수동부품. 마치 '댐'과 같은 역할) 업황 호조에 따른 고객사의 수요 증가에 의한 것이다. 17년 상반기부터 MLCC용 전도성 페이스트를 공급하기 시작했는데 전기차 MLCC용으로 19년 4월부터 공급하는 제품 (원재료 귀금속을 입혀 단가 ~10배 높음) 성장에 힘입어 MLLC용 전도성 페이스트(Paste) 매출은 300억대에서 20년에는 500억 이상이 가능해 보인다. 태양전지향은 원래 후면전극용으로 silver paste를 작은 규모로 (18년 50억) 공급했으니 19년 연초 전면전극용으로 silver powder (paste의 원재료) 공급을 시작하게 되었다. 19년 규모는 ~400억 규모로 추정되는데 시장규모가 1조에 달하며 현재 70% 점유하고 있는 일본 Dowa 제품 대비 10% 더 낮은 가격에 Dowa 제품과 혼용시 성능에 차이가 없다. silver powder 시장 지배자인 일본 Dowa (점유율 70%)대비 전방 업체인 silver paste 업체인 헤라우스, 기가, 듀퐁등 입장에서는 거래처(원재료 확보) 다변화 필요할 것이다. 이번에 첫 고객이외로의 수요처 확대 가능성 높아 보이는 이유이기도 하다. 태양 전지향 도전재 매출 규모가 ~20년 2000억까지 내다 본다.

1차 목표주가 3만원 근처, 경쟁사 격차 3~5년, 밸류에이션 배수 프리미엄 타당

19년 매출 1720억, 영업이익 130억, 순이익 80억/ 20년 2560억, 영업이익 280억, 순이익 210억 추정 기준에 19/20년 평균 PER 22배를 적용하여 28,100원을 1차 목표주가/ BUY투자의견을 제시한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	67.9	4.0	0.9	0.7	59	흑전	8.0	74.9	14.5	1.0	1.3
2017	93.4	3.0	-7.9	-7.9	-554	적전	7.6	-26.2	35.2	4.0	-14.5
2018p	102.9	3.8	-5.1	5.0	32	흑전	7.7	655.5	46.9	5.1	8.9
2019E	173.0	13.0	4.7	8.0	523	61.5	17.0	40.2	20.6	4.5	12.7

자료 : 대주전자재료, 컨센서스, K-IFRS 연결기준

2차전지 음극재용 실리콘복합산화물 경쟁자로는 일본의 신에츠, 중국의 비티알이 가능하다. 신에츠는 샘플링 중이지만 고객 Qual 등 양산화에 향후 2년 이상 걸린다. 비티알은 잠재업체이지만 아직 눈에 띄는 움직임 없다. 최소 3년 이상 ~5년정도의 격차가 있는 것으로 보인다. 대주전자재료 역시 3년의 시간이 소요되었다. 태양전지 실버 파우더도 09년부터 시작한 사업인데 성과를 가져오는 데 10년가까이나 걸린 셈이다. 소재 업체의 잠재력이 실제 가시적 성과 나오기 까지 오랜 시간/기다림이 필요하다는 점을 인식할 필요가 있는 것이다. 이는 역으로 얘기하면 일단 가시적 성과가 확인되면 그 가치 (경쟁사 대비 또는 과거 대비)에 대한 평가는 일반 기업 대비 더 장기 예상치 (때로는 목표) 또는 밸류에이션 프리미엄이 부여될 수 있다는 얘기가 된다. 전방산업 방향성과 입증된 기술력/잠재력을 감안한 장기 투자할 종목이다.

<변수>

상환 우선주 전환가 21,517원인 92.9만주가 (EPS 6% 희석)있다. 상환 가능 기간은 19년 9월부터이다. 전방산업 호황으로 고객 중장기 수요 확대가 더 가파를 경우, 추가 Capa 확보를 위한 선행 투자로 자금조달 가능성이 있다 (19년보다는 20년경?). 하지만, 이 경우 오히려 수요 자신감/ 가시성 확인으로 해석될 가능성이 높다. 물론 재무상황에 따라 차입으로 진행될 수도 있다. 전반적 주식시장이 고성장주 비선호 상황으로 전개될 경우 주식 수급에 단기적으로 불리해 질 수 있다. 그러기에 중장기 관점으로 분할 매수가 바람직하다.

Stock Data

KOSDAQ(2/27)	752.2pt
시가총액	3,056억원
발행주식수	14,551천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	32,450/14,000원
90일 일평균거래대금	43억원
외국인 지분율	0.9%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	4,112원

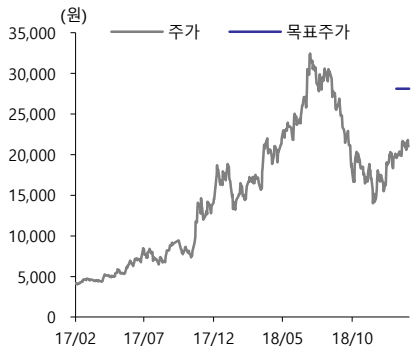
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	0.5%	6.9%	-31.4%	30.8%
상대수익률	0.3%	1.1%	-25.3%	44.8%

주주구성

임무현 (외 10 인)	30.4%
대주전자재료 자사주	4.9%
강성학	0.5%

Stock Price

대주전자재료 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.02.28	Buy(Initiate)	28,100원_	1년	-	-

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

연락처: 02-3779-3513 / Email: jay.kim1007@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.3%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	0.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.8%	
		합계		100.0%	