



한국IR협의회

기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
소재

기업분석 2022.09.28

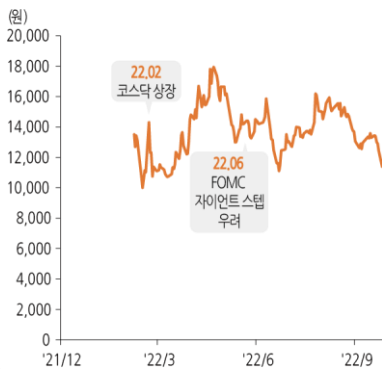
아셈스 (136410)

친환경 접착소재 전문기업

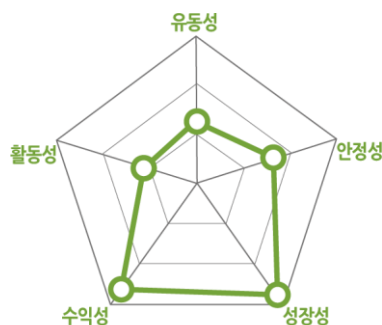
체크 포인트

- 당사는 2003년 설립된 친환경 핫멜트 필름형 접착소재 전문기업으로 주요제품별 매출비중은 접착필름 63.5%, 자동차 씰루프 원단 20.6%, 라미네이션 10.8%, 기능성 코팅사 2.9%, 기타 2.3% 차지, 연결대상 종속기업으로 인도네시아, 베트남, 중국 등 3개 현지법인을 두고 있으며, 주요 고객사는 나이키, 아디다스 등 신발 메이저이며, 자동차 소재는 전량 현대기아차에 납품
- 투자포인트: 1)해외공장(인니, 베트남) 증설 모멘텀, 2)신성장동력이 될 5가지 신제품 라인업(무수염색사, 글리터시트, 오로라 프린팅, U-WEB, 자동차 헤드라이너 등)
- 2022년 연간 매출액 554억원으로 YoY 31.8%, 영업이익 88억원으로 YoY 43.3% 증가할 전망, 접착필름 소재 매출이 증가하고 있는 가운데 하반기 매출액은 290억원으로 전반기대비 9.8% 증가할 전망, 최근 환율 상승에 따른 환차익, 화학 소재 원료가격 하락도 우호적

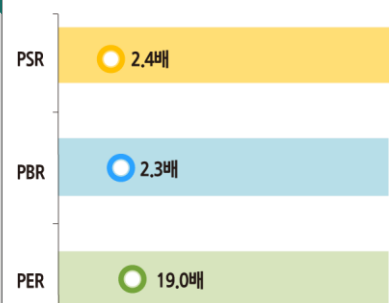
주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



친환경 핫멜트 필름 타입 접착소재 전문기업

동사는 2003년 설립된 친환경 핫멜트 필름형 접착소재 전문기업으로 제품별 매출비중은 접착 필름 63.5%, 썬루프 원단 20.6%, 라미네이션 10.8%, 기능성 코팅사 2.9%, 기타 2.3% 차지, 종속기업으로 인니, 베트남, 중국 등 3개 현지법인을 두고 있으며, 주요 고객사는 나이키, 아디다스 등 신발 메이저이며, 자동차 소재는 전량 현대기아차에 납품

세계 최초로 무이형지 필름 타입 접착소재 개발

동사는 핫멜트 접착소재 필름 중에서도 기존 업체들이 대부분 이형지 타입(접착필름에 양면테이프 같은 종이를 붙임)을 생산하는데 비해 동사는 세계 최초로 무이형지 타입 친환경 접착소재를 개발하여 경쟁사대비 수익성 차별화에 성공

투자포인트: 해외공장 증설과 신성장동력인 5대 신제품 라인업

1)해외공장(인도네시아, 베트남) 증설에 따른 성장성, 2)신성장동력으로 부상할 5대 신제품 라인업(무수염색사, 글리터시트, 오로라 프린팅, U-WEB, 자동차 헤드라이너)에 주목

2022년 매출 증가율 31.8%, 영업이익증가율 43.3% 전망

2022년 연간 매출액 554억원으로 YoY 31.8%, 영업이익 88억원으로 YoY 43.3% 증가할 전망, 친환경 접착필름 소재 매출이 증가하고 있는 가운데 하반기 매출액은 290억원으로 전반기 대비 9.8% 증가할 전망, 최근 환율 상승에 따른 환차익, MDI 등 화학 소재가격 하락도 우호적, 하반기부터 5대 신제품 라인업 시제품 출시 및 본격 양산에 착수

Forecast earnings & Valuation

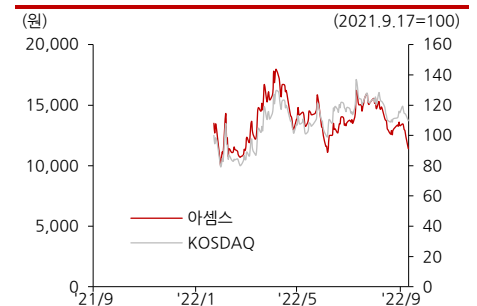
	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	341	340	420	554	688
YoY(%)	26.5	-0.2	23.4	31.8	24.2
영업이익(억원)	46	48	61	88	132
OP 마진(%)	13.5	14.2	14.5	15.8	19.1
지배주주순이익(억원)	39	8	54	76	94
EPS(원)	439	85	599	700	852
YoY(%)	197.7	-80.6	603.5	16.8	21.8
PER(배)	0.0	0.0	0.0	18.6	15.3
PSR(배)	0.0	0.0	0.0	2.6	2.1
EV/EBIDA(배)	4.5	2.6	3.3	13.8	9.8
PBR(배)	0.0	0.0	0.0	3.3	2.7
ROE(%)	25.1	3.4	17.0	19.4	19.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/21)	13,000원
52주 최고가	17,950원
52주 최저가	10,000원
KOSDAQ (9/21)	754.89p
자본금	45억원
시가총액	1,432억원
액면가	500원
발행주식수	11백만주
일평균 거래량 (60일)	18만주
일평균 거래액 (60일)	26억원
외국인지분율	0.19%
주요주주	장지상 외 7인 46.55%
	케이앤티자파트너스 외 2인 10.34%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.6	9.2	
상대주가	-4.6	32.9	

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '유동비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

**친환경 핫멜트 필름형 접착소재
전문기업으로 주요 제품은
친환경 접착필름,
자동차 선루프 원단,
라미네이션, 기능성 코팅사 등**

동사는 2003년 친환경 핫멜트(Hot Melt) 필름형 접착제 제조, 판매를 목적으로 설립된 산업용 친환경 접착소재기업으로 2022년 2월 코스닥시장에 상장되었다. 제품별 매출비중은 친환경 접착소재 63.5%, 자동차용 선루프원단 20.6%, 라미네이션 10.8%, 접착기능성 코팅사 2.9%, 기타 2.3%이다.

동사의 연결대상 종속기업으로는 인도네시아법인(지분율 75%), 베트남법인(지분율 100%), 중국법인(지분율 75%) 등 핫멜트(Hot Melt) 접착필름을 생산하는 해외 현지법인 3개사가 있다.

동사의 최대주주는 장지상 대표이사(지분율 39.75%)이며, 대표이사를 포함한 특수관계인 7인의 지분율은 46.5%, (주)케이엔투자파트너스 10.3%, 우리사주조합 1.1%, 기타 소액주주가 42.1%를 보유하고 있다.

**친환경 접착소재는
나이키, 아디다스 등
글로벌 신발업체에 주력 공급,
동사는 세계최초로 친환경
무이형지 핫멜트 필름 개발**

동사의 접착소재는 주로 신발의 인솔 접착에 사용되어 1차 수요처인 국내 신발 ODM, OEM社를 거쳐 최종적으로는 나이키와 아디다스 등 글로벌 신발 메이커로 판매된다. 동사는 국내 경쟁업체인 삼부정밀화학(비상장), 주원테크(비상장)에 이어 신발시장 내 핫멜트 필름 국내 3위권 업체(2021년 기준)이다. 경쟁사들은 주로 핫멜트 접착필름 사이에 양면테이프처럼 종이를 붙이는 이형지 타입 필름을 생산하고 있는 반면 동사는 세계 최초로 이형지가 없는 무이형지 타입 접착필름을 개발하여, 나이키 및 아디다스 등 메이저 고객사에 독점 공급하고 있다. 나이키, 아디다스 등 주요 고객사 내 신발부문 핫멜트 필름형 접착제 침투율은 5~10%로 추정된다.

동사의 핫멜트 필름 접착제는 기존 일반적인 접착제가 액상을 사용, 피착제를 붙이는 방식이 아닌 피착제 사이에 핫멜트 필름을 삽입하여 120~130도의 열과 압을 가해 접착하는 방식이다. 동사가 개발한 무이형지 접착필름은 유기용제(솔벤트)를 사용하지 않고, 이형지도 사용하지 않아 환경오염 이슈를 해결할 수 있는 만큼 향후 수성접착제 등 기존 접착제를 대체해 M/S를 확대해 나갈 것으로 기대된다.

**자동차 선루프용 원단은
현대 및 기아차에 전량 납품**

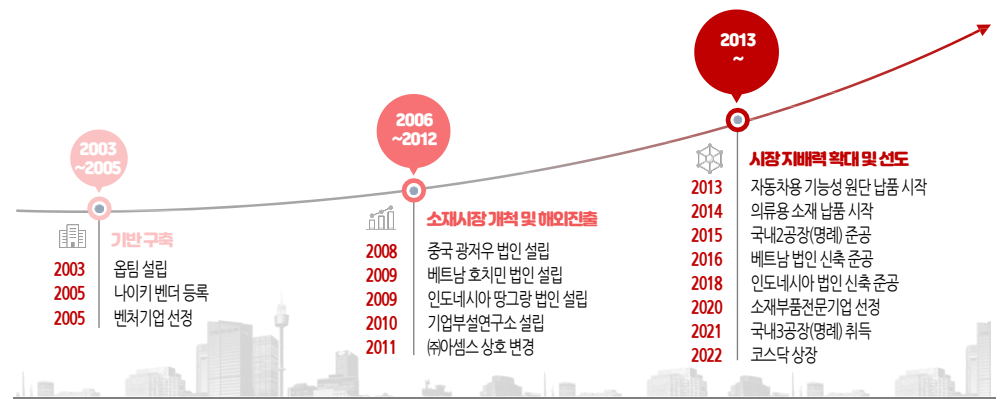
동사의 자동차용 선루프 원단 소재는 2013년부터 납품이 시작되었으며, 매출비중은 내수 100%로 전량 현대, 기아차에 공급된다. 동사는 특수 접착제 원천기술과 라미네이션 기술을 통해 현대, 기아차 주요 모델에 무용제 타입의 친환경 선루프 원단을 라미네이션 후 레이저로 재단하여 공급하고 있다. 동사 제품은 자동차 선루프 원단을 접합시키는 PU(폴리우레탄) 계열 접착제로 자체적으로 자외선 차단기능이 있으며, 원단 접착시에 유독성 용제(솔벤트)를 사용하지 않고, 열로 필름을 접착하는 방식으로 이형지를 사용하지 않아 접착제 사용 후 남게 되는 이형지 폐기물이 발생하지 않으며, 대기오염을 유발하는 동시에 발암성 물질인 VOCs(휘발성 유기화합물)가 검출되지 않는 친환경 접착제이다. 기존 제품의 선루프 블라인드 패브릭(원단)은 제조시에 사용되는 접착제 및 첨가제에 포함된 유기용제(솔벤트)에 의해 VOCs를 유발하였다. 최근 자동차 트렌드는 차체 경량화, VOCs Free 정책으로 동사가 개발한 선루프 원단은 현대, 기아차의 펠리세이드, 텔루라이드, 제네시스 GV70, GV80, 쏠렌토 등 SUV 차량과 제네시스 G90, G70, 스타이어 등 세단 승용차에 적용되고 있다. 자동차용 선루프 원단의 매출액은 2019년 32억원에서 2020년 63억원, 2021년 86억원으로 2개년 연평균 65.4% 성장률을 기록했다.

**연간 생산능력은
2021년 563억원에서
2022년 658억원으로 증가**

동사는 부산 사하구에 본사 및 핫멜트 공장을 두고 있으며, 부산 기장의 2,3공장(명래공장)에서는 코팅사 및 컴파운드를 생산, 해외 법인에 원료로 공급하고 있으며, 글로벌 수요에 맞춘 해외 생산기지로 인도네시아, 베트남, 중국 등에 3개 현지법인이 있다. 2021년 기준 해외공장 매출액은 인도네시아 112억원, 베트남 63억원, 중국 15억원 등으로 해외 매출비중은 연결 매출액의 45.2%이다.

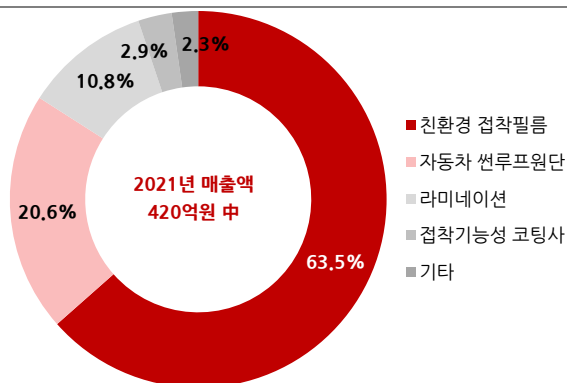
동사는 현재 인도네시아, 베트남 등 해외 생산거점에 설비증설을 진행 중이다. 동사의 연간 생산능력은 2020년 484억원에서 2021년 563억원, 2022년 658억원으로 확대될 전망이다.

회사 연혁



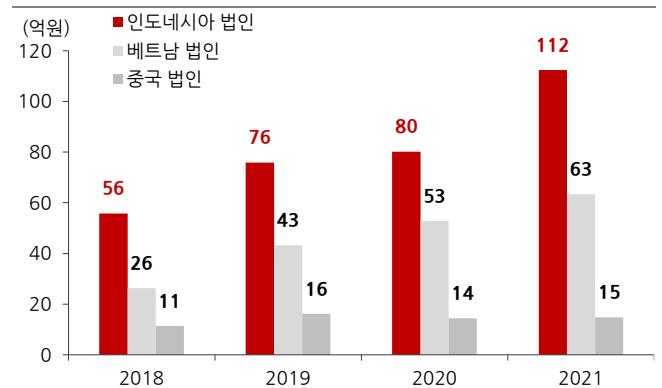
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

제품별 매출액 비중



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속기업 매출액 추이



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

무이형지 타입 접착 필름



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

이형지 타입 접착 필름



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

핫멜트 코팅사



자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

아셈스 텍스타일 모델



자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

자동차 씰루프 원단



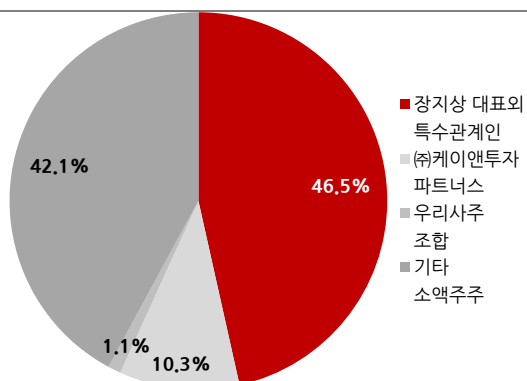
자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

핫멜트 필름 적용 분야



자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 현황



자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

장기계약 주요 고객사



자료: 아셈스, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

신발 시장內 핫멜트 필름 접착 소재업체는 국내 3社 과점, 경쟁사는 이형지 타입인 반면, 동사는 무이형지 타입으로 국내외 유일 업체

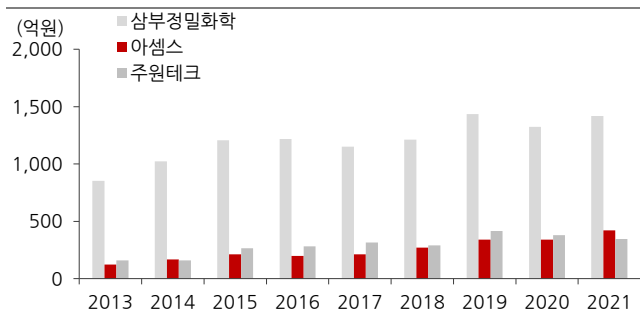
동사의 주요 전방산업인 신발시장內에서 핫멜트 접착필름은 소수의 공급사만 존재하는 과점 형태이다. 핫멜트 접착필름은 이형지(필름에 종이 가 붙어 있는) 시장과 무이형지(종이가 없는) 시장으로 양분된다. 이형지 타입은 무이형지 타입에 비해 상대적으로 원가가 높고, 진입장벽은 상대적으로 낮아 업체간 경쟁이 치열하다. 동사는 무이형지 타입 핫멜트 접착 필름을 세계 최초로 개발하여 시장內에서 확고한 시장지위를 선점하고 있다. 무이형지 타입 접착필름은 이형지가 없기 때문에 친환경적이고, 원가경쟁력을 가지고 있어 기존 이형지 타입 제품에 비해 수익성이 높은 고부가 제품이다. 무이형지 필름 접착제는 평상시에는 비닐 형태로 되어 있는데 120~130도 정도의 열을 가해주게 되면 필름이 녹아서 접착성을 발휘하게 된다. 동사는 무이형지 필름은 열을 가하지 않는 상태에서는 완벽하게 비닐형태로 서로 달라붙지 않는다.

이형지 타입 접착필름 시장은 낮은 진입장벽에 경쟁이 치열해 저수익 구조인 반면, 동사는 세계 최초의 무이형지 타입 접착필름 개발 이후 수익성 차별화에 성공

국내에는 동사를 포함하여 삼부정밀화학, 주원테크 등 3개社가 신발 부문 핫멜트 필름 접착제 시장에서 경쟁하고 있다. 삼부정밀화학과 주원테크는 이형지 필름만 생산 공급하는 반면 무이형지 타입 필름 접착제는 동사만 독점 공급하고 있어, 동사의 수익성은 2018년부터는 경쟁사와 크게 차별화되고 있다. 이형지 필름은 구매단가가 비싼 만큼 원가가 높고, 이형지 업체는 기술장벽이 낮아 시장경쟁이 치열하다. 동사는 무이형지를 사용하면서도 필름간 서로 달라붙지 않게 하는 기술, 즉 이형성을 확보하는 기술을 보유한 반면, 경쟁사들은 이형성 기술을 아직 개발하지 못한 상황이다. 이형지 타입 핫멜트업체들은 매년 단가인하 압박에 노출되는 반면, 무이형지 필름업체들은 글로벌 주요 고객사와 파트너십 관계가 형성되어 있기 때문에 동사의 경우 최초 적용한 단가에서 한번도 단가인하 요구를 받은 적이 없을 정도로 가격결정 주도권을 보유하고 있는 점이 경쟁사대비 수익성을 차별화할 수 있는 요인이다. 신발 부문에서는 무이형지 핫멜트 필름은 동사가 세계 최초로 개발, 유일한 업체이며, 전기전자 및 he 산업에는 무이형지 필름을 사용하는 업체들이 다수 존재한다. 동사의 무이형지 필름 접착제는 최대 고객사인 나이키에 공급되고 있으며, 나이키내 무이형지 M/S는 동사 제품이 100%이다.

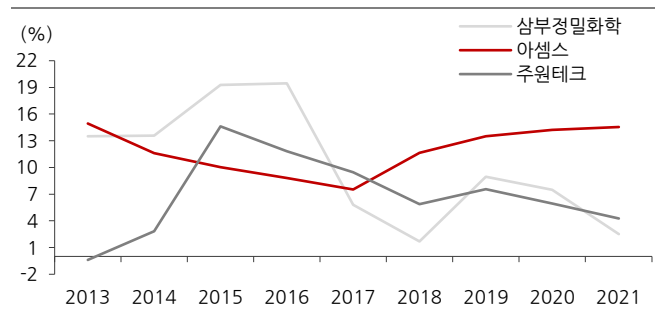
2021년 기준 국내 3社의 영업이익률을 보면 동사는 14.5%로 최근 3개년 평균 14% 전후로 높은 수익성을 유지하고 있는 반면 국내 최대업체인 삼부정밀화학은 2.5%로 전년대비 5.0%p나 하락하였고, 주원테크는 4.3%로 2014년 이후 7개년 최저치로 하락할 만큼 저조한 수익성을 시현하였다.

국내 핫멜트 필름 3社 매출액 비교



자료: 각사 감사보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 핫멜트 필름 3社 영업이익률 비교



자료: 각사 감사보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

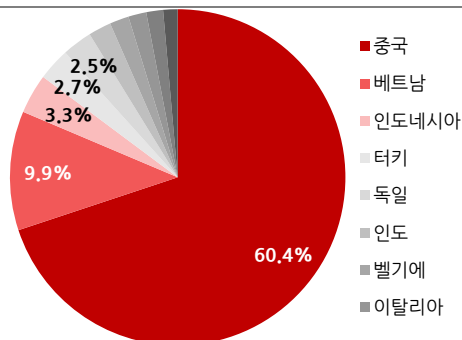
**2021년 글로벌 신발 생산량은
220억켤레로 YoY 8.6% 증가,
국가별 수출비중은
中 60.4%, 베트남 9.9%,
인니 3.3%로 Top 3 차지**

World Footwear Yearbook에 따르면 2021년 글로벌 신발 생산량은 코로나19 팬데믹 영향에도 불구하고 전년대비 8.6% 증가한 220억켤레를 기록하였다. 하지만 이는 코로나19 팬데믹 이전보다는 20억켤레 적은 물량이다. 지역별로 보면 아시아 생산량이 글로벌 생산량의 88%를 차지하였다.

주요 수출국을 보면 중국이 최대 수출국으로 78.9억켤레를 수출하여 글로벌 수출비중의 60.4%를 차지했으며, 중국에 이어 베트남이 12.9억켤레로 9.9%, 인도네시아는 4.3억켤레로 3.3%를 차지하였다. 기타 터키, 독일, 인도, 벨기에, 이탈리아, 네덜란드, 캄보디아 등이 주요 수출국 10개국 순위에 들었으며, 글로벌 수출비중은 각각 1~2%대로 Top 3국가를 제외하고는 특정 국가에 집중되어 있지 않다.

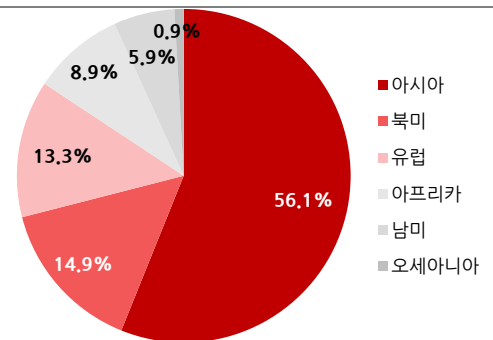
2021년 대륙별 신발 소비비중을 보면 아시아 56.1%, 북미 14.9%, 유럽 13.3%, 아프리카 8.9%, 남미 5.9%, 대양주 0.9% 순이다. 아시아 지역비중은 역대 최대치를 경신하였으며, 북미지역은 유럽을 밀어내고, 대륙별 2위로 부상하였다. 지역별로는 북미지역에서는 2021년 인당 신발 소비량이 5켤레 증가하며 강한 회복세를 보였으며, 이는 코로나19 이전대비로는 소폭 적은 수준이다. 유럽에서는 수요증가율이 저조하였는데, 인당 소비량이 2019년에는 4.4켤레까지 증가하기도 했는데 2021년에는 0.3켤레 증가세에 그쳤다. 아시아에서는 인당 0.3켤레 늘어났는데 이는 코로나19 이전을 회복한 수준이다.

글로벌 10대 신발 수출국 비중



자료: World Footwear Yearbook 2021, 한국IR협의회 기업리서치센터

대륙별 신발 수요 비중

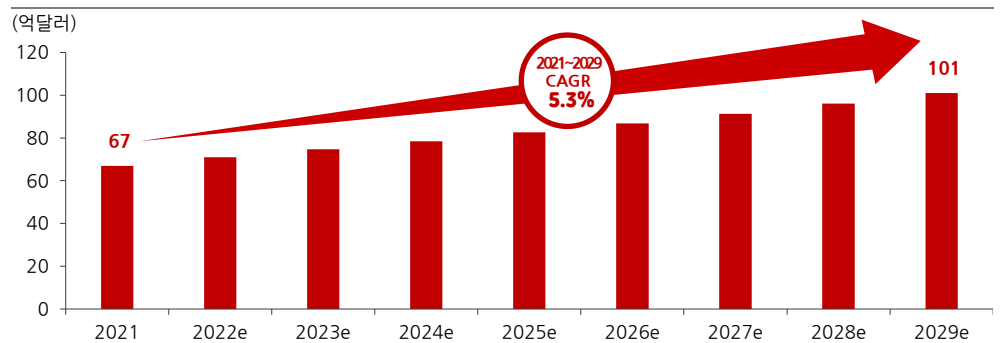


자료: World Footwear Yearbook 2021, 한국IR협의회 기업리서치센터

**2021~2029 핫멜트 접착제
시장 CAGR은 5.3% 전망**

글로벌 시장조사기관인 Fortune Business Insights에 따르면 글로벌 핫멜트 접착제 시장은 2021년 67억달러에서 2029년 101억달러로 연평균매출성장률(CAGR) 5.3%를 기록할 것으로 전망하였다.

글로벌 핫멜트 접착제 시장 전망



자료: Fortune Business Insights, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

**인도네시아, 베트남 등 해외
공장 증설로 연간 생산능력은
2021년 563억원에서
2022년말 658억원으로 증가**

1) 해외공장 증설 모멘텀

동사는 전략적으로 생산능력대비 80%의 물량을 생산해 왔으나, 한정된 생산량 내에서 다품종 소재를 생산해야 하고, 고객사의 긴급 제품요구에도 대응해야 하기 때문에 지난 2월 IPO로 확보한 자금으로 현재 인도네시아, 베트남 등 해외 생산거점에 증설을 진행 중이다. 동사의 연간 생산능력은 2020년 484억원에서 2021년 563억원, 2022년 658억원으로 확대될 전망이다.

동사는 2021년 12월 인도네시아(스마랑) 2공장의 토지 구입을 완료하였으며, 2022년 3월 공사에 착수, 2022년말 까지 증설을 완료할 계획이다. 증설이 완료되면 인도네시아법인의 생산능력은 월 15억원에서 30억원으로 2배로 성장할 전망이다. 인도네시아법인 매출액은 2021년 112억원에서 2022년 150억원을 상회할 전망이며, 올해 말 증설 기준 360억원 규모로 생산능력이 증가할 전망이다.

동사는 베트남에서도 호치민에서 하노이까지 전지역으로 판로를 확장하기 위해 부지가 협소한 현지 공장을 올해 말까지 증설할 계획이다. 베트남법인의 연간 매출액은 2020년 53억원에서 2021년 63억원, 2022년 120억원으로 증가할 전망이며, 증설 이후 2023년부터 생산능력은 1.5배 수준으로 증가하게 된다.

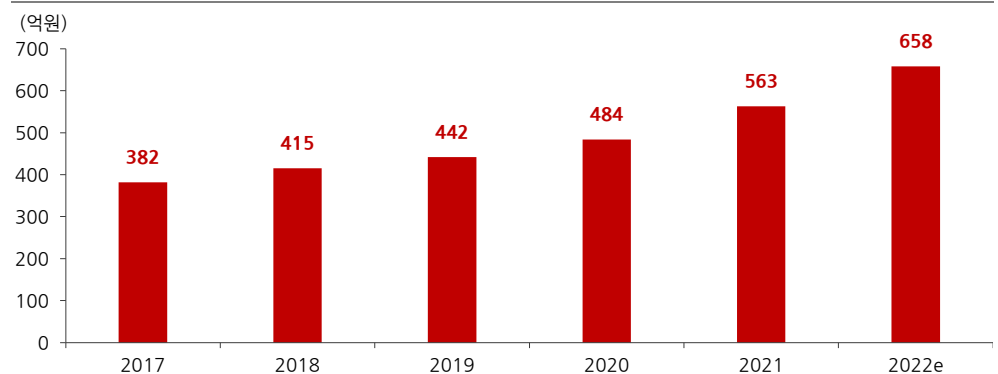
World Footwear Yearbook 2021에 따르면 베트남은 최초로 세계 신발 수출량이 12.9억켤레로 역대 최대치를 기록하여 글로벌 수출시장 점유율 9.9%로 중국에 이어 글로벌 수출 2위국으로 부상하였다.

베트남의 신발 수출량은 2011년 3.16억켤레(글로벌 수출비중 2.3%)에서 4.1배 증가한 수준이며, 지난해까지 10개년 연평균성장률(CAGR)은 15.1%로 수출량이 매년 가파르게 증가하고 있다.

나이키, 아디다스, 리복, 푸마 등 글로벌 메이저 브랜드사들이 베트남에 생산기지를 두고 해외로 아웃소싱하고 있으며, 미국/EU/중국/일본 등 세계 150여개국에 신발을 수출하고 있다.

베트남가죽신발협회(LEFASO)는 베트남의 2021년 신발 수출액이 207.8억달러로 전년대비 4.6% 증가했으며, 2022년에는 전년대비 10~15% 증가한 230~250억달러에 도달할 것으로 예상하고 있다.

연간 생산능력 전망 (매출액 기준)



자료: 동사 IR자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 신성장동력이 될 5가지 신제품 라인업

1) 2017년부터

친환경 무수염색사 개발 착수,

올해 3분기까지

장비 생산 완료,

ESG 경영을 강화하고 있는

나이키와 제품공급 협의단계로

Fly Knit 스니커즈의

원사 대체 기대

동사는 2017년부터 세계 최초로 무수염색사(Waterless Dyeing Yam, 물없이 염색하는 실) 개발에 착수하여 올해 3분기말까지 대량화가 가능한 양산형 장비 1대 생산을 완료할 예정이다. 동사는 연말까지 본사에 장비를 30대 정도 추가하고, 2023년에는 분기별 30대씩 해외법인에 생산설비를 구축할 예정이다.

무수염색사는 말그대로 물 사용 Zero, 염색폐수 Zero인 친환경 기술로 염색가공분야의 환경오염 기술 부재에 대한 좋은 대안이다. 무수염색사는 기존 염색사의 이염성 문제를 해결했으며, 기존 염색사대비 에너지 절감률이 75% 이상으로 에너지비용을 절감할 수 있고, 고객 요구에 맞게 다양한 컬러 배열과 간격으로 단색 또는 다색 염색사 제조가 가능한 세계최초 기술이다. 동사는 무수염색사 개발 착수 이후 국내외 특허 28건을 보유하고 있다. 동사의 주요 고객사들은 환경규제에 대응, ESG 경영을 강화하면서 환경 친화적인 염색기술이 필요한 상황에서 동사의 무수염색사 개발은 시기 적절하다.

특히 동사는 개발된 무수염색사 기술을 본격 양산하기 위해 세계 최대 신발 메이커인 나이키와 협업 중이다. 나이키는 2012년부터 폐기물 배출 최소화를 위해 기존 갑피제작 방식이 아닌 폐기물 배출량이 60% 적은 재활용 PET병을 재활용해 니트 소재 Fly Knit 스니커즈를 생산 중인 만큼 동사의 무수염색사는 나이키의 ESG 전략에 부합한다. 동사는 글로벌 올해 1월 나이키코리아에 제품개발보고를 하였으며, 현재는 나이키본사와 무수염색사 원단 공급을 위한 협의를 진행 중이다. 동사는 향후 무수염색사가 나이키의 Fly Knit 신발 원사를 대체할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 나이키는 2025년까지 Fly Knit 운동화 생산량을 22년 대비 두배로 확대할 계획으로, 동사는 이 시장규모를 약 2억달러로 전망하고 있으며, 현재 나이키내 동사의 M/S를 10% 수준으로 추정할 경우 원화 기준 예상 매출액은 약 280억원 규모에 달한다.

무수염색사 기술은 신발부문에 우선 적용하나, 향후에는 의류/가방/모자 등에도 적용가능한 확장성이 있다.

2) 친환경 글리터 시트 개발로

의류 장식용 부자재시장 진출

글리터 시트(Glitter Sheet)는 의류의 장식용 제품에서 로고나 그림을 옷 위에 열을 줘서 붙이는 열전사 필름이 코로나 시대를 거치면서 시장 수요가 커지고 있다. 기존에 의류에 붙이는 핫팩스, 글리터, 스팽글 등 부자재들은 피착제의 특수성을 고려하지 않고 판매되어 품질이슈에 대해 소비자 불만이 컸다. 동사는 글리터 시트 생산부터 판매까지 일괄 생산 프로세스를 구축하고 친환경 소재를 활용하여 기존 수성, 유성접착제 사용에 대한 환경문제도 해소하고 제품 퀄리티도 개선하는 등 제품을 차별화할 계획이다.

동사는 글리터 시트 제조를 위해 2021년 5월부터 공장매입 및 생산라인을 구축하였으며, 올해 신제품 설명회를 통해 3분기까지 제품 상용화 및 4분기 본격 양산을 계획하고 있다.

3) 오로라 프린팅 기술은

나이키와 아디다스 등

ESG 제품개발 요구로

2022년 상반기 아디다스에

공급, 본격 양산단계 진입

동사는 Lower Water를 지향하는 나이키사와 Eco Friendly를 지향하는 아디다스사의 친환경 제품 개발 요구에 따라 세계 최초로 오로라 프린팅(Aurora Printing) 기술을 이용해 제품을 개발 진행 중이다.

오로라 프린팅 기술은 물이나 기타 매개체를 이용한 방식이 아닌 지그를 이용한 진공 성형으로 원하는 디자인의 전이가 가능한 3D 프린팅 기술로 피착제(자재) 재질에 관계없이 작업이 가능하다. 예를 들면 색상 구현이 어려운 신발 Out Sole 입체부분에도 소재 제한없이 색상 구현이 가능하며, 80% 이상 절수 효과가 있어 폐수처리비용도 절감할 수 있다. 기존 승화전사(Sublimation, 전사지에 도안을 출력하여 원단과 함께 열과 압력을 가해 잉크가 기

화하면서 원단에 염색되는 방식) 방식과 달리 동사의 오로라 프린팅 기술은 저온에서 작업이 가능하여 피착제의 손실을 줄이고, 침투도를 높여 선명하고 깨끗한 품질 구현이 가능하다.

동사는 IPO를 통해 확보한 자금 중 25억원을 투입하여 22.4월부터 23년 12월까지 생산설비를 구축할 계획이다. 동사는 올해 1분기에 초도물량으로 아디다스에 야구화 바닥 3만쪽에 해당하는 15만달러 주문을 받아 생산하였으며, 향후 축구화, 골프화 등에도 적용을 확대할 계획이다.

4) 친환경 소재 원사 U-web 개발, 핫멜트 필름에서 구현하지 못한 통기성과 유연성 확보

U-WEB은 동사가 보유한 핫멜트 접착 소재기술 및 원사 프린팅 기술을 이용해 개발한 핫멜트 접착 코팅사로 만든 접착 직물이다. 기존 핫멜트 필름대비 접착 면적을 감소시켜 기존 핫멜트 필름에서 구현하지 못했던 통기성과 유연성을 확보할 수 있다. U-WEB은 핫멜트 필름이 얇게 코팅된 원사를 이용하여 거미줄 같은 원사를 제작한 것으로 코팅, 원사, 원단 제작까지 모두 동사만의 기술로 제작되었다. 실온에서는 제품간 접착되지 않아 사용이 편하고, 사용시 폐기물이 전혀 발생하지 않는다. 개발을 통해 현재 상용화 단계이며, 올해 4분기 A사, R사 제품에 최초 적용될 전망이다.

5) 자동차용 헤드라이너는 자동차 內 Non VOCs (유해물질) 니즈를 충족

동사는 코오롱글로벌과 협업으로 자동차용 헤드라이너 원단에 동사의 핫멜트 접착필름을 적용하는데 성공하였다. 기존에는 자동차 실내 천장에는 PU(폴리우레탄)폼을 적용하였으나, 현재는 실내 공기질 규제 강화로 인해 내장재의 유해물질 개선 요구가 커지고 있는 상황으로 동사는 PU폼 대신 외부에서 부직포를 조달해 동사에서 개발한 핫멜트 접착 필름 접착재를 적용, 원단을 재단하여 고객사에 납품하게 된다.

기존 헤드라이너는 대기오염 유발물질인 동시에 인체에 유해한 유기용제를 사용하여 불에 태워 헤드라이너를 자동차의 천장에 접착하기 때문에 그 과정에서 유해성분(VOCs) 발생이 매우 컸다. 동사의 친환경 접착소재는 인체에 해로운 물질을 최소화하여 제품 생산시 뿐만 아니라 차량 탑승시에도 친환경적으로 인체에 무해한 장점이 있다. 현재 생산단계에 진입, 납품을 예정하고 있으며, 향후 출시될 다양한 차종에 확대 적용될 것으로 기대된다. 동사는 2022년 2분기에 시제품 검사를 완료하고, 하반기에 본격 양산하여 현대차에 납품할 예정이다.

IPO 자금 세부 사용 계획

(단위: 백만원)

구분	내역	금액	시기
1. 해외투자자금	인도네시아 2 공장 증설(스마랑) 생산 CAPA 증설	2,000	'22.03~'22.10
	소계	2,000	
2. 시설자금	무수염색 생산설비	1,500	'22.04~'23.12
	AURORA(오로라) 프린팅 생산설비	2,500	'22.04~'23.12
	글리터시트 생산설비	1,525	'22.03~'22.06
	헤드라이너 합포기	160	'22.03~'22.12
	헤드라이너 자동절단기	50	'22.03~'22.12
	12축 압출기	103	'22.03~'22.12
	우븐재직기	115	'22.03~'22.12
	터렛와인더	88	'22.03~'22.12
	소계	6,041	
3. 운영자금	수입원자대응	7,679	'22.03~'23.12
	소계	7,679	
합계		15,720	

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1) 2022년 상반기 실적 분석

**1H22 매출액 264억원으로
YoY 31.5%, 영업이익 42억원
으로 24.4% 증가,
친환경 접착 필름 매출액이
57% 급증하며 외형 성장 견인**

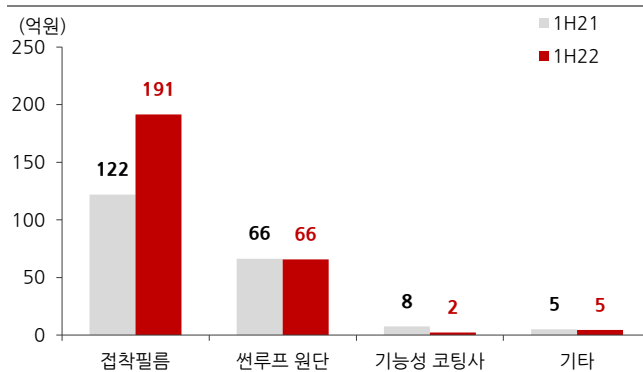
2022년 상반기 매출액은 264억원, 영업이익은 42억원으로 각각 전년동기대비 31.5%와 24.4% 증가했다.

제품별 매출액을 보면 친환경 접착 필름 매출액은 191억원으로 57.0% 급증하며 외형 성장을 견인한 반면, 자동차 쉐루프용 원단 매출액은 66억원으로 전년동기대비 -0.9%, 기능성 코팅사 매출액은 전년동기 8억원에서 2억원으로 감소하였다.

상반기 영업이익률은 15.8%로 전년동기대비로는 0.9%p 하락하였다. 분기별 영업이익률은 1분기에는 18.1%까지 상승했으나, 2분기에는 원료가격이 45% 상승하면서 영업이익률이 13.6%로 1분기대비 4.5%p 하락하였다.

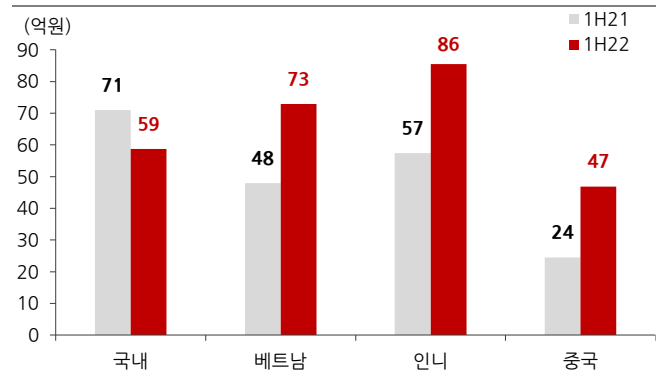
동사와 종속기업별 매출액을 보면 상반기 국내공장(별도기업) 매출액은 전년동기 71억원에서 59억원으로 16.9% 감소한 반면, 인도네시아 법인 매출액은 86억원으로 50.9%, 베트남 법인 매출액은 73억원으로 52.1%, 중국 법인 매출액은 47억원으로 95.8% 증가하여 해외 생산거점에서 가파른 외형 성장세를 보였다.

2022년 상반기 사업부문별 매출액 추이



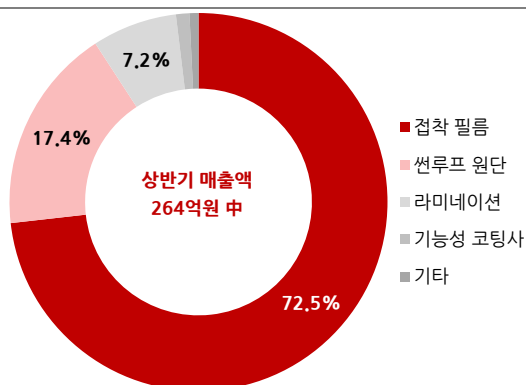
자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 및 해외 종속기업 매출액 추이



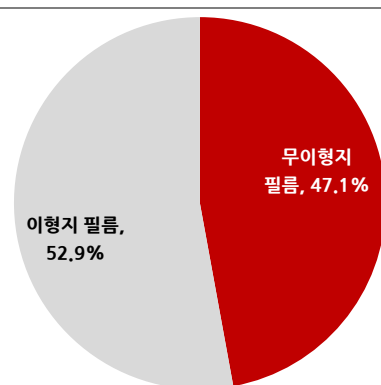
자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상반기 사업부문별 매출비중



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상반기 무이형지 vs 이형지 매출비중



자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 2022년 전망

2022년 하반기 매출액은

290억원으로 상반기대비

9.8% 증가 전망,

환율상승과 화학소재 원료가격

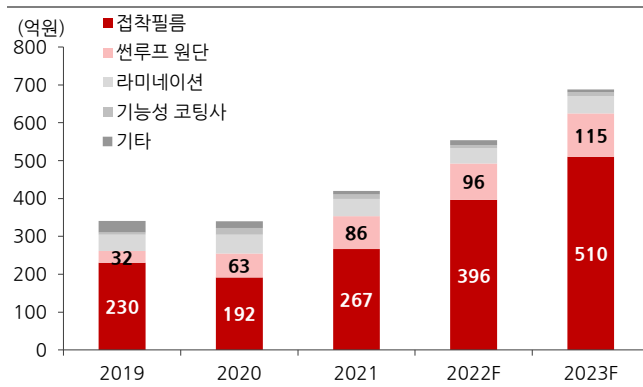
하락이 실적에 우호적 환경

2022년 연간 매출액은 554억원, 영업이익 88억원으로 전년동기대비 각각 31.8%와 43.3% 증가할 전망이다.

하반기에는 동사가 신규 개발 중인 무수염색사, 글리터시트, 오로라 프린팅, U-WEB, 자동차 헤드라이너 등이 본격 양산 체제를 구축하고 초도품 공급에 나설 것으로 예상된다. 하반기 외형은 290억원으로 상반기대비 9.8% 증가할 전망이다. 2022년 동사의 수출비중이 77.7%에 달해 최근 환율폭등(원화약세)에 따른 환차익도 기대된다. 원료부문에서는 올해 1분기를 정점으로 동사의 주요 화학소재 주요 원재료인 MDI(폴리우레탄의 핵심 원료)가격이 1분기를 정점으로 추세적으로 하락하고 있어 하반기에는 원가율 하락에 따른 영업이익률 개선이 기대된다.

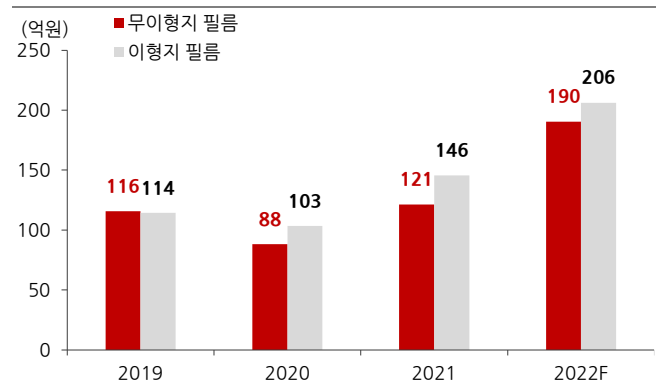
분기별 MDI 평균 수입가격을 보면 2022년 1분기 \$2,415/톤에서 2분기 \$2,289, 3분기 현재까지 평균 \$2,158로 하락세를 보이고 있다.

제품별 매출액 추이 및 전망



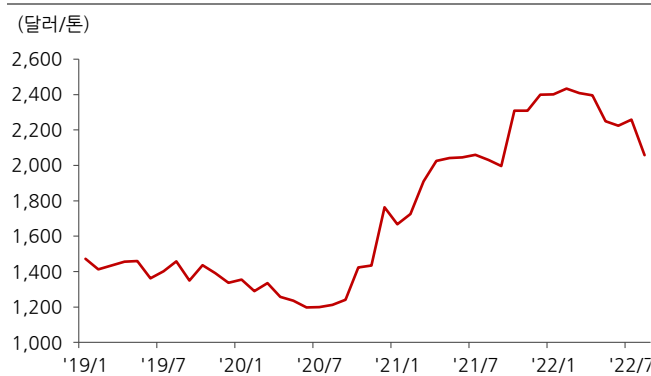
자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

친환경 접착 필름 무이형지 vs 이형지 매출액 추이 및 전망



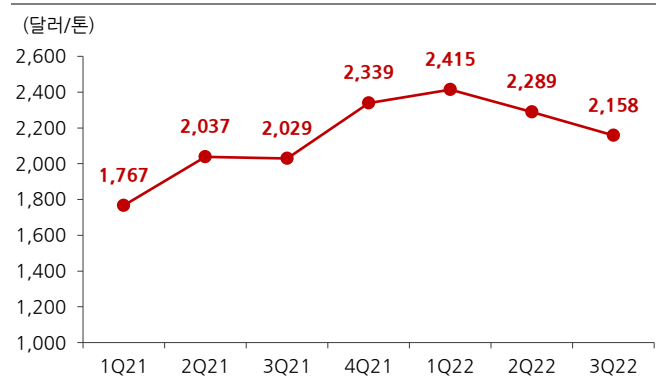
자료: 아셈스, 한국IR협의회 기업리서치센터

월별 MDI 수입가격 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 MDI 평균 수입가격 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 요약

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F
매출액	341	340	420	554
접착필름	230	192	267	396
선루프 원단	32	63	86	96
라미네이션	43	50	45	41
기능성 코팅사	6	18	12	8
기타	30	18	9	13
매출비중				
접착필름	67.5%	56.4%	63.5%	71.5%
선루프 원단	9.3%	18.5%	20.6%	17.4%
라미네이션	12.6%	14.6%	10.8%	7.4%
기능성 코팅사	1.8%	5.3%	2.9%	1.5%
기타	8.9%	5.3%	2.2%	2.3%
영업이익	46	48	61	88
영업이익률	13.5	14.2	14.5	15.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

2022년 실적대비 現주가는 PER 16.3배, PBR 2.9배 수준

現주가는 동사의 2022년 추정실적대비 PER 16.3배, PBR 2.9배로 코스닥 평균 PER 15.3배, 평균 PBR 2.0배보다는 높게 거래되고 있다. 동사가 2022년 2월 코스닥시장에 상장되었기 때문에 과거 평균 밸류에이션과 비교하기에는 기간이 너무 짧아 무리이다. 동사는 핫멜트 접착필름업체로 특히 신발부문에 특화되어 국내 동종사로 삼부정밀화학, 주원테크가 있지만 모두 비상장업체로 주가 밸류에이션을 비교할 수가 없다.

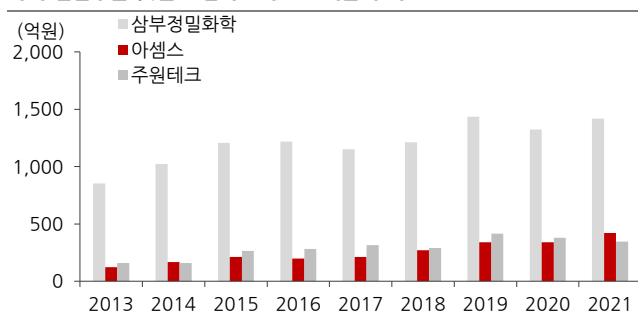
IPO 당시 비교대상 유사기업으로 테이팩스, 예선테크, 앤디포스 등 3개사가 선정되었다. 관련 업체들은 핫멜트 접착소재기업이긴 하지만 수요업종이 신발이 아닌 반도체, 디스플레이, 휴대폰, 컴퓨터 등 전자소재나 자동차, 건축용, 식품포장 등 타산업소재 기업들이다. IPO 당시 3개 유사기업의 적용 PER배수를 19.4배로 적용, 동사의 시가총액은 1,075억원, EPS는 9,761원으로 산출되었고, 최종 확정가액은 할인율 20%를 감안하여 8,000원으로 결정되었다. 비교대상 3개 기업의 2022년 평균 PER을 보면 테이팩스(전자재료 접착제, 이차전지, 식품포장 등)의 現주가는 FnGuide 컨센서스 기준 PER 12.4배, PBR 2.2배로 거래되고 있어 동사에 비해 밸류에이션이 저평가된 상황이며, 예선테크(디스플레이/자동차/2차전지 등 접착소재)와 앤디포스(스마트폰 양면테이프/노트북/카메라 등에 적용)는 시장전망치가 부재하여 비교할 수 없는 상황이다.

최근 6개월간 비교기업의 주가(9/23일 기준)를 보면 동사는 7.4% 하락한 가운데 앤디포스는 -32%, 테이팩스는 -10.1% 하락률을 기록하여 동사에 비해 하락폭이 컸다. 동기간 필라델피아 반도체지수는 -30.1%, 기술주 위주의 나스닥지수는 -23.0%, 삼성전자는 -22.5% 하락률을 기록하는 등 전기전자업종 주가 하락으로 전기전자 노출도가 높은 비교대상 기업들의 주가도 동사에 비해 Underperform한 것으로 판단된다.

동사는 핫멜트 접착필름 중에서도 세계 최초로 무이형지 타입 친환경 접착소재를 개발하여, 신발 뿐만 아니라 자동차용 쉐루프 원단이나 헤드라이너, 기능성 코팅사 등으로 사업영역을 확대해 나가고 있다. 동사는 글로벌 친환경 접착소재 업체로 ESG 경영을 강화하고 있는 Nike, Adidas 등 글로벌 메이저업체의 주력 협력사인데다, 차량용 소재에서도 국내 현대기아차와 소재 협력을 강화하면서 지속적인 성장세가 이어질 전망이다. 뿐만 아니라 주력인 접착필름 성장에 이어 5대 신제품(무수염색사, 글리터 시트, 오로라 프린팅,

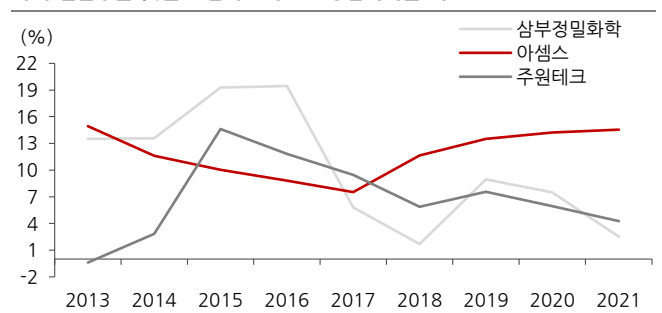
U-WEB, 자동차 헤드라이너) 라인업도 2023년부터 매출에 본격 반영되면서 신성장동력으로 부각될 것으로 보여 주가는 신규사업의 매출 반영에 따라 밸류에이션 매력이크 높아질 것으로 전망된다.

국내 신발부문 핫멜트 접착소재 3社 매출액 비교



자료: 각사 사업보고서, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 신발부문 핫멜트 접착소재 3社 영업이익률 비교



자료: 각사 사업보고서, 한국IR협회의 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

동사의 전방산업인

신발, 의류 등은

대표적 소비재인

패션산업으로서

경기변동에 민감

동사의 매출비중을 감안해 볼 때 주요 전방산업은 신발, 의류 등 넓은 의미에서 패션산업으로 분류된다.

패션의류산업은 대표적 소비재산업으로 글로벌 경기 및 국내 경기상황, 국민 소득수준 및 고용수준 등에 따라 영향을 받는다. 패션의류산업은 높은 경기민감도로 인해 일반적으로 경제성장률 수치보다 변동폭이 확대되는 경향이 있다. 코로나19의 종식시기가 지연되거나, 글로벌 금리상승에 따른 유동성 리스크, 국제유가 급락 등 경기 둔화 또는 침체 위험은 동사가 속한 산업의 전반적 성장 둔화로 이어질 수 있으며, 동사의 영업활동에도 부정적 영향을 끼칠 수 있다.

무이형지 타입 접착 필름의

시장 침투 지연 가능성

동사가 세계 최초로 개발한 무이형지 접착 필름은 시장에 진입자가 거의 없어 진입장벽이 낮은 이형지 필름 시장보다 상대적으로 시장 경쟁이 치열하지 않으며 수익성도 높다. 다만 무이형지 필름 접착제의 경우 이형지가 없어 친환경적이고 원가경쟁력을 가지고 있는 반면 성분 및 두께 등 식별이 어렵고 이동 중 오염에 노출될 위험성도 존재한다. 또한 핫멜트 필름 시장에서 기존 공정에 대한 익숙함으로 인해 기존 이형지 접착소재를 사용하던 작업자들이 신제품인 무이형지 타입 접착 필름을 채택하는데 꺼려하는 경향이 있을 수도 있다. 이런 사유로 동사의 무이형지 접착 필름의 시장 침투가 계획대비 지연되는 상황에서 이형지형 필름시장에서 업체간 경쟁이 치열해질 경우 동사의 수익성에 부정적 영향이 있을 수 있다.

석유화학 소재는

국제유가 흐름에 동행,

원가 변동폭 확대에 따른

수익변동성 리스크에 노출

동사의 주력제품인 핫멜트 접착필름 생산을 위해서는 PU(폴리우레탄), 에틸렌비닐아세테이트, 석유수지 등이 원료 사용되는데 해당 원료들은 석유화학 물질 기반으로 통상 국제유가 흐름과 동행성을 보인다.

원재료 매입비용의 매출원가 비중을 보면 2019년 54%에서 2020년 56.5%, 2021년 65.5%, 2022년 상반기에는 88.3%까지 상승해 국제유가 및 석유화학 소재가격 변동에 따른 원가변동폭이 매우 큰 편이다.

동사는 국제유가의 향방을 최대한 예측하여 가격 인상이 예상될 경우 최대한 구매량을 확대해 갑작스러운 구매비용 상승을 최소화하고 있지만 그럼에도 불구하고 국제유가는 다양한 변수로 변동성이 확대되고 있어 동사의 정상적 영업활동과 무관하게 수익성에 영향을 미칠 수 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	341	340	420	554	688
증가율(%)	26.5	-0.2	23.4	31.8	24.2
매출원가	233	237	296	379	464
매출원가율(%)	68.3	69.7	70.5	68.4	67.4
매출총이익	108	104	124	175	224
매출이익률(%)	31.6	30.5	29.5	31.6	32.5
판매관리비	62	55	63	87	92
판매관리비율(%)	18.2	16.2	15.0	15.7	13.4
EBITDA	61	66	78	123	170
EBITDA 이익률(%)	17.8	19.4	18.6	22.2	24.7
증가율(%)	33.9	9.0	18.3	57.5	38.0
영업이익	46	48	61	88	132
영업이익률(%)	13.5	14.2	14.5	15.8	19.1
증가율(%)	46.7	4.9	26.3	43.3	50.4
영업외손익	-3	-31	7	11	-7
금융수익	12	10	15	7	7
금융비용	21	43	9	9	9
기타영업외손익	6	2	0	13	-5
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	43	17	68	99	125
증가율(%)	117.1	-60.5	296.3	45.8	26.2
법인세비용	1	7	11	18	25
계속사업이익	43	11	57	81	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	11	57	81	100
당기순이익률(%)	12.5	3.1	13.6	14.6	14.5
증가율(%)	163.1	-75.4	441.5	42.1	23.5
지배주주지분 순이익	39	8	54	76	94

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	29	59	41	138	103
당기순이익	43	11	57	81	100
유형자산 상각비	14	17	16	35	38
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
외환손익	5	11	1	0	0
운전자본의감소(증가)	-29	3	-41	22	-35
기타	-4	16	7	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-3	-35	-118	-151	-61
투자자산의 감소(증가)	1	0	1	-1	-1
유형자산의 감소	18	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-34	-118	-150	-60
기타	-7	-4	-1	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-3	-15	70	16	1
차입금의 증가(감소)	-9	-14	70	16	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	2	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	6	-1	-2	0	0
기타현금흐름	-0	-2	2	0	-0
현금의증가(감소)	23	7	-6	3	43
기초현금	28	51	58	53	56
기말현금	51	58	53	56	99

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	267	272	313	331	440
현금성자산	51	58	53	56	99
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	69	73	87	91	113
재고자산	134	129	151	159	197
기타유동자산	13	11	23	25	31
비유동자산	300	306	442	557	579
유형자산	280	288	420	536	558
무형자산	9	8	7	6	5
투자자산	1	2	2	3	4
기타비유동자산	10	8	13	12	12
자산총계	567	578	755	888	1,020
유동부채	214	196	215	259	282
단기차입금	51	80	91	106	106
매입채무	20	29	35	52	65
기타유동부채	143	87	89	101	111
비유동부채	168	92	170	178	186
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	148	68	142	142	142
기타비유동부채	20	24	28	36	44
부채총계	382	288	385	437	469
지배주주지분	175	277	353	429	523
자본금	31	45	45	45	45
자본잉여금	-23	63	65	65	65
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	42	39	58	58	58
이익잉여금	125	131	185	261	355
자본총계	185	290	370	451	551

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	0.0	0.0	0.0	18.6	15.3
P/B(배)	0.0	0.0	0.0	3.3	2.7
P/S(배)	0.0	0.0	0.0	2.6	2.1
EV/EBITDA(배)	4.5	2.6	3.3	13.8	9.8
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
EPS(원)	439	85	599	700	852
BPS(원)	1,961	3,108	3,941	3,895	4,747
SPS(원)	3,855	3,818	4,705	5,096	6,244
DP5(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	25.1	3.4	17.0	19.4	19.7
ROA	8.0	1.8	8.5	9.9	10.5
ROIC	8.7	6.7	10.0	10.9	14.2
안정성(%)					
유동비율	124.7	138.6	145.7	128.0	155.9
부채비율	206.4	99.6	104.1	96.8	85.0
순차입금비율	142.3	54.2	64.7	55.8	38.0
이자보상배율	4.2	5.6	11.2	13.6	19.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	4.8	5.3	6.2	6.7
재고자산회전율	2.7	2.6	3.0	3.6	3.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.)