



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

Buy(initiate)

목표주가	21,000 원
현재주가	13,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(9/20)	760.35 pt
시가총액	1,477 억원
발행주식수	11,019 천주
52 주 최고가 / 최저가	17,950 / 10,000 원
90 일 일평균거래대금	26.51 억원
외국인 지분율	0.3%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	5,503 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -2.2%
	6개월 26.1%
	12개월 n/a
주주구성	장지상 (외 8인) 46.6%
	케이앤투자파트너스 (외 3인) 10.3%

Stock Price



아셈스(136410)

Time to Level Up

글로벌 기업의 ESG 전략 낙수효과가 기대되는 친환경 소재 기업

아셈스는 친환경 소재 전문 기업이다. 매출은 필름사업부문(이형지, 무이형지)과 신사업부문(무수염색사, 글리터 시트) 등으로 구성되며, 전방산업 매출비중은 신발 60%, 자동차 20%, 의류 10% 등이다. 신발 비중이 높은 동사 필름사업부 매출은 무이형지 접착필름의 침투율 상승, 신규고객사 확보에 기반하여 전방산업 성장률(글로벌 스포츠화 시장규모 2018~2023년 CAGR +11%)을 크게 상회하는 매출 성장이 가능할 전망이다. 신사업부문에서 무수염색사와 글리터 시트는 글로벌 고객사로 공급이 기대되며, 이를 위해 설비투자를 진행 중이다.

기존 사업과 신사업의 콜라보레이션이 기대되는 실적

동사 매출액은 22F 543억원(+29% yoy) → 23F 919억원(+69% yoy), 영업이익은 22F 88억원(+44% yoy) → 23F 190억원(+115% yoy)으로 성장할 전망이다. 필름사업부문은 고마진의 무이형지 매출 고성장예에 따른 이익 증가가 예상되고, 신사업부문은 무수염색사와 글리터 시트 매출이 본격화되면서 전사 실적을 레벨업 시킬 것으로 예상된다.

23F 예상 매출에는 무수염색사 200억원, 글리터 시트 100억원을 반영했다. 23F 나이키 플라이니트의 무수염색사 침투율을 10%로 가정시, 동사 무수염색사 매출액은 약 200억원이 가능하다. 나이키 목표대로 2025년 생산량이 2022년의 두배로 증가하고, 동시에 침투율 확대가 진행되면 이에 따른 매출액 업사이드는 매우 크다고 판단한다(p8 참고). 글리터 시트는 본격적인 공급을 앞두고 생산능력을 108억원(+200%)으로 확대하는 증설을 진행 중이다.

친환경 신제품 성장성이 반영되지 않은 주가

아셈스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS에 Target PER 13배를 적용해 산출했다(p12 참고). 동사의 현재 주가는 23F PER 기준 8배로 2022년 2월 상장 이후 PER 밴드 최하단에서 거래 중이다. 필름사업부문의 안정적인 이익 증가를 감안하면 실적 및 주가의 다운사이드는 낮은 반면, 무수염색사, 글리터 시트 등 친환경 신제품 매출 기대치와 주가 업사이드는 시간이 지날수록 높아질 수 있다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34	42	54	92	114
영업이익	5	6	9	19	25
세전계속사업손익	2	7	11	21	27
순이익(지배주주)	1	6	10	17	22
EPS (원)	85	597	866	1,579	2,029
증감률 (%)	-86.6	601.3	45.1	82.2	28.5
PER (x)	n/a	n/a	15.5	8.5	6.6
PBR (x)	n/a	n/a	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA (x)	2.4	3.1	13.7	6.4	4.4
영업이익률 (%)	14.2	14.5	16.2	20.7	22.0
EBITDA 마진 (%)	19.4	18.6	20.2	23.6	24.6
ROE (%)	3.4	17.0	19.9	25.1	25.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요

아셈스는 2003년 설립된 친환경 소재 전문기업이다. 창업자이자 최대주주인 장지상 대표이사는 화학공학을 전공하고, 수성접착제 연구원으로 지내다, 2003년 동아대학교 창업보육센터에서 옴팀이란 이름으로 동사를 설립했다. 2011년 현재의 아셈스로 사명을 변경한 후 친환경적인 접착제 개발을 지속하고 있다.

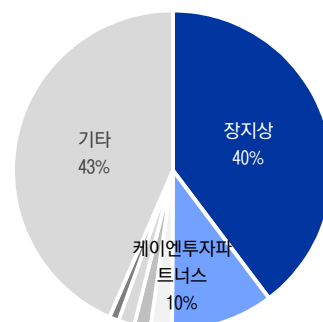
동사 주요 생산품목은 친환경 필름접착제이며, 자동차용 기능성(선루프) 원단과 접착 기능성 코팅사 등 사업분야가 있다. 전방산업별 매출액 비중은 신발 60%, 자동차 20%, 의류 10% 이며, 최근 신제품으로 폐수 발생 없이 염색할 수 있는 무수염색사 기술을 개발 완료하여, 글로벌 패션 기업으로 납품이 기대되는 상황이다.

그림1 주요연혁

시기	주요연혁
2003.06	옴팀 설립
2005.01	나이키 합포공장 등록
2005.07	나이키 필름 접착제 FA-3050 등록
2009.03~07	베트남, 인도네시아 해외법인 설립
2011.01	(주)아셈스로 상호변경
2011.03	중국 법인 설립
2018.12	인도네시아 법인 증설
2022.02	코스닥 상장

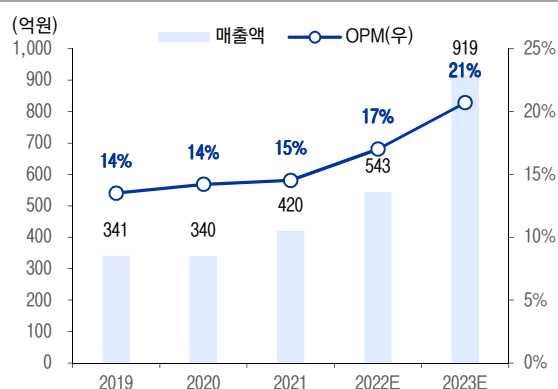
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 주요주주 현황



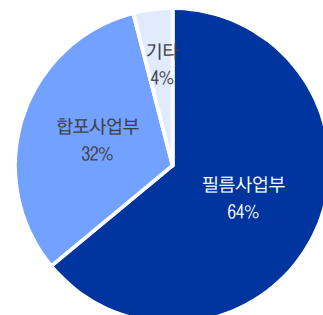
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 매출액과 영업이익률 추이



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 매출액 구분 (2021 기준)



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 패션기업의 ESG 경영

패션기업의 ESG는 컨셔스(Conscious)가 강조되고 있다. 컨셔스는 소재 선택부터 제조까지 지속가능하고 친환경적으로 생산된 의류를 선호하는 것을 말한다. 이에 따라, 글로벌 의류 기업들은 플라스틱을 재활용한 섬유와 원사를 개발하거나, 생산 과정에서 폐수와 오수를 줄이고, 사용된 의류를 다시 재활용하는 업사이클 패션 라인을 확대 중이다.

지난 9/7 나이키는 의류 소재혁신의 '나이키 포워드(NIKE FORWARD)'를 발표했다. 원사는 버려진 플라스틱을 가공한 재생원료로 섬유를 만들었고, 여러 개의 얇은 레이어를 '니들 펀칭' 기술로 연결해 기존 니트플리스 대비 탄소배출량이 75% 감소했다.

이렇듯 나이키는 지속가능경영에서 소재 혁신을 중점에 두고 있다. 2012년 개발하여 업그레이드 중인 니트소재 신발 '플라이니트'는 기존의 압피 제작 방식 대비 폐기물 배출량이 평균 60% 적은 정밀 설계로 제작된 경량 소재로 제작, 한 켤레의 압피를 만들 때 6-7개 플라스틱 물병이 재활용된다.

최근 나이키는 신발 염색원사를 무수염색사로 대체하는 것을 검토 중인 것으로 알려졌는데, 이는 선택 여부의 문제가 아닌 생산 시점의 문제로 보여 진다. 무수염색사는 폐수가 발생하지 않아 나이키의 폐기물, 담수사용 감소 목표와도 일맥상통한다.

표1 나이키의 2025년 지속가능발전 주요 목표

구분	목표 수치	내용
탄소	70% 절감	100% 재생 가능 전기 및 전기차 도입, 운영 시설의 온실가스 배출 절감
	50만톤 감소	친환경 재료 사용을 모든 주 재료의 50%까지 높여 온실가스 배출 감소
폐기물	10% 감소	디자인 및 운영 효율성 개선 통해 제조, 유통, 포장 등 단위당 폐기물 감소
	100% 전환 처리	나이키 공급망에 걸쳐 매립되던 폐기물을 전환 처리, 이 중, 80% 이상은 나이키 제품 및 기타 상품으로 재활용
물	25% 감소	섬유 염색 및 마감 처리에서 KG당 담수 사용을 감소
	130억 리터 절약	나이키의 확장된 면 공급망 내 물부족 생태계 및 지역사회 회복 지원
화학	10개 대체물질	공급망 전체 상위 10개 화학 물질에 대해 청정 화학 대체 물질 도입

자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 나이키의 신소재 어패럴 '나이키 포워드(2022~)'



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 나이키 친환경 스포츠화 '플라이니트(2012~)'



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트 1. 무이형지 매출 고성장에 따른 이익 증가 사이클 진입

아셈스는 핫멜트 필름접착제를 전문적으로 생산하고 있다. 열에 녹아 접착성을 발휘하는 필름접착제는 종이 폐기물이 발생하지 않고, 유독성 솔벤트(용제)를 사용하지 않아 친환경적이다. 주로 글로벌 스포츠 브랜드의 신발 인솔 등에 사용된다.

동사는 2005년 나이키 밴더 최초로 핫멜트 접착필름 및 합포 임가공 업체로 등록되었으며, 고객사 확대와 필름접착제 시장내 무이형지 접착필름 침투율 상승으로 필름사업 부문 매출 고성장을 보여주고 있다.

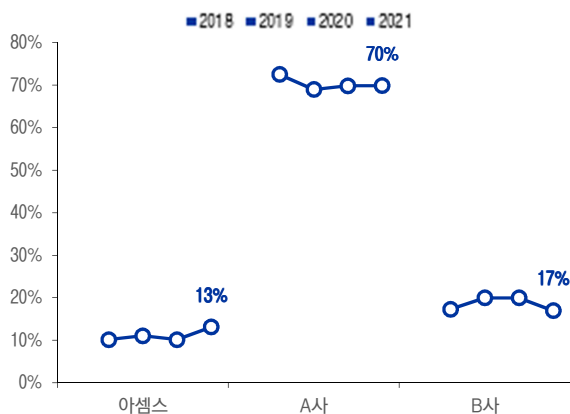
무이형지는 제품에 수반되는 종이(이형지)가 없어서, 미터당 단가는 낮고 마진이 높다. 무게가 낮아 운송에도 용이하다. 특히, 동사는 무이형지 접착필름을 나이키와 아디다스에 독점 공급하고 있어 단가 하락 압력에서 상대적으로 자유로운 상황이기 때문에 높은 마진은 지속될 가능성이 높다.

표2 핫멜트 필름과 기존 접착제 비교

	아셈스 핫멜트 필름	기존 접착제
제품사진		
형태	필름 타입	수성 또는 고체형
장단점	무취, 높은 지속력, 친환경	악취, 낮은 지속력, 독성 솔벤트 사용

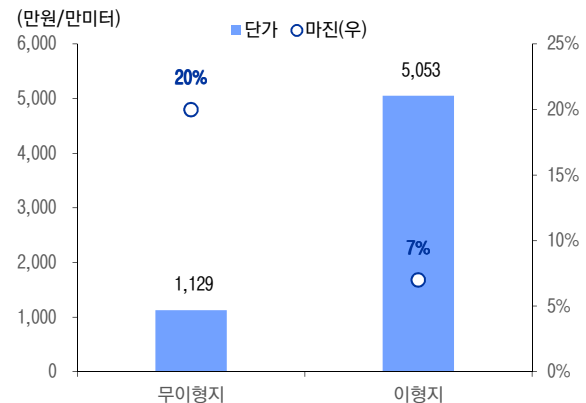
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 국내 필름접착제 시장 주요 플레이어와 시장점유율 추이



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 아셈스 무이형지와 이형지 단가 및 마진 비교



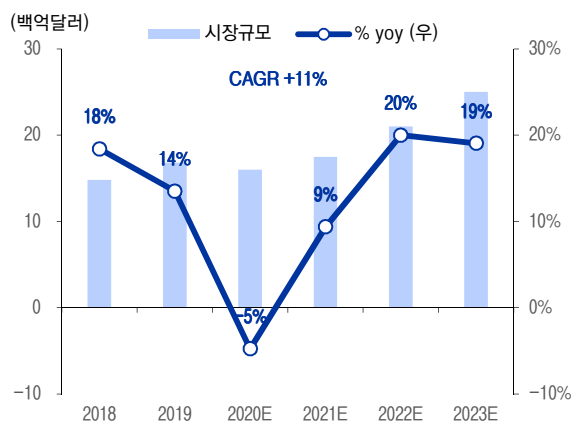
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

신발은 동사 매출비중 약 60%를 차지하는 전방산업이며, 글로벌 스포츠화 시장규모는 2018~2023년까지 CAGR +11% 성장이 전망된다. 동사 필름사업부 매출액은 무이형지 접착필름의 침투율 상승, 신규고객사 확보에 기반하여 전방산업 성장율을 크게 상회하는 매출액 성장이 가능할 전망이다.

동사의 필름사업부문 예상 매출액은 22F 383억원(+43% yoy) → 23F 448억원(+17% yoy)이다. 이형지 예상 매출액은 22F 202억원(+39% yoy) → 23F 222억원(+10% yoy)이며, 무이형지 예상 매출액은 22F 180억원(+49% yoy) → 23F 225억원(+26% yoy)이다. 마진이 높은 무이형지 매출비중 상승에 따라 필름사업부문 영업이익률은 22F 15% → 23F 16%로 개선될 것으로 예상된다.

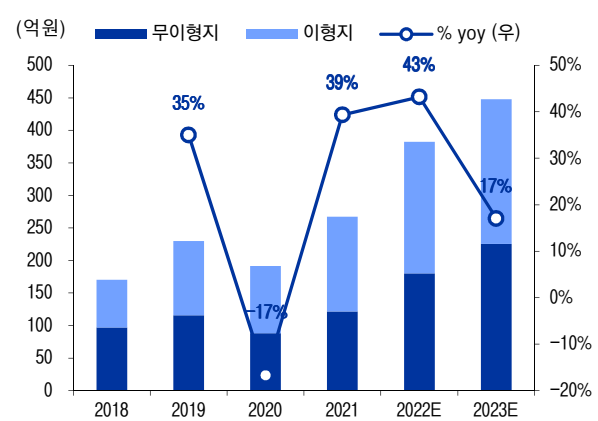
동사 필름사업부 생산능력은 2021년 400억에서 2022년 500억으로 +25% yoy 확대된다. 당사 추정 동사의 국내 필름접착제 시장점유율은 13%(+3%p yoy)이고, 증설과 접착필름 시장 내 무이형지 침투율 상승으로 동사의 시장점유율은 추가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

그림5 글로벌 스포츠화 시장규모



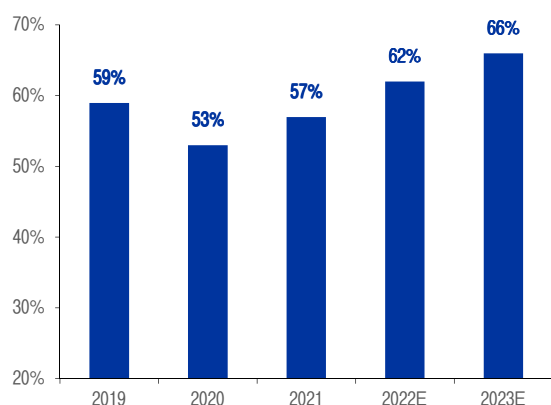
자료: Feng Tay, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 아셈스 필름사업부 매출액 추이 및 전망



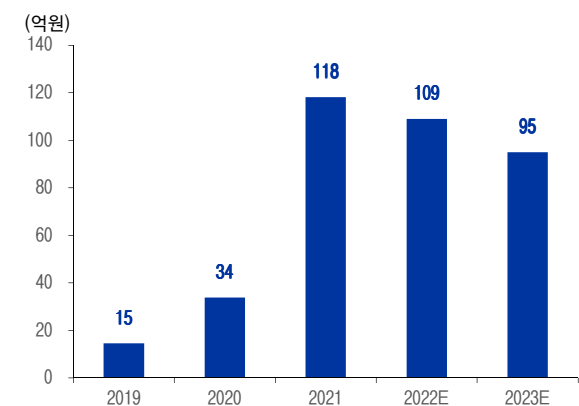
자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 아셈스 신발항 매출액 비중 추정 및 예상



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 아셈스 CAPEX 추이 및 전망



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트 2. 무수염색 상용화로 매출 레벨업 예상

나이키는 매분기 실적발표 프리젠테이션 커버페이지를 주요 모델로 장식하는데, 지난 6월 4Q22 실적발표에는 '플라이니트 ZoomX'가 커버 모델로 실렸다. 플라이니트는 2012년 나이키가 출시한 니트소재 운동화 라인으로, 니트 기술로 갑피를 제작하여 양말을 신었을 때처럼 우수한 유연성과 통기성, 지지력을 겸비한 특징이 있다.

2012년 니트 어퍼(upper) 기술을 최초 개발한 나이키는 플라이니트 신발 생산량을 2025년까지 2022년의 2배로 확대할 계획을 발표했다. 나이키 외에도 아디다스(프라임니트), 푸마, 아식스, 스케처스 등 주요 글로벌 스포츠 및 아웃도어 브랜드들도 유사한 니트 소재 운동화 라인을 보유하고 있으며, 글로벌 니트신발 시장규모는 2020년 34억 달러 규모에서 2025년 44억달러로 CAGR +6% 성장할 것으로 전망된다.

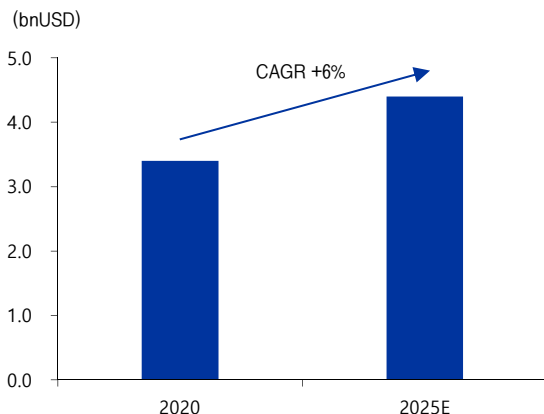
나이키는 플라이니트를 기능적인 강점 외에도 친환경적이라고 강조한다. 플라이니트는 기존 갑피 제작 방식 대비 폐기물 배출량이 60% 적다. 4Q22 표지를 장식한 '나이키 줍 페가수스 터보 넥스트 네이처'는 신발 중량 기준 50%가 리사이클 재료로 제작되는 등 플라이니트는 나이키의 R&D 기술과 ESG가 집약된 운동화라고 할 수 있다.

표3 주요 스포츠브랜드의 니트 운동화 라인

	나이키	아디다스
니트운동화란?	폴리에스테르 직물을 니트 스웨터나 양말처럼 짜서 만드는 운동화	
특징	160g~250g의 가벼운 무게, 높은 통기성, 우수한 유연성, 편안한 착화감, 친환경	
명칭	플라이니트(Flyknit)	프라임니트(Primeknit)
출시	1H12	2H12
가격	USD 130 ~	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 글로벌 플라이니트 시장규모 전망



자료: Maximize Market Research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 나이키 줍 페가수스 터보 넥스트 네이처



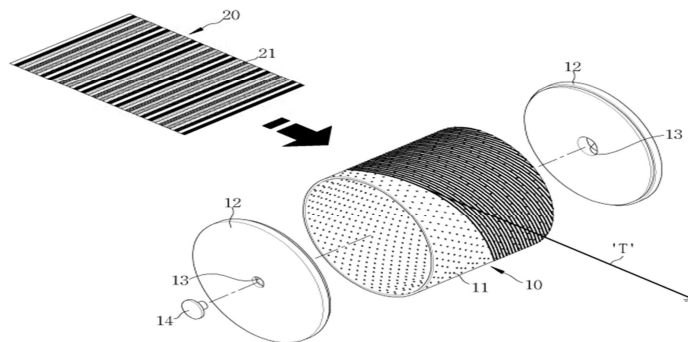
자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

아셈스는 폐수가 없는 무수염색사(waterless dyeing yarn) 기술을 개발 완료했다. 무수염색은 진공 감압을 통해 물 없이 염사를 만드는 기술이다. 기존 유수염색 방식 대비 제조단가는 높지만 폐수가 발생하지 않는다는 친환경적 특징을 가지고 있다. 동사는 무수염색사를 친환경 소재 혁신에 중점을 두고 있는 글로벌 패션기업에 납품 준비 중이며, 상용화 될 경우 새로운 성장동력이 될 전망이다.

아셈스 진공 감압 무수염색은 PET 소재에 멀티컬러를 발현하면서 물 사용 및 염색 폐수 발생이 없는 친환경 기술이다. 이와 같은 방식은 컬러 구현에 제한이 없고, 생산비 또한 기존 방식과 차이가 없어 기존 염색방식 대비 경제적이고 효율적이다.

기술의 주요 내용은, 복수의 미세구멍이 형성되어 있는 드럼에 원사를 감고, 그 위에 염색할 색상의 염료가 도포된 캐리어 필름을 덮은 다음, 진공챔버 내부에서 고온의 열을 가함과 동시에 드럼 내부에 진공압을 가하여 캐리어필름에 도포되어 있던 염료를 원사에 전이시켜 염색할 수 있는 진공 전이를 이용하는 것이다. 관련 사업 특허로는 출원일로부터 20년간 독점권을 가지는 국내특허 등록 10건, 출원 11건을 보유하고 있으며, 해외 개별국으로 베트남 출원 1건(20년간 독점), 해외 PCT 출원 6건을 완료하여 기간 내에 개별국 진입이 가능한 권리를 가지고 있다.

그림11 아셈스의 진공 감압 방식을 이용한 무수염색 특허



자료: 특허청, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 신규사업관련 국내외 주요 특허 현황

국가	국문명칭	출원번호	출원일	현재상태
국내	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	10-2019-0145792	2019.11.14	출원완료
국내	원사의 무수 염색용 전사시트 제조방법	10-2020-0111745	2020.09.02	등록
국내	진공 전이 방식으로 무수염색된 원사를 사용한 원단	10-2020-0129468	2020.10.07	출원완료
국내	진공 전이 방식으로 무수 염색된 다색 원사	10-2021-0038435	2021.03.29	출원완료
베트남	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	1-2022-03858	2020.11.12	출원완료
PCT	진공 전이를 이용한 무수원사 염색장치 및 방법, 그 염색 방법에 의하여 제조된 원사	PCT/KR2020/015868	2020.11.12	출원완료

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 2023년까지 약 80억원을 투자해 200억원 규모의 무수염색 생산능력을 갖출 계획이다. 족당 단가를 1천원으로 가정하면, 연간 2천만족을 생산할 수 있는 규모다. 나이키 플라이니트는 정확한 연간 판매량이 공개되고 있지 않지만, 연간 2억족을 웃도는 것으로 추정된다.

2023년 나이키 플라이니트의 무수염색사 침투율을 10%로 가정하면 동사 무수염색사 매출액은 약 200억원이 가능하다. 나이키의 목표대로 2025년 생산량이 2022년의 두 배로 증가하고, 동시에 침투율 확대가 진행된다면 이에 따른 매출액 업사이드는 매우 클 것으로 예상된다.

표5 나이키 플라이니트 판매량과 무수염색사의 침투율에 따른 매출액 가정

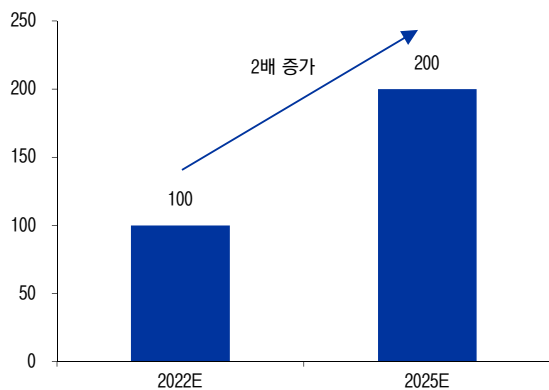
예상 매출액 (억원)		나이키 플라이니트 판매량 (억 족)				
		2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
침투율	10%	200	250	300	350	400
	15%	300	375	450	525	600
	20%	400	500	600	700	800
	25%	500	625	750	875	1,000
	30%	600	750	900	1,050	1,200

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주석: 무수염색사 족당 단가는 1천원으로 가정

그림12 나이키 플라이니트 생산 목표

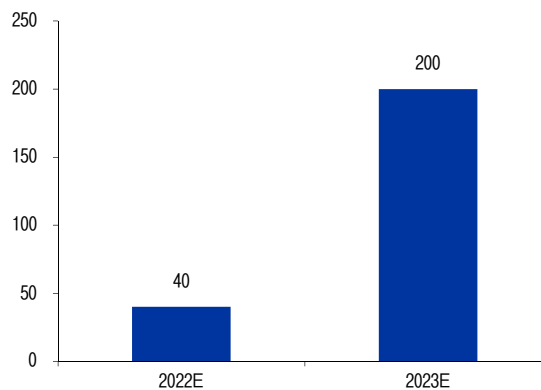
(2022=100)



자료: Nike, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 아셈스 무수염색 생산능력 가정

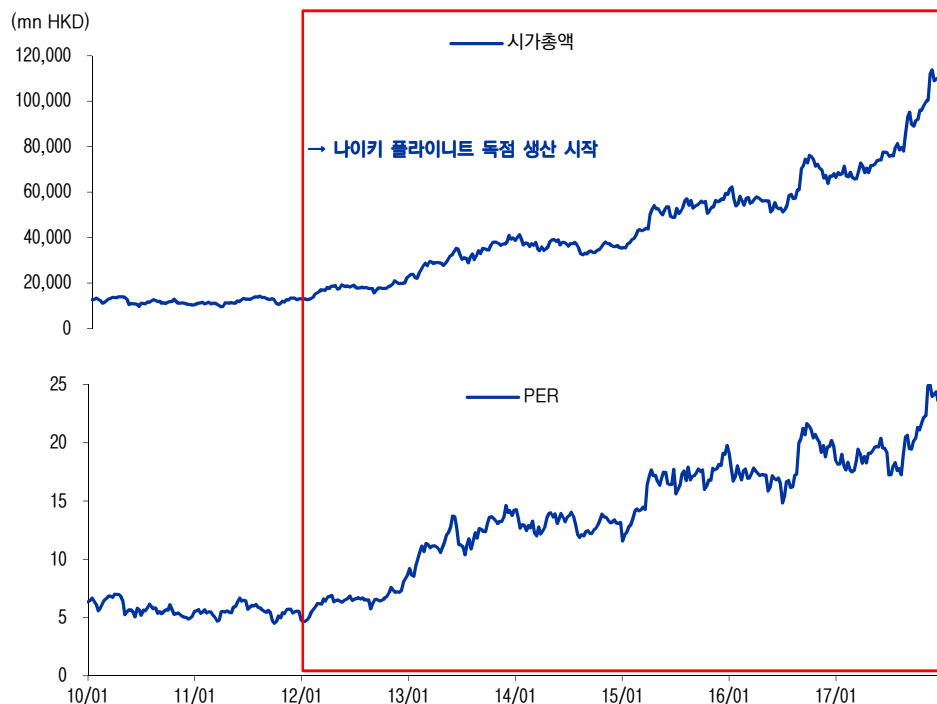
(억원)



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

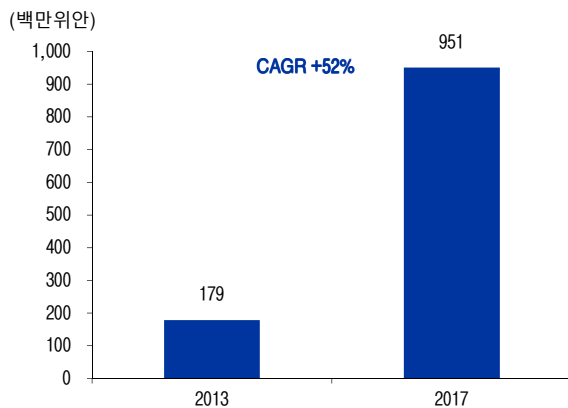
선저우국제(2313 HK)는 나이키 플라이니트 최초 출시 시기인 2012년 플라이니트를 독점 생산했다. 언론보도에 따르면 선저우국제 초기 5개연도 플라이니트 관련 매출액은 2013년 1.79억위안(약 360억원)에서 2017년 9.51억위안(약 1,900억원)으로 CAGR +52% 증가한 것으로 파악되며, 나이키향 매출액 비중은 플라이니트 생산 전 19%에서 2017년 30%까지 확대됐다. 동사의 PER은 플라이니트 생산 전(2010~2012년 평균) 6배에서 플라이니트 생산 후(2013~2017년 평균) 16배로 리레이팅 되었으며, 이는 플라이니트라는 새로운 소재의 성장성과 나이키라는 글로벌 브랜드 매출비중 상승 영향으로 보여 진다.

그림14 선저우국제 시가총액 및 PER 추이



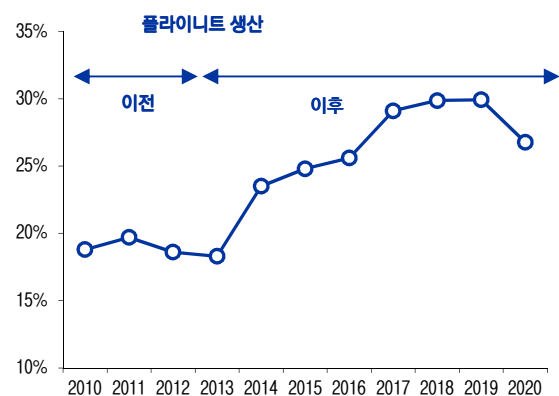
자료: Bloomberg, 선저우국제, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 선저우국제 플라이니트 초기 5개연도 추정 매출액



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 선저우국제 나이키향 매출액 비중 추이



자료: 선저우국제, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트 3. 글리터 시트 공급 및 증설 예상

크리컷(CRCT.US)은 커스텀 카드, 의류, 일상 용품 등을 디자인하고 커스텀 할 수 있는 가정용 커팅 머신 제조업체다. 2021년 3월 뉴욕증시에 상장했으며, 2021년 매출액 13억달러, 시가총액 18억달러, 활성유저 370만명을 보유하고 있다.

동사는 국내 글리터 시트 제조업체에 핫멜트 필름을 납품하고 있다. 글리터 시트는 열을 이용해 의류 등과 부자재 장식을 접착시키는 역할을 한다. 동사는 점착제 관련 모든 과정에 대한 컨트롤이 가능하여 향후에는 크리컷에 직접 글리터 시트를 공급한다는 계획이다. 2021년 기준 크리컷의 소모품 부자재 매출액은 4.4억달러(+23% yoy)이다.

동사는 올해말 기준 기존 40억 수준의 글리터 시트 생산능력을 100억원 수준으로 확대할 예정이다. 라인 구축 이후 생산되는 제품은 검증을 통해 복미 판매를 계획하고 있다. 품질은 이미 동사가 핫멜트 필름 공급 이력을 보유하고 있어, Qualification이 통과되면 계약 진행이 가능할 것으로 예상된다.

그림17 크리컷 메이커와 글리터 시트



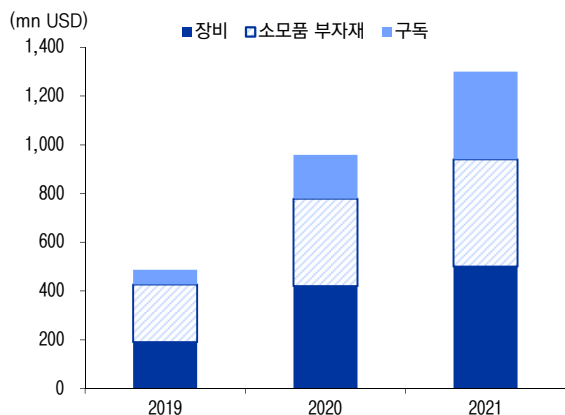
자료: Cricut, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 크리컷 메이커를 이용해 만드는 다양한 홈크래프트



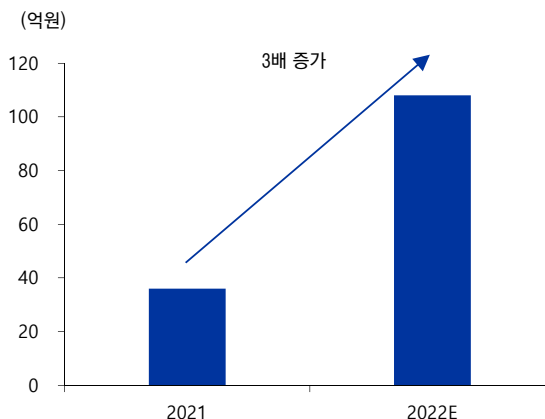
자료: Cricut, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 크리컷 매출구성



자료: Cricut, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 아셈스 글리터 시트 생산능력 가정



자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

2022년 예상 매출액은 543억원(+29% yoy), 영업이익 88억원(+44% yoy), 영업이익률 16%(+1%p yoy) 이다. 2023년 예상 매출액은 919억원(+69% yoy), 영업이익 190억원(+115% yoy), 영업이익률 21%(+4%p yoy) 이다. 필름사업부문은 고마진인 무이형지 매출 고성장에 따른 이익 증가 영향이 클 것으로 예상되고, 신사업부문에서는 무수염색과 글리터시트 매출이 본격화되면서 전사 실적을 레벨업 시킬 것으로 예상된다.

2023년 예상 매출에는 무수염색 200억원, 글리터 시트 100억원을 반영했다. 2023년 나이키 플라이니트의 무수염색사 침투율을 10%로 가정하면 동사 무수염색사 매출액은 약 200억원이 가능하다. 나이키의 목표대로 2025년 생산량이 2022년의 두배로 증가하고, 동시에 침투율 확대가 진행되면 이에 따른 매출액 업사이드는 매우 크다고 판단한다. 글리터 시트는 본격적인 공급을 앞두고 생산능력을 108억원(+200%)으로 확대하는 증설을 진행 중이다.

표6 아셈스 실적전망 테이블

(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	98	103	102	118	132	132	138	141	341	340	420	543	919
% yoy					34%	29%	36%	20%	26%	0%	23%	29%	69%
1. 필름사업부					96	95	96	96	230	192	267	383	448
% yoy									35%	-17%	39%	43%	17%
% sales					73%	72%	69%	68%	67%	56%	64%	70%	49%
무이형지					46	44	45	45	116	88	122	180	225
% yoy									19%	-24%	38%	48%	25%
% sales					35%	33%	33%	32%	50%	46.0%	45.5%	47%	50%
이형지					50	51	51	51	114	103	146	202	222
% yoy									56%	-10%	41%	39%	10%
% sales					38%	38%	37%	36%	50%	54%	54%	53%	50%
2. 신사업													300
% sales													33%
무수염색 (나이키)													200
% sales													22%
글리터시트 (크리켓)													100
% sales													11%
매출총이익	30	32	26	36	44	40	42	47	108	104	124	173	312
GPM	30%	31%	25%	31%	34%	30%	30%	33%	32%	30%	30%	32%	34%
판매비와관리비	14	14	16	19	21	22	21	21	62	55	63	82	122
% sales	14%	14%	16%	16%	16%	17%	15%	15%	18%	16%	15%	15%	13%
고정비	6	0	14	7	7	6	8	8	25	24	27	29	33
% sales	6%	0%	14%	6%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	6%	5%	4%
변동비	8	14	2	12	14	13	13	14	37	31	36	53	89
% sales	8%	14%	2%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	9%	8.7%	9.8%	9.7%
영업이익	16	18	10	18	24	18	21	26	46	48	61	88	190
OPM	16%	17%	10%	15%	18%	13%	15%	18%	14%	14%	15%	16%	20%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션

아셈스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS에 Target PER 13배를 적용해 산출했다. Target PER은 나이키 향 플라이니트 독점 공급으로 리레이팅 된 선저우국제(2313 HK)의 2013~2017년 PER 평균 16배를 20% 할인 적용했다. 2023년에는 무수염색사, 글리터 시트 등 친환경 신제품의 매출이 본격화되면서 동사의 적정 PER 리레이팅 뿐만 아니라 선저우국제 의 플라이니트 독점 공급 시점 대비 할인율도 축소될 것으로 예상된다.

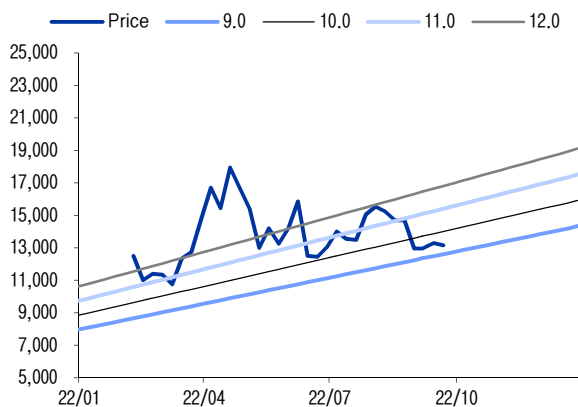
동사의 현재 주가는 23F PER 기준 8배로 2022년 2월 상장 이후 PER 밴드 최하단에서 거래 중이다. 필름사업부문의 안정적인 이익 증가를 감안하면 실적 및 주가의 다운사이드는 낮은 반면, 무수염색사, 글리터 시트 등 친환경 신제품 매출 기대치와 주가 업사이드는 시간이 지날수록 높아질 수 있다고 판단한다.

표7 PER 목표주가 산출

	2019	2020	2021	2022E	2023E
EPS (원)	636	85	597	848	1,579
발행주식수 (천주)					11,019
타겟 PER (배)					13
적정 시가총액 (억원)					2,332
현재주가 (원)					13,400
목표주가 (원)					21,000
상승여력					56.7%

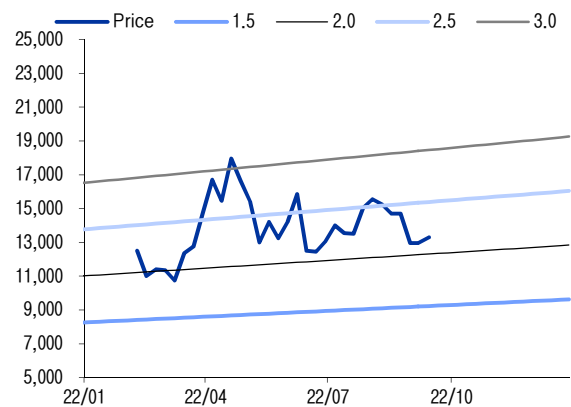
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 아셈스 12M FWD PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 아셈스 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

아셈스 (136410)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	27	31	49	60	77
현금 및 현금성자산	6	5	17	28	45
매출채권 및 기타채권	8	10	8	8	8
재고자산	13	15	13	13	12
기타유동자산	0	1	11	11	12
비유동자산	31	44	54	60	67
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	29	42	52	59	65
무형자산	1	1	1	1	0
자산총계	58	76	103	120	143
유동부채	20	21	23	24	24
매입채무 및 기타채무	5	6	6	6	7
단기금융부채	15	15	16	16	16
기타유동부채	0	1	1	2	2
비유동부채	9	17	17	17	17
장기금융부채	7	15	14	14	14
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	29	39	40	40	41
지배주주지분	28	35	61	78	100
자본금	4	4	6	6	6
자본잉여금	6	7	21	21	21
이익잉여금	13	19	28	45	68
비지배주주지분(연결)	1	2	2	2	2
자본총계	29	37	63	80	102

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	6	4	17	21	26
당기순이익(손실)	1	6	10	17	22
비현금수익비용가감	6	3	3	3	3
유형자산감가상각비	2	2	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	3	0	-2	-1	-1
영업활동 자산부채변동	0	-4	6	1	0
매출채권 감소(증가)	-1	-1	4	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-2	2	1	0
매입채무 증가(감소)	1	0	0	0	1
기타자산, 부채변동	0	-1	0	0	0
투자활동 현금	-3	-12	-21	-10	-9
유형자산처분(취득)	-3	-12	-11	-10	-9
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	0	-10	0	0
재무활동 현금	-2	7	16	0	0
차입금의 증가(감소)	-2	7	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	16	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	1	-1	12	11	16
기초현금	5	6	5	17	28
기말현금	6	5	17	28	45

자료: 아셈스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34	42	54	92	114
매출원가	24	30	37	61	74
매출총이익	10	12	17	31	40
판매비 및 관리비	6	6	9	12	15
영업이익	5	6	9	19	25
(EBITDA)	7	8	11	22	28
금융손익	-2	1	1	1	1
이자비용	1	1	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	2	1	1
세전계속사업이익	2	7	11	21	27
계속사업법인세비용	1	1	2	4	5
계속사업이익	1	6	10	17	22
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	6	10	17	22
지배주주	1	5	10	17	22
총포괄이익	1	8	10	17	22
매출총이익률 (%)	30.5	29.5	31.9	34.0	34.9
영업이익률 (%)	14.2	14.5	16.2	20.7	22.0
EBITDA마진률 (%)	19.4	18.6	20.2	23.6	24.6
당기순이익률 (%)	3.1	13.6	17.9	18.9	19.6
ROA (%)	1.3	8.0	10.7	15.6	16.9
ROE (%)	3.4	17.0	19.9	25.1	25.1
ROIC (%)	6.6	9.7	12.0	23.1	28.0

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	15.5	8.5	6.6
P/B	n/a	n/a	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	2.4	3.1	13.7	6.4	4.4
P/CF	n/a	n/a	11.7	7.3	5.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-0.2	23.4	29.3	69.1	23.8
영업이익	4.9	26.3	44.5	115.5	31.3
세전이익	-60.5	296.3	67.0	84.8	28.5
당기순이익	-75.4	441.5	70.3	79.3	28.5
EPS	-86.6	601.3	45.1	82.2	28.5
안정성 (%)					
부채비율	99.6	104.1	64.1	50.5	40.2
유동비율	138.6	145.7	209.8	253.8	317.3
순차입금/자기자본(x)	54.2	64.7	4.2	-11.0	-25.0
영업이익/금융비용(x)	5.6	11.2	-24.0	-25.9	-34.0
총차입금 (십억원)	22	29	30	30	30
순차입금 (십억원)	16	24	3	-9	-26
주당지표(원)					
EPS	85	597	866	1,579	2,029
BPS	3,108	3,941	5,503	7,082	9,110
CFPS	801	995	1,148	1,828	2,307
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)