



# 상아프론테크(089980.KQ)

에너지/스몰캡 한병화

Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

## 하반기 배터리부문 회복과 신사업 주목

### ■ 고객사 재구조정 종료되는 하반기부터 배터리부문 재성장 예상

동사는 배터리용 캡어셈블리 부품을 삼성SDI와 신홍에스이에 납품하고 있다. 배터리부문은 동사의 가장 큰 매출비중을 차지할 정도로 빠른 속도로 성장해왔지만 올 상반기 고성장세가 꺾인 상태이다. 고객사의 부품 재구조정이 있었기 때문이다. 하지만 하반기부터는 주요 완성차업체들향 전기차 배터리수요가 증가하고, ESS도 국내와 국외 모두 설치가 증가할 것으로 예상된다. 따라서 2분기를 저점으로 배터리부문 매출액도 재성장세를 기록할 것으로 예상된다.

### ■ 하반기부터 헤파급 고성능 멤브레인 필터 양산

동사는 연초에 글로벌 필터업체인 알트스롬공효와 멤브레인 필터 계약을 체결했다. 올해 들어 국내의 미세먼지 상황이 악화되면서 공기청정기, 건축물, 발전소 등 다양한 부문에서 필터의 수요가 증가하고 있다. 특히 초미세먼지가 사회문제화되면서 고성능 필터인 멤브레인 필터시장의 확대가 예상된다. 동사도 알트스롬 이외에 다양한 수요자들과 공급에 대해 논의 중인 것으로 파악된다. 멤브레인 필터는 고마진 사업이기 때문에 향후 주요 성장동력으로 자리잡을 것으로 판단된다.

### ■ 다양한 성장동력 확보해 배터리관련주 중 실적 안정성 가장 높아

배터리부문이 부진함에도 불구하고 동사는 상반기에 높은 이익증가를 기록할 것으로 예상된다. 디스플레이 장비인 카세트의 중국향 매출증가가 크기 때문이다. 중국 디스플레이업체들이 OLED와 대형 LCD 라인의 대규모 증설을 지속하고 있어 동사의 카세트 매출이 2021년까지 안정적으로 확보된 상태이다. 상아프론테크의 가장 큰 장점은 불소수지 기반의 슈퍼엔지니어링 플라스틱 원천 제조기술을 바탕으로 다양한 산업군에서 사업을 영위하고 있다는 것이다. 배터리, 디스플레이, 반도체, 의료기기, 멤브레인(필터) 등 기존 사업 이외에도 사업부문이 지속 확정되고 있는 업체이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 27,000원을 유지한다.

## BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 27,000원  
현재주가(6/25) 16,750원

Key Data	(기준일: 2019.06.25)
KOSPI(pt)	2,126
KOSDAQ(pt)	718
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	243
52주 최고/최저(원)	22,450 / 10,150
52주 일간 Beta	1.62
발행주식수(천주)	14,731
평균거래량(3M,천주)	255
평균거래대금(3M,백만원)	4,596
배당수익률(19F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	3.4
주요주주 지분율(%)	
이상원의 12인	45.1

### Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.9	-24.3	26.0	17.0
KOSPI 대비상대수익률	-4.9	-20.8	18.8	30.6

### Company vs KOSPI composite

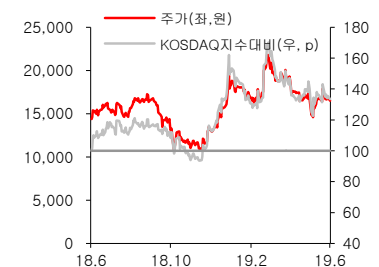


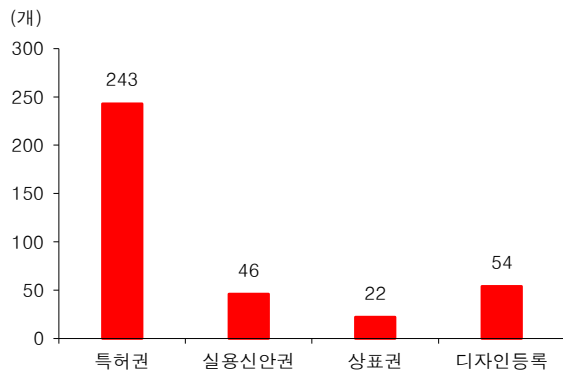


도표 57 실적 추이 및 전망 (연간)

(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>156.3</b>	<b>153.2</b>	<b>182.1</b>	<b>206.0</b>	<b>236.4</b>	<b>276.6</b>	<b>315.7</b>
%YoY	8.7%	-2.0%	18.8%	13.1%	14.8%	17.0%	14.1%
LCD cassette	35.0	20.2	28.3	45.5	37.0	28.0	19.0
PTFE sheet	5.1	5.1	4.5	5.4	5.5	5.3	5.5
PCB 소재	8.8	7.8	7.8	8.0	8.3	8.0	7.9
OA	22.1	22.5	22.6	24.0	24.2	24.4	24.7
반도체 소재/장비	17.8	16.5	16.0	15.5	16.1	16.5	16.7
기타부품	36.9	37.5	37.8	38.5	40.0	40.1	40.3
<b>배터리부품</b>	<b>28.1</b>	<b>38.6</b>	<b>58.3</b>	<b>57.8</b>	<b>84.5</b>	<b>119.2</b>	<b>152.0</b>
의료기기	2.5	2.7	4.0	5.8	6.5	7.5	8.6
<b>멤브레인/특수소재</b>	<b>-</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>5.5</b>	<b>14.3</b>	<b>27.6</b>	<b>41.0</b>
매출원가	122.9	119.9	142.8	157.8	180.6	209.7	238.0
매출원가율	78.6%	78.0%	78.4%	76.6%	76.4%	75.8%	75.4%
판관비	24.3	22.6	25.2	29.4	32.8	37.0	40.8
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>10.8</b>	<b>14.1</b>	<b>18.8</b>	<b>23.0</b>	<b>29.9</b>	<b>36.9</b>
영업이익률(%)	5.8%	7.0%	7.8%	9.1%	9.7%	10.8%	11.7%
<b>%YoY</b>	<b>-9.7%</b>	<b>18.7%</b>	<b>31.0%</b>	<b>33.0%</b>	<b>22.3%</b>	<b>30.2%</b>	<b>23.1%</b>
영업외손익	(0.1)	(1.3)	1.5	(1.0)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
세전이익	9.0	9.5	15.7	17.8	22.1	28.8	35.6
법인세비용	3.5	2.0	3.6	3.7	4.9	6.3	7.8
<b>당기순이익</b>	<b>5.5</b>	<b>7.5</b>	<b>12.1</b>	<b>14.1</b>	<b>17.2</b>	<b>22.5</b>	<b>27.7</b>

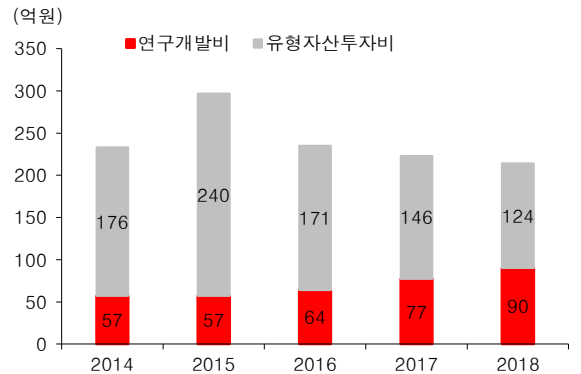
자료: 유진투자증권

도표 58 지적재산권 보유현황



자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 59 연구개발비 투자 추이



자료: 상아프론테크, 유진투자증권



도표 60 상아프론테크 주요 특허출원 현황

출원번호	발명의명칭	상태	출원일자	등록번호
1020170092193	연료전지 전해질막 및 이의 제조방법	등록	2017.07.20	1018608730000
1020170089547	연료전지 전해질막용 고연신 다공성 지지체 및 이의 제조방법	등록	2017.07.14	1018608560000
1020170089825	웨이퍼 지지체 및 이를 구비한 웨이퍼 보관 용기	공개	2017.07.14	
1020080111872	서랍장에 구비되는 구름휠의 조립체	등록	2008.11.11	1010156270000
1020130111283	리본 타입 자성시트 크래킹 롤, 및 이를 포함하는 크래킹 장치	등록	2013.09.16	1014991450000
1020000026992	불소수지가 코팅된 유리섬유의 제조방법	등록	2000.05.19	1003728830000
1020150119058	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.08.24	1015969410000
1020150185395	2차 전지 다공성 분리막용 부직포, 이를 이용한 2차 전지용 다공성 분리막 및 이의 제조방법	등록	2015.12.23	1016567600000
1020150163041	폴리비닐리덴플루오르 고분자 압전필름 및 이의 제조방법	등록	2015.11.20	1016681040000
1020150034630	2차 전지용 수용성 바인더, 이의 제조방법, 이를 이용한 2차 전지용 전극활물질 코팅제 및 2차 전지용 전극	등록	2015.03.12	1015785450000
1020160062947	SLS-3D 프린터용 PI 분말 및 이의 제조방법	공개	2016.05.23	
1020150047231	차량의 워셔펌프용 멤브레인 필터	등록	2015.04.03	1015631660000
1020130111270	초박형 및 고투자율의 WPC 및 NFC 겸용 하이브리드 자성시트 및 그 제조방법	등록	2013.09.16	1015130520000
1020130028994	리본 타입 자성시트	등록	2013.03.19	1013314060000
1020170079124	면상발열필름 및 이의 제조방법	등록	2017.06.22	1019310840000
1020060050249	고온용 일렉트렛, 그의 제조방법 및 이를 구비하는마이크로폰	등록	2006.06.05	1007891290000
1020150070670	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.05.20	1015726630000
1020150177324	2차 전지 바인더용 수용성 폴리이미드 전구체, 이의 조성물, 이를 제조하는 방법 및 이를 포함하는 2차 전지용 수용성 바인더	등록	2015.12.11	1016570810000
1020150177331	2차 전지 바인더용 수용성 폴리이미드 전구체, 이의 조성물, 이를 제조하는 방법 및 이를 포함하는 2차 전지용 수용성 바인더	등록	2015.12.11	1016570840000
1020150070671	주사기	등록	2015.05.20	1018306390000
1020150018065	배액 용기	등록	2015.02.05	1015560870000
1020150165057	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.11.24	1016327140000
1020150082899	카테터 고정장치	등록	2015.06.11	1016222450000
1020110011934	발열 정착 롤러	등록	2011.02.10	1010382160000
1020110011935	발열 정착 벨트	등록	2011.02.10	1010382170000
1020100071297	의료용 CD 카세트	등록	2010.07.23	1010573950000
1020080108366	반도체 패키지를 수지로 몰딩하는데 이용되는 이형필름을 제조하는 방법 및 이 방법에 의해 만들어진 이형필름	등록	2008.11.03	1010499340000
1020060087165	섬유강화 열경화성 수지의 가변 단면 제품 제조방법 및 그장치	등록	2006.09.11	1006976310000
1020060050251	고온용 일렉트렛, 그의 용착방법 및 이를 구비하는마이크로폰	등록	2006.06.05	1007743030000
1020170056201	SLS-3D 프린터용 PI 복합분말 및 이의 제조방법	등록	2017.05.02	1017955270000
1020160178335	안전 필터 주사기	등록	2016.12.23	1017977420000
1020160078752	안전 주사기	등록	2016.06.23	1016925430000
1020160035483	2차 전지 음극용 코팅제, 이를 이용한 2차 전지용 음극 및 이의 제조방법	등록	2016.03.24	1016837230000
1020170061228	의료용 흡인기 시스템	등록	2017.05.17	1017726680000
1020160178347	필터 주사기	등록	2016.12.23	1017954450000
1020160035475	2차 전지 음극 코팅제용 바인더 조성물, 이를 이용한 2차 전지 음극 코팅제용 바인더 및 이의 제조방법	등록	2016.03.24	1016837370000

자료: 상아프론테크, 유진투자증권



도표 61 상아프론테크의 ePTFE 멤브레인(고어텍스 멤브레인) 부문별 개발 현황

제품종류	아웃도어	반도체용 수처리 필터	자동차용 벤팅 및 모터용 필터
			
상아프론테크 개발단계	개발완료 후 납품업체 협의 중	개발완료 후 납품업체 협의 중	개발완료 제품 납품
납품처	국내 아웃도어 의류업체들	국내 반도체 CMP 슬러리 업체	국내 자동차 벤더
제품종류	의료기기	전자기기 소재(방수, 차폐)	
			
상아프론테크 개발단계	미개발	개발 중	
납품처	의료기기 업체	국내, 중국 IT 디바이스 업체	

자료: 고어, 상아프론테크, 유진투자증권(일부 제품은 고어사의 이미지를 사용)



## 상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>자산총계</b>	<b>202.0</b>	<b>219.9</b>	<b>239.1</b>	<b>249.1</b>	<b>268.0</b>
유동자산	90.6	105.2	124.8	131.8	146.1
현금성자산	16.3	43.2	45.9	52.8	36.9
매출채권	42.8	39.0	44.7	46.3	64.7
재고자산	20.5	20.3	31.4	29.8	41.6
비유동자산	111.3	114.7	114.3	117.3	121.9
투자자산	7.4	8.0	8.0	8.3	8.6
유형자산	102.4	105.2	104.8	107.6	111.8
기타	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
<b>부채총계</b>	<b>103.6</b>	<b>110.4</b>	<b>119.8</b>	<b>118.1</b>	<b>122.1</b>
유동부채	77.9	81.1	114.4	112.5	116.3
매입채무	18.4	22.7	23.9	22.0	30.8
유동성외부채	56.2	53.2	86.8	86.8	81.8
기타	3.2	5.2	3.7	3.7	3.8
비유동부채	25.7	29.3	5.4	5.6	5.7
비유동기타부채	21.5	26.3	0.6	0.6	0.6
기타	4.2	3.0	4.9	5.0	5.2
<b>자본총계</b>	<b>98.4</b>	<b>109.5</b>	<b>119.2</b>	<b>131.0</b>	<b>146.0</b>
지배지분	98.4	109.5	119.2	131.0	146.0
자본금	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	24.4	29.5	29.5	29.5	29.5
이익잉여금	68.2	74.2	83.8	95.6	110.5
기타	(0.9)	(1.4)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>98.4</b>	<b>109.5</b>	<b>119.2</b>	<b>131.0</b>	<b>146.0</b>
총차입금	77.8	79.5	87.3	87.3	82.3
순차입금	61.5	36.3	41.5	34.5	45.4

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.5</b>	<b>23.1</b>	<b>3.5</b>	<b>21.7</b>	<b>5.6</b>
당기순이익	9.0	9.5	12.1	14.1	17.2
자산상각비	7.8	8.6	9.1	9.4	9.7
기타비현금성손익	(1.6)	0.1	0.6	0.2	0.2
운전자본증감	(15.4)	2.4	(22.2)	(2.0)	(21.5)
매출채권감소(증가)	(14.1)	3.2	(3.8)	(1.6)	(18.4)
재고자산감소(증가)	0.7	(1.2)	(11.5)	1.6	(11.9)
매입채무증가(감소)	1.0	2.6	(4.7)	(1.9)	8.8
기타	(3.0)	(2.1)	(2.1)	0.0	0.0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(18.2)</b>	<b>(16.7)</b>	<b>(12.6)</b>	<b>(13.6)</b>	<b>(15.4)</b>
단기투자자산감소	1.0	1.9	0.7	(1.2)	(1.2)
장기투자증권감소	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(17.1)	(14.6)	(10.7)	(12.1)	(13.9)
유형자산처분	1.0	1.0	3.1	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>13.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.6</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(7.3)</b>
차입금증가	15.4	3.9	10.6	0.0	(5.0)
자본증가	0.3	3.6	(2.0)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	1.8	1.8	2.0	2.3	2.3
<b>현금 증감</b>	<b>(3.9)</b>	<b>11.7</b>	<b>(2.3)</b>	<b>5.8</b>	<b>(17.2)</b>
기초현금	11.7	7.8	19.6	17.2	23.0
기말현금	7.8	19.6	17.2	23.0	5.8
Gross cash flow	21.3	23.3	24.6	23.6	27.1
Gross investment	34.5	16.2	35.5	14.4	35.7
<b>Free cash flow</b>	<b>(13.2)</b>	<b>7.1</b>	<b>(10.9)</b>	<b>9.2</b>	<b>(8.7)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>156.3</b>	<b>153.2</b>	<b>182.1</b>	<b>206.0</b>	<b>236.4</b>
증가율(%)	8.7	(2.0)	18.8	13.1	14.8
매출원가	122.9	119.9	142.8	157.8	180.6
매출총이익	33.4	33.4	39.3	48.2	55.8
판매 및 일반관리비	24.3	22.6	25.2	29.4	32.8
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>10.8</b>	<b>14.1</b>	<b>18.8</b>	<b>23.0</b>
증가율(%)	(9.6)	18.7	31.0	33.0	22.3
<b>EBITDA</b>	<b>16.9</b>	<b>19.4</b>	<b>23.2</b>	<b>28.2</b>	<b>32.7</b>
증가율(%)	(3.7)	14.6	19.6	21.5	15.8
<b>영업외손익</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>1.5</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.9)</b>
이자수익	0.2	0.5	0.6	0.7	0.8
이자비용	1.5	1.9	1.9	7.6	7.2
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	0.1	2.8	5.9	5.5
<b>세전순이익</b>	<b>9.0</b>	<b>9.5</b>	<b>15.7</b>	<b>17.8</b>	<b>22.1</b>
증가율(%)	(11.5)	5.1	65.3	13.7	24.1
법인세비용	3.5	2.0	3.6	3.7	4.9
<b>당기순이익</b>	<b>5.5</b>	<b>7.5</b>	<b>12.1</b>	<b>14.1</b>	<b>17.2</b>
증가율(%)	(30.4)	36.6	61.6	16.6	22.5
지배주주지분	5.5	7.5	12.1	14.1	17.2
증가율(%)	(30.4)	36.6	61.6	16.6	22.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS</b>	<b>415</b>	<b>546</b>	<b>846</b>	<b>986</b>	<b>1,208</b>
증가율(%)	(33.5)	31.5	54.8	16.6	22.5
수정EPS	415	546	846	986	1,208
증가율(%)	(33.5)	31.5	54.8	16.6	22.5

### 주요투자지표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	415	546	846	986	1,208
BPS	7,398	7,676	8,358	9,186	10,234
DPS	140	140	160	160	160
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	21.7	26.2	15.6	17.0	13.9
PBR	1.2	1.9	1.6	1.8	1.6
EV/ EBITDA	10.7	12.4	9.9	10.0	8.9
배당수익률	1.6	1.0	1.2	1.0	1.0
PCR	5.6	8.4	7.7	10.1	8.8
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	5.8	7.0	7.8	9.1	9.7
EBITDA이익율	10.8	12.7	12.8	13.7	13.8
순이익율	3.5	4.9	6.6	6.8	7.3
ROE	5.7	7.2	10.5	11.2	12.4
ROIC	3.7	5.6	7.1	9.1	10.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	62.5	33.1	34.8	26.3	31.1
유동비율	116.4	129.8	109.0	117.1	125.6
이자보상배율	5.9	5.6	7.3	2.5	3.2
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	4.0	3.7	4.4	4.5	4.3
재고자산회전율	7.5	7.5	7.1	6.7	6.6
매입채무회전율	9.5	7.4	7.8	9.0	9.0