상아프론테크(089980.KQ)





스몰캡/에너지 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	22,000원
현재주가(01/03)	13,400원

Key Data	(기준일: 2019.01.03)
KOSPI(pt)	1,994
KOSDAQ(pt)	657
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	191
52주 최고/최저(원)	19,500 / 10,150
52주 일간 Beta	2.15
발행주식수(천주)	14,264
평균거래량(3M,천주)	147
평균거래대금(3M,백만원)	1,845
배당수익률(18F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	1.6
주요주주 지분율(%)	
이상원 외 6인	46.4
국민연금	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	-16.3	-13.3	-6.0
KOSPI 대비상대수익률	21.9	1.1	4.2	14.1

Financial Data

결산기(12 월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	153.2	182.1	213.5
영업이익(십억원)	10.8	13.7	18.6
세전계속사업손익(십억원)	9.5	13.6	17.6
당기순이익(십억원)	7.5	10.7	13.9
EPS(원)	546	752	977
증감률(%)	31.5	37.6	29.9
PER(배)	26.2	17.8	13.7
ROE(%)	7.2	9.4	11.2
PBR(배)	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	12.4	10.7	8.0

자료: 유진투자증권

글로벌 멤브레인 시장에 진출

▪ 해외 필터업체와 멤브레인 필터 공급계약

상아프론테크는 전일 글로벌 필터업체 중 하나인 알스트롬-뭉커와 멤브레인 필터를 3년간 공급하는 계약을 체결했다. 멤브레인 필터는 동사가 2년전 개발에 성공한 ePTFE멤브레인을 부직포에 라미네이팅해서 제조한다. 과거 필터시장은 대부분 부직포가 주력 소재로 사용되었으나 환경기준이 강화되고 적용되는 장비의 효율이 높아지면서 고효율의 멤브레인이 추가된 제품들의 수요가 늘고 있다. 알스트롬-뭉커는 유럽의 대표 제지회사에서 출발해 연 매출 2.8조원의 글로벌 필터업체로 성장한 회사이다. 따라서 이번 계약으로 상아프론테크의 멤브레인 필터가 글로벌 시장에 자연스럽게 진입하게 된 것이다. 멤브레인 필터는 발전소의 집진시설과 가스터빈용 필터, 공기청정기용 헤파필터 등 다양한 전방산업에 사용된다.

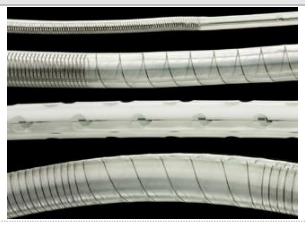
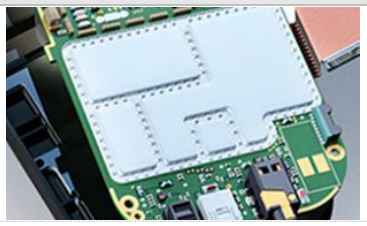
▪ ePTFE멤브레인 글로벌 시장 약 3조원으로 추정, 동사의 성장성 높아질 것

상아프론테크의 멤브레인 관련 매출 아이템은 자동차용 벤트(헤드라이트와 모터의 습기 제거) 부품으로 연간 약 30억원 수준이다. 여기에 알스트롬과의 필터 매출이 추가된다. 보도자료에 따르면 알스트롬은 멤브레인 필터 예상판매량을 71톤(19년)에서 297톤(21년)으로 4배 이상 늘릴 계획이다. 당사는 상아프론테크의 멤브레인 관련 매출이 18년 28억원에서 19년 62억원, 20년 143억원으로 큰 폭 성장할 것으로 추정한다. ePTFE멤브레인의 글로벌 시장은 약 3조원을 상회한다. 따라서 상아프론테크의 멤브레인 관련 성장성은 매우 클 것으로 판단된다. 또한 멤브레인 관련 제품들은 동사의 여타 제품군들과 확연히 차별화될 정도로 고마진 아이템들이기 때문에 향후 동사 전체의 이익률이 멤브레인 비중의 확대로 상승할 것으로 예상된다.

▪ ePTFE멤브레인의 전방산업은 수소연료전지, 바이오로 다양해 투자매력 높아

ePTFE멤브레인은 우리가 흔히 고어텍스 멤브레인으로 알고 있는 소재이다. 불소수지를 이용한 제품 중 제조에 가장 고난도의 기술이 필요한 아이템이다. 불소수지의 특성상 열에 잘 견디고, 미세한 입자들의 통기가 원활하기 때문에 ePTFE멤브레인은 발전설비, 가전제품, 반도체 세정설비, 자동차 등의 다양한 산업에 필터로 사용되고 있다. 또한 수소연료전지, 바이오부문(인공장기, 인공혈관 등)으로 용도가 확장되었다. 글로벌 업체에 납품계약이 확정되면서 상아프론테크의 ePTFE멤브레인의 기술력과 양산능력이 확인되었다. 따라서, 향후 다양한 멤브레인 제품들이 납품되면서 향후 동사의 이익성장을 견인할 것으로 예상된다. 그동안 동사의 성장을 주도한 것은 전기차부품이었으나 멤브레인 사업 성장이 본격화되면서 상대적으로 여타 전기차 관련업체들 대비 더욱 안정적인 이익성장이 돋보일 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 22,000원을 유지한다.

도표 1 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)

도표 2 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	**37.3**	**43.0**	**41.1**	**31.9**	**40.1**	**42.3**	**48.1**	**51.7**	**153.2**	**182.1**	**213.5**
%YoY	-1.8%	-8.1%	12.5%	-9.0%	7.3%	-1.6%	17.1%	62.1%	-2.0%	18.8%	17.2%
LCD cassette	6.0	8.0	4.2	2.0	4.1	4.2	8.5	11.5	20.2	28.3	35.6
PTFE sheet	1.5	1.3	1.3	1.0	1.4	1.2	0.8	1.1	5.1	4.5	5.4
PCB 소재	1.9	2.0	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	2.3	7.8	7.8	8.0
OA	4.9	5.9	5.0	6.7	5.8	5.0	5.6	6.2	22.5	22.6	24.0
반도체 소재/장비	3.6	4.5	5.5	2.9	4.1	3.5	4.6	3.8	16.5	16.0	21.5
기타부품	10.5	11.1	12.0	3.9	9.7	10.2	9.2	8.8	37.5	37.8	38.5
전기차/ESS 등 배터리부품	**8.0**	**8.9**	**9.4**	**12.3**	**11.8**	**14.9**	**15.7**	**15.9**	**38.6**	**58.3**	**68.8**
의료기기	0.6	0.9	1.0	0.2	0.9	0.9	1.1	1.1	2.7	4.0	5.5
멤브레인/특수소재	**0.3**	**0.4**	**0.6**	**1.0**	**0.5**	**0.6**	**0.7**	**1.0**	**2.3**	**2.8**	**6.2**
매출원가	29.1	33.3	31.9	25.5	32.0	33.8	37.4	39.7	119.9	142.8	165.5
매출원가율	78.1%	77.5%	77.7%	80.0%	80.0%	79.9%	77.7%	76.8%	78.0%	78.4%	77.5%
판관비	5.5	5.4	5.5	6.2	6.0	5.9	6.3	7.3	22.6	25.6	29.4
영업이익	**2.7**	**4.3**	**3.6**	**0.2**	**2.0**	**2.6**	**4.4**	**4.7**	**10.8**	**13.7**	**18.6**
영업이익률(%)	7.1%	10.0%	8.8%	0.6%	5.0%	6.1%	9.2%	9.0%	7.0%	7.5%	8.7%
%YoY	**50.7%**	**60.2%**	**16.1%**	**-87.0%**	**-24.7%**	**-39.8%**	**21.7%**	**2272.4%**	**18.7%**	**26.7%**	**36.2%**
영업외손익	(1.3)	0.2	0.1	(0.4)	0.4	0.4	(0.3)	(0.7)	(1.3)	(0.10)	(1.00)
세전이익	1.4	4.5	3.7	(0.2)	2.4	3.0	4.1	4.0	9.5	13.6	17.6
법인세비용	0.5	0.4	1.3	(0.2)	0.6	1.0	0.6	0.6	2.0	2.85	3.70
당기순이익	**0.9**	**4.1**	**2.4**	**0.0**	**1.8**	**2.0**	**3.5**	**3.4**	**7.5**	**10.7**	**13.9**

자료: 유진투자증권

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**202.0**	**219.9**	**235.6**	**238.0**	**255.9**
유동자산	90.6	105.2	122.2	123.2	128.5
현금성자산	16.3	43.2	51.7	52.3	57.7
매출채권	42.8	39.0	39.0	39.0	44.0
재고자산	20.5	20.3	28.8	29.2	24.0
비유동자산	111.3	114.7	113.4	114.7	127.4
투자자산	7.4	8.0	9.3	9.6	10.0
유형자산	102.4	105.2	102.1	101.0	111.5
기타	1.5	1.4	2.1	4.1	6.0
부채총계	**103.6**	**110.4**	**117.7**	**108.1**	**110.0**
유동부채	77.9	81.1	93.8	84.1	85.9
매입채무	18.4	22.7	19.0	19.2	26.0
유동성이자부채	56.2	53.2	69.6	59.6	54.6
기타	3.2	5.2	5.2	5.3	5.4
비유동부채	25.7	29.3	23.9	24.0	24.1
비유동기타부채	21.5	26.3	21.6	21.6	21.6
기타	4.2	3.0	2.3	2.4	2.5
자본총계	**98.4**	**109.5**	**117.9**	**129.9**	**145.9**
지배지분	98.4	109.5	117.9	129.9	145.9
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	82.5	94.5	110.5
기타	(0.9)	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**98.4**	**109.5**	**117.9**	**129.9**	**145.9**
총차입금	77.8	79.5	91.2	81.2	76.2
순차입금	61.5	36.3	39.5	28.9	18.4

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**156.3**	**153.2**	**182.1**	**213.5**	**242.7**
증가율(%)	8.7	(2.0)	18.8	17.2	13.7
매출원가	122.9	119.9	142.8	165.5	185.4
매출총이익	33.4	33.4	39.3	48.0	57.3
판매 및 일반관리비	24.3	22.6	25.5	29.4	32.8
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**9.1**	**10.8**	**13.7**	**18.6**	**24.5**
증가율(%)	(9.6)	18.7	26.7	36.2	31.3
EBITDA	**16.9**	**19.4**	**21.5**	**27.3**	**33.8**
증가율(%)	(3.7)	14.6	10.8	27.2	23.5
영업외손익	**(0.1)**	**(1.3)**	**(0.1)**	**(1.0)**	**(1.0)**
이자수익	0.2	0.5	0.3	1.1	1.2
이자비용	1.5	1.9	0.0	0.0	2.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	1.3	0.1	(0.4)	(2.1)	0.1
세전순이익	**9.0**	**9.5**	**13.6**	**17.6**	**23.5**
증가율(%)	(11.5)	5.1	43.4	29.9	33.1
법인세비용	3.5	2.0	2.9	3.7	5.2
당기순이익	**5.5**	**7.5**	**10.7**	**13.9**	**18.3**
증가율 (%)	(30.4)	36.6	43.7	29.9	31.4
지배주주지분	5.5	7.5	10.7	13.9	18.3
증가율(%)	(30.4)	36.6	43.7	29.9	31.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	**415**	**546**	**752**	**977**	**1,284**
증가율 (%)	(33.5)	31.5	37.6	29.9	31.4
수정EPS	415	546	752	977	1,284
증가율 (%)	(33.5)	31.5	37.6	29.9	31.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**0.5**	**23.1**	**19.1**	**22.6**	**34.7**
당기순이익	9.0	9.5	10.7	13.9	18.3
자산상각비	7.8	8.6	7.8	8.7	9.3
기타비현금성손익	(1.6)	0.1	0.8	0.1	0.1
운전자본증감	(15.4)	2.4	1.7	(0.1)	7.0
매출채권감소(증가)	(14.1)	3.2	7.4	0.0	(5.0)
재고자산감소(증가)	0.7	(1.2)	(1.6)	(0.4)	5.2
매입채무증가(감소)	1.0	2.6	(0.4)	0.3	6.8
기타	(3.0)	(2.1)	(3.7)	0.0	0.0
투자활동현금흐름	**(18.2)**	**(16.7)**	**(20.0)**	**(11.3)**	**(23.3)**
단기투자자산감소	1.0	1.9	(0.3)	(1.2)	(1.3)
장기투자증권감소	(0.2)	0.0	(0.2)	0.0	0.0
설비투자	(17.1)	(14.6)	(13.5)	(17.1)	(19.4)
유형자산처분	1.0	1.0	1.9	9.6	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.0)	(0.7)	(2.2)	(2.2)
재무활동현금흐름	**13.9**	**5.5**	**2.6**	**(12.0)**	**(7.3)**
차입금증가	15.4	3.9	3.9	(10.0)	(5.0)
자본증가	0.3	3.6	0.0	(2.0)	(2.3)
배당금지급	1.8	1.8	0.0	2.0	2.3
현금 증감	**(3.9)**	**11.7**	**1.6**	**(0.7)**	**4.2**
기초현금	11.7	7.8	19.6	21.2	20.5
기말현금	7.8	19.6	21.2	20.5	24.7
Gross cash flow	21.3	23.3	19.3	22.7	27.7
Gross investment	34.5	16.2	18.0	10.2	15.0
Free cash flow	**(13.2)**	**7.1**	**1.3**	**12.6**	**12.7**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	415	546	752	977	1,284
BPS	7,398	7,676	8,291	9,128	10,251
DPS	140	140	140	160	170
밸류에이션(배,%)					
PER	21.7	26.2	17.8	13.7	10.4
PBR	1.2	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/ EBITDA	10.7	12.4	10.7	8.0	6.2
배당수익율	1.6	1.0	1.0	1.2	1.3
PCR	5.6	8.4	9.9	8.4	6.9
수익성 (%)					
영업이익율	5.8	7.0	7.5	8.7	10.1
EBITDA이익율	10.8	12.7	11.8	12.8	13.9
순이익율	3.5	4.9	5.9	6.5	7.5
ROE	5.7	7.2	9.4	11.2	13.2
ROIC	3.7	5.6	7.1	9.3	11.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	62.5	33.1	33.4	22.2	12.6
유동비율	116.4	129.8	130.3	146.5	149.5
이자보상배율	6.6	7.7	-	-	23.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	4.0	3.7	4.7	5.5	5.8
재고자산회전율	7.5	7.5	7.4	7.4	9.1
매입채무회전율	9.5	7.4	8.7	11.2	10.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
s	Buy	16,000	1년	-25.1	18.1
2017-01-16	Buy	16,000	1년	-24.3	18.1
2017-01-17	Buy	16,000	1년	-24.1	18.1
2017-02-06	Buy	16,000	1년	-22.2	18.1
2017-02-16	Buy	16,000	1년	-20.8	18.1
2017-02-24	Buy	16,000	1년	-19.7	18.1
2017-03-17	Buy	16,000	1년	-16.3	18.1
2017-03-28	Buy	16,000	1년	-14.4	18.1
2017-03-29	Buy	16,000	1년	-14.1	18.1
2017-04-03	Buy	16,000	1년	-13.3	18.1
2017-04-04	Buy	16,000	1년	-13.0	18.1
2017-04-17	Buy	16,000	1년	-10.5	18.1
2017-04-18	Buy	16,000	1년	-10.2	18.1
2017-04-20	Buy	16,000	1년	-9.8	18.1
2017-05-02	Buy	16,000	1년	-8.7	18.1
2017-05-02	Buy	16,000	1년	-8.7	18.1
2017-05-10	Buy	16,000	1년	-8.1	18.1
2017-05-16	Buy	16,000	1년	-7.1	18.1
2017-05-25	Buy	16,000	1년	-4.9	18.1
2017-06-05	Buy	16,000	1년	-3.1	18.1
2017-06-08	Buy	16,000	1년	-2.5	18.1
2017-06-12	Buy	16,000	1년	-1.9	18.1
2017-06-15	Buy	16,000	1년	-0.9	18.1
2017-06-19	Buy	16,000	1년	-0.4	18.1
2017-06-20	Buy	16,000	1년	-0.2	18.1
2017-06-22	Buy	16,000	1년	0.2	18.1
2017-08-22	Buy	22,000	1년	-30.3	-15.5
2017-08-24	Buy	22,000	1년	-30.4	-15.5
2017-09-01	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-07	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-11	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-21	Buy	22,000	1년	-30.7	-15.5
2017-10-10	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-11-27	Buy	22,000	1년	-31.4	-15.5
2017-12-01	Buy	22,000	1년	-31.5	-15.5
2017-12-18	Buy	22,000	1년	-32.0	-15.5
2018-01-02	Buy	22,000	1년	-32.0	-15.5
2018-01-29	Buy	22,000	1년	-32.2	-15.5
2018-01-29	Buy	22,000	1년	-32.2	-15.5
2018-02-05	Buy	22,000	1년	-32.5	-19.5
2018-02-19	Buy	22,000	1년	-32.7	-19.5

상아프론테크(089980.KQ) 주가 및 목표주가 추이



2018-03-02	Buy	22,000	1년	-32.8	-19.5
2018-03-15	Buy	22,000	1년	-33.1	-19.5
2018-03-29	Buy	22,000	1년	-33.6	-19.5
2018-04-02	Buy	22,000	1년	-33.7	-21.6
2018-04-04	Buy	22,000	1년	-33.8	-21.6
2018-04-05	Buy	22,000	1년	-33.8	-21.6
2018-04-12	Buy	22,000	1년	-34.0	-21.6
2018-04-23	Buy	22,000	1년	-34.5	-21.6
2018-04-25	Buy	22,000	1년	-34.6	-21.6
2018-05-03	Buy	22,000	1년	-34.8	-21.6
2018-05-08	Buy	22,000	1년	-34.9	-21.6
2018-05-16	Buy	22,000	1년	-35.0	-21.6
2018-05-21	Buy	22,000	1년	-35.0	-21.6
2018-05-24	Buy	22,000	1년	-35.0	-21.6
2018-06-07	Buy	22,000	1년	-35.1	-21.6
2018-06-21	Buy	22,000	1년	-35.2	-21.6
2018-06-27	Buy	22,000	1년	-35.2	-21.6
2018-07-02	Buy	22,000	1년	-35.4	-21.6
2018-07-10	Buy	22,000	1년	-35.6	-21.6
2018-07-12	Buy	22,000	1년	-35.7	-21.6
2018-08-06	Buy	22,000	1년	-36.9	-21.6
2018-08-16	Buy	22,000	1년	-37.4	-21.6
2018-08-27	Buy	22,000	1년	-38.0	-21.6
2018-08-30	Buy	22,000	1년	-38.5	-21.6
2018-09-07	Buy	22,000	1년	-39.6	-21.6
2018-09-27	Buy	22,000	1년	-42.2	-25.2
2018-10-02	Buy	22,000	1년	-43.0	-27.5
2018-10-04	Buy	22,000	1년	-43.2	-31.1
2018-10-17	Buy	22,000	1년	-44.6	-34.5
2018-10-29	Buy	22,000	1년	-45.4	-37.3
2018-11-08	Buy	22,000	1년	-45.7	-37.3
2018-11-12	Buy	22,000	1년	-45.7	-37.3
2018-11-19	Buy	22,000	1년	-45.6	-37.3
2018-11-26	Buy	22,000	1년	-45.1	-37.3
2018-12-03	Buy	22,000	1년	-44.6	-37.3
2018-12-12	Buy	22,000	1년	-42.2	-37.3
2018-12-19	Buy	22,000	1년	-39.8	-37.3
2019-01-03	Buy	22,000	1년		