

투자검토보고서

주식회사 상아프론테크

2021년 04월 13일

내용

1. EXECUTIVE SUMMARY	3
1.1 취급 개요.....	3
1.2 투자 포인트.....	6
1.3 투자 리스크.....	7
2. 회사개요	8
2.1 개요.....	8
2.2 주요연혁.....	8
2.3 대표이사 약력.....	9
2.4 주주현황.....	9
2.5 계열회사 현황.....	10
2.6 주요인력현황.....	11
2.7 산업현황 및 전망.....	12
2.8 회사의 경쟁력.....	13
2.8.1 산업의 경쟁우위 요소.....	13
2.8.2 회사의 주요 제품 현황.....	15
2.8.3 회사의 신사업 현황 – E-PTFE 멤브레인 (필터, 수소).....	18
3. 회사 재무제표 분석	21
3.1 수익성현황.....	21
3.1.1 요약 재무제표.....	21
3.1.2 매출 추이.....	22
3.1.3 손익비율 분석.....	23
3.2 재무안정성현황.....	24
3.2.1 주요 재무제표.....	24
3.2.2 자기자본비율.....	25
3.2.3 순차입금비율.....	25
3.2.4 재고자산.....	26
3.2.5 매출채권.....	27
3.2.6 유형자산.....	28
3.2.7 금융자산.....	29
3.2.8 자기주식.....	29
3.3 현금흐름현황.....	30
4. 기업가치	31
4.1 실적 추정.....	31
4.2 VALUATION.....	32
5. EXIT 방안	33
6. 리스크	33
6.1 연구개발비 지출 확대에 의해 수익성 저하 (PER상승) 및 영업현금흐름 감소.....	33
6.2 2차전지 기업의 고평가 논란으로 인해 주가하락 가능.....	33
7. 투자 결론	34

1. Executive Summary

1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	상아프론테크 무기명식 무보증 사모 교환사채

EB 발행조건

구 분	내 용	
발행규모	310.5억원	
안다투자금액	73억원	
발행예정일	2021년 04월 16일	
만기일	2026년 04월 16일	
금리	Coupon	0%
	YTM	0%
교환	교환가격	'증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 5-22조 (1)에 따라 산정한 가액의 115%에 해당하는 금액 (할증발행)
	기간	발행일로부터 1개월되는 시점부터 만기 1개월 전까지
PUT	기간	발행일로부터 24개월되는 시점부터 매 3개월마다
	YTP	0%
자금용도	시설자금 및 운영자금	

안다 자산배분

구 분	내 용
발행 규모	310.5억원
안다 투자금액	73억원
안다H뉴딜전문투자형사모투자신탁제1호	투자금액 30억원 (뉴딜에 해당하여 펀드설정액의 15%~20% 우선배정. 섹터 비중에 따라서 배정 조절)
안다H메자닌전문투자형사모투자신탁제11호	투자금액 23억원 (안다자산운용 배분금액 73억 중 잔여투자금액 23억 투자)
안다H코스닥벤처전문투자형사모투자신탁제A호	투자금액 10억원 (펀드의 잔여 투자가능금액 10억원만금 투자)
안다크루즈전문투자형사모투자신탁제1호	투자금액 10억원 (멀티전략 펀드로 메자닌투자 목표비중은 20%이며 종목당 10억씩 투자(AUM의 1%내외))

안다 타펀드 배분내역

펀드명	만기내 회수가능성	투자여력 1 (여유자금)	투자여력 2 (유동성)	재투자 가능여부	투자여부	비고
안다 H 뉴딜전문투자형사모투자신탁제 1 호	○	○	○	○	○	뉴딜에 해당하여 펀드설정액의 15%~20% 우선배정. 섹터 비중에 따라서 배정 조절
안다 H 성장금융전문투자형사모투자신탁제 1 호	X	○	○	X	X	
안다 H 메자닌전문투자형사모투자신탁제 11 호	○	○	○	X	○	안다자산운용 배분금액 80 억 중 잔여투자금액 40 억 투자
안다 H 메자닌전문투자형사모투자신탁제 10 호	○	X	X	X	X	
안다 H 메자닌전문투자형사모투자신탁제 9 호	○	X	X	X	X	
안다 H 메자닌전문투자형사모투자신탁제 8 호	X	X	X	X	X	
안다메자닌전문투자형사모투자신탁제 7 호	X	○	○	X	X	
안다 H 코스닥벤처전문투자형사모투자신탁제 1 호	○	X	X	X	X	
안다 H 코스닥벤처전문투자형사모투자신탁제 2 호	○	X	X	X	X	
안다 H 코스닥벤처전문투자형사모투자신탁제 A 호	○	○	○	X	○	펀드의 잔여 투자가능금액이 10 억원이기에 10 억원 투자
안다메자닌알파전문투자형사모투자신탁제 1 호	X	X	X	X	X	

펀드명	만기내 회수가능성	투자여력 1 (여유자금)	투자여력 2 (유동성)	재투자 가능여부	투자여부	비고
안다 H 메자닌알파전문투자형사모투자신탁제 2 호	○	X	X	X	X	
안다크루즈전문투자형사모투자신탁제 1 호	○	○	○	○	○	멀티전략 펀드로 메자닌투자 목표비중은 20%이며 종목당 10 억씩 투자(AUM 의 1%내외)
안다보이저전문투자형사모투자신탁제 1 호	○	○	X	○	X	
안다플래닛전문투자형사모투자신탁제 1 호	○	○	X	○	X	

1.2 투자 포인트

Point 1. 이차전지 및 수소연료전지 기반 실적 성장.

상아프론테크는 헝가리공장 증설에 따른 삼성SDI향 이차전지 소재 매출액 성장 및 수익성 개선, E-PTFE 멤브레인 사업 시작에 따른 필터 및 현대차향 수소연료전지 분리막판 매출액 성장 등으로 실적 성장이 기대됨.

Point 2. 교환사채 발행에 적절한 재무 건전성.

상아프론테크는 24%의 낮은 순차입금비율, 현금 630억원, 자기주식 270억원, (담보 제외) 토지 및 건물 유형자산으로 319억원을 보유하여 조기상환청구 대응이 용이하기에, 교환사채 투자에 적합함.

1.3 투자 리스크

금번 딜은 현금과 유형자산이 많은 회사의 교환사채이기에 조기상환을 통해 원본 회수가 가능하지만, 주가하락으로 인해 낮은 투자회수 수익률을 기록할 수 있음.

Point 1. 연구개발비 지출 확대로 인해 수익성 저하 (PER상승) 및 영업현금흐름 감소.

동사는 수소차량용 E-PTFE 멤브레인과 수소연료전지용 분리막판의 국산화를 위해 연구개발 중에 있으며, 기술력 확보를 위해 연간 연구개발비 지출을 확대시킬 수 있음. 이에 수익성이 저하되어 PER이 상승할 수 있으며, 영업현금흐름이 감소할 수 있는 리스크가 있음.

Point 2. 2차전지 기업의 밸류에이션 고평가 논란으로 인해 주가하락 가능.

2차전지 제조사의 추가 CAPEX로 인한 공급 쇼티지 시점이 2023년에서 순연될 경우 주가 하락 가능. 또한 주식시장의 Growth에서 Value로의 섹터로테이션 발생시 2차전지 제조사로서 주가 조정 가능.

2. 회사개요

2.1 개요

회사명	주식회사 상아프론테크	대표이사	이상원
설립일자	1974년 03월 01일	상장일자	2011년 07월 21일
상장시장	코스닥	임직원수	519명 (2020년 12월)
주가(04/13)	51,000원	시가총액(04/13)	8,020억원
사업소재지	인천광역시 남동구 남동대로 369번지 18		
주요사업	슈퍼엔지니어링 플라스틱 기반 이차전지 소재, 디스플레이 장비 및 수소연료전지용 분리막판 제조 및 판매		

- 당사는 1986년 3월 상호명 상아양행으로 전자 및 전기기기 부품 제조업을 영위하는 회사로 설립되었으며, 2011년 07월 코스닥시장에 상장하였음.
- 당사는 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 소재 (불화수소 기반)의 핵심원천기술을 기반으로 이차전지, OA, 디스플레이, PCB, 반도체, 자동차, 전자부품향 제품을 공급하고 있음. 최근 e-PTFE 사업을 시작하며, 이차전지향 매출액이 확대될 것으로 예상됨.
- 자회사로는 해외 부품제조 자회사가 중국, 말레이시아, 베트남, 헝가리 등 6개가 있으며, 국내에 자동차 부품 제조사 및 의료기기 도소매 자회사가 있음.

2.2 주요연혁

연 도	주 요 내 용
2015.05	중국 시안법인 설립(중대형 2차전지)
2015.07	수입/수출분야 AEO 인증(관세청)
2015.12	ATC 정부과제 기술혁신상 수상(우수기술연구센터협회)
2015.12	LCD CASSETTE "현재 세계일류상품" 선정(산업통상자원부)
2016.06	2016년 월드클래스 300 대상기업 선정
2016.12	전사벨트 "세계일류상품" 선정(산업통상자원부)
2017.01	상자기연 김포공장 준공(김포학운 산업단지)
2017.07	대한민국 코스닥대상 "최우수 일자리창출기업상" 수상(코스닥협회)
2018.03	베트남법인 설립(PCB소재)

연 도	주 요 내 용
2018.12	정착벨트 "차세대 세계일류상품" 선정
2019.06	대한민국 코스닥대상 "최우수 사회공헌기업상" 수상(코스닥협회)

2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	기간	경력사항	겸임현황
이상원	대표이사	2004.10~현재	서울대 농경제대학 졸업 연세대학교 경영대학원 졸업 현대종합상사 근무 상아프론테크 대표이사 사장	위해상아전자유한공사 SANG-A FRONTEC(M) SDN.BHD. 대표이사 겸임 SUZHOU SANG-A FRONTEC CO., LTD. 대표이사 겸임 SHAANXI SANG-A BATTERY CO., LTD. 대표이사 겸임 SANG-A FRONTEC VINA CO.,LTD. 대표이사 겸임 SANG-A FRONTEC EU KFT. 대표이사 겸임

2.4 주주현황

(2020년 06월 30일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식종류	주식수	지분율
이상원	본인	보통주	3,061,630	19.47
이상열	제	보통주	1,164,880	7.41
이상만	제	보통주	847,700	5.39
이상훈	제	보통주	605,070	3.85
이준섭	자	보통주	432,285	2.75
이문호	숙부	보통주	350,000	2.23
이상식	사촌제	보통주	305,000	1.94
이상걸	사촌제	보통주	165,000	1.05
이창섭	친인척	보통주	91,327	0.58
이은주	사촌제	보통주	63,003	0.4
김태진	친인척	보통주	31,000	0.2
김지오	친인척	보통주	26,000	0.17
홍미순	배우자	보통주	12,965	0.08
이경섭	친인척	보통주	9,378	0.06
이유진	친인척	보통주	9,262	0.06
정지홍	임원	보통주	7,890	0.05
전체			6,750,105	45.69

-발행주식 총수: 보통주 15,724,765주

2.5 계열회사 현황

자회사 기업 현황 및 요약 재무정보

동사는 아래와 같은 8개의 비상장 계열회사로 두고 있음.

[상아프론테크 자회사 현황]

(단위 : 백만원, %)

법인명	최초취득일자	최초취득금액	지분율	장부가액	총자산	당기순이익
위해상아전자 유한공사(비상장)	2007.03.14	1,942	100.00%	1,190	2,473	-97
SANG-A FRONTEC(M) SDN.BHD	2013.01.15	4,915	100.00%	3,571	4,554	262
SUZHOU SANG-A FRONTEC CO.,LTD	2013.07.08	1,432	100.00%	11,224	39,559	5,752
SHAANXI SANG-A BATTERY CO.,LTD	2015.05.01	2,531	100.00%	5,392	11,509	1,722
주식회사 상아기연	2014.06.02	500	100.00%	762	20,848	84
SANG-A FRONTEC VINA CO.,LTD	2018.03.22	3,189	100.00%	2,683	6,524	-466
SANG-A FRONTEC EU KFT	2019.10.18	304	100.00%	4,321	298	0
주식회사 상아메디케어	2020.06.19	800	100.00%	783	800	-17
합 계				29,925	86,565	7,241

주1) 주식회사 상아메디케어는 당반기에 신설되었으며, 최근사업연도 재무현황 기준일은 2020년 6월 30일임.

위해상아전자 유한공사는 OA 사업부문 프린터 부품 생산법인임.

SANG-A FRONTEC(M) SDN.BHD는 소형 이차전지 캡어셈블리 소재 생산법인임.

SUZHOU SANG-A FRONTEC CO.,LTD는 LCD 카세트 및 PCB 부자재 생산법인임.

SHAANXI SANG-A BATTERY는 중대형 이차전지 캡 어셈블리 소재 생산법인임.

주식회사 상아기연은 자동차 부품 (오일쿨러, 오일필터, 등) 생산법인임.

SANG-A FRONTEC VINA는 PCB, OA, 의료기기, 전자부품 생산법인임.

SANG-A FRONTEC EU KFT는 중대형 이차전지 캡어셈블리 소재 생산법인임.

주식회사 상아메디케어는 의료기기 및 의약외품 판매법인임.

2.6 주요인력현황

성명	출생년월	직위	등기임원	상근여부	담당업무	주요경력	소유 주식수	최대주주와의 관계	재직기간	임기 만료일
이상원	1954년 05월	대표이사 (사장)	등기임원	상근	경영총괄	서울대 농경제대학 졸업 연세대학교 경영대학원 졸업 현대종합상사 근무 상아프론테크 대표이사 사장	3,061,630	본인	35년	2022.03.26
이문호	1941년 10월	부회장	미등기임원	상근	자금/경영	상아프론테크 부회장	470,000	특수관계인	35년	-
이상열	1962년 06월	이사 (부사장)	등기임원	상근	사업부총괄	송실대학원 기계공학과 졸업 상아프론테크 부사장	1,164,880	특수관계인	30년	2022.03.26
이우형	1957년 08월	이사 (전무)	미등기임원	상근	DP사업부 총괄	경희대 기계공학과 졸업 상아프론테크 전무	-	임원	35년	-
이중기	1960년 03월	이사 (전무)	미등기임원	상근	SB사업부 총괄	부산대학교 기계공학과 졸업 삼성SDI 근무 상아프론테크 전무	-	임원	6년	-
이상식	1966년 10월	이사 (전무)	미등기임원	상근	EEM 사업부 총괄	송실대학교 졸업 원진레이온 근무 상아프론테크 전무	305,000	특수관계인	27년	-
이상만	1966년 09월	이사 (전무)	미등기임원	상근	상ಾಗಿ연 총괄	홍익대학교 졸업 (주)GM 코리아 근무 상아프론테크 전무	847,770	특수관계인	8년	-
박정순	1960년 11월	이사 (상무)	등기임원	상근	품질경영부 총괄	인하대 산업공학과 졸업 상아프론테크 상무	-	임원	34년	2021.03.27
김재연	1965년 10월	이사 (상무)	미등기임원	상근	기획관리부 총괄	서울대학교 국제경제학 졸업 삼성SDI 근무 상아프론테크 상무	-	임원	4년	-
우병찬	1967년 09월	이사 (상무)	미등기임원	상근	개발혁신센터 총괄	송실대학교 공과대학 졸업 상아프론테크 상무	-	임원	28년	-
정지홍	1970년 04월	이사 (상무)	미등기임원	상근	기술연구소 총괄	송실대학원 유기합성과 졸업 상아프론테크 상무	7,890	임원	25년	-
이성덕	1962년 04월	이사 (상무)	미등기임원	상근	기술지원부 총괄	안 의고등학교 졸업 상아프론테크 상무	-	임원	34년	-
이영진	1962년 07월	이사	미등기임원	상근	DP사업부 총괄	성균관대학교 기계공학과 졸업 삼성전기, 삼성전자 근무 상아프론테크 이사	-	임원	23년	-
박성배	1946년 08월	사외이사	등기임원	비상근	사외이사	건국대학교 경영대학원 졸업 경원대학교 경상대학장	-	임원	10년	2022.03.26
김종철	1961년 04월	사외이사	등기임원	비상근	사외이사	경희대 법학과 졸업 법무법인 새서울 대표 변호사	-	임원	8년	2021.03.27
김연배	1953년 11월	감사	등기임원	상근	감사	조흥은행 근무 에스엠포트 재무이사 근무 상아프론테크 상근감사	-	임원	10년	2022.03.26

2.7 산업현황 및 전망

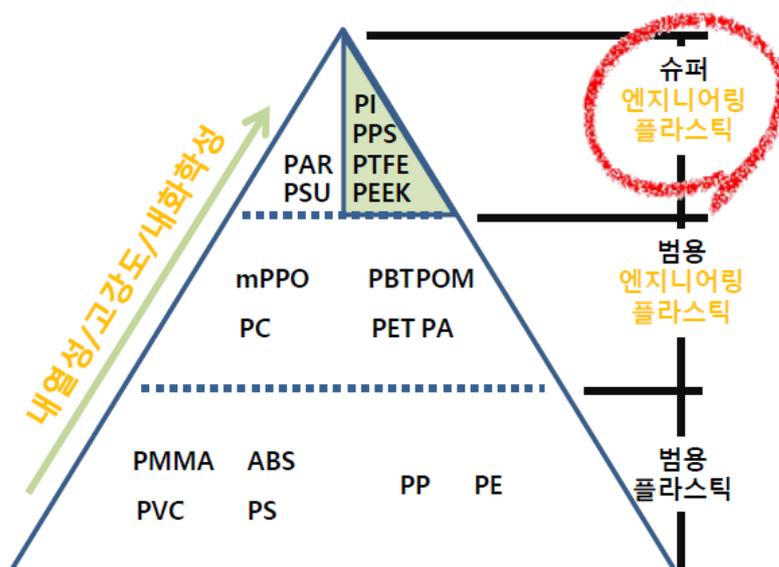
플라스틱은 내열성과 강도 등에 따라 범용, 엔지니어링, 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로 구분됨.

범용 플라스틱은 일반 및 산업용품으로 주로 사용되며, 사용가능 온도는 100°C 이하로 제한적임.

엔지니어링 플라스틱은 금속 및 세라믹소재를 대체할 수 있는 고성능 플라스틱 소재로, 강도와 탄성이 우수하며 100°C이상의 고온을 견딜 수 있으며, 금속 및 세라믹 소재 대비 가벼워 제품의 경량화에 유리함.

슈퍼엔지니어링 플라스틱은 주요 원재료(Base Resin)에 첨가제/보강제(Filler)를 혼합가공하여 내약품성, 내열성, 비점착성, 윤활성, 전기적 특성 등 고객이 원하는 물성을 확보할 수 있으며, 사용 온도가 150°C 이상이 되는 플라스틱 수지임. 이러한 특성을 기반으로 반도체, 전기전자, 자동차, 우주항공 및 특수소재 산업에 적용되고 있음.

[특성에 따른 플라스틱의 구분]



슈퍼엔지니어링 플라스틱의 세계시장은 2022년까지 연 평균 7%의 성장률로 약 53.6억달러 규모로 지속 성장할 것으로 전망하고 있음. 한편, 유럽시장을 중심으로 전기전자기기 분야의 주요 부품에 사용이 증가하고 있으며, 국내는 물론 중국 등 신흥시장으로의 수요확대가 예상됨. 또한 최근 기술발전이 힘입어 일반

산업분야, 자동차, 소비재, 의료, 항공 등 다양한 응용 확대가 기대되어 급속한 시장 확대가 전망됨.

슈퍼엔지니어링 플라스틱의 국내시장은 2013년 이후 급격한 성장세에 있으나, 아직 국내업체의 시장 점유율이 10%에 불과하며, 상대적으로 안정적인 수익구조를 낼 수 있는 PP, ABS 등 범용 플라스틱으로 치중되어 있음.

2.8 회사의 경쟁력

2.8.1 산업의 경쟁우위 요소

(1) 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 소재 기반 핵심기술

불소수지는 폭발성 등으로 인해 다루기가 어려워 성형 및 가공 등에 특수한 기술이 필요함. 동사는 국내 최고 수준의 불소수지 및 고기능성 플라스틱 원료에 대한 혼합, 중합, 합성 등의 핵심기술을 보유하고 있으며, 고객이 요구하는 특정 요구물성을 만족하는 원재료를 지속적으로 개발하고 있음. 특히, FPD GLASS 이송 공정용 LCD CASSETTE와 프린터의 핵심 부품인 전사벨트는 높은 시장점유율을 차지하고 있음.

동사의 독보적인 기술은 연구개발을 통해 확보하였음. 동사는 ONE-STOP 생산 시스템을 운영하면서 핵심소재와 생산공정 개발은 물론, 제품 생산에 필요한 설비와 금형의 자체 제작까지 완료할 수 있는 연구시스템을 보유하고 있음.

슈퍼 엔지니어링 플라스틱 소재 핵심 기술을 바탕으로 지속적인 연구개발을 통해 사업의 영역을 확장해오며 설립 이후 47년간 적자 없이 꾸준히 성장해옴.

(2) 수소연료전지 분리막판 기술

동사는 2016년도부터 멤브레인에 대한 연구개발을 하며 기술을 축적함에 따라 국내에서 유일 수소연료전지 분리막판 기술을 보유하고 있음. 동사는 아래와 같이 본 기술에 대해 특허를 출허하였음.

[상아프론테크 주요 특허출원 현황]

출원번호	발명의명칭	상태	출원일자	등록번호
1020170092193	연료전지 전해질막 및 이의 제조방법	등록	2017.07.20	1018608730000
1020170089547	연료전지 전해질막용 고연성 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 구름철의 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 워셔컴프용 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 알렉트렛, 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	백액 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 알렉트렛, 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: 특허청, 유진투자증권

2.8.2 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020
매출액(수익)	153	182	186	153
배터리부품	39	58	40	43
반도체 소재/장비	17	16	15	23
OA(프린터기)	23	23	23	21
LCD	20	28	54	19
PCB 소재	8	8	7	6
의료기기	3	4	5	6
멤브레인/특수소재	2	3	4	4
PTFE	5	5	3	3
기타	38	38	35	30

2020년 기준, 동사의 매출액은 배터리부품 28%, 반도체소재/장비 15%, OA(프린터기) 13%, LCD 13%, PCB소재 4%, 의료기기 4%, 멤브레인/특수소재 2%, PTFE 2%로 구성되어있음.

▶ 배터리 부품

2차전지는 분리막, 양극재, 음극재, 전해질등의 4대 핵심소재로 구성되며, 노트북 컴퓨터와 휴대전화, 캠코더 등 전자기기뿐만 아니라 전기자동차의 핵심 소재이며, 부가가치가 높은 전자부품임. 2차전지는 전기자동차 및 중대형 에너지 저장용 시장의 성장으로 향후 그 규모가 더 확대될 것으로 전망됨.

동사는 중대형 및 소형 Cap Assembly의 전해액 누수방지를 위한 부품을 생산하고 있음. 주요 고객사는 삼성SDI와 신흥에스이씨(최종 고객사: 삼성SDI)임. 동사의 주요 경쟁력은 사출력이며, 주요 경쟁사는 국내 비상장 사출 업체들이 있음. 2021년부터 1) 상아프론테크의 헝가리 배터리 공장이 가동되기 시작하며 2) 삼성SDI의 배터리가 장착된 폭스바겐, 재규어, 등의 전기차 대량 생산이 본격화됨에 따라, 동사의 배터리 부품 매출 또한 지속 성장할 것으로 기대됨.

➤ 반도체 소재/장비

반도체는 전자제품은 물론 우주항공에 이르기까지 다양하게 사용되고 있으며, 최근 자동차와 로봇 등의 새로운 시장으로 부상하여 세계 각국에서 개발 경쟁이 일어나고 있음. 현재 글로벌시장에서 TV, 스마트폰, 아이패드, 자동차, PC 등의 경기호조에 따라 반도체 수요가 계속 증가하고 있기 때문에 반도체 부품 및 장비 시장의 지속적인 성장이 예상됨.

동사는 웨이퍼 세정 및 이동에 사용되는 웨이퍼 캐리어와, 반도체 패키징 공정에 금형과 팩 사이의 이물질을 방지하는 고기능성 특수필름인 ETFE 필름을 생산하고 있음. 웨이퍼 캐리어는 기존 일본 신에츠 및 미라이얼사에서 전량 개발하여 삼성전자 및 SK하이닉스에 납품하던 제품이며, 현재는 상아프론테크가 국산화하여 개발 납품중임.

2021년도부터 삼성전자의 평택2공장 증설 및 SK하이닉스의 M16 증설 등에 따른 동사의 반도체 부문 매출 성장이 기대됨.

➤ OA (프린터기 부품)

프린터는 인쇄 방식에 따라서 잉크젯 프린터와 레이저 프린터로 나누어지며, 기업의 프린터 사용 변화에 따라 레이저 프린터 중심으로 복사기, FAX, Scanner 등의 기능을 한 기기에 통합한 복합기 시장으로 전환되고 있음. 또한 프린터 시장이 성숙 단계에 진입함에 따라 신흥국 위주의 레이저 프린터 수요 및 다기능 복합제품의 지속적인 성장이 예상됨.

동사는 토너를 종이에 전사하는 기능을 가진 트랜스퍼 벨트와 종이에 전사된 토너를 정착시키는 퓨저 벨트를 생산하여, HP, 도시바, 샤프 등으로 공급하고 있음. 주요 경쟁사는 일본의 군제(Gunze)임.

➤ LCD Cassette

LCD / OLED 업계는 경기변동에 민감하게 반응하는 장치산업의 특성을 갖고 있으며, 패널업체들의 설비 투자 확대 및 가동률 조정으로 수요와 공급간 불균형이 주기적으로 반복되고 있음. 따라서 당사의 FPD Cassette는 LCD 및 OLED 패널 업체들이 라인투자(FAB)를 진행할 때 발생하는 장비제품이기 때문에 전 세계적인 경제상황과 상당히 밀접한 관련이 있는 제품임.

동사는 FDP Glass 생산 공정 중 디스플레이의 이송 및 보관을 위한 장비인 LCD Cassette를 생산하여 주로 CSOT와 LG디스플레이 광저우에 공급하고 있음. 중국의 LCD/OLED 디스플레이 투자확대에 따라 동사의 LCD Cassette 매출 확대 및 고객사 다변화가 기대됨. 주요 경쟁사는 일본의 요도가와임.

(2) 주요 원재료의 매입현황

➤ 주요 원재료 매입 금액

(단위: 백만원)

품목	2018년도	2019년도	2020년도
PTFE	5,228	3,934	2,615
PFA	6,509	4,278	3,876
FEP	314	216	123

전체 원재료비 중 PTFE, PFA, FEP가 75%가량 차지하고 있으며, 현재는 중국(약 85%)과 일본(약 15%)가량 조달하고 있음. 과거 일본에 대한 의존도가 높았으나, 일본의 소재 수출 규제 사건 이후로 동일한 등급의 원재료를 중국에서 조달하며 일본에 대한 의존도를 낮추었음. 원재료는 주로 수입하기에 환율 변동에 따른 영향을 받음.

➤ 주요 원재료 등의 가격변동추이

(단위 :원/kg)

품목	2018년도	2019년도	2020년도
PTFE	14,535	12,817	13,247
PFA	32,167	35,932	36,696
FEP	16,505	15,414	15,388

제품 믹스 변경에 따라 필요한 원재료 품목별 등급(grade)이 변하게 됨. 이에 원재료의 가격이 변동하는 추이를 보임. 또한 원재료 가격은 환율 변동에 따른 영향을 받음.

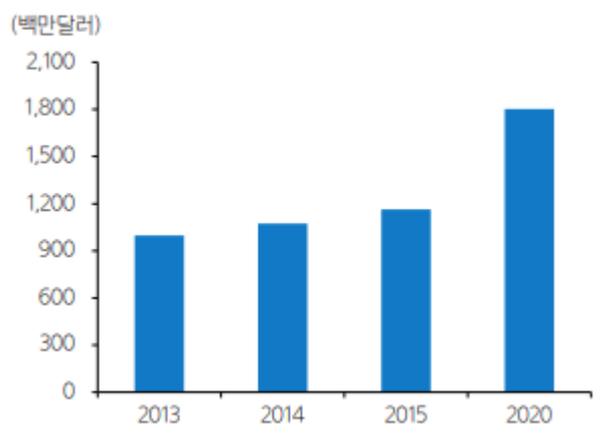
2.8.3 회사의 신사업 현황 – E-PTFE 멤브레인 (필터, 수소)

E-PTFE 멤브레인은 분자구조가 치밀하고 균일하여 1) 특정 성분을 선택적으로 통과시켜 혼합물 분리가 가능하며 2) 액체에 용해된 용존 물질이나 혼합 기체의 분리까지 가능한, 선택적 투과성을 보유한 분리막임.

E-PTFE 멤브레인의 적용 범위로는 수처리(정수기, 폐수처리, 식수 정수 등), 에어필터(폐기물 소각, 자동차VENT, 카트리지필터, 마스크필터), 의류(아웃도어 의류, 대표적으로 고어사의 고어텍스), 반도체/디스플레이(공정 세정수 및 화학약품 정제), 자동차용 헤드라이트 등이 있음.

E-PTFE 멤브레인 시장은 적용분야 확대, 각국의 그린뉴딜, 자동차 연비 규제 강화 등으로 인해 시장이 지속 성장하고 있음.

E-PTFE 멤브레인: 시장규모



자료: 상아프론테크, 삼성증권

동사는 2016년 E-PTFE 멤브레인 기술을 개발한 이후 70억원 규모의 멤브레인 생산 공장을 증축하였음.

➤ 필터시장

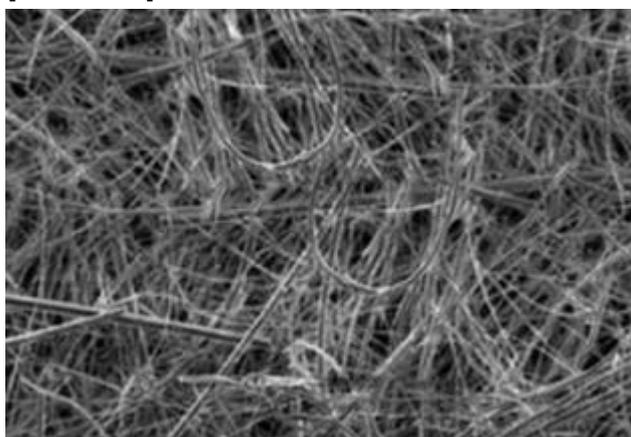
현재 글로벌 필터 시장 규모는 약 10조원으로 고어, 알스트롬뮅쇼, 도날드슨이 과점하고 있으며, 국내 필터시장은 약 1,500억원으로 크린앤사이언스, 알스트롬뮅쇼코리아가 과점하고 있음.

동사는 2019년 알스트로뮅쇼와 3년간 130억원 규모의 공급을 계약하였음. 공급 제품은 집진기, 가스터빈용 필터, 공조기용 헤파필터 등이 있으며, 본 계약을 통해 동사는 국내 필터 시장에 진입하였음.

2019년 국내업체들이 일본으로부터 조달하던 헤파필터가 일본의 수출승인 지연으로 공급 지연이 발생했던 사례가 있음. 동사가 알스트로 뮅쇼로부터 조달한 부직포에 동사의 멤브레인을 부착하여 헤파필터를 국산화하여 생산할 수 있게 되었으며, 이에 따른 상아프론테크의 헤파필터 시장의 진입과 더불어 점진적 점유율 확대가 기대됨.

본 계약 외에도, 자동차용 Ventilator향 연간 매출 약 30억원이 발생하고 있음.

[헤파필터]



(자료: 삼성증권)

➤ 수소연료전지 분리막판

각국의 그린뉴딜 정책으로 인해, 유럽의 수소 경제는 2030년까지 1,400억유로(182조원)로 현재대비 70배 규모로 성장할 것으로 기대되고 있으며, 국내는 2040년까지 수소자동차 620만대가 보급될 것으로 예상되고 있음. 수소연료전지 시장 확대에 따른 수소연료전지용 멤브레인 시장 성장 또한 기대되고 있음.

글로벌 수소연료전지용 멤브레인 시장을 해외 업체들이 독점하고 있는 가운데, 상아프론테크는 주요 고객사인 현대차와 수소연료전지 분리막판을 성능 테스트 진행하며 시장 진입을 준비하고 있음.

상아프론테크는 현재 1개의 파일럿 생산라인을 보유하고 있으며, 2021년 라인 1개 추가, 2022년 라인 1개를 추가하여, 총 3개의 라인을 확보하는 것을 계획하고 있음. 동사는 대량생산캐파를 기반으로 수소연료전지 멤브레인 시장을 대응하여 점유율을 높게 가져가는 것을 목표로 하고 있음.

한국 수소경제활성화 로드맵 (2019.1.17일자 발표)

구분	2018년	2022년	2040년	
활 동	수소차	1,800대 (900대)	8.1만대 (6.7만대)	620만대 (290만대) * <2030> 전 차종 생산라인 구축
	승용차	1,800대 (900대)	7.9만대 (6.5만대) * <2022> 핵심부품 100% 국산화 연 생산량 3.9만대	590만대 (275만대) * <2023> 전기차 가격수준, <2025> 상업적 양산 (연 10만대 생산) 내연차 가격수준
	버스	2대	2,000대	6만대 (4만대) * 802km 이상 내구성 확보
	택시		전국확대	12만대 (8만대) * 502km 이상 내구성 확보
	트럭		10편 트럭 출시	12만대 (9만대) * 핵심부품 100% 국산화
	수소충전소	147개소 (1,000만원/kg)	310개소	1,200개소 * 300만원/kg 핵심부품 100% 국산화
에 너 지	신박, 열차, 드론, 기계 등	R&D 및 실증	~2030년까지 상용화 및 수출	
	연료전지			
	발전용	307MW * <2019> 전용 LNG 유공제 신설	1.5GW (1GW) * <2022> 설치비 380만원/kW	15GW (9GW) * <2025> 중수형 가스터빈 발전단가 수준, <2040> 설치비 35% 발전단가 50%
	가정, 건물용	7MW	50MW * 설치비 1,700만원/kW	2.1GW * 설치비 600만원/kW
수소 가스터빈		R&D	실증, 2030년 이후 상용화 추진	
수 소 공급	수소공급량	연 13만톤	연 47만톤	연 526만톤
	생산방식	화석연료 기반 부생수소 추출수소	수요처 인근 대규모 생산	수전해 수소의 대용량 장기 저장 기술개발, 해외수소 도입 대규모 수전해 플랜트 상용화 * 그린 수소 활용 (수전해 + 해외 생산)
수소가격		6,000원/kg (한발루 가격 대비 50%)	4,000원/kg, 3,000원/kg	

참고: () 표시 내 숫자는 내수
자료: 산업통상자원부, 삼성증권

3. 회사 재무제표 분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 재무제표

주요 재무제표의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
현금및현금성자산	9,110	11,739	7,824	19,563	17,216	10,243	16,688
매출채권및기타채권	26,905	34,514	42,947	39,222	44,888	63,506	64,134
재고자산	19,874	21,272	20,476	20,263	31,380	24,306	29,724
유동자산	65,179	74,396	90,647	105,225	124,765	131,581	159,805
유형자산	86,212	101,834	102,380	105,236	104,807	107,223	113,566
무형자산	1,509	1,567	1,523	1,438	1,530	817	801
비유동자산	89,586	106,418	111,327	114,696	114,291	116,737	123,540
자산총계	154,764	180,814	201,974	219,921	239,056	248,318	283,345
매입채무	10,805	10,631	12,181	15,916	17,863	13,922	19,442
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	6,908	16,046	21,519	6,303	562	5,340	6,108
부채총계	70,479	88,212	103,574	110,437	119,838	104,513	133,329
자본총계	84,285	92,602	98,400	109,484	119,217	143,805	150,017

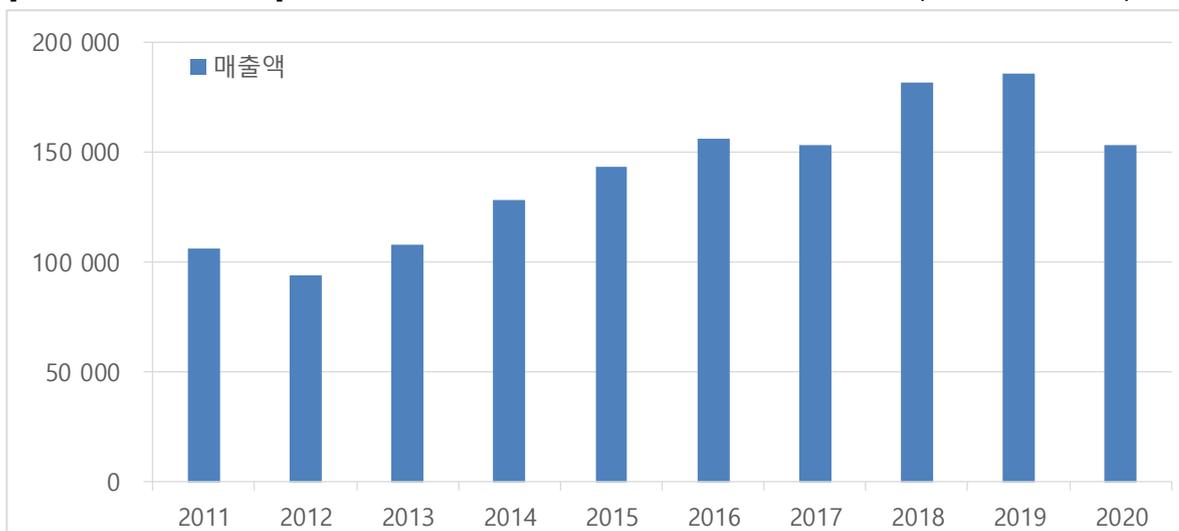
(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액(수익)	128,383	143,740	156,295	153,236	182,074	186,171	153,347
매출총이익	25,111	30,931	33,376	33,382	39,317	39,256	31,509
영업이익	5,768	10,062	9,094	10,796	14,141	14,886	7,384
당기순이익	4,048	7,858	5,467	7,467	12,064	12,454	2,320

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
영업활동현금흐름	9,632	9,152	2,831	25,206	7,468	3,513	12,455
투자활동현금흐름	-12,465	-19,988	-19,166	-18,584	-13,502	-8,530	-27,656
재무활동현금흐름	5,040	13,487	12,560	5,243	3,580	-2,037	21,800

3.1.2 매출 추이

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



상아프론테크는 사업을 다각화하며, 지속적인 매출액 성장이 발생한 회사임.

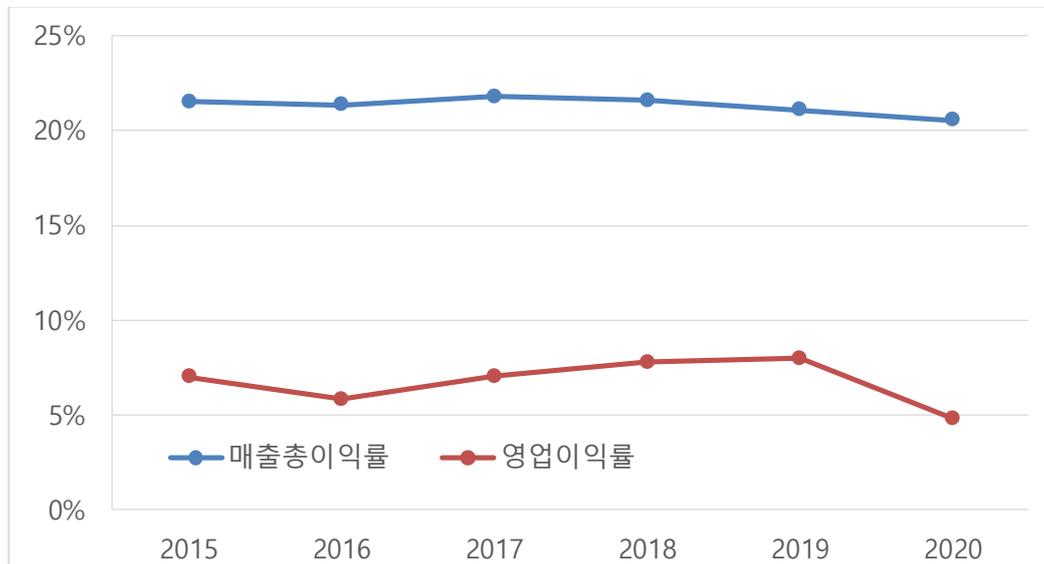
주요 성장 요인으로는 2차전지 및 LCD Cassette 부문 성장이 있음. 당사는 ESS 및 전기차용 2차전지 부품 공급능력 확대를 위해 말레이시아, 중국 시안, 국내 양산 공장, 헝가리 공장 증설을 하였으며, 이에 따라 동사의 배터리부문 매출액이 증가하였음. 또한 CSOT와 LG디스플레이 광저우 증설에 따라 동사의 LCD Cassette 수주와 이에 따른 매출이 증가하였음.

2020년도는 매출액이 2019년도 대비 부진하였음. 주요 요인으로 1) Display부문: 2020년 9월까지 CSOT용 물량 공백이 발생하였고 2) 2차전지부문: 삼성SDI용 ESS 전지 매출이 부진하였으며 (헝가리공장 부재에 따라 피어그룹대비 매출액 성장 부진) 3) 코로나19 확산으로 인한 반도체부문을 제외한 전사업부 매출 부진이 있었음.

2021년도부터는 1) 헝가리 공장 증설효과로 하반기부터 삼성SDI용 전기차 배터리 매출 성장 2) 최근 시작한 E-PTFE 멤브레인 부문에서 알스트롬 뭉쇼향 필터, 현대차용 수소연료전지 분리막판 매출 성장에 따라, 2020년도 대비 매출액 성장이 기대됨. (2021년 매출액 컨센서스는 전년대비 약 30% 성장한 2,000억원에 형성되어 있음.)

3.1.3 손익비율 분석

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사는 2016년도부터 매출액 성장에 따른 영업레버리지효과에 따라 영업이익률이 지속 성장하고 있었음. 다만 2020년에는 코로나19의 확산, 디스플레이 및 2차전지부문 부진으로 인하여 동사의 매출액이 역성장하였으나, 멤브레인 연구 개발비를 포함한 고정비로 인해 영업이익률이 감소하였음.

3.2 재무안정성현황

3.2.1 주요 재무제표

회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

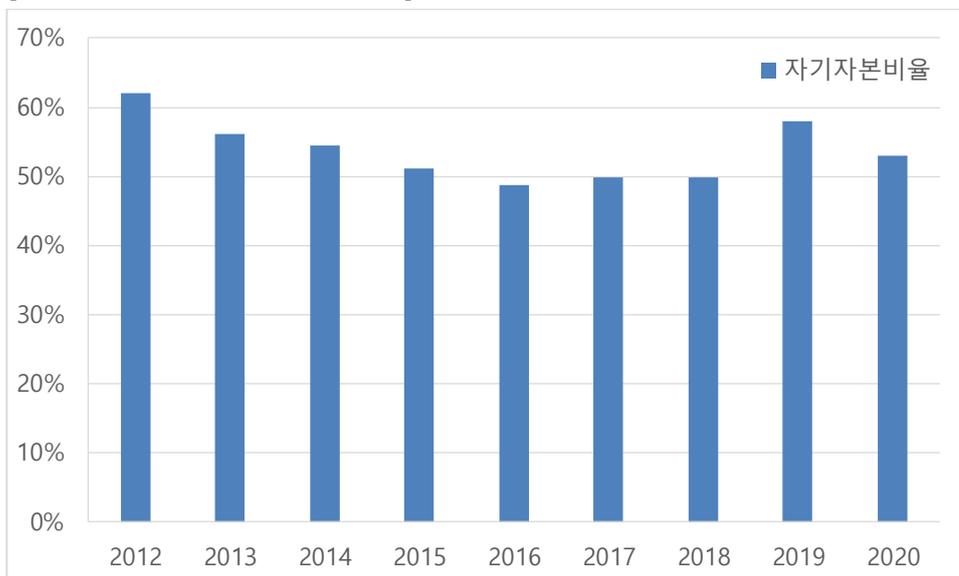
[재무상태표]

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
유동자산	65,179	74,396	90,647	105,225	124,765	131,581	159,805
현금및현금성자산	9,110	11,739	7,824	19,563	17,216	10,243	16,688
매출채권및기타채권	26,905	34,514	42,947	39,222	44,888	63,506	64,134
재고자산	19,874	21,272	20,476	20,263	31,380	24,306	29,724
비유동자산	89,586	106,418	111,327	114,696	114,291	116,737	123,540
유형자산	86,212	101,834	102,380	105,236	104,807	107,223	113,566
무형자산	1,509	1,567	1,523	1,438	1,530	817	801
투자부동산	0	0	0	0	0	891	874
기계장치	55,240	61,386	68,091	29,319	77,959	81,286	82,144
자산총계	154,764	180,814	201,974	219,921	239,056	248,318	283,345
유동부채	58,464	67,154	77,855	81,088	114,415	93,699	94,087
비유동부채	12,015	21,058	25,720	29,349	5,424	10,814	39,242
부채총계	70,479	88,212	103,574	110,437	119,838	104,513	133,329
자본금	6,268	6,464	6,651	7,132	7,132	7,656	7,862
이익잉여금	58,946	64,791	68,239	74,245	83,764	93,730	93,711
자본총계	84,285	92,602	98,400	109,484	119,217	143,805	150,017

3.2.2 자기자본비율

회사의 자기자본비율 추이는 다음과 같음.

[연도별 자기자본비율 추이]



총자산 대비 자본율은 평균 55% 수준으로 유지되고 있으며, 2020년 말 기준 자기자본비율은 53%임.

3.2.3 순차입금비율

순차입금비율 추이는 아래와 같음.

[연도별 순차입금비율 추이]

	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
순차입금비율	23%	38%	50%	63%	33%	35%	25%	24%
순차입금	18,915	32,168	46,491	61,542	36,143	41,437	35,793	35,555
자본총계	80,548	84,285	92,602	98,400	109,484	119,217	143,805	150,017

동사의 순차입금 비율은 24%이며, 1) 순차입금 감소 2) 주식발행초과금 및 이익잉여금 확대에 따른 자기자본 확대에 따라, 감소하고 있음.

3.2.4 재고자산

동사의 재고자산 추이는 다음과 같음.

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
재고자산	19,874	21,272	20,476	20,263	31,380	24,306	29,724
YoY		7%	-4%	-1%	55%	-23%	22%
매출액	128,383	143,740	156,295	153,236	182,074	186,171	153,347
YoY		12%	9%	-2%	19%	2%	-18%

2018년 동사의 매출액은 전년대비 19% 증가하였으나, 재고자산은 전년대비 55% 증가하였음. 이는 2019년도에 인도할 CSOT 및 LG디스플레이 광저우향 LCD Cassette 물량을 미리 생산하며 재고자산이 확대되었기 때문임.

2019년도 해당 제품을 고객사에 인도하며, 재고자산이 전년대비 23% 감소하였으나, 매출액은 전년대비 2% 상승하는 모습을 보임.

2020년도 CSOT향 수주가 증가함에 따라 재고자산이 일부 증가하여 매출액은 감소하였으나 재고자산은 되려 확대되었음.

회사의 재고자산회전율은 아래와 같음.

(단위: x)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
상아프론테크	7.5	7.5	7.1	6.7	4.9
전기제품	7.1	7.3	6.2	5.4	5.2

동사의 재고자산 회전율은 약 6.5배 수준에서 유지되고 있으며, 이는 동종업계 평균이 6.2배에 유사한 수준임.

3.2.5 매출채권

회사의 매출채권 추이는 아래와 같음.

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출채권	27,023	36,174	46,126	42,114	46,008	64,512	65,237
YoY		34%	28%	-9%	9%	40%	1%
매출액	128,383	143,740	156,295	153,236	182,074	186,171	153,347
YoY		12%	9%	-2%	19%	2%	-18%

2019년 동사의 매출액은 전년대비 2% 증가한 가운데, 매출채권은 전년대비 40% 증가하였음. 이는 LCD Cassette 사업 부문, CSOT향 누적 매출이 증가함에 따라 매출채권이 쌓이기 시작하였기 때문임. 중국 디스플레이 업체들은 매출채권을 쌓아 놓고 여러 해에 걸쳐 대금을 지급하는 특성이 있어, 동사의 매출채권이 증가하였음.

2020년말 기준, 코로나19확산으로 인해 매출채권 결제 기간이 소폭 길어짐에 따라 매출액은 감소하였으나 매출채권은 유지되었음.

동사의 매출채권회전율은 다음과 같음.

(단위: x)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
상아프론테크	3.8	3.3	3.9	3.2	2.2
전기제품	5.2	6.0	6.3	5.9	5.9

동사의 매출채권 회전율은 약 3.3배 수준에서 유지되고 있으며, 이는 중국 디스플레이 업체 익스포저로 인하여 동종업계 평균이 5.9배에 비하여 낮은 수준임.

3.2.6 유형자산

2020년 기준 동사가 보유한 유형자산은 다음과 같음.

[유형자산] (단위: 백만원)

구분	취득원가	감가상각	순장부금액
토지	34,526		34,526
건물	45,046	-8,390	36,656
구축물	1,545	-668	876
기계장치	82,144	-55,437	26,708
차량운반구	998	-791	207
공기구비품등	17,001	-13,286	3,714
사용권자산	921	-171	750
건설중인자산	10,127		10,127
합 계	192,308	-78,742	113,566

토지 및 건물 유형자산으로 장부가평가액 기준 711억원을 보유하고 있음. 해당 토지 및 건물은 인천시 남동구에 위치한 본사, 1공장, 2공장과 3공장, 경상남도 양산시에 위치한 양산공장이 대부분을 차지함. 다만, 기업은행 등으로부터 차입금을 빌리며 392억원 가량이 담보로 설정되어 있음.

상아프론테크의 본사 및 1공장은 아래와 같음.



(출처: 상아프론테크 홈페이지)

3.2.7 금융자산

동사가 보유한 금융자산은 아래와 같음.

[보유 금융자산] (단위: 백만원)

구 분	합계
장부금액	
현금및현금성자산	16,688
매출채권	69,278
파생금융자산(비유동)	1,413
유동기타금융자산	46,283
비유동기타금융자산	684
계	134,345

2020년 기준, 회사가 보유한 현금은 629억원임.
(유동기타금융자산 462억원은 MMF 등 단기금융상품으로 구성된 자산임)

3.2.8 자기주식

동사가 보유한 자기주식은 다음과 같음.

[자기주식 취득 현황] (단위: 주)

취득방법	주식의 종류	기초수량	변동 수량	기말수량
			취득(+)	
장내직접취득	보통주	129,885	400,000	529,885

동사는 2020년 기준 자기주식 529,885주를 보유하고 있음. 이는 2021년 04월 13일 동사 주식 종가 51,000원 기준, 약 270억원 수준임.

3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
영업활동현금흐름	9,632	9,152	2,831	25,206	7,468	3,513	12,455
투자활동현금흐름	-12,465	-19,988	-19,166	-18,584	-13,502	-8,530	-27,656
재무활동현금흐름	5,040	13,487	12,560	5,243	3,580	-2,037	21,800

영업활동 현금흐름은, 2016년 매출채권이 증가하여 감소하였으나, 2017년 매출채권 회수, 및 법인세 인하에 따른 당기순이익 확대에 다시 증가하였음. 2018년 CSOT 및 LG디스플레이향 수주 물량을 미리 생산하며 재고자산증가에 따라 영업현금흐름이 감소하였고, 2019년 CSOT향 매출채권이 증가하며 다시 한번 감소하였음.

투자활동 현금흐름은, 2019년 유형자산 및 무형자산의 취득은 꾸준히 발생하였으나 금융자산 증가폭이 감소하며, 적자폭이 감소하였음. 2020년 유형자산 취득 및 전환사채 발행이후 금융자산 확대에 의해 적자폭이 확대되었음.

재무활동 현금흐름은, 2015년 6.8억원가량의 자기주식처분에 따라 흑자폭이 확대되었고, 2016년에도 8.2억원가량의 자기주식처분에 따라 흑자폭이 확대되었음. 2019년에는 차입금 상환금액이 전년대비 54억원가량 확대됨에 따라 적자 전환하였음. 2020년에는 전환사채 300억원 발행으로 인해 재무현금흐름이 흑자 전환되었음.

4. 기업가치

4.1 실적 추정

동사의 실적은 아래와 같이 추정함

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(수익)	153	182	186	153	199	271	345
Growth(%)	-2%	19%	2%	-18%	30%	36%	27%
배터리부품	39	58	40	43	56	75	105
멤브레인/특수소재	2	3	4	4	25	63	100
반도체 소재/장비	17	16	15	23	25	29	32
LCD	20	28	54	19	23	24	24
OA(프린터기)	23	23	23	21	22	25	25
PCB 소재	8	8	7	6	7	10	11
의료기기	3	4	5	6	7	8	9
PTFE	5	5	3	3	3	4	5
기타	38	38	35	30	31	34	34
매출원가	120	143	147	122	157	213	269
매출원가율(%)	78%	78%	79%	79%	79%	79%	78%
매출총이익	33	39	39	32	42	58	76
매출총이익율(%)	22%	22%	21%	21%	21%	22%	22%
판매비와관리비	23	25	24	24	26	27	29
판관비율(%)	15%	14%	13%	16%	13%	10%	8%
인건비	9	9	9	9	9	9	10
급여	6.8	7.4	7.3	7.2	7.4	7.6	7.8
퇴직급여	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
복리후생비	1.4	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
관리비	11	13	12	12	13	14	15
연구개발비	7.7	9.1	7.5	8.0	8.6	9.4	10.4
지급수수료	1.3	1.3	1.4	1.7	2.0	2.2	2.2
세금과공과	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
교육훈련비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
수도광열비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타관리비	1.0	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
기타	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

(단위:십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
판매비	2.4	2.5	2.7	2.8	3.2	3.4	3.6
광고선전비	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
수출비용	1.3	1.2	1.2	0.9	1.1	1.1	1.1
기타판매비	1.1	1.3	1.4	1.8	2.0	2.2	2.4
대손상각비	-0.1	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
영업이익	11	14	15	7	16	31	47
영업이익률	7%	8%	8%	5%	8%	11%	14%
Growth(%)	21%	10%	3%	-40%	66%	42%	20%
금융수익	3	1	2	4	4	4	4
금융비용	3	3	4	5	5	5	5
기타영업외손익	-2	4	1	1	1	1	1
법인세비용차감전계속사업이익	9	16	14	7	16	31	47
법인세비용	2	4	2	5	3	7	10
(지배주주지분)당기순이익	7	12	12	2	12	24	36
당기순이익률	5%	7%	7%	2%	6%	9%	11%

4.2 Valuation

안다자산운용은 상아프론테크EB를 2023년도에 교환 청구하여 회수할 계획이며, 예상 회수수익률(ROI)은 41%임.

항목	수치	설명
2023e 당기순이익 (원)	36,468,388,463	2023 년 교환청구하여 투자금을 회수할 계획.
발행주식수 (주)	15,724,765	
2023e EPS (원)	2,319	
고어 2021e P/E (x)	32	글로벌 유일한 경쟁사, 블룸버그 컨센서스 수치
할인율	15%	국내에서 유일하게 기술국산화하였고, 기술격차가 5~10 년으로 기술진입장벽이 높다는 프리미엄 감안하여, 15%만 할인.
상아프론테크 적용 P/E (x)	27.2	
2023e 목표주가	63,081	
교환가액	44,650	리픽싱 없음.
2023e 회수수익률 (ROI)	41%	

5. Exit 방안

동사는 2023년도에 상아프론테크의 교환사채를 30%씩 분할 교환청구하여 회수할 계획임. 2021년도부터 1) 전년 기저효과 및 전기차 완성차의 수요 증가에 따라 삼성SDI와 신흥에스이씨(삼성SDI공급사)향 매출액이 증가하며, 2) 현대차향 e-PTFE(멤브레인/특수소재) 매출액이 유의미하게 발생하기 시작할 계획. 2022년도부터 1) 삼성SDI의 1조원 증설에 따른 고객사 수요 증가에 2차전지향 매출액 추가 증가하며 2) 현대차향 수소연료전지용 분리막판(멤브레인/특수소재) 매출액 또한 추가로 발생하기 시작할 계획임. 이에 따라 동사는 2023년도 동사의 교환사채를 교환청구하여 회수할 계획.

6. 리스크

현금과 유형자산이 많은 회사의 교환사채이기에 조기상환을 통해 원본 회수가 가능하지만, 주가하락으로 인해 낮은 투자회수 수익률을 기록할 수 있음.

6.1 연구개발비 지출 확대로 인해 수익성 저하 (PER상승) 및 영업현금흐름 감소.

동사는 매출총이익이 300억원이상 발생하는 가운데 연간 연구개발비를 80억원 지출하고 있음. 주요 연구개발비용 지출 요인으로는 수소차량용 E-PTFE 멤브레인과 수소연료전지용 분리막판 연구개발에 사용됨. 현재 미국 고어社가 E-PTFE 멤브레인 시장을 독점하고 있는 가운데, 동사가 국산화를 위해 연구개발중에 있으며, 기술력 확보를 위해 연간 연구개발비 지출을 확대시킬 수 있음. 이에 따라 수익성이 저하되어 PER이 상승할 수 있으며, 영업현금흐름이 감소할 수 있는 리스크가 있음.

6.2 2차전지 기업의 고평가 논란으로 인해 주가하락 가능.

동사는 삼성SDI와 신흥에스이씨향 중대형 및 소형 Cap Assembly의 전해액 누수방지 부품을 생산하고 있는 회사로서, 2차전지 익스포져로 인해 고PER(2021년 기준 P/E 62x)를 받고 있는 회사임. 2023년부터 2차전지 공급 쇼티지가 예상되고 있는 가운데, 2차전지 제조 기업들의 과도한 선행 증설로 인하여 공급 쇼

티지 시점이 순연될 경우, 주가가 하락할 수 있음. 또한 주식시장이 Growth 시장에서 Value 시장으로 섹터 로테이션이 발생할 경우, 2차전지 밸류체인에 있는 기업들의 주가가 조정될 수 있음.

7. 투자 결론

상아프론테크는 1) 이차전지 부문 헝가리 증설로 인한 실적 성장, E-PTFE 멤브레인 부문 필터 및 수소연료전지 분리막판 실적 성장 등으로 인한 이익의 증가가 예상되며 2) 재무건전성 측면, 24%의 낮은 순차입금비율, 현금 630억원, 자기주식 270억원, (담보 제외) 토지 및 건물 유형자산으로 319억원을 보유하여 조기상환청구 대응이 용이하기에, 교환사채 투자에 적합함.