2019년 9월 10일 I Equity Research

에이에프더블류 (312610)

2차전지 밸류체인 내 숨은보석

투자의견 'BUY', 목표주가 '27,800원' 제시

에이에프더블류에 대해 투자의견 'BUY' 와 목표주가 27,800원을 제시한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 Target PER 24배를 적용했다. (중국 경쟁사 Kedali 2020년 예상 PER 적용) 에이에프더블류는 2019년 상반기 실적 부진에서 벗어나 하반기 국내 ESS사업 재개 영향에 따른 매출회복, 일회성 비용 반영 마무리로 이익 증가가 이루어질 전망이다. 에이에프더블류는 2차전지 필수 부품인 음극마찰용접단자를 생산하고 있으며, 관련 기술 및 자체설비를 보유하고 있다. 이를 통해 영업이익률이 30% 를 상회하고 있는 만큼 차별화된 밸류에이션 부여가 합당하다고 판단한다.

마찰용접 핵심기술과 자체설비 보유, 그리고 CAPA 확장

동사가 생산하는 음극마찰용접단자는 2차전지 부품 중 하나로 각형 배터리 상판을 통해 전기가 통하도록 해주며 구리와 알루미늄으로 구성되어 있다. 생산공정은 크게 원재료 절단 → 마찰용접 → 성형 → 최종제품의 단계를 거치며, 이 중 마찰용접 공정이 가장 중요하다. 그렇다면 에이에프더블류가 가지고 있는 강점은 무엇일까?

① 원천기술 및 자체설비 보유 → 가격경쟁력의 핵심

마찰용접은 이종소재를 고속회전으로 마찰열을 발생시켜 강한 기계 압력으로 압접시키는 방법으로 기존 레이져, 아크 및 초음파 방식대비 용접강도가 강하고 이중소재 접합이 용이하다. 에이에프더블류는 마찰열, 진공, 순간용접 등 핵심기술 확보로 고품질의 접합강도를 얻을 수 있으며, 자체설비를 보유하고 있어 가격 경쟁력과 생산성에서 독보적인 우위를 보이고 있다.

② CAPA 확장으로 시장지배력 더욱 강화

에이에프더블류는 공모자금을 활용해 현재 4공장을 건설(소요자금 약 250억원)하고 있다. 4공장에는 음극마찰용접단자와 신규사업인 CAF Bus Bar 생산라인을 확보하게 되며, 완공 시 음극마찰용접단자 CAPA는 기존대비 1.5배 확대될 것으로 예상한다. 현재도 동사가 국내에서 음극마찰용접단자를 독점 공급하고 있는 만큼 향후 시장 지배력은 더욱 공고해질 전망이다.

Initiate

BUY(신규)

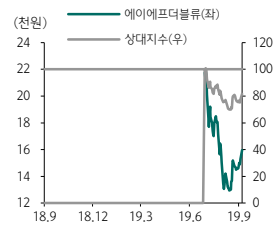
I TP(12M): 27,800원(신규) I CP(9월 9일): 15,950원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	625.77
52주 최고/최저(원)	21,850/12,950
시가총액(십억원)	161.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	10,128.4
60일 평균 거래량(천주)	368.0
60일 평균 거래대금(십억원)	7.3
19년 배당금(예상,원)	100
19년 배당수익률(예상,%)	0.63
외국인지분율(%)	0.59
주요주주 지분율(%)	
진정아 외 3 인	52.75
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	12.3	0.0	0.0
상대	5.9	0.0	0.0

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	36.0	N/A
영업이익(십억원)	11.6	N/A
순이익(십억원)	9.8	N/A
EPS(원)	1,053	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	20.5	30.3	32.1	41.0	52.3
영업이익	십억원	5.8	10.4	10.5	14.3	18.3
세전이익	십억원	5.5	10.2	10.4	14.2	18.1
순이익	십억원	4.8	8.7	8.7	12.0	15.3
EPS	원	600	1,088	936	1,161	1,484
증감률	%	63.5	81.3	(14.0)	24.0	27.8
PER	배	N/A	N/A	17.04	13.74	10.75
PBR	배	N/A	N/A	5.59	4.07	3.01
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	13.33	9.69	7.43
ROE	%	44.97	50.59	34.20	34.30	32.20
BPS	원	1,614	2,624	2,853	3,915	5,301
DPS	원	63	100	100	100	100

Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

ESS부문 수주 회복 및 비용부담 제거로 2019년 하반기 실적 대폭 개선 전망

하반기 매출액 및 영업이익 대폭 개선 전망

에이에프더블류 2019년 실적은 매출액 321억원(+5.8%, YoY)과 영업이익 105억원(+0.9%, YoY) 으로 전망한다.

올 상반기 실적은 ESS 부문 수주공백 및 일회성 비용(상장비용, 성과급 등) 영향으로 부진했으나, 하반기 ESS부문 수주회복에 따라 매출증가세가 두드러질 것으로 예상한다. (19.1H 129억원 → 19.2H 192억원) 매출증가와 함께 하반기 영업이익도 74억원으로 상반기 영업이익 32억원 대비 대폭 개선될 것으로 추정하며, 영업이익률 역시 30%대로 고수익성을 보여줄 전망이다. 에이에프더블류는 음극마찰용접단자와 함께 신규사업인 'CAF 부스바' 개발로 사업영역도 확대해가고 있는 만큼 향후 2~3년간 성장 모멘텀은 이어질 것으로 보인다.

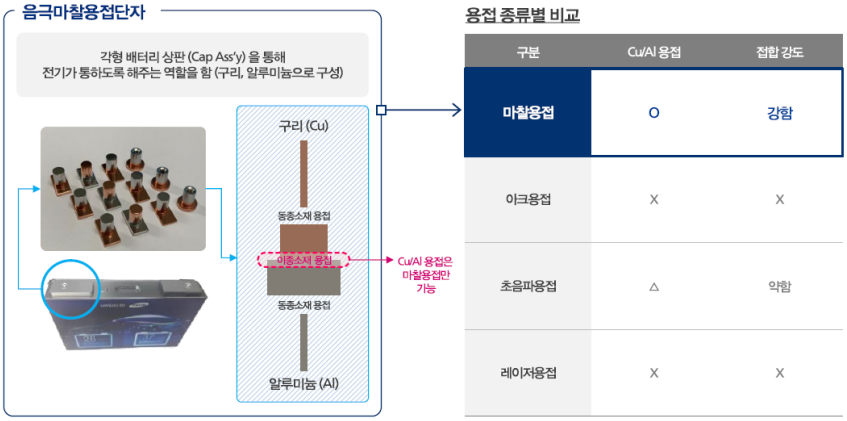
표 1. 에이에프더블류 분기별 매출액 영업이익 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	**6.5**	**6.4**	**9.1**	**10.1**	**30.3**	**32.1**	**41.0**
음극마찰용접단자	5.9	5.8	8.2	9.0	27.2	28.9	37.5
마찰용접임가공품	0.1	0.2	0.4	0.3	0.9	1.0	1.0
일반가공품	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7
부산물	0.4	0.3	0.3	0.6	1.9	1.6	1.7
영업이익	**2.1**	**1.1**	**3.4**	**4.0**	**10.4**	**10.5**	**14.3**
OPM	*31.5%*	*17.2%*	*37.4%*	*39.1%*	*34.4%*	*32.7%*	*35.0%*
당기순이익	**1.7**	**0.6**	**2.9**	**3.5**	**8.7**	**8.7**	**12.0**
NPM	*25.8%*	*8.9%*	*31.9%*	*34.6%*	*28.8%*	*26.9%*	*29.2%*

자료: 에이에프더블류, 하나금융투자

그림 1. 음극마찰용접단자

마찰용접은 기타 용접대비 접합강도가 강하며, 이종소재 용접이 용이



자료: 에이에프더블류, 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**20.5**	**30.3**	**32.1**	**41.0**	**52.3**
매출원가	11.9	17.9	19.0	23.9	30.5
매출총이익	8.6	12.4	13.1	17.1	21.8
판관비	2.8	2.0	2.6	2.7	3.5
영업이익	**5.8**	**10.4**	**10.5**	**14.3**	**18.3**
금융손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	0.0	0.1	0.1	0.0
세전이익	**5.5**	**10.2**	**10.4**	**14.2**	**18.1**
법인세	0.7	1.5	1.7	2.3	2.8
계속사업이익	4.8	8.7	8.7	12.0	15.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.8**	**8.7**	**8.7**	**12.0**	**15.3**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**4.8**	**8.7**	**8.7**	**12.0**	**15.3**
지배주주지분포괄이익	0.0	8.7	8.7	12.0	15.3
NOPAT	5.0	8.9	8.8	12.0	15.5
EBITDA	7.0	12.1	12.4	16.9	21.9
성장성(%)					
매출액증가율	57.7	47.8	5.9	27.7	27.6
NOPAT증가율	61.3	78.0	(1.1)	36.4	29.2
EBITDA증가율	59.1	72.9	2.5	36.3	29.6
영업이익증가율	65.7	79.3	1.0	36.2	28.0
(지배주주)순익증가율	65.5	81.3	0.0	37.9	27.5
EPS증가율	63.5	81.3	(14.0)	24.0	27.8
수익성(%)					
매출총이익률	42.0	40.9	40.8	41.7	41.7
EBITDA이익률	34.1	39.9	38.6	41.2	41.9
영업이익률	28.3	34.3	32.7	34.9	35.0
계속사업이익률	23.4	28.7	27.1	29.3	29.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	600	1,088	936	1,161	1,484
BPS	1,614	2,624	2,853	3,915	5,301
CFPS	747	1,346	1,343	1,649	2,123
EBITDAPS	870	1,509	1,332	1,639	2,123
SPS	2,563	3,788	3,449	3,972	5,068
DPS	63	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	17.0	13.7	10.8
PBR	N/A	N/A	5.6	4.1	3.0
PCFR	N/A	N/A	11.9	9.7	7.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	13.3	9.7	7.4
PSR	N/A	N/A	4.6	4.0	3.1
재무비율(%)					
ROE	45.0	50.6	34.2	34.3	32.2
ROA	19.7	26.6	22.1	24.8	24.6
ROIC	23.2	32.7	27.7	31.0	30.8
부채비율	121.5	71.3	42.8	34.3	28.2
순부채비율	95.8	33.4	13.0	5.7	2.1
이자보상배율(배)	23.3	32.6	36.8	55.2	64.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**5.7**	**14.2**	**15.3**	**20.1**	**25.6**
금융자산	0.4	5.6	6.1	8.4	10.7
현금성자산	0.4	4.9	5.4	7.5	9.5
매출채권 등	3.8	5.6	5.9	7.5	9.6
재고자산	1.3	2.7	2.8	3.6	4.6
기타유동자산	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
비유동자산	**22.9**	**22.6**	**26.7**	**34.2**	**44.6**
투자자산	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
금융자산	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	22.0	22.2	26.3	33.8	44.2
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동자산	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자산총계	**28.6**	**36.9**	**42.0**	**54.3**	**70.2**
유동부채	**7.6**	**8.9**	**6.2**	**7.4**	**9.0**
금융부채	4.7	6.3	3.5	4.3	5.4
매입채무 등	2.4	1.4	1.5	1.9	2.4
기타유동부채	0.5	1.2	1.2	1.2	1.2
비유동부채	**8.1**	**6.4**	**6.4**	**6.4**	**6.4**
금융부채	8.1	6.4	6.4	6.4	6.4
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**15.7**	**15.4**	**12.6**	**13.8**	**15.4**
지배주주지분	**12.9**	**21.5**	**29.4**	**40.4**	**54.7**
자본금	1.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
자본조정	0.0	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	11.9	20.0	27.9	38.9	53.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**12.9**	**21.5**	**29.4**	**40.4**	**54.7**
순금융부채	12.4	7.2	3.8	2.3	1.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

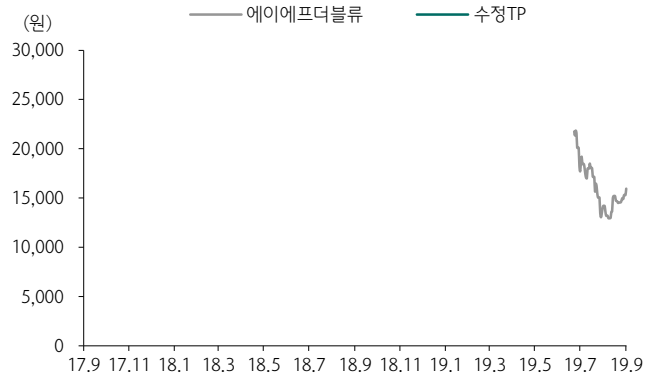
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**3.7**	**6.7**	**10.2**	**12.4**	**16.2**
당기순이익	4.8	8.7	8.7	12.0	15.3
조정	1.1	2.4	1.9	2.5	3.6
감가상각비	1.2	1.6	1.9	2.6	3.6
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	0.8	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.2)	(4.4)	(0.4)	(2.1)	(2.7)
투자활동 현금흐름	**(6.1)**	**(2.1)**	**(6.0)**	**(10.2)**	**(14.3)**
투자자산감소(증가)	(0.8)	0.4	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(6.0)	(1.8)	(6.0)	(10.0)	(14.0)
기타	0.7	(0.7)	0.0	(0.2)	(0.3)
재무활동 현금흐름	**2.6**	**(0.0)**	**(3.7)**	**(0.2)**	**0.0**
금융부채증가(감소)	2.0	0.0	(2.8)	0.8	1.1
자본증가(감소)	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	(2.9)	(0.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(0.3)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
현금의 증감	**0.2**	**4.6**	**0.5**	**2.0**	**2.0**
Unlevered CFO	6.0	10.8	12.5	17.0	21.9
Free Cash Flow	(2.3)	4.8	4.2	2.4	2.2

자료: 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에이에프더블류



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	27,800		
19.9.8				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 09월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안주원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안주원)는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.