

# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst  
윤혁진

hjyoon2019@sk.co.kr  
02-3773-9025

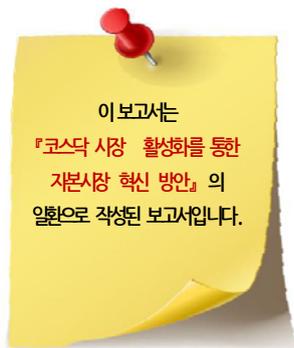
### Company Data

자본금	40 억원
발행주식수	1,031 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,403 억원
주요주주	
진정(외3)	52.75%

외국인지분률	0.60%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(19/10/11)	13,850 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	21,850 원
52주 최저가	12,950 원
60일 평균 거래대금	22 억원



## 에이에프더블류 (312610/KQ | Not Rated)

### ESS 기대감은 바닥, 전기차 기대감은 솔솔

- 전기차 및 ESS 배터리용 2 차전자 부품(음극마찰용접단자) 제조 업체
- 국내 ESS 화재 영향으로 출하부진. 상장 이후 실적 부진 지속
- 4 분기부터 고객사의 전기차용 배터리 출하 증가로 성장 기대
- 신규 공장 증설, 중국 진출, 신제품 출시로 장기 성장성 확보

### ESS 화재 영향으로 최근 실적 부진 기록

에이에프더블류의 2 분기 실적은 매출액 63.9 억원(-31.8%YoY, -1.8%QoQ), 영업이익 11 억원(-69.4%YoY, -46.3%QoQ)으로 부진한 실적을 기록했다. 국내 ESS 화재발생에 따라 2018 년 3 분기부터 부진했던 고객사의 중대형 배터리 매출액이 2019 년 2 분기에도 전년 대비 10% 이상 감소하면서 부품업체인 동사는 더 큰 재고 조정 영향을 겪었을 것으로 추정한다. 추가적으로 상반기 상여금 5 억원을 포함 인건비 증가로 영업이익은 감소폭은 매출액 감소폭을 크게 상회했다.

### 4 분기부터 본격적인 매출 성장 기대

다시 발생한 국내 ESS 화재로 고객사의 3 분기 중대형배터리 매출액도 당초 전분기 대비 60% 이상 증가할 것으로 전망했지만, 최근에는 30%수준으로 그 기대치가 낮아진 상황이다. 따라서 3 분기까지 동사의 매출성장도 기대치를 하회할 가능성이 높아 보인다. 다만 4 분기부터 고객사의 전기차용 배터리 매출액이 급증할 것으로 예상되며, ESS 용 배터리도 국내 예산 집행에 따른 출하 기대감이 있어 에이에프더블류의 매출액도 4 분기부터 회복될 수 있을 것으로 전망한다

### 2020 년 전기차 시장은 유럽 배기가스 규제 강화로 회복 예상

현재 중국은 보조금은 축소로 역성장 중이지만, 한국 배터리 업체들의 주 시장인 유럽은 2020 년부터 이산화탄소 배출량 규제가 95g/km 로 강화되면서 성장이 지속될 것으로 전망한다. 2021 년부터는 이산화탄소 배출 규제에 따른 벌금도 자동차 업체들이 부담스러울 수준으로 부과될 것으로 전망되고 있다. 따라서 2020 년에는 유럽을 중심으로 다수의 전기차 신모델이 출시가 예정되어 있다. 그에 따른 전기차용 배터리 시장도 빠르면 2019 년 4 분기부터 회복될 것으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원				130	205	303
yoy	%					57.3	47.8
영업이익	억원				35	58	104
yoy	%					67.4	79.3
EBITDA	억원				44	70	121
세전이익	억원				33	55	102
순이익(지배주주)	억원				29	48	87
영업이익률%	%				26.5	28.2	34.4
EBITDA%	%				34.1	33.9	39.8
순이익률%	%				22.5	23.4	28.7
EPS	원				367	600	1,070
PER	배						
PBR	배						
EV/EBITDA	배				2.2	1.8	0.6
ROE	%					45.0	50.7
순차입금	억원				99	124	72
부채비율	%				139.4	121.5	71.3

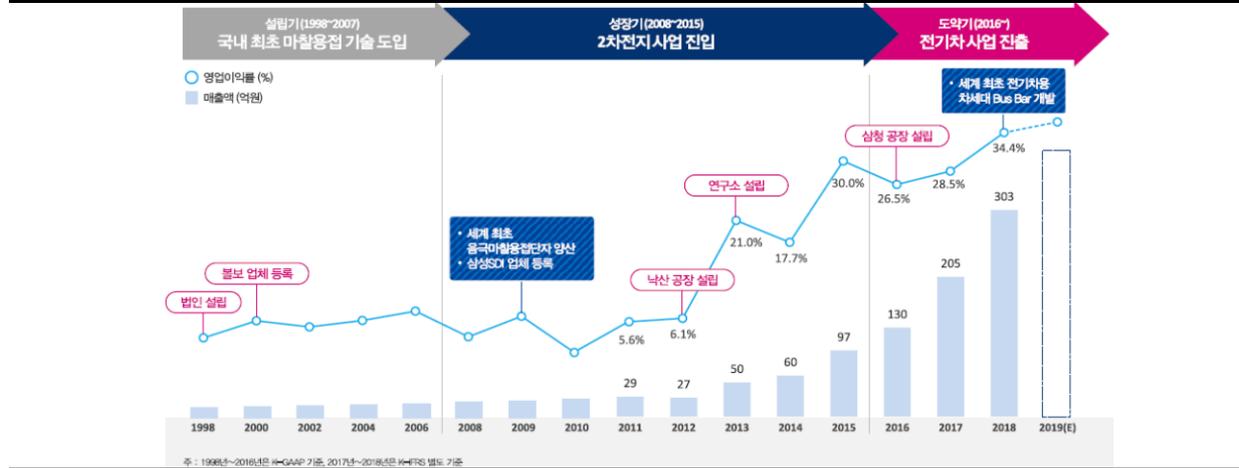
## 신시장 중국 진출 + 신제품 Bus Bar 기대

동사는 중국에 합작사를 설립해 중국 2 차전지 시장 진출 예정이다. 중국 전기차는 절반 이상이 각형 타입의 2 차전지를 사용해 동사의 주요 제품인 음극마찰용접단자를 공급시 높은 성장성을 보일 것으로 예상된다. 동사의 신제품인 CAF Bus Bar 가 기존의 Cu 전선 또는 CCA Bus Bar 보다 경량화, 비용 측면에서 우위에 있기 때문에 기존 제품을 대체해 나갈 것으로 전망된다(Bus Bar 란 전기차, 선박, 항공기 등에서 전선을 대체하여 큰 전기용량을 배터리 또는 발전기에서 전장품으로 공급하는 역할을 하는 전선 대용품). 2020 년부터 4 공장 가동에 따른 생산 증가, 중국 진출에 따른 매출 증대, 2021 년 이후는 신제품 Bus Bar 기대로 장기성장성을 높여 갈 것으로 전망한다.

## 마찰용접이란 핵심 기술을 보유한 전기차용 각형 배터리 부품 공급 업체

에이에프더블류(A.F.W)는 마찰용접 기술을 토대로 리튬 이온 2 차전지 부품 중 하나인 Cap Ass'y 의 음극부 내부와 외부를 연결해주는 부품인 음극마찰용접단자를 주로 생산하는 업체다. 동사는 2009 년 세계 최초 음극마찰용접단자 양산을 개시해 삼성 SDI 로 공급하면서 전기차용 부품 업체로 발돋움 했다. 마찰용접은 이종소재(Cu/Al)를 2,000rpm 정도의 고속 회전으로 마찰열을 발생시켜 접합에 충분한 상태가 되면, 강한 기계 압력으로 압접시키는 고상압접방식이다. 일반 용접으로는 이종재질의 접합이 불가능하지만, 동사는 자체 제작한 설비(독일 경쟁사 제품 대비 가격 1/7, 생산성 2 배 추정)를 통한 마찰용접으로 고강도의 접합을 실현해 높은 성장성과 수익성을 유지하고 있다. 현재 연 5,000 만개 생산 Capa 를 보유하고 있으며, 공모자금을 바탕으로 4 공장을 신축해 2020 년에는 2,500 만개의 생산 Capa 가 추가될 것으로 예상된다.

AFW 성장 연혁



자료 : AFW, SK 증권

마찰용접

이종소재를 2,000 rpm 정도의 고속 회전으로 마찰열을 발생시켜 접합에 충분한 상태가 되면, 강한 기계 압력으로 압접시키는 고상압접 방식



자료 : AFW, SK 증권

음극마찰용접단자의 강점

**음극마찰용접단자**

각형 배터리 상판 (Cap Ass'y) 을 통해 전기가 통하도록 해주는 역할을 함 (구리, 알루미늄으로 구성)

구리 (Cu)  
동종소재 용접  
이종소재 용접  
동종소재 용접  
알루미늄 (Al)

Cu/Al 용접은 마찰용접만 가능

**용접 종류별 비교**

구분	Cu/Al 용접	접합 강도
<b>마찰용접</b>	O	강함
아크용접	X	X
초음파용접	△	약함
레이저용접	X	X

자료 : AFW, SK 증권

기대되는 신제품 CAF Bus Bar

**CAF Bus Bar**  
(Copper Aluminium Friction Welded Bus Bar)

마찰용접 기술과 단조 기술의 장점을 활용, Cu와 Al 소재를 마찰용접으로 접합 후, 단조 기술을 적용하여 원하는 두께와 폭을 갖는 부품으로 제조 (한국/중국 특허 출원 완료)

Copper  
Aluminium  
Copper

**CCA Bus Bar**  
(Copper Clad Aluminium Bus Bar)

Copper와 Aluminium 금속을 열간압연 또는 연속주조방식으로 표피층을 구리로 하여 전기, 전력용 전도체로 사용하는 부품

Copper Aluminium  
Copper

**Bus Bar 제품별 비교**

구분	Cu/Al Bus Bar	
	CCA	CAF
밀도 (g/cm <sup>3</sup> )	4.58	3.96
접합 강도	보통	우수
품질	접합부バリ, Crack (압출, 열처리)	우수
도전율 (IACS)	73%	60%
중량	51%	44%
소재 비용	44%	36%
제조 공정	복잡	보통
단가	85%	80%↓

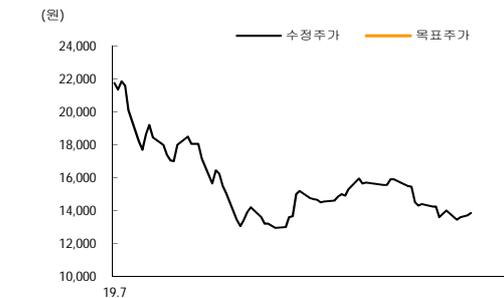
CAF 경쟁우위

- 품질 ↑
- 경량화 ↑
- 원가 경쟁력 ↑
- 가격 경쟁력 ↑

※ CAF : Copper Aluminium Friction Welding  
※ CCA : Copper Clad Aluminium

자료 : AFW, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2019.10.15	Not Rated			
2019.07.02	Not Rated			



### Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 11일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>유동자산</b>			29	57	142
현금및현금성자산			2	4	49
매출채권및기타채권			11	38	56
재고자산			8	13	27
<b>비유동자산</b>			172	229	226
장기금융자산				8	3
유형자산			172	220	222
무형자산			0	1	1
<b>자산총계</b>			201	286	369
<b>유동부채</b>			25	76	89
단기금융부채			15	47	63
매입채무 및 기타채무			2	16	4
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>			92	81	64
장기금융부채			92	81	64
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
<b>부채총계</b>			117	157	154
<b>지배주주지분</b>			84	129	215
자본금			10	10	40
자본잉여금					4
기타자본구성요소					-29
자기주식					
이익잉여금			74	119	200
비지배주주지분					
<b>자본총계</b>			84	129	215
<b>부채외자본총계</b>			201	286	369

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>영업활동현금흐름</b>			39	37	67
당기순이익(손실)			29	48	102
비현금성항목등			10	12	21
유형자산감가상각비			9	12	16
무형자산감가상각비			0	0	0
기타					4
운전자본감소(증가)			-1	-22	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)			3	-28	-17
재고자산감소(증가)			-4	-5	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)			1	6	-12
기타			6	-51	-36
법인세납부					-9
<b>투자활동현금흐름</b>			-99	-61	-21
금융자산감소(증가)			1	-1	-2
유형자산감소(증가)			-100	-60	-18
무형자산감소(증가)			0	0	-1
기타			0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>			59	26	0
단기금융부채증가(감소)			5		-10
장기금융부채증가(감소)			56	20	12
자본의증가(감소)					3
배당금의 지급			3	3	5
기타			0	8	
<b>현금의 증가(감소)</b>			-1	2	46
기초현금			3	2	3
기말현금			2	4	49
FCF			-152	-12	48

자료 : 에이에프더블류, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>매출액</b>			130	205	303
<b>매출원가</b>			76	119	179
<b>매출총이익</b>			54	86	124
매출총이익률 (%)			41.7	42.0	40.9
<b>판매비와관리비</b>			20	28	20
영업이익			35	58	104
영업이익률 (%)			26.5	28.2	34.4
비영업손익			-2	-3	-2
<b>순금융비용</b>			2	2	3
외환관련손익			0	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>					
세전계속사업이익			33	55	102
세전계속사업이익률 (%)			25.1	26.8	33.6
계속사업법인세			3	7	15
<b>계속사업이익</b>			29	48	87
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익			29	48	87
<b>순이익률 (%)</b>			22.5	23.4	28.7
지배주주			29	48	87
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>			22.54	23.4	28.73
<b>비지배주주</b>					
총포괄이익			29	48	87
지배주주			29	48	87
<b>비지배주주</b>					
EBITDA			44	70	121

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>성장성 (%)</b>					
매출액				57.3	30.3
영업이익				67.4	104
세전계속사업이익				68.1	102
EBITDA				56.7	121
EPS(계속사업)				63.3	1,070
<b>수익성 (%)</b>					
ROE				45.0	50.7
ROA				19.7	26.6
EBITDA마진			34.1	33.9	39.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율			116.1	75.5	159.7
부채비율			139.4	121.5	71.3
순차입금/자기자본			117.1	95.9	33.4
EBITDA/이자비용(배)			24.2	28.0	37.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)			367	600	1,070
BPS			1,052	1,614	2,624
CFPS			491	747	1,272
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)			2.2	1.8	0.6
EV/EBITDA(최저)			2.2	1.8	0.6