

에프티이앤이(065160, KQ)

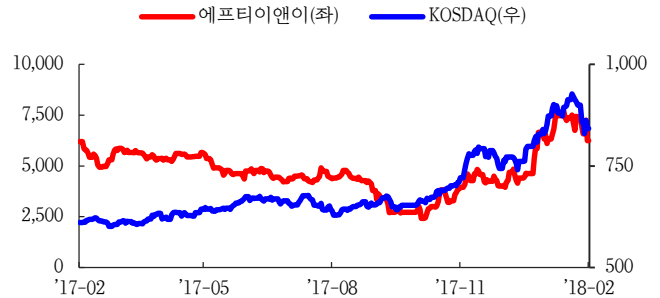
기다림은 배신하지 않는다

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
4,231	Positive	9,710	6,240	55.60↑

비즈니스 이슈

나이키, Polytec, GM 등 글로벌 기업들과 연이어 계약을 맺으며 나노섬유를 세계 유일하게 대량 생산할 수 있는 동사가 세간의 이목을 끌고있다. 나노섬유는 얇아서 눈에 보이지 않지만, 동사의 폭발적 성장은 훗히 드러난다. 작년 3분기 완벽한 턴어라운드를 기점으로 2018년 동사의 완벽한 상승곡선을 직접 확인하라! 2018년 매출액 1,365억 원(YoY + 79.1%), 영업이익 477억 원(YoY +517.6%)이 예상된다.

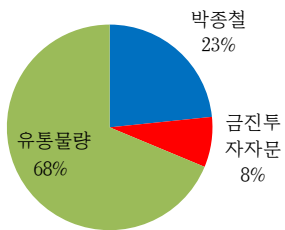
코스닥 지수 및 에프티이앤이 주가 추이 (단위 : 원, pt)



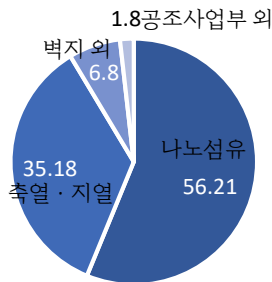
투자포인트

- ① 동사는 독자적인 기술력을 바탕으로 나노섬유를 대량으로 생산할 수 있는 기업
- ② 나노섬유의 활용성이 점차 부각되며 지난 3분기부터 매출액이 급증하기 시작하였음
- ③ 나노섬유는 공장 필터, 기능성 섬유, 헬스케어, 전기전자 등 무궁무진한 활용 가능성이 있음
- ④ 정부의 신재생에너지 육성 정책으로 태양광 사업이 크게 발전할 것임
- ⑤ 오버행 이슈가 있으나 향후 동사의 폭발적 성장을 고려했을 때 본질적인 리스크 요인은 아닌 것으로 파악됨
- ⑥ 적정주가 산정은 2018년 예상 EPS 534원에 Peer PER 22.27에서 20% 할인한 17.01배를 적용

주주현황



매출구성 (2017E)



투자자 거래종합 (단위 : 천 주)

날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
02/09	-1,074	1,065	-39	02/09	주식등 대량상황보고
02/08	525	-1,030	510	01/04	주식등 대량상황보고
02/07	252	-149	-88	12/18	주식등 대량상황보고
02/06	20	97	-92	12/14	특정증권 소유상황보고
02/05	-313	173	147		
02/02	-177	-177	131		

최근 공시 내용

에프티이앤이 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억 원, 원, 배, %)

구분	TEAM 삼정				시장 컨센서스	
	2015	2016	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	482	449	762	1365	681	1399
영업이익	-182	6	76	477	83	321
영업이익률	N/A	N/A	10.00%	35%	12.18%	23.00%
순이익	-163	-10	37	362	34	298
EPS	-477	-18	55	534	50	347
PER	N/A	N/A	N/A	17.01	124.43	14.22

들어가며: 시대를 통찰하는 투자가의 안목

패러다임의 전환에 주목하라

모든 것이 시시각각 변화하는 첨단 과학기술 시대에서는 어떤 기업이 성공하는가? 기술 변화의 소용돌이 속에서도 시대 변화의 흐름을 읽고 혁신을 선도할 수 있는 기업이 성공할 것이다. 그렇다면 첨단 정보화 사회에서 성공하는 투자자가 되기 위해서는 무엇이 필요한가? 앞선 경우와 마찬가지로 시대적 패러다임을 통찰하고 성장 가능성이 충분한 신산업에 선제적으로 투자할 수 있는 용기와 결단력이다. 남들과는 다른 시각에서 다가올 변화를 미리 예측할 수 있다면 그보다 더 훌륭한 투자자는 없을 것이다. 지금 이 순간에도 우리를 둘러싼 환경은 빠른 속도로 변화하고 있으며, 우리가 알던 기존의 산업들은 새로운 전환기를 맞고 있다.

나노섬유 시대의 서막이 열렸다

나노섬유의 기능 및 시장규모

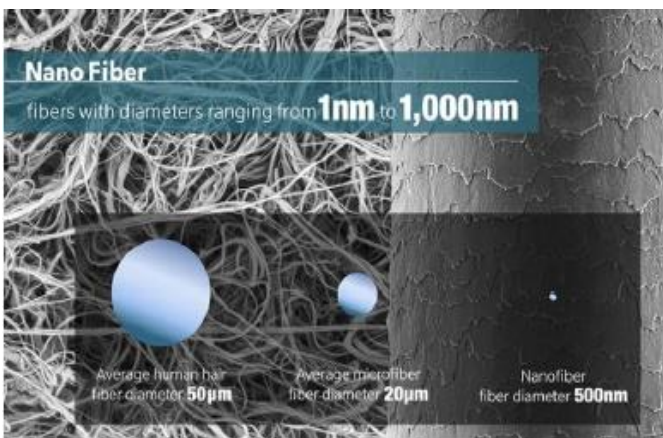
‘나노(NANO)’는 우리가 흔히 알고 있듯 아주 미세한 단위를 의미한다. 통상적으로 1나노미터(nm)는 10억분의 1미터를 의미하는데 머리카락의 굵기보다 약 50배 얇다고 볼 수 있다. [그림 1] 일반섬유에 비해 그 얇기가 대단히 얇은 만큼 나노섬유는 기존의 소재들이 가지지 못한 새로운 장점을 지니고 있다. 나노섬유를 겹겹이 쌓아 올린 것을 나노 멤브레인이라 하는데, 미세한 크기의 무수한 구멍들이 나노섬유 사이사이에 생기면서 물을 막아주는 소수성(Hydrophobic Property)을 띠기도 하고, 해로운 박테리아 혹은 먼지들을 걸러 내는 데도 효과적이다. 이러한 나노섬유의 강점은 점차 다양한 산업에서 그 활용도가 커지고 있으며 시장 규모는 빠른 속도로 성장하고 있다. 실제로 나노섬유의 시장 규모는 2010년에 1억 4천 달러에 불과했으나 2015년 4억 5천 달러를 넘어섰으며, 2019년에는 약 10억 8천 만달러 규모로 연평균성장률이 30%에 달할 것으로 기대되고 있다. [그림 2]

나노섬유의 대중화를 이끌어 낼 동사의 기술력

나노섬유 생산 방식과 동사 기술력의 우수성 (상향식 전기방사) : 균일한 물성의 나노섬유를 대량 생산

동사는 ‘전기방사(Electric Radiation)’ 방식을 이용하여 전세계에서 최초로 나노섬유 대량생산 기술을 발명했다. 전기방사 방식은 표면장력에 의해 노즐 끝에 물방울 모양으로 달려있는 폴리머 용액에 전류를 보내 얇은 나노섬유를 용액으로부터 추출하는 방법이다. 현재까지 개발된 전기방사 방식은 총 세 가지로 하향식, 측향식, 상향식으로 나뉘며 폴리머 용액을 분사하는 노즐의 위치에 따라 구분한다. 현재까지 하향식 전기방사는 Hollingsworth & Vose (H&V), 측향식 전기방사는 Donaldson 등이 사용하고 있으나 하향식 전기방식은 균일한 물성의 나노섬유 생산이 어렵고 측향식은 지나치게 복잡하여 대량 생산이 힘들다는 단점이 있다. 이에 반해 동사의 상향식 방식은 섬유직경과 구멍크기가 균일한 나노섬유를 대량으로 생산하므로 나노섬유의 대중화에 크게 기여할 것으로 기대된다.

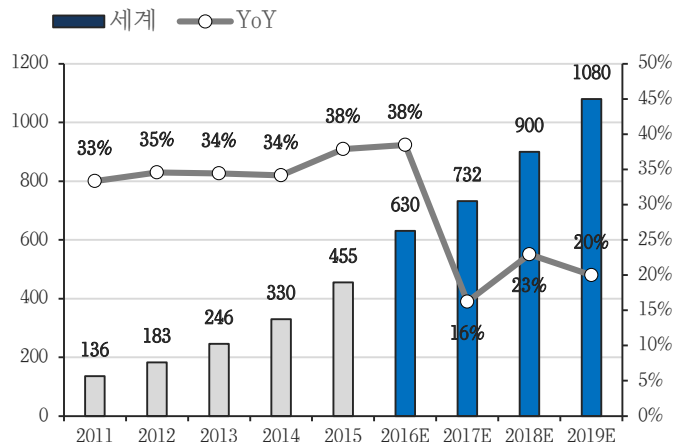
[그림 1] 나노섬유의 크기



자료 : 에프티이앤이, 팀 삼성

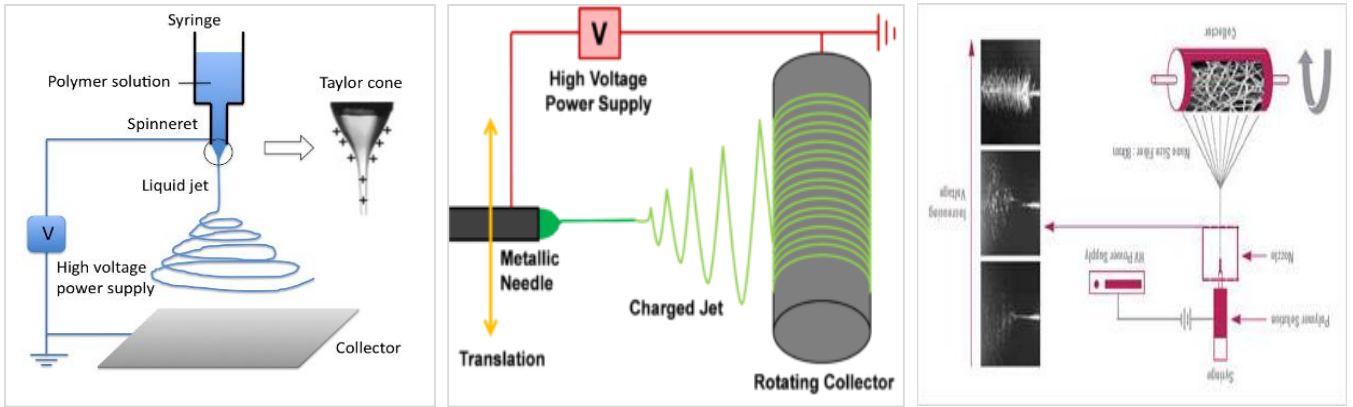
[그림 2] 세계 나노섬유 시장 규모

(단위 : Mil \$, %)



자료 : Technavio report, 팀 삼성

[그림 3] 나노섬유 생산 기술 비교 (전기방사)



[하향식 전기방사]

[측향식 전기방사]

[상향식 전기방사]

자료 : GOOGLE, 에프티이앤이, 팀 삼정

나노섬유의 가치를 말하다 ① 산업용 필터

나노섬유 필터의 우수성

동사가 작년에 개발한 나노섬유로 만든 산업용 필터는 크게 공장용 집진 필터, 혹은 자동차 에어컨 필터로 활용될 수 있다. 석탄화력발전소, 제철·제강, 기계제조 등의 생산 시설이 원활히 작동하기 위해서는 먼지와 같은 불순물이 기계 내부로 들어가지 않게 하는 것이 중요하다. 기존에는 부직포로 만든 필터가 주로 사용되었는데, 정전기 원리를 이용하여 먼지를 채집하는 방식이므로 시간이 지나며 점차 성능이 저하되고 오랜 기간 사용할 수 없는 단점을 지녔다. 이에 반해 나노섬유 필터는 집진율과 수명 기간이 월등한데 기존 부직포, 고어텍스 필터 대비 수명이 각각 7배, 2배 정도 뛰어나며 [그림 4], 집진율 역시 약 80배, 2배 우수하다. [그림 5]

나노섬유의 가치를 말하다 ② 기능성 섬유

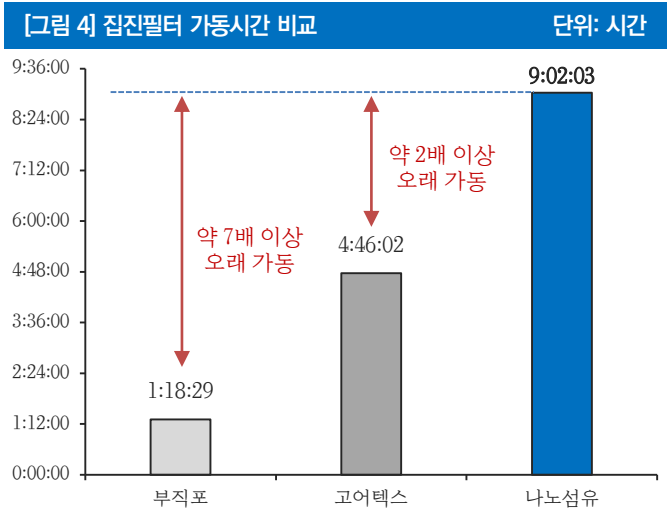
나노섬유 원단의 우수성

나노섬유의 무궁무진한 활용가치는 패션 산업에서도 진가를 발휘한다. 최근 뜨고 있는 패션 산업의 새로운 트렌드 중 하나는 '복합(multiplayer)'이다. 단순히 한 가지의 기능을 수행하기 보다는 캐주얼과 스포츠 모두를 소화할 수 있고, 방수(Waterproof)와 같은 부가 기능을 갖춘 제품이 인기를 끌고있다. 나노섬유를 적층하여 만든 나노 멤브레인은 이러한 트렌드에 최적화된 소재로서 방풍과 방수의 기능을 동시에 갖추고 있고 기존 소재인 고어텍스(e-PTFE)나 폴리에스테르(Polyester)에 비해 산소투과율이 각각 2.56배, 4.1배 우수하다 [그림 6]. 또한 방수와 방풍 기능을 갖추고 있어 스포츠웨어에 주로 활용되었던 고어텍스가 환경에 유해한 화학물질인 PFC(Perfluorinated Compounds)로 만들어져 환경론자들의 심각한 비판을 받고 있기 때문에, 향후 친환경적인 나노섬유에 대한 수요는 더욱 가파르게 증가할 전망이다.

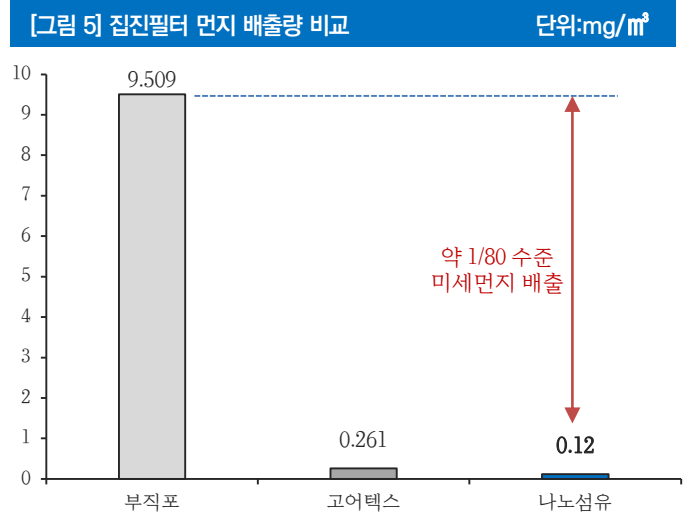
나노섬유의 가치를 말하다 ③ B2C 및 그 외의 산업

나노섬유 마스크의 우수성 및 무한한 활용성

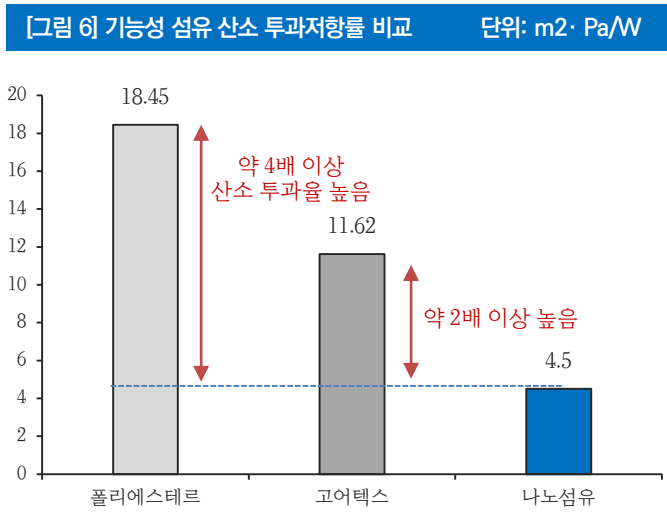
나노섬유의 우수한 집진 능력은 미세먼지를 우려하는 소비자에게 반가운 희소식이다. 나노섬유 마스크는 무엇보다도 정전기 원리를 활용하는 것이 아닌, 3D 적층 구조로 인해 먼지를 거르기 때문에 시간이 지나도 안정적으로 높은 여과 효율을 보여준다. 실제 국내 타 경쟁사의 마스크 제품이 사용한 지 하루가 지나자 여과율이 약 31-50%가 감소한 것에 반해, 동사가 개발한 테크노웹 마스크는 약 11% 남짓에 불과한 수치만이 감소하였다 [그림 7]. 따라서 미세먼지에 대한 우려가 커지고 있는 현 시점에서 소비자의 나노섬유 마스크에 대한 수요는 점차 급증할 것으로 전망한다. 또한 미세먼지 방진망, 마스크 팩 등을 포함한 B2C 부문의 3분기 누적 매출은 약 18억 원이며 작년 대비 약 2배 이상 증가한 규모이다. 이 외에도 의료용 마스크와 가운, 자동차의 벤트 캡 등에도 사용되는 나노섬유는 향후 그 활용성이 더욱 증대될 것으로 세간의 주목을 받고 있다.



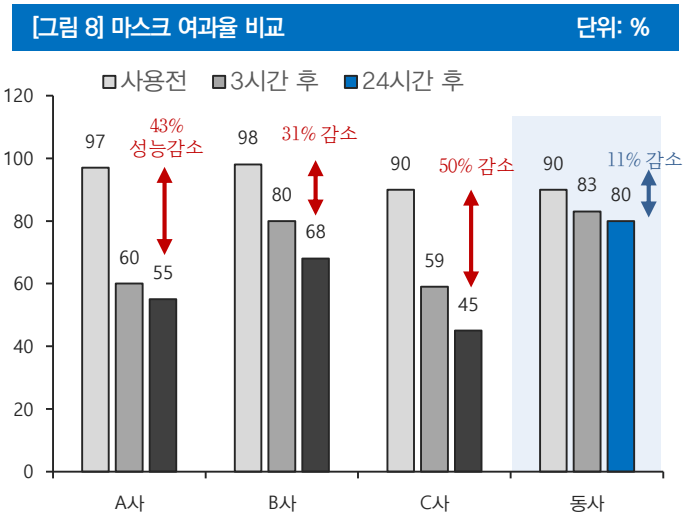
자료 : 동사 실험보고서, 팀 삼정



자료 : 동사 실험보고서, 팀 삼정



자료 : 동사 실험보고서, 팀 삼정



자료 : 동사 실험보고서, 팀 삼정

‘에프티이앤이’를 말하다

**기업 개요
: 에프티이앤이**

[1] 동사의 전신은 방축열, 태양광 발전 시스템 등 친환경 에너지 사업을 영위하는 이앤이시스템이다. 2002년 7월 코스닥 시장에 상장하였으며 2009년에 나노섬유 제조업체 에프티테크놀지를 흡수합병 하며 지금의 모습을 갖추게 되었다.

[2] 동사의 사업부는 크게 나노 사업부와 에너지 사업부로 구분된다. 나노 사업부는 전체 매출의 약 77%를 차지하며 에너지 사업부는 약 23%를 차지한다.

[3] 동사는 세계 최초로 균일한 품질의 나노섬유를 대량 생산할 수 있는 상향식 전기방사 공법을 개발하여 전세계에 약 500개 이상의 특허를 보유하고 있다.

[4] 동사는 2017년 3분기 기준 누적 매출액과 영업이익을 각각 482억 원(YoY + 39%), 44억 원(YoY + 144%)을 기록하였다. 작년 3분기를 기점으로 에너지 사업부의 적자가 해소되면서 영업이익이 큰 폭으로 증가하였다.

[5] 동사의 2018년 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 1,365억 원 (YoY + 79%), 477억 원 (YoY + 528%), 362억 원 (YoY + 878%)으로 예상된다. 2018년에 들어서며 나노 사업부의 성장세가 가속화 되었고 에너지 사업부의 실적 역시 선방하면서 우수한 실적을 기록할 전망이다. [그림 8]

나노섬유, 의류에 다가가다

기능성 섬유 부문 실적 전망

본 리서치 원은 2018년 동사의 기능성 섬유 부문 매출액 353억 원 (YoY + 221%),을 예상한다. 전세계 1위 스포츠 브랜드인 나이키(NIKE)와의 독점 계약이 이를 증명하듯 나노섬유에 대한 스포츠 브랜드 업계의 관심이 나날이 증가하고 있다. 나노섬유는 우수한 기능을 바탕으로 기존 인공섬유 시장에서 점유율이 점차 확대될 것이라 예상하며 의류시장에서 나노섬유의 가치는 향후 수 조원에 달할 것이라 전망한다. 이것이 동사의 2018년 이후가 기대되는 이유이다.

나이키가 나노섬유를 입는다

나이키와의 편향적 독점 계약 : 동사의 경쟁력 반영

동사는 2015년 10월 5일 세계 스포츠 1위 브랜드 나이키와 나노 멤브레인(나노섬유) 독점 계약을 체결하였다. 계약 내용은 일반 원단에 나노 멤브레인을 코팅하여 원단 자체를 공급하는 것으로, 동사는 나이키에 대한 독점 판매권을 지니나 나이키는 동사에 독점적 영업권을 지니지 못하는 편향성 독점계약 형태였다. 세계 최고의 스포츠 기업이 국내의 중견기업에게 이러한 특혜를 주는 것은 드문 일이다 그만큼 동사의 기술력을 인정하고 그 잠재성을 높이 평가하였기 때문에 가능했던 것으로 보인다.

나이키 제품 출시 효과 : 매출 수직 성장

2년 간의 성능 테스트 기간을 거쳐 작년 10월 동사의 나이키 제품이 정식으로 처음 출시되었고 현재 판매 가격은 279,300원 이다. 이는 타 나이키 제품과 비교하였을 때 고가에 속하는 편이지만 옷의 성능을 고려하였을 때 합리적인 가격 수준인 것으로 보인다 [그림 8]. 이러한 나이키 효과를 반영하듯 실제 동사 작년 3분기 의류 매출은 약 38억 원으로 2016년 전체 의류 매출 10억원의 3.8배 수준이었다.

나이키 향 매출의 무한한 가능성

본 리서치 원은 향후 작년 3분기에 첫 출시된 것을 기점으로 향후 동사의 나노섬유를 적용한 나이키 제품이 더욱 다양해질 것이라고 예상한다. 만약 나이키 의류 제품에 10% 가량 나노섬유가 적용된다면, 약 ****1,090억 원** 규모의 매출 (2017년 매출액의 약 10배 수준) 이 발생할 것으로 기대된다.

2016년 나이키의 전체 매출액은 323억 76만 달러로 약 39조 원 이다. (2016년 12월 30일 환율 기준 1207 USD/KRW) 전체 매출 중 나이키 의류 비중은 약 28%이며 의류 원가구조를 살펴보면 원단 가격은 전체 판매가격의 약 10%를 차지하므로 '39조 원 * 0.28(의류 비중) * 0.1 (점유율) * 0.1 (원단 비중)' 계산 식으로 도출하였다.

[그림 3] 나이키 제품 비교 (원단에 따른 옷의 성능 차이)



제품명	나이키 르브론 재킷	나이키 스포츠웨어 다운 재킷	나이키 실드 맥스 재킷	나이키 실드 후디 재킷	나이키 조일 에어로실드 후디 재킷
현재 판매 가격	249,000	195,300	222,900	104,300	279,300
주요 원단	나일론	폴리에스테르	폴리에스테르	폴리에스테르	나노섬유
신축성	보통	낮음	낮음	낮음	높음
땀 흡수	낮음	보통	보통	보통	높음

자료 : 나이키코리아, 팀 삼정

전세계가 나노섬유를 품는다

나노섬유의 잠재적 시장 가치

본 리서치 원은 나노섬유의 장점을 바탕으로 나노섬유가 향후 섬유 시장에서 1% 이상의 점유율을 확보하여 시장 가치가 수십 조 원에 이를 것으로 전망한다. (전세계 섬유 시장 규모는 2012년에 이미 1,700조 원을 돌파하였다) 나노섬유는 나일론과 폴리에스테르를 원재료로 만드는데, 의류에 가장 대중적으로 사용되는 두 인공섬유는 2016년 기준 전세계 생산 비중에서 약 60%의 점유율을 차지하고 있다. [그림 9] 폴리에스테르는 내구성이 강하고 땀 흡수가 가능하다는 장점이 있으나 신축성이 떨어진다는 단점이 있고, 나일론은 신축성이 양호하고 오염에 강하나 땀 흡수율이 낮다는 단점이 있다. 따라서 본 리서치원은 이러한 두 섬유의 단점을 보완한 나노섬유가 점차 시장에 더욱 주목을 받을 것으로 기대하고 있다.

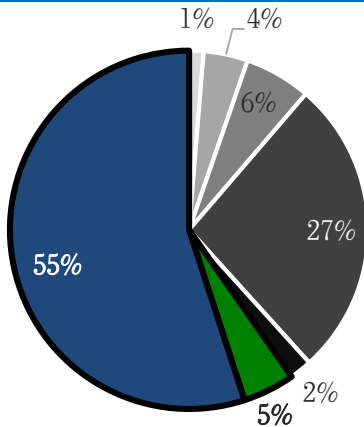
국내 효성 기업의 기능성 원단과의 성능 비교

국내 기업 효성의 경우, 일반 섬유에 라미네이트 코팅을 입힌 Proact @leisure를 프리미엄급 원단으로 판매하고 있다. 그러나 동사의 나노섬유가 당사의 제품보다 내수압과 통기성이 효성 제품에 비해 각각 66%, 133%이상 우수한 것으로 실험 결과 보고되었다. [그림 10] (동사 나노섬유 제품 중 nexture @ACTIVE 제품과 비교하였다.) 결론적으로 본 리서치원은 나노섬유가 향후 전체 섬유 시장에서 약 10% 이상의 점유율을 차지하리라 예측하며, 나노섬유의 잠재 시장 가치는 현재와는 비교할 수 없을 정도로 빠르게 성장할 것이다.

[그림 9] 전세계 섬유 생산 비중

단위: %

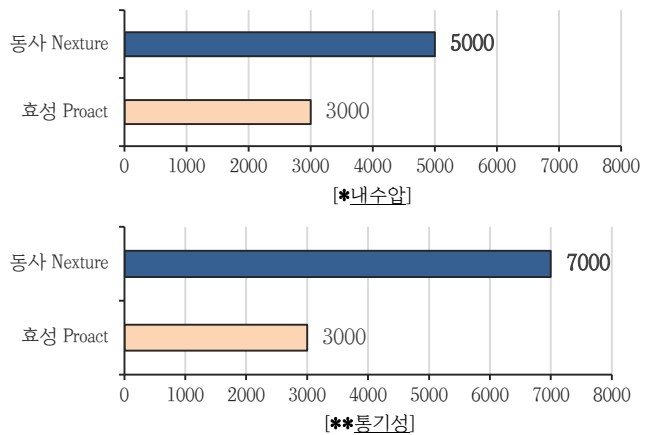
- 양모
- 폴리에틸렌
- 셀룰로오스
- 면
- 아크릴
- 나일론
- 폴리에스테르



자료 : TextileExchange, 팀 삼정

[그림 10] 효성 제품 원단 비교

단위: mmH2O, g/m² (24시간 기준)



자료 : 동사 실험보고서, 팀 삼정

* 내수압: 단위 면적당 일정한 수압을 가했을 때 견딜 수 있는 수치. 높을수록 방수의 기능이 뛰어나다.

**통기성: 옷감의 습기를 방출하는 성질. 높을수록 체내 열 배출이 용이하여 쾌적하고 체온 유지 기능이 좋음.

나노섬유, 환경에 다가서다

산업용 필터 부문 실적 전망

본 리서치 원은 2018년 동사의 산업용 필터 부문 매출액 522억 원 (YoY + 128%)을 예상한다. 무엇보다도 미세먼지에 대한 문재인 정부의 규제가 날로 강화되는 현 시점에, 동사가 작년 1분기에 개발한 나노섬유 필터에 대한 국내 공장 수요가 빠르게 급증할 것으로 예상된다. 앞서 서두에서 언급했듯 나노섬유 필터는 기존 필터 대비 가동시간, 집진성능, 유지비용 측면 등에서 모두 우월한 결과치를 보여주고 있다.

미세먼지 종합 관리대책 : 강화된 미세먼지 배출 규제

지난 9월 26일, 문재인 정부는 미세먼지의 유해성에 대한 전국민적인 우려가 일자 이를 해소하기 위한 대책으로 '미세먼지 종합 관리대책'을 내놓는다. 해당 정책은 공장 시설과 일상 생활에서 발생하는 미세먼지를 2022년까지 약 30% 감축하는 것을 골자로 한다. 전국 미세먼지 배출 통계치에 따르면, 발전소와 사업장(공장)에서 배출되는 미세먼지의 양이 전체의 53%에 달한다. 다시 표현하자면 미세먼지 감축 정책의 칼날은 곧 공장과 발전소를 겨냥하고 있는 것이다.

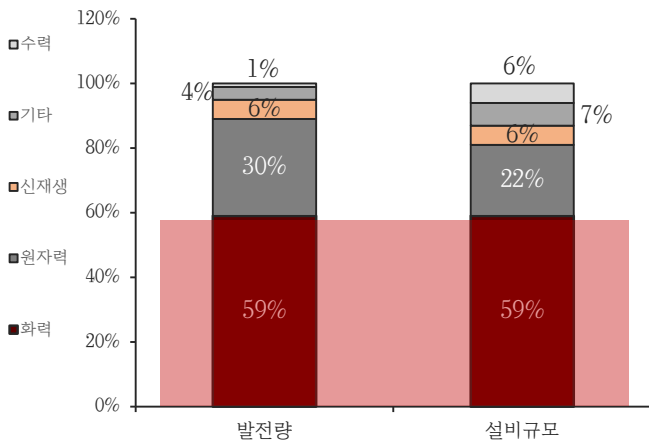
주요 미세먼지 배출처

미세먼지를 주로 배출하는 공장은 주로 석유정제공장, 시멘트제조공장, 제철·제강 공장이다. 발전소의 경우에는 대부분의 미세먼지는 화력 발전소를 통해 배출된다. 실제로 한전 통계를 보면 2016년에 화력 발전의 발전 설비 규모와 발전량이 전체에서 약 60% 가량을 차지하고 있다

정부의 규제 내용

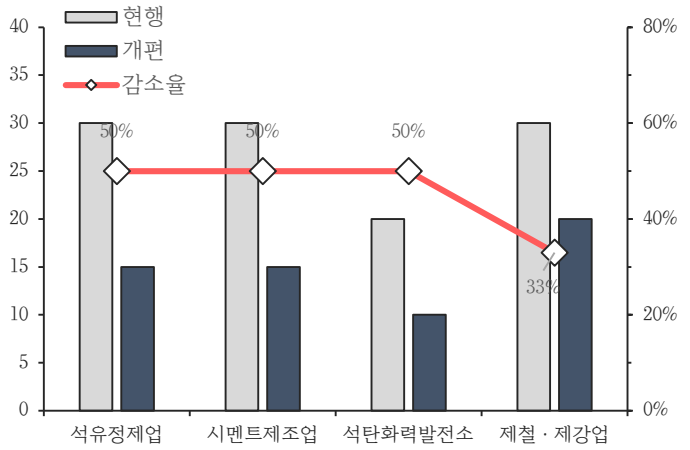
정부는 [1] 향후 공장 시설에 굴뚝자동측정기기(TMS)를 의무적으로 설치하여 오염물질 배출량을 실시간으로 감시하고, [2] 먼지 총량제를 확대함으로써 공장의 초미세먼지 허용 배출 범위를 약 1/2 수준으로 대폭 축소할 것을 예고했다. [그림 12] [3] 또한 초미세먼지의 간접 생성을 유발하는 질소산화물에 대해서도 1kg 당 2-3000 원 가량의 배출 부담금을 부과하여 오염 물질에 대한 사회적 규제를 대폭 상향하였다. 전문가들은 새로운 환경 규제로 인해 산업체가 짊어지게 될 환경부담금이 대략 1-2조원에 육박할 것이라고 추측하고 있으며, 미세먼지를 저감하기 위한 필요가 절실해진 상황에서 동사의 산업용 나노섬유 필터에 대한 수요가 급증할 것이라 전망한다.

[그림 11] 국내 발전원별 설비 및 발전 비중 단위: %



자료 : 한국전력, 팀 삼정

[그림 12] 미세먼지 규제 현안 단위: mg/Sm², %



자료 : 환경부, 팀 삼정

태양광 발전, 환경에 한 걸음 더

태양광 사업 부문 실적 전망

본 리서치 원은 2018년 동사의 태양광 사업 부문 매출액 135억 원 (YoY + 100%)을 예상한다. 앞서 언급한 미세먼지에 대한 규제 이외에도 문재인 정부는 ‘탈 화석연료화’를 추구하고 있다. 정부의 신재생에너지 장려에 힘입어 올해 동사의 태양광 사업의 매출액 역시 약진할 것으로 기대된다. 실제로 이러한 기조를 반영하듯 이미 지난 3분기 태양광 사업부의 매출액은 16억 7천만 원으로 1억 3천 만원에 불과했던 1분기 대비 약 13배 증가하였다.

태양광 발전, 환경에 한 걸음 더

미세관리 종합 관리대책 : 강화된 미세먼지 배출 규제

문재인 대통령이 취임 후 세 번째로 내린 지시는 에너지 관련 정책이었다. 석탄, 석유 등의 화석연료의 의존도를 낮추고 대체 에너지의 발전 비중을 늘리려는 에너지 정책은 현 정부의 큰 관심사이다. 이와 정부는 현재 6%에 남지한 신재생에너지 발전 비중을 2030년까지 20%로 끌어올릴 것을 목표로 하고 있으며 이를 위해 현재 태양광, 풍력 등의 사업을 적극적으로 장려하고 있다. 2030년 최대 전력 수요는 약 100.5GW 정도로 전망되고 있으며 (17년 기준 15.1GW), 태양광, 풍력 등의 재생에너지가 날씨에 민감한 점을 고려하여 최대 63.8GW의 설비 증설을 목표로 하고 있다.

신재생에너지 목표치

재생에너지 발전을 위한 설비는 농가, 주거 아파트, 유희부지 등 특별한 권역의 제한 없이 전국적인 규모로 세워질 전망이다. 정부의 이러한 적극적인 스탠스는 태양광 발전시스템 설치 사업을 운영하는 동사에게는 상당히 큰 호재로 작용할 것이며 작년 3분기까지의 수주 도금액과 계약잔액이 이미 130억 원을 상회하였다. 본 리서치 팀은 동사의 태양광 사업부의 매출액이 향후 2년 이내에 300-500억 원에 이를 것으로 기대한다.

리스크 포인트**※ 오버행이슈**

상장된 다음 해인 2003년부터 2016년까지, 동사의 재무 상태는 보릿고개를 방불케 할 만큼 고난과 시련의 연속이었다. 나노섬유 사업부의 잠재성은 인정 받았으나 본격적인 매출 확대로 이어지지는 않았었고, 기존의 주력 사업이었던 축열·지열 냉방시스템 사업이 경쟁이 악화로 인해 실적이 나빠졌다. 이로 인해 동사는 지난 3년 간 나노섬유 생산 설비를 추가로 늘리기 위해 BW/CB 발행과 유상증자를 세 차례 실시하여 각각 150억 원, 300억 원, 375억 원 규모의 자본을 조달했고 그 결과 행사되지 않은 전환사채 335만 주(전환가액 2,567원)와 신주인사권부사채 730만 주(행사가액 4,150원)이 있다. 이는 전체 주식의 약 16%에 해당하는 물량이며 향후 행사될 경우 주식에 악영향을 미칠 우려는 있다. 그러나 이러한 우려는 작년부터 급성장하는 동사의 성장세를 고려하였을 때 주가의 본질적인 위험 요소는 아니라 판단한다. 또한 작년부터 동사의 현금 흐름이 본격적으로 개선되기 시작했고 이미 생산 증설을 위한 투자가 상당히 진행되었으므로 추가 채권 발행은 없을 예정이다.

※ 가동률

현재까지 동사의 나노섬유 가동 라인은 총 4개로 캐나다 공장에 한 대, 필리핀 공장에 한 대, 그리고 국내 화성에 두 대가 설치되어 있다. 그런데 2017년부터 나노섬유의 수요가 급격하게 늘어나자 공장 가동률이 100%를 상회하였다. 이는 동사의 추가 매출 성장 모멘텀을 약화시키는 요인이다. 그러나 동사는 이러한 나노섬유의 수요가 급격하게 늘어날 것을 대비하여 이미 2년 전부터 추가 설비 증설에 대한 계획을 세워왔고 올해 상당한 규모의 증설이 이루어질 예정이다. 올 1분기에만 4대의 라인이 추가로 들어설 예정이고 3분기에 추가적으로 6대가 증설된다. 따라서 나노섬유 수요가 급증하는 것에 대한 가시적인 매출 성장은 증설이 이루어진 2분기부터 반영될 것으로 전망한다.

에프티이앤이 주가 가치 평가 – P/E 밸류에이션

동사의 적정주가를 산출하기 위해 PER Valuation을 사용하였다. 동사는 현재 독보적인 기술력을 바탕으로 동종 타 업계에 비해 시장에서 확실한 우위를 점하며 향후 가파른 성장이 예상되는 기업이다. 동사의 Peer로는 미국 나노섬유 생산 기업 Donaldson으로 선정하였다. Donaldson은 세계적으로 섬유 생산에서 인정받는 기업이며 축향식 전기방사 방식을 통해 나노섬유를 생산한다. 하향식 전기방사 방식을 이용하여 나노섬유를 생산하는 기업에는 우리나라노필과 Hollingsworth & Vose (H&V)가 있다. 그러나 H&V는 상장되어 있지 않고 우리나라노필은 현재 영업이 중단된 상태다. 따라서 단일 기업 Donaldson을 Peer로 선정하였다.

다만 동사 보다 시가 총액이 크고 매출액 규모가 크다는 점에서 20%를 할인하였다. 동사의 성장세가 훨씬 강하므로 그 이상의 할인은 불필요하다고 판단된다. Peer PER 22.72에서 20%의 할인을 주어 Target PER 17.01을 도출하였다. 이를 통해 산출한 목표 주가는 9,710원으로, 현재주가 6,240원, 상승여력 55.60%를 제시하며 투자의견 매수를 주장한다.

	에프티이앤이	Donaldson
시가총액	4,231	65,056
매출액(십억 원)	137	2,900
영업이익(십억 원)	48	418
당기순이익(십억 원)	36	290
매출액 성장률(%)	79.1	12
영업이익률(%)	34.9	17.3
2018 Fwd PER	-	22.72
Target PER	17.01	
EPS(원)	534	
적정주가(원)	9,710	
현재주가(원)	6,240	
상승여력(%)	55.57	

에프티이앤이 매출액 가정

나노섬유 사업부

앞서 언급했듯 동사는 현재 나노섬유 설비의 가동률이 17년도 3분기에 이미 모두 포화 상태에 이르렀다. 따라서 본 리서치원은 설비 증설이 완료되는 2분기 이전인 17년도 4분기와 18년도 1분기의 매출액이 17년도 3분기와 동일하다고 보았다. (17년도 3분기보다 매출액이 떨어질 변수는 없다고 판단하였다.) 또한 동사의 나노섬유 사업부의 성장은 작년부터 본격적으로 시작되었으므로 일부 사업부를 제외하고 2016년 이전의 데이터가 불필요하다고 판단하여 생략하였다.

산업용 필터 부문

산업용 필터는 크게 [1] 내수 부문과 [2] 수출 부문으로 나뉜다. 동사는 이전부터 산업용 나노필터를 해외 기업에 납품해오고 있었으므로 매출은 모두 수출에서 발생했다. 그리고 최근 들어 Polytec, GM, Camfil와 같은 굴지의 글로벌 기업들의 수요가 증가하자 17년에 매출이 급성장하였다. 본 리서치원은 해외 필터 업체들의 수요가 앞으로 더욱 증가할 것이라고 보았으며, 이에 18년도 2분기부터 분기별 매출이 약 45% 상승할 것이라 가정했다. 17년도 1분기부터 3분기의 CQGR이 30%였고 설비 증설 이전의 수요가 밀려 있다는 점을 감안하였을 때 무리가 없다고 판단하였다.

국내의 경우, 전기 집진기를 이용한 EPC 방식이 대세를 이루었으므로 국내에서 매출은 발생하지 않았다. 그러나 글로벌 필터 업체들이 기존 EPC 방식보다 집진율이 우수한 나노필터 방식으로 최근 옮겨왔듯, 국내 시장에서도 나노섬유 필터 도입이 점차 증가할 것이라 예상된다. 다만 아직은 전환기의 초기에 있다고 판단하고 18년 2분기부터 국내 매출은 해외의 약 10%로 가정하고 계산하였다.

(단위 : 백만 원)

		2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
산업용 필터	내수	0	0	0	0	0	0	477	692	1,003
	수출	10,419	3,902	5,789	6,580	6,580	6,580	9,541	13,834	20,060
	합계	10,419	3,902	5,789	6,580	6,580	6,580	10,018	14,526	21,063

자동차 에어컨 필터 부문

자동차 에어컨 필터의 경우, 미세먼지 저감과 직결되는 것이 아닌 차내의 쾌적함을 위한 필터이므로 최근 미세먼지 이슈와 큰 관련이 없다고 판단하였다. 17년도에 매출 성장이 이전보다 빨라졌으나 보수적인 관점에서 17년도 4분기 실적은 3분기와 같다고 가정하였고, 2018년도 총 매출은 14-16년 3개년 CAGR 8%를 가정하여 실적을 추정했다.

(단위 : 백만 원)

		2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2018E
차량용 필터		983	1092	1,158	434	643	731	731	2,742

기능성 섬유 부문

의류 부문의 매출액은 필터레이션 사업부와 마찬가지로 17년부터 급격하게 상승하기 시작했다. 이는 나이키를 주축으로 데상트, 코오롱 FNC와 같은 일부 기업에 대한 납품이 증가했기 때문이다. 다만 각 계약의 규모나 기간에 대한 세부 내용을 구체적으로 공시한 바가 없어 업체별로 매출액을 나누어 추정하기에는 어려움이 따랐다. 따라서 앞선 필터 사업부와 마찬가지로 대기수요가 존재한다는 사실과 동사의 나이키 제품이 본격적으로 시판되었다는 점을 고려하여 18년도 2분기부터 분기별 매출이 60% 상승할 것으로 가정하였다. 17년도 1-3분기의 매출 증가 추세가 필터 사업부보다 더 가팔랐다는 점을 고려하였을 때 무리가 없다고 판단한다.

(단위 : 백만 원)

		2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
의류		1,016	459	2,965	3,812	3,812	3,812	6099.2	9,759	15,614

B2C 부문

동사의 B2C 사업부 17년도 매출 역시 16년에 비해 크게 성장하는 모습을 보여주고 있다. 이는 최근 몇 년간 미세먼지가 심했던 여파로 마스크와 방진망에 대한 수요가 늘어났기 때문이다. 동사는 나노섬유로 만든 미세먼지 방진망과 마스크를 16년도 하반기와 17년도 상반기에 각각 출시하였다. 동사의 제품은 일반 제품보다 미세먼지 차단율이 우수한 것으로 알려져 있다. 올해에도 작년과 마찬가지로 미세먼지에 대한 국민적 관심이 높을 것이다. 따라서 동사의 18년도 B2C 사업부 매출 역시 전년도의 상승 추세를 이어갈 것이므로 18년도 2분기부터 분기별 성장률 30%를 가정하여 매출액을 도출하였다.

(단위 : 백만 원)

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
B2C	572	676	770	305	305	305	397	515	670

전기전자/헬스케어 부문

전기전자/헬스케어 부문에는 의료용 마스크, 수술용 가운, 자동차용 벤트 캡 등이 포함된다. 해당 부문의 매출액 규모는 이미 상당한 편이지만, 올해 내에 크게 매출 증가를 기대할 외부 이슈는 없다고 판단하였다. 향후 통신, 첨단 의료 장비, 2차 전지 분리막 등의 사업으로 진출하게 된다면 큰 폭의 매출액 향상이 기대해볼 수 있다. 따라서 올해 예상 매출액은 최근 3개년 CAGR 8%를 적용하여 추정하였다.

(단위 : 백만 원)

	2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2018E
전기전자/헬스케어	10,259	11,392	12,077	3,496	2,779	3,640	3,640	14,639

에너지 사업부

동사의 에너지 사업부는 크게 [1] 태양광 발전 사업부와 [2] 축냉식 냉방 사업부로 나뉜다. 태양광 발전 사업부는 시스템 통합(System Integration) 사업이라고 하는데, 고객의 요구에 맞춰 외부로부터 재원을 들여와 태양광 발전소 혹은 발전 설비시스템을 구축해주는 사업이다. 축냉식 사업은 전기 요금이 싼 심야에 냉동기를 가동하여 냉방을 하는 설비를 판매하는 사업이다. 동사의 두 사업부 매출은 모두 수주 계약에서 발생하지만 공시된 수주 자료로는 표면적으로 액수가 맞지 않는 부분이 많아 매출을 추정하기에 어려움이 따랐다. (당사를 실제로 방문하여 관련 부분을 직접 물어 보기도 하였으나 회계적 처리에 의한 것이라는 답변만을 들었다. 따라서 본 리서치원은 동사의 대내외적인 사업 여건을 고려하여 18년 매출을 추정하였다.

태양광 발전 부문

동사는 작년보다 본격적으로 태양광 발전 사업에 뛰어 들었는데, 신재생에너지에 대한 정부의 관심 덕에 매출액이 큰 폭으로 증가하였다. 올해에도 태양광 발전 시장의 상승 기조가 유지될 것이라고 전망하므로 정부가 발표한 신규 발전 설비 규모를 바탕으로 실적을 추정하였다. 17년의 경우 16년에 비해 태양광 설비 규모가 약 33% 증가하였는데, 동사의 3분기 누적 매출액은 이전 년도 전체 매출액 대비 4배 이상 증가하였다. 특히 신재생 정책이 발표된 3분기의 매출은 직전 분기 대비 약 28배 증가하는 기염을 토했다. 따라서 최근 3분기의 급격한 성장세를 반영하여 4분기의 매출은 3분기 대비 3배 증가할 것으로 가정하였다. 한편 올해 예상 태양광 설비 규모는 1,300 MW 수준으로 작년 1,200 MW 대비 약 8% 증가할 전망으로 작년 성장률에 비해서는 적은 편이다. 따라서 18년도 전체 매출액은 17년 대비 두 배 증가할 것으로 예상하였다. 표면적으로 높은 수치처럼 보일 수 있으나 [1] 아직 사업의 절대적인 규모 자체가 크지 않고 [2] 2017년부터 정부 정책 수혜로 인한 매출액 증가가 가시적으로 드러났다는 점을 고려하였을 때 충분히 납득할 만한 수치로 보인다.

(단위 : 백만 원)

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2018E
태양광 발전	487	135	59	1,637	4,910	13,480

축냉식 냉방시스템 부문

동사의 축냉식 냉방 사업부는 태양광 사업부와 정반대의 모습을 보이고 있다. 축냉식 냉방 사업부는 동사의 주요 사업이었으나 시장이 점차 포화 상태로 변해 영업 이익이 악화되었다. 또한 나노섬유 사업부와 태양광 사업부가 동사의 주력 사업으로 새롭게 들어서면서 축냉식 사업부는 사실상 점차 사양할 것으로 예측된다. 따라서 최근 3개년 CAGR인 -8%가 2018년에도 유지될 것으로 보았다.

(단위 : 백만 원)

	2014	2015	2016	2017E	2018E
축냉식 발전	15,920	14,881	15,312	14,087	12,960

벽지 사업부

벽지 사업은 동사의 자회사인 (주)에프티벽지가 오래 전부터 영위해왔던 사업이다. 그러나 동사의 주력 사업이 나노섬유와 태양광으로 넘어가면서 벽지 사업의 중요도는 미미해졌다. 14년 이후로 17년도 3분기까지 매출 규모에 큰 차이가 없었으나 증감추세가 일정하지는 않았으므로 CAGR 보다는 이전의 추세를 고려하여 적절한 추정치를 대입하는 것이 더 정확하다고 보았다. 17년 4분기 매출은 3분기와 동일하게 계산하였고, 18년 매출 역시 17년과 동일하다고 간주하고 추정했다.

(단위 : 백만 원)

	2014	2015	2016	2017E	2018E
벽지	3,323	3,702	3,053	3,359	3,359

매출총이익 가정

동사의 나노섬유 사업부가 활성화되기 전 매출원가율은 평균적으로 79%였다. 그러나 동사의 나노섬유 사업부의 매출원가는 다른 사업과 비교도 할 수 없을 만큼 낮은 수준이다. 그 이유를 설명하자면, 나노섬유는 폴리머(Polymer)를 통해 생산하는데 업계 관계자의 말에 의하면, 1kg의 폴리머(시장 가격 6천 원)로 약 200m²의 나노섬유를 생산할 수 있다. 이때 1m²의 나노섬유는 5천 원에 거래되고 있다. 쉽게 표현하면 6천 원의 원재료로 나노섬유를 만들어 백만 원을 버는 것이다. 이러한 특이성으로 인해 나노섬유의 매출원가율은 1% 내외로 대단한 경쟁력을 지닌다.

그러나 동사의 경우 나노섬유만 판매하는 것이 아니라 일반 여과지에 나노섬유를 코팅한 필터 미디어나 카트리리지 등의 부품을 추가로 조립한 완성형 필터 등의 제품도 판매한다. 필터 미디어나 완성형 필터의 경우에는 폴리머 이외의 재료가 필요하므로 나노섬유 자체를 판매하는 것에 비해서는 매출원가율이 높으나 판매 단가 자체도 높으므로 매출도 올라간다. 그러나 동사가 그러한 제품들을 실제로 얼마나 판매하는 지에 대한 정보는 공개되어 있지 않다.

본 리서치원은 2017년부터 시작된 나노섬유 사업부의 매출 비중이 2018년에 더욱 두드러질 것이라 보고, 다른 사업부의 높은 매출원가율이 나노사업부의 낮은 원가율에 의해 희석될 것으로 전망한다. 따라서 2017년 매출원가율은 기존보다 15%p 낮은 64%를, 2018년 매출원가율은 20%p가 추가적으로 낮아진 44%가 될 것이라 가정하였다.

영업이익 및 당기순이익 가정

최근 3년 간의 동사의 영업이익률은 변동성이 심했다. 이는 대손상각비와 대손충당금 환입의 액수가 해마다 큰 차이를 보였기 때문이다. 본 리서치원은 합리적인 판관비 도출을 위해 최근 4개년 중 17년도 3분기와 판관비 추이가 가장 유사한 13, 14년의 판관비 평균인 26%를 적용하였다. 2016년은 대손충당금환입이 크게 발생하여 현재 판관비 추이와 다르므로 제외하였고, 2015년 역시 판관비에 대손상각비가 차지하는 비중이 과도하게 높아 제외하였다. 18년의 경우 2017년 판관비보다 약 5%p 낮아질 것이라 전망하여 21%를 적용하였다. 그 이유는 동사의 나노섬유에 대한 시장 인지도가 높아져 광고선전비 지출이 크게 줄고 있기 때문이다.

영업외손익의 경우, 부채로 인한 이자 비용이 주요 적자 원인이었다. 2017년의 경우 특별한 상황이 없어 최근 2개년 평균을 적용했고, 2018년에는 개선되는 현금 흐름으로 모든 부채를 상환될 것으로 예상한다. 영업외수익은 고려하지 않았다. 법인세는 과세표준에 따라 24.2%를 적용하였다.

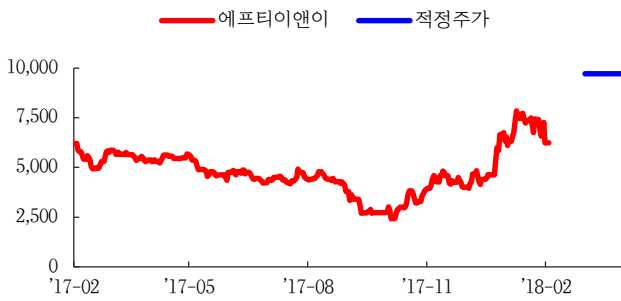
Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 최성환)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

제이씨현시스템 주가추이 및 적정주가 (단위: 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2018.02.10	9,710 원	Positive



독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다

당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어
금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37
에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870