

상아프론테크 (089980)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

현재주가
(26.01.19)

14,980

스몰캡 업종

신규사업 성장궤도 진입

- 형식기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱 사업 영위. 다양한 전방 보유
- 신규 사업인 2차전지 Cap Assemble 사업 본격 성장궤도 진입 전망
- 수소 멤브레인, 저궤도위성통신항도 추가 매출 성장이 기대됨

형식기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱 사업 영위

3Q25 기준 부품 45%, 소재 40%, 기타 8%, 장비 7%로 매출 구성. 동사의 주요 사업은 불소계 형식기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱으로 반도체 웨이퍼 캐리어, 의료용 주사기, 2차전지 가스켓, 수소용 그린 멤브레인 등 다양한 전방 수요처를 지님. 슈퍼엔지니어링플라스틱은 일반 나프타기반 플라스틱과 비교해서 150도 이상에서도 물성이 변하지 않는 내열성을 지니고 있어, 기계적, 화학적으로 특수한 용도로 사용되는 특수 플라스틱임

신규사업인 2차전지 Cap Assembly의 모듈형 납품으로 외연 확장

동사는 2차 전지 셀 상단을 밀봉함과 동시에 안전,전기 기능을 수행하는 핵심 부품인 Cap Assembly용 가스켓 매출만 발생하던 것에서 Cap Assembly를 모듈형으로 고객사에 납품하는 턴키형으로 사업부문을 확장함

2차전지 Cap Assembly에 힘입어 본격 성장. 거기에 더해질 신규사업

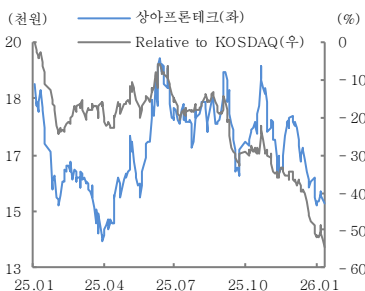
2차전지향 Cap Assembly 부문의 본격적인 성장에 힘입어 26년 매출액 2,456억원(+YoY 36.1%), 영업이익 102억원(+YoY 61.9%)를 전망함. 2차전지 사업부가 26년 27년가 전체 사업부의 본격적인 실적 성장을 견인하는 가운데, 신규 사업인 PEM 그린 멤브레인 및 저궤도 위성통신항 매출이 더해짐에 따라 본격적인 외연 확장을 기대함

과거 평균 대비 프리미엄 다소 반영. 프리미엄 반영은 정당

26년 예상 P/E 37배, 27년 예상 P/E 24배로 동사 5년 평균 P/E 33배 (2020년 코로나 기간 제외)로 동사 5년 평균 P/E 대비 소폭 높은 P/E를 부여 받고 있으나, 2차전지 부문이 본격 성장 궤도에 오른다는 점과 추가 신규 사업인 수소 및 저궤도 위성통신 부문이 기대된다는 점에서 과거 평균 P/E 대비 10%의 프리미엄은 정당. 실적 성장으로 프리미엄을 소화해 나갈 것

KOSDAQ	968.36
시가총액	2,395억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	80억원
52주 최고/최저	19,500원 / 13,800원
120일 평균거래대금	9억원
외국인지분율	4.79%
주요주주	이상원 외 23 인 42.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	-13.3	-16.2	-17.4
상대수익률	-13.9	-23.1	-29.0	-38.2



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,836	1,718	1,805	2,456	3,291
영업이익	90	58	63	102	143
세전순이익	170	68	45	84	126
총당기순이익	120	62	35	66	98
지배지분순이익	120	62	35	66	98
EPS	750	385	218	410	613
PER	29.7	47.5	73.2	38.9	26.0
BPS	12,072	12,573	14,005	20,380	47,718
PBR	1.8	1.5	1.1	0.7	0.3
ROE	6.3	3.1	1.6	2.4	1.8

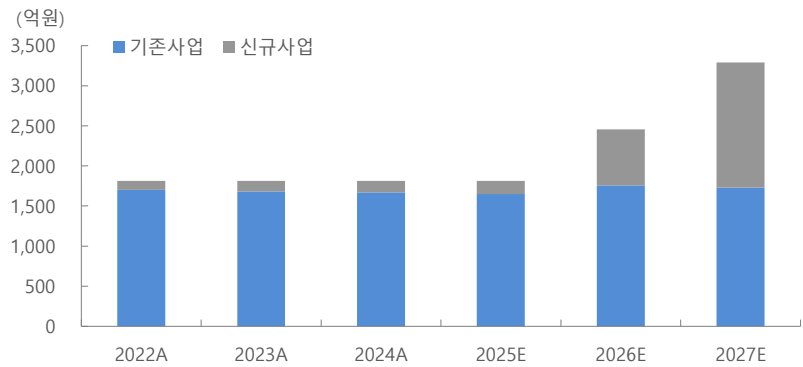
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

표 1. 상아프론테크 부문별 매출액 및 영업이익 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	407	448	499	451	1,718	1,805	2,456	3,291
YoY(%)	0.3%	10.0%	11.6%	-9.7%	-6.5%	5.1%	36.1%	34.0%
부품	174	201	243	251	765	869	799	814
소재	168	173	195	142	684	678	908	1,533
장비	34	39	37	34	140	144	165	186
기타	31	34	24	24	128	113	143	167
매출총이익	79	83	90	81	326	332	441	592
YoY(%)	13.3%	5.7%	8.1%	-9.7%	-9.9%	2.0%	32.8%	34.0%
총이익률(%)	19.3%	18.6%	18.0%	18.0%	19.0%	18.4%	18.0%	18.0%
영업이익	11	16	21	15	58	63	102	143
YoY(%)	184.3%	45.3%	35.2%	-28.4%	-34.7%	7.8%	61.9%	40.4%
영업이익률(%)	2.7%	3.5%	4.3%	3.4%	3.4%	3.5%	4.2%	4.4%
세전이익	3	20	15	93	68	132	171	212
YoY(%)	-96.8%	541.5%	-26.4%	521.6%	-59.9%	93.8%	29.5%	24.1%
세전이익률(%)	0.8%	4.6%	3.0%	20.7%	4.0%	7.3%	7.0%	6.4%
당기순이익	3	23	11	83	62	119	155	192
YoY(%)	-96.8%	730.3%	-52.6%	653.3%	-48.6%	93.8%	29.5%	24.1%
당기순이익률(%)	0.7%	5.2%	2.2%	18.3%	3.6%	6.6%	6.3%	5.8%

자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center 추정

그림 1. 상아프론테크 부문별 매출액 및 영업이익 전망



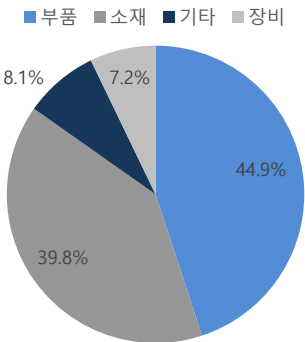
자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center 추정

형식기반 슈퍼엔지니어링플라스틱 소재 업체

형식기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱 사업을 영위 중. 반도체, 멤브레인 등 다양한 전방 산업 보유

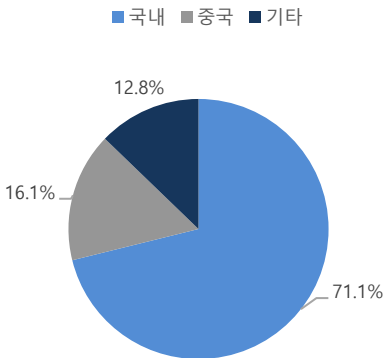
동사는 형식기반 슈퍼엔지니어링플라스틱 소재사업을 영위하고 있다. 슈퍼엔지니어링플라스틱은 일반 플라스틱과 달리, 고온,화학,기계,전기 환경을 견디도록 설계된 고성능 수지를 말한다. 150도 이상 고온에서도 장기간 물성을 유지하며 강한 화학,마찰,전기 특성에 치수 안정성까지 갖춘 고성능 폴리머 계열이다. 전방 산업처별 수요처로는 자동차, 의료기기, 멤브레인, 반도체 등 다양한 분야에 사용되고 있다.

그림 2. 상아프론테크 부문별 매출액



자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

그림 3. 상아프론테크 지역별 매출액



자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

그림 1. 상아프론테크 주요 제품

2차전지	자동차	의료기기	멤브레인	OA	반도체/PCB	반도체	DISPLAY	증장비
중대형CAPASSY	SEAL RING	SAFETY FILTER NEEDLE	ePTFE MEMBRANE	TRANSFER BELT	ETFE FILM	WAFER CARRIER	FPD CASSETTE	ROCKER ARM
원통형 GASKET	PTFE TUBE	INFUSION SET	고분자 전해질막	FUSER BELT	MEMPS	SOLAR CASSETTE	SUPPORT BAR	OIL PUMP
배터리 CELL 밀에 및 전해액 누수 방지를 위한 부품	차량용 부품의 SEAL 기능과 컨트롤 케이블 보호	앰플 유리기구 필터기능 수액세트	특정 물질을 선택적으로 분리시키는 여과막	프린터 토너 용지 전사 용지 내 토너 정착	반도체 매끼징용 이형필름 고주파 FPCB 자유전 소재	웨이퍼 생산공정중 이동 및 보관을 위한 장비	FPD Glass 생산공정중 이동 및 보관을 위한 장비	증장비 엔진용 다이캐스팅 부품 (상자기연)

자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

나프타 계열과 비교되는 불소계열 플라스틱

플라스틱의 3 단계

- 1.범용, 2.엔지니어링
- 3.슈퍼엔지니어링

동사는 슈퍼엔지니어링 중 불소-형석기반 소재 제조

형석기반의 장점

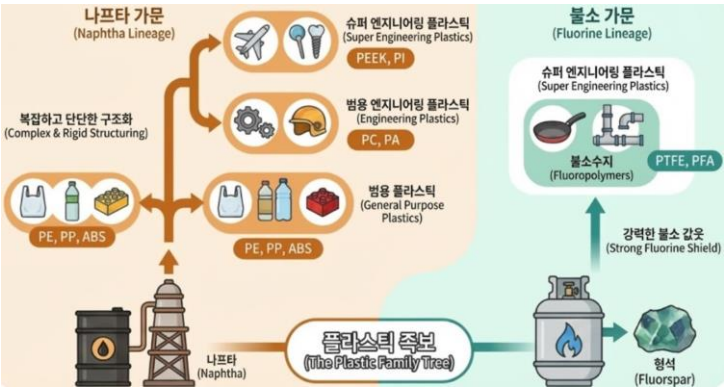
- 1.탁월한 내화학성
- 2. 고온 안정성
- 3. 낮은 표면에너지

플라스틱은 산업,재료공학 관점에서 보통 성능과 사용환경을 기준으로 1. 범용 플라스틱, 2. 엔지니어링 플라스틱, 3. 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 세 단계로 분류된다. 플라스틱은 고분자를 주성분으로 하여, 열,압력,화학 반응을 통해 원하는 형태로 성형할 수 있는 재료를 모두 뜻한다. 보통 플라스틱하면, 석유 추출물인 나프타계열이 주를 이루고 있다.

슈퍼 엔지니어링 플라스틱 중 불소수지 계열은 일반적인 나프타 기반 플라스틱과 출발 원료와 화학 구조가 다른 소재군에 속한다. 형석(Fluorspar, CaF2)은 불소(F)를 함유한 천연 광물로 주로 푸른 빛이 도는 광물이다.

형석 기반 불소수지는 탄소-불소 결합(C-F bond)의 강한 공유결합을 통해서 다음과 같은 특성을 지닌다. 1. 신,알칼리,유기용제 대부분에 안정되는 탁월한 내화학성, 2. 고온 환경에서도 분해, 열화가 매우 늦게 되는 고온 안정성, 3. 비점착성, 저마찰, 오염방지의 낮은 표면에너지, 4. 우수한 전기 절연성 및 내후성, 5. 반도체, 배터리 등 불량 허용치가 거의 없는 산업에 적합한 장기 신뢰성 등이 있다.

그림 2. 나프타 계열과 불소계열 플라스틱



자료: 제미니아이, 대신증권 Research Center

그림 3. 형석



자료: 나무위키, 대신증권 Research Center

중국의 지배력이 높은 형석

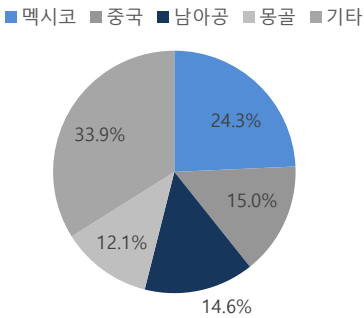
형석의 매장량은 넓게 분포되어 있으나, 중국이 전략 산업으로 육성하여, 형석의 글로벌 생산량은 60% 이상이 중국이 차지

형석은 멕시코, 남아공, 몽골 등 여러 국가에 비교적 고르게 분포된 광물임에도 불구하고, 실제 생산량 기준으로는 중국이 글로벌 물량의 60% 이상을 차지하며 아도적인 비중을 유지하고 있다. 이는 단순한 자원 편중의 결과라기보다는, 중국이 형석을 불소화학 산업의 핵심 전략 원료로 조기에 인식하고 산업적 활용도를 극대화해온 구조적 요인에 기인한다. 중국은 형석 채굴에 그치지 않고 불산(HF) 생산을 기점으로 냉매, 불소수지, 이차전지 및 반도체 소재로 이어지는 불소화학 밸류체인을 자국 내에서 수직계열화해 왔으며, 이를 통해 채굴,정제,가공 전 단계에서 규모의 경제와 비용 경쟁력을 동시에 확보했다. 그 결과 지리적 분포와 무관하게, 실질적인 공급과 가격 결정력은 중국 중심으로 집중되는 구조가 형성되었다.

반도체, 이차전지, 정밀 화학 설비, 수소 에너지 등 분야에서 주로 사용되고 있는 슈퍼 엔지니어링 플라스틱

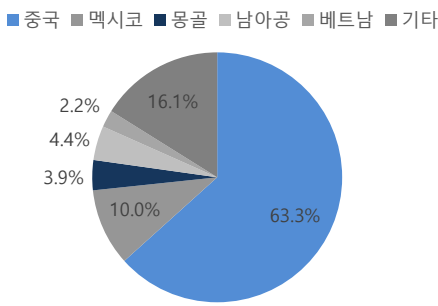
형석 기반 슈퍼 엔지니어링 플라스틱은 반도체, 이차전지, 정밀 화학 설비, 수소 에너지 등 핵심 산업 분야에서 주로 사용되고 있으며, 이는 해당 소재가 강한 산,알칼리 및 유기 용제에 대한 탁월한 내화학성, 고온 환경에서도 물성 변화가 적은 열적 안정성, 금속 이온 용출이 거의 없는 고순도 특성, 그리고 장기간 사용에도 마모·열화가 제한적인 장기 신뢰성을 동시에 갖추고 있기 때문이다. 특히 공정 중단이나 안전 사고의 비용이 막대한 산업일수록 소재 단가보다 공정 안정성·수율·안전성이 우선시되며, 이러한 요구 조건을 구조적으로 충족할 수 있는 형석 기반 불소수지 계열 슈퍼 엔지니어링 플라스틱의 적용 비중이 지속적으로 확대되고 있다.

그림 4. 형석 지역별 매장량



자료: USGS Mineral Commodity Summaries Fluorspar, 대신증권 Research Center

그림 5. 형석 지역별 생산량



자료: USGS Mineral Commodity Summaries Fluorspar, 대신증권 Research Center

형석에서 수지(Resin) 제조까지의 과정

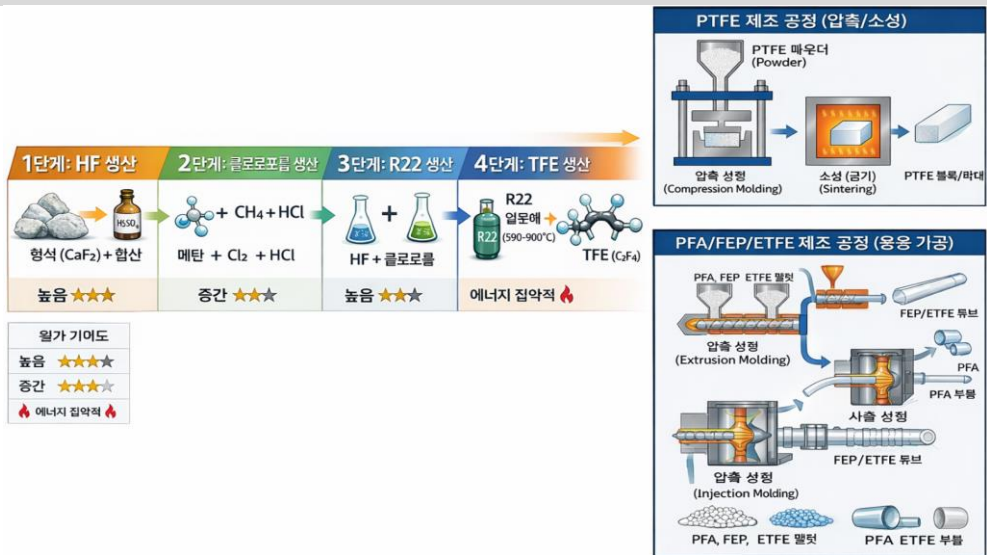
채굴된 형석으로 TFE
를 생산함

형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱의 밸류체인은 형석(CaF₂) 채굴에서 출발해, 정제된 형석을 황산과 반응시켜 불산(HF)을 생산하는 단계로 이어진다. 불산은 불소화학 전반의 핵심 중간체로, 이후 유기 염소화 공정을 통해 생산된 클로로포름(CHCl₃)과 반응하여 R22(CHClF₂)를 제조하는 데 사용된다. R22는 고온 열분해 공정을 거쳐 테트라플루오르 에틸렌(TFE)을 생산하는 전구체 역할을 수행한다.

생산된 TFE는 중합하
는 방법에 따라
PTFE, PFA, FEP,
ETFE의 수지(Resin)
으로 제조됨

TFE 이후 불소수지는 중합 방식과 공중합 구조에 따라 PTFE, FEP, PFA, ETFE로 구분된다. PTFE는 TFE를 단독 중합해 제조되며, 최고 수준의 내화학성, 내열성을 갖는 반면 용융 가공이 불가능해 소결 방식으로 가공된다. FEP와 PFA는 TFE 기반 공중합 수지로, PTFE에 준하는 화학적 안정성을 유지하면서도 용융 가공성을 확보해 반도체 및 이차전지 공정용 부품에 적용된다. 한편 ETFE는 TFE와 에틸렌을 공중합한 하이브리드 불소수지로, 기계적 강도와 내후성이 우수한 산업, 에너지 설비 등 구조적 용도로 활용된다.

그림 6. 형석채굴에서 수지 제조까지 제조과정



자료: GPT, 제미니AI, 대신증권 Research Center

그림 7. 슈퍼엔지니어링 플라스틱 종류별 특성

구분	소재 레시피 (배합)	내열성 (연속 사용 온도)	결과적 특성 및 가공성
PTFE	TFE 100%	최상 (약 260℃)	"가장 강한 내화학성/내열성 • 열에 녹지 않음 (점도 높음) • 가공이 매우 까다로움 (소성 공정 필요)"
PFA	TFE + PAVE*	최상 (약 260℃)	"PTFE급 성능 + 녹음 (용융) • 투명/반투명하게 제조 가능 • 가장 비싸고 고급스러운 소재"
FEP	TFE + HFP	중상 (약 200℃)	"투명성이 매우 우수함 • PFA보다 내열성은 낮으나 가공 쉬움 • 디스플레이 필름, 전선 등에 활용"
ETFE	TFE + 에틸렌	중 (약 150℃)	"기계적 강도(질감) 최상 • 가장 가볍고 튼튼함 (찢어지지 않음) • 건축 자재, 태양광 시트 등에 적합"

자료: 대신증권 Research Center

형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱 밸류체인 3 단계

- 형석 채굴, TFE 및 수지 제조, 가공의 밸류체인으로 구분

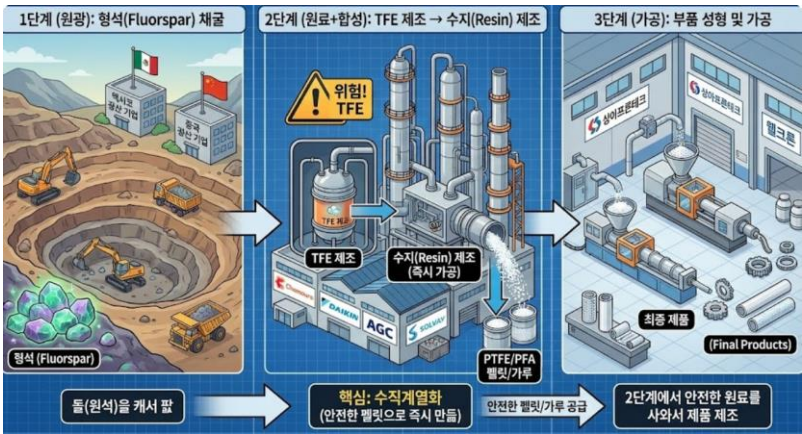
동사는 가공업 영위. 가공업은 전방 산업별로 소수업체가 주도

동사는 반도체, 수소, 의료기기 등 국산화를 중심으로 성장
- 슈퍼 엔지니어링 플라스틱의 밸류체인은 크게 1.형석 채굴, 2.TFE 및 수지 제조, 3.가공의 세 단계로 구분된다. TFE 및 수지 제조는 미국의 Chemorus, 일본의 Daikin같은 업체들이 제조하며, 동사는 제조된 수지를 사와서 가공하는 비즈니스를 영위하고 있다.

가공사업을 영위하는 업체들은 다수의 업체들이 분포하고 있다. 다만, 가공 업체들별로 주요 전방산업으로 여기는 분야 Ex. 반도체, 이차전지, 정밀 화학, 수소 에너지에 따라서 소수의 업체들이 주도를 하고 있는 형태를 띄고 있다.

동사는 반도체 웨이퍼 캐리어, 박스 제품뿐 아니라 반도체 이형 필름을 중심으로 한 반도체 분야와 의료기기 수액 세트, 수소 에너지용 멤브레인 등 형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱의 국산화를 중심으로 꾸준한 매출 성장을 이루어 왔다.

그림 8. 슈퍼엔지니어링 플라스틱 3단계 밸류체인



자료: 제미니아이, 대신증권 Research Center

그림 9. 글로벌 주요 TFE 제조업체

회사	국가	비고
Chemours	미국	가장 큰 생산자, TFE Safe-Supply™ 기술 보유
Daikin	일본	대규모 불소화학 통합생산자
3M	미국	역사적으로 TFE 생산 경험
DuPont	미국	현재 분리된 회사로 제한적 역할
AGC/Asahi Glass	일본	불소화학 부문

자료: 대신증권 Research Center

신규사업 1. ESS가 주도하는 2차전지 산업 성장

중국 - 재생에너지 연계, 전력망 안정화 수요로 ESS 시장 성장

글로벌 ESS 시장은 본격적인 성장 궤도에 진입하였다. 2023년을 기점으로 미국과 중국을 중심으로 ESS 설치량이 급증하며 본격적인 시장 전망이 진행되고 있다. 중국은 세계에서 가장 큰 단일 시장으로 재생에너지 연계형 ESS와 전력망 안정화 수요를 기반으로 지속적인 성장을 지속하고 있다.

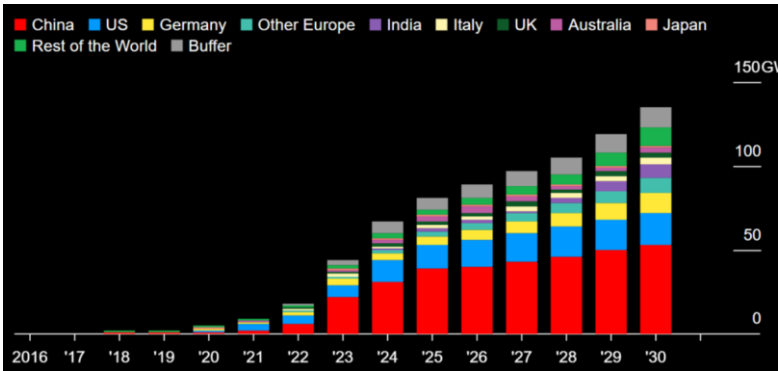
미국 - 태양광, 풍력 설치량의 증가로 그리드 스케일 ESS의 설치량 증가 전망

미국의 ESS 시장은 IRA에 따른 세액공제(ITC)가 유지되는 가운데, 단독 ESS 설치가 본격적으로 확산되며, 재생에너지 연계형을 넘어 전력망·데이터센터 중심 수요가 시장 성장을 견인할 전망이다. 특히, 태양광, 풍력의 설치량이 증가함에 따른 변동성 확대와 함께 송전망 병목이 심화되면서, 그리드용 ESS는 피크저장, 주파수 안정, 용량 보완 수단으로 성장이 지속될 것으로 예상된다.

중국산 배터리 제외 정책에 따라 국내 배터리 3사들은 북미향 LFP ESS 배터리 캐패를 증설하는 중

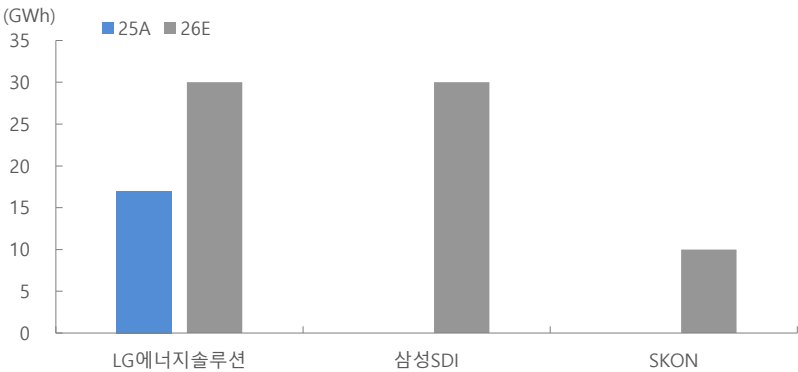
특히, 미국은 IRA와 FEOC 규정을 통해 중국산 배터리 및 핵심 소재의 ESS 적용을 구조적으로 제한하고 있으며, 이에 따라 북미 ESS 시장에서는 비중국 공급망 기반 LFP배터리에 대한 수요가 가파르게 증가하고 있다. 이러한 환경 속에서 삼성 SDI와 LG에너지솔루션 등 한국의 배터리 업체들은 LFP기반의 ESS 배터리의 북미 현지 생산을 적극 추진하고 있다.

그림 10. 글로벌 ESS 지역별 추가 성장 전망



자료: BloombergNEF, 대신증권 Research Center

그림 11. 한국 주요 배터리 3사 북미 LFP 배터리 캐파 전망



자료: 언론보도 종합, 대신증권 Research Center

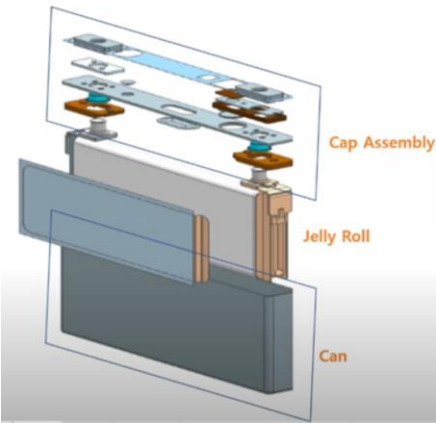
신규사업 1. 가스켓에서 Cap Assay 로 확장되는 2 차전지

Cap Assembly용 가
스켓에서 Cap
Assembly 전반으로
사업영역 확대

동사는 2기존에 2차전지 Cap Assembly용 가스켓을 중심으로 납품하던 사업 영역에서 사업을 확장하여 Cap Assembly 전반으로 사업 범위를 확대하였다. 2차전지 Cap Assembly는 배터리 내부에서 발생하는 가스를 배출해 폭발을 방지하는 안전 기능, 전해액의 외부 유출 및 외부 수분,이물 유입을 차단하는 밀봉 기능, 그리고 배터리 내부 전력을 외부로 전달하는 전기 연결 통로 역할을 수행하는 핵심 부품이다.

동사의 슈퍼엔지니어링플라스틱 가스켓은 Cap Assembly 내 전해액 밀봉 및 절연 성능을 좌우하는 핵심 구성 요소로, 기술 진입장벽이 존재한다.

그림 12. 각형 배터리의 구조



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

신규사업 2. 수전해수소생산

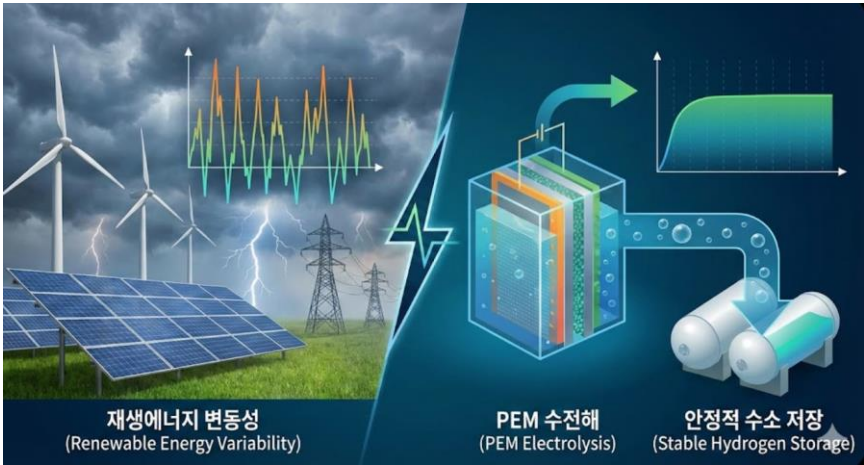
AWE는 대표 수전해 수소 생산 기술로 저렴한 가격과 빠른 전력 부하대응이 어렵다는 단점 존재. 대규모 기저부하 대응에 적합

PEM은 빠른 부하 대응이라는 장점과 비싼 가격이라는 단점 존재. 첨두 부하 대응에 적합

글로벌 전력망에서 재생에너지가 차지하는 비중이 점차 확대됨에 따라 재생에너지를 활용한 수전해수소 생산 시장도 점차 활기를 띠고 있다. 대표적인 수전해 기술로는 AWE(Alkaline Water Electrolysis)와 PEM(Proton Exchange Membrane) 수전해로 구분된다. AWE는 수산화칼륨(KOH) 등의 알칼리 전해질을 사용하는 전통적인 방식으로 기술 성숙도가 높고 설비 비용이 낮아 대규모,기저부하 중심 운전에 유리하다는 장점이 있다. 반면, 전력 부하 변화에 대한 응답 속도가 느리고, 부분 부하 운전에 제약이 있어 재생에너지와의 연계성은상대적으로 제한 적이다.

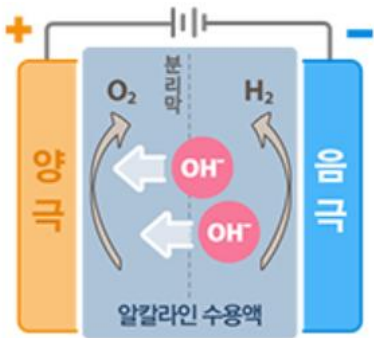
PEM 수전해는 고체 고분자 전해질막을 사용해 전류 밀도가 높고 기동 정지 및 출력 조절이 빠르다는 강점을 갖는다. 이에 따라 태양광, 풍력 등 변동성이 큰 재생에너지와의 결합에 유리하고, 고순도 수소를 직접 생산할 수 있다. 다만, 백금,이리듐 등 귀금속 촉매와 불소계 소재 사용으로 설비 비용이 높고 원가 부담이 크다는 점이 단점으로 꼽힌다.

그림 13. 재생에너지 간헐성으로 커지는 수전해 수소 시장



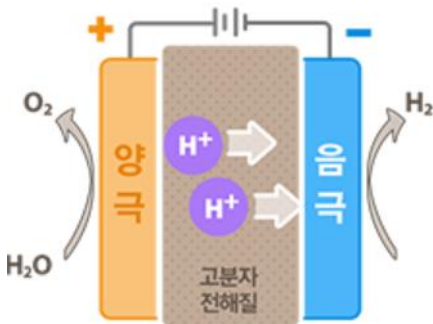
자료:제마나이, 대신증권 Research Center

그림 14. AWE (Alkaline Water Electrolysis)



자료: 한화, 대신증권 Research Center

그림 15. PEM (Polymer Electrolyte Membrane)



자료: 한화, 대신증권 Research Center

신규사업 2. 중국 중심으로 성장하는 PEM 수전해 수소

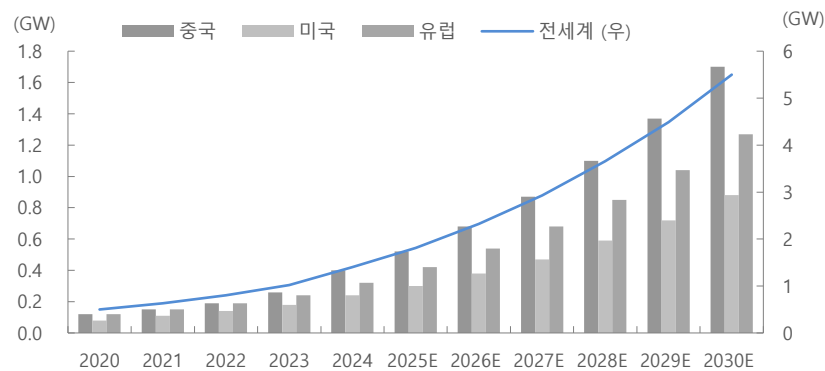
중국을 중심으로 가파르게 성장하고 있는 글로벌 PEM 시장

중국은 PEM 수전해를 재생에너지 연계 및 전력망 안정화와 직접 연계된 차세대 전략 기술로 분류하여 적극 육성 중

글로벌 PEM 시장은 중국을 중심으로 가파르게 성장하고 있다. 중국은 태양광, 풍력 중심의 재생에너지 설비를 대규모 확장하는 과정에서 출력 변동성과 잉여 전력 문제가 구조적으로 심화되고 있다. 이에 따라 기동 및 정지 속도가 빠르고 부분 부하 운전이 가능한 수전해 기술에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다. AWE는 비용 경쟁력과 대규모 연속 운전에서 강점이 있으나, 출력 조절이 제한적이어서 재생에너지 변동성을 즉각 흡수하기에는 구조적 한계가 존재한다.

반면, PEM 수전해는 전력 입력 변화에 대한 응답성이 뛰어나 재생에너지 잉여 전력을 실시간으로 수소로 전환할 수 있어, 전력망 불균형 문제에 보다 직접적인 해법을 제공한다. 중국은 여기에 더해 PEM 수전해를 단순한 수소 생산 기술이 아닌 전력망 안정화와 장주기 에너지 저장을 보완하는 전략 기술로 인식하고 있으며, 초기 비용 부담에도 불구하고 정책, 실증 프로젝트를 통해 빠른 상용화를 추진하고 있다. 이로 인해 비용 효율 중심의 AWE보다, 유연성과 시스템 통합에 강점을 지닌 PEM 수전해의 빠른 성장이 나타나고 있다.

그림 16. 주요 지역별 PEM 시장 전망



자료: IEA, 대신증권 Research Center

신규사업 2. PEM 용 그린수소 멤브레인

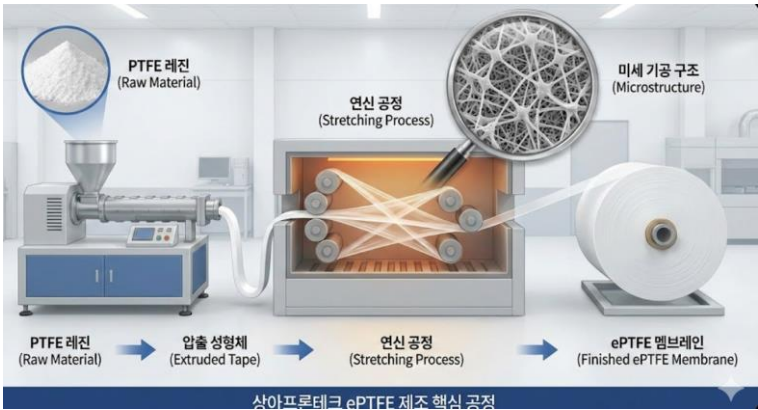
PEM에 들어가는 그
린수소 멤브레인 제조

PEM 수전해에서 사용되는 그린 멤브레인은 불소계 고분자를 기반으로 한 양성장 교환
막으로, 수소 이온만 선택적으로 통과시키는 기능성 소재다. 동사는 형석 기반 불소수지
를 바탕으로 한 고분자 소재를 박막화,균질화,표면 안정화 공정을 거쳐 멤브레인 형태로
가공하여 생산한다.

PEM용 MEA 제조에
들어가는 핵심부품인
멤브레인

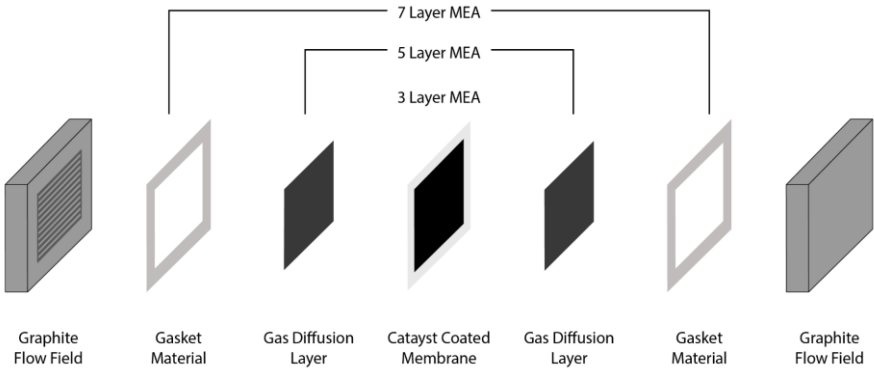
그린 멤브레인은 PEM 수전해 스택의 핵심 구성 요소인 MEA의 중심부에 위치한다.
MEA는 전극(Anode) - 멤브레인 - 전극 (Cathode)의 구조로 구성되며, 이 중 멤브레
인은 양극에서 생성된 수소 이온만을 음극으로 전달하는 역할을 수행한다. 동시에 전자
와 산소, 수소 가스의 혼합을 차단함으로써 수소 순도와 시스템 안전성을 결정짓는 핵심
부품의 역할을 한다. 동시에 전자와 산소, 수소 가스의 혼합을 차단함으로써 수소 순도와
시스템 안전성을 결정짓는 핵심 부품이다. 즉, PEM 수전해에서 출력 효율, 내구성, 안전
성은 대부분 멤브레인 성능에 의해 좌우되며, 이 때문에 멤브레인은 스택 전체에서 가장
높은 기술 장벽과 부가가치를 지닌 부품으로 평가된다.

그림 17. 그린 수소용 ePTFE 멤브레인 제조 공정



자료: 제미니이, 대신증권 Research Center

그림 18. MEA(Membrane Electrode Assembly)의 구성



자료: CHIVET, 대신증권 Research Center

신규사업 3. 저궤도 위성통신 사업

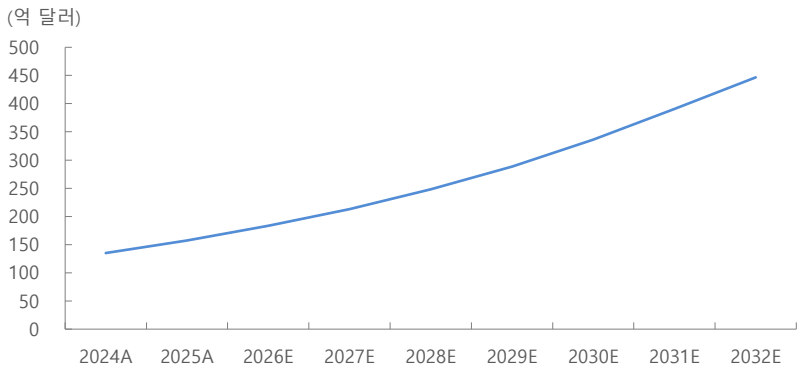
지상망의 한계를 보완하는 형태로 저궤도 위성통신 사업이 본격적으로 성장 중

글로벌 저궤도 위성통신 사업은 지상망의 한계를 보완하는 차세대 통신 인프라로 빠르게 성장하고 있다. 저궤도 (약 300 ~ 1,500Km)에 다수의 소형 위성을 군집 형태로 운용함으로써, 기존 정지궤도 대비 지연시간을 대폭 낮추고, 전 세계 어디서나 안정적인 연결을 제공할 수 있다는 강점이 있다. 항공,해상,통신, 오지,신흥국 인터넷 등 활용 범위가 넓어지고, 위성의 대량 생산 및 주기적 교체가 전되는 구조로 전환되면서 통신을 넘어 제조,발사,운영이 결합된 산업 생태계가 형성되고 있다.

글로벌 주요 저궤도 위성통신 사업 3사
스페이스X,아마존(Kuiper), 원웹

글로벌 주요 저궤도 위성통신사업자는 SpaceX, 아마존(Project Kuiper), 원웹이 꼽힌다. 스페이스 X는 대규모 위성 발사와 빠른 상용화로 선도적 지위를 구축했고, 아마존은 AWS와의 연계를 통해 클라우드,백홀 수요를 겨냥한 확장 전략을 추진 중이다. 원웹은 정부,기업 중심의 안정적 수요를 기반으로 커버리지와 서비스,신뢰성을 강화 중에 있다.

그림 19. 저궤도 위성통신사업 시장 전망



자료:SNS Index, 대신증권 Research Center

그림 20. 글로벌 주요 저궤도 위성통신 사업자



자료:제마나이, 대신증권 Research Center

신규사업 3. 안테나용 보호필름에 강점이 있는 슈퍼엔지니어링 플라스틱

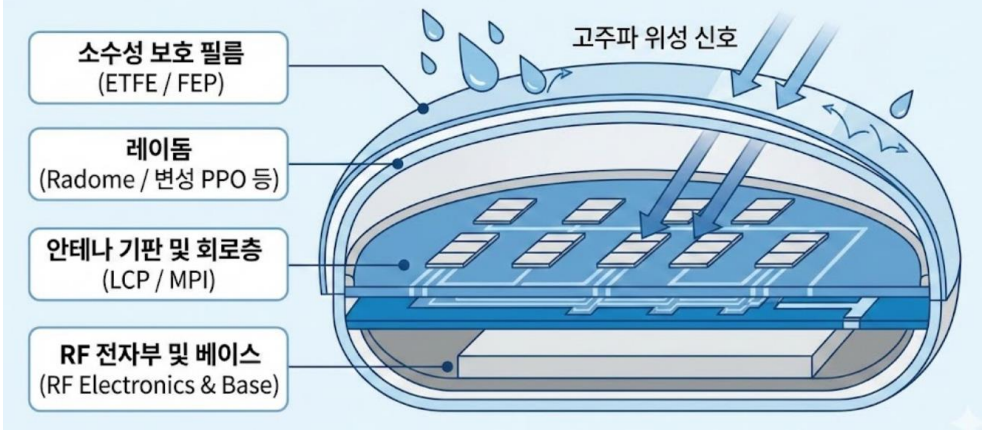
저유전율과 낮은 유전 손실율로 안테나용 필름에 구조적으로 유리한 형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱

형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱은 안테나용 필름에서 전파 특성 측면의 구조적 우위를 보유한다. 불소계 고분자에 기반한 낮은 유전율과 낮은 유전손실은 고주파,고대역 RF 신호가 필름을 통과할 때 신호감쇠와 위상 왜곡을 최소화하며, 이는 나르타 기반 플라스틱이나 일반 엔지니어링 플라스틱으로는 구현하기 어려운 영역이다. 또한 온도 변화에 따른 유전 특성 변동이 작아, 극저온과 고온이 반복되는 저궤도 위성 환경에서도 안테나 성능의 일관성을 유지할 수 있다.

물성 열화와 표면 오염 역시 적음

아울러 형석 기반 소재는 내후성,내방사선성,저흡습성이 우수해 장기간 사용 시에도 물성 열화와 신호 특성 저하가 제한적이다. 또, 표면 에너지가 낮아 오염 및 부착물이 적고, 기계적 안정성과 경량성을 동시에 확보할 수 있어 위성 안테나의 보호 및 성능 유지에 적합하다. 이러한 특성으로 인해 형석 기반 슈퍼엔지니어링 플라스틱은 안테나를 보호하는 소재를 넘어, 통신 품질과 시스템 신뢰성에 영향을 주는 핵심 기능성 필름으로 활용되고 있다.

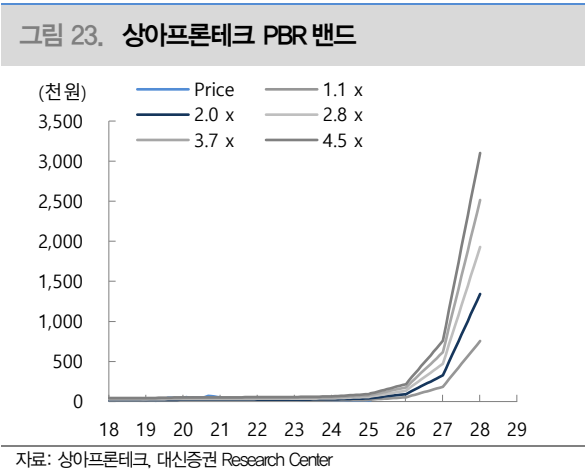
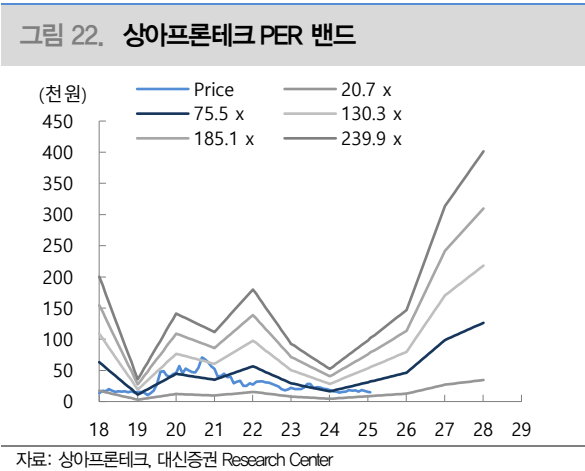
그림 21. 형석기반 안테나 필름의 강점 - 방수, 저유전율



자료: GPT, 대신증권 Research Center

2차전지가 이끄는 본격적인 실적 성장

2차전지향 Cap Assembly부문 매출 성장으로 본격적인 성장 궤도 진입 예상	2차전지향 Cap Assembly 부문의 본격적인 성장에 힘입어 26년 매출액 2,456억원(+YoY 36.1%), 영업이익 102억원(+YoY 61.9%)를 전망함. 2차전지 사업부가 26년 27년가 전체 사업부의 본격적인 실적 성장을 견인하는 가운데, 신규 사업인 PEM 그린 멤브레인 및 저궤도 위성통신향 매출이 더해짐에 따라 본격적인 외연 확장을 기대함
신규사업 본격 성장으로 P/E 프리미엄 해소해나갈 것	26년 예상 P/E 37배, 27년 예상 P/E 24배로 동사 5년 평균 P/E 33배 (2020년 코로나 기간 제외)로 동사 5년 평균 P/E 대비 소폭 높은 P/E를 부여 받고 있으나, 2차전지 부문이 본격 성장 궤도에 오른다는 점과 추가 신규 사업인 수소 및 저궤도 위성통신 부문이 기대된다는 점에서 과거 평균 P/E 대비 10%의 프리미엄은 정당. 실적 성장으로 프리미엄을 소화해 나갈 것



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,836	1,718	1,805	2,456	3,291
매출원가	1,474	1,392	1,472	2,015	2,700
매출총이익	362	326	332	441	592
판매비와관리비	272	267	269	339	448
영업이익	90	58	63	102	143
영업이익률	4.9	3.4	3.5	4.2	4.4
EBITDA	225	197	212	266	320
영업외손익	80	10	-18	-18	-18
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	39	36	32	32	32
외환관련이익	24	32	15	15	15
금융비용	-93	-91	-115	-115	-115
외환관련손실	19	19	7	7	7
기타	135	65	65	65	65
법인세비용차감전순손익	170	68	45	84	126
법인세비용	-50	-6	-10	-18	-28
계속사업순손익	120	62	35	66	98
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	62	35	66	98
당기순이익률	6.5	3.6	1.9	2.7	3.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	120	62	35	66	98
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	50	51	53	54
포괄순이익	112	111	86	118	152
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	112	111	86	118	152

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	750	385	218	410	613
PER	29.7	47.5	73.2	38.9	26.0
BPS	12,072	12,573	14,005	20,380	47,718
PBR	1.8	1.5	1.1	0.7	0.3
EBITDAPS	1,410	1,230	1,326	1,663	2,003
EV/EBITDA	18.5	18.2	14.2	9.1	-4.5
SPS	11,483	10,742	11,288	15,361	20,583
PSR	1.9	1.7	1.3	1.0	0.7
CFPS	1,364	1,355	1,476	1,813	2,153
DPS	200	200	200	200	200

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	1.3	-6.5	5.1	36.1	34.0
영업이익 증가율	-30.6	-34.7	7.8	61.9	40.4
순이익 증가율	61.5	-48.6	-43.4	88.0	49.5
수익성					
ROIC	2.5	2.0	1.7	2.5	3.1
ROA	2.6	1.6	1.6	2.1	1.9
ROE	6.3	3.1	1.6	2.4	1.8
안정성					
부채비율	80.8	80.2	90.4	63.1	27.5
순차입금비율	31.3	33.0	27.8	1.0	-50.3
이자보상배율	1.2	0.8	0.6	0.9	1.3

자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,585	1,542	2,049	2,975	7,281
현금및현금성자산	195	199	649	1,226	5,085
매출채권 및 기타채권	450	327	343	464	618
재고자산	532	575	604	822	1,102
기타유동자산	407	441	452	464	475
비유동자산	1,905	2,081	2,215	2,338	2,449
유형자산	1,789	2,004	2,138	2,256	2,362
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	116	77	78	82	87
자산총계	3,490	3,622	4,264	5,314	9,730
유동부채	930	1,542	1,975	2,022	2,081
매입채무 및 기타채무	279	253	258	300	354
차입금	607	719	719	719	719
유동성채무	0	0	423	423	423
기타유동부채	45	570	574	579	585
비유동부채	629	70	50	33	19
차입금	378	2	-3	-8	-12
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	251	68	52	40	31
부채총계	1,559	1,612	2,025	2,055	2,100
자배지분	1,930	2,010	2,239	3,259	7,630
자본금	80	80	80	80	80
자본잉여금	717	717	717	717	717
이익잉여금	1,162	1,191	1,194	1,229	1,296
기타지분변동	-29	23	248	1,233	5,537
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,930	2,010	2,239	3,259	7,630
순차입금	605	664	623	33	-3,840

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	287	216	66	-146	-184
당기순이익	0	0	35	66	98
비현금항목의 가감	98	155	201	224	246
감가상각비	136	138	149	164	177
외환손익	0	-6	-10	-10	-10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-37	23	62	71	79
자산부채의 증감	62	20	-73	-330	-414
기타현금흐름	127	42	-97	-105	-114
투자활동 현금흐름	-306	-151	-270	-273	-274
투자자산	-45	112	3	1	0
유형자산	-279	-282	-282	-282	-282
기타	17	19	9	8	8
재무활동 현금흐름	22	-74	352	-71	-71
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	95	-5	-5	-5	-5
유상증자	-43	-2	0	0	0
현금배당	-31	-31	-31	-31	-31
기타	2	-35	388	-35	-35
현금의 증감	2	4	451	576	3,860
기초 현금	193	176	199	649	1,226
기말 현금	195	180	649	1,226	5,085
NOPLAT	63	53	49	80	112
FCF	-89	-94	-86	-41	4

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

상아프론테크(089980) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

Adj. Price Adj. Target Price

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260117)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	87.9%	12.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상