

상아프론테크 (089980.KQ)

미국 수소 생산 시장에 진입한 국내 첫 기업

투자의견

BUY(유지)

목표주가

40,000 원(유지)

현재주가

25,600 원(05/30)

시가총액

409(십억원)

GreenIndustry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 미국 그린수소 생산 수전해 업체와 멤브레인 공급 계약 체결. 상대 업체는 3GW 이상의 수주잔고를 확보한 상태에서 수전해 공장 건설하고 있어. 올 해 완공되면 내년부터 동사의 멤브레인 공급 물량 증가 예상
- 유럽 수소 연료전지 업체와도 수소상용차용 멤브레인 공급 계약 체결한 것으로 파악
- 동사는 현재 2개의 멤브레인 라인을 보유하고 있고, 해외업체들용 공급을 위해 추가 1개 라인 증설
- 멤브레인 사업 이외에 반도체용 패키징용 필름, 웨이퍼 이송장비, 배터리 캡아세이 등 다양한 사업으로 안정적인 성장 가능. 연구개발비, 라인 증설에 따른 고정비로 적자를 기록 중인 멤브레인 사업이 손익분기점을 돌파하면 동사의 이익률 개선 속도 빨라질 것
- 멤브레인과 배터리 사업으로 중장기 실적 성장이 예상되며, 투자의견 'BUY'와 목표주가 40,000원 유지

주가(원,05/30)	25,600
시가총액(십억원)	409

발행주식수	15,989천주
52주 최고가	31,650원
최저가	17,700원
52주 일간 Beta	0.97
60일 일평균거래대금	26억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(2024F)	0.8%

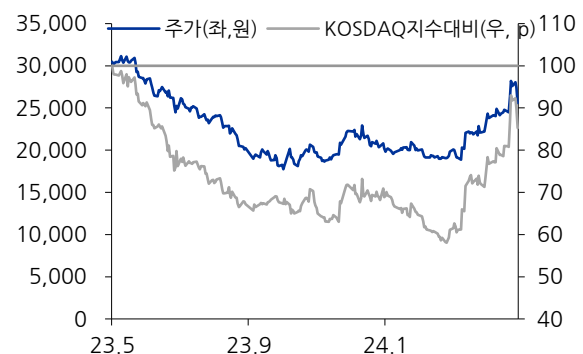
주주구성	
이상원 (외 21인)	42.3%
자사주 (외 1인)	3.3%
자사주 (외 1인)	2.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	18.9	28.0	-13.2
절대기준	15.3	29.9	-13.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	40,000	-
영업이익(24)	11.2	12.4	▼
영업이익(25)	16.3	18.0	▼

12월 결산(십억원)	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	199.9	236.5	317.4	418.2
영업이익	11.2	16.3	25.9	44.8
세전손익	8.1	11.8	21.7	41.8
당기순이익	6.5	9.5	17.4	32.6
EPS(원)	409	594	1,090	2,039
증감률(%)	(45.5)	45.3	83.4	87.1
PER(배)	62.6	43.1	23.5	12.6
ROE(%)	3.4	4.8	8.4	14.2
PBR(배)	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	18.9	15.4	11.3	7.9

자료: 유진투자증권



미국 수소 생산 시장에 진입

동사는 미국 그린수소 생산 수전해 업체와 멤브레인 공급 계약을 체결한 것으로 보인다. 해당 업체는 스타트업으로 시작해 단기간에 3GW 이상의 대규모 수주를 확보한 상태로, 수전해 설비 제조 공장을 최근에 준공하였으며, 내년부터 본격적으로 양산이 시작될 예정이다. 이에 상아프론테크가 수전해용 멤브레인을 공급할 것으로 보인다.

유럽 수소 연료전지 업체와도 계약

유럽은 수소 생산뿐만 아니라 이를 활용하는 수소 상용차, 비행기, 선박 등에 대한 밸류체인이 활발하게 형성되고 있는 시장이다. 동사는 유럽의 MEA 메이저 업체 중 하나와 멤브레인 공급계약을 체결한 것으로 추정된다. 기존 2 개의 생산 라인을 보유한 상황에서 최근 1 개 라인을 추가 증설한 상태로, 해외업체들에 대한 수요가 내년부터 의미있게 증가할 가능성이 높아 보인다.

안정적인 실적 성장 가시성 높아

멤브레인 이외에 동사의 배터리 부품/모듈 사업은 매출 성장에 크게 기여할 전망이다. 이는 삼성 SDI 와 GM 의 미국 JV 에 동사가 캡 아세이 공급업체로 선정되었기 때문이다. 2026 년부터 부분적으로 매출이 시작되고, 4 개 라인이 완전 가동되는 2027 년 하반기부터는 관련 매출만 1,500~2,000 억원 수준으로 추정된다. 2024 년 동사의 영업이익은 112 억원에서 2027 년 448 억원, 2030 년 823 억원으로 급증할 것으로 예상된다. 투자의견 BUY 와 목표주가 40,000 원을 유지한다.

도표 1. 상아프론테크 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	181.2	183.6	199.9	236.5	317.4	418.2	476.6	542.0	615.1
YoY(%)	1.5	1.3	8.9	18.3	34.2	31.7	14.0	13.7	13.5
부품사업	80.0	89.8	91.2	110.7	173.2	250.1	282.8	322.7	364.7
소재사업	62.2	60.4	67.2	80.0	95.5	114.7	138.0	163.0	189.6
장비사업	22.0	18.1	24.5	29.0	30.0	32.0	31.0	29.0	29.0
기타	16.9	15.3	17.0	16.8	18.7	21.3	24.8	27.3	31.7
매출원가	140.9	147.4	159.4	187.7	255.1	333.3	375.6	424.9	479.8
매출총이익	40.3	36.2	40.5	48.8	62.3	84.9	101.0	117.1	135.3
매출총이익률(%)	22.2	19.7	20.3	20.6	19.6	20.3	21.2	21.6	22.0
판관비	27.4	27.2	29.3	32.5	36.4	40.1	45.2	49.9	53.0
영업이익	12.9	9.0	11.2	16.3	25.9	44.8	55.8	67.2	82.3
YoY(%)	7.8	(30.6)	25.1	45.7	58.8	72.8	24.7	20.3	22.5
영업이익률(%)	7.1	4.9	5.6	6.9	8.2	10.7	11.7	12.4	13.4
영업외손익	(4.1)	8.0	(3.1)	(4.5)	(4.2)	(3.0)	1.3	3.0	3.8
세전이익	8.9	17.0	8.1	11.8	21.7	41.8	57.1	70.2	86.1
법인세비용	1.4	5.0	1.6	2.3	4.3	9.2	12.6	15.4	18.9
당기순이익	7.4	12.0	6.5	9.5	17.4	32.6	44.6	54.7	67.2
목표주가 기준 PER			97.8	67.3	36.7	19.6	14.4	11.7	9.5

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
자산총계	349.0	379.4	379.6	415.6	441.8
유동자산	158.5	175.8	167.8	188.5	194.9
현금성자산	56.9	48.0	38.5	39.1	25.4
매출채권	45.0	58.0	62.0	68.0	77.0
재고자산	53.2	66.4	64.0	78.0	89.0
비유동자산	190.5	203.6	211.8	227.2	247.0
투자자산	10.8	11.3	11.7	12.2	12.7
유형자산	178.9	191.6	199.4	214.4	233.7
기타	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
부채총계	155.9	184.5	178.4	200.2	195.4
유동부채	93.0	101.3	100.0	131.6	126.6
매입채무	27.9	36.2	39.8	74.4	71.4
유동성이자부채	62.9	62.9	57.9	54.9	52.9
기타	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3
비유동부채	62.9	83.2	78.4	68.6	68.8
비유동이자부채	54.5	74.5	69.5	59.5	59.5
기타	8.5	8.7	8.9	9.1	9.4
자본총계	193.0	194.9	201.2	215.4	244.8
지배지분	193.0	194.9	201.2	215.4	244.8
자본금	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7
이익잉여금	116.2	119.7	126.0	140.2	169.6
기타	(2.9)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	193.0	194.9	201.2	215.4	244.8
총차입금	117.4	137.4	127.4	114.4	112.4
순차입금	60.5	89.4	88.9	75.4	87.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
영업현금	28.7	2.5	27.7	49.0	29.7
당기순이익	12.0	6.5	9.5	17.4	32.6
자산상각비	13.6	15.2	15.9	16.8	18.4
기타비현금성손익	(3.8)	(1.3)	0.2	0.2	1.8
운전자본증감	6.2	(17.9)	2.1	14.6	(23.1)
매출채권감소(증가)	12.8	(13.0)	(4.0)	(6.0)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(4.3)	(13.2)	2.4	(14.0)	(11.0)
매입채무증가(감소)	0.6	8.3	3.7	34.6	(3.0)
기타	(2.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	(30.6)	(29.8)	(25.7)	(33.9)	(39.9)
단기투자자산감소	0.0	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.7)
장기투자증권감소	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(28.8)	(27.8)	(23.6)	(31.7)	(37.6)
유형자산처분	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	2.2	16.9	(13.2)	(16.2)	(5.2)
차입금증가	9.2	20.0	(10.0)	(13.0)	(2.0)
자본증가	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
배당금지급	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2
현금 증감	0.2	(10.4)	(11.2)	(1.1)	(15.3)
기초현금	19.3	19.5	9.1	(2.1)	(3.1)
기말현금	19.5	9.1	(2.1)	(3.1)	(18.5)
Gross Cash flow	21.8	20.4	25.7	34.4	52.8
Gross Investment	24.5	46.2	22.0	17.7	61.2
Free Cash Flow	(2.6)	(25.8)	3.6	16.8	(8.4)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	183.6	199.9	236.5	317.4	418.2
증가율(%)	1.3	8.9	18.3	34.2	31.7
매출원가	147.4	159.4	187.7	255.1	333.3
매출총이익	36.2	40.5	48.8	62.3	84.9
판매 및 일반관리비	27.2	29.3	32.5	36.4	40.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	9.0	11.2	16.3	25.9	44.8
증가율(%)	(30.6)	25.1	45.7	58.8	72.8
EBITDA	22.5	26.4	32.3	42.7	63.2
증가율(%)	(11.8)	17.1	22.3	32.4	47.9
영업외손익	8.0	(3.1)	(4.5)	(4.2)	(3.0)
이자수익	2.4	2.4	3.2	4.0	5.7
이자비용	7.4	5.2	5.4	5.0	4.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	13.1	(0.3)	(2.2)	(3.2)	(4.2)
세전순이익	17.0	8.1	11.8	21.7	41.8
증가율(%)	92.1	(52.3)	45.9	83.7	92.4
법인세비용	5.0	1.6	2.3	4.3	9.2
당기순이익	12.0	6.5	9.5	17.4	32.6
증가율(%)	61.5	(45.5)	45.3	83.4	87.1
지배주주지분	12.0	6.5	9.5	17.4	32.6
증가율(%)	61.5	(45.5)	45.3	83.4	87.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	750	409	594	1,090	2,039
증가율(%)	61.5	(45.5)	45.3	83.4	87.1
수정EPS(원)	750	409	594	1,090	2,039
증가율(%)	61.5	(45.5)	45.3	83.4	87.1

주요투자지표

	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	750	409	594	1,090	2,039
BPS	12,072	12,191	12,585	13,474	15,313
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배, %)					
PER	29.7	62.6	43.1	23.5	12.6
PBR	1.8	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/ EBITDA	18.5	18.9	15.4	11.3	7.9
배당수익률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	16.3	20.1	15.9	11.9	7.8
수익성(%)					
영업이익률	4.9	5.6	6.9	8.2	10.7
EBITDA이익률	12.3	13.2	13.6	13.5	15.1
순이익률	6.5	3.3	4.0	5.5	7.8
ROE	6.3	3.4	4.8	8.4	14.2
ROIC	2.5	3.4	4.6	7.2	11.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	31.3	45.8	44.2	35.0	35.5
유동비율	170.4	173.5	167.8	143.2	153.9
이자보상배율	1.2	2.2	3.0	5.2	9.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
매출채권회전율	3.8	3.9	3.9	4.9	5.8
재고자산회전율	3.5	3.3	3.6	4.5	5.0
매입채무회전율	6.9	6.2	6.2	5.6	5.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

