

# 상아프론테크 (089980. KQ)

## 트럼프 당선으로 특수소재 사업 수혜

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**35,000** 원(하향)

현재주가

**17,470** 원(11/15)

시가총액

**279**(십억원)

GreenIndustry 한병화\_02)368-6171\_bhh1026@eugenefn.com

- 트럼프 정부, 우주 항공 규제 대폭 완화 전망. 인공 위성 관련 사업 활성화 기대감 높아
- 동사의 위성 통신 사업용 특수 소재 수요 증가 폭 커질 것으로 예상
- 자율 주행, 6G용 저유전체 소재 신규로 개발 진행 중. 통신 방해 최소화하는 기판용 특수소재
- 올해 실적 부진은 정리 중인 디스플레이 장비 사업 적자, 배터리 부품 시황 부진, 저유전체 소재 상용화 비용 때문
- 인공 위성 통신용 소재, 수소생산과 장주기 ESS용 멤브레인에 이어 기판용 저유전체 소재까지 특수소재 포트폴리오 지속 확대 중. 배터리 부품과 모듈 사업 단기 업황 부진하나 중장기 매출 성장 견인 역할할 것
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 4만원에서 3.5만으로 하향. 국내 주식 시장 밸류에이션 하락을 반영

주가(원,11/15)	17,470
시가총액(십억원)	279

발행주식수	15,989천주
52주 최고가	29,350원
최저가	17,020원
52주 일간 Beta	0.80
60일 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률(2024F)	1.1%

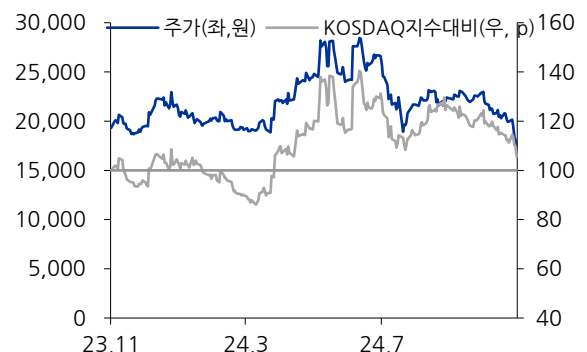
주주구성	
이상원 (외 23인)	42.3%
자사주 (외 1인)	3.3%
자사주 (외 1인)	2.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-12.1	-7.8	7.3
절대기준	-23.5	-28.3	-8.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	40,000	▼
영업이익(24)	6.7	8.9	▼
영업이익(25)	7.0	13.5	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	183.6	174.0	191.6	247.6
영업이익	9.0	6.7	7.0	15.6
세전손익	17.0	2.2	4.0	12.9
당기순이익	12.0	1.7	3.2	10.3
EPS(원)	750	109	201	646
증감률(%)	61.5	(85.5)	84.5	221.2
PER(배)	29.7	160.2	86.9	27.0
ROE(%)	6.3	0.9	1.7	5.3
PBR(배)	1.8	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	18.5	16.7	16.8	12.6

자료: 유진투자증권



### 트럼프정부의 규제 완화로 인공 위성 통신 사업용 소재 사업 수혜

트럼프정부는 산업계와 연계된 각종 규제를 최소화할 예정이다. 특히 기대가 큰 산업은 우주항공 부문이다. 일론 머스크가 수장으로 역할을 하는 것도 기대감을 높이고 있다. 미국 당국은 우주 로켓 발사에 횡수 등 다양한 규제를 시행하고 있다. 엄격한 규칙이 완화되면 로켓 발사 횡수가 늘어나면서 부가된 인공 위성의 숫자가 증가하게 된다. 인공 위성 통신사업용 소재를 공급하고 있는 상아프론테크에게는 직접 수혜가 있다.

### 자율주행, 6G 용 저유전체 소재 상용화 준비 중

자율주행과 6G 는 통신 데이터 양이 크기 때문에 주파수 방해가 낮은 저유전체 소재가 필수이다. 동사는 보유하고 있는 멤브레인 기술을 FCCL 적용해서 멤피스라는 독자적인 저유전체 소재를 개발 완료했다. 이를 상용화하기 위해 올 3 분기부터 테스트를 본격화하고 있다. 상아프론테크는 특수소재 전문회사이다. 반도체, OA 용 필름을 시작으로 연료전지, 수전해, 장주기 ESS 용 멤브레인을 해외에 공급하고 있다. 올해부터 본격화되고 있는 우주 항공 위성 통신 서비스항 특수소재도 해외 고객에게 직접 공급되고 있다.

### 글로벌 특수소재 업체로 성장 중, 장기 투자 매력 여전히 높다고 판단

올해 동사의 영업이익은 전년 대비 25% 감소할 것으로 예상된다. 주원인은 1) 중국의 디스플레이 장비 사업 철수와 관련된 비용 2) 배터리 관련 사업 업황 부진 3) 저유전체 소재 사업 상용화 관련 비용 등의 원인 때문이다. 중국 디스플레이 장비 사업은 올해 안에 사실상 철수할 것으로 판단된다. 3 개 사업부들의 손실만 3 분기까지 약 50 억원 이상인 것으로 추정된다. 이 손실들을 상쇄하는 부분이 특수소재 사업이다. 상아프론테크가 글로벌 업체들에게 공급하고 있는 특수소재들은 기술적인 진입 장벽 때문에 독과점 영역에 있다. 플레이어가 1~2 개에 불과하기 때문에, 공급계약시 비밀유지계약이 체결되고 이를 외부에 알리기 어려운 구조이다. 조그만 재료라도 침소봉대해서 IR 을 하는 한국 주식시장의 현실과 정반대이다. 그래서 더 매력적이라고 판단한다. 동사에 대해 투자의견 BUY 를 유지하고, 목표주가는 기존 4 만원에서 3.5 만원으로 하향한다. 국내 주식 시장 전체의 밸류에이션 하락을 감안했다.

도표 1. 상아프론테크 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>매출액</b>	<b>181.2</b>	<b>183.6</b>	<b>174.0</b>	<b>191.6</b>	<b>247.6</b>	<b>308.3</b>	<b>382.2</b>	<b>462.0</b>	<b>553.1</b>
YoY(%)	1.5	1.3	(5.2)	10.1	29.2	24.5	24.0	20.9	19.7
부품사업	80.0	89.8	68.7	85.0	114.9	154.4	202.8	255.7	311.7
소재사업	62.2	60.4	67.6	71.9	91.1	108.2	130.0	155.0	183.6
장비사업	22.0	18.1	22.5	21.0	24.3	24.4	24.6	24.0	26.0
기타	16.9	15.3	15.2	13.7	17.3	21.3	24.8	27.3	31.7
매출원가	140.9	147.4	140.0	154.1	198.6	249.7	307.7	370.1	439.7
<b>매출총이익</b>	<b>40.3</b>	<b>36.2</b>	<b>34.0</b>	<b>37.5</b>	<b>49.0</b>	<b>58.6</b>	<b>74.5</b>	<b>91.9</b>	<b>113.4</b>
매출총이익률(%)	22.2	19.7	19.5	19.6	19.8	19.0	19.5	19.9	20.5
판관비	27.4	27.2	27.3	30.5	33.4	36.6	39.9	43.0	47.0
<b>영업이익</b>	<b>12.9</b>	<b>9.0</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>15.6</b>	<b>22.0</b>	<b>34.6</b>	<b>48.9</b>	<b>66.4</b>
YoY(%)	7.8	(30.6)	(25.0)	3.6	123.4	41.3	57.6	41.3	35.6
영업이익률(%)	7.1	4.9	3.9	3.6	6.3	7.1	9.1	10.6	12.0
영업외손익	(4.1)	8.0	(4.5)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	1.3	3.0	3.8
<b>세전이익</b>	<b>8.9</b>	<b>17.0</b>	<b>2.2</b>	<b>4.0</b>	<b>12.9</b>	<b>19.0</b>	<b>35.9</b>	<b>51.9</b>	<b>70.2</b>
법인세비용	1.4	5.0	0.5	0.7	2.5	4.2	7.9	11.4	15.4
<b>당기순이익</b>	<b>7.4</b>	<b>12.0</b>	<b>1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>10.3</b>	<b>14.8</b>	<b>28.0</b>	<b>40.5</b>	<b>54.7</b>
목표주가 기준 PER			321.0	174.0	54.2	37.8	20.0	13.8	10.2

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

## 상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>349.0</b>	<b>367.7</b>	<b>364.9</b>	<b>358.9</b>	<b>385.5</b>
유동자산	158.5	167.4	160.4	145.3	160.5
현금성자산	56.9	52.4	31.0	(4.1)	(8.9)
매출채권	45.0	58.0	62.0	68.0	77.0
재고자산	53.2	53.7	64.0	78.0	89.0
비유동자산	190.5	200.3	204.5	213.7	225.0
투자자산	10.8	11.3	11.7	12.2	12.7
유형자산	178.9	188.3	192.0	200.8	211.8
기타	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>부채총계</b>	<b>155.9</b>	<b>177.5</b>	<b>174.7</b>	<b>161.7</b>	<b>176.7</b>
유동부채	93.0	94.4	96.4	93.1	107.8
매입채무	27.9	29.2	36.2	35.9	52.6
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
<b>자본총계</b>	<b>193.0</b>	<b>190.1</b>	<b>190.1</b>	<b>197.3</b>	<b>208.9</b>
지배지분	193.0	190.1	190.1	197.3	208.9
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	114.9	114.9	122.0	133.6
기타	(2.9)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>193.0</b>	<b>190.1</b>	<b>190.1</b>	<b>197.3</b>	<b>208.9</b>
총차입금	117.4	137.4	127.4	114.4	112.4
순차입금	60.5	85.0	96.4	118.5	121.3

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	<b>28.7</b>	<b>3.4</b>	<b>11.5</b>	<b>6.3</b>	<b>28.6</b>
당기순이익	12.0	1.7	3.2	10.3	14.8
자산상각비	13.6	15.1	15.4	16.0	16.9
기타비현금성손익	(3.8)	(1.3)	0.2	0.2	0.2
운전자본증감	6.2	(12.1)	(7.4)	(20.3)	(3.3)
매출채권감소(증가)	12.8	(13.0)	(4.0)	(6.0)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(4.3)	(0.4)	(10.3)	(14.0)	(11.0)
매입채무증가(감소)	0.6	1.4	7.0	(0.3)	16.7
기타	(2.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>투자현금</b>	<b>(30.6)</b>	<b>(26.4)</b>	<b>(21.2)</b>	<b>(26.9)</b>	<b>(30.0)</b>
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)	(24.4)	(19.2)	(24.8)	(27.7)
유형자산처분	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>재무현금</b>	<b>2.2</b>	<b>16.9</b>	<b>(13.2)</b>	<b>(16.2)</b>	<b>(5.2)</b>
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
<b>현금 증감</b>	<b>0.2</b>	<b>(6.1)</b>	<b>(22.9)</b>	<b>(36.8)</b>	<b>(6.5)</b>
기초현금	19.3	19.5	13.4	(9.5)	(46.3)
기말현금	19.5	13.4	(9.5)	(46.3)	(52.8)
Gross Cash flow	21.8	15.5	18.9	26.6	31.9
Gross Investment	24.5	36.9	27.0	45.6	31.5
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(21.4)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(19.0)</b>	<b>0.4</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>183.6</b>	<b>174.0</b>	<b>191.6</b>	<b>247.6</b>	<b>308.3</b>
증가율(%)	1.3	(5.2)	10.1	29.2	24.5
매출원가	147.4	140.0	154.1	198.6	249.7
<b>매출총이익</b>	<b>36.2</b>	<b>34.0</b>	<b>37.5</b>	<b>49.0</b>	<b>58.6</b>
판매 및 일반관리비	27.2	27.3	30.5	33.4	36.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>9.0</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>15.6</b>	<b>22.0</b>
증가율(%)	(30.6)	(25.0)	3.6	123.4	41.3
<b>EBITDA</b>	<b>22.5</b>	<b>21.8</b>	<b>22.4</b>	<b>31.6</b>	<b>38.8</b>
증가율(%)	(11.8)	(3.4)	2.9	41.0	22.9
<b>영업외손익</b>	<b>8.0</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(3.0)</b>
이자수익	2.4	2.1	2.5	3.4	4.0
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	(1.4)	(0.1)	(1.0)	(2.5)
<b>세전순이익</b>	<b>17.0</b>	<b>2.2</b>	<b>4.0</b>	<b>12.9</b>	<b>19.0</b>
증가율(%)	92.1	(86.9)	78.1	224.4	47.7
법인세비용	5.0	0.5	0.7	2.5	4.2
<b>당기순이익</b>	<b>12.0</b>	<b>1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>10.3</b>	<b>14.8</b>
증가율(%)	61.5	(85.5)	84.5	221.2	43.3
지배주주지분	12.0	1.7	3.2	10.3	14.8
증가율(%)	61.5	(85.5)	84.5	221.2	43.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	<b>750</b>	<b>109</b>	<b>201</b>	<b>646</b>	<b>926</b>
증가율(%)	61.5	(85.5)	84.5	221.2	43.3
수정EPS(원)	750	109	201	646	926
증가율(%)	61.5	(85.5)	84.5	221.2	43.3

### 주요투자지표

	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	750	109	201	646	926
BPS	12,072	11,891	11,892	12,338	13,064
DPS	200	200	200	200	200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	29.7	160.2	86.9	27.0	18.9
PBR	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/ EBITDA	18.5	16.7	16.8	12.6	10.3
배당수익률	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
PCR	16.3	18.0	14.8	10.5	8.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.9	3.9	3.6	6.3	7.1
EBITDA이익률	12.3	12.5	11.7	12.8	12.6
순이익률	6.5	1.0	1.7	4.2	4.8
ROE	6.3	0.9	1.7	5.3	7.3
ROIC	2.5	2.0	2.0	4.2	5.3
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	31.3	44.7	50.7	60.1	58.1
유동비율	170.4	177.4	166.5	156.1	148.8
이자보상배율	1.2	1.3	1.3	3.1	4.8
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
매출채권회전율	3.8	3.4	3.2	3.8	4.3
재고자산회전율	3.5	3.3	3.3	3.5	3.7
매입채무회전율	6.9	6.1	5.9	6.9	7.0

**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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

