

(089980.KQ)

상아프론테크

그린산업/ESG 한병화
bhh1026@eugenefn.com

2분기부터 이익 증가세 본격화

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
30,000 원(유지)
22,800 원(5/15)

“ 1분기 무난한 실적 달성

상아프론테크의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 485억원, 12억원으로 전년비 19%, 8% 증가. 배터리용 캡아세이 모듈과 부품, 의료기기 매출이 증가하면서 부품사업 매출액이 전년비 39% 증가한 것이 매출 증가의 주요인. 매출에 비해 이익 증가 폭이 낮았던 이유는 배터리 캡아세이 제조를 지난 4분기부터 시작하면서 관련된 비용이 추가되었고, 미국으로 반제품을 신속하게 보내기 위한 운송 관련 비용도 발생했기 때문으로 추정

“ 2분기부터 이익 증가 폭 커질 것으로 판단

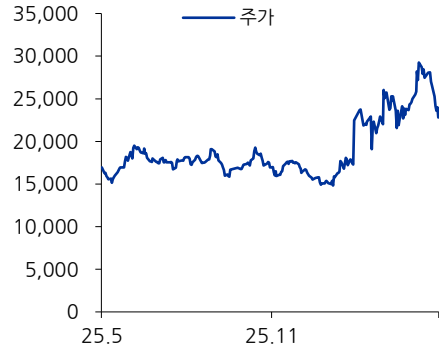
2분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 561억원 29억원으로 전년비 25%, 85% 증가할 것으로 추정. 고객사의 라인 개조로 2월부터 일시 중단되었던 미국형 캡아세이 매출이 5월부터 재개될 것으로 예상. 캡아세이 제조에 필요한 프레스 부품도 외부에서 구매하다가 현재는 내재화를 완성한 상태. 또한 글로벌 최대 우주항공 기업으로 공급되고 있는 위성 송수신기용 ETFE 필름과 중국업체들에게 납품하고 있는 수전해용 멤브레인의 물량 증가도 지속되고 있는 것으로 파악

“ 우주항공, 배터리, 수소, 반도체 등 성장 산업에 포진된 소재/부품 사업자

동사는 불소수지를 기반으로 하는 특수 소재/부품 시장의 글로벌 강자. 개별 시장이 작은 대신 오랜기간 지속 성장을 할 수 있는 사업 구조임. 현재 상아프론테크가 글로벌 시장에서 과점 사업자인 영역은 1) 우주항공 송수신기용 ETFE필름 2) 반도체 패키징용 ETFE 필름 3) PEM 수소연료전지와 수전해용 멤브레인 4) 바나듐 플로우 배터리용 멤브레인 등. 이 사업은 대부분 미국과 일본의 글로벌 업체들이 독점해왔는데, 상아프론테크가 신규 진입하면서 과점 시장으로 전환된 상태

“ 외형은 배터리가 수익성은 특수 소재가 잡아줄 것

50년이 넘는 업력이지만 동사의 매출액이 2천억원 수준에 불과한 이유는 니치 마켓인 특수 소재를 주력으로 하기 때문. 하지만 지난 4분기 신규로 진입한 배터리 캡아세이는 외형 성장을 견인할 사업으로 현재 1개 라인에서 올 연말 2개, 내년 4개로 확대될 것으로 예상. 글로벌 BESS 수요가 급증하면서 각종 배터리 모듈인 캡아세이에 대한 공급이 타이트한 상황으로 판단되기 때문에 동사의 외형 성장 가시성 높아. ETFE 필름, 멤브레인 등의 소재는 시장의 크기에 비해 초기 투자비가 많아서 이익률이 의미 있는 상승을 하는데 시간이 걸리지만, 그만큼 사업의 지속성은 높고 정상화시 마진율이 높은 사업. 상아프론테크에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원 유지



시가총액(십억원)	365
발행주식수(천주)	15,989
52 주 최고	30,050 원
최저	14,680 원
52 주 일단 Beta	0.83
60일 평균 거래대금	61 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.9%
주주구성	
이상원 (외 24인)	42.3%
자사주 (외 1인)	3.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-6.6	34.5	37.3
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(25A)	6.7	6.7	-
영업이익(26F)	11.0	11.0	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026F	2027F
매출액	196.0	230.6	299.0
영업이익	6.7	11.0	18.8
세전손익	4.0	9.2	16.8
당기순이익	5.1	7.6	13.8
EPS(원)	422	474	863
증감률(%)	9.6	12.1	82.3
PER(배)	54.0	48.1	26.4
ROE(%)	3.3	3.7	6.7
PBR(배)	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	21.6	16.8	13.4

도표 1. 상아프론테크 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	40.7	44.8	49.9	60.6	48.5	56.1	61.9	64.1
YoY(%)	(7.0)	(0.4)	17.6	49.4	19.2	25.3	24.0	5.8
부품사업	17.4	20.1	24.3	37.2	24.2	27.8	31.4	33.9
소재사업	16.8	17.3	19.5	17.6	17.9	19.5	20.8	20.4
장비사업	3.1	3.4	2.4	2.3	2.6	4.3	4.2	5.1
기타	3.4	3.9	3.7	3.5	3.7	4.5	5.5	4.7
매출원가	32.8	36.5	41.0	51.0	40.0	45.9	51.1	52.8
매출총이익	7.9	8.3	9.0	9.6	8.5	10.2	10.8	11.3
매출총이익률(%)	19.3	18.6	18.0	15.8	17.6	18.2	17.4	17.7
판관비	6.8	6.7	6.8	7.7	7.4	7.3	7.2	8.0
영업이익	1.1	1.6	2.1	1.9	1.2	2.9	3.6	3.3
YoY(%)	(46.5)	(25.7)	60.0	407.4	7.7	85.0	67.9	73.3
영업이익률(%)	2.7	3.5	4.3	3.2	2.4	5.2	5.8	5.2
영업외손익	(0.8)	0.5	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(1.5)	1.0	(1.0)
세전이익	0.3	2.0	1.5	1.8	0.8	1.4	4.6	2.3
법인세비용	0.0	(0.3)	0.4	(1.3)	0.1	0.3	0.9	0.4
당기순이익	0.3	2.3	1.1	3.1	0.7	1.2	3.7	2.0

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 2. 상아프론테크 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	181.2	183.6	171.8	196.0	230.6	299.0	394.3	472.1	545.8
YoY(%)	1.5	1.3	(6.5)	14.1	17.7	29.7	31.9	19.7	15.6
부품사업	80.0	89.8	76.5	99.1	116.0	160.0	228.5	277.3	316.8
소재사업	62.2	60.4	68.4	71.2	78.6	96.7	120.0	147.0	176.3
장비사업	22.0	18.1	12.8	11.1	16.5	19.5	20.7	20.8	22.5
기타	16.9	15.3	14.0	14.5	19.5	22.8	25.2	27.0	30.1
매출원가	140.9	147.4	139.2	161.3	189.7	248.2	331.6	394.2	453.0
매출총이익	40.3	36.2	32.6	34.7	40.9	50.8	62.7	77.9	92.8
매출총이익률(%)	22.2	19.7	19.0	17.7	17.7	17.0	15.9	16.5	17.0
판관비	27.4	27.2	26.7	28.0	29.9	32.0	35.8	38.0	40.8
영업이익	12.9	9.0	5.8	6.7	11.0	18.8	26.9	39.9	52.0
YoY(%)	7.8	(30.6)	(34.7)	14.7	63.8	71.3	42.8	48.4	30.3
영업이익률(%)	7.1	4.9	3.4	3.4	4.8	6.3	6.8	8.5	9.5
영업외손익	(4.1)	8.0	1.0	(1.1)	(2.0)	(2.0)	(1.0)	(1.2)	(0.5)
세전이익	8.9	17.0	6.8	5.6	9.2	16.8	25.9	38.7	51.5
법인세비용	1.4	5.0	0.6	(1.1)	1.6	3.0	4.9	7.7	10.3
당기순이익	7.4	12.0	6.2	6.8	7.6	13.8	21.0	31.0	41.2

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

상아프론테크(089980.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	362.2	380.1	398.1	421.5	449.9
유동자산	154.2	157.0	169.5	184.2	196.4
현금성자산	56.3	46.2	41.0	34.6	20.9
매출채권	32.7	47.2	45.0	55.0	68.8
재고자산	57.5	58.1	78.0	89.0	101.0
비유동자산	208.1	223.1	228.5	237.2	253.5
투자자산	6.9	5.2	5.4	5.7	5.9
유형자산	200.4	217.1	222.3	230.8	246.8
기타	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	161.2	176.7	196.0	208.8	219.4
유동부채	154.2	161.6	160.7	163.4	173.9
매입채무	25.3	26.2	28.3	33.0	43.5
유동성이자부채	122.0	134.4	131.4	129.4	129.4
기타	6.9	1.0	1.1	1.1	1.1
비유동부채	7.0	15.2	35.3	45.4	45.5
비유동이자부채	0.7	10.1	30.1	40.1	40.1
기타	6.3	5.1	5.2	5.3	5.4
자본총계	201.0	203.3	202.1	212.7	230.5
지배지분	201.0	203.3	202.1	212.7	230.5
자본금	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7
이익잉여금	119.1	122.5	126.9	137.5	155.2
기타	2.3	1.2	(4.4)	(4.4)	(4.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	201.0	203.3	202.1	212.7	230.5
총차입금	122.7	144.4	161.4	169.4	169.4
순차입금	66.4	98.2	120.5	134.8	148.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	21.6	9.8	4.3	16.0	25.3
당기순이익	6.2	6.8	7.6	13.8	21.0
자산상각비	13.8	14.7	17.8	18.5	19.6
기타비현금성손익	(2.6)	(13.5)	(5.5)	0.1	0.1
운전자본증감	2.0	0.0	(15.6)	(16.3)	(15.3)
매출채권감소(증가)	20.2	(17.7)	2.2	(10.0)	(13.8)
재고자산감소(증가)	(7.8)	(2.5)	(19.9)	(11.0)	(12.0)
매입채무증가(감소)	(7.1)	4.0	2.1	4.7	10.5
기타	(3.3)	16.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	(15.1)	(22.7)	(24.6)	(28.5)	(37.2)
단기투자자산감소	0.0	1.4	(1.3)	(1.3)	(1.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(28.5)	(26.4)	(23.1)	(26.9)	(35.5)
유형자산처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(7.4)	7.9	13.8	4.8	(3.2)
차입금증가	(0.8)	11.1	17.0	8.0	0.0
자본증가	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
배당금지급	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
현금 증감	0.4	(5.0)	(6.5)	(7.7)	(15.0)
기초현금	19.5	19.9	14.9	8.3	0.7
기말현금	19.9	14.9	8.3	0.7	(14.4)
Gross Cash flow	21.7	9.8	19.9	32.4	40.6
Gross Investment	13.1	24.0	39.0	43.5	51.1
Free Cash Flow	8.5	(14.2)	(19.0)	(11.2)	(10.5)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	171.8	196.0	230.6	299.0	394.3
증가율(%)	(6.5)	14.1	17.7	29.7	31.9
매출원가	139.2	161.3	189.7	248.2	331.6
매출총이익	32.6	34.7	40.9	50.8	62.7
판매 및 일반관리비	27.3	28.0	29.9	32.0	35.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	5.8	6.7	11.0	18.8	26.9
증가율(%)	(34.7)	14.7	63.8	71.3	42.8
EBITDA	19.7	21.4	28.8	37.3	46.4
증가율(%)	(12.7)	8.8	34.7	29.4	24.5
영업외손익	1.0	(2.7)	(1.8)	(2.0)	(1.0)
이자수익	2.1	1.4	3.1	4.0	5.2
이자비용	7.2	5.9	5.9	6.5	6.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.1	1.8	0.9	0.5	0.6
세전순이익	6.8	4.0	9.2	16.8	25.9
증가율(%)	(59.9)	(41.2)	129.1	83.6	53.8
법인세비용	0.6	(1.1)	1.6	3.0	4.9
당기순이익	6.2	5.1	7.6	13.8	21.0
증가율(%)	(48.6)	(16.5)	47.1	82.3	52.0
지배주주지분	6.2	6.8	7.6	13.8	21.0
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	82.3	52.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	385	422	474	863	1,312
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	82.3	52.0
수정EPS(원)	385	422	474	863	1,312
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	82.3	52.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	385	422	474	863	1,312
BPS	12,573	12,716	12,641	13,304	14,416
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	59.2	54.0	48.1	26.4	17.4
PBR	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/ EBITDA	21.9	21.6	16.8	13.4	11.0
배당수익률	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	16.8	37.1	18.3	11.3	9.0
수익성(%)					
영업이익률	3.4	3.4	4.8	6.3	6.8
EBITDA이익률	11.5	10.9	12.5	12.5	11.8
순이익률	3.6	2.6	3.3	4.6	5.3
ROE	3.1	3.3	3.7	6.7	9.5
ROIC	2.0	1.7	2.9	4.6	6.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	33.0	48.3	59.6	63.4	64.4
유동비율	100.0	97.2	105.5	112.8	112.9
이자보상배율	0.8	1.1	1.9	2.9	4.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
매출채권회전율	4.4	4.9	5.0	6.0	6.4
재고자산회전율	3.1	3.4	3.4	3.6	4.2
매입채무회전율	6.5	7.6	8.5	9.8	10.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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: 12 개월 (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	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

