

# 상아프론테크 (089980. KQ)

## 글로벌 특수 소재업체로 성장 중

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**40,000** 원(유지)

현재주가

**21,700** 원(08/14)

시가총액

**347** (십억원)

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

- 2분기 매출, 영업이익 역성장은 전기차 배터리 화재방지 부품 매출 감소 때문, 소재부문 성장으로 이익감소 방어
- 올 해 소재사업 매출액 731억원으로 전년 대비 21% 증가 예상
- 기존 반도체용 필름에 신사업인 수전해용 멤브레인, 통신사업용 특수소재, 장주기 ESS 멤브레인, 소비재용 소재로 확대. 동사의 소재사업은 경쟁자가 소수에 불과할 정도로 진입장벽이 높고 고객사들이 글로벌 탑티어 기업들
- 전기차용 화재방지 모듈인 캡어셈블리 사업은 업황 약세에도 불구하고 내년부터 고객사의 미국 신공장 가동으로 성장
- 전방산업이 반도체, 전기차, ESS, 수소, 우주항공 등 미래 성장 산업으로 확장되고 있어
- 특수 소재 사업의 신규 글로벌 고객 확보 지속과 배터리 사업의 중장기 실적 성장 유효. 투자의견 'BUY'와 목표주가 40,000원 유지

주가(원,08/14)	21,700
시가총액(십억원)	347

발행주식수	15,989천주
52주 최고가	29,350원
최저가	17,700원
52주 일간 Beta	0.71
60일 일평균거래대금	38억원
외국인 지분율	2.6%
배당수익률(2024F)	0.9%

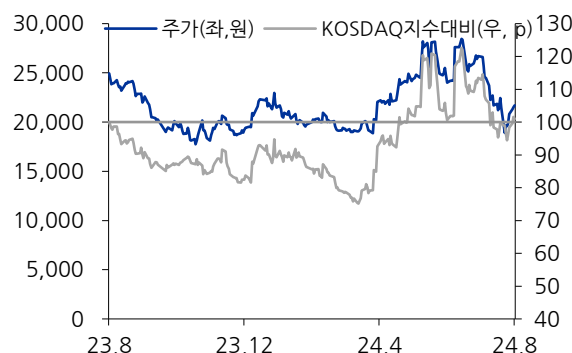
주주구성	
이상원 (외 23인)	42.3%
자사주 (외 1인)	3.3%
자사주 (외 1인)	2.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-10.1	16.1	0.8
절대기준	-18.7	7.2	-13.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	40,000	-
영업이익(24)	9.4	12.4	▼
영업이익(25)	13.5	18.0	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	183.6	185.9	222.1	282.5
영업이익	9.0	9.4	13.5	19.5
세전손익	17.0	6.2	9.0	15.3
당기순이익	12.0	5.7	7.3	12.3
EPS(원)	750	359	454	770
증감률(%)	61.5	(52.2)	26.5	69.6
PER(배)	29.7	60.5	47.8	28.2
ROE(%)	6.3	3.0	3.7	6.1
PBR(배)	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	18.5	17.8	14.9	12.2

자료: 유진투자증권



## 상반기 실적 부진은 전기차 배터리 부품 업황 둔화 때문

1분기에 이어 2분기에도 동사의 매출과 영업이익은 전년대비 감소했다. 주 원인은 전기차 배터리를 화재방지 부품 매출이 역성장 했기 때문이다. 전기차 판매업황이 둔화된 탓이다. 이를 감안하면 2024년 매출과 영업이익은 1,859억원, 94억원으로 전년과 유사할 것으로 예상된다. 전기차 산업의 부진을 감안하면 상대적으로 양호한 수준이다. 특수소재 부문의 매출액이 전년대비 21% 증가하면서 이익 감소를 상쇄해줄 것으로 판단된다.

## 확장되는 특수 소재사업, 글로벌 고객사 확보 지속

동사의 대표적인 특수소재는 국내 반도체 업체들에게 공급 중인 패키징용 필름이다. 일본 업체가 독점하던 영역을 국산화해서 공급하고 있다. 수소산업용 멤브레인은 수소차용으로 장착된 글로벌 두 번째 업체가 되었고, 현재는 수소생산용 수전해 장비에 공급되고 있다. 멤브레인은 장주기 ESS용 분리막으로도 사용되는데, 해외업체에 납품을 시작했다. 최근에는 통신사업용 특수 필름을 해외에 공급하고 있다. 상아프론테크가 제조하는 특수 소재는 방열과 방수기능이 있고, 전기가 통하고, 통신 신호의 방해를 최소화하는 등의 기능이 있다. 이를 제조가능 한 업체들이 해당 소재별로 독점 내지는 2~3개에 불과하다. 설립한지 50년된 상아프론테크는 그동안 해외에서 수입하던 특수소재들을 국내 대기업들을 위해 국산화하면서 성장해왔다. 하지만, 최근 2~3년동안에는 직접 해외 글로벌 대기업들과 소통하면서 그들을 위한 특수소재들을 개발하고 납품하기 시작했다. 지속성장 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

## 신중한 IR로 인지도 낮은 상태, 책임감 있는 자세 오히려 긍정적

상아프론테크의 글로벌 고객을 일일이 열거하면 그것만으로도 효과적인 홍보가 될 것이다. 하지만, 동사는 주가만을 위한 홍보를 자제한다. 가장 큰 이유는 동사가 공급하는 소재를 만드는 사업자들이 제한적이어서 고객사들의 정보와 사업방향이 노출되어 비밀유지계약이 체결되기 때문이다. 또한 단기 주가 상승보다 실적으로 투자자들에게 검증 받겠다는 경영진의 의지도 크다. 그래서 더 신뢰가 간다. 소재사업의 고객군이 업그레이드 되고 있는 것을 감안하면, 실적 상승이 본격화되기 전인 지금이 투자적기라고 판단된다. 목표주가 40,000원을 유지한다.

도표 1. 상아프론테크 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>매출액</b>	<b>181.2</b>	<b>183.6</b>	<b>185.9</b>	<b>222.1</b>	<b>282.5</b>	<b>368.3</b>	<b>432.2</b>	<b>529.0</b>	<b>606.1</b>
YoY	1.5%	1.3%	1.3%	19.5%	27.2%	30.4%	17.3%	22.4%	14.6%
LCD cassette	15.2	12.0	8.5	9.0	10.3	10.4	10.6	10.0	12.0
PTFE sheet	3.2	2.5	2.0	2.0	2.0	2.5	2.1	2.1	5.0
PCB 소재	5.2	4.0	4.0	3.5	3.0	2.8	3.0	3.0	7.0
OA/자성시트	44.0	43.0	41.0	43.0	45.8	48.0	50.0	53.0	57.0
반도체 소재/장비	31.1	32.0	33.0	39.3	42.0	45.6	50.3	54.0	60.2
기타부품	38.3	27.1	29.0	33.0	33.0	34.0	36.0	35.0	35.6
배터리부품	29.1	44.0	35.1	51.0	100.2	168.5	204.2	273.3	313.7
의료기기	8.5	12.0	13.8	14.5	15.0	15.3	16.2	17.9	19.0
멤브레인/특수소재	6.5	7.0	19.5	26.8	31.2	41.2	59.8	80.7	96.6
<b>매출원가</b>	<b>140.9</b>	<b>147.4</b>	<b>147.5</b>	<b>176.1</b>	<b>226.6</b>	<b>294.6</b>	<b>340.6</b>	<b>414.8</b>	<b>472.7</b>
매출원가율	80.0%	78.8%	78.4%	78.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
판관비	27.4	27.2	29.0	32.5	36.4	39.6	45.0	49.1	52.0
<b>영업이익</b>	<b>12.9</b>	<b>9.0</b>	<b>9.4</b>	<b>13.5</b>	<b>19.5</b>	<b>34.1</b>	<b>46.6</b>	<b>65.2</b>	<b>81.3</b>
증감율	7.8%	-30.6%	4.6%	44.2%	44.4%	74.4%	36.9%	39.8%	24.8%
영업이익률	7.1%	4.9%	5.0%	6.1%	6.9%	9.2%	10.8%	12.3%	13.4%
영업외손익	(4.1)	8.0	(3.1)	(4.5)	(4.2)	(3.0)	1.3	3.0	3.8
<b>세전이익</b>	<b>8.9</b>	<b>17.0</b>	<b>6.2</b>	<b>9.0</b>	<b>15.3</b>	<b>31.1</b>	<b>47.9</b>	<b>68.2</b>	<b>85.1</b>
법인세비용	1.4	5.0	0.5	1.8	3.0	6.8	10.5	15.0	18.7
<b>당기순이익</b>	<b>7.4</b>	<b>12.0</b>	<b>5.7</b>	<b>7.3</b>	<b>12.3</b>	<b>24.2</b>	<b>37.4</b>	<b>53.2</b>	<b>66.4</b>

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

## 상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	349.0	377.6	375.4	392.8	415.2
유동자산	158.5	175.8	166.6	171.8	178.2
현금성자산	56.9	49.9	37.3	22.4	8.8
매출채권	45.0	58.0	62.0	68.0	77.0
재고자산	53.2	64.5	64.0	78.0	89.0
비유동자산	190.5	201.8	208.7	221.0	237.0
투자자산	10.8	11.3	11.7	12.2	12.7
유형자산	178.9	189.8	196.3	208.2	223.7
기타	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>부채총계</b>	155.9	183.4	177.2	185.5	186.9
유동부채	93.0	100.3	98.8	116.9	118.1
매입채무	27.9	35.1	38.7	59.7	62.9
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>	193.0	194.1	198.2	207.3	228.3
지배지분	193.0	194.1	198.2	207.3	228.3
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	118.9	122.9	132.0	153.1
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>	193.0	194.1	198.2	207.3	228.3
총차입금	117.4	137.4	127.4	114.4	112.4
순차입금	60.5	87.5	90.1	92.1	103.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	28.7	2.5	23.2	30.0	25.3
당기순이익	12.0	5.7	7.3	12.3	24.2
자산상각비	13.6	15.1	15.7	16.4	17.7
기타비현금성손익	(3.8)	(1.3)	0.2	0.2	0.2
운전자본증감	6.2	(17.0)	0.0	1.0	(16.8)
매출채권감소(증가)	12.8	(13.0)	(4.0)	(6.0)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(4.3)	(11.3)	0.5	(14.0)	(11.0)
매입채무증가(감소)	0.6	7.3	3.5	21.0	3.2
기타	(2.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>투자현금</b>	(30.6)	(27.9)	(24.3)	(30.4)	(35.4)
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)	(25.9)	(22.2)	(28.3)	(33.1)
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>	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
<b>현금 증감</b>	0.2	(8.5)	(14.2)	(16.6)	(15.3)
기초현금	19.3	19.5	11.0	(3.2)	(19.8)
기말현금	19.5	11.0	(3.2)	(19.8)	(35.1)
Gross Cash flow	21.8	19.5	23.2	29.0	42.2
Gross Investment	24.5	43.4	22.6	27.7	50.5
<b>Free Cash Flow</b>	(2.6)	(23.9)	0.6	1.3	(8.3)

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	183.6	185.9	222.1	282.5	368.3
증가율(%)	1.3	1.3	19.5	27.2	30.4
매출원가	147.4	147.5	176.1	226.6	294.6
<b>매출총이익</b>	36.2	38.4	46.0	55.9	73.7
판매 및 일반관리비	27.2	29.0	32.5	36.4	39.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	9.0	9.4	13.5	19.5	34.1
증가율(%)	(30.6)	4.6	44.2	44.4	74.4
<b>EBITDA</b>	22.5	24.5	29.2	36.0	51.7
증가율(%)	(11.8)	8.6	19.5	23.0	43.9
<b>영업외손익</b>	8.0	(3.1)	(4.5)	(4.2)	(3.0)
이자수익	2.4	2.2	3.0	3.6	5.0
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	(0.1)	(2.0)	(2.8)	(3.4)
<b>세전순이익</b>	17.0	6.2	9.0	15.3	31.1
증가율(%)	92.1	(63.3)	44.5	69.9	102.6
법인세비용	5.0	0.5	1.8	3.0	6.8
<b>당기순이익</b>	12.0	5.7	7.3	12.3	24.2
증가율(%)	61.5	(52.2)	26.5	69.6	96.8
지배주주지분	12.0	5.7	7.3	12.3	24.2
증가율(%)	61.5	(52.2)	26.5	69.6	96.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	750	359	454	770	1,515
증가율(%)	61.5	(52.2)	26.5	69.6	96.8
수정EPS(원)	750	359	454	770	1,515
증가율(%)	61.5	(52.2)	26.5	69.6	96.8

### 주요투자지표

	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	750	359	454	770	1,515
BPS	12,072	12,141	12,395	12,965	14,280
DPS	200	200	200	200	200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	29.7	60.5	47.8	28.2	14.3
PBR	1.8	1.8	1.8	1.7	1.5
EV/ EBITDA	18.5	17.8	14.9	12.2	8.7
배당수익율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	16.3	17.8	15.0	12.0	8.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	4.9	5.0	6.1	6.9	9.2
EBITDA이익율	12.3	13.2	13.2	12.7	14.1
순이익율	6.5	3.1	3.3	4.4	6.6
ROE	6.3	3.0	3.7	6.1	11.1
ROIC	2.5	3.2	3.8	5.3	8.4
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	31.3	45.1	45.5	44.4	45.4
유동비율	170.4	175.3	168.6	146.9	151.0
이자보상배율	1.2	1.8	2.5	3.9	7.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
매출채권회전율	3.8	3.6	3.7	4.3	5.1
재고자산회전율	3.5	3.2	3.5	4.0	4.4
매입채무회전율	6.9	5.9	6.0	5.7	6.0

### 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

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

(2024.06.30 기준)

