

KOSDAQ | 기술하드웨어와장비

# 상아프론테크 (089980)

## 수전해전지용 멤브레인, 캡어세이 완제품 모멘텀 기대

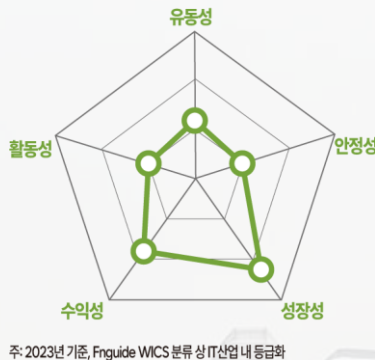
### 체크포인트

- 고분자 전해질 막 소재 제조 기업. 슈퍼엔지니어링 플라스틱의 핵심 기반 원천 기술과 독자적인 가공 기술을 사용해 자체 설계 및 제작 기술, 생산시스템 보유. 사업부문은 부품, 소재, 장비, 기타로 구성됨
- 글로벌 수소 시장 개화에 따른 산업용 수소 멤브레인 수혜 기대. 현재 산업용 수소 멤브레인 제품군 중 양산 매출액 대부분 건물/발전용 수소 연료전지 멤브레인 및 RFB용 이온교환막에서 발생. 2025년 미국 그린수소 생산 수전 스타트업 멤브레인 공급 및 유럽 메이저 MEA 제조사로 멤브레인을 신규 공급할 가능성 확보. 동사는 북미/유럽 수주 대응을 위해 올해 상반기 신규 생산라인 증설 중
- 미국 진출과 함께 캡어세이 완제품 시장으로 사업영역 확대. 삼성SDI가 북미 완성차 업체들과 JV를 적극적으로 추진하는 가운데 상아프론테크는 삼성SDI & GM JV형 캡어세이 메인 공급업체, 삼성SDI & 스텔란티스 JV형 캡어세이 이원화 업체로 선정. 동사는 23년 12월 미국법인을 출범했으며 24년 3월 인디애나주 부지 및 공장 매입 완료. 26년부터 미국JV형 캡어세이 매출액이 본격적으로 더해질 전망

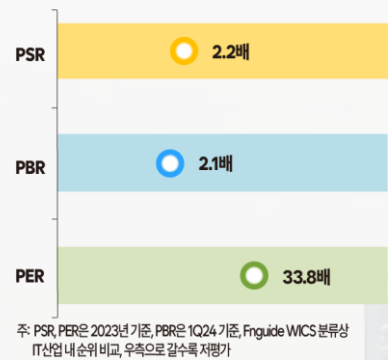
### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



### 밸류에이션 지표



#### 고분자 전해질 막 소재 제조 기업

슈퍼엔지니어링 플라스틱의 핵심 기반 원천 기술과 독자적인 가공 기술을 사용해 제품 자체 설계 및 제작 기술, 생산시스템 보유. 2023년 사업별 매출 비중은 부품 48.9%, 소재32.9%, 장비 9.9%, 기타 8.3%. 부품 사업은 2차전지, 자동차, 의료기기에 사용되는 부품 제조. 소재사업은 프린터 BELT, 반도체 패키징, PCB 드릴가공, 멤브레인 등의 소재류 공급, 장비사업은 반도체와 태양광 사업의 웨이퍼, 디스플레이 사업의 패널 보관 및 이송을 위한 캐리어 장비 등 제조

#### 글로벌 수소 시장 개화에 따른 산업용 수소 멤브레인 수혜 기대

2023년 연간 산업용 수소 멤브레인 매출액은 전체 매출액 대비 5% 비중에 불과한 것으로 추정되며 주요 양산 제품은 건물/발전용 수소 연료전지 멤브레인 및 RFB(레독스 흐름 전지)용 이온교환막임. 2024년에 들어오며 멤브레인 수요 확대 중. 올해 상반기 중 미국 그린수소 생산 수전 스타트업과 멤브레인 공급 계약을 체결했으며, 향후 유럽 메이저 MEA(Membrane Electrode Assembly) 제조사로 멤브레인을 공급할 가능성도 보유. 동사는 북미, 유럽 수주 대응을 위해 2024년 상반기부터 1개 생산라인을 추가 증설 중. 2025년부터 해외 업체형 산업용 수소 멤브레인 수요 증가가 본격화되며 수소 시장 개화에 따른 수혜 기대

#### 미국 진출과 함께 캡어세이 완제품으로 사업영역 확대

핵심 고객사인 삼성SDI가 북미 완성차 업체들과 JV를 적극적으로 추진하는 가운데 상아프론테크는 삼성SDI & GM JV형 캡어세이 메인 공급업체로 선정되었으며 삼성SDI & 스텔란티스 JV의 경우 캡어세이 이원화 업체로 선정됨. 동사는 2023년 12월 미국 생산법인(SANG-A AMERICA)을 출범했으며 2024년 1분기 중 미국 인디애나주 부지와 공장 매입 완료. 금번 미국진출로 영위하던 캡어세이 부품 사업에서 나아가 완제품 시장에 다시 진입하며 사업영역 확대. 미국법인은 캡어세이 후공정(조립)을 담당하며 관련 부품은 헝가리 및 국내 공장에서 제조할 것으로 예상되며, 현재 헝가리 캡어세이 부품 생산라인도 증설할 계획. 2024년 연간 2차전지형 매출액은 약 400억원 전망. 2026년부터 미국JV형 매출액이 본격적으로 더해질 것으로 기대됨

#### Forecast earnings & Valuation

|              | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 1,533 | 1,785 | 1,812 | 1,836 | 1,929 |
| YoY(%)       | -17.6 | 16.4  | 1.5   | 1.3   | 5.1   |
| 영업이익(억원)     | 74    | 120   | 129   | 90    | 101   |
| OP 마진(%)     | 4.8   | 6.7   | 7.1   | 4.9   | 5.2   |
| 지배주주순이익(억원)  | 23    | 93    | 74    | 120   | 74    |
| EPS(원)       | 149   | 589   | 464   | 750   | 460   |
| YoY(%)       | -82.2 | 295.6 | -21.1 | 61.5  | -38.7 |
| PER(배)       | 307.0 | 88.8  | 58.4  | 29.7  | 54.7  |
| PSR(배)       | 4.6   | 4.6   | 2.4   | 1.9   | 2.1   |
| EV/EBITDA(배) | 44.9  | 38.7  | 19.4  | 18.5  | 18.9  |
| PBR(배)       | 4.8   | 4.6   | 2.3   | 1.8   | 2.0   |
| ROE(%)       | 1.6   | 5.6   | 4.1   | 6.3   | 3.8   |
| 배당수익률(%)     | 0.4   | 0.4   | 0.7   | 0.9   | 0.8   |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

#### Company Data

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 현재주가 (7/4)    | 25,900원          |
| 52주 최고가       | 28,450원          |
| 52주 최저가       | 17,740원          |
| KOSDAQ (7/4)  | 840.81p          |
| 자본금           | 80억원             |
| 시가총액          | 4,141억원          |
| 액면가           | 500원             |
| 발행주식수         | 16백만주            |
| 일평균 거래량 (60일) | 18만주             |
| 일평균 거래액 (60일) | 45억원             |
| 외국인지분율        | 27.0%            |
| 주요주주          | 이상원 외 22인 42.27% |

#### Price & Relative Performance



#### Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -4.6 | 19.9 | -7.0 |
| 상대주가     | -4.0 | 23.5 | -1.6 |

#### 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 고분자 전해질 막 소재 제조 기업

**2023년 연간 사업부문별 매출액  
비중은 부품 48.9%,소재  
32.9%, 장비 9.9%, 기타  
8.3%로 구성됨**

고분자 정밀 소재 및 부품 전문 제조업체로 1986년 설립되어 2011년 코스닥 시장에 상장했다. 당사는 슈퍼엔지니어링 플라스틱 원천 기술과 독자적인 가공 기술을 사용해 자체 설계 및 제작 기술, 생산시스템을 보유하고 있다. 불소수지 및 고 기능성 플라스틱 원료 혼합, 중합, 합성 등 핵심 기술을 기반으로 고객이 요구하는 특정 물성을 만족할 수 있는 원재료와 가공기술을 개발하고 있다.

당사의 사업부문은 부품사업, 소재사업, 장비사업으로 구성된다. 2023년 연간 사업부문별 매출액 비중은 부품 48.9%, 소재 32.9%, 장비 9.9%, 기타 8.3%이다. 부품 사업은 2차전지, 자동차, 의료기기에 사용되는 부품을 생산한다. 부품 사업 주요 제품은 2차전지 부품- 배터리의 전해액 누수 방지용 캡 어셈블리, 자동차 부품- 차량용 SEAL 기능 및 컨트롤 케이블 부품, 의료기기- 특수주사기 및 수액세트가 대표적이다. 2023년 연간 기준으로 당사의 주요 매출처는 삼성 전자, 엘지디스플레이, 삼성SDI가 있으며 해당 고객사향 합산 매출액 비중은 전체 매출액 대비 21.4%를 차지한다.

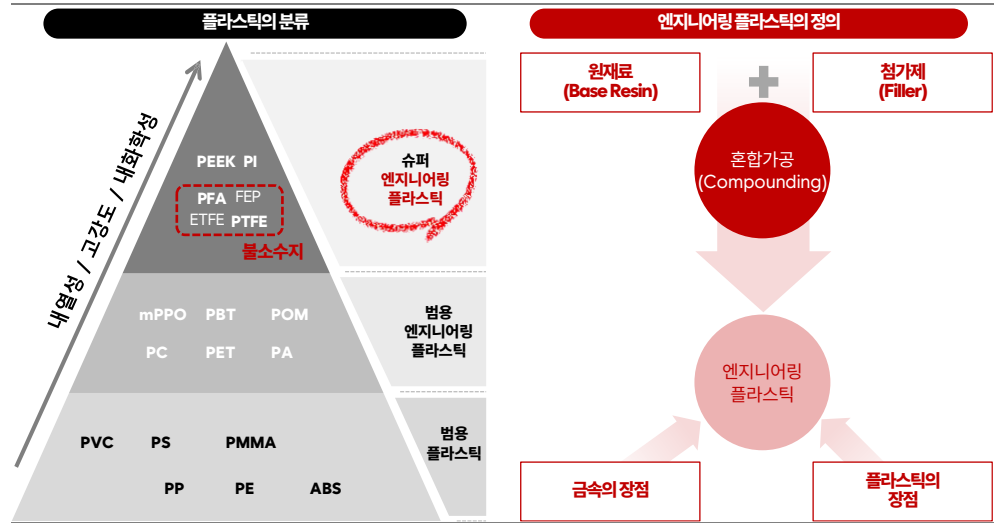
소재사업은 프린터 BELT, 반도체 패키징, PCB 드릴가공, 멤브레인 등의 소재류를 제조한다. 주요 제품으로는 프린터 토너 용지 전사 및 정착BELT 소재, 반도체 패키징공정 이형필름 소재, PCB기판용 드릴 가공용 소재, 특정 물질의 선택적 분리막 소재(MEMBRANE)이 대표적이다. 당사는 최근 특정 성분을 선택적으로 통과시켜 혼합물을 분리할 수 있는 e-PTFE Membrane 소재 개발에 다양한 분야에서 기술 경쟁력을 보유하게 될 것으로 기대되고 있다.

장비사업에서는 반도체와 태양광 웨이퍼, 디스플레이 패널 보관 및 이송을 위한 캐리어 장비 등을 생산하여 고객사에 공급하고 있다. 주요 제품으로는 웨이퍼 세정 및 이동에 사용되는 장비 및 FPD Glass 생산공정 중 이송/보관을 위한 장비가 있다. 기타 사업에는 자회사를 통해 굴삭기 등 중장비 엔진류 부품 매출이 발생하고 있다.

당사는 9개의 종속기업(지분율 100%)을 보유하고 있다. 해외 종속법인으로는 중국 생산법인 3군데, 말레이시아 생산법인 1군데, 베트남 생산법인 1군데, 헝가리 생산법인 1군데를 운영하고 있으며 2023년 12월 중 미국 인디애나주에 SANG-A-AMERICA 미국법인을 출자했다. 국내 종속법인으로는 상아기연(자동차 부품 소재 제조) 및 상아메디케어(의료기기 도소매)를 보유하고 있다. 해외 생산법인 뿐만 아니라 국내에서도 생산시설을 보유하고 있다. 인천에서 본사와 3개 공장을 가동 중이며, 경남 양산에서 2차전지 부품을 생산한다.

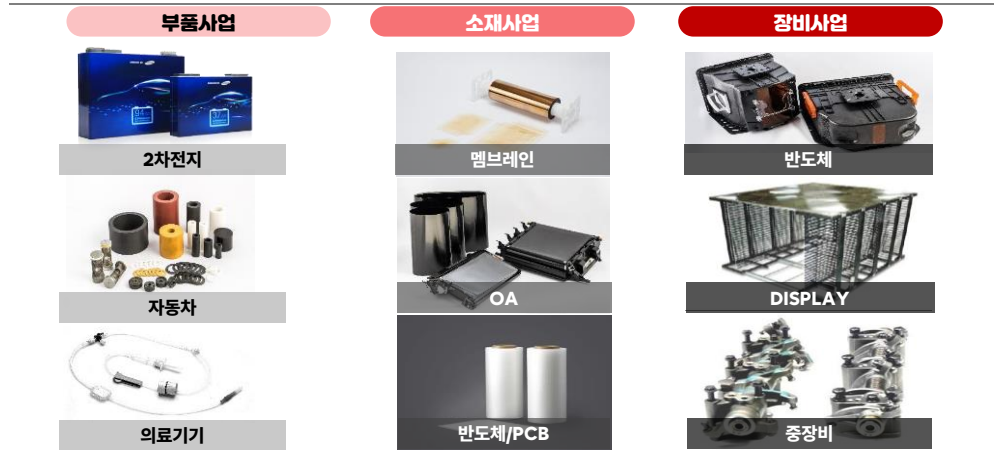
2024년 1분기말 주요 주주 현황은 대표이사 및 특수관계인 지분율 42.3%, 자사주 지분율 2.5%, 기타 55.2%로 구성된다.

### 슈퍼엔지니어링 플라스틱 가공 기술 보유



자료: 상아프론테크, 한국R협회의 기업리서치센터

### 기존 주력 사업 영역



자료: 상아프론테크, 한국R협회의 기업리서치센터

### 수입 대체품의 국산화를 통해 사업 영역 확장



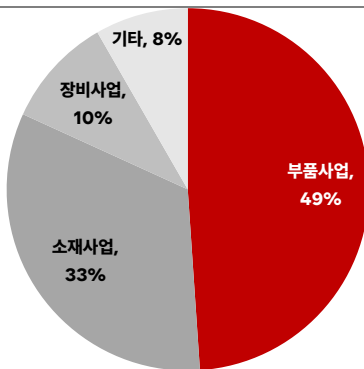
자료: 상아프론테크, 한국R협회의 기업리서치센터

### 상아프론테크 연혁



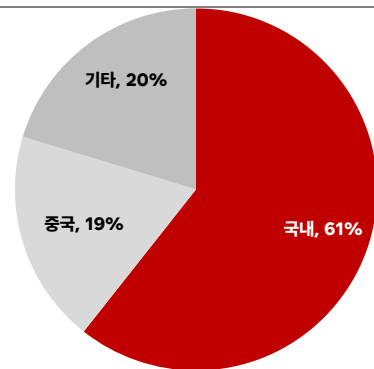
자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 사업부문별 매출액 비중(2023Y)



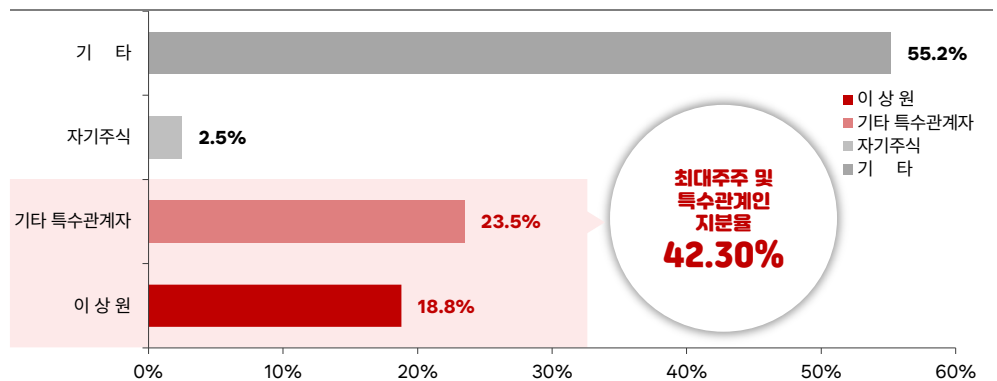
자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 지역별 매출액 비중(2023Y)



자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 주주 구성(1Q24말 기준)



자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 산업 현황

### 멤브레인 산업 현황

향후 멤브레인 수요가 가파르게  
증가할 것으로 예상되는 분야는  
친환경 및 재생 에너지, 수소 관련  
산업

FORYUNE BUSINESS INSIGHTS에 의하면 글로벌 멤브레인 시장 규모는 2023년 약 78억 달러로 추정되며 2032년까지 연평균 성장률 +6.9%를 기록하며 142.1억 달러에 달할 것으로 전망된다. 멤브레인은 액체나 기체 혼합물에서 미세한 입자와 불순물을 제거하는 역할을 수행한다. 따라서 물과 폐수 처리, 식품 및 음료, 의약품, 산업 가스 처리 등 다양한 분야에서 필수적인 요소로 사용되고 있다. 멤브레인 시장은 기술별로 역삼투압(RO), 한외여과법(UF), 정밀여과법(MF), 나노여과법(NF), 침투기화법, 가스분리법, 투석 및 전기투석법, 기타로 분류되며 종류별로는 크게 고분자막 (Polymeric Membranes), 세라믹막(Ceramic Membranes), 금속막 (Metallic Membranes), 카본막 (Carbon Membranes), 복합막 (Composite Membranes) 등으로 분류된다.

멤브레인 종류별 시장 점유율은 고분자막 비중 60%, 세라믹막 비중 15~20%, 금속막 5~10%, 카본막 5~10%, 복합막 5~10% 등으로 구성되는 것으로 추정된다. 가장 범용적으로 사용되는 멤브레인은 고분자막이다. 고분자막은 폴리아미드, 폴리에틸렌과 같은 고분자 재료로 만들어지며 주로 필름 형태나 중공섬유 형태가 특징이다. 유연성, 경량화, 경제성이 장점이며 단점은 열과 화학물질에 대한 저항성이 상대적으로 낮고 생물학적인 오염에 약하다는 점이다. 고분자막은 수처리(정수, 폐수 처리), 식품 및 음료, 의료(혈액 투석, 약물 분리) 등에 적용되고 있다.

향후 성장성이 돋보일 멤브레인 종류로는 세라믹막과 복합막이 주목받고 있다. 세라믹막은 고온, 고압 환경에서 뛰어난 성능을 보이며 긴 수명과 높은 화학 저항성이 특징이다. 정밀 화학, 석유 및 가스 산업에서의 수요 증가가 기대되고 있다. 복합막은 고분자와 세라믹, 금속 등의 복합 재료로 구성되며 특정 용도에 맞춘 맞춤형 성능 구현이 가능하기 때문에 고성능 산업에서 수요가 증가하고 있다. 특히 고급 수처리, 연료전지/배터리와 같은 에너지 산업에서의 사용이 증가할 것으로 전망된다.

현재 멤브레인 수요가 가장 많이 발생하는 산업군은 수처리, 식품 및 음료, 의료 분야이다. 수처리 산업에서 멤브레인은 미세한 입자와 오염물질을 효과적으로 제거할 수 있기 때문에 정수처리, 폐수처리, 해수 담수화 분야에 적용되고 있다. 식품 및 음료 산업에서 멤브레인은 미생물과 불순물을 제거해 제품의 품질을 높여 우유 분리, 맥주 제조, 음료 클리어링 등에 적용된다. 의료 산업에서 멤브레인은 분자 수준에서의 분리와 정제가 가능해 인체에 무해한 물질만을 통과시켜 의료 안전성을 높이고 있다. 특히 혈액 투석, 약물 분리, 바이오 의약품 생산 분야에 적용된다.

멤브레인 수요가 가파르게 증가할 것으로 예상되는 분야는 친환경 및 재생 에너지, 수소 관련 산업이다. 세계적으로 환경 오염 물질 배출을 줄이기 위한 규제가 강화되면서 고효율 멤브레인 기술 필요성이 증가하고 있고, 자원 재활용 측면에서 폐수 재활용과 같은 친환경 기술에서 특히 멤브레인의 역할이 중요해지기 때문이다. 또한 주요 청정 에너지 중 하나인 수소는 탄소 배출이 거의 없는 에너지원으로 주목받고 있으며 고순도의 수소를 생산하고 저장하는 데 멤브레인 기술이 적용되고 있다.

글로벌 수소 경제는 청정 에너지 솔루션에 대한 수요 증가에 힘 입어 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다. IEA(국제 에너지 기구)는 수소 수요가 2021년 9,400만 톤에서 2030년까지 1억 3,000만 톤으로 증가할 것으로 예상하고 있다. 수소 수요가 확대되기 위해서는 고효율 전해조, 내구성과 안정성, 비용 절감, 재생 에너지와 통합(태양광 및 풍력 에너지와 같은 재생 에너지와의 통합을 통해 진정한 그린 수소 생산) 등의 기술 발전이 필요하다.

고효율 전해조는 수소를 생산하는 전기화학적 장치로, 전기 분해를 통해 물을 수소와 산소로 분리하는 과정을 고효율로 수행하는 시스템을 의미한다. 멤브레인은 고효율 전해조(PEM 전해조) 전체 시스템 성능과 효율성에 큰 영향을 미치고 있다. PEM 전해조에서 멤브레인은 프로톤(양성자, H<sup>+</sup>)을 선택적으로 통과시키는 역할을 수행하며, 전해질 멤브레인은 양극에서 생성된 양성자를 음극으로 이동시켜 수소 가스를 생성하기 때문이다. 따라서 고효율 전해조의 핵심은 양성자를 효율적으로 이동시키는 능력에 있으며 이는 전해질 멤브레인의 성능에 달려 있다.

수소 멤브레인 기술을 선도하는 글로벌 기업들은 ITM Power(영국, PEM 프로톤 교환 멤브레인 전해조를 이용한 그린 수소 생산), Nel Hydrogen(노르웨이, 효율적인 수소 생산을 위한 PEM 전해조 설계 및 제조), Cummins Inc(미국, 혁신적인 설계를 통해 효율적이고 확장 가능한 수소 생산 솔루션 제공), Plug Power(미국, 그린 수소 생산에 필수적인 PEM 전해조 개발 및 제조), Solvay(벨기에, 수소 생산을 위한 이온 전도성 폴리머 멤브레인 생산) 등이 대표적이다.

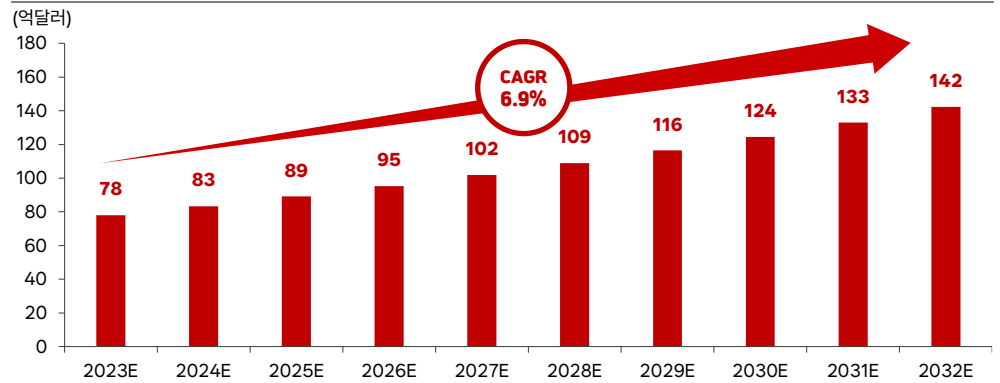
그린 수소 생산을 위한 프로톤 교환 멤브레인(PEM) 전해조는 주요 기술로 자리 잡고 있다. Global Market Insights에 의하면 2023년 그린 수소 시장은 약 9.6억 달러 규모였으며, 2024년부터 2033년까지 연평균 성장률(CAGR) 31% 이상으로 성장하며 142.9억 달러에 달할 것으로 예상된다.

멤브레인 종류별 시장 점유율, 특징

|        | 고분자막<br>(Polymeric Membranes)   | 세라믹막<br>(Ceramic Membranes)   | 금속막<br>(Metallic Membranes)  | 카본막<br>(Carbon Membranes)  | 복합막<br>(Composite Membranes)  |
|--------|---|---|--|--|---|
| 시장 점유율 | 약 60% 이상  | 약 15-20%  | 약 5-10%  | 약 5-10%  | 약 5-10%   |
| 구성     | 고분자 재료로 만들어짐 (예: 폴리아미드, 폴리설폰, 폴리에틸렌)  | 산화알루미늄, 산화지르코늄 등 세라믹 재료로 만들어짐   | 스테인리스 스틸, 티타늄 등 금속 재료로 만들어짐  | 활성탄, 카본 나노튜브 등으로 구성  | 고분자와 세라믹, 금속 등의 복합 재료   |
| 형태     | 주로 필름 형태나 중공섬유 형태   | 튜브, 디스크 형태  | 주로 튜브 형태   | 필름, 섬유 형태  | 다양한 형태 가능   |
| 장점     | <ul style="list-style-type: none"><li>유연성: 다양한 크기와 형태로 제작 가능</li><li>경제성: 제조 비용이 상대적으로 낮음</li><li>가벼움: 설치와 운반이 용이</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>내구성: 고온과 화학물질에 강함</li><li>오염 저항성: 생물학적 오염에 강함</li><li>수명: 장기간 사용 가능</li></ul>     | <ul style="list-style-type: none"><li>내구성: 고온, 고압 환경에 강함</li><li>청소 용이성: 세척이 용이</li></ul>      | <ul style="list-style-type: none"><li>흡착력: 유기물질 흡착에 뛰어남</li><li>화학적 저항성: 다양한 화학물질에 내성</li></ul>                  | <ul style="list-style-type: none"><li>성능 조절: 여러 재료의 장점을 조합 가능</li><li>다양성: 특정 용도에 맞춘 성능 구현 가능</li></ul>               |
| 단점     | <ul style="list-style-type: none"><li>내구성: 열과 화학물질에 대한 저항성이 상대적으로 낮음</li><li>오염: 생물학적 오염에 취약</li></ul>                      | <ul style="list-style-type: none"><li>비용: 초기 설치 비용이 높음</li><li>무게: 무거워서 설치와 운반이 어려움</li></ul>                           | <ul style="list-style-type: none"><li>비용: 제조 비용이 높음</li><li>부식: 특정 화학물질에 의해 부식될 수 있음</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>구조적 약점: 내구성이 다소 낮을 수 있음</li><li>비용: 제조 비용이 중간 정도</li></ul>                 | <ul style="list-style-type: none"><li>복잡성: 제조 공정이 복잡할 수 있음</li><li>비용: 제조 비용이 높을 수 있음</li></ul>                       |
| 적용 산업군 | <ul style="list-style-type: none"><li>수처리: 정수, 폐수 처리</li><li>식품 및 음료: 우유 분리, 주스 클리어링</li><li>의료: 혈액 투석, 약물 분리</li></ul>     | <ul style="list-style-type: none"><li>화학: 고온 화학 공정</li><li>석유 및 가스: 촉매 반응에서의 분리</li><li>식품 및 음료: 주류 제조, 우유 여과</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>화학 공정: 고온 고압 조건에서의 분리</li><li>제약: 특정 약물 분리 공정</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>가스 분리: 수소, 이산화탄소 분리</li><li>수처리: 유기 오염물 제거</li><li>의료: 약물 전달 시스템</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>고급 수처리: 특수 오염물질 제거</li><li>에너지: 연료 전지, 배터리 기술</li><li>환경: 대기 오염 물질 제거</li></ul> |

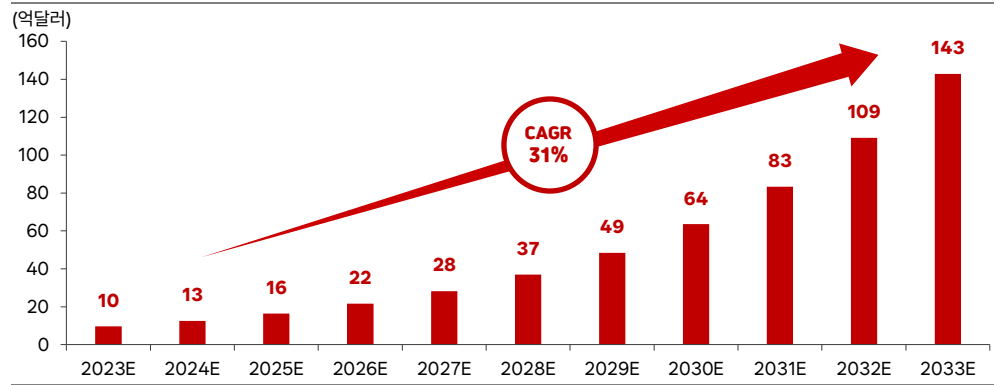
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### 멤브레인 시장 규모 전망



자료: FORYUNE BUSINESS INSIGHTS, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 그린 수소 시장 전망- 향후 멤브레인 주요 수요처로 기대되고 있음



자료: Global Market Insights, 한국IR협회의 기업리서치센터





## 1 글로벌 수소 시장 개화에 따른 산업용 수소 멤브레인 수혜 기대

현재 연료전지용 멤브레인  
생산라인 2개 라인 보유.향후  
북미, 유럽 수주 대응을 위해  
2024년 상반기부터 1개 생산라인  
추가 증설 중

상아프론테크 소재사업 주요 제품인 고분자 전해질막(멤브레인)은 특정 물질을 선택적으로 분리시키는 여과막을 의미한다. 동사가 생산하는 멤브레인은 수소 공급 및 소비 전분야에 사용되고 있다. 고분자 전해질막은 멤브레인에 전해질을 코팅해 만들어지며 수소이온과 전자 중 수소이온만 선택적으로 통과시킬 수 있다. 동사의 PEM 고분자 이온교환막은 수소차 연료전지 이온교환막, RFB(레독스 흐름 전지)용 이온교환막, 수전해용 이온교환막, 건물/발전용 수소 연료전지 발전소 등에 사용되며 PEM 수소연료전지-수전해용 이온교환막은 2023년도 세계 일류 상품으로 선정되었다.

2023년 연간 산업용 수소 멤브레인 매출액은 전체 매출액 대비 5% 비중을 차지하고 있는 것으로 추정되며 주요 양산 제품은 건물/발전용 수소 연료전지 멤브레인 및 RFB(레독스 흐름 전지)용 이온교환막이다. 동사의 멤브레인은 주로 수소차용 연료전지 필수 소재로도 사용되고 있으나, 완성차 업체의 수소차 상용화가 더디게 이뤄지며 관련 생산라인 유지 및 운영에 따른 비용 부담이 가중되기도 했다.

2025년부터 해외 업체들향 수요  
증가가 가시화되며 수소 시장  
개화에 따른 동사의 수혜 전망

반면 2024년에 들어오며 글로벌 업체들과 멤브레인 공급 계약이 활발히 논의되고 있다. 올해 상반기 동사는 미국 그린수소 생산 수전 스타트업과 멤브레인 공급 계약을 체결한 것으로 판단된다. 해당 업체는 대규모 수주를 확보하며 최근 수전해 설비 제조 공장을 준공했으며 2025년부터 본격적으로 해당 설비가 가동될 것으로 기대되고 있다. 동사는 미국 수전해 업체향으로 수전해용 멤브레인을 공급할 예정이다. 또한 향후 유럽 메이저 MEA(Membrane Electrode Assembly) 제조사로 멤브레인 공급 가능성도 보유하고 있다.

MEA는 연료 전지 및 전해조에 사용되는 핵심 구성 요소이다. MEA는 고분자 전해질 막(PEM)이나 알칼리 음이온 교환막(AAEM), 촉매, 평판 전극으로 구성되며 이들 각각 전기화학적 반응을 통해 연료를 전기로 변환하는데 중요한 역할을 담당한다. MEA는 연료전지에서는 수소를 전기, 열 및 물로 변환하고 전해조에서는 전기와 전압을 사용해 물을 산소와 수소로 분리하기 때문에 수소의 생산 및 활용에 있어 필수적인 부품으로 알려져있다. 특히 고효율의 MEA는 연료전지와 전해조의 성능을 향상시키는 핵심 요소인데, MEA를 구성하는 고분자 전해질 막(PEM)의 성능은 높은 프로톤 전도도, 전기 절연성, 화학적 안정성 등 측면에서 전체 MEA의 효율성에 크게 영향을 미치고 있다.

한국 정부는 2024년 1월 '2050 탄소중립 시나리오' 발표에서 국내 그린수소 공급 및 공급 체계 인프라 구축이 상대적으로 부족한 실정임을 언급했다. 한편 미국은 2023년 5월 청정 수소 전략 및 로드맵을 발표했으며 IRA(인플레이션 억제법) 효과가 더해지며 현재 글로벌 국가 중 가장 큰 수소 프로젝트 파이프라인을 보유하고 있다고 알려져 있다. 한편 유럽의 경우 수소 밸류체인이 활발히 형성된 대표 지역으로 유럽특허청(EPO)에 따르면 2011~2020년 지난 10년간 글로벌 수소 관련 특허출원의 28%가 유럽(1위 유럽 28%, 2위 일본 24%, 3위 미국 20%)에서 발생한 만큼 수소 및 수전해 산업을 이끌고 있다.

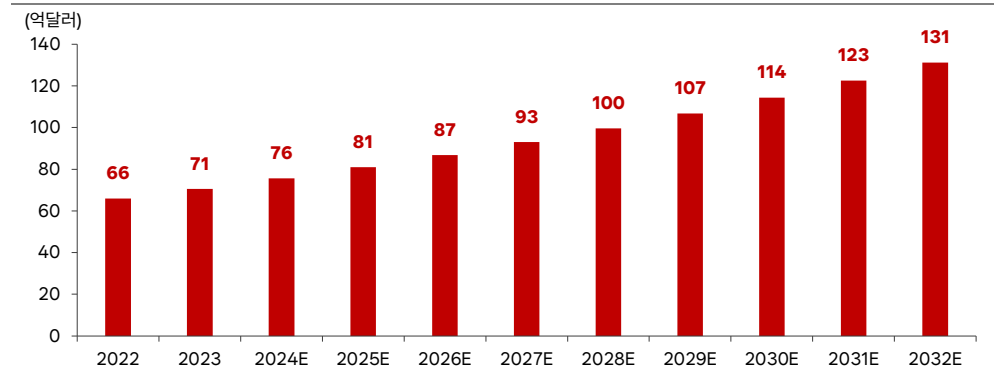
북미 및 유럽 수소 밸류체인 업체들과의 공급 계약은 향후 동사의 성장 Driver가 될 전망이다. 상아프론테크는 현재 연료전지용 멤브레인 생산라인 2개 라인을 보유하고 있는데, 현재 생산라인은 국내 연료전지 멤브레인 제조용인 만큼 가동률이 낮은 편이다. 하지만 향후 북미, 유럽 수주 대응을 위해 2024년 상반기부터 1개 생산라인을 추가 증설 중이다. 2025년부터 해외 업체들향 수요 증가가 가시화되며 수소 시장 개화에 따른 동사의 수혜가 가능할 것으로 기대된다.

#### PEM 고분자 이온교환막을 활용한 신성장 사업분야 진출



자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 고분자 전해질막 수전해 기술 시장 규모 전망



자료: precedence research, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 미국 시장 진출과 함께 캡어세이 완제품으로 사업 영역 확대

**배터리 캡어세이 부품을  
신홍에스이씨를 통해 최종으로  
삼성SDI에 납품하고 있음.  
삼성SDI가 미국 완성차업체들과  
JV를 추진하며, 당사는 중대형  
각형 캡어세이 완제품 시장 진출**

2025년 하반기 이후 2차전지 부품 및 모듈 사업에서 가시적인 성과가 기대된다. 중대형 각형 2차전지 배터리는 전해액 누수 방지 등 배터리 셀의 안정성, 밀폐성, 전기적 성능 보장을 위해 캡어세이라는 부품을 사용한다. 캡어세이는 캡 플레이트, 안전 밸브, 절연 패드(Insulating Pad), 가스켓(Gasket), 터미널(Terminal), 씰링 부품(Sealing Components), 전류 차단 장치, 가스 배출 구멍(Venting Hole) 등 요소로 구성된다.

상아프론테크는 헝가리, 중국 서안 생산법인과 국내 생산시설에서 중대형 각형 배터리 캡어세이를 구성하는 Gasket, Insulator 등을 제조하고 있다. 또한 말레이시아 법인에서는 원통형(21700) 가스켓을 생산한다. 당사는 지금까지 2차전지 부품 및 모듈을 신홍에스이씨에 공급하며 최종적으로 삼성SDI에 납품했다.

**2024년 연간 2차전지 부품 및  
모듈 매출액은 약 400억원에  
달할 전망. 2026년 미국 진출에  
따른 실적 확대 본격화될 전망**

한편 핵심 고객사인 삼성SDI가 북미 완성차 업체들과 JV를 적극적으로 추진하고 있는 가운데, 상아프론테크는 2023년 중 삼성SDI로부터 미국 JV에서 생산할 예정인 중대형 배터리용 캡어세이 완제품 납품을 승인받았다. 당사는 미국 향 수출 대응을 위해 미국 생산법인(SANG-A AMERICA INC)을 출범했으며 2024년 1분기 중 미국공장 설립을 위해 부지와 공장을 매입했다. 당사는 과거 삼성SDI향으로 모바일 분리형 배터리(소형)에 적용되는 캡어세이를 공급했으나 이후 모바일 배터리 형태가 일체형으로 바뀌며 캡어세이 완제품 제조를 철수하고 중대형 배터리 캡어세이 일부 부품만을 생산한 것으로 파악된다. 금번 미국진출에 따라 중대형 배터리 캡어세이 완제품 시장에 다시 진입하며 가시적인 실적 성과는 2026년부터 본격화될 전망이다.

삼성SDI는 2022년 글로벌 4위 완성차업체인 스텔란티스와 JV를 설립하고 인디애나주 코코모에 전기차 배터리(각형) 생산공정을 준공하기로 결정했다. 스텔란티스와 합작 1공장의 연 CAPA는 33GWh 수준으로 파악되며 2025년 1분기부터 가동이 예정되어 있다. 이후 삼성SDI는 2023년 하반기 중 스텔란티스 합작 2공장(각형) 준공 계획을 발표했다. 2공장은 1공장 인근에 위치하며 2027년 연초 가동 개시 및 연간 생산 CAPA 34GWh 확보를 목표로 한다. 또한 2023년 6월 삼성SDI는 GM(제너럴모터스)과 미국 인디애나주 북중부 지역인 뉴 칼라일에 배터리 합작법인을 건설하기로 결정했으며, 합작법인에서는 고성능 하이니켈 각형과 원통형 배터리를 생산할 것으로 알려져 있다. 해당 JV에서 생산된 배터리는 향후 출시될 GM 전기차에 전량 탑재될 예정이다. 당사는 2026년 4월 양산을 목표로 약 30억 달러 이상을 투자해 연간 CAPA 30GWh 이상 규모의 공장을 설립할 것으로 예상된다.

상아프론테크는 미국 뉴 칼라일에 위치한 삼성SDI와 GM 합작법인에 캡어세이 메인 공급업체로 선정되었으며, 삼성SDI와 스텔란티스 JV형 캡어세이의 경우 이원화 공급업체로 수주를 받을 것으로 전망된다. 삼성SDI와 스텔란티스 합작법인이 2025년 1분기부터 가동 예정이기 때문에 당사는 빠르면 올해 하반기부터 캡어세이 이원화 물량을 일부 대응할 것으로 예상된다. 본격적인 수주 모멘텀은 삼성SDI와 GM의 JV형 캡어세이에서 발생할 것으로 판단되며 2025년 하반기부터 가시적인 성과가 나타날 전망이다.

당사는 올해 하반기부터 순차적으로 미국 생산법인에서 캡어세이 조립을 담당하며 관련 부품은 국내 2공장, 헝가리 등 생산시설에서 제조할 것으로 판단된다. 향후 증가할 수주 대응을 위해 헝가리 캡어세이 부품 생산라인을 증설할 계획이며, 헝가리 법인 증설 이유는 미국 생산법인에서 제조하는 캡어세이 부품을 헝가리 법인에서 생산하기 위함이며

2025년 1분기 1차 생산 공장 준공 및 2028년 2차 생산공장 준공을 계획하고 있다. 헝가리 1차 공장은 2025년 3분기 이후 가동될 예정이다. 현재 헝가리법인 캡어세이 부품 및 모듈 연간 Full Capa는 매출액 기준 200~250억원 수준이며 2025년말 이후 신규 1개 공장이 가동된다면 헝가리법인 Full Capa는 400억원 내외로 확대될 전망이다.

2023년 연간 2차전지 부품 및 모듈 매출액은 약 350억원 수준인 것으로 추정되며 2025년 하반기 이전까지는 미국 법인향 신규 수주 모멘텀이 반영되지 않는 만큼 드라마틱한 실적 성장 보다 안정적인 매출 증가 흐름이 이어질 전망이다. 현재 헝가리, 말레이시아 생산법인의 생산라인 가동률은 상승세를 기록하는 것으로 판단되며 2024년 연간 2차전지 부품 및 모듈 매출액은 약 400억원에 달할 것으로 전망된다. 2026년에 들어가며 삼성SDI & GM 및 삼성SDI & 스텔란티스 JV향 캡어세이 완제품 및 관련 부품 매출액이 본격적으로 더해지는 만큼 향후 2차전지향 매출액은 동사의 중장기 성장동력이 될 것으로 전망된다.

## 2차전지 부품 생산 해외법인 현황(2023년 12월 미국법인 출범)



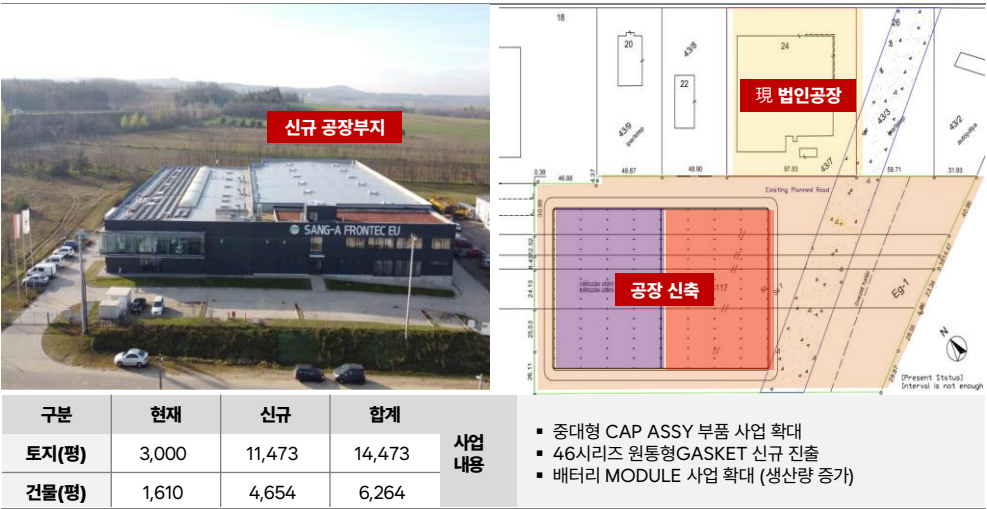
자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 중대형 2차전지 사업확장을 위한 미국법인 설립



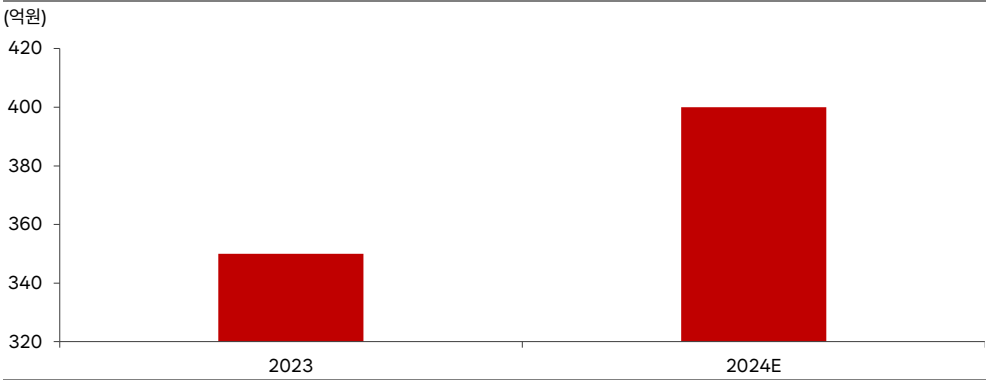
자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

북미시장 대응을 위해 헝가리 공장 증설 중



자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

2차전지 부품 및 모듈 매출액 전망



자료: 상아프론테크, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 실적 추이 및 전망

### 2023년 매출액 1,836억원(+1% YoY), 영업이익 90억원(-31% YoY) 기록

**2023년 사업별 연간 매출액**  
**부품 898억원(+12.3% YoY),**  
**소재 604억원(-3.0% YoY),**  
**장비 181억원(-17.6% YoY),**  
**기타 153억원(+1.3% YoY) 기록**

2023년 연간 매출액은 1,836억원(+1.3% YoY), 영업이익 90억원(-30.6% YoY)을 기록했다. 사업부문별 연간 매출액은 부품 898억원(+12.3% YoY), 소재 604억원(-3.0% YoY), 장비 181억원(-17.6% YoY), 기타 153억원(+1.3% YoY)을 기록했다. 2차전지향 부품 매출액은 2022년 대비 증가세를 기록하며 부품사업 매출액 성장을 이끌었으나 소재, 장비 사업부문에서의 역성장을 기록하며 2023년 연간 매출액은 전년과 비슷한 수준에 머물렀다.

2023년 영업이익률은 전년 대비 -2.2%p 하락한 4.9%를 기록했다. 2023년 수익성 부진은 감가상각비 및 용역비 등 비용 증가와 더불어 재고가 전년 대비 더디게 소진되며 매출원가 부담이 가중되었기 때문이다. 2023년 연간 매출원가율은 80.3%로 YoY +2.5%p 상승했으며 이는 연결 영업이익률 하락으로 직결되었다. 반면 2023년 영업외수익이 대폭 증가하며 지배주주순이익은 전년 대비 +61.5% 증가한 120억원을 기록했다. 동사가 보유하고 있는 금융자산(파생상품) 평가손익 15.6억원이 영업외손익으로 계상되었기 때문이다.

### 2024F 연간 매출액 1,929(+5% YoY), 영업이익 101억원(+12% YoY) 전망

**2024년 사업별 매출액은**  
**부품사업 963억원(+7.2% YoY),**  
**소재사업 648억원(+7.3% YoY),**  
**장비사업 158억원(-12.9% YoY),**  
**기타 160억원(+4.8% YoY) 전망**

2024년 1분기 매출액 438억원(-6.6% YoY), 영업이익 20억원(-27.3% YoY)을 기록했다. 사업부문별 매출액은 부품사업 206억원(-5.7% YoY), 소재사업 167억원(+12.1% YoY), 장비사업 27억원(-52.3% YoY), 기타 38억원(-14.8% YoY)로 구성된다.

2024년 연간 실적은 매출액 1,929(+5.1% YoY), 영업이익 101억원(+12.4% YoY)을 추정한다. 연간 사업부문별 매출액은 부품사업 963억원(+7.2% YoY), 소재사업 648억원(+7.3% YoY), 장비사업 158억원(-12.9% YoY), 기타 160억원(+4.8% YoY)을 예상한다. 부품사업의 경우 2023년 연평균 가동률 55.7%, 1Q24 분기 평균 가동률 54.6%를 기록했으나 이후 삼성SDI향 공급 물량이 증가하며 헝가리와 말레이시아(원통형 가스켓) 생산법인 가동률이 상승세를 기록하고 있는 것으로 파악된다.

증설 중인 2차전지 부품 및 모듈, 수소용 멤브레인 생산라인이 본격적으로 가동되며 수주 증가가 본격화되는 시점은 2026년이 될 전망이다. 이전까지 동사의 외형 흐름은 완만한 성장세를 기록할 것으로 판단되며 생산시설 확대에 따른 감가상각비, 인건비 등 고정비 부담이 지속되는 만큼 수익성도 당분간 드라마틱한 개선을 기대하기에는 어려운 상황이다. 2024년 영업이익률은 5.2%(+0.3%p YoY)를 전망한다.



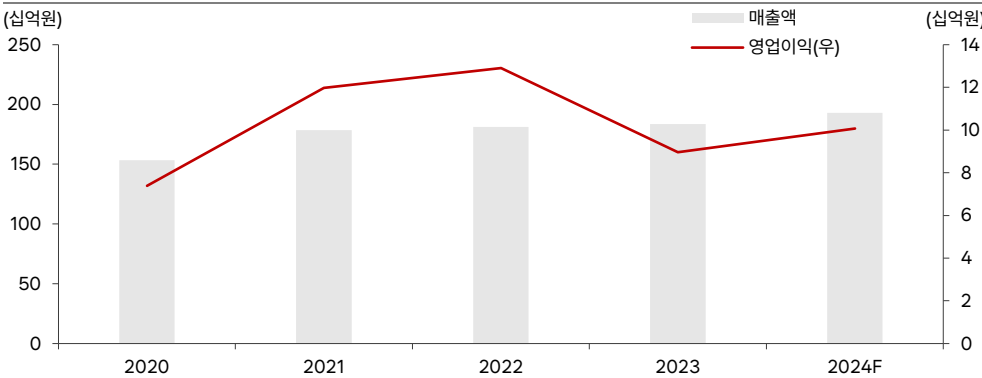
연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

| 구분       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 153.3 | 178.5 | 181.2 | 183.6 | 192.9 |
| 부품사업     | 71.6  | 73.7  | 80.0  | 89.8  | 96.3  |
| 소재사업     | 40.3  | 54.6  | 62.2  | 60.4  | 64.8  |
| 장비사업     | 28.9  | 35.8  | 22.0  | 18.1  | 15.8  |
| 기타       | 12.6  | 14.4  | 16.9  | 15.3  | 16.0  |
| 영업이익     | 7.4   | 12.0  | 12.9  | 9.0   | 10.1  |
| 영업이익률    | 4.8   | 6.7   | 7.1   | 4.9   | 5.2   |
| 지배주주순이익  | 2.3   | 9.3   | 7.4   | 12.0  | 7.4   |
| 지배주주순이익률 | 1.5   | 5.2   | 4.1   | 6.5   | 3.8   |
| YoY 증감률  |       |       |       |       |       |
| 매출액      | -17.6 | 16.4  | 1.5   | 1.3   | 5.1   |
| 부품사업     | 0.0   | 2.9   | 8.5   | 12.3  | 7.2   |
| 소재사업     | 0.0   | 35.7  | 13.9  | -3.0  | 7.3   |
| 장비사업     | 0.0   | 23.8  | -38.5 | -17.6 | -12.9 |
| 기타       | 0.0   | 14.3  | 17.9  | -9.9  | 4.8   |
| 영업이익     | -50.4 | 62.1  | 7.8   | -30.6 | 12.4  |
| 지배주주순이익  | -81.4 | 300.8 | -20.1 | 61.5  | -38.7 |

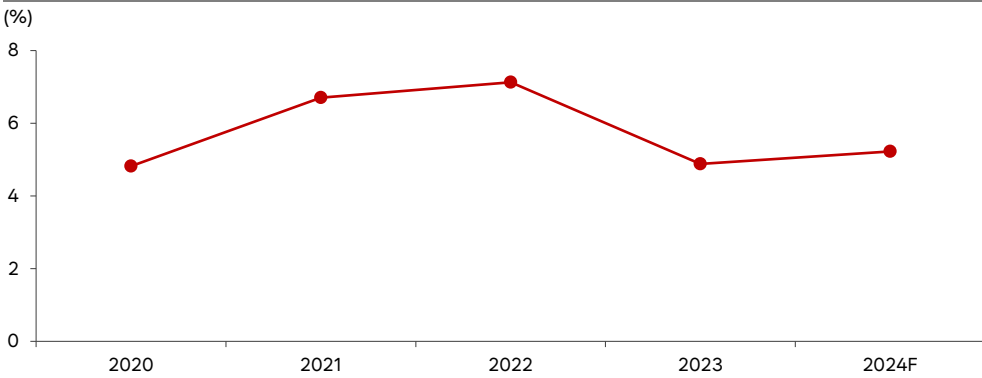
자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



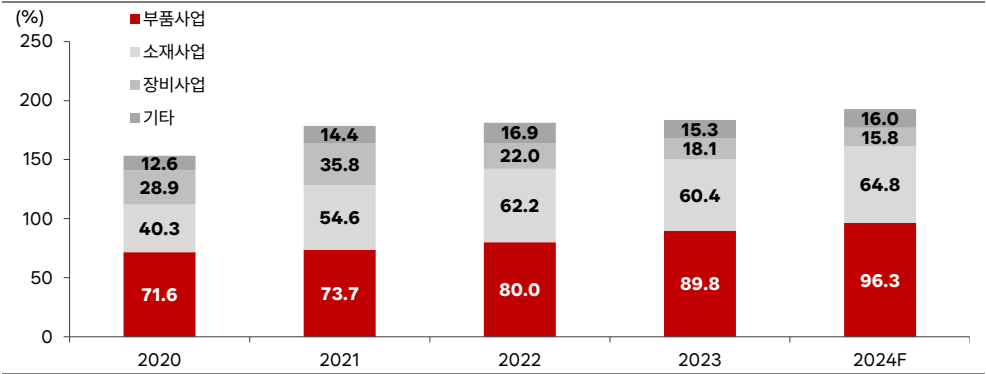
자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 영업이익률 추이 및 전망



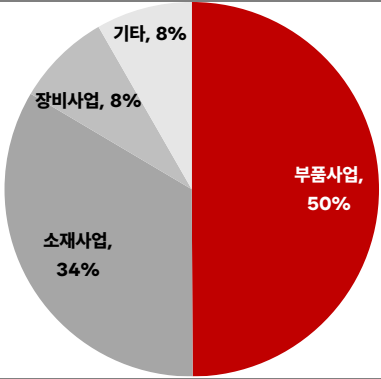
자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출액 추이



자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출액 비중(2024F)



자료: 상아프론테크, 한국IR협회의 기업리서치센터

## Valuation

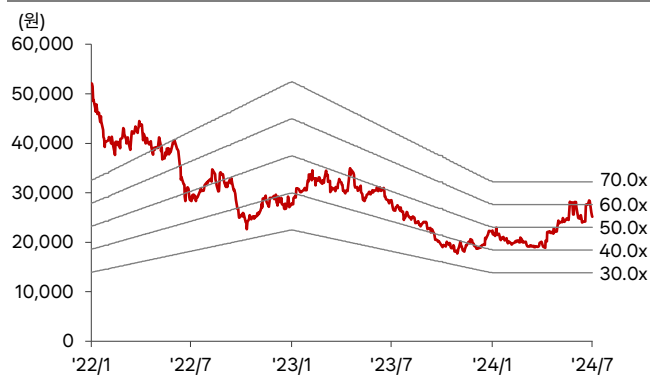
### 2024F PER 54.7배, PBR 2.0배에서 거래 중

주가 향방은 단기 실적 보다  
중장기 성장 모멘텀이 더욱  
주요하게 작용할 것

상아프론테크의 현재 주가는 2024년 추정치 기준 PER 54.7배, PBR 2.0배에서 거래되고 있다. 동사는 2020년 하반기 부터 2021년말까지 주가 상승 랠리를 기록했는데 당시 시가총액은 1조원(현재 시가총액 4,141억원)을 돌파하며 폭발 적인 상승세를 시현했다. 해외업체가 독점하던 글로벌 수소차용 멤브레인 시장에 상아프론테크가 진입할 것으로 주목 받으며 기업가치 리레이팅을 경험했는데, 1) 당시 바이든 그린산업 예산안 발표 등 정책 효과에 힘 입어 글로벌 재생에 너지, 클린카 시장의 성장 속도가 가팔리질 것으로 전망되었으며, 2) 고분자 전해질 막은 수소연료전지차 원가에서 가 장 큰 부분(20%)을 차지하기 때문에 동사가 국산화에 성공할 경우 압도적인 중장기 성장성을 확보할 것으로 전망되 었기 때문이다.

이후 동사는 고분자 전해질막 생산라인을 증설하며 양산을 개시했으나, 자동차용 수소연료전지에 대한 보수적인 시각 이 지속되며 기대감에 미치지 못하는 성과가 지속되었다. 이는 동사의 밸류에이션 축소로 이어졌다. 반면 2024년에 들어오며 동사는 수소와 2차전지 부품 산업에서의 성장성이 다시 주목받고 있다. 소재사업의 경우 연료전지용 멤브레 인에서 나아가 수전해전지용 멤브레인 사업으로 사업영역이 확대되고 있으며, 부품사업은 캡어세이 부품 공급에서 미 국 진출에 따라 캡어세이 완제품 매출이 더해질 전망이다. 해외 업체들과 공급 계약 확보, 미국법인 진출 성 과는 2025년 하반기 이후 실적으로 가시화될 것으로 예상된다. 당분간 동사의 기업가치 향방은 단기 실적 보다 중장 기 성장 모멘텀이 더욱 주요하게 작용할 것으로 판단된다.

12MF PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12MF PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 상아프론테크 주가 추이

(2018.01.03=100)



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 상아프론테크 12MFPER 밸류에이션 추이

(배)



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 수소 관련 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 십억원, %, 배)

|              |       | 상아프론테크 | 에스퓨얼셀  | 일진하이슬루스 | 범한퓨얼셀  | 두산퓨얼셀  | 비나텍    |
|--------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주가(원)        |       | 25,900 | 14,400 | 22,200  | 19,880 | 20,150 | 47,550 |
| 시가총액(십억원)    |       | 414    | 101    | 806     | 174    | 1,320  | 289    |
| 매출액          | 2022  | 181.2  | 46.8   | 109.1   | 50.7   | 312.2  | 70.7   |
|              | 2023  | 183.6  | 32.5   | 78.7    | 30.5   | 260.9  | 55.0   |
|              | 2024F | 192.9  | 45.5   | 73.3    | 49.0   | 400.5  | 68.8   |
| 영업이익         | 2022  | 12.9   | 1.2    | 2.8     | 1.3    | 7.2    | 9.4    |
|              | 2023  | 9.0    | -2.5   | -9.8    | -5.2   | 1.6    | 3.0    |
|              | 2024F | 10.1   | 0.7    | -9.0    | 1.4    | 19.9   | 7.3    |
| 순이익          | 2022  | 7.4    | 0.9    | 7.0     | 2.3    | 3.9    | 11.7   |
|              | 2023  | 12.0   | -2.3   | 1.4     | -2.4   | -8.5   | 2.0    |
|              | 2024F | 7.4    | -0.3   | -0.3    | 0.4    | 5.2    | 4.5    |
| 매출액증가율(%)    | 2022  | 1.5    | -1.1   | -7.3    | 10.0   | -18.2  | 44.3   |
|              | 2023  | 1.4    | -30.5  | -27.8   | N/A    | -16.4  | -22.2  |
|              | 2024F | 5.1    | 33.4   | -7.0    | 60.4   | 53.5   | 25.1   |
| 영업이익증가율(%)   | 2022  | 7.9    | -47.2  | -71.7   | -78.8  | -59.9  | 66.2   |
|              | 2023  | -30.6  | -308.3 | -453.4  | N/A    | -77.3  | -67.5  |
|              | 2024F | 12.4   | 128.2  | 8.2     | 126.7  | 1112.1 | 140.4  |
| 순이익증가율(%)    | 2022  | -20.1  | -84.5  | -21.4   | -31.3  | -55.6  | 55.7   |
|              | 2023  | 61.5   | -404.2 | -80.0   | N/A    | -320.0 | -83.1  |
|              | 2024F | -38.7  | 86.9   | -123.7  | 116.5  | 161.1  | 129.3  |
| OPM(%)       | 2022  | 7.1    | 2.5    | 2.5     | 2.6    | 2.3    | 13.2   |
|              | 2023  | 4.9    | -7.6   | -12.4   | -17.2  | 0.6    | 5.5    |
|              | 2024F | 5.2    | 1.5    | -12.3   | 2.9    | 5.0    | 10.6   |
| NPM(%)       | 2022  | 4.1    | 1.8    | 6.5     | 4.5    | 1.2    | 16.5   |
|              | 2023  | 6.5    | -7.2   | 1.8     | -7.8   | -3.3   | 3.6    |
|              | 2024F | 3.8    | -0.7   | -0.5    | 0.8    | 1.3    | 6.6    |
| PER(배)       | 2022  | 58.4   | 164.9  | 153.9   | 90.1   | 621.7  | 19.7   |
|              | 2023  | 29.7   | N/A    | 678.9   | N/A    | N/A    | 142.5  |
|              | 2024F | 54.7   | N/A    | N/A     | 435.4  | 317.7  | 63.8   |
| PBR(배)       | 2022  | 2.3    | 2.0    | 3.4     | 2.1    | 4.6    | 3.7    |
|              | 2023  | 1.8    | 1.7    | 3.0     | 1.7    | 3.7    | 4.3    |
|              | 2024F | 2.0    | 1.5    | 2.6     | 1.6    | 3.2    | 4.2    |
| EV/EBITDA(배) | 2022  | 19.1   | 49.9   | 100.5   | 69.5   | 117.1  | 18.9   |
|              | 2023  | 11.3   | N/A    | N/A     | N/A    | 103.9  | 38.3   |
|              | 2024F | 18.9   | 33.4   | N/A     | 26.3   | 43.1   | 24.6   |
| ROE(%)       | 2022  | 4.1    | 1.1    | 2.3     | 3.4    | 0.7    | 21.0   |
|              | 2023  | 6.4    | -3.3   | 0.5     | 0.0    | -1.6   | 3.2    |
|              | 2024F | 3.8    | -0.4   | -0.1    | 0.4    | 1.0    | 6.9    |
| EPS(원,달러)    | 2022  | 464    | 109    | 194     | 290    | 47     | 1,941  |
|              | 2023  | 750    | -337   | 39      | -271   | -104   | 342    |
|              | 2024F | 460    | -43    | -9      | 46     | 63     | 745    |
| BPS(원,달러)    | 2022  | 11,865 | 10,242 | 8,667   | 12,395 | 6,392  | 10,430 |
|              | 2023  | 12,381 | 9,941  | 8,699   | 12,339 | 6,265  | 10,862 |
|              | 2024F | 12,337 | 9,829  | 8,687   | 12,158 | 6,324  | 11,415 |

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

**리스크 요인**

동사는 2022년 연초 이후 2023년말까지 장기간 큰 폭의 주가 하락세를 경험했다. 2024년에 들어오며 주가 회복세가 시작되었는데, 수소 관련 기대감이 재점화되었기 때문이다. 실적 측면에서 연초 이후 동사의 주가 모멘텀으로 작용한 요인들은 2026년부터 본격적으로 가시화될 것으로 기대되기 때문에 향후 산업용 수소와 삼성SDI 등 국내 셀업체의 북미 진출 관련 산업 동향에서 보수적인 견해가 확산되거나 정책 기대감이 축소될 경우 동사의 주가 변동성은 확대될 수 있다.



포괄손익계산서

| (억원)          | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 1,533 | 1,785 | 1,812 | 1,836 | 1,929 |
| 증가율(%)        | -17.6 | 16.4  | 1.5   | 1.3   | 5.1   |
| 매출원가          | 1,218 | 1,405 | 1,409 | 1,474 | 1,539 |
| 매출원가율(%)      | 79.5  | 78.7  | 77.8  | 80.3  | 79.8  |
| 매출총이익         | 315   | 380   | 403   | 362   | 390   |
| 매출이익률(%)      | 20.5  | 21.3  | 22.2  | 19.7  | 20.2  |
| 판매관리비         | 241   | 260   | 274   | 272   | 289   |
| 판매비율(%)       | 15.7  | 14.6  | 15.1  | 14.8  | 15.0  |
| EBITDA        | 168   | 227   | 256   | 225   | 251   |
| EBITDA 이익률(%) | 10.9  | 12.7  | 14.1  | 12.3  | 13.0  |
| 증가율(%)        | -30.3 | 35.2  | 12.7  | -11.8 | 11.5  |
| 영업이익          | 74    | 120   | 129   | 90    | 101   |
| 영업이익률(%)      | 4.8   | 6.7   | 7.1   | 4.9   | 5.2   |
| 증가율(%)        | -50.4 | 62.1  | 7.8   | -30.6 | 12.4  |
| 영업외손익         | -3    | -12   | -41   | 80    | -11   |
| 금융수익          | 40    | 32    | 35    | 39    | 42    |
| 금융비용          | 50    | 76    | 89    | 93    | 90    |
| 기타영업외손익       | 7     | 32    | 13    | 135   | 37    |
| 총속/관계기업관련손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익      | 71    | 108   | 89    | 170   | 90    |
| 증가율(%)        | -49.7 | 51.7  | -18.1 | 92.1  | -47.3 |
| 법인세비용         | 48    | 15    | 14    | 50    | 16    |
| 계속사업이익        | 23    | 93    | 74    | 120   | 74    |
| 중단사업이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익         | 23    | 93    | 74    | 120   | 74    |
| 당기순이익률(%)     | 1.5   | 5.2   | 4.1   | 6.5   | 3.8   |
| 증가율(%)        | -81.4 | 300.8 | -20.1 | 61.5  | -38.7 |
| 자배주주지분 순이익    | 23    | 93    | 74    | 120   | 74    |

현금흐름표

| (억원)            | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
|-----------------|------|------|------|------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름    | 125  | 209  | 156  | 287  | 259   |
| 당기순이익           | 23   | 93   | 74   | 120  | 74    |
| 유형자산 상각비        | 93   | 107  | 126  | 135  | 150   |
| 무형자산 상각비        | 1    | 1    | 1    | 1    | 1     |
| 외환손익            | 17   | 10   | 17   | 5    | 0     |
| 운전자본의감소(증가)     | -61  | -76  | -92  | 62   | -22   |
| 기타              | 52   | 74   | 30   | -36  | 56    |
| 투자활동으로인한현금흐름    | -277 | -307 | -210 | -306 | -320  |
| 투자자산의 감소(증가)    | 27   | 341  | 159  | 378  | -1    |
| 유형자산의 감소        | 10   | 23   | 7    | 9    | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -146 | -399 | -284 | -288 | -300  |
| 기타              | -168 | -272 | -92  | -405 | -19   |
| 재무활동으로인한현금흐름    | 218  | 100  | 76   | 22   | 81    |
| 차입금의 증가(감소)     | 323  | 150  | 137  | 95   | 194   |
| 사채의증가(감소)       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 자본의 증가          | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 배당금             | -24  | -24  | -31  | -31  | -31   |
| 기타              | -81  | -26  | -30  | -42  | -82   |
| 기타현금흐름          | -2   | 7    | -6   | -1   | 0     |
| 현금의증가(감소)       | 64   | 9    | 17   | 2    | 20    |
| 기초현금            | 102  | 167  | 176  | 193  | 195   |
| 기말현금            | 167  | 176  | 193  | 195  | 215   |

재무상태표

| (억원)      | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 1,598 | 1,637 | 1,595 | 1,585 | 1,723 |
| 현금성자산     | 167   | 176   | 193   | 195   | 210   |
| 단기투자자산    | 458   | 395   | 327   | 374   | 420   |
| 매출채권      | 637   | 654   | 520   | 442   | 482   |
| 재고자산      | 297   | 383   | 525   | 532   | 551   |
| 기타유동자산    | 39    | 28    | 30    | 41    | 60    |
| 비유동자산     | 1,235 | 1,559 | 1,765 | 1,905 | 2,055 |
| 유형자산      | 1,136 | 1,459 | 1,620 | 1,789 | 1,939 |
| 무형자산      | 8     | 9     | 8     | 8     | 7     |
| 투자자산      | 21    | 12    | 8     | 21    | 22    |
| 기타비유동자산   | 70    | 79    | 129   | 87    | 87    |
| 자산총계      | 2,833 | 3,196 | 3,360 | 3,490 | 3,779 |
| 유동부채      | 941   | 958   | 1,348 | 930   | 1,157 |
| 단기차입금     | 631   | 541   | 685   | 607   | 787   |
| 매입채무      | 194   | 171   | 149   | 169   | 167   |
| 기타유동부채    | 116   | 246   | 514   | 154   | 203   |
| 비유동부채     | 392   | 422   | 161   | 629   | 652   |
| 사채        | 258   | 297   | 0     | 363   | 363   |
| 장기차입금     | 61    | 54    | 89    | 15    | 15    |
| 기타비유동부채   | 73    | 71    | 72    | 251   | 274   |
| 부채총계      | 1,333 | 1,380 | 1,510 | 1,559 | 1,809 |
| 자배주주지분    | 1,500 | 1,816 | 1,850 | 1,930 | 1,973 |
| 자본금       | 79    | 80    | 80    | 80    | 80    |
| 자본잉여금     | 549   | 734   | 717   | 717   | 717   |
| 자본조정 등    | -59   | -44   | -44   | -44   | -44   |
| 기타포괄이익누계액 | -6    | 23    | 17    | 15    | 15    |
| 이익잉여금     | 937   | 1,023 | 1,080 | 1,162 | 1,205 |
| 자본총계      | 1,500 | 1,816 | 1,850 | 1,930 | 1,973 |

주요투자지표

|              | 2020  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배)       | 307.0 | 88.8   | 58.4   | 29.7   | 54.7   |
| P/B(배)       | 4.8   | 4.6    | 2.3    | 1.8    | 2.0    |
| P/S(배)       | 4.6   | 4.6    | 2.4    | 1.9    | 2.1    |
| EV/EBITDA(배) | 44.9  | 38.7   | 19.4   | 18.5   | 18.9   |
| 배당수익률(%)     | 0.4   | 0.4    | 0.7    | 0.9    | 0.8    |
| EPS(원)       | 149   | 589    | 464    | 750    | 460    |
| BPS(원)       | 9,540 | 11,358 | 11,570 | 12,072 | 12,337 |
| SPS(원)       | 9,841 | 11,304 | 11,330 | 11,483 | 12,065 |
| DPS(원)       | 160   | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 수익성(%)       |       |        |        |        |        |
| ROE          | 1.6   | 5.6    | 4.1    | 6.3    | 3.8    |
| ROA          | 0.9   | 3.1    | 2.3    | 3.5    | 2.0    |
| ROIC         | 2.4   | 4.9    | 4.5    | 3.3    | 3.3    |
| 안정성(%)       |       |        |        |        |        |
| 유동비율         | 169.8 | 170.9  | 118.3  | 170.4  | 149.0  |
| 부채비율         | 88.9  | 76.0   | 81.6   | 80.8   | 91.7   |
| 순차입금비율       | 23.6  | 22.5   | 33.5   | 31.3   | 37.4   |
| 이자보상배율       | 2.4   | 2.1    | 2.2    | 1.2    | 1.2    |
| 활동성(%)       |       |        |        |        |        |
| 총자산회전율       | 0.6   | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| 매출채권회전율      | 2.4   | 2.8    | 3.1    | 3.8    | 4.2    |
| 재고자산회전율      | 5.7   | 5.3    | 4.0    | 3.5    | 3.6    |

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

| 종목명    | 투자주의종목 | 투자경고종목 | 투자위험종목 |
|--------|--------|--------|--------|
| 상아프론테크 | X      | X      | X      |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 성장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/ksrofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.