

(089980.KQ)

# 상아프론테크

그린산업/ESG 한병화  
bhh1026@eugenefn.com

## 인공 위성 수신기용 필름과 중국발 수소 모멘텀

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
30,000 원(유지)  
15,180 원(6/26)

### “ 중국 그린수소 생산 8배 확대 발표로 동사 직접 수혜

중국은 지난 주 2030년 그린 수소 생산 목표를 2백만톤으로 발표. 지난 해 생산량 25만톤 대비 8배 수준의 목표. 중국 정부는 이를 달성 위해 각종 보조금을 지급하고, 그린수소를 원재료나 연료로 사용하는 기업에게 이를 재생에너지 의무비율 준수로 인정. 또한 전력망 연결보다는 오프 그리드 생산을 촉진하는 기준 설정. 중국의 수전해 사업이 준비 단계에서 상용화로 진입. 중국 내 메이저 수전해 업체들 대부분에게 테스트용 PTFE 멤브레인 (PEM 수전해 기기의 핵심 소재)을 공급하고 있는 상아프론테크의 사업 가시성 확보

### “ 글로벌 위성 산업, 수전해, 의료기기 관련 소재, 부품 매출 성장 본격화

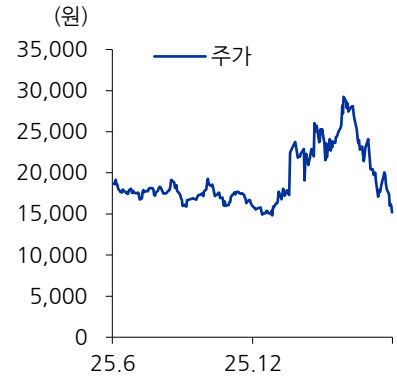
동사는 글로벌 최대 위성 사업자향 위성 수신기용 ETFE 필름 공급의 압도적인 1위 사업자. 위성 통신 가입자수가 큰 폭으로 증가하면서 ETFE 필름 판매 속도가 빨라지고 있어. 올 해 전년비 약 50%의 성장 예상. 수전해용 PTFE 멤브레인은 중국의 수소 굴기 2.0 실시로 수출이 전년비 40% 증가하고 있어. 의료기기는 수액 필터 세트의 대형 대학병원 진입이 본격화되면서 전년비 약 30% 수준의 매출 성장 진행 중. 3가지 성장동력의 매출은 지난 해 400억원 수준에서 올 해 550억원 이상 예상

### “ 배터리는 LFP용 캡아세이 수주도 확정, 적자 폭 줄어들고 있어

배터리 캡아세이 시장에 작년 3분기부터 진입했고, 올 해에는 고객사의 라인 전환으로 5월부터 매출이 재개됨. 현재는 삼원계 BESS용 캡아세이를 생산하고 있고, 내년 2분기말부터는 LFP용 라인 한 개가 추가로 가동 예정. 2028년에는 추가로 2개의 LFP용 라인 가동 예상. 4개의 캡아세이 라인이 풀가동 되면 연간 약 2,400억원의 매출 발생. 2025년 동사의 배터리 부문 영업 적자는 100억원 이상으로 추정. 캡아세이 매출 증가가 본격화되면서 적자 폭이 줄어들고 내년부터는 흑전 예상

### “ 2분기 전년 대비 영업이익 82% 증가 예상

상아프론테크의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 546억원, 29억원으로 전년비 22%, 82% 증가 예상. 위성 사업자향 ETFE 필름, 수전해 업체용 멤브레인, 국내 의료기기 매출이 증가하고 있고, 배터리용 캡아세이 모듈도 공급이 재개되면서 외형 성장이 의미 있게 진행. 소재와 의료기기는 상대적으로 마진이 높은 아이템이고, 캡아세이의 매출 본격화는 배터리 부문 적자 폭을 크게 축소시키고 있어서 전사 영업이익률은 향후 지속적으로 상승할 것으로 예상. 상아프론테크는 글로벌 최대 위성 사업자의 1위 ETFE 필름 공급업체이고, 글로벌 최대 그린수소 생산 업체들향 PTFE 멤브레인 제공 업체. 두 시장 모두 고속 성장기에 진입하는 것 감안하면 동사 가치 산정 시 프리미엄 줄 요인 충분. 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원 유지



시가총액(십억원)	243
발행주식수(천주)	15,989
52 주 최고	30,050 원
최저	14,680 원
52 주 일단 Beta	0.68
60 일 평균 거래대금	30 억원
외국인 지분율	45%
배당수익률(26F)	1.3%
주주구성	
이상원 (외 24인)	42.3%
자사주 (외 1인)	3.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-37.0	-5.0	-19.9
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(26F)	11.0	11.0	-
영업이익(27F)	17.7	18.8	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026F	2027F
매출액	196.0	229.4	285.9
영업이익	6.7	11.0	17.7
세전손익	4.0	9.2	15.7
당기순이익	5.1	7.6	12.9
EPS(원)	422	474	808
증감률(%)	9.6	12.1	70.5
PER(배)	35.9	32.1	18.8
ROE(%)	3.3	3.7	6.2
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	15.9	12.6	10.5

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	54.6	61.9	64.4
YoY(%)	(7.0)	(0.4)	17.6	49.4	19.2	22.0	24.0	6.3
부품사업	17.4	20.1	24.3	37.2	24.2	27.8	31.4	35.9
소재사업	16.8	17.3	19.5	17.6	17.9	19.5	20.8	22.2
장비사업	3.1	3.4	2.4	2.3	2.6	2.8	4.2	3.6
기타	3.4	3.9	3.7	3.5	3.7	4.5	5.5	2.7
매출원가	32.8	36.5	41.0	51.0	40.0	44.4	51.1	53.0
매출총이익	7.9	8.3	9.0	9.6	8.5	10.2	10.8	11.4
매출총이익률(%)	19.3	18.6	18.0	15.8	17.6	18.6	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	3.4
YoY(%)	(46.5)	(25.7)	60.0	407.4	7.7	81.6	67.9	76.0
영업이익률(%)	2.7	3.5	4.3	3.2	2.4	5.2	5.8	5.3
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	2.4
법인세비용	0.0	(0.3)	0.4	(1.3)	0.1	0.2	0.9	0.4
당기순이익	0.3	2.3	1.1	3.1	0.7	1.1	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	229.4	285.9	370.7	469.4	541.9
YoY(%)	1.5	1.3	(6.5)	14.1	17.0	24.6	29.7	26.6	15.4
부품사업	80.0	89.8	76.5	99.1	118.0	158.5	217.8	286.3	336.3
소재사업	62.2	60.4	68.4	71.2	80.4	94.1	117.2	144.3	164.5
장비사업	22.0	18.1	12.8	11.1	13.5	14.8	15.2	16.3	17.1
기타	16.9	15.3	14.0	14.5	17.5	18.5	20.5	22.5	24.0
매출원가	140.9	147.4	139.2	161.3	188.5	236.2	310.3	392.0	449.7
매출총이익	40.3	36.2	32.6	34.7	40.9	49.7	60.4	77.5	92.1
매출총이익률(%)	22.2	19.7	19.0	17.7	17.8	17.4	16.3	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	17.7	24.6	39.5	51.3
YoY(%)	7.8	(30.6)	(34.7)	14.7	63.7	61.5	38.7	60.2	30.1
영업이익률(%)	7.1	4.9	3.4	3.4	4.8	6.2	6.6	8.4	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	15.7	23.6	38.3	50.8
법인세비용	1.4	5.0	0.6	(1.1)	1.6	2.8	4.5	7.7	10.2
당기순이익	7.4	12.0	6.2	6.8	7.6	12.9	19.1	30.6	40.7

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

## 상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	362.2	380.1	398.2	419.2	444.5
유동자산	154.2	157.0	169.8	183.1	194.2
현금성자산	56.3	46.2	41.2	33.5	22.9
매출채권	32.7	47.2	45.0	55.0	64.7
재고자산	57.5	58.1	78.0	89.0	101.0
비유동자산	208.1	223.1	228.4	236.0	250.3
투자자산	6.9	5.2	5.4	5.7	5.9
유형자산	200.4	217.1	222.2	229.6	243.7
기타	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>부채총계</b>	161.2	176.7	196.1	207.3	216.8
유동부채	154.2	161.6	160.8	162.0	171.3
매입채무	25.3	26.2	28.4	31.5	40.9
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
<b>자본총계</b>	201.0	203.3	202.1	211.8	227.8
지배지분	201.0	203.3	202.1	211.8	227.8
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	136.6	152.5
기타	2.3	1.2	(4.4)	(4.4)	(4.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	201.0	203.3	202.1	211.8	227.8
총차입금	122.7	144.4	161.4	169.4	169.4
순차입금	66.4	98.2	120.2	135.9	146.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	21.6	9.8	4.4	13.5	26.2
당기순이익	6.2	6.8	7.6	12.9	19.1
자산상각비	13.8	14.7	17.8	18.4	19.4
기타비현금성손익	(2.6)	(13.5)	(5.5)	0.1	0.1
운전자본증감	2.0	0.0	(15.5)	(17.9)	(12.4)
매출채권감소(증가)	20.2	(17.7)	2.2	(10.0)	(9.7)
재고자산감소(증가)	(7.8)	(2.5)	(19.9)	(11.0)	(12.0)
매입채무증가(감소)	(7.1)	4.0	2.3	3.1	9.4
기타	(3.3)	16.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>투자현금</b>	(15.1)	(22.7)	(24.5)	(27.3)	(35.0)
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)	(22.9)	(25.7)	(33.4)
유형자산처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>재무현금</b>	(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
<b>현금 증감</b>	0.4	(5.0)	(6.3)	(9.0)	(12.0)
기초현금	19.5	19.9	14.9	8.6	(0.4)
기말현금	19.9	14.9	8.6	(0.4)	(12.4)
Gross Cash flow	21.7	9.8	19.9	31.4	38.6
Gross Investment	13.1	24.0	38.7	43.9	46.0
<b>Free Cash Flow</b>	8.5	(14.2)	(18.8)	(12.5)	(7.4)

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	171.8	196.0	229.4	285.9	370.7
증가율(%)	(6.5)	14.1	17.0	24.6	29.7
매출원가	139.2	161.3	188.5	236.2	310.3
<b>매출총이익</b>	32.6	34.7	40.9	49.7	60.4
판매 및 일반관리비	27.3	28.0	29.9	32.0	35.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	5.8	6.7	11.0	17.7	24.6
증가율(%)	(34.7)	14.7	63.7	61.5	38.7
<b>EBITDA</b>	19.7	21.4	28.8	36.2	44.0
증가율(%)	(12.7)	8.8	34.7	25.5	21.6
<b>영업외손익</b>	1.0	(2.7)	(1.8)	(2.0)	(1.0)
이자수익	2.1	1.4	3.1	3.9	4.9
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	0.6	0.9
<b>세전순이익</b>	6.8	4.0	9.2	15.7	23.6
증가율(%)	(59.9)	(41.2)	129.0	71.8	50.0
법인세비용	0.6	(1.1)	1.6	2.8	4.5
<b>당기순이익</b>	6.2	5.1	7.6	12.9	19.1
증가율(%)	(48.6)	(16.5)	47.1	70.5	48.2
지배주주지분	6.2	6.8	7.6	12.9	19.1
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	70.5	48.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	385	422	474	808	1,197
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	70.5	48.2
수정EPS(원)	385	422	474	808	1,197
증가율(%)	(48.6)	9.6	12.1	70.5	48.2

### 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	385	422	474	808	1,197
BPS	12,573	12,716	12,641	13,249	14,246
DPS	200	200	200	200	200
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	39.4	35.9	32.1	18.8	12.7
PBR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	15.7	15.9	12.6	10.5	8.9
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
PCR	11.2	24.7	12.2	7.7	6.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.4	3.4	4.8	6.2	6.6
EBITDA이익률	11.5	10.9	12.6	12.7	11.9
순이익률	3.6	2.6	3.3	4.5	5.2
ROE	3.1	3.3	3.7	6.2	8.7
ROIC	2.0	1.7	2.9	4.3	5.5
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자기자본	33.0	48.3	59.5	64.2	64.3
유동비율	100.0	97.2	105.6	113.1	113.4
이자보상배율	0.8	1.1	1.9	2.7	3.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
매출채권회전율	4.4	4.9	5.0	5.7	6.2
재고자산회전율	3.1	3.4	3.4	3.4	3.9
매입채무회전율	6.5	7.6	8.4	9.5	10.2

**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	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

