

상아프론테크 (089980. KQ)

멤브레인과 배터리 사업 증설 중

투자의견	BUY (유지)
목표주가	40,000 원(하향)
현재주가	19,700 원(11/29)
시가총액	315 (십억원)

GreenIndustry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 수소 산업용 멤브레인 3번째 라인 증설 시작, 광폭 멤브레인 라인으로 수소상용차 및 대형 수전해 설비용
- 20개 이상의 해외 수소 관련 업체들에게 샘플 공급 중, 상용화 본격화 되는 2025년 이후 매출 확대
- 미국과 유럽에 전기차 배터리용 부품/모듈 공장 증설 중
- 멤브레인 증설 및 개발비용으로 인한 감가상각비 등 고정비 연간 60억원 이상 증가 상태
- 미국향 배터리 캡 아세이 모듈 매출 시작되는 2025년부터 매출성장과 이익성장 본격화 예상
- 투자의견 'BUY'유지, 목표주가 6만원에서 4만원으로 하향

주가(원,11/29)	19,700
시가총액(십억원)	315
발행주식수	15,989천주
52주 최고가	36,600원
최저가	17,700원
52주 일간 Beta	1.26
60일 일평균거래대금	12억원
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(2023F)	1.0%

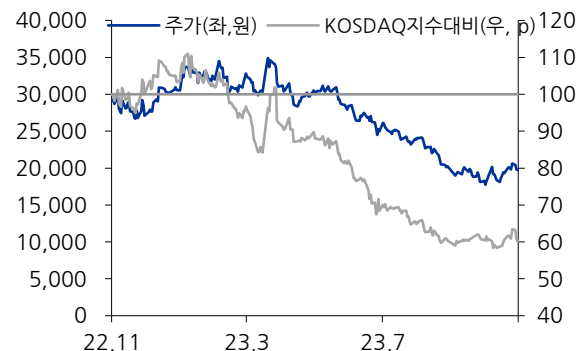
주주구성	
이상원 (외 21인)	42.4%
자사주 (외 1인)	3.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8.7	-33.7	-32.2
절대기준	-1.2	-31.2	-45.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	60,000	▼
영업이익(23)	10.0	14.4	▼
영업이익(24)	12.4	16.1	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	181.2	188.2	203.8	244.5
영업이익	12.9	10.0	12.4	18.0
세전손익	8.9	5.5	8.6	13.5
당기순이익	7.4	3.9	7.0	10.8
EPS(원)	464	247	455	605
증감률(%)	(20.1)	(46.9)	84.4	32.9
PER(배)	58.4	120.3	65.3	49.1
ROE(%)	4.1	2.1	3.2	4.3
PBR(배)	2.3	2.6	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	19.4	22.9	18.8	15.7

자료: 유진투자증권



수소 산업용 멤브레인 증설과 해외 관련업체들 공급문의 증가

상아프론테크는 PEM 수소연료전지와 수전해 설비의 핵심 소재인 멤브레인을 전세계에서 2 번째로 개발 완료한 후 2 개의 생산라인을 보유한 상태다. 최근 3 번째 라인의 증설을 시작했다. 증설 라인은 기존 대비 광폭의 멤브레인을 생산할 수 있어서 상용 수소차와 대형화된 수전해 설비용으로 사용될 것으로 보인다.

현재 동사가 제품 공급 문의를 받고 샘플을 주고 있는 해외 수소 관련 업체들의 숫자는 20 개가 넘는 것으로 파악된다. 수소차량용과 수전해용 멤브레인 수요 업체들이 늘고 있기 때문이다. 아직 개발 단계지만 상용화가 본격화되는 2025 년 이후부터는 멤브레인 매출이 커질 것으로 예상된다.

미국과 유럽에 전기차 배터리용 부품/모듈 공장 증설

헝가리에 배터리 부품 공장을 지속적으로 확대하고 있고, 미국에는 GM 향 배터리 캡아세이 모듈 조립 공장을 신설하고 있다. 미국 매출은 2025 년 하반기부터 시작될 예정이다. 국내에서 대부분의 부품을 제조해서 미국에서는 최종 조립만 하는 형태라서 현재 수준의 마진을 유지할 것으로 판단된다.

2025 년부터 실적 성장 본격화 예상

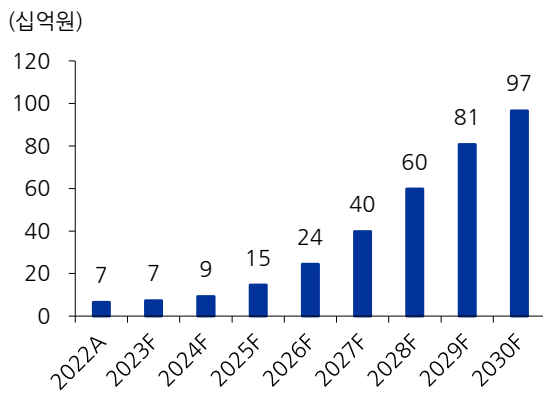
멤브레인 생산 3 개 라인 구축과 개발 비용까지 늘어나면서 동사의 감가상각비 등 고정비는 연간 60 억원이 증가한 상태다. 미국 배터리 공장의 매출이 2025 년 하반기부터 시작되고, 멤브레인 매출도 의미 있게 증가하면서 이익 성장이 본격화될 것으로 예상된다. 투자의견 BUY 를 유지하지만 목표주가는 금리인상에 따른 글로벌 수소 관련주들의 주가 하락을 반영해 6 만원에서 4 만원으로 하향한다.

도표 1. 상아프론테크 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	181.2	188.2	203.8	244.5	361.0	432.4	490.9	539.0	597.1
YoY(%)	1.5	3.9	8.3	20.0	47.7	19.8	13.5	9.8	10.8
부품사업	80.0	72.7	82.4	103.0	200.2	247.0	278.2	298.5	331.3
소재사업	62.2	88.8	96.4	109.5	130.5	152.4	179.5	207.6	231.8
장비사업	22.0	15.0	10.5	15.0	16.0	18.0	17.0	15.0	15.0
기타	16.9	11.7	14.5	17.0	14.3	15.0	16.2	17.9	19.0
매출원가	140.9	151.2	162.1	194.0	286.5	335.9	379.5	413.4	453.8
매출총이익	40.3	37.0	41.7	50.5	74.5	96.4	111.4	125.6	143.3
매출총이익률(%)	22.2	19.6	20.5	20.6	20.6	22.3	22.7	23.3	24.0
판매비	27.4	27.0	29.3	32.5	36.4	40.1	45.2	49.9	53.0
영업이익	12.9	10.0	12.4	18.0	38.1	56.3	66.2	75.7	90.3
YoY(%)	7.8	(22.7)	24.4	44.8	112.2	47.7	17.6	14.3	19.3
영업이익률(%)	7.1	5.3	6.1	7.3	10.6	13.0	13.5	14.0	15.1
영업외손익	(4.1)	(4.5)	(3.8)	(4.5)	(4.2)	(3.0)	1.3	3.0	3.8
세전이익	8.9	5.5	8.6	13.5	33.9	53.3	67.5	78.7	94.1
법인세비용	1.4	1.5	1.6	2.6	6.7	11.7	14.9	17.3	20.7
당기순이익	7.4	3.9	7.0	10.8	27.2	41.6	52.7	61.4	73.4

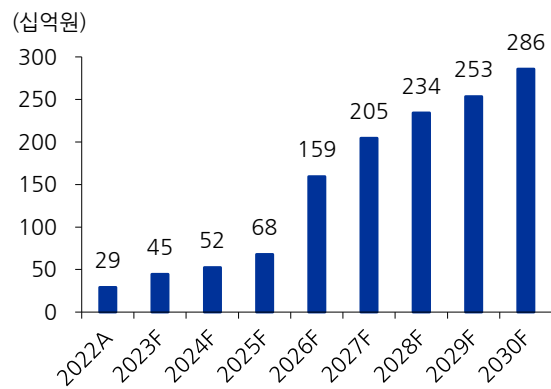
자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 2. 멤브레인/특수소재 예상 매출



자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 3. 배터리 부품 예상 매출



자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 4. 글로벌 수소차 판매 전망치

(단위: 대)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
북미	2,857	3,400	3,800	5,500	8,000	14,500	17,000	22,500	28,000
미국	2,707	3,200	3,500	5,000	7,000	13,000	15,000	20,000	25,000
캐나다	150	200	300	500	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000
아시아	16,546	14,150	16,800	22,500	33,700	44,000	58,200	76,500	107,000
한국	10,164	6,000	6,000	8,000	10,000	13,000	17,000	20,000	25,000
일본	846	1,500	2,500	4,000	8,000	10,000	14,000	20,000	30,000
중국	5,436	6,500	8,000	10,000	15,000	20,000	26,000	35,000	50,000
호주	100	150	300	500	700	1,000	1,200	1,500	2,000
유럽	1275	1,500	2,400	3,750	6,300	9,800	17,100	27,700	51,400
독일	300	300	400	500	1000	2000	5000	10000	20000
프랑스	250	250	350	500	1,000	1,500	3,000	5,000	10,000
스페인	30	100	200	500	700	1,000	1,500	2,000	5,000
이탈리아			100	150	300	500	1,000	1,500	2,000
영국	100	150	200	300	500	1,000	1,500	2,000	3,000
벨기에	100	100	150	200	250	300	400	600	1,000
네덜란드	200	250	300	500	1,000	1,500	2,000	3,000	5,000
오스트리아	50	50	100	150	200	300	400	600	800
스위스	100	150	200	300	500	600	800	1,000	1,500
스웨덴	50	50	150	300	400	500	700	1,000	2,000
노르웨이	50	50	150	200	250	300	400	500	500
덴마크	45	50	100	150	200	300	400	500	600
기타				300	500	1,000	2,000	3,000	5,000
전체	20,678	19,050	23,000	32,050	48,500	69,300	94,300	129,700	191,400
YoY	18.76%	-7.87%	20.73%	39.35%	51.33%	42.89%	36.08%	37.54%	47.57%

자료: MarkLines, EV-Sales, 유진투자증권

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	319.6	336.0	396.4	393.4	395.5
유동자산	163.7	159.5	214.3	204.6	196.6
현금성자산	57.2	52.0	102.3	76.1	48.1
매출채권	65.9	52.5	58.0	62.0	68.0
재고자산	38.3	52.5	51.6	64.0	78.0
비유동자산	155.9	176.5	182.1	188.8	198.9
투자자산	9.1	13.7	14.2	14.8	15.4
유형자산	145.9	162.0	167.0	173.1	182.6
기타	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
부채총계	138.0	151.0	212.3	145.5	140.4
유동부채	95.8	134.8	136.0	134.1	138.8
매입채무	27.7	25.7	26.9	29.9	37.6
유동성이자부채	62.2	104.4	104.4	99.4	96.4
기타	5.8	4.8	4.8	4.8	4.9
비유동부채	42.2	16.1	76.3	11.4	1.6
비유동이자부채	35.8	9.6	69.6	4.6	(5.4)
기타	6.4	6.6	6.7	6.8	7.0
자본총계	181.6	185.0	184.1	247.9	255.1
지배지분	181.6	185.0	184.1	247.9	255.1
자본금	8.0	8.0	8.0	9.0	9.0
자본잉여금	73.4	71.7	71.7	130.7	130.7
이익잉여금	102.3	108.0	108.8	112.6	119.8
기타	(2.1)	(2.7)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.6	185.0	184.1	247.9	255.1
총차입금	98.0	114.0	174.0	104.0	91.0
순차입금	40.9	61.9	71.7	27.9	42.9

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178.5	181.2	188.2	203.8	244.5
증가율(%)	16.4	1.5	3.9	8.3	20.0
매출원가	140.5	140.9	151.2	162.1	194.0
매출총이익	38.0	40.3	37.0	41.7	50.5
판매 및 일반관리비	26.0	27.4	27.0	29.3	32.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	12.0	12.9	10.0	12.4	18.0
증가율(%)	62.1	7.8	(22.7)	24.4	44.8
EBITDA	22.7	25.6	23.8	26.7	33.0
증가율(%)	35.2	12.7	(6.7)	12.1	23.3
영업외손익	(1.2)	(4.1)	(4.5)	(3.8)	(4.5)
이자수익	1.3	1.3	1.1	1.4	1.6
이자비용	5.6	5.8	6.1	5.4	4.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	3.2	0.4	0.4	0.2	(2.1)
세전순이익	10.8	8.9	5.5	8.6	13.5
증가율(%)	51.7	(18.1)	(38.0)	56.8	56.4
법인세비용	1.5	1.4	1.5	1.6	2.6
당기순이익	9.3	7.4	3.9	7.0	10.8
증가율(%)	300.8	(20.1)	(46.9)	76.4	55.5
지배주주지분	9.3	7.4	3.9	7.0	10.8
증가율(%)	300.8	(20.1)	(46.9)	76.4	55.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	582	464	247	455	605
증가율(%)	294.2	(20.1)	(46.9)	84.4	32.9
수정EPS(원)	582	464	247	455	605
증가율(%)	294.2	(20.1)	(46.9)	84.4	32.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	20.9	15.6	12.8	(51.9)	13.7
당기순이익	9.3	7.4	3.9	7.0	10.8
자산상각비	10.7	12.7	13.9	14.3	15.0
기타비현금성손익	7.2	9.0	(1.6)	(59.9)	0.2
운전자본증감	(7.6)	(9.2)	(3.4)	(13.4)	(12.2)
매출채권감소(증가)	4.6	9.0	(5.5)	(4.0)	(6.0)
재고자산감소(증가)	(8.8)	(15.6)	0.9	(12.4)	(14.0)
매입채무증가(감소)	(3.8)	(2.1)	1.2	3.0	7.7
기타	0.4	(0.5)	0.0	0.0	0.0
투자현금	(30.7)	(21.0)	(20.8)	(22.4)	(26.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(1.3)	(1.4)	(1.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(39.9)	(28.4)	(18.8)	(20.4)	(24.4)
유형자산처분	2.3	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	10.0	7.6	56.9	46.8	(16.6)
차입금증가	14.7	13.4	60.0	(10.0)	(13.0)
자본증가	(2.4)	(3.1)	(3.1)	56.8	(3.6)
배당금지급	2.4	3.1	3.1	3.2	3.6
현금 증감	0.9	1.7	48.9	(27.6)	(29.4)
기초현금	16.7	17.6	19.3	68.2	40.6
기말현금	17.6	19.3	68.2	40.6	11.2
Gross Cash flow	27.2	29.1	16.2	(38.6)	26.0
Gross Investment	38.3	30.2	22.9	34.4	37.4
Free Cash Flow	(11.1)	(1.1)	(6.6)	(73.0)	(11.4)

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	582	464	247	455	605
BPS	11,358	11,570	11,513	13,843	14,248
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배, %)					
PER	89.9	58.4	120.3	65.3	49.1
PBR	4.6	2.3	2.6	2.1	2.1
EV/ EBITDA	38.7	19.4	22.9	18.8	15.7
배당수익율	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
PCR	30.8	14.9	29.3	n/a	20.5
수익성(%)					
영업이익율	6.7	7.1	5.3	6.1	7.3
EBITDA이익율	12.7	14.1	12.7	13.1	13.5
순이익율	5.2	4.1	2.1	3.4	4.4
ROE	5.6	4.1	2.1	3.2	4.3
ROIC	5.0	4.6	2.9	3.8	5.0
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	22.5	33.5	38.9	11.3	16.8
유동비율	170.9	118.3	157.6	152.6	141.6
이자보상배율	2.1	2.2	1.6	2.3	4.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	2.7	3.1	3.4	3.4	3.8
재고자산회전율	5.3	4.0	3.6	3.5	3.4
매입채무회전율	6.5	6.8	7.2	7.2	7.2

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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

