

# 2024.04.09.(화) 증권사리포트

---

삼성전자

1분기 DS 기대치 크게 상회

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

24년 1분기 반도체 예상 대비 크게 개선, 나머지는 예상 수준

삼성전자의 2024년 1분기 잠정 매출액은 2023년 4분기 대비 5.3% 증가한 71조원 이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 이전 전망 대비 MX, VD/가전, 하만 매출액을 하향 조정하였다. 2024년 1분기 영업이익은 6.6조원으로 이전 전망치 대비 크게 증가한 규모이다. DS사업부가 예상 대비 크게 증가한 것으로 추정한다. DRAM ASP가 예상치를 상회했고, NAND 재고자산평가손실 총당금 환입 규모도 예상보다 컸을 것으로 추정한다. MX는 이전 전망 대비 하향했는데 원가 상승에 따른 수익률 부진이 원인으로 분석된다.

24년 1분기/DS: 개선, 디스플레이: 부진, IM: 개선, 가전: 부진

삼성전자의 2024년 1분기 DS사업부는 Bit Growth는 예상 수준이었으나 가격 움직임은 경쟁사 수준에 부합한 것으로 추정한다. DDR5 비중 개선에 따른 제품믹스 개선 효과와 Mobile 가격 상승이 상대적으로 높았던 점도 유리하게 작용한 것으로 분석된다. NAND 부분의 재고자산평가손실 총당금 환입 부문이 ASP 상승으로 예상에 비해서 컸던 것으로 추정한다. 디스플레이는 예상 수준을 유지했고, 모바일은 물량, 가격은 예상 수준이었으나 원재료 가격 상승으로 수익성은 기대에 미치지 못한 것으로 분석된다. 가전은 전분기 대비로는 개선되었다.

투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 상향

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 반도체는 가격 반등으로 수익성이 개선되고 있어서 분기별 수익성은 개선세가 지속될 것으로 예상하고, 부진했던 HBM도 점차 가시권에 진입할 것으로 기대되고, High End 시장으로 안정적 진입이 기대되고, NAND 가격 상승세 지속으로 재고자산평가손실 총당금 환입이 상반기에 마무리 될 것으로 기대하기 때문이다. 이에 따라 주요 투자 지표인 BPS, ROE 개선으로 목표주가는 11만원으로 상향한다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	288,522	293,155	328,912
영업이익	43,377	6,567	31,500	41,194	56,636
세전이익	46,440	11,006	36,053	45,904	61,693
지배주주순이익	54,730	14,473	35,248	44,702	59,966
EPS(원)	8,057	2,131	5,189	6,581	8,828
증가율(%)	39.5	-73.6	143.5	26.8	34.1
영업이익률(%)	14.4	2.5	10.9	14.1	17.2
순이익률(%)	18.4	6.0	13.2	16.5	19.7
ROE(%)	17.1	4.1	9.7	11.8	14.6
PER	6.9	36.8	16.4	13.0	9.7
PBR	1.1	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.4	10.0	7.7	6.4	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상



2024년 CEO Investor Day 핵심내

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

2024년 및 2030년 목표 유지. EV 시장 변화 대응. HEV 강화 목표

기아가 2024년 CEO Investor Day를 개최했다. 1) 둔화되는 산업환경 속에서도 1월 발표했던 2024년 사업계획 가이드스(도매/소매 320만대(+3.6%)/314만대(+4.1%)와 매출액 101.1조원(+1.3%), 영업이익 12.0조원(+3.4%, OPM 11.9%))을 재확인했고, 2) 영업이익 증가는 환율과 인센티브 증가의 불리한 여건에도 불구하고 판매 증가와 믹스/ASP 상승, 재료비 효과 등에서 발생할 것으로 전망한다. 3) 전년 CID에서 제시되었던 2030년 도매판매 430만대, 이중 전기차 160만대 및 PBV 25만대가 유지되었고, 4) 중장기 수익성 목표로 10% 이상을 제시했는데 전기차 원가 경쟁 우위, ICE 및 HEV의 구조적 고수익성 유지, SDV 등의 핵심 사업화 등에서 기인한다고 설명했다. 5) 글로벌 전기차 수요 전망을 하향한 가운데 기아의 전기차 판매 목표는 2027년 114.7만대(신규), 2030년 160.0만대(유지)로 제시했다. 6) 2027년까지 전기차 차종은 15종을 유지했지만, 기존 대형 전기차 차종 2개를 제외하고, PBV 전기차 2종으로 대체했다. 7) 2024년에는 하반기에 EV3와 EV4를 투입할 계획이다. 8) 배터리 조달 계획은 소폭 하향한 2027년 96GWh(신규), 2030년 139GWh(기존 계획대비 -4GWh)로 제시되었다. 9) 전기차 원가 절감 목표로 PE 원가 절감과 배터리 다각화, 차세대 EV 플랫폼 개발을 제시했다. 10) 신규로 하이브리드차 전략이 추가되었는데 하이브리드차 라인업이 소형 및 대형으로 확대되어 2024년 6개, 2026년 8개, 2028년 9개로 늘어나고, 11) 수요 증가 및 신형 하이브리드차 플랫폼 개발 등에 힘입어 판매 목표가 2024년 37.2만대(비중 12%), 2026년 57.4만대(15%), 2028년 80.0만대(19%)로 제시되었다. 12) PBV 사업 목표도 구체화되었는데, 2025년 중형 PV5, 2027년 대형 PV7을 출시해 각각 2030년 기준 15만대/10만대 등 총 25만대 판매를 목표 중이다. 13) 이 모든 계획을 뒷받침하기 위해 2024년~2028년 총 38조원을 투자하는데 기존 2023년~2027년 33조원 투자 대비 상향되었다. 14) 주주 환원 정책은 배당성향 20~35%, 자사주 매입(5년, 매년 5천억원, 소각비율 50% 이상)을 유지했으나 향후 상향 조정될 여지는 있다.

기존 투자 매력 유지된 가운데, 중장기 전략의 선명성 제고

CID 총평으로 1) 산업 내 단기 불확실성이 늘었지만 2024년 및 중장기 사업목표를 유지하며 자신감을 보였고, 2) 전기차 전략에서는 시장 단기 둔화에도 중장기 전망을 유지해 시장 변화에 맞춰 기존 계획을 소폭 조정하는 수준(투입 차종 변동 등)일 뿐 수익성 향상 위한 계획들(규모의 경제 및 원가 절감)은 유지되었으며, 3) 두 자릿수 이익률 유지 위한 능동적 대응 노력들, 즉 하이브리드차 강화, 전기차 수익성 개선, 생산 측면 개선 방안들이 제시되었고, 4) PBV 및 SDV 등 미래 사업에 대해서도 구체화된 목표들이 발표되었다. 견조한 이익 흐름과 낮은 Valuation, 양호한 주주 환원 등 투자매력이 유지되고, 중장기 전략에 대한 선명성이 높아졌다는 판단에서 투자 의견 BUY와 목표주가 12.0만원을 유지한다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

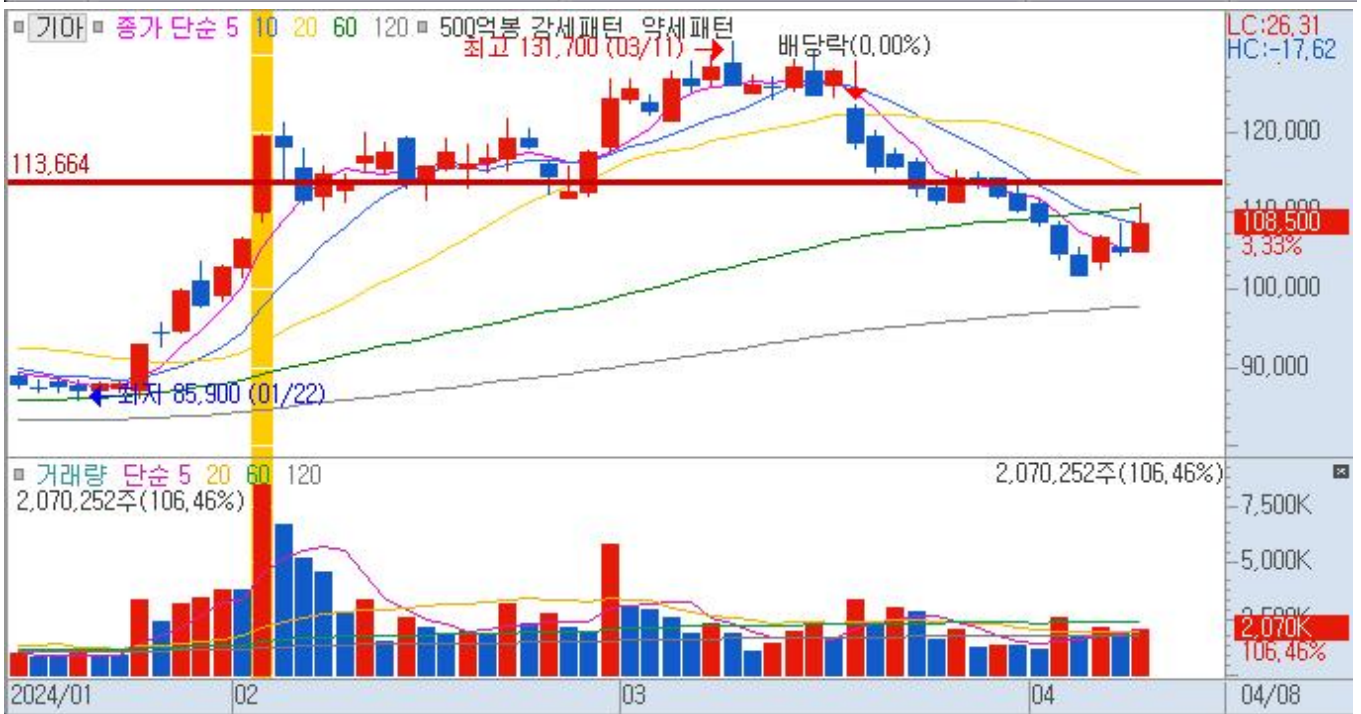
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	69,862.4	86,559.0	99,808.4	101,370.3
영업이익	5,065.7	7,233.1	11,607.9	11,133.9
세전이익	6,393.8	7,502.0	12,678.5	12,576.1
순이익	4,760.5	5,409.4	8,779.5	9,055.6
EPS	11,744	13,345	21,777	22,524
증감율	220.00	13.63	63.18	3.43
PER	7.00	4.44	4.59	4.66
PBR	0.95	0.61	0.86	0.79
EV/EBITDA	3.47	1.26	1.37	0.59
ROE	14.69	14.57	20.41	18.06
BPS	86,692	97,658	116,093	132,335
DPS	3,000	3,500	5,600	5,700

도표 3. 기아의 2024년 신차 라인업



자료: 기아





롯데에너지머티리얼즈  
 업황보다 좋은 분기실적

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 1분기, 생각보다 견조

롯데에너지머티리얼즈의 1Q24 매출액 2,291억원(QoQ -0.2%), 영업이익 41억원(QoQ +204.5%), OPM 1.8%(QoQ +1.2%p)으로 컨센서스(매출액 2,150억원, 영업이익 50억원)에 부합할 것으로 전망한다. 글로벌 전기차 수요 둔화에도 불구하고 기존 메인 고객사향 수요가 견조하고, 북미 고객사향 수요가 증가하며 전체 동박 출하량이 소폭 증가할 것으로 예상된다. 북미 고객사 공장 램프업과 더불어 경쟁사의 품질 이슈 발생에 따른 반사 수혜가 전망되며 분기별 증설 효과로 1Q24를 저점으로 외형성장과 수익성 개선세를 이어나갈 것으로 예상된다.

고객사 다변화와 수익성 제고의 해

롯데에너지머티리얼즈의 2023년 수익성 악화 요인은 고객사의 실수요가 증설 대비 증가하지 않아 전체 가동률이 낮은 수준으로 감소하며 고정비 부담 영향이 증가하였으나, 2024년부터 고객사 다변화가 본격적으로 기대되는 만큼 분기별 개선세가 기대된다. 말레이시아 5,6 공장(CAPA 2만 톤)이 3Q24 본격 가동 예정으로 동사의 전체 동박 CAPA는 6만톤에서 8만톤으로 증가할 예정이다. 전력비와 인건비가 낮은 말레이시아와 스페인(25년말 가동 예정)에서 CAPA를 확장할 계획으로 현재 낮은 수준의 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 전망된다.

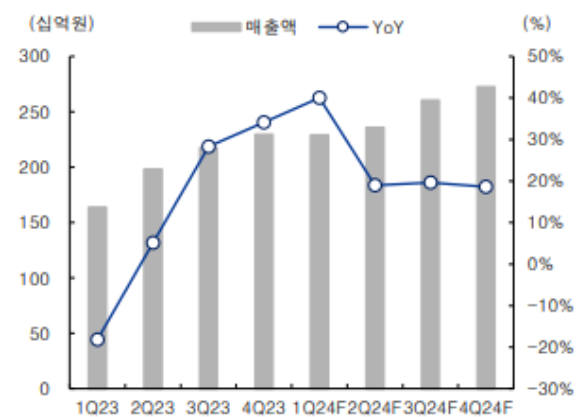
투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

롯데에너지머티리얼즈의 투자의견은 매수, 목표주가는 60,000원을 유지한다. I2B(범용)와 초극박, 고강도와 고연신인 I2S(하이엔드)의 제품 믹스 효과가 기대되며, 유럽, 북미 지역의 하이엔드 제품 향 매출 성장이 기대되고, 기존 메인 고객사의 북미향 JV 조기 가동에 따른 하반기 동박 수요 증가가 예상되며, 스페인 동박 공장은 신재생 에너지 활용률을 90% 이상으로 준비하고 있는 만큼 탄소 배출 관련 이슈에 민감한 신규 유럽사 고객향 수주 또한 기대된다.

(단위:십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	729	809	998	1,299	1,596
영업이익	85	12	48	106	159
세전이익	61	-37	58	108	151
지배주주순이익	44	-33	39	81	111
EPS(원)	950	-706	842	1,754	2,415
증가율(%)	-30.2	-174.3	-219.2	108.4	37.7
영업이익률(%)	11.7	1.5	4.8	8.2	10.0
순이익률(%)	6.7	-5.6	5.1	7.2	8.0
ROE(%)	3.6	-2.2	2.7	5.4	7.0
PER	54.6	-59.6	57.0	27.3	19.9
PBR	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	21.4	23.4	22.9	14.6	11.3

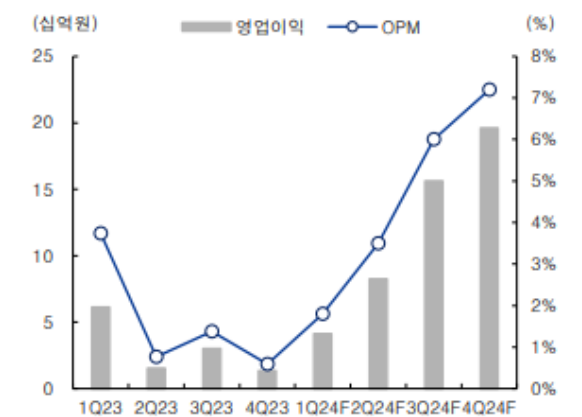
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 롯데에너지머티리얼즈 매출액 및 YoY 추이



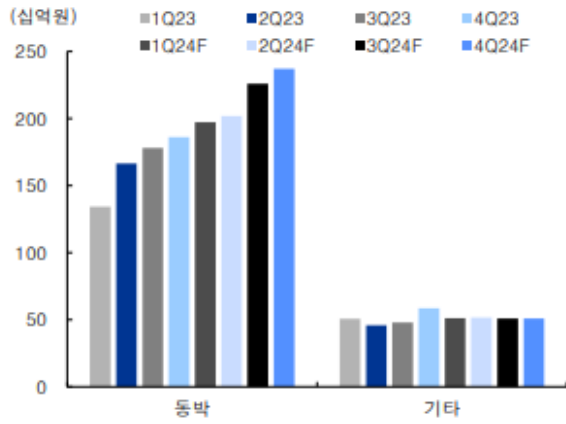
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 2. 롯데에너지머티리얼즈 영업이익 및 영업이익률 추이



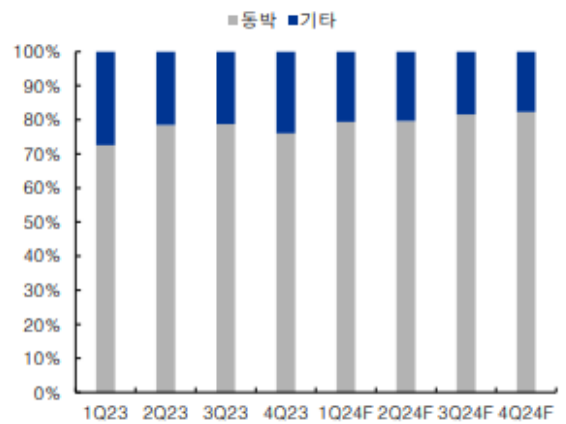
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 3. 롯데에너지머티리얼즈 부문별 매출액 추이

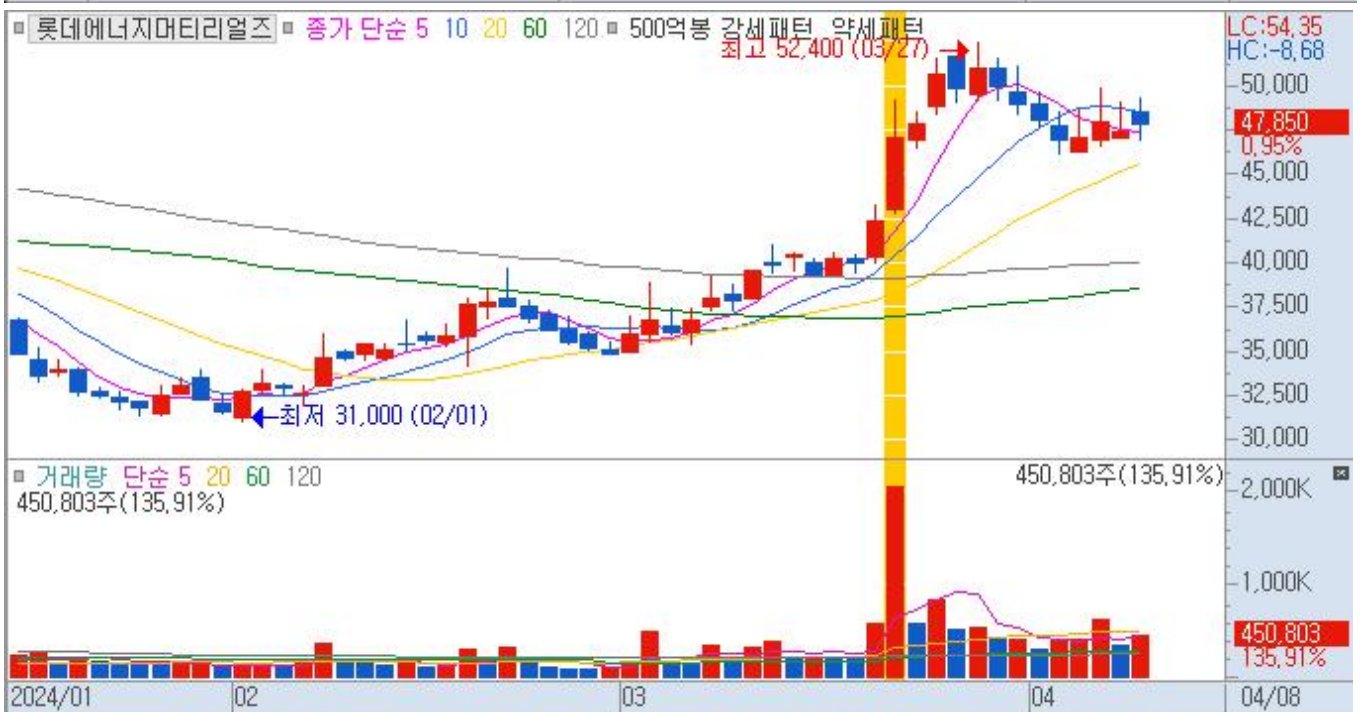


자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 4. 롯데에너지머티리얼즈 부문별 매출 비중 추이



자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권



## 풍산

신동 판매 증가와 동가격 상승의 긍정적 영향

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

1분기 방산매출 감소 불구, 동가격 상승으로 영업이익 시장컨센서스 부합 전망

2024년 1분기 풍산의 매출액과 영업이익은 각각 9,802억원(YoY -6.2%, QoQ -12.0%)과 468억원(YoY -44.8%, QoQ -19.3%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 453억원에 부합할 것으로 예상된다.

1) 4.6만톤(YoY +3.4%, QoQ +5.5%)으로 전분기대비 소폭 회복된 신동 판매가 예상되는 가운데 2) LME 전기동 가격 상승(QoQ +3.4%)의 영향으로 대략 80억원 규모의 메탈 게인이 발생한 것으로 추정되는 반면, 3) 방산의 경우 계절적 비수기 영향으로 매출이 1,747억원(YoY -26.7%, QoQ -54.0%)에 그칠 전망이다. 4) 전기동 가격 상승으로 해외 주력 자회사인 PMX 또한 4분기대비 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

2분기에도 동가격 강세 수혜 지속 전망

4분기 평균 8,159불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 2월부터 반등에 성공했고 특히 동 제련수수료(T/C)의 급락으로 수익성이 급격하게 악화된 중국 동 제련소들이 5~10% 감산에 합의하면서 공급부족 우려로 3월 중순부터 본격적으로 상승하기 시작하여 4월초 현재 9,300불/톤을 기록 중이다. 지난해말 글로벌 메이저 광산 가운데 하나인 First Quantum사의 Cobre Panama 광산을 비롯해 일부 동 광산 폐쇄로 동 정광 수급이 급격히 타이트해졌기 때문에 제련수수료가 급락했고 제련소들의 감산으로 이어졌다. 다만 전세계 최대 동 소비국인 중국의 고정투자가 여전히 부진한 가운데 최근 전기동 가격이 단기 급등했다는 점도 부담으로 작용할 전망으로 이를 감안하면 2분기 평균 전기동 가격은 8,737불/톤(YoY +3.2%, QoQ +3.1%)이 예상되는 가운데 방산 매출 확대에 풍산의 2분기 영업이익은 596억원(YoY +10.6%, QoQ +27.3%)을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 62,000원으로 상향

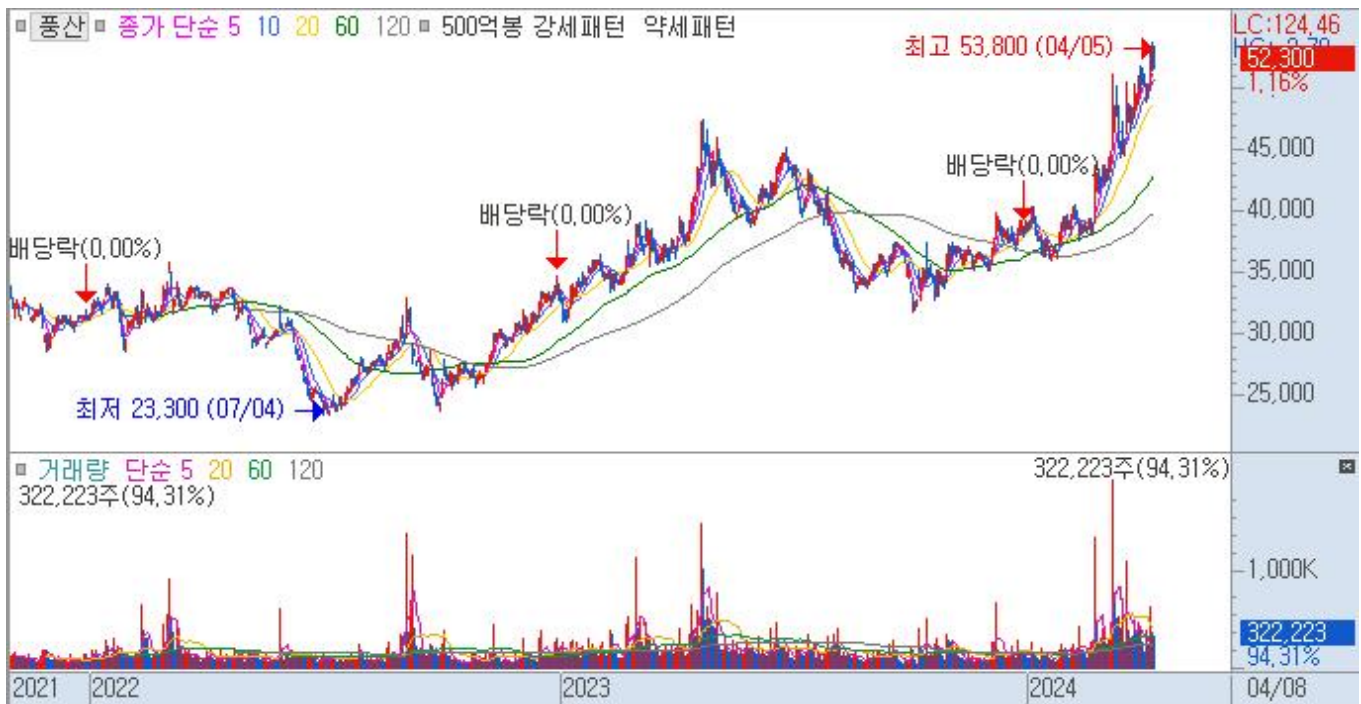
풍산에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 올해 연간 동가격 전망치 및 풍산의 실적추정치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 53,000원에서 62,000원으로 상향한다. 목표PBR은 0.8배를 적용했는데 올해 예상 ROE 10.7%를 감안하면 과도한 수준은 아니라 판단되는데 특히 최근 국내 방산주식들에 대해 전반적인 재평가가 진행된다는 점도 긍정적이다. 뿐만 아니라 추후 정부의 밸류업 프로그램 본격 가동 시, 주주가치 제고에 적극적으로 나설 가능성도 배제할 수 없다.

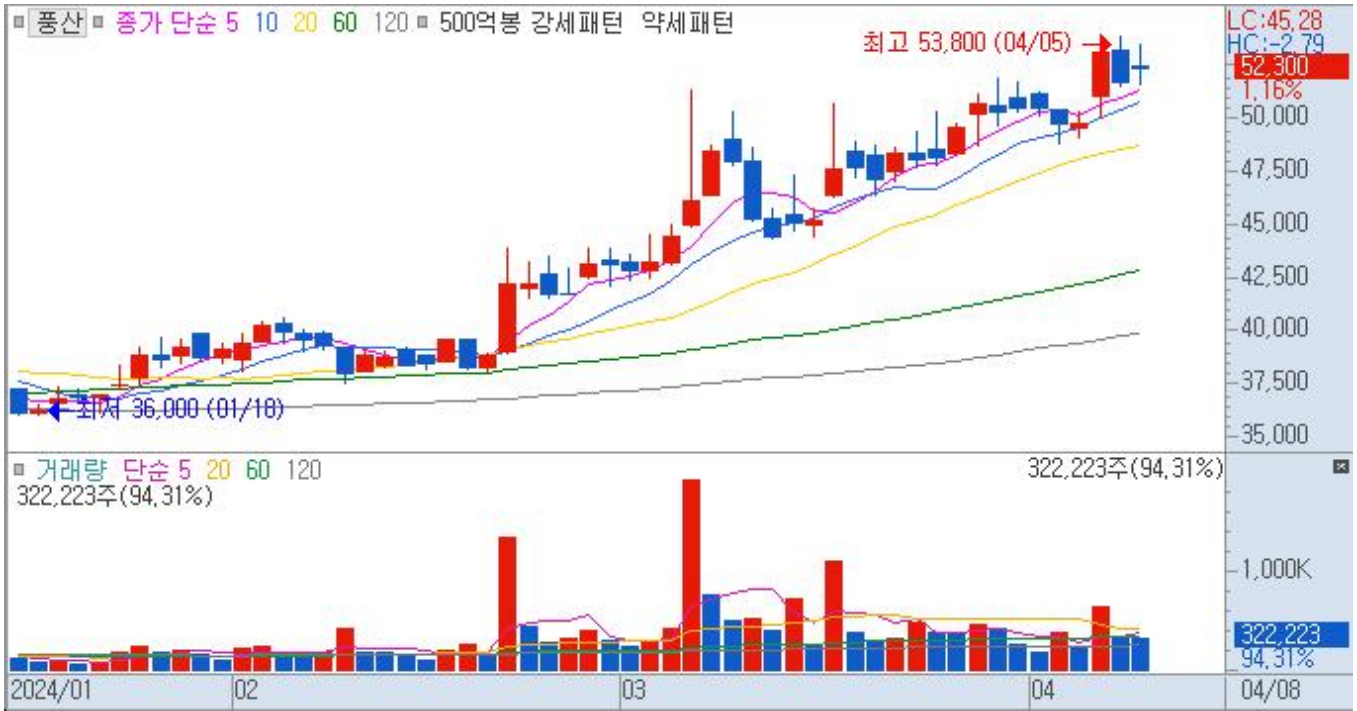


## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,373.0	4,125.3	4,335.9	4,432.8
영업이익	231.6	228.6	294.8	322.7
세전이익	219.8	201.1	279.7	308.7
순이익	175.1	156.4	220.8	243.4
EPS	6,250	5,582	7,879	8,684
증감율	(28.01)	(10.69)	41.15	10.22
PER	5.38	7.02	6.56	5.95
PBR	0.51	0.55	0.67	0.61
EV/EBITDA	5.42	4.30	4.80	4.15
ROE	9.94	8.22	10.72	10.78
BPS	66,466	70,959	77,669	84,988
DPS	1,000	1,200	1,400	1,400





## 에스티팜

전방위 산업에서 우호적인 환경 조성 중

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

시장 기대치 대체로 부합 전망

1분기 매출액 558억원(YoY +10%, QoQ -54%), 영업이익 38억원(YoY +3%, QoQ -82%, OPM +7%)으로 시장 컨센서스 매출액 548억원, 이익 40억원으로 기대치에 대체로 부합할 것으로 전망된다. 1Q23 고마진의 mRNA 관련 매출액이 70억원 기록하였으나, 이번 1Q24에는 mRNA 사업부 매출이 매우 낮을것으로 추정(약 8억원)되어 전년 동기 대비 원가율 상승이 예상된다. 다만, 동맥 경화증치료제 등의 올리고 원료 공급 증가로 1분기 올리고 매출액 348억원(YoY +32%) 전망되어, 이를 일부 상쇄할 수 있을 것으로 보인다.

렉비오 긍정적 데이터 발표 및 제론 피인수 기대

지난 4/6일 미국 심장학회(ACC2024)에서 노바티스의 siRNA 기반 콜레스테롤 저하제 렉비오(Leqvio, inclisiran)가 죽상경화성 심혈관질환(ASCVD) 환자에서 LDL-C가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이번 3b상 연구는 기존 치료제인 스타틴 치료에도 불구하고 LDL-C 목표에 도달하지 못한 ASCVD 환자의 LDL-C 수치는 낮추는데 렉비오의 효능을 확인한 것이다 (렉비오 사용시 LDL-C -60% vs 일반 치료군 -7%).

렉비오는 1년 2회 투여 가능한 siRNA 치료제로 임상적 죽상동맥경화성 심혈관 질환이 있는 성인의 스타틴 보조요법 또는 추가적으로 LDL-C 저하가 필요한 이형접합 가족성 고콜레스테롤혈증(HeFH)으로 FDA 승인을 받았고, '23년에는 LDL-C가 상승하고 심장병 위험이 높은 성인 대상으로 적응증 확장되었다. 렉비오의 동향이 중요한 이유는 환자 수가 많은 만성질환 siRNA 치료제로 올리고 뉴클레오타이드를 원료로 하고 있고, 전방위 산업의 수요 증가에 큰 영향을 차지하고 있기 때문이다. 동사의 원료 공급이 추측되는 렉비오는 상업화 제품으로 수익성이 타 제품군/임상 시료군 등 대비 비교적 낮을 것으로 보이나, 대량 생산으로 생산 효율이 개선될 수 있다. '23년 렉비오는 \$355mn(YoY +217)을 기록하였으며, 올해 \$880mn(YoY +148%)이 될 것으로 전망되고 있다.

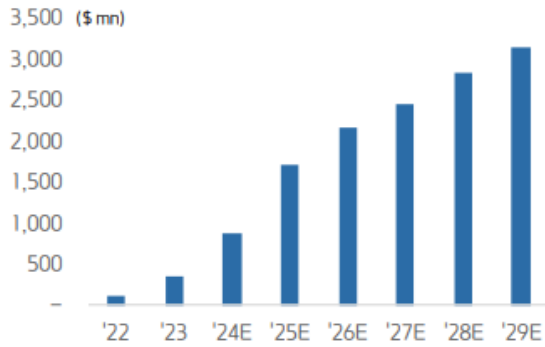
이 밖에 동사의 원료 공급 추정 물질인 제론의 이메텔스타트(골수이형성증후군, MDS)가 오는 6/16일 미국 FDA 승인 받아 올해 매출은 \$82mn, '25년 \$223mn이 전망된다. 제론이 넓은 영업망을 보유한 빅파마로 인수된다면 동사에도 긍정적인 것으로 전망한다.

## 투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	249.3	285.0	330.3	395.9
영업이익	17.9	33.5	43.6	64.9
EBITDA	35.5	56.5	72.4	96.7
세전이익	19.2	23.4	39.8	60.7
순이익	17.5	17.5	29.9	45.5
지배주주지분순이익	18.0	19.6	33.4	50.9
EPS(원)	957	1,041	1,764	2,687
증감률(% YoY)	439.2	8.8	69.5	52.3
PER(배)	91.5	65.1	45.2	29.7
PBR(배)	4.88	3.32	3.68	3.33
EV/EBITDA(배)	49.0	24.4	22.6	17.1
영업이익률(%)	7.2	11.8	13.2	16.4
ROE(%)	5.4	5.4	8.4	11.8
순차입금비율(%)	24.8	26.5	31.5	32.5

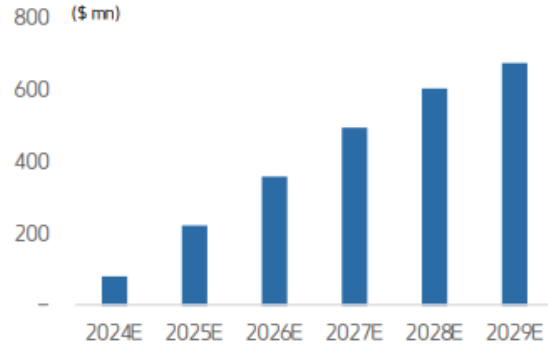
자료: 키움증권

렉비오(Leqvio) 매출 추이 및 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

이메텔스타트(Imetelstat) 매출 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터





## 이엠코리아

수소 사업? 충분히 주목해 볼 만하다!

### [출처] 신한투자증권 최규현 애널리스트

방산/항공 사업의 꾸준한 외형 성장...Next Growth는 H2?

이엠코리아는 공작, 방산/항공, 발전/ITER, TBM, 환경, 에너지(수소사업) 사업부 등으로 구성돼 있다. 2023년 영업이익 흑자전환에 성공하며 2016년부터 이어진 적자 고리를 끊어냈다. 흑자전환은 2020년부터 꾸준히 외형 성장을 이어온 방산/항공 사업부의 몫이 컸다. 다음 성장 구간은 에너지(수소) 사업부의 역할이 중요할 것으로 판단된다.

수전해전지 관련 사업 추진 여부? 현재 추진 중!

이엠코리아는 에너지(수소) 사업을 100% 자회사인 이엠솔루션을 통해 추진해왔으나 경영 효율성 증대를 위해 흡수 합병(합병 기일 4월1일)을 단행했다. 에너지(수소) 사업은 수소 충전소 구축, 수소 핵심장비(수전해 설비, 수소 압축기, 디스펜서 등) 제조로 세분화된다.

2004년 ALKEC 시스템 개발에 성공하며 ALKEC 기반 시스템 메이커로 시장 내 입지를 다지기 시작했다. 수전해전지 성능의 시작점인 촉매와 전극부터 스택 및 시스템까지 직접 제조할 수 있는 역량을 보유 중이다. 현재 추가적인 성능 향상과 대용량화를 위한 R&D가 진행되고 있다. 향후 수요 증가 시 자동화 양산 라인 구축도 계획 중이다.

2028년 수소 사업 매출액 3,515억원 달성 목표 중

이엠코리아는 수소 사업을 통해 2028년 3,515억원(2023~28F CAGR +137%)의 매출액 달성을 목표 중이다. 수소 사업의 외형 성장은 ALKEC 시스템 제품 매출이 주도할 것으로 예상된다. 2024년 국내 시장 진출을 시작으로 호주, 중동 등 해외 시장 진출도 계획하고 있다. 일정 수준의 수주 잔고를 확보하게 될 경우 자동화 양산 라인 구축을 위한 증설이 진행될 것이다. 수치적인 목표도 중요하지만 수주, 증설 등 시그널 캐치도 중요하다. 수주 잔고가 늘어나는 속도와 증설 규모가 목표 수치 달성을 위해 달려 나가는 가속도를 결정하기 때문이다. 이 가속도에 따라 목표 수치에 대한 눈높이를 조절할 수 있을 것이다.

수소 사업에 대한 꾸준한 모니터링...충분히 해 볼 만하다

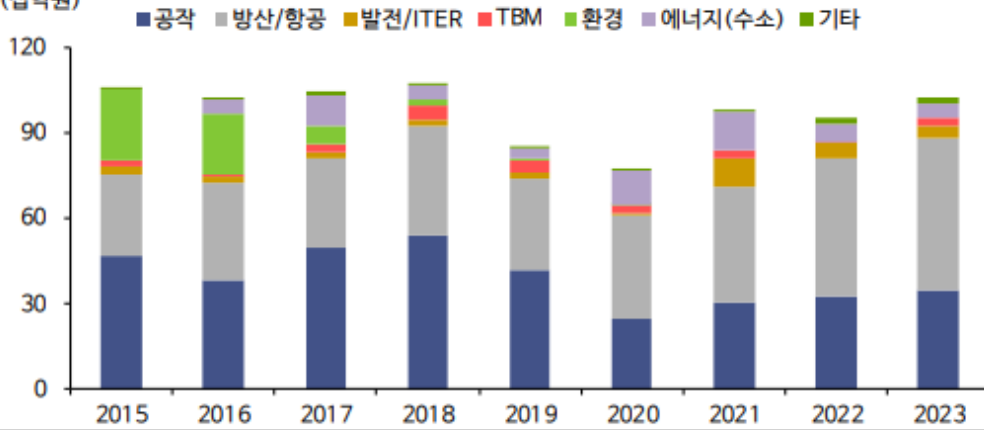
수전해전지 사업을 중심으로 한 수소 사업의 성장이 본격화될 경우 이엠코리아는 새로운 성장 국면을 맞이하게 될 것이다. 시작은 미약할지 몰라도 그 끝은 창대할 가능성이 충분히 존재한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2019	80.0	(11.5)	(16.0)	(439)	2,076	-	-	2.1	(19.8)	75.6
2020	76.8	(3.2)	(2.4)	(65)	2,082	-	84.3	2.8	(3.0)	61.1
2021	98.0	(1.0)	(3.0)	(71)	2,086	-	33.2	1.9	(3.5)	44.7
2022	95.5	(2.3)	(9.5)	(222)	1,889	-	32.9	1.6	(11.2)	57.4
2023	102.2	0.9	(2.2)	(53)	1,798	-	20.5	1.3	(2.9)	85.5

자료: 이엠코리아, 신한투자증권

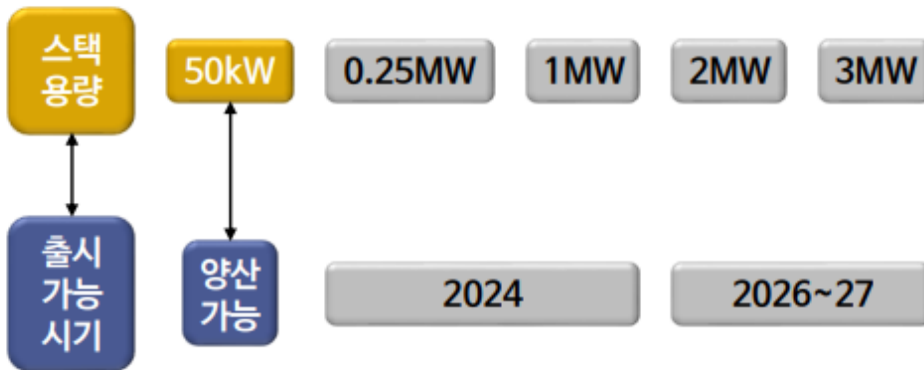
## 이엠코리아 사업부별 매출액 추이

(십억원)



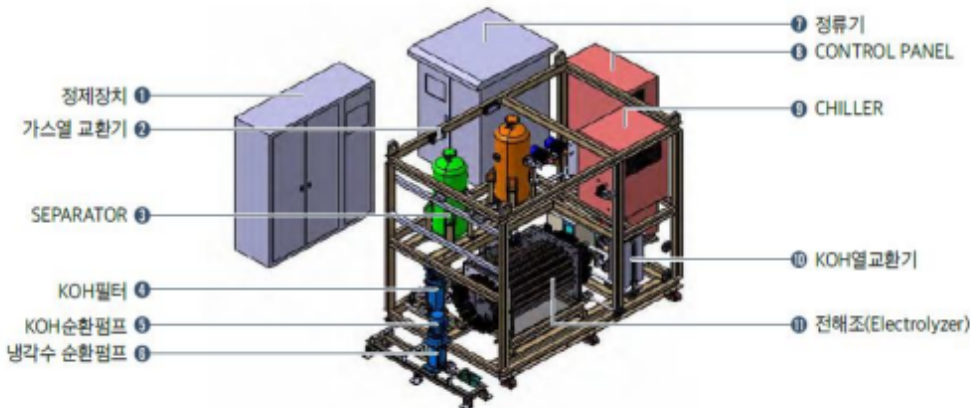
자료: 이엠코리아, 신한투자증권

## 이엠코리아 수전해전지 스택 모델 라인업 계획



자료: 이엠코리아, 신한투자증권

## 이엠코리아 수전해전지(ALKEC) 시스템 구성



자료: 이엠코리아, 신한투자증권



상아프론테크

메이저 PEM 메이커로 도약 준비 중

[\[출처\] 신한투자증권 최규현 애널리스트](#)

수전해전지 관련 사업 추진 여부? 현재 추진 중!

상아프론테크는 연료전지용 PEM 사업에 더해 수전해전지용 PEM 사업도 추진 중이다. 현재 PEM은 강화 복합 막 형태로 제작되고 있다.

글로벌 독과점 구조에 도전하는 상아프론테크의 PEM

글로벌 PEM 시장은 연료전지용과 수전해전지용으로 나뉜다. 연료전지용 시장은 고어가, 수전해 전지용 시장은 케무어스(듀폰의 자회사)가 꼭 잡고 있다. 현재 PEMFC/EC 관련 업계에서는 PEM 공급선 다변화 움직임이 일어나고 있다. 상아프론테크 또한 PEMFC/EC를 가리지 않고 국내 및 해외 업체와 양산 관련 프로젝트를 진행 중이다. 명확한 시기를 예단하기는 어렵지만 수요 증가는 명백히 확인되고 있다.

상아프론테크는 총 3개의 PEM 생산 라인 운영을 계획 중이며 현재 마지막 세 번째 라인 증설을 진행하고 있다. 생산 설비는 고객 수요에 따라 연료전지용 혹은 수전해전지용으로 유연한 전환이 가능하다. 재료도 동일하고 공정도 동일해 생산 조건만 변경해주면 되기 때문이다. 이와 같은 생산 라인의 유연성은 수요가 충분히 존재할 경우 전반적인 가동률 하락 없이 효율적인 생산을 가능케 할 것으로 기대된다.

### 내부적인 사업 구도 변화 가능성? 방향성은 Up & Down

상아프론테크는 PEM 사업 연락처 시 Next Step으로 MEA로의 확장(Up) 혹은 내재화(Down)를 고민할 가능성이 존재한다고 판단된다. Up Case는 단위당 매출액 증가, Down Case는 원가 경쟁력 향상의 결과를 낳게 된다. 두 Case 모두 추가 부가가치 창출로 이어진다. 만약 두 가지 가능성이 모두 현실화될 경우 상아프론테크의 수전해/연료전지 소재·부품 사업은 새로운 퀀텀 점프 기회를 맞이하게 될 것이다.

### 친환경 에너지 소재·부품 메이커로의 변신은 현재 진행형

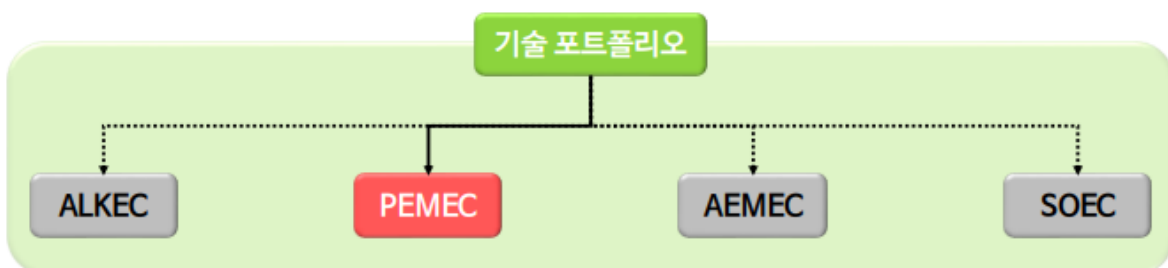
배터리 관련 사업은 빠르면 2025년 하반기부터 매출 성장이 본격화(미국 공장 가동, 배터리용 캡 어세이)될 것으로 예상된다. 수전해/연료전지 소재·부품 사업까지 가세할 경우 친환경 에너지 소재·부품 메이커로서의 정체성은 더욱 확고해질 것이다. 총(증설)은 준비됐고 과녁(고객)이 가시권으로 들어올 때 열심히 쏘기만(생산) 하면 된다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2022	181.2	12.9	7.4	464	11,570	58.4	19.4	2.3	4.1	33.5
2023	183.6	9.0	12.0	750	12,072	29.7	18.5	1.8	6.3	31.3
2024F	194.2	10.9	3.6	226	12,104	84.6	14.8	1.6	1.9	48.9
2025F	216.7	14.1	4.9	310	12,218	61.9	13.1	1.6	2.5	56.6
2026F	278.4	19.5	8.2	513	12,341	37.3	11.4	1.6	4.2	62.9

자료: 상아프론테크, 신한투자증권

### <수전해전지 관련 사업 추진 현황>

#### 상아프론테크의 수전해전지 기술 포트폴리오 현황

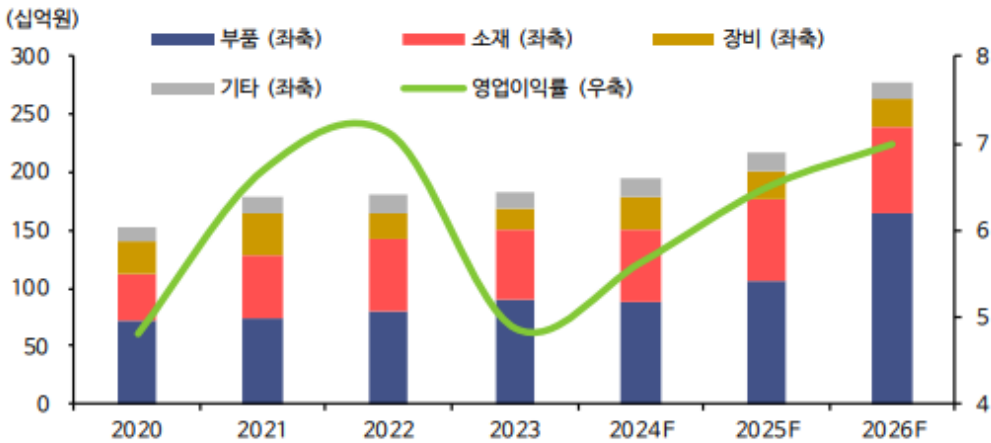




수전해전지 기술별 Value Chain 내 상아프론테크의 사업화 현황



상아프론테크 사업부별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 상아프론테크, 신한투자증권 추정

