

상아프론테크(089980.KQ)

글로벌 수소차 시장 확산 본격화 핵심소재업체로 중장기 성장세 진입

2021.07.19

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **75,000**원(상향)

현재주가: 56,600원(07/16)

시가총액: 890(십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

EU 수소차 충전소 의무화로 수소차 글로벌 성장 스토리 본격화

EU 가 탄소감축 정책 중 하나로 **수소차 충전소 의무화**를 발표했다. 주요 도로 150km 마다 **대형 수소충전소 설치**를 해당국가가 의무화한다. 충전 인프라 설치가 수소차 확산의 필수요건이기 때문에, 이번 정책으로 EU에서의 주요 완성차업체들의 수소차 개발과 출시가 본격화 될 것으로 판단된다. 대한민국, 일본, 중국에서 EU 로 수소차 시장이 확산되고, 미국도 연비 규제 강화로 수소차 출시가 증가할 것이다.

멤브레인은 수소 시대의 핵심 소재, 글로벌 소재업체로 성장 예상

멤브레인은 수소연료전지 스택, 수전해 장치 등에 필수적인 소재이다. 상아프론테크는 자체 특허로 수소차용 멤브레인을 상용화한데 이어, 다양한 영역으로 적용을 확대하고 있다. 멤브레인은 ePTFE 라는 불소수지를 기반으로 제작되는데, 동사는 불소수지를 약 50 년간 주력사업으로 했기 때문에 개발과 상용화가 가능했다. 상아프론테크가 멤브레인에 관련된 특허를 첫 출원한 시점이 2015 년이고 상용화까지 6 년이 걸렸다. 진입장벽이 높은 핵심소재이다.

목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 기존의 6.5 만원에서 7.5 만원으로 상향한다. 멤브레인 상용화 성공에 따라 적용 밸류에이션을 상향했기 때문이다. 목표주가 기준 PER 은 2022 년 55.9 배에서 2025 년 18.7 배로 낮아진다. 해외 수소 관련업체들은 단기간에 순이익이 발생하는 업체는 없고, 매출액 대비 시총(PSR)이 2022 년 기준으로 37.5 배(상아프론테크는 3.4 배)에 달한다. 수소업체들이 필요한 핵심소재를 공급할 수 있는 상아프론테크가 이들 대비 프리미엄을 받을 수 있다고 판단된다. 또한 8인치 웨이퍼 캐리어, ETFE 필름 등 반도체 부문과 전기차 부품 등의 기존사업도 견조한 성장이 예상된다. 최근 개발한 5G, 6G 용 저유전체 소재도 차기 성장동력이 될 수 있다. 기존사업에 신규성장 동력이 추가되면서 2021년 매출액과 영업이익은 1,928 억원, 152 억원으로 전년대비 27%, 106% 증가할 것으로 판단된다.

발행주식수	15,725천주
52주 최고가	62,900원
최저가	28,550원
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금	750.7억원
외국인 지분율	2.5%
배당수익률(2021F)	0.3%

주구성	
이상원 (외20인)	43.1%
국민연금공단	7.4%
미래에셋자산운용 (외3인)	5.0%

	1M	6M	12M
주가상승률	24.0	15.7	90.3
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	65,000	▲
영업이익(21)	15.2	16.9	▼
영업이익(22)	27.6	30.0	▼



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
영업이익(십억원)	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
세전계속사업순이익(십억원)	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
당기순이익(십억원)	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
EPS(원)	836.5	149.0	735.2	1,381.1	1,915.9
증감률(%)	-1.1	-82.2	393.4	87.8	38.7
PER(배)	18.2	306.7	77.0	41.0	29.5
ROE(%)	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
PBR(배)	1.6	4.8	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA(배)	11.2	44.9	36.6	24.0	18.6

자료: 유진투자증권

도표 1. 상아프론테크 연간실적 전망

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	153.2	182.1	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2	409.2	486.3
%YoY	-2.0%	18.8%	2.3%	-17.6%	25.7%	36.5%	19.7%	29.8%	18.8%
LCD cassette	20.2	28.3	53.9	19.3	26.5	23.0	24.0	22.0	24.0
PTFE sheet	5.1	4.5	3.4	2.5	3.0	5.8	6.0	6.5	7.0
PCB 소재	7.8	7.8	6.6	6.1	6.1	10.0	11.0	11.5	12.1
OA	22.5	22.6	22.8	20.5	21.8	24.5	25.0	25.3	25.2
반도체 소재/장비	16.5	16.0	15.3	22.7	28.5	30.0	33.5	36.0	39.3
기타부품	37.5	37.8	35.1	30.1	39.0	41.0	42.3	43.0	43.6
배터리부품	38.6	58.3	40.2	42.6	41.0	62.0	83.8	109.0	135.0
의료기기	2.7	4.0	5.1	6.0	8.4	8.9	9.5	10.3	11.5
멤브레인/특수소재	2.3	2.8	3.6	3.5	18.5	58.1	80.1	145.6	188.6
매출원가	119.9	142.8	146.9	121.8	150.0	202.7	239.9	308.1	360.4
매출원가율	78.0%	78.4%	78.9%	79.5%	77.8%	77.0%	76.1%	75.3%	74.1%
판관비	22.6	25.2	24.4	24.1	27.6	32.9	36.7	40.3	43.5
영업이익	10.8	14.1	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6	60.8	82.5
영업이익률(%)	7.0%	7.8%	8.0%	4.8%	7.9%	10.5%	12.3%	14.9%	17.0%
%YoY	18.7%	31.0%	5.3%	-50.4%	105.8%	81.9%	39.7%	57.3%	35.7%
영업외손익	(1.3)	1.5	(0.7)	(0.3)	(1.1)	(0.5)	(0.5)	0.3	0.7
세전이익	9.5	15.7	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1	61.1	83.2
법인세비용	2.0	3.6	1.7	4.8	2.5	5.4	8.0	13.4	18.3
당기순이익	7.5	12.1	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1	47.6	64.9
목표주가 기준 PER					104.9	55.9	40.3	25.5	18.7

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 2. 상아프론테크 해외 수소관련업체들 대비 저평가

	상아프론테크	ITM POWER PLC	CERES POWER HOLDINGS PLC	BALLARD POWER SYSTEMS INC	PLUG POWER INC	POWERCEL LSWEDEN AB	NEL ASA	MCPHY ENERGY SA
국가	한국	영국	영국	캐나다	미국	스웨덴	노르웨이	프랑스
종가(원, 달러)	56,600	5.3	12.5	15.2	26.0	21.7	2.0	20.8
통화	KRW	GBP	GBP	USD	USD	SEK	NOK	EUR
시가총액(백만달러/십억원)	890.0	2,928.6	2,382.1	4,508.1	14,781.9	1,133.4	2,867.6	581.7
PER(배)								
FY19A	18.2	-	-	-	-	18.3	-	-
FY20A	306.7	-	-	-	-	-	31.5	-
FY21F	77.0	-	-	-	-	-	-	-
FY22F	41.0	-	-	-	-	-	-	-
PSR(배)								
FY19A	4.8	489.3	120.3	42.6	64.3	160.2	48.6	45.6
FY20A	5.8	702.8	100.0	43.4	-158.5	100.4	46.5	37.2
FY21F	4.6	393.6	56.8	43.7	30.7	67.4	27.0	32.2
FY22F	3.4	76.4	49.7	30.9	19.8	49.9	18.0	17.8
PBR(배)								
FY19A	1.6	3.2	3.0	6.7	7.4	14.1	5.7	3.9
FY20A	4.8	13.3	7.2	7.3	10.6	37.1	7.5	4.9
FY21F	5.6	29.2	-	3.3	2.9	-	4.4	2.7
FY22F	5.0	39.8	-	3.3	2.9	-	4.6	2.9
매출액(백만달러/십억원)								
FY19A	186.2	6.0	19.8	105.7	230.0	7.1	59.0	12.7
FY20A	153.3	4.2	23.8	103.9	-93.2	11.3	61.7	15.6
FY21F	192.8	7.4	42.0	103.1	481.2	16.8	106.0	18.0
FY22F	263.3	38.3	47.9	145.7	747.4	22.7	159.2	32.7
영업이익(백만달러/십억원)								
FY19A	14.9	-12.0	-10.2	-25.4	-47.6	-8.4	-28.8	-7.3
FY20A	7.4	-37.5	-12.7	-39.8	-584.2	-10.9	-44.2	-10.3
FY21F	15.2	-30.4	-25.5	-54.9	-106.6	-	-58.0	-12.7
FY22F	27.6	-18.8	-27.0	-46.0	-42.1	-	-31.4	-14.0
영업이익률(%)								
FY19A	8.0	-200.5	-51.4	-24.1	-20.7	-118.9	-48.9	-57.5
FY20A	4.8	-898.8	-53.3	-38.3	626.6	-96.3	-71.7	-65.9
FY21F	7.9	-408.1	-60.7	-53.3	-22.1	-	-54.7	-70.4
FY22F	10.5	-49.2	-56.4	-31.5	-5.6	-	-19.7	-42.7
순이익(백만달러/십억원)								
FY19A	12.5	-12.3	-6.3	-39.1	-83.7	46.3	-30.7	-7.0
FY20A	2.3	-37.4	-9.2	-51.4	-596.2	-12.7	134.5	-10.7
FY21F	11.6	-29.6	-22.2	-59.8	-154.9	-12.1	-70.9	-14.8
FY22F	21.7	-20.9	-19.4	-45.2	-89.1	-10.9	-35.2	-16.5
ROE(%)								
FY19A	9.5	-30.6	-10.1	-14.7	-	126.5	-15.7	-38.8
FY20A	1.6	-72.1	-6.8	-8.9	-74.7	-22.8	34.5	-8.7
FY21F	7.5	-14.6	-6.3	-	-4.0	-	-13.9	-6.4
FY22F	12.8	-7.3	-5.9	-	-1.2	-	-4.9	-7.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주: 2021.07.16 종가기준

도표 3. 국가별 수소차 판매 예상

(대)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미	2,325	2,403	2,168	964	2,500	5,000	12,500	24,000	45,000
미국	2,298	2,368	2,089	937	2,000	4,000	10,000	20,000	40,000
캐나다	27	35	79	27	500	1,000	2,500	4,000	5,000
아시아	910	3,202	7,685	9,513	23,050	50,300	75,500	116,000	151,500
한국	61	744	4,194	5,786	15,000	35,000	45,000	55,000	60,000
일본	849	931	754	717	3,000	5,000	10,000	25,000	30,000
중국	-	1,527	2,737	3,000	5,000	10,000	20,000	35,000	60,000
호주	-	-	-	10	50	300	500	1,000	1,500
유럽	95	217	574	762	1,230	3,345	7,300	15,600	37,800
독일	-	41	140	200	250	1,000	2,000	5,000	10,000
프랑스	11	35	63	211	150	500	1,000	2,000	7,000
스페인	-	1	1	7	10	30	300	500	2,000
이탈리아	-	-	-	-	-	-	100	400	1,500
영국	35	36	68	57	300	500	1,000	2,000	6,000
벨기에	8	13	63	19	90	100	150	300	500
네덜란드	2	13	156	147	240	500	1,000	2,000	4,000
오스트리아	-	8	19	14	30	50	100	300	500
스위스	-	9	25	42	100	500	1,000	2,000	4,000
스웨덴	14	5	2	5	7	50	300	500	1,000
노르웨이	17	51	29	15	40	100	300	500	1,000
덴마크	8	5	8	45	13	15	50	100	300
전체	3,330	5,822	10,427	11,239	26,780	58,645	95,300	155,600	234,300

자료: Marklines, 유진투자증권 추정

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	248.3	283.3	296.8	323.2	359.1
유동자산	131.6	159.8	154.0	167.1	193.6
현금성자산	40.7	62.5	31.3	32.0	30.2
매출채권	63.2	63.9	75.0	83.0	99.0
재고자산	24.3	29.7	43.9	48.4	60.7
비유동자산	116.7	123.5	142.8	156.1	165.5
투자자산	8.7	9.2	9.5	9.9	10.3
유형자산	107.2	113.6	132.6	145.5	154.5
기타	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
부채총계	104.5	133.3	136.9	144.1	152.4
유동부채	93.7	94.1	94.1	96.1	99.2
매입채무	19.8	25.0	29.0	35.0	41.0
유동성이자부채	71.0	65.9	61.8	57.8	54.8
기타	2.9	3.2	3.3	3.3	3.3
비유동부채	10.8	39.2	42.8	48.0	53.2
비유동이자부채	5.4	32.0	35.6	40.6	45.6
기타	5.4	7.3	7.3	7.5	7.7
자본총계	143.8	150.0	159.9	179.1	206.7
자배자본	143.8	150.0	159.9	179.1	206.7
자본금	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	43.3	54.9	54.9	54.9	54.9
이익잉여금	93.7	93.7	102.8	122.0	149.6
기타	(0.9)	(6.5)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
비자배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.8	150.0	159.9	179.1	206.7
총차입금	76.4	97.8	97.4	98.4	100.4
순차입금	35.8	35.3	66.1	66.4	70.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	6.8	11.1	(0.1)	27.7	21.2
당기순이익	14.2	7.1	12.2	21.7	30.1
자산상각비	9.2	9.4	10.9	12.2	13.1
기타비현금성손익	0.8	0.3	0.8	0.2	0.2
운전자본증감	(18.9)	(7.5)	(23.5)	(6.4)	(22.3)
매출채권감소(증가)	(19.7)	(1.5)	(8.1)	(8.0)	(16.0)
재고자산감소(증가)	5.9	(7.1)	(14.0)	(4.4)	(12.3)
매입채무증가(감소)	(2.3)	4.3	1.9	6.0	6.0
기타	(2.7)	(3.3)	(3.2)	(0.0)	(0.0)
투자현금	(9.9)	(26.0)	(18.3)	(27.0)	(24.0)
단기투자자산감소	(1.3)	1.7	(0.7)	(1.5)	(1.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(10.2)	(14.6)	(28.1)	(25.1)	(22.1)
유형자산처분	1.3	1.0	0.2	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(4.0)	21.5	(3.2)	(1.5)	(0.5)
차입금증가	0.9	32.0	(2.6)	1.0	2.0
자본증가	(2.6)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)
배당금지급	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5
현금 증감	(7.0)	6.4	(21.3)	(0.8)	(3.3)
기초현금	17.2	10.2	16.7	(4.6)	(5.4)
기말현금	10.2	16.7	(4.6)	(5.4)	(8.8)
Gross Cash flow	28.8	21.5	23.9	34.1	43.5
Gross Investment	27.4	35.2	41.1	31.9	44.8
Free Cash Flow	1.3	(13.7)	(17.2)	2.2	(1.3)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
증가율(%)	2.3	(17.6)	25.7	36.5	19.7
매출원가	146.9	121.8	150.0	202.7	239.9
매출총이익	39.3	31.5	42.8	60.5	75.3
판매 및 일반관리비	24.4	24.1	27.6	32.9	36.7
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
증가율(%)	5.3	(50.4)	105.8	81.9	39.7
EBITDA	24.1	16.8	26.1	39.9	51.8
증가율(%)	3.8	(30.3)	55.5	52.8	29.9
영업외손익	(0.7)	(0.3)	(1.1)	(0.5)	(0.5)
이자수익	1.1	1.3	1.4	2.6	3.0
이자비용	2.7	3.1	1.8	2.3	2.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	0.8	1.6	(0.7)	(0.7)	(1.2)
세전순이익	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
증가율(%)	(9.6)	(49.7)	97.9	92.5	40.5
법인세비용	1.7	4.8	2.5	5.4	8.0
당기순이익	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
증가율(%)	3.2	(81.4)	398.4	87.8	38.7
지배주주지분	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
증가율(%)	3.2	(81.4)	398.4	87.8	38.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	836	149	735	1,381	1,916
증가율(%)	(1.1)	(82.2)	393.4	87.8	38.7
수정EPS(원)	836	149	735	1,381	1,916
증가율(%)	(1.1)	(82.2)	393.4	87.8	38.7

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	836	149	735	1,381	1,916
BPS	9,392	9,540	10,169	11,390	13,146
DPS	160	160	160	160	160
밸류에이션(배, %)					
PER	18.2	306.7	77.0	41.0	29.5
PBR	1.6	4.8	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA	11.2	44.9	36.6	24.0	18.6
배당수익률	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	7.9	33.2	37.2	26.1	20.5
수익성(%)					
영업이익률	8.0	4.8	7.9	10.5	12.3
EBITDA이익률	12.9	10.9	13.5	15.1	16.4
순이익률	6.7	1.5	6.0	8.2	9.6
ROE	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
ROIC	7.7	1.3	6.1	9.4	11.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	24.9	23.6	41.3	37.1	34.0
유동비율	140.4	169.8	163.6	173.9	195.2
이자보상배율	5.6	2.4	8.5	11.8	16.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
매출채권회전율	3.5	2.4	2.8	3.3	3.5
재고자산회전율	6.7	5.7	5.2	5.7	5.8
매입채무회전율	8.5	6.9	7.1	8.2	8.3

Compliance Notice

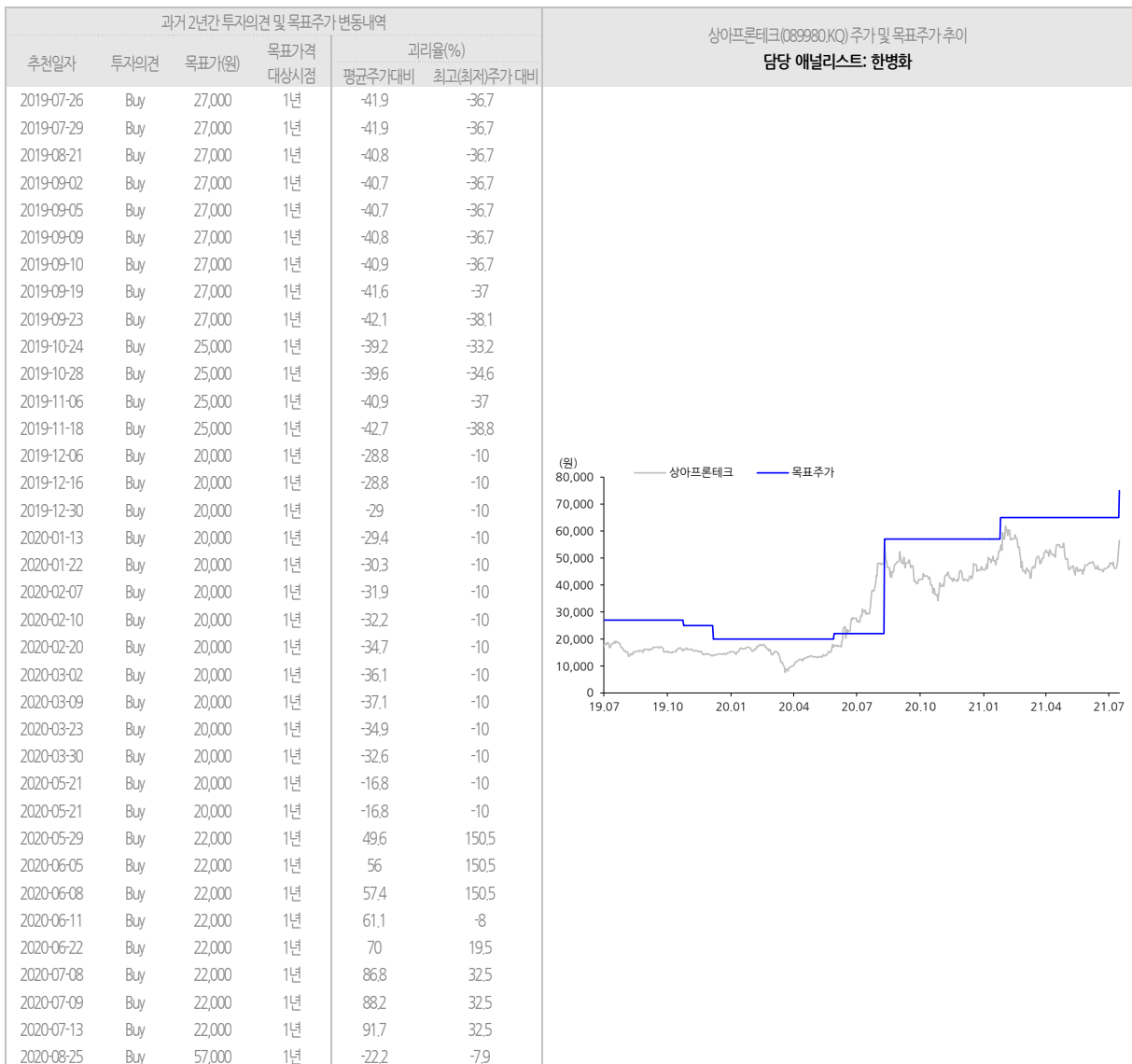
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유기증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 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/투자이견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	92%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	8%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.06.30 기준)



2020-08-31	Buy	57,000	1년	-22.5	-7.9
2020-09-09	Buy	57,000	1년	-23.2	-7.9
2020-09-14	Buy	57,000	1년	-23.4	-7.9
2020-09-23	Buy	57,000	1년	-23.7	-7.9
2020-09-28	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-05	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-06	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-08	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-11-09	Buy	57,000	1년	-20.8	-7.9
2020-12-02	Buy	57,000	1년	-18.6	-7.9
2020-12-09	Buy	57,000	1년	-17.2	-7.9
2020-12-14	Buy	57,000	1년	-16.3	-7.9
2020-12-28	Buy	57,000	1년	-14.6	-7.9
2021-01-05	Buy	57,000	1년	-13.5	-7.9
2021-01-07	Buy	57,000	1년	-13.1	-7.9
2021-01-11	Buy	57,000	1년	-12.9	-7.9
2021-01-13	Buy	57,000	1년	-12.7	-7.9
2021-01-25	Buy	65,000	1년	-23.7	-4.8
2021-02-15	Buy	65,000	1년	-25.3	-11.7
2021-02-19	Buy	65,000	1년	-25.8	-14.6
2021-03-08	Buy	65,000	1년	-25.6	-14.6
2021-03-22	Buy	65,000	1년	-25.3	-14.6
2021-03-31	Buy	65,000	1년	-25.5	-14.6
2021-04-05	Buy	65,000	1년	-25.8	-14.6
2021-04-12	Buy	65,000	1년	-26.2	-14.6
2021-04-23	Buy	65,000	1년	-27.6	-14.6
2021-05-31	Buy	65,000	1년	-27.6	-22.5
2021-06-01	Buy	65,000	1년	-27.7	-22.5
2021-06-21	Buy	65,000	1년	-27.7	-22.5
2021-06-28	Buy	65,000	1년	-26.9	-22.5
2021-07-07	Buy	65,000	1년	-26.8	-22.5
2021-07-12	Buy	65,000	1년	-24.3	-22.5
2021-07-19	Buy	75,000	1년		