진성티이씨
(036890.KQ)

수소사업 고성장으로 구조적 재평가 예상

수소산업

2020. 09. 10



재생에너지/전기차 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



NR

현재주가(9/9)	10,150원

Key Data	(기준일: 2020.09.09)
KOSPI(pt)	2,376
KOSDAQ(pt)	869
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	228
52 주 최고/최저(원)	12,900 / 3,585
52 주 일간 Beta	1.01
발행주식수(천주)	22,482
평균거래량(3M,천주)	1,065
평균거래대금(3M,백만원)	9,510
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	4.9
주요주주 지분율(%)	
윤우석 외 3 인	36.2
자사주	11.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.3	37.0	85.9	40.2
KOSPI 대비상대수익률	27.9	21.6	44.4	1.2

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020F	2021F
매출액(십억원)	355.6	299.2	358.9
영업이익(십억원)	29.9	20.6	28.6
세전계속사업손익(십억원)	29.6	20.7	27.6
당기순이익(십억원)	22.0	15.4	21.2
EPS(원)	978.8	685.3	944.7
증감률(%)	1.5	(30.0)	37.9
PER(배)	1.1	1.5	1.3
ROE(%)	16.9	10.5	13.2
PBR(배)	1.1	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	5.1	8.8	6.7

주: 회사가이던스 기준, EPS/PER 은 현재가치 환산 순이익 기준

▪ 신성장동력인 수소연료전지부품 매출 연평균 54% 증가 예상

진성티이씨는 두산퓨얼셀향 압력판, 매니폴더를 독점 공급하고 있다. 이 부품들은 연료전지 스택을 보호하고 고압과 고온을 견뎌야 하기 때문에, 2~3 년마다 교체하는 소모품이다. 따라서 관련 매출액은 두산퓨얼셀의 실적에 비례해서 누적적으로 증가하고 있다. 동사의 수소관련매출은 2017 년 32 억원에서 2019 년에는 134 억원으로 급증했다. 두산퓨얼셀이 향후 수주의 증가를 감안해 국내의 연료전지 생산능력을 63MW 에서 310MW 로 증설을 시작했다. 동사의 수소연료전지향 부품 매출도 2020 년 168 억원에서 2023 년에는 761 억원에 달할 것으로 추정된다. 2019~2023 년 수소관련 매출은 연평균 54% 급증하면서, 비중이 17.8%로 급증할 것으로 추정된다(도표 2 번 참조).

▪ 본업인 건설기계 부품도 주고객인 캐터필러 효과로 내년부터 턴어라운드

동사의 본업은 건설기계의 하부주행체용 부품인 롤러, 아이들러 등이다. 주고객은 매출비중의 60%를 상회하는 글로벌 1 위업체인 캐터필러이다. 코로나 경기부양책으로 중국이 인프라 투자를 재개하고 있고, 미국은 대선이 종료되면 투자가 본격화될 것으로 판단된다. 최근 트럼프뿐만 아니라 바이든도 당선 시 대규모 인프라 투자를 예고한바 있다. 국내뿐 아니라 미국, 중국에서 캐터필러, 히타치, 두산인프라향 공장을 운영중인 동사에게 20201 년은 코로나 부진에서 회복되는 해가 될 것이다. 또한 동사는 기존 부품 이외에 하부주행체내의 다른 부품들에 대해서도 캐터필러에게 공급하는 절차를 진행 중이다. 2021 년 건설기계 부품 매출액 3,320 억원으로 올해 대비 18% 증가할 것으로 추정된다. 2020 년 17% 역성장에서 턴어라운드 하는 것이다(도표 1 번 참조).

▪ 안정적인 본업에 수소로 성장모멘텀, 투자 매력도 높아

건설기계 산업이 구시대산업으로 인식되어 진성티이씨는 오랜기간 저평가되어왔다. 주고객인 캐터필러가 견조한 주가에 28 배의 PER 에 거래되는 것과 상반된다(도표 3 번 참조). 이제부터 만년 저평가가 해소될 시점이 왔다고 판단한다. 신사업인 수소연료전지 부품 매출액이 고성장하고 있기 때문이다. 2023 년 761 억원으로 예상되는 동사의 수소연료전지 부품 매출액에 대해서 시장은 높은 평가를 줄 것이다. 내년부터 본업까지 턴어라운드가 예상되기 때문에 매수적기라고 판단된다. **캐터필러 대비 지나치게 할인되던 동사의 가치 평가는 수소를 타고 오히려 프리미엄 영역으로 진입할 수 있다.**

수소연료전지용 부품 매출 연평균 54.4% 급증 예상

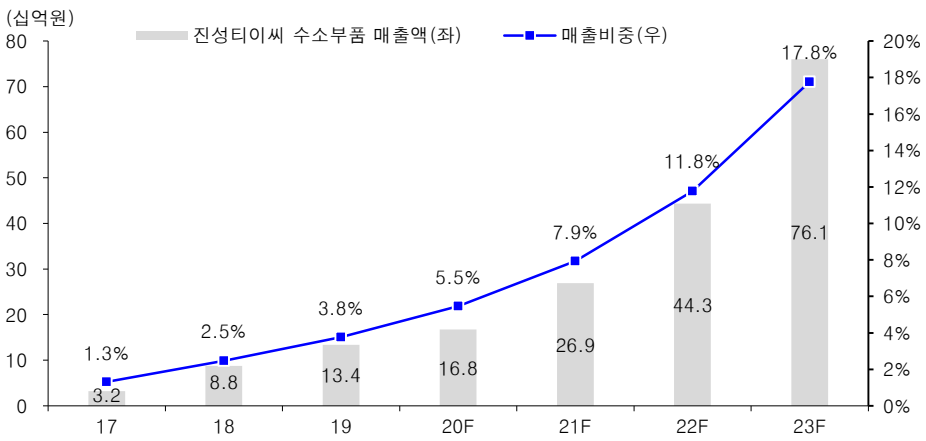
진성티이씨가 두산퓨얼셀에 공급하는 부품은 압력판과 매니폴드 두 가지이다. 수직과 수평으로 스텍을 보호하고 가스를 공급하는 역할을 하는 부품이다. 고온과 고압을 견뎌야 하고 테프론 코팅이 되어있어, 매 2~3년마다 교체하는 소모품이다. 따라서 관련 매출액은 두산퓨얼셀의 연료전지가 공급되는 데에 비례해서 누적적으로 증가하게 된다. 2017 년 32 억원의 매출이 발생했고, 2019 년에는 134 억원으로 증가했다. 두산퓨얼셀이 대규모 증설에 돌입한 상태여서 진성티이씨의 부품 매출액이 2019~2023 년에 연평균 54.4% 급증할 것으로 추정된다. 두산퓨얼셀의 국내 연료전지 공장 설비능력은 63MW 에서 310M 로 상승하면서 관련 매출액도 2020 년 4,791 억원에서 2023 년 1.5 조원으로 3.2 배 증가할 것으로 추정되기 때문이다.

도표 1 연간 실적 추정(연결기준)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**244.4**	**354.7**	**355.6**	**299.2**	**358.9**	**406.3**	**461.1**
증감율	37.4%	45.2%	0.2%	-15.9%	20.0%	13.2%	13.5%
건설중장비 부품	241.2	345.9	342.2	282.4	332.0	362.0	385.0
연료전지 부품	3.2	8.8	13.4	16.8	26.9	44.3	76.1
매출원가	**203.7**	**299.0**	**292.9**	**247.4**	**295.0**	**333.6**	**378.1**
매출원가율	83.4%	84.3%	82.4%	82.7%	82.2%	82.1%	82.0%
매출총이익	**40.6**	**55.7**	**62.7**	**51.8**	**63.9**	**72.7**	**83.0**
판관비	**21.7**	**27.7**	**32.8**	**31.1**	**35.3**	**37.5**	**39.4**
판관비율	8.9%	7.8%	9.2%	10.4%	9.8%	9.2%	8.5%
영업이익	**18.9**	**28.0**	**29.9**	**20.6**	**28.6**	**35.2**	**43.6**
증감율	64.9%	47.7%	7.0%	-31.0%	38.5%	23.3%	23.7%
영업이익률	7.8%	7.9%	8.4%	6.9%	8.0%	8.7%	9.5%
영업외손익	**5.3**	**0.5**	**0.3**	**0.1**	**-1.0**	**-0.5**	**-0.3**
세전이익	**13.7**	**27.5**	**29.6**	**20.7**	**27.6**	**34.7**	**43.3**
법인세	**3.6**	**5.8**	**7.6**	**5.3**	**6.3**	**8.0**	**10.0**
법인세율	27%	21%	26%	26%	23%	23%	23%
당기순이익	**10.0**	**21.7**	**22.0**	**15.4**	**21.2**	**26.7**	**33.3**
PER(전일 종가 기준)	0	0	0	14.8	10.7	8.5	6.8

자료 : 진성티이씨, 유진투자증권

도표 2 수소연료전지 부품 매출과 비중 급상승 중

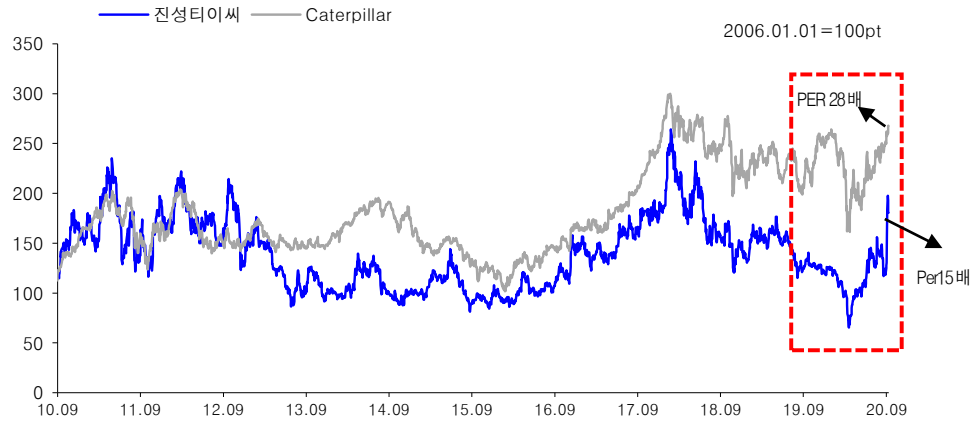


자료: 진성티이씨, 유진투자증권

본업인 건설기계 부품 사업도 내년부터 턴어라운드 예상

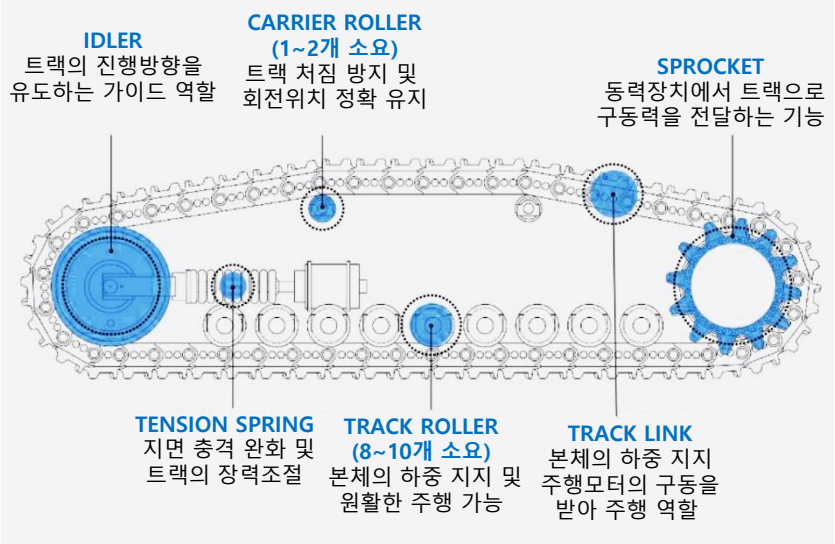
동사의 본업은 건설기계용 하부주행체의 롤러, 아이들러 등의 부품을 공급하고 있다. 주고객은 매출비중의 60%를 차지하는 캐터필러이다. 이외 두산인프라, 밥캣, 히타치 등에도 납품하고 있다. 캐터필러와는 장기공급 계약을 통해 공급하기 때문에 동사의 실적은 캐터필러에 연동되어 있다고 할 수 있다. 올해 코로나로 캐터필러 등 고객사들의 주문이 감소하면서 건설기계 부품 매출액은 전년대비 17% 감소할 것으로 예상된다. 하지만, 2021 년에는 매출액이 18% 성장세로 전환될 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 코로나 국면 완화로 지연되었던 글로벌 인프라 투자 증가 2) 미국 대선 이후 대규모 인프라 투자 시행 3) 캐터필라향 추가 부품 공급 계약 때문이다. 진성티이씨는 주고객인 캐터필러에게 기존의 납품하는 제품 이외에 다른 부품의 공급도 내년부터 시작될 것으로 판단된다.

도표 3 캐터필러 대비 지나치게 할인되고 있는 진성티이씨



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 진성티이씨의 건설기계 주요 매출 부품들



자료: 진성티엔씨

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 기관투자가 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	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.06.30 기준)