2021 OUTLOOK | 산업전망

유진투자증권

Green Industry (Overweight)

2020.12.09



The Perfect Green Revolution

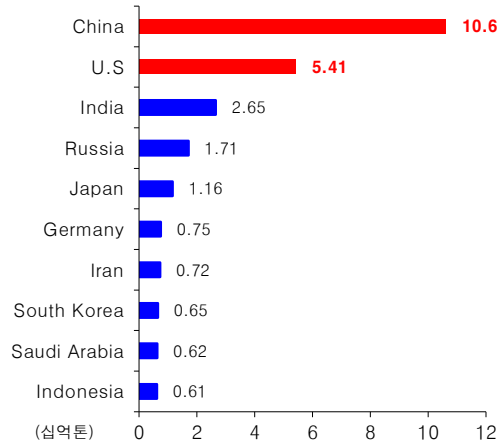
Green Industry 한병화
02) 368-6171
bhh1026@eugenefn.com



Summary

처음이다. 주요 국가들이 동시에 탄소배출 순제로 정책을 실행하는 것은. 바이든의 당선이 마지막 퍼즐을 완성시켰다. 전세계 경제대국들은 2050 년 전후로 탄소 중립 시대에 진입한다. 전력과 교통부문은 100% 카본프리를 달성해야하고, 불가피하게 제조과정에 탄소를 배출하는 산업들도 이를 최소화하지 못하면 경쟁에 뒤쳐지게 된다. 석탄으로 인한 산업혁명으로 인류는 지난 300 년 이상 탄소기반으로 성장을 구가했다. 향후 30 년간 이를 되돌리는 힘든 일을 해야되는 것이다. 재생에너지, 전기차, 수소산업은 과거와는 차원이 다른 성장속도를 보일 것으로 판단된다. 재생에너지는 씨에스윈드, 삼강엠앤티, 전기차는 두산솔루스, 에코프로비엠, 일진머티리얼즈, 신흥에스이씨, 후성, 천보, 수소산업은 두산퓨얼셀, 진성티이씨, 상아프론테크에 주목한다.

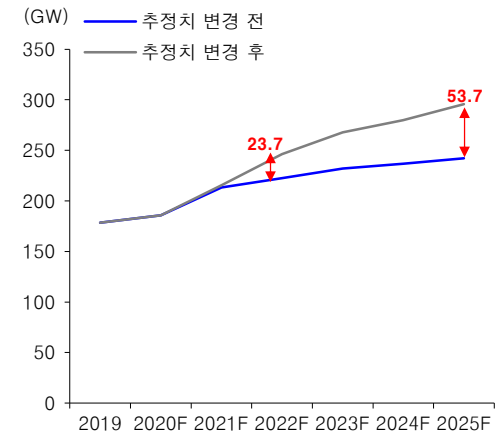
국가별 연간 탄소배출, 중국과 미국이 압도적



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 연간 탄소배출 1 위 중국에 누적 1 위 미국까지 가세해 글로벌 탄소배출 순제로 시대로 전환 가속화
- 전력, 교통부문은 100% 카본 프리, 산업부문의 저탄소화 필수
- 그린산업은 고성장, 탄소다배출 산업은 급속한 전환기로 진입

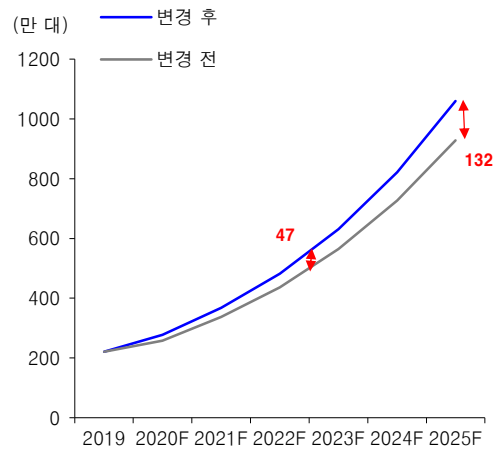
풍력, 태양광 합산 전망치 상향



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 주요국들 탄소감축 정책 강화로 풍력, 태양광 예상치 상향
- **탄소배출 순제로 도입한 중국, 전력부문 탄소배출 제로 선택한 미국, 2030 년 탄소배출 목표 상향한 EU 모두 추정치 상향**
- 주요 국가들 부문별 상세 목표량 2021 년에 확정되면 추정치 추가 상향될 것

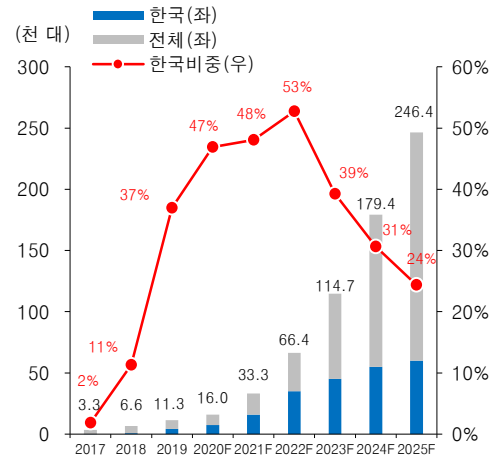
미국 효과로 전기차 시장 추정치도 상향



자료: EV-Sales, 유진투자증권

- 전기차 판매도 추정치 상향
- 바이든 효과로 내년부터 미국 전기차 시장 성장세 강화
- 유럽과 중국도 내연기관차 판매 금지 시점 빨라져 전기차 수요 확대 예상보다 커져

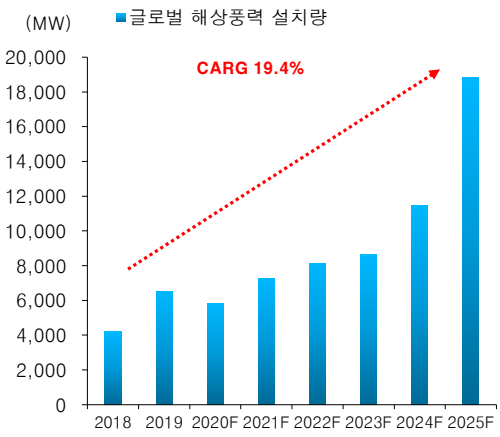
수소차 시장, 대한민국 주도하나 해외로 저변 확대



자료: Marklines, 유진투자증권

- 수소차, 대한민국 이어 중국, 미국, 유럽 등으로 시장 확대될 것
- 중국의 수소차 육성전략 본격화로 시장 성장 본격화
- EU, 그린수소 육성과 함께 2030 년까지 수소충전소 1 천개/수소 상용차 10 만대 목표할 것

글로벌 해상풍력 시장, 고성장기 진입



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 재생에너지 부분 중 해상풍력이 그린뉴딜의 가장 큰 수혜
- EU 그린수소 프로젝트 대부분 해상풍력과 연계 계획
- 미국도 북동부 연안주들의 해상풍력 공격적인 설치 목표 확정, 대만, 일본, 대한민국, 베트남 등 아시아도 해상풍력 45GW 이상 확대 계획 진행

Eugene Green Industry Top Picks

	종목	투자의견	TP(원)	투자포인트
전기차	두산솔루스	BUY	60,000원	▪ 유럽의 유일한 전기차 배터리용 전지박 업체, 내년부터 생산 본격화
	에코프로비엠	BUY	190,000 원	▪ 양극재 소재 공장 확대, 관계사 통한 리싸이클 소재 사용으로 지속 성장 가능
	일진머티리얼즈	BUY	56,000 원	▪ 말레이시아전기차용 전지박 공장 증설로 성장세 지속
	후성	BUY	13,000 원	▪ 중국내 전기차 배터리 전해액 첨가제와 반도체 특수가스 공장 증설
	신흥에스이씨	BUY	60,000 원	▪ 헝가리에 배터리 전해액 누수 방지 모듈 공장 증설
	천보	BUY	200,000 원	▪ 전해액 특수 첨가제 공장 생산 능력 대폭 확대
재생에너지	씨에스윈드	BUY	150,000 원	▪ 글로벌 1위 풍력타워업체, 미국에 공장 신설해 최대 시장 진입
	삼강엠앤티	BUY	24,000 원	▪ 해상풍력 하부 구조물 시장 강자, 아시아 중심으로 유럽까지 공급 확대
수소산업	두산퓨얼셀	BUY	61,000 원	▪ 국내 수소연료전지 발전 설비 최대 공급업체, 수소발전 의무화제도 도입 혜택
	진성티이씨	BUY	14,000 원	▪ 수소발전 부품 사업 잔출, 본업인 건설기계 사업 내년부터 턴어라운드
	상아프론테크	BUY	57,000 원	▪ 2021년 수소차 MEA용 전해질막 양산, 유럽 전기차 부품 공장 신설 효과

자료: 유진투자증권

Contents

I. 탄소배출 순제로가 2021 년 글로벌 핵심 아젠다 6

III. 재생에너지, 글로벌 전역에서 수요확대 국면 14

IV. 전기차/수소차 시장도 급성장 모드로 21

V. 글로벌 수소산업 지속 가능한 성장기로 25

VI. 대한민국의 기회와 위기 30

VII. 대한민국 그린산업 관련업체들의 전성기 도래 36

기업분석 41

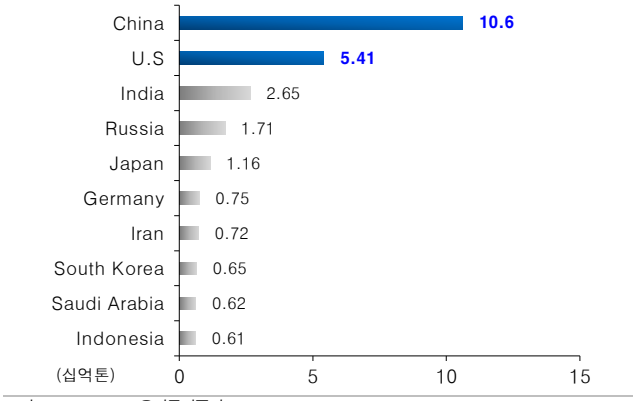
- 두산솔루스(336370.KS)
- 에코프로비엠(247540.KQ)
- 일진머티리얼즈(020150.KS)
- 후성(093370.KS)
- 신흥에스이씨(243840.KQ)
- 천보(278280.KQ)
- 씨에스윈드(112610.KS)
- 삼강엠앤티(100090.KQ)
- 두산퓨얼셀(336260.KQ)
- 진성티이씨(036890.KQ)
- 상아프론테크(089980.KQ)

I. 탄소배출 순제로가 2021 년 글로벌 핵심 아젠다

바이든의 미국, 탄소배출 순제로 시대의 완성

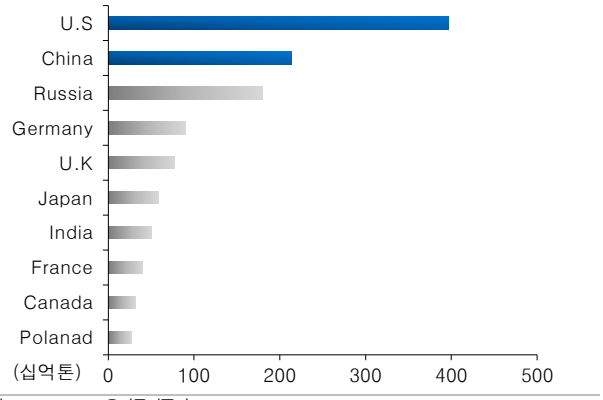
바이든의 당선은 글로벌 탄소배출 순제로 시대의 완성을 의미한다. 어떤 정책이던 미국의 불참은 여타 국가들에게 미치는 영향이 막대하다. 바이든은 2050 년 이전에 탄소배출 순제로를 달성하겠다는 목표를 정했고, 이는 EU 뿐 아니라 중국, 일본, 대한민국 등에게 정책 시그널을 주고 있다.

도표 1 탄소배출 상위 국가(2019 년)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2 누적 탄소배출 상위국가(1750~2018 년)



자료:Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 바이든 기후위기 대응 공약

분야	내용
목표	▪ **탄소배출 순제로를 2050년 이전에 달성하기 위해 파리기후협약에 재가입하고 트럼프 행정부의 반환경적인 정책들 원위치로**
전력	▪ **2035년까지 전력부문 탄소 배출 제로** ▪ 재생에너지 확대: 800만 개 태양광 지붕, 태양광 패널 5억 개, 풍력터빈 6만 개 설치 목표 ▪ 에너지저장장치와 재생에너지 전용 송전망 건설
에너지 효율	▪ **2030년부터 신축 건물 100%에 탄소배출 순제로 적용** ▪ 5년내에 4백만개의 빌딩과 2백만채의 가구 에너지 효율 리모델링 ▪ 에너지 빈곤층 없애기 위해 지원 프로그램 도입하고 관련 금융 지원 쉽게 이용할 수 있게 제도 변경
교통	▪ **캘리포니아식 강력한 자동차 연비규제 시스템 도입** ▪ **5년내에 50만대의 스쿨버스 탄소배출 제로 차량으로 대체, 3백만대의 공공차량도 탄소배출 제로 차량으로 대체** ▪ 50만개 이상의 공공 전기차 충전소 설치 ▪ 중고차 교환 프로그램 도입해 탄소배출 제로 차량 구매시 인센티브 지급 ▪ 탄소배출 차 생산업체들의 신설과 구공장의 전환에 보조금과 국가보증 융자 등 지원 ▪ 공공교통의 탄소배출 제로 운송 수단도입 확대 ▪ 항구의 탄소배출 저감 위한 투자, 철도 부문도 고속철 확대 등과 공기오염 저감 노력

자료 : 유진투자증권

EU, 탄소배출 감축 중간 목표치 상향

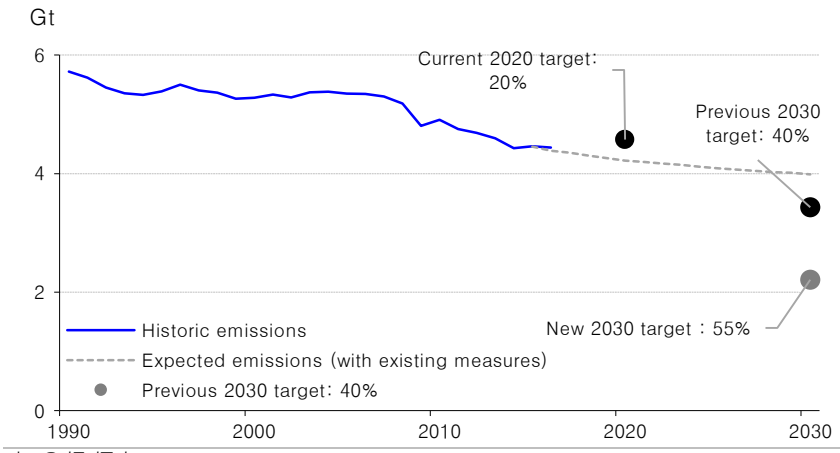
EU는 2030년 탄소배출 감축의 중간 목표를 1990년 대비 40%에서 55% 이상 상향한다. 중간 목표치를 상향함으로써 2050년 탄소배출 순제로 달성의 가시성을 높이겠다는 정책의지이다. 2021년에는 상향된 목표를 바탕으로 각 부문별 목표치도 재조정할 것이다. 산업부문별 목표치가 조정되면 이에 맞추어 다양한 정책들이 확정된다. 최근 EU가 해상풍력 중장기 목표량을 제시한 것이 이러한 정책의 산물이다. 이번 주에 발표할 지속가능한 교통부문 계획을 통해서는 클린카, 철도, 항공, 선박 등의 탄소배출 저감 방법을 발표한다.

도표 4 EU의 중장기 그린 딜 주요 정책들

정책	주요내용
1. EU 탄소배출감축 목표 상향	▪ **2030년까지 1990년 대비 55% 이상 감축 (현재는 40% 수준)** ▪ **2050년까지 탄소배출 순제로(Net Zero)**
2. 국가별 에너지 계획 수립	▪ EU 회원국들 연말까지 에너지 계획 제출 ▪ EU에서 검토 후 개정 및 2021년 6월까지 입법화
3. 탄소배출거래 시스템 (Emission Trading System) 확장	▪ 항공업계의 비과세 탄소배출 기준 감축 ▪ 교통과 건축 분야 등으로 확장
4. 탄소국경세 (Carbon Border Tax) 도입	▪ 환경 덤핑을 막고 공정경쟁 환경을 조성하기 위해 탄소국경세 도입 ▪ 2021년부터 일부 산업섹터(시멘트 등)에 도입, 단계적으로 적용범위 확대
5. Just Transition Fund 결성	▪ 기후 중립 경제로의 전환에 영향을 받는 국가들에게 총 1,000억 유로 제공 ▪ 소요 자금은 EU 지역정책 예산, 유럽투자은행 자금 등으로 조달 ▪ EIB(European Investment Bank)와 협력, 현재 25% 수준인 기후관련 투자를 두 배 이상으로 확대
6. 운송부문의 스마트화 & 지속가능성 확대	▪ 내연기관차의 1㎞ 주행당 이산화탄소 배출량 95g 이하로 조정 ▪ 항공 및 해상운송의 바이오 디젤 및 수소연료 사용 확대 ▪ 전기차 보급에 대비, 2025년까지 유럽 전역에 충전소 100만개 설치 ▪ 전기차 배터리 산업 전략 개정, 유럽 배터리 동맹 지원
7. 재생에너지 보급 확대	▪ 화석연료 사용을 단계적으로 감축(보조금 폐지) ▪ **2020년 해상풍력 중심 재생에너지 확대 전략 발표**

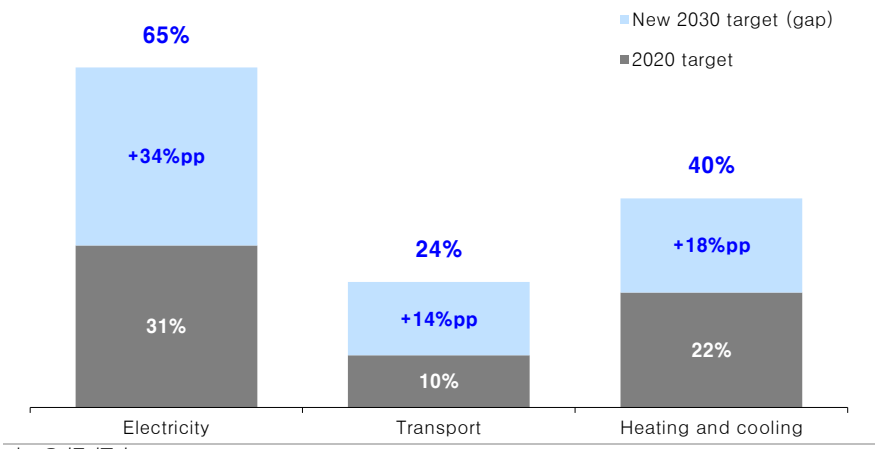
자료: EU

도표 5 EU, 2030 년 목표 40%~->55% 이상으로 확대



자료: 유진투자증권, Bloomberg

도표 6 목표 확대에 따른 부문별 목표치 상향

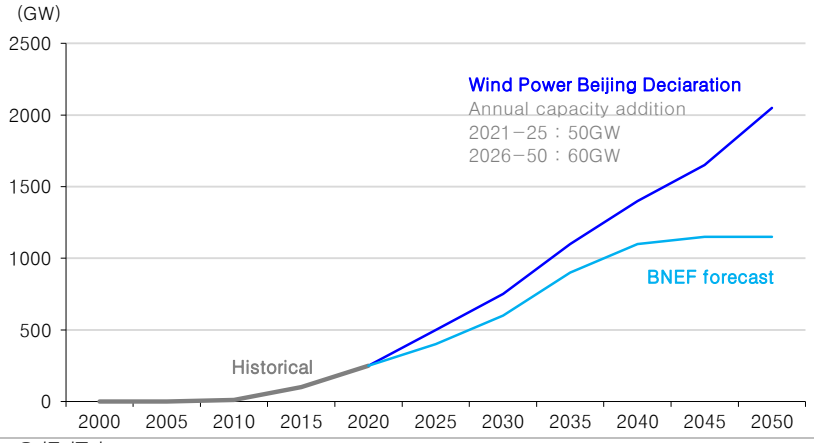


자료: 유진투자증권, Bloomberg

중국, 탄소배출 순제로 목표 확정

중국은 최근 최고지도자인 시진핑이 직접 탄소배출 순제로 정책 시행을 발표했다. 2030 년 이전에 배출의 피크를 만들고, 2060 년 이전에 순제로를 달성하는 목표이다. 글로벌 탄소배출 1 위 국가이고, 탄소다배출 산업들이 주력이어서 중국이 이러한 정책을 공식화한 것은 매우 이례적이다. 언젠가는 가야할 길이라는 것을 인지하고 하루라도 빨리 저탄소산업구조로 전환하겠다는 지도부의 판단이 있었다고 할 수 있다. 중국은 탄소배출 산업에서도 최대 국가이지만, 저탄소화를 위한 그린산업에서도 세계 최대의 수요자이자 공급자이다. 따라서 중국의 탄소배출 순제로 정책은 그린산업 전체에 미치는 영향이 막대하다. 예를 들어 시진핑의 발표 이후 중국의 풍력업체들이 자국내의 풍력 설치를 기존 대비 두 배 이상 하겠다고 선언했다. 풍력, 태양광, 전기차, 수소차 등 거의 모든 산업의 중국발 수요 확대에 따른 긍정적인 영향이 예상된다.

도표 7 중국의 풍력설치량 기존 예측치와 업계의 목표



자료: 유진투자증권, Bloomberg

대한민국, 일본도 탄소배출 순제로

대한민국 정부도 그린뉴딜에 이어 2050 년 탄소배출 순제로 추진을 발표했다. 그린뉴딜 기본법에 이것이 명시될 것이다. 일본도 스가 총리가 2050 년 탄소배출 순제로를 발표했다. 일본은 원전에 대한 정책이 오락가락하면서 에너지정책 전반이 불확실성이 있었는데, 이번 정책발표로 그린산업 육성으로 가닥을 잡은 듯하다. 당분간 신규 원전건설은 추진하지 않고, 해상풍력 등 재생에너지 확대와 수소산업 육성에 주력할 예정이다. 11 월말부터 해상풍력 1.4GW 의 입찰을 시작했고, 내년 5 월말에 최종업체를 선정해서 본격 건설에 돌입한다. 일본정부의 목표인 2030 년 10GW 해상풍력 설치목표는 예정보다 빠른 시작으로 충분히 달성 가능해졌다. 또한 일본은 최근 내연기관차 신차 판매를 조기에 종료하는 논의도 시작했다.

II. 바이든발 그린산업 수요 확산 본격화

기후위기 대응이 정책의 최우선 순위

바이든은 기후위기 대응을 정책의 최우선 순위에 두고 있다. 취임과 동시에 파리협약에 재가입하고 정상회의 소집을 통해 미국의 글로벌 기후위기 대응 리더십을 회복하는 데에 주력할 것이다. 일각에서는 상원에서 민주당이 다수당이 못되면 바이든의 정책들이 원활히 수행되기 어렵다는 예측도 있다. 하지만, 이는 동일한 경험이 풍부한 바이든에게 큰 장애물이 될 수 없다. 오바마/바이든 행정부 시절 대부분을 야대여소에 시달렸지만, 행정명령 또는 공화당과의 타협으로 그린산업 육성을 실현했기 때문이다. 바이든 등장으로 미국뿐 아니라 글로벌 그린산업은 수요의 본격 확산기를 맞이했다.

도표 8 바이든의 기후위기 대응 정책

분야	내용
목표	▪ **기후위기 국면임을 인식해 파리기후협약에 재가입하고 트럼프 행정부의 반환경적인 정책들 원위치로**
전력	▪ **2035년까지 전력부문 탄소 배출 제로** ▪ 재생에너지 확대: 800만 개 태양광 지붕, 태양광 패널 5억 개, 풍력터빈 6만 개 설치 목표 ▪ 에너지저장장치와 재생에너지 전용 송전망 건설
에너지 효율	▪ **2030년부터 신축 건물 100%에 탄소배출 순제로 적용** ▪ 5년내에 4백만개의 빌딩과 2백만채의 가구 에너지 효율 리모델링 ▪ 에너지 빈곤층 없애기 위해 지원 프로그램 도입하고 관련 금융 지원 쉽게 이용할 수 있게 제도 변경
교통	▪ **캘리포니아식 강력한 자동차 연비규제 시스템 도입** ▪ **5년내에 50만대의 스쿨버스 탄소배출 제로 차량으로 대체, 3백만대의 공공차량도 탄소배출 제로 차량으로 대체** ▪ 50만개 이상의 공공 전기차 충전소 설치 ▪ 중고차 교환 프로그램 도입해 탄소배출 제로 차량 구매시 인센티브 지급 ▪ 탄소배출 차 생산업체들의 신설과 구공장의 전환에 보조금과 국가보증 융자 등 지원 ▪ 공공교통의 탄소배출 제로 운송 수단도입 확대 ▪ 항구의 탄소배출 저감 위한 투자, 철도 부문도 고속철 확대 등과 공기오염 저감 노력

자료 : 유진투자증권

해리스 부통령의 정책영향력 커질 듯

바이든도 중요하지만, 해리스부통령의 정책영향성도 커질 것으로 평가된다. 해리스는 민주당내에서도 기후변화와 관련된 정책에서 매우 적극적인 입장을 취해왔다. 2019 년에 상원의원으로 관련된 법안 제출을 활발히 했다. 또한 전세계 기후변화 대응과 그린산업의 성지인 캘리포니아가 지역구이기 때문에 해리스에 대한 기대감이 높다. 차기 대권 구도를 생각한다면 해리스가 그린산업 육성에 적극참여해 확실한 성과를 내려할 것으로 판단한다.

도표 9 Kamala Harris 의 2019 년 상원에서의 발의법안들

Co-sponsored environmental and climate legislation
▪ The Green New Deal(2019)
▪ COAST Anti-Drilling Act(2019)
▪ Zero-Emission Vehicles Act(2019)
▪ The Environmental Justice for All Act(2019)
▪ Close Big Oil Tax Loopholes Act(2019)
▪ Stop Arctic Ocean Drilling Act(2019)

Proposal during her own run for the Presidency
▪ Pledged $10 trillion in investment over 10 years in the clean energy transition
▪ Called for 100% “carbon neutral” electricity by 2030
▪ Endorsed the idea of a climate pollution fee, both to reduce carbon emissions and to hold polluters accountable
▪ Committed to phase out all fossil fuel development on public lands and would implement conservation and renewable energy strategies to make public lands net carbon sinks by 2030
▪ Announced a halt to all new federal leasing for and to work with Congress to phase out existing leases
▪ Declared that she would prohibit methane flaring on public lands and would link production royalties to the social costs of that production
▪ Signed a pledge not to take fossil fuel money in her presidential campaign (although she had taken industry donations in the past)

자료 : 보도자료, 유진투자증권

바이든정부가 오바마정부보다 그린산업 육성 더 잘 할 것

오바마정부가 탄생했을 때 상하원 모두를 민주당이 다수당을 차지하면서 그린산업 육성과 기후변화 대응에 대한 기대가 높았다. 하지만, 경험이 부족했던 당시의 행정부는 초기 2 년을 탄소배출권 거래제도(Cap and Trade) 도입을 놓고 공방만 벌이다가 허송세월했다. 절대 다수 의석이었지만, 기업들과 지역주민들의 반대가 커서 제도 도입도 하지 못했다. 그 이후에는 의회권력을 공화당에게 넘겨주면서 오바마는 행정부를 통한 행정명령으로만 그린산업의 육성과 탄소다배출 산업의 규제를 시행했다. 이러한 시행착오를 뼈저리게 경험한 바이든은 보다 실용적인 자세로 대응할 것으로 보인다. 반대 강도가 높은 정책들보다는 타협이 가능한 것들부터 단계적으로 시행하는 전략일 것이다. 또한 에너지부, 환경청, 내무부, 재무부 등 관련 부처들이 유기적으로 연합해 그린산업 육성과 탄소다배출 산업 규제를 위한 다양한 실천안들을 내놓을 것이다. 또한 오바마때와 현재의 상황은 완전히 다르다. 탄소배출 순제로가 글로벌 표준으로 자리잡았고, 재생에너지, 전기차 등 주요 그린산업들이 경쟁력을 갖춘 상태이기 때문이다.

도표 10 기후위기 관련 정책 평가, 바이든정부가 오바마보다 더 높은 평가

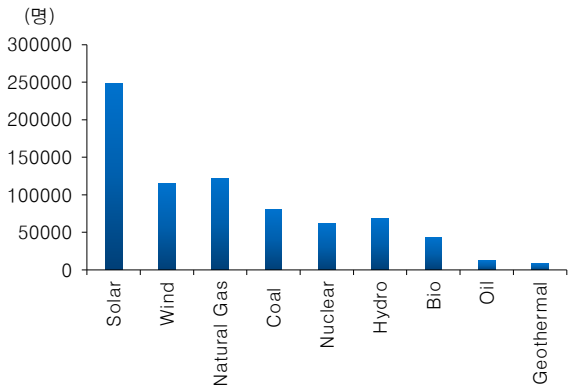
	Obama/Biden 2008~2016	Trump/Pence 2017~2020	Biden/Harris (Pledges)
Treaties and Agreements	B+	F	B+
Electrical Generation	C	F	B+
Transportation	C+	D	A-
Land Use	B	F	B+
Industry	B+	F	B+
Military	A	F	D

자료: Clean Technica

그린 일자리 창출이 정책 우선 순위

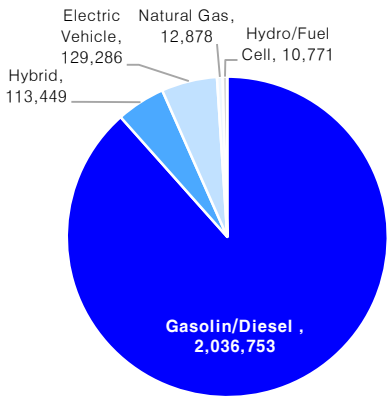
바이든의 그린산업 육성은 "BUY AMERICA" 를 기반으로 한다. 저탄소 산업으로의 전환이 대량의 실업을 동반하기 때문에 대체하는 그린산업의 일자리 증가가 이를 상쇄해야하기 때문이다. 트럼프시대에도 불구하고 미국의 풍력, 태양광 산업이 호황인 것은 오바마때 연장한 보조금 효과가 이어지고 있기 때문이기도 하지만, 더 중요한 것은 이미 풍력, 태양광이 창출한 일자리수가 여타 에너지원보다 많기 때문이다. 각 주들과 의원들에게서 지역구의 일자리를 빼앗아가는 정책을 시행하는 것은 불가능하다. 자동차 산업은 바이든 정부의 정치적인 성공 유무를 가늠해볼 수 있는 부분이다. 현재 미국의 자동차 산업 종사자는 내연기관차 부문이 203 만명으로 친환경차 약 26 만명 대비 월등히 많다. 탄소배출 순제로를 달성하기 위해서는 내연기관차 종사자들의 일자리를 친환경차로 모두 전환해야한다. 또한 대부분의 내연기관차 일자리들이 스윙스테이트와 공화당이 아성인 지역들에 있다. 따라서 빠른 전환으로 내연기관차 공장들을 그 이상 규모의 친환경차로 대체하는 정책을 쓸 것이다. 전기차, 수소차, 배터리, 연료전지 등의 신규 공장 건설시 정부보증 차입제도, 투자세액 공제 등이 도입될 것이고, 친환경차 수요 확산을 위해 연비규제 강화와 의무판매제도 도입이 예상된다.

도표 11 미국의 에너지원별 고용인원수(2019 년)



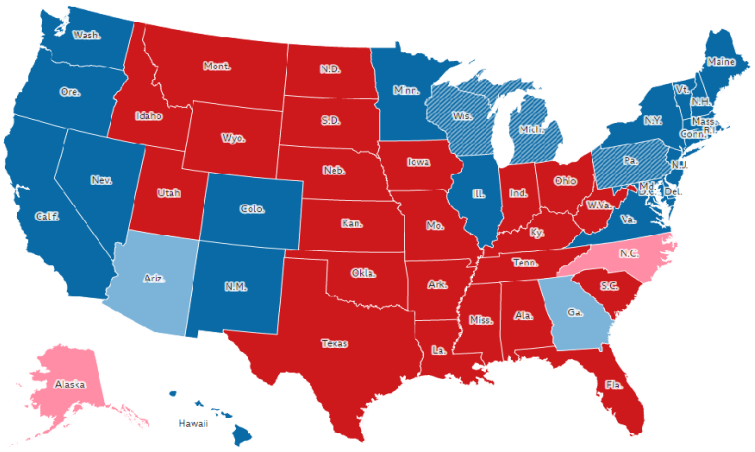
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12 미국의 자동차 연료별 고용인원수(2019 년)



자료:Bloomberg, 유진투자증권

도표 13 미국의 민주, 공화의 선거 판도



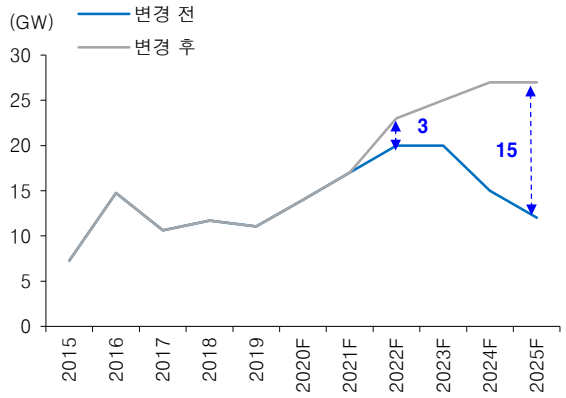
자료: BBC

III. 재생에너지, 글로벌 전역에서 수요확대 국면

미국발 수요 확대가 가장 큰 이슈

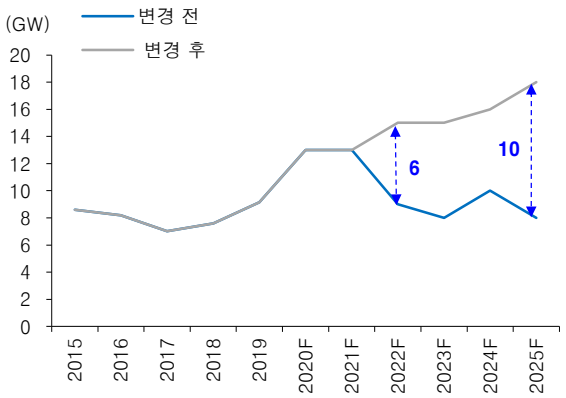
바이든 기후변화 관련 산업의 육성을 위해 4 년간 2 조달러를 투자해서 2035 년 전력부문의 탄소배출 제로 달성을 공약했다. 미국의 현재 유틸리티 스케일의 발전설비는 약 1,100GW 이고, 이 중 석탄과 천연가스 발전은 수명이 완료되면 재생에너지로 대체될 것으로 판단된다. 원전도 발전단가가 높고 노후화되어서 지속적으로 폐쇄되고 있기 때문에 대체 대상이다. 약 700~800GW 의 전통에너지원들이 2035 년까지 재생에너지로 전환될 수 있다. 동일한 전력을 생산하기 위해서는 1,400~1,600GW 이상의 재생에너지 설비의 확보가 필요하다. 향후 15 년간 연 평균 약 100GW 수준의 재생에너지 수요가 미국내에서만 생길 수 있는 것이다. 최근 미국의 재생에너지 연간 설치량은 약 20~30GW 수준이다.

도표 14 미국 태양광 설치량 예측치 상향



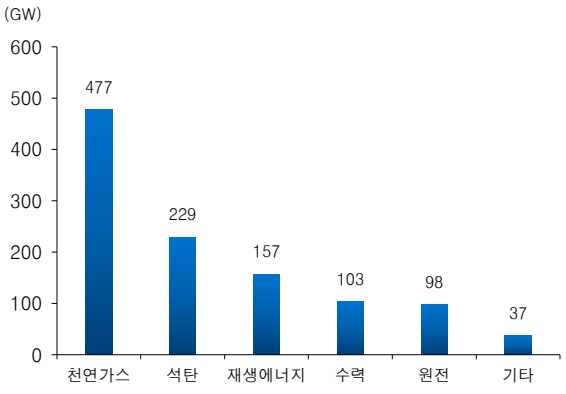
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15 미국 풍력 설치량 예측치 상향



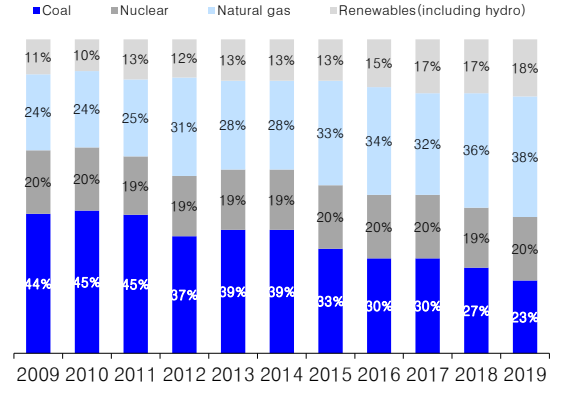
자료:Bloomberg, 유진투자증권

도표 16 미국 연료별 발전 캐파 비중 (2019 년)



자료: EIA, 유진투자증권

도표 17 미국 연료별 발전량 비중 (2019 년)

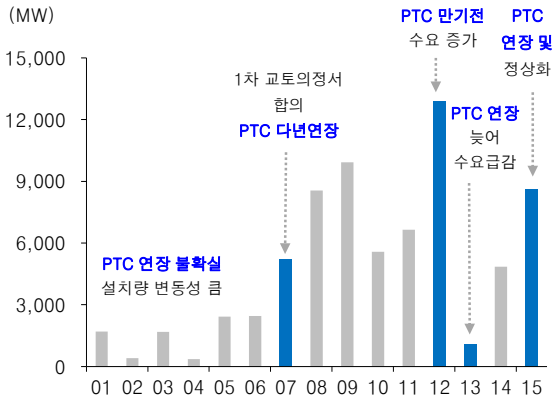


자료: BA, 유진투자증권

정책효과 커서 재생에너지시장 수요빅뱅 예상

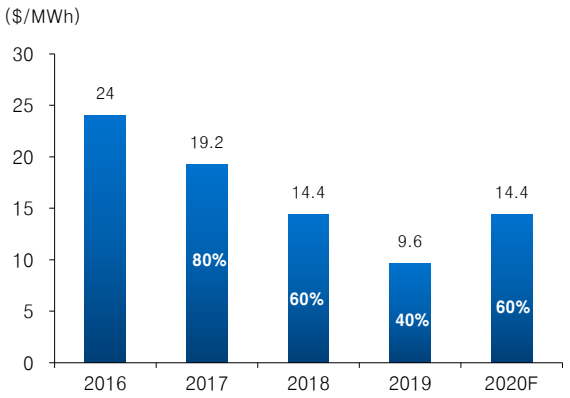
재생에너지는 정책의 효과가 매우 크다. 대표적인 예가 미국의 풍력, 태양광 시장이다. 미국의 풍력시황은 "붐 앤 버스트"로 표현되는데, 이는 보조금인 PTC(Production Tax Credit)의 도입시기에 따라 업황변화가 있기 때문이다. PTC 가 상반기 중에 시행하는 것으로 확정되면 그 다음해의 설치수요가 좋은데, 하반기 특히 연말에 가까워서 내년 시행이 결정되면 파이낸싱 기간때문에 그 다음해의 설치량이 급감하게 된다. 오바마 행정부때는 이를 감한해 여러 번의 PTC 다년간 연장안의 정책을 사용했다. 따라서 바이든도 올해를 기점으로 종료되는 풍력 PTC 에 대해 다년간 연장안을 도입할 것으로 예상된다. 태양광과 해상풍력은 ITC(Investment Tax Credit)이고 이에 대해서도 연장이 될 것으로 판단된다.

도표 18 미국 풍력설치량은 PTC 의 변수



자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 19 바이든 정부, 2020 년 종료되는 PTC 재연장 예상

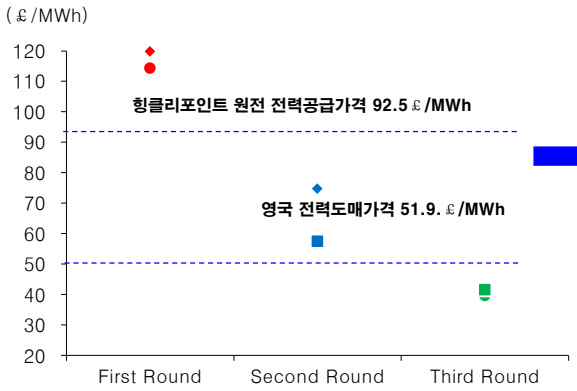


자료:보도자료, 유진투자증권

EU, 영국, 중국의 변화도 재생에너지 확대에 기여

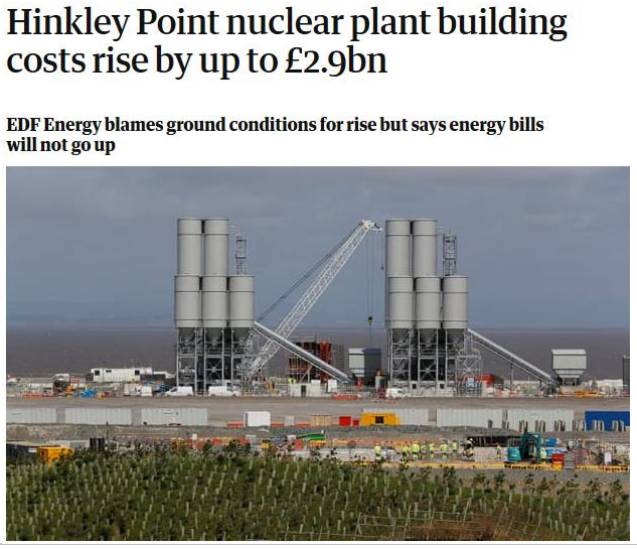
EU 는 2050 년 탄소배출 순제로 달성을 위해 2030 년 감축 목표를 상향한다. 1990 년 대비 40% 에서 55% 이상으로 목표를 높이면 그만큼의 그린산업의 확대가 필요하다. 이를 위해 가장 먼저 해상풍력 목표를 발표했다. 2030 년 60GW, 2050 년 300GW 의 해상풍력을 확보할 계획이다. 현재 EU 의 해상풍력 설치량은 12GW 수준에 불과하다. 영국도 최근에 해상풍력 2030 년 목표치를 30GW 에서 40GW 로 상향했다. 2030 년에는 유럽에서 100GW 의 해상풍력 확보를 기대할 수 있다. 중국도 2060 년 이전 탄소배출 순제로를 위해 재생에너지 확대를 준비 중이다. 현재도 가장 큰 재생에너지 시장이지만, 목표달성을 위해서는 연간 시장이 두 배이상 더 확대되어야 할 것으로 판단된다. 2021 년 1 분기안에 중국의 상향된 재생에너지 목표치가 공개될 것이다.

도표 20 **영국, 발전단가 급락한 해상풍력 목표량 4 배 상향, 원전은 건설비용 증가로 경쟁력 낮아져**



해상풍력 목표량 상향하는 Wind Sector Deal

- 2030년까지 해상풍력 건설 목표치 10 GW-> 40GW 상향
- 약 100억 파운드 이상의 인프라 투자
- 영국 공급체인 구축에 최대 2억 5천만 파운드 투자
- 제조업 포함 27,000개의 일자리 창출 예상



Hinkley Point nuclear plant building costs rise by up to £2.9bn

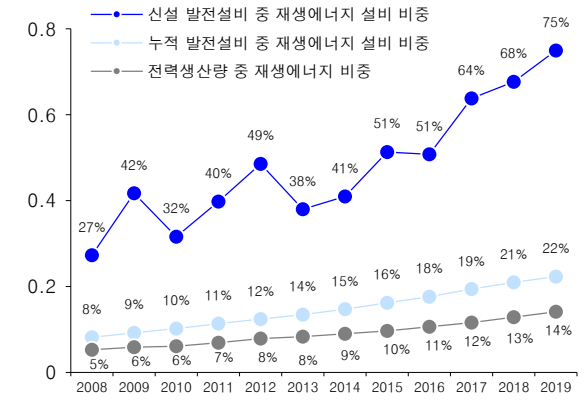
EDF Energy blames ground conditions for rise but says energy bills will not go up

자료: BNEF, GOV.UK, 유진투자증권

재생에너지가 글로벌 전력시장 완전 장악, 해상풍력까지 가격경쟁력 갖추기 시작

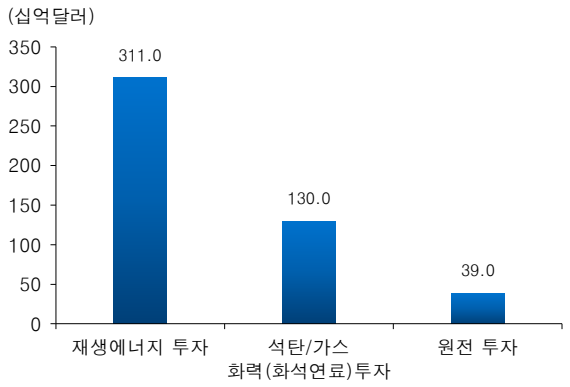
2010 년 전후 재생에너지는 글로벌 전력시장의 변방이었다. 가격경쟁력 자체가 없어 정부의 지원정책에 의존해 연명했다. 하지만, 이제는 재생에너지는 전력시장의 맹주가 되었다. 2019 년 신규 발전설비 중 75%가 재생에너지였고, 시장의 투자규모 또한 3,110 억달러로 석탄/가스/원전 등을 합친 것보다 두 배 가까이 컸다. 신규 발전시장을 장악했음에도 불구하고 전체 전력발전량에서 재생에너지가 차지하는 비중은 14%에 불과하다. 100%에 육박해야 탄소배출 순제로 시대가 온다는 것을 감안하면 아직 재생에너지 시장은 성장초기 국면이라 할 수 있다. 재생에너지 중 가장 가격 경쟁력이 낮은 해상풍력 마저 최근에는 선발국가들에서 발전비용이 낮아지면서 본격적인 확산기로 진입한 상태이다.

도표 21 글로벌 재생에너지 비중



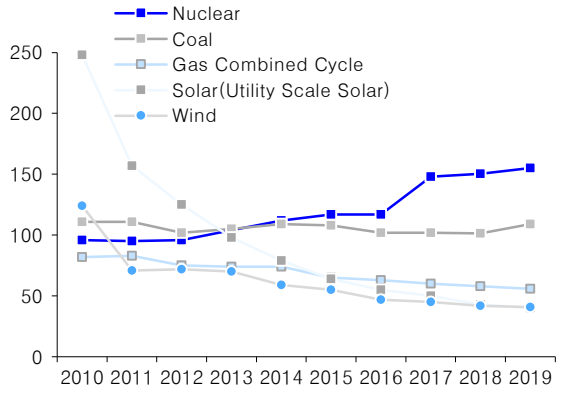
자료: BNEF, 유진투자증권

도표 22 전세계 에너지원 별 투자 금액 (2019 년)



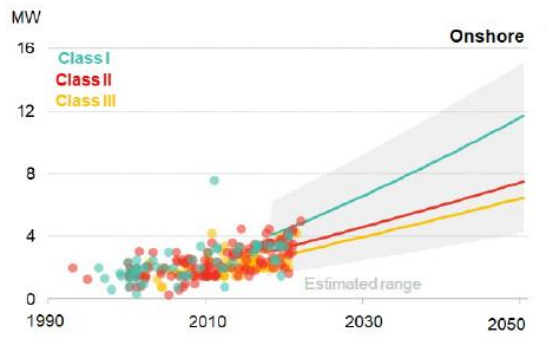
자료: IEA, 유진투자증권

도표 23 미국의 발전원별 LCOE, 재생에너지가 제일 낮아(보조금 제외 기준)



자료: Lazard, 유진투자증권

도표 24 육상 풍력 발전기의 평균 크기 상승 추이



자료: Lazard, 유진투자증권

도표 25 글로벌 풍력 설치량 예상

(MW)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
캐나다	702	341	566	617	600	1,200	1,000	1,000	1,000	1,000
미국	8,203	7,017	7,588	9,143	13,000	13,000	15,000	15,000	16,000	18,000
브라질	2,014	2,027	1,939	745	1,000	2,000	2,000	1,200	1,500	1,600
멕시코	454	478	929	1,284	1,000	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
기타 아메리카	1,065	709	918	1,638	2,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
아메리카 합계	**12,438**	**10,572**	**11,940**	**13,427**	**17,600**	**20,200**	**21,000**	**20,200**	**21,500**	**23,600**
독일	5,443	6,587	3,371	2,189	1,700	3,000	4,000	4,000	4,000	4,500
스페인	49	96	397	1,325	1,500	1,100	2,000	2,000	2,000	2,000
프랑스	1,561	1,692	1,565	1,336	1,300	1,300	1,600	3,000	3,000	2,000
영국	736	4,356	1,901	2,393	800	500	4,000	1,500	2,700	5,000
이탈리아	282	252	406	522	200	400	700	1,700	1,700	1,000
스웨덴	493	197	717	1,588	2,000	2,500	2,000	1,500	1,500	1,500
폴란드	682	41	16	35	500	800	1,800	2,000	2,000	2,000
루마니아	52	5			100	100	100	100	100	100
터키	1,387	766	497	686	1,000	700	1,000	1,000	1,000	1,000
덴마크	220	342	281	423	200	700	200	500	200	200
포르투갈	268	200	67	47	50	50	50	50	50	50
노르웨이		324	480	630	1,000	900	500	300	300	500
네덜란드		81		300	1,200	2,500	900	2,200	1,500	800
러시아			35	82	400	500	300	300	300	300
기타 유럽	2,753	2,122	1,941	3,812	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
유럽 합계	**13,926**	**17,061**	**11,674**	**15,368**	**13,950**	**17,050**	**22,150**	**23,150**	**23,350**	**23,950**
오스트레일리아	140	501	549	837	2,000	2,000	500	700	1,000	1,000
중국	23,328	19,660	21,855	26,155	25,000	27,000	30,000	33,000	35,000	40,000
인도	3,612	4,148	2,191	2,377	1,500	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
일본	196	177	261	274	400	400	600	800	1,000	1,500
뉴질랜드						100	100	100	100	100
대한민국	201	106	162	191	250	300	300	400	700	700
대만	35	10	140	140	100	1,200	1,200	800	800	2,000
필리핀		50			90	150	500	500	200	200
베트남		38	32	259	400	900	900	1200	900	900
기타 아시아/태평양	308	551	1,000	638	450	700	700	700	700	700
아시아 합계	**27,820**	**25,203**	**26,158**	**30,612**	**30,190**	**36,750**	**38,800**	**42,200**	**44,400**	**51,100**
남아프리카	418	621			500	860	500	1,000	1,000	1,000
기타/중동	0	11	970	944	2,500	2,500	2,500	3,000	3,000	3,000
아프리카/중동 합계	**418**	**632**	**970**	**944**	**3,000**	**3,360**	**3,000**	**4,000**	**4,000**	**4,000**
기타	(2)	0	(49)	0	0	0	0	0	0	0
전 세계	**54,600**	**53,468**	**50,693**	**60,351**	**64,740**	**77,360**	**84,950**	**89,550**	**93,250**	**102,650**
성장률(%YoY)	-14.0%	-2.1%	-5.2%	19.1%	7.3%	19.5%	9.8%	5.4%	4.1%	10.1%

자료: 유진투자증권

도표 26 글로벌 해상 풍력 예상 설치량

(MW)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
캐나다	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
미국		30			12			300	2,600	3,600
기타 아메리카	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
아메리카 합계	**0**	**30**	**0**	**0**	**12**	**0**	**0**	**300**	**2,600**	**3,600**
영국	56	1,679	1,312	1,764	583		3,200	500	1,300	4,300
독일	813	1,247	969	1,111	321		350	300	1,000	1,800
네덜란드	691				772	1,200		1,500	800	500
스웨덴			3							
벨기에		165	309	678	700					
프랑스		2	2				600	1,500	1,000	600
스페인			5	5	50	50	50	50	50	50
핀란드		60								
노르웨이										
아일랜드	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
덴마크	0	(5)	61	407		600	0	400	0	
폴란드										
기타 유럽	0	0	(12)	0	0				0	0
유럽 합계	**1,560**	**3,148**	**2,649**	**3,965**	**2,426**	**1,850**	**4,200**	**4,250**	**4,150**	**7,250**
중국	592	1,161	1,528	2,395	3,400	4,200	2,500	3,000	3,000	3,000
대한민국	30	3	0					200	200	200
대만		8		120		1,200	1,200	800	500	2,000
일본	7	5	16	3			250	100		1,780
인도									500	500
기타 아시아/태평양	0	0	0	0	0	0	0	0	500	500
아시아 합계	**629**	**1,177**	**1,544**	**2,518**	**3,400**	**5,400**	**3,950**	**4,100**	**4,700**	**7,980**
전세계	**2,189**	**4,355**	**4,193**	**6,483**	**5,838**	**7,250**	**8,150**	**8,650**	**11,450**	**18,830**

자료: 유진투자증권

도표 27 글로벌 태양광 설치량 예상

(MW)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
유럽	**6,487**	**5,300**	**7,888**	**16,787**	**16,158**	**18,005**	**22,400**	**23,400**	**24,400**	**25,400**
독일	1,520	1,700	3,600	4,000	4,500	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000
이탈리아	373	410	440	737	550	500	500	500	500	500
프랑스	559	887	862	966	1,300	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
스페인	55	135	262	5,048	2,500	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
영국	2,070	880	320	360	380	500	500	500	500	500
체코	5	5	5	5	5	5	200	200	200	200
벨기에	170	270	370	511	500	500	500	500	500	500
그리스	13	13	29	160	423	500	700	700	700	700
기타 EU국	1,722	1,000	2,000	5,000	6,000	7,000	9,000	10,000	11,000	12,000
아시아태평양	49,985	73,382	70,927	63,971	63,560	72,800	80,500	89,500	90,000	90,500
중국	**34,540**	**53,060**	**44,100**	**33,121**	**35,000**	**40,000**	**45,000**	**50,000**	**50,000**	**50,000**
일본	**8,000**	**7,000**	**6,800**	**6,750**	**7,500**	**6,500**	**7,000**	**7,000**	**7,000**	**7,000**
호주	839	1,300	4,000	3,600	3,500	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
대한민국	850	1,200	2,027	3,100	3,500	2,800	2,500	2,500	2,500	2,500
대만	250	522	1,000	1,400	2,060	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
인도	3,970	9,100	11,000	12,000	6,000	10,000	12,000	15,000	15,000	15,000
기타 아시아태평양	1,536	1,200	2,000	4,000	6,000	9,000	10,000	11,000	11,500	12,000
북아메리카	14,939	10,704	11,765	11,265	14,250	17,300	23,300	25,300	27,300	27,300
미국	14,730	10,600	11,700	11,050	14,000	17,000	23,000	25,000	27,000	27,000
캐나다	209	104	65	215	250	300	300	300	300	300
중남미/중동/기타	2,000	3,000	6,000	26,000	27,000	30,000	35,000	40,000	45,000	50,000
전세계	**73,411**	**92,386**	**96,580**	**118,023**	**120,968**	**138,105**	**161,200**	**178,200**	**186,700**	**193,200**
증감률	**56.2%**	**25.8%**	**4.5%**	**22.2%**	**2.5%**	**14.2%**	**16.7%**	**10.5%**	**4.8%**	**3.5%**

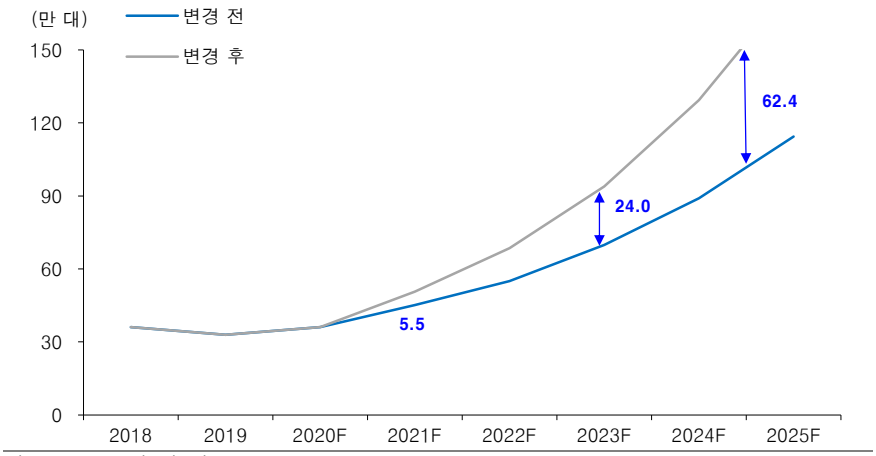
자료 : IRENA, EPIA, 유진투자증권

IV. 전기차/수소차 시장도 급성장 모드로

미국시장 재성장세로 진입 예상

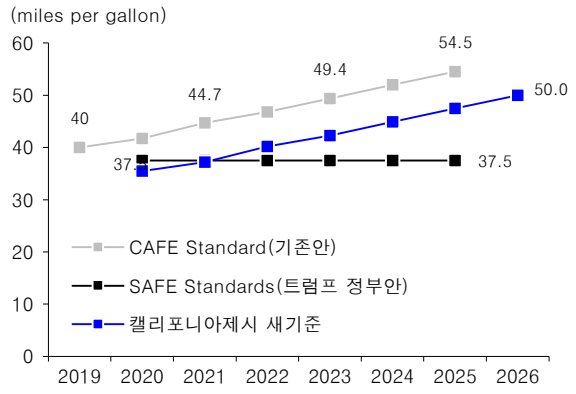
바이든의 교통부문 정책은 1) 캘리포니아식 연비규제 도입 2) 스쿨버스 50 만대, 연방정부 차량 300 만대 친환경차로 대체 등이다. 캘리포니아식 연비규제는 EU 의 정책과 유사하다. 강력한 연비규제와 의무판매제도가 대표 정책이다. 오바마 행정부때 캘리포니아식 연비규제를 연방정부 전체에 적용하기로 합의했지만, 트럼프가 이를 무산시켰다. 바이든이 다시 이 합의를 이행할 것이고, 이를 위해서 다양한 정책적인 지원이 있을 것이다. 우선적으로 현재 연간 20 만대로 제한된 연방정부 보조금 한도를 60 만대 이상으로 확대할 것으로 판단된다. 또한 연방정부 차원의 클린카 의무제도를 도입할 가능성도 높다. 미국의 전기차 시장은 2021 년부터 고성장세로 다시 복귀할 것으로 판단된다. GM, 폭스바겐, 크라이슬러 등의 신규 전기차 모델 판매가 내년부터 큰 폭으로 증가하고, 보조금 확대 등이 시행되기 때문이다.

도표 28 미국 전기차 판매량 추정치 상향



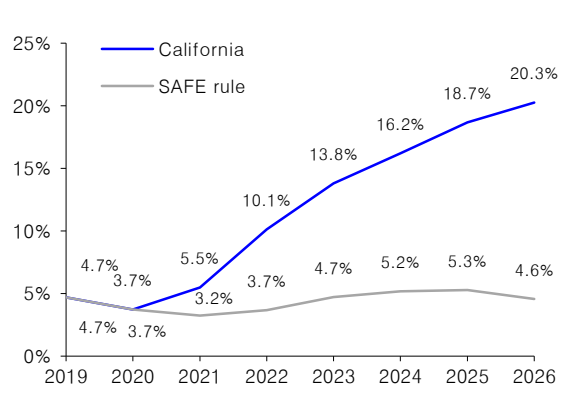
자료: EV-Sales유진투자증권

도표 29 트럼프가 연비규제 무력화하자, 캘리포니아가 새기준 제시



자료: California Air Resources Board, 유진투자증권

도표 30 캘리포니아와 트럼프 룰의 연간 전기차 판매비중 차이



자료: BNEF, 유진투자증권

도표 31 국가별 전기차 판매 예상

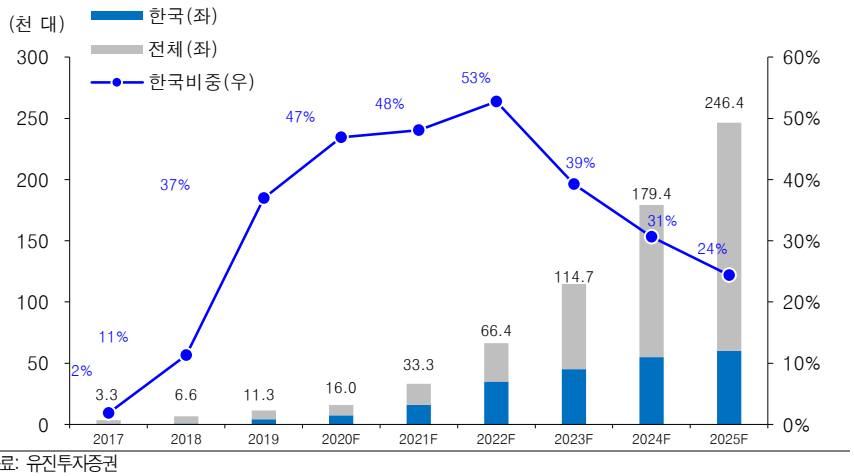
(단위: 대)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	**169,339**	**218,855**	**404,307**	**380,528**	**405,595**	**567,910**	**767,714**	**1,046,912**	**1,432,975**	**1,944,009**
미국 전기차 판매량	**158,614**	**199,826**	**361,307**	**329,528**	**361,446**	**507,003**	**685,230**	**938,635**	**1,293,550**	**1,767,807**
%YoY	36.6%	26.0%	80.8%	-8.8%	9.7%	40.3%	35.2%	37.0%	37.8%	36.7%
미국 자동차 판매량	17,464,777	17,274,243	17,047,725	16,858,705	15,172,835	16,690,118	17,190,821	17,706,546	18,237,743	18,784,875
%YoY	0.4%	-1.1%	-1.3%	-1.1%	-10.0%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
미국 전기차 판매 비중	**0.9%**	**1.2%**	**2.1%**	**2.0%**	**2.4%**	**3.0%**	**4.0%**	**5.3%**	**7.1%**	**9.4%**
캐나다 전기차 판매량	10,725	19,029	43,000	51,000	44,149	60,907	82,485	108,277	139,424	176,202
아시아, 대양주 전기차 판매량	**382,565**	**672,417**	**1,189,217**	**1,260,648**	**1,169,503**	**1,543,983**	**2,001,142**	**2,585,051**	**3,300,470**	**4,146,531**
중국 전기차 판매량	**351,861**	**600,174**	**1,102,375**	**1,177,421**	**1,085,513**	**1,442,371**	**1,877,941**	**2,434,300**	**3,115,416**	**3,913,877**
%YoY	69.7%	70.6%	83.7%	6.8%	-7.8%	32.9%	30.2%	29.6%	28.0%	25.6%
중국 자동차 판매량	27,938,931	28,878,900	28,080,577	25,768,677	22,676,436	25,397,608	26,667,488	27,467,513	28,291,539	29,140,285
%YoY	13.7%	3.4%	-2.8%	-8.2%	-12.0%	12.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
중국 전기차 판매 비중	**1.3%**	**2.1%**	**3.9%**	**4.6%**	**4.8%**	**5.7%**	**7.0%**	**8.9%**	**11.0%**	**13.4%**
일본 전기차 판매량	**22,375**	**55,945**	**52,103**	**43,867**	**38,151**	**43,852**	**52,912**	**65,112**	**80,796**	**103,425**
%YoY	-11.6%	150.0%	-6.9%	-15.8%	-13.0%	14.9%	20.7%	23.1%	24.1%	28.0%
일본 자동차 판매량	4,970,266	5,234,175	5,264,024	5,191,245	4,775,945	5,110,262	5,314,672	5,420,965	5,529,385	5,639,972
%YoY	-1.5%	5.3%	0.6%	-1.4%	-8.0%	7.0%	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	**0.5%**	**1.1%**	**1.0%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.9%**	**1.0%**	**1.2%**	**1.5%**	**1.8%**
한국 전기차 판매량	6,107	13,874	31,000	30,832	34,420	43,471	52,357	63,080	75,808	93,268
호주 전기차 판매량	1,810	2,424	2,216	6,718	8,448	10,648	13,450	17,025	21,593	27,435
뉴질랜드 전기차 판매량	412	0	1,523	1,811	2,972	3,642	4,481	5,534	6,858	8,526
기타 아시아 총합	8,329	16,298	34,739	39,360	45,839	57,761	70,288	85,640	104,258	129,229
유럽 전기차 판매량	**222,619**	**306,143**	**386,347**	**564,206**	**1,200,974**	**1,565,776**	**2,055,400**	**2,679,677**	**3,485,138**	**4,510,111**
%YoY	15.1%	37.5%	26.2%	46.0%	112.9%	30.4%	31.3%	30.4%	30.1%	29.4%
네덜란드	23,114	9,191	27,079	66,630	68,794	87,426	112,071	146,021	191,885	254,687
노르웨이	45,662	62,170	72,636	79,640	99,237	114,459	128,485	140,942	156,077	172,107
영국	39,283	47,263	59,911	72,584	161,515	203,716	264,210	341,481	438,865	563,901
프랑스	34,574	36,778	45,605	61,508	161,163	213,587	282,724	373,080	486,067	624,296
독일	27,404	53,562	67,504	108,629	361,762	491,241	669,686	901,002	1,201,768	1,581,265
스웨덴	13,615	20,032	28,674	40,399	85,910	108,633	139,324	174,684	219,364	275,206
스위스	6,008	8,019	9,437	17,176	25,161	31,834	41,874	54,305	70,976	93,729
덴마크	1,438	913	4,583	9,409	24,568	30,959	38,866	48,570	60,382	74,960
벨기에	9,595	14,660	13,478	17,766	42,364	54,560	70,582	91,641	118,042	153,494
스페인	4,603	7,448	11,639	17,852	33,059	43,887	58,762	78,494	105,347	141,310
오스트리아	5,237	7,227	8,848	11,673	16,149	21,396	27,980	36,987	49,110	64,200
이탈리아	3,145	4,820	9,454	14,133	44,097	63,207	89,034	120,272	160,515	210,910
포르투갈	1,970	4,237	8,241	12,703	17,220	22,351	28,769	36,702	46,900	60,029
핀란드	1,432	2,210	5,691	7,335	17,368	21,711	27,277	33,635	41,885	51,697
아일랜드	687	1,084	2,208	5,214	8,321	10,451	13,068	16,426	20,800	26,568
체코	362	494	976	1,235	4,351	5,878	7,883	10,729	14,832	20,841
아이슬랜드	862	2,881	3,439	3,703	5,228	6,275	7,456	8,916	10,569	12,424
폴란드	305	348	1,268	2,394	4,317	5,741	7,936	11,136	15,877	23,033
루마니아	164	297	732	877	1,594	2,089	2,583	3,200	3,973	4,942
에스토니아	100	113	132	149	321	506	617	755	927	1,143
기타	3,059	22,396	4,812	13,197	18,476	25,867	36,213	50,699	70,978	99,370
유럽 자동차 판매량	15,131,719	15,631,687	15,624,486	15,805,752	12,960,717	14,904,824	15,351,969	15,659,008	15,815,598	15,973,754
%YoY	6.5%	3.3%	0.0%	1.2%	-18.0%	15.0%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%
유럽 전기차 판매 비중	**1.5%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.6%**	**9.3%**	**10.5%**	**13.4%**	**17.1%**	**22.0%**	**28.2%**
전세계 자동차 판매량	91,458,490	92,647,748	92,654,055	87,528,024	76,149,381	83,764,319	87,952,535	90,591,111	93,308,844	96,108,110
%YoY	4.6%	1.3%	0.01%	0.1%	-13.0%	10.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
전세계 전기차 판매량	**774,384**	**1,224,103**	**2,018,247**	**2,209,831**	**2,776,072**	**3,677,669**	**4,824,255**	**6,311,640**	**8,218,583**	**10,600,652**
%YoY	40.7%	58.1%	64.9%	9.5%	25.6%	32.5%	31.2%	30.8%	30.2%	29.0%
전세계 전기차 판매 비중	**0.8%**	**1.3%**	**2.2%**	**2.5%**	**3.6%**	**4.4%**	**5.5%**	**7.0%**	**8.8%**	**11.0%**

자료: EV-Sales, 유진투자증권

수소차 시장은 미국뿐 아니라 중국에 더 주목해야

글로벌 수소차 1 위 시장은 대한민국이다. 정부의 지원정책이 강하게 시행되고 있기 때문이다. 당분간 수소차 시장을 견인하는 국가는 대한민국이 될 것이다. 최근 중국의 수소차 육성정책이 윤곽을 드러내면서 중국정부의 수소차 산업 육성의지가 매우 강하다는 것을 알 수 있다. 과거의 중국 수소차 지원정책은 대당 구매 보조금에 그쳤지만, 변경된 정책은 산업전반의 밸류체인을 확보해야 보조금을 받을 수 있게 되었다. 지원대상이 되기 위해 필요한 요건을 세분화하고 핵심 부품목록까지 공개했다. 전기차 지원으로 CATL, BYD, NIO, Li Auto, Xpeng 등의 성공사례를 만들어낸 중국정부가 이를 수소차 산업에서도 재현하려고 하고 있다. 중국 수소차 시장이 열리면 글로벌 수소차 시대가 오는 것과 같다.

도표 32 글로벌 수소차 시장 대한민국이 주도하나 여타 국가로 확산중



자료: 유진투자증권

도표 33 국가별 수소차 판매 예상

(대)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
북미	**2,325**	**3,167**	**3,080**	**2,700**	**4,000**	**6,000**	**12,500**	**24,000**	**45,000**
미국	2,298	2,368	2,089	1,500	2,500	4,000	10,000	20,000	40,000
캐나다	27	799	991	1,200	1,500	2,000	2,500	4,000	5,000
아시아	**910**	**3,202**	**7,685**	**12,510**	**28,050**	**57,300**	**85,500**	**116,000**	**151,500**
한국	61	744	4,194	7,500	16,000	35,000	45,000	55,000	60,000
일본	849	931	754	2,000	7,000	12,000	20,000	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**	**777**	**1,230**	**3,145**	**7,300**	**15,100**	**33,800**
독일	-	41	140	200	250	1,000	2,000	5,000	10,000
프랑스	11	35	63	100	150	300	1,000	2,000	5,000
스페인	-	1	1	2	10	30	300	500	2,000
이탈리아	-	-	-				100	400	1,500
영국	35	36	68	100	300	500	1,000	2,000	6,000
벨기에	8	13	63	80	90	100	150	300	500
네덜란드	2	13	156	190	240	500	1,000	2,000	4,000
오스트리아	-	8	19	25	30	50	100	300	500
스위스	-	9	25	30	100	500	1,000	1,500	2,000
스웨덴	14	5	2	5	7	50	300	500	1,000
노르웨이	17	51	29	35	40	100	300	500	1,000
덴마크	8	5	8	10	13	15	50	100	300
전체	**3,330**	**6,586**	**11,339**	**15,987**	**33,280**	**66,445**	**105,300**	**155,100**	**230,300**

자료 : Marklines, 유진투자증권

도표 34 중국의 수소차 핵심부품 보조금 리스트

No.	부품분류	점수배점 (점/차량대수)	기술 요건
1	전지스택	0.2	1) 차량 규격별로 500대 이상 적용 2)제품 수명: 2만km 이상
2	Bipolar plate		
3	막전극접합체 MEA	0.25	
4	공기압축기		
5	양성자 교환막 PEM		
6	촉매제	0.3	
7	카본지		
8	수소 순환 시스템		

자료: 버버리안 리서치 정리

도표 35 중국의 수소차 보조금 수령 차량 기술 요건

연도	차량 기술 요건	차량 규격	규격 정의	$Coefficient\ Y$
화물차	1)시스템 최고 출력: 50kW 이상 2)배터리 최고 출력÷엔진 최고 출력: 50% 이상 3)가동조건: 영하 30℃ 환경 4)배터리 출력밀도: 2.5kW/L 5)시스템 출력밀도: 300kW/kg 6)충전 후 주행거리: 300km 7)품질보장서비스: 5년 이상 또는 20만km 8)배터리 수명 3만km	소	차체 길이: 6m 이하 무게: 4.5톤 이하	$Y = (p - 50) \times 0.02 + 1$ 최대 Y=1.6
		중	차체 길이: 6m 이상 무게: 4.5~12톤	
		대	차체 길이: 6m 이상 무게: 12톤 이상	$Y = (p - 50) \times 0.03 + 1$ 최대 Y=2.8
버스		준중형~중형	9인승 이상 차체 길이: 3.5~10m	$Y = (p - 50) \times 0.02 + 1$ 최대 Y=1.6
		대형	차체 길이: 10m 이상	$Y = (p - 50) \times 0.03 + 1$ 최대 Y=2.8
승용차		-	-	$Y = (p - 50) \times 0.02 + 1$ 최대 Y=1.9

자료: 버버리안 리서치 정리

도표 36 캘리포니아, 상용차에도 ZEV 의무판매제도 도입으로 수소차 증가 예상

Model Year(MY)	Class 2b-3	Class 4-8	Class 7-8 Tractors
2024	5%	9%	5%
2025	7%	11%	7%
2026	10%	13%	10%
2027	15%	20%	15%
2028	20%	30%	20%
2029	25%	40%	25%
2030	30%	50%	30%
2031	35%	55%	35%
2032	40%	60%	40%
2033	45%	65%	40%
2034	50%	70%	40%
2035	55%	75%	40%

자료: CARB, 유진투자증권

V. 글로벌 수소산업 지속 가능한 성장기로

EU의 그린수소 정책이 게임 체인저

탄소배출 순제로를 달성하기 위해서는 수소의 역할이 절대적으로 필요하다. 재생에너지 100%를 위해서는 전력망의 손상을 막기위해 재생에너지를 저장하는 수단이 필요한데, 그린수소가 좋은 방법이기 때문이다. 또한 철강, 화학 등 탄소다배출 산업들도 수소를 이용해 제품 생산시의 탄소배출을 현저히 줄일 수 있다. 교통부문에서도 승용차와 상용차 이외에도 배, 비행기, 기차 등에는 배터리보다 수소가 유리하다. 수소의 필요성에도 불구하고 그동안 대부분의 생산이 천연가스 개질 등 탄소배출 에너지원에서 이루어졌기 때문에 비판이 많았다. 이를 혁신적으로 바꾼 것이 EU 의 그린수소 전략이다. 재생에너지를 이용해 물을 분해한 수소를 생산해 산업전반에 사용하겠다는 것이다. 깨끗한 수소의 생산확대로 산업전반이 지속 가능한 성장이 가능해졌다.

도표 37 지멘스의 대규모 그린수소 투자 계획



자료: 언론보도

대규모 그린수소 프로젝트들 설치 본격화

EU 가 그린수소 전략을 발표하고 독일과 프랑스는 예산을 집행하고 있다. 영국도 그린수소 프로젝트에 정부 예산집행을 시작했다. 스페인, 포르투갈, 네덜란드 등도 잇따라 그린수소 프로젝트들을 발표하고 있다. EU 는 역내에 40GW 의 그린수소를 건설해서 그레이 수소와 동일한 제조원가를 2025 년에 달성하겠다는 계획이다. 현재 글로벌 전체에 약 50 개의 그린수소 프로젝트가 계획을 확정하고 건설을 시작하고 있다. 향후 10 년간 약 700~900 억달러에 달하는 그린수소 생산 프로젝트들 투자가 이루어질 것이다. 가격경쟁력을 가지게되면, 수소산업의 영역이 기존의 승용차, 상용차 등에서 모든 교통분야로 확산됨은 물론 분산 발전, 철강, 화학 등 일반 산업부문에까지 사용이 될 것이다.

도표 38 EU 코로나 대응 그린딜 세부 정책들에 수소 인프라 투자 확정

Building Renovation	
자금지원측면	▪ 매년 910억 유로 자금 지원 ▪ 매년 3,500억 유로에 달하는 다른 자금 공급원과 혼합된 '유럽 혁신 금융시설' 시작할 계획
우선순위	▪ 공공 부문 건물 (병원, 학교, 사회 주택 및 저소득층 주택 우선)
개인주거용 건물	▪ 50억 유로 투자 목표로 녹색 모기지 공급 지원
Renewables and Hydrogen	
재생에너지	▪ 총 자본 투자액 250억 유로, 2년간 15GW 재생에너지 단지 건설 ▪ EIIB(European Investment Bank)의 공동 자금 조달 사용하여 2년 동안 100억 유로 국가 제도 지원
수소 인프라	▪ **청정 수소 연구 및 혁신을 위한 자금의 2배가 현재 6억 5천만 유로** ▪ **향후 10년 동안 공동 자금 조달과 관련하여 100억 유로 추가로 투자** ▪ **청정 수소 생산 확대 위해 100만 톤의 깨끗한 수소 투입 시작** ▪ **청정 수소 생산 지원 목표로 하는 CCFD(carbon contract for difference)시범 계획 포함** ▪ **EIIB가 관리하는 연간 100억 유로의 기금도 수소 인프라에 대한 대출 제공 위해 설립될 것**
Clean mobility	
전기차 산업	▪ EU 표준에 따라 CO2 및 오염 물질 배출 줄이는 청정 차량용 EU 구매 기구설립: 향후 2년간 200억 유로 ▪ 무공해 드라이브 트레인에 대한 투자 가속화하는 클린 자동차 투자 기금(400 ~ 600 억 유로)으로 전기차 생산 지원 ▪ 2025년까지 2백 만대의 공공 충전 인프라 투자
철도	▪ 르네상스 철도 투자 패키지, 승객과 화물이 철도로 이동할 수 있는 주요 통로 건설에 중점 : 400억 유로 ▪ 철도 차량 전환을 위한 재정 지원 및 야간 열차 서비스 다시 유럽으로 가져옴.

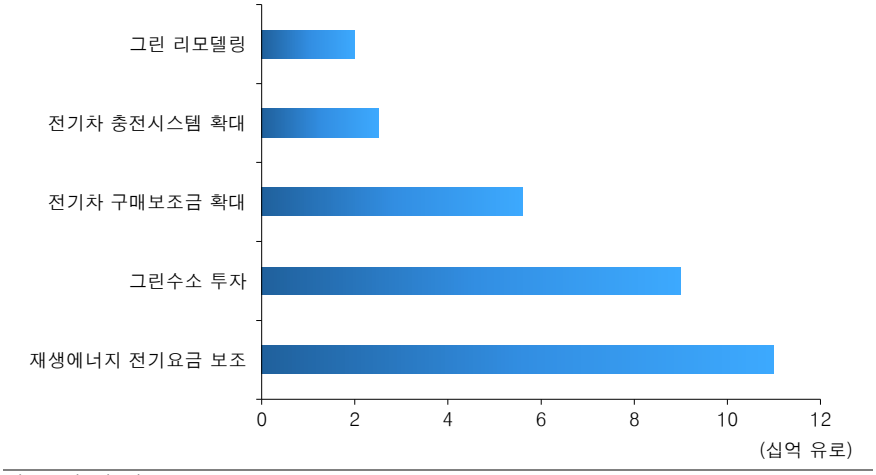
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 39 EU 의 그린 수소 정책

목표	▪ 2050년 EU 에너지 비중의 23% 이상을 그린수소로 달성, 현재는 2% 이하 수준
2030 투자 목표	▪ 2024년까지 수전해 설비 6GW 확보, 2030년까지 80GW(역내에 40GW, 역외에 40GW) ▪ 그린수소 제조단가 현재의 2.5~5.5유로/kg에서 그레이 수소와 같은 1.5유로 목표 ▪ 수소사용을 버스, 택시, 트럭, 철도, 배 등 교통수단에서 정유, 화학, 철강 등 제조업으로 확장
부분별 투자규모	▪ 2030년까지 수전해 설비 240~420억 유로 ▪ 수소 운송, 충전 등 인프라 확충 650억 유로 ▪ 그린수소 제조 위한 재생에너지 건설에 2,200~3,400억 유로(80~120GW)

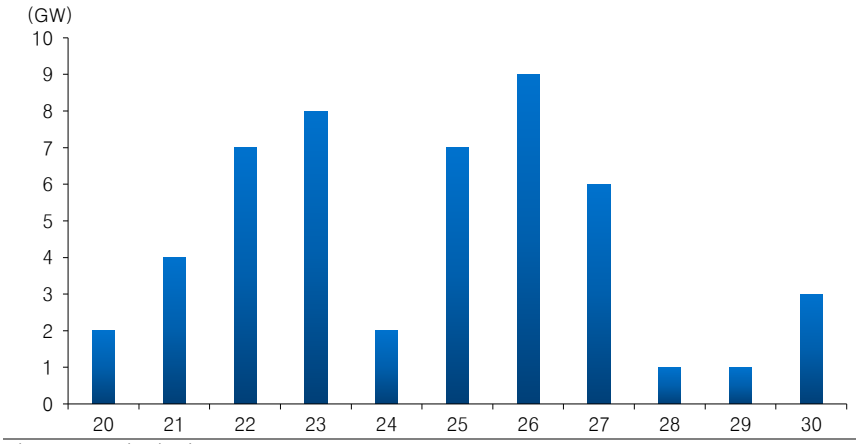
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 40 독일은 그린수소 투자 확정해서 집행 중



자료: 유진투자증권

도표 41 연도별 그린수소 투자 규모



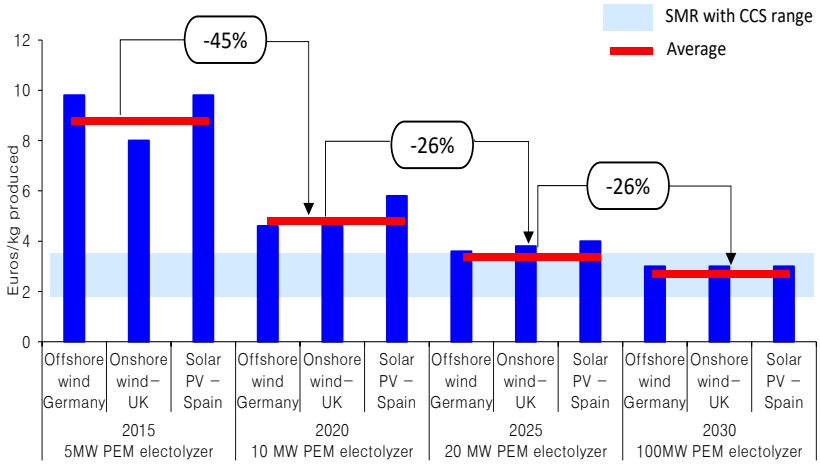
자료: BNEF, 유진투자증권

도표 42 글로벌 그린수소 프로젝트, 900 억달러에 달해



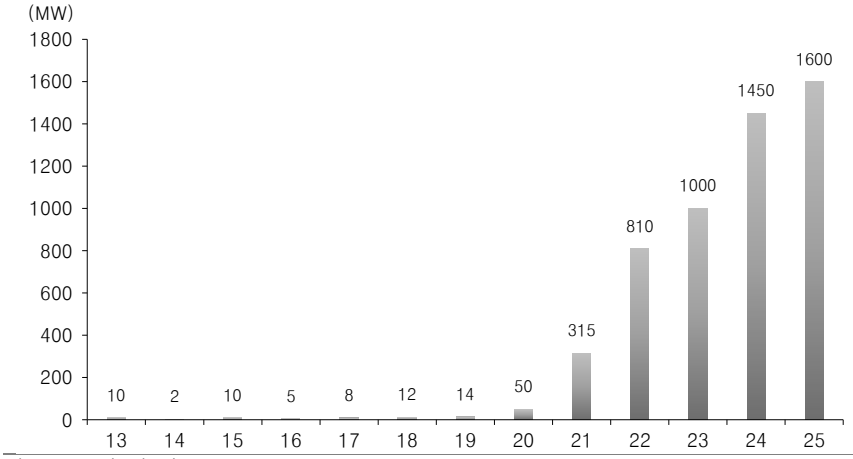
자료: 유진투자증권

도표 43 그린수소, 2030 년이면 그레이 수소와 가격 경쟁력 동일



자료 HIS,, 유진투자증권

도표 44 그린수소 생산 위한 수전해 설비 수요 급증 예상



자료: IHS, 유진투자증권

VI. 대한민국의 기회와 위기

그린뉴딜과 탄소배출 순제로 선언은 긍정적

대한민국 현정부의 그린뉴딜 정책시행과 탄소배출 순제로 선언은 전세계의 흐름과 부합한다. 여당의 의석수가 주요 법안들을 통과시킬 정도로 다수여서 그린산업 육성과 관련된 정책들이 입법화될 것으로 판단된다. 다만, 1) 야당 다수 의원들과 이에 동조하는 국민들의 현정부 정책에 대한 불신 2) 원전, 석탄발전, 내연기관차 등 기존 구에너지 산업종사자들의 반대 3) 경쟁력을 갖추지 못한 국내의 일부 그린산업들에 대한 지원에 대한 회의론 등은 극복해야 할 과제들이다. 특히, 탄소배출 순제로와 이를 해결하기 위한 전환정책들은 지속 가능한 경제체제를 유지하기 위해 필수적인 시스템인데, 국내에서는 이를 정치적인 논쟁거리로 만들고 있어 안타깝다. 바이든의 당선으로 전세계가 저탄소 산업 구조로 빠른 속도로 변하게되고 이를 따라가지 못하면 경쟁에서 탈락하게된다. 수출로 경제를 유지하면서도 탄소다배출 국가인 대한민국으로서는 위기국면이라 할 수 있다. 탄소국경세, 산업별 탄소세 등이 일상화되면 국내의 많은 일자리들이 없어지게 될 것이다. 빠르게 대응해 저탄소 산업의 신규 일자리를 창출해야 한다. 전환을 선도해서 위기를 기회로 만들수 있는 정치적 리더십이 필요한 시점이다.

도표 45 대한민국 그린뉴딜 주요 정책들

부문	투자금액(조원)	내용		2020	2025
그린리모델링	5.4	노후건축물	▪ 15년 이상 공공임대주택, 어린이집, 보건소 의료기관 대상 태양광 설치 및 고성능 단열재 교체	-	-
		신축건축물	▪ 고효율 에너지 기자재, 친환경 소재 등 활용 ▪ 국공립 어린이집, 국민체육센터 신축		
		전선 지중화	▪ 지원 필요성 높은 지역 전선 통신선 공동지중화 추진		
그린 에너지	11.3	해상풍력	▪ 최대 13개 권역의 풍황 계측타당성 조사 지원 및 배후 실증단지 단계적 구축 추진	재생에너지 발전용량 (태양광, 풍력)	
		태양광	▪ 주민참여형 이익공유사업 도입, 농촌, 산단 융자지원 확대, 주택, 상가 등 자가용 신재생 설비 설치비 지원	12.7GW	42.7GW
		수소	▪ 생산부터 활용까지 全주기 원천기술 개발 및 수소도시 조성		
친환경 미래 모빌리티	20.3	전기차	▪ 승용 버스 화물 등 전기자동차 113만대 보급 충전 인프라 확충	**전기차 보급 대수**	
				9.1만대	113만대
		수소차	▪ 승용 버스 화물 등 수소차 20만대 보급	**수소차 보급 대수**	
			▪ 충전 인프라 450대 설치 및 수소 생산기지 등 수소 유통기반 구축	0.5만대	20만대
		노후차량	▪ 노후 경유차 LPG 전기차 전환 및 조기폐차 지원 *화물 13.5만대, 통학차 8.8만대 ** 경유차 건설기계 등 116만대, 농기계 3.2만대		

자료: 정부자료, 유진투자증권

도표 46 대한민국 탄소중립 주요 정책 로드맵 일정

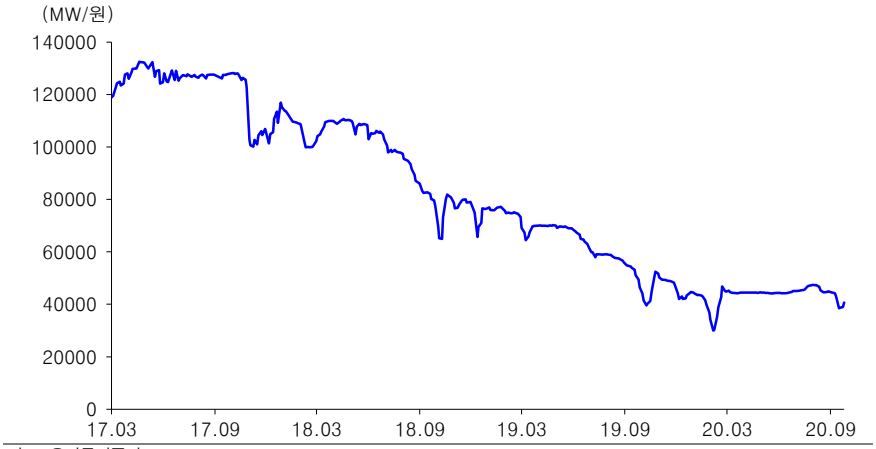
기본방향	10대 중점과제	정 책	일정	주관 부처
경제구조의 저탄소화	에너지전환	▪ 에너지 탄소중립 혁신전략 마련	'21.4분기	산업부
	고탄소	▪ 탄소중립 산업 대전환 추진전략(제조업 르네상스 2.0)」 마련	'21.4분기	산업부
	산업	▪ 전통 중소기업 저탄소경영 지원방안 마련	'21.4분기	중기부
	미래 모빌리티	▪ 수송부문 미래차 전환전략 마련	'21.4분기	산업부 등
	도시·국토	▪ 건물부문 2050 탄소중립 로드맵 수립	'21.4분기	국토부
		▪ 자연·생태기반 온실가스 감축·적응전략마련	'21.4분기	환경부 등
		▪ 2050 탄소중립을 위한 농식품분야 기후변화 대응 기본계획 수립	'21.1분기	농식품부
		▪ 해양수산분야 2050 탄소중립 로드맵 수립	'21.4분기	해수부
		▪ 2050 탄소중립 산림부문 전략 마련	'21.3분기	산림청
신유망 저탄소 산업생태계 조성	신유망산업	▪ 수소경제이행 기본계획(수소경제로드맵 2.0)」 수립	'21.2분기	산업부
	혁신생태계	▪ 그린 분야 혁신 벤처·창업 생태계 조성방안」 마련	'21.2분기	중기부 등
		▪ 녹색 유망기술 상용화 로드맵」 수립	'21.3분기	환경부
	순환경제	▪ K-순환경제 혁신 로드맵」 수립	'21.4분기	환경부
탄소중립 사회로의 공정전환	신산업 체계로 편입	▪ 지역에너지산업 전환」 연구	'21.3분기	산업부
		▪ 중소벤처기업 신사업 개척 및 재도약 촉진방안 마련	'21.2분기	중기부
	지역중심	▪ 지역사회 탄소중립 이행 및 지원 방안 마련	'21.3분기	환경부
	국민인식	▪ 탄소중립 등 학교 환경교육 지원 방안 마련	'21.4분기	교육부 등
		▪ 탄소중립 사회에 대한 국민 인식 제고 전략 마련	'21.3분기	환경부
		▪ 「가정·기업·학교 등 분야별 기후행동 매뉴얼 마련	'21.2분기	환경부
탄소중립 제도적 기반 강화	배출권 거래제	▪ 배출권 거래제 기술혁신·이행 로드맵 수립	'21.4분기	환경부
	녹색금융	▪ 기후리스크 관리·감독 추진계획 수립	'21.1분기	금융위
		▪ 금융권 녹색투자 가이드라인 마련	'21.1분기	금융위
		▪ 기후환경 정보공시 확대방안 마련	'21.2분기	금융위
		▪ 녹색금융 분류체계 수립	'21.2분기	환경부
		▪ 스튜어드십코드 시행성과 평가 및 개정검토	'21.4분기	금융위
	연구개발	▪ 탄소중립 R&D 전략 마련	'21.1분기	과기부
		▪ CCU 로드맵 수립	'21.2분기	과기부
		▪ 탄소중립 R&D 투자전략 수립	'21.1분기	과기부
		▪ (가칭) 2050 탄소중립 10대 R&D 프로젝트 기획	'21.2분기	과기부
	국제협력	▪ P4G 정상회의 개최 및 녹색 의제 주도	'21.2분기	외교부
		▪ 그린뉴딜 ODA 비중 확대 로드맵 수립	'21.1분기	외교부

자료: 정부자료

재생에너지, 탄소배출 순제로 위한 필수 아이템

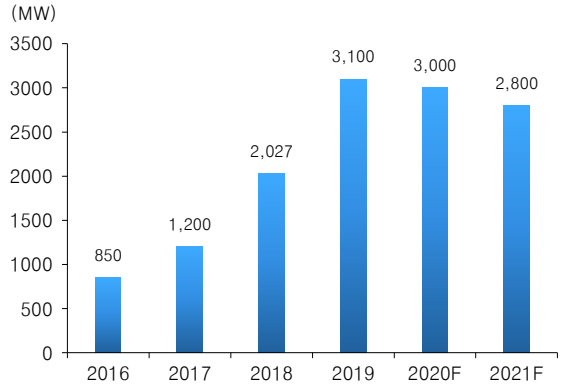
대한민국은 재생에너지 건설에 부적합한 국가라는 주장들이 있다. 산지로 이루어진 좁은 국토, 태양광과 풍력의 입지조건도 중국, 미국, 유럽에 비해서는 좋지 않은 건 사실이다. 하지만, 그렇다고 재생에너지로의 전환을 소홀히 할 수는 없다. 어떤 국가도 탄소배출 순제로로 가는 여정에 예외는 없기 때문이다. 따르지 못하면 탄소국경세 등의 다양한 규제를 받게된다. 주어진 현실을 극복하면서 재생에너지 위주의 전력체계를 갖추지 못하면 파국을 맞게될 뿐이다. 국내 재생에너지 확대를 위해서는 1) 대규모 단지 건설과 사업외 비용을 최소화해 발전단가를 낮추고 2) 단일 창구를 만들어 인허가 과정을 단축하며 3) 관련 산업체들에 대한 지원으로 고용을 창출하고 4) 민간기업들이 재생에너지를 자유롭게 확보할 수 있도록 PPA 등 법적제도를 완비하는 것이 필요하다. 현재와 같이 REC 지급 등 일부 보조금에만 의존하는 정책으로는 재생에너지 확대가 기조적일 수 없다. REC 가격이 최근 급락하면서 내년부터 재생에너지 설치량이 위축될 것이라는 위기감이 돌고 있다. 해외의 사례에서 보듯이 재생에너지 확대를 위한 모든 시스템을 통합해서 만들어야 지속가능해진다.

도표 47 국내 REC 평균가격 추세



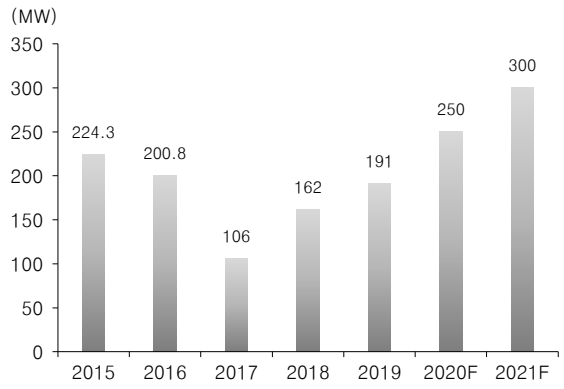
자료: 유진투자증권

도표 48 국내 태양광 설치량 예상치



자료: 유진투자증권

도표 49 국내 풍력설치량예상치



자료: 유진투자증권

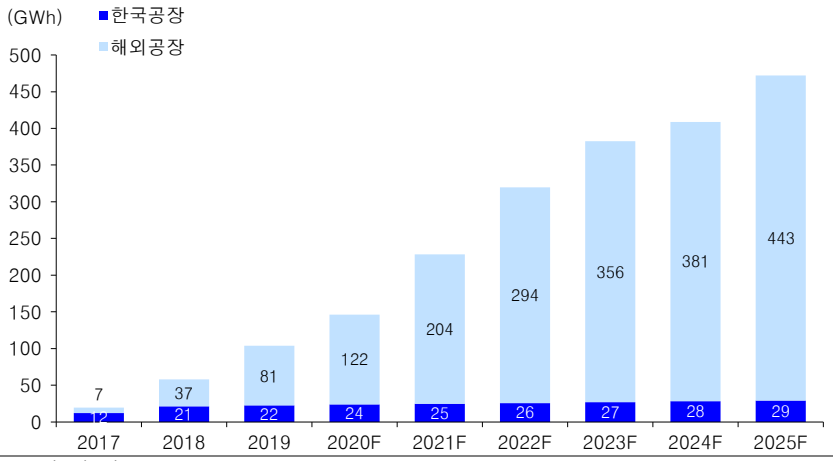
전기차/수소차 확대위한 의무판매제도 도입 필요

탄소배출 순제로를 위해서는 전력과 더불어 교통부문도 100% 카본프리가 되어야 한다. 이를 위해 주요국가들이 의무판매제도와 내연기관차 판매금지를 도입하고 있다. 반면 대한민국에는 보조금 제도 밖에 없다. 기존 산업계의 반대가 심해서 적극적인 전환이 이루어지지 않고 있는 것이다. 천천히 갈수 있으면 좋다. 하지만 2050 년 탄소배출 순제로를 달성하기 위해서는 차량들의 수명을 고려하면 2040 년 전후로는 내연기관차를 판매해서는 안되는게 현실이다. 이왕 다가올 현실이라면 보다 적극적으로 전환해 클린카 산업을 선제적으로 육성하는 것이 필요하다.

국내 전기차/수소차 판매 확대하지 않으면 제조기반 해외로 이전 예상

EU 는 연내에 전기차 배터리 관련 제조기준을 발표할 예정이다. 제조 에너지원의 탄소배출 정도, 리싸이클 수준에 대한 기준을 정해서 역내의 제조와 해외에서 수입하는 모든 배터리들에게 적용할 예정이다. 이를 충족하지 못하면 판매가 제한될 수 밖에 없어 대부분의 업체들이 EU 역내에서 제조하는 방향으로 전략을 설정하고 있다. 대한민국이 이러한 정책의 가장 큰 피해국가이다. 300 조원 이상의 전기차 배터리 수주를 받았지만, 우리업체들은 국내에는 배터리 셀 공장 증설을 거의 하지 않고 해외에만 집중하고 있다. 국내에서는 배터리를 재생에너지로 만들수 있는 법적 기반 조차도 아직 만들어지지 않은 상태이다. 따라서 클린카 제조기반을 국내에 유지하려면 의무판매제도를 통해 국내의 수요를 단기간에 확대하거나 민간기업들이 재생에너지를 자유롭게 사용할 수 있는 정책이 마련되어야 한다. 대부분의 해외국가들이 클린카에 대한 보조금을 지급하고 있지만, 그에 못지않은 의무를 부과하고 있다. 그래야 산업이 적극적으로 전환하면서 움직인다.

도표 50 국내 배터리 셀업체들의 증설 계획, 해외공장만 공격적인 증설



자료: 유진투자증권

수소산업 육성정책 타당성 확보, 그린수소 기반에서 아루어져야

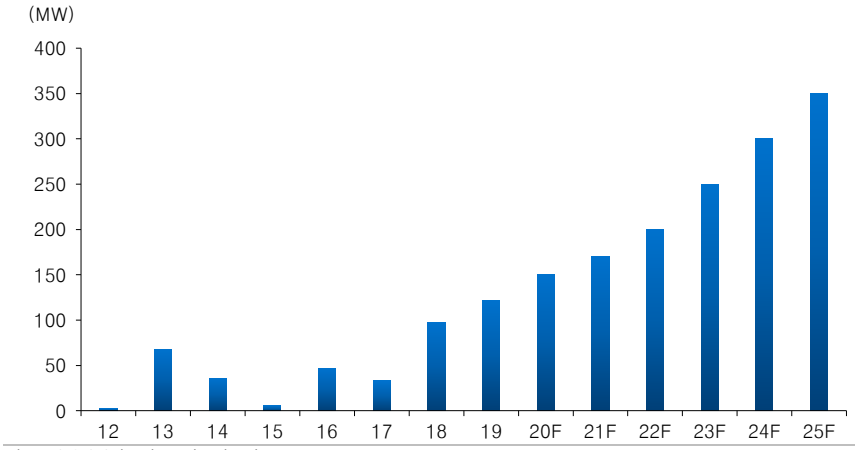
현정부의 수소산업 육성정책은 초기에는 위험한 도박이었다. 수소차와 수소연료전지 발전에 대한 적극적인 지원으로 관련산업은 단기간에 커질 수 있지만, 원재료인 수소를 천연가스 개질과 부생수소에 의존한다면 탄소배출 순제로 정책에는 역행하기 때문이다. 차기 정부에서 현재의 수소차/수소연료전지 발전에 대한 적극적인 지원이 유지되지 않을 수 있었다. 하지만, EU 에서 그린수소 육성안을 공식 정책으로 채택하면서 상황은 급반전했다. 재생에너지를 이용한 수전해를 통해 완벽한 그린수소를 전세계가 이용할 수 있게 된다는 것은 수소산업 전반이 지속가능하게 성장할 수 있는 시스템이 갖추어진다는 것이다. 대한민국이 미리 육성해놓은 수소차와 수소연료전지 발전의 기술이 국내를 넘어서 해외로 확대되게 된 것이다. 국내에도 수소관련 산업이 지속가능하게 성장하기 위해서는 그린수소 기반을 갖추어져야 한다. 재생에너지와 연계되는 그린수소의 특성상 단가경쟁력을 갖춘 대규모 재생에너지가 설치되어야 하는 것은 당연한 일이다. 예를 들어 국내에 2030 년까지 설치 예정인 13GW 이상의 대규모 해상풍력 단지를 설계 초기부터 그린수소와 연계하는 것도 검토할 필요가 있다. 국내에 그린수소 산업이 발전하기 위해서는 1) 재생에너지 발전 단가의 하락 2) 수전해 장치 등 관련 산업 제조업의 육성 3) 해외 그린수소 도입을 위한 그린수소 전용선박, 터미널, 전용 파이프라인 이용 등 인프라에 대한 투자가 필요하다. 윗 부분에서 언급한대로 대규모단지와 부외비용 축소로 재생에너지 제조 단가를 낮추게하고, 그린수소 제조업체들에게는 생산세액공제, 투자세액 공제 등을 적용해야 한다. 또한 그린수소로의 전환기간에 탄소배출을 낮추기 위해, 그레이 수소와 액화수소 생산시 탄소배출을 저감하는 장치를 의무화하고 이에 대한 비용을 정부가 분담하는 제도가 필요하다고 판단된다. 정부는 2022 년부터 수소연료전지 발전을 의무화하겠다고 발표했다. 수소연료전지 발전에서 만들어진 과도한 REC 가 재생에너지 시장 전반에 부정적인 영향을 미치는 것을 감안하면 불가피한 조치라고 할 수 있다. 다만, 의무화제도에도 반드시 그린수소에 대한 비율을 적시하고 궁극적으로는 이를 기반으로한 의무화제도로 설계해야 한다.

도표 51 국내 해상풍력 설치 로드맵, 시작부터 그린수소와 연계되면 시너지 높을 것



자료: 유진투자증권

도표 52 국내 수소 연료전지 연간 예상 신규설치량



자료: 에너지관리공단, 유진투자증권

VII. 대한민국 그린산업 관련업체들의 전성기 도래

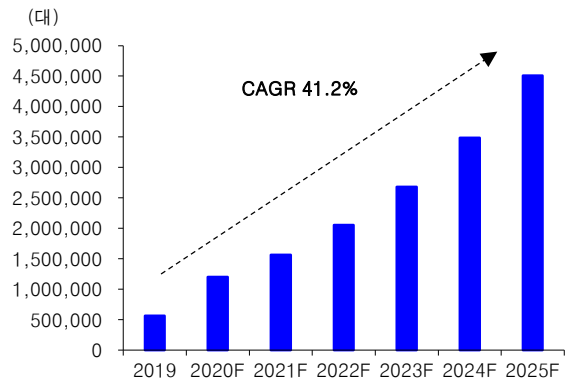
미국시장 개화가 대한민국업체들에게 특히 긍정적

바이든의 미국 그린산업이 큰 폭의 성장을 하는 것이 대한민국업체들에게 중요하다. 바이든 정부는 "BUY AMERICA" 정책도입으로 자국내의 생산한 제품에 대한 지원을 우선시한다고 발표했다. 이 정책의 가장 큰 목적은 중국업체들의 미국 그린시장 진입을 차단하겠다는 의도라고 판단된다. 대부분의 그린산업에서 중국이 가장 큰 시장이고 태양광, 전기차 배터리부분 등은 글로벌 경쟁력에서도 가장 앞서있는 국가 중 하나이다. 중국이 미국시장에서의 경쟁력이 낮아지면, 대한민국 업체들의 선전이 예상된다. 국내 주요업체들은 미국에 직접 진출을 하거나 기존에 생산거점이 있는 업체들은 추가 투자를 하는 것이 일상화될 것이다.

전기차 관련업체들, 2021년부터 두 개의 심장으로 성장

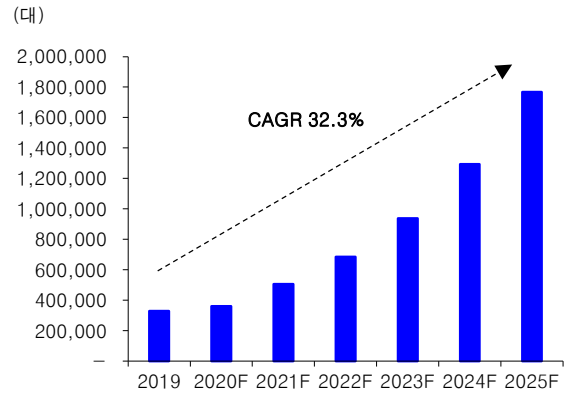
우리 전기차 관련업체들은 지난해부터 유럽시장을 중심으로 성장해왔다. 반면, 미국은 트럼프의 방해로 전기차 보조금 연장이 안되고, 연비규제도 완화되면서 전기차 시장의 성장이 멈춘 상태이다. 하지만, 바이든의 당선으로 상황은 완벽히 달라진다. 연방정부 보조금의 한도는 업체별 20만대에서 60 만대 이상으로 상향될 것이고, 연비규제도 캘리포니아식의 강한 탄소배출 감축이 적용될 것이다. 이를 대비해 2021 년부터 미국에는 신규 전기차차 모델들의 출시가 눈에 띄게 증가한다. 미국 주요 완성차업체들과 배터리 공급계약을 체결한 대한민국 업체들은 유럽에 이어 두 개의 심장으로 뛰게된다. 대한민국 배터리셀 업체들에게 공급하는 국내의 소재/부품업체들은 다시한번 성장속도가 빨라진다. 두산솔루스, 에코프로비엠, 일진머티리얼즈, 후성, 신흥에스이씨, 천보의 투자매력이 높다.

도표 53 유럽 전기차 판매량 예상치



자료; EV-Sales, 유진투자증권

도표 54 미국 전기차 판매량 예상치

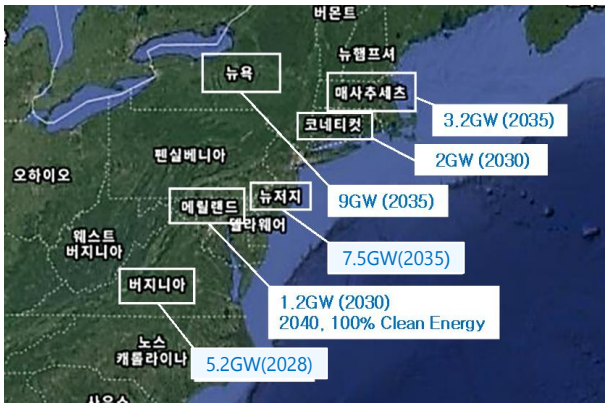


자료; EV-Sales, 유진투자증권

재생에너지는 풍력, 태양광업체 모두 긍정적

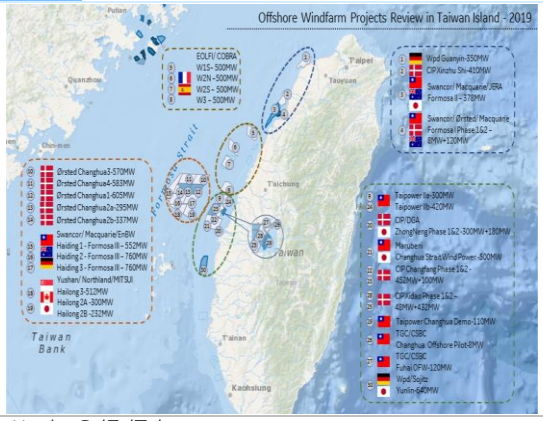
미국, 유럽, 중국, 대한민국 등 주요 국가들의 탄소배출 순제로 정책 확정으로 풍력, 태양광 시장의 성장속도가 빨라진다. 재생에너지 산업 전반에 훈풍이 불 것이다. 풍력은 씨에스윈드, 삼강엠앤티, 유니슨에 주목한다. 씨에스윈드와 삼감엠앤티는 글로벌 해상풍력 시장의 개화의 수혜라는 공통점이 있다. 유니슨은 국내 토종 풍력터빈 업체로 향후 대한민국 풍력시장의 확대에 따른 차별적인 혜택을 받을 것으로 판단된다. 태양광은 그동안 중국발 공급과잉 이슈 때문에 당사가 정식으로 분석하는 종목은 없다. 하지만 중국의 탄소배출 순제로 정책에 따라 공급과잉 강도가 낮아지고, 미국의 정책수요로 인해 우리업체들의 혜택 폭이 커질 것으로 예상되기 때문에 업계 전반에 긍정적이다. 글로벌 상위업체인 한화솔루션의 투자매력이 가장 높다.

도표 55 미국 북동부 연안주들의 해상풍력 목표



자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 56 대만 해상풍력 프로젝트들

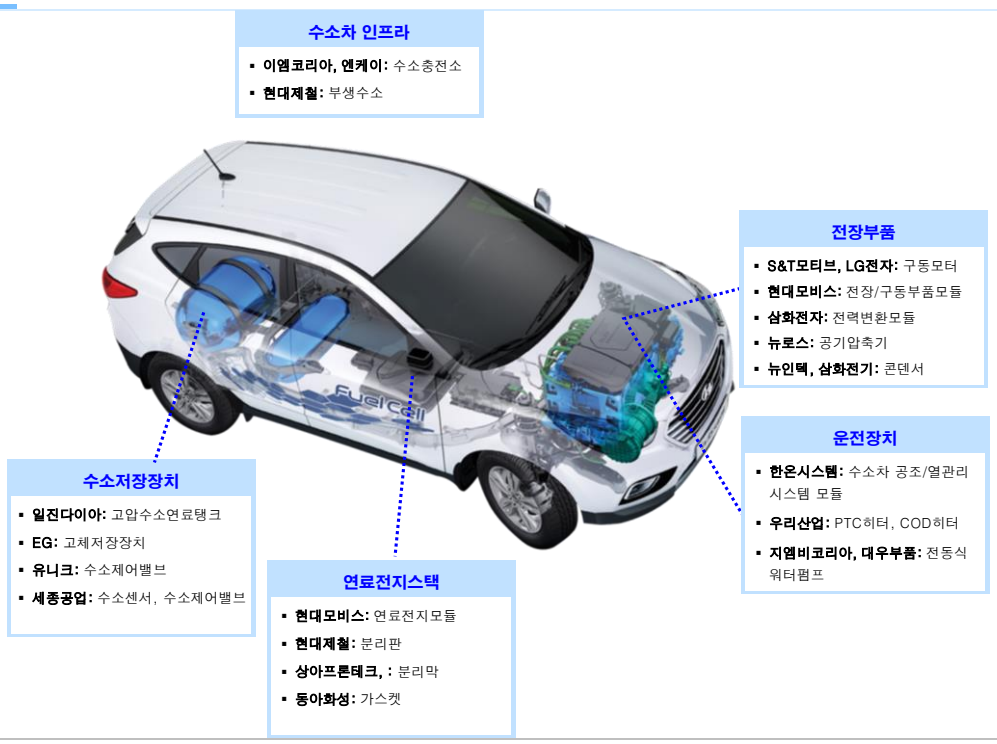


자료: 보도자료, 유진투자증권

대한민국 수소관련주들 전세계에서 투자매력 가장 높아

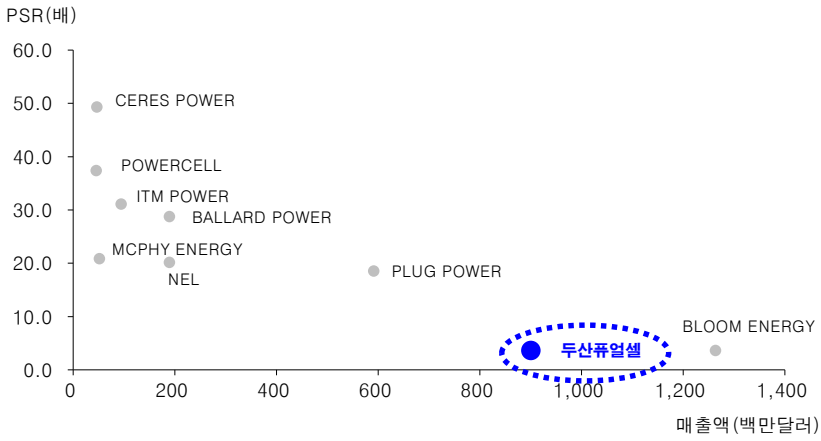
탄소배출 순제로를 달성하기 위한 그린수소 육성정책으로 글로벌 수소산업이 개화한다. 대한민국은 그동안 다른 국가들에 앞서 수소산업 육성정책을 시행해서 수소차, 수소연료전지 발전 부문에서 글로벌 경쟁력이 가장 높다. 하지만, 지속가능성이 의심받아왔는데, 그린수소의 확산으로 수소산업의 지속가능한 성장이 보장되게 되었다. 2025 년까지 전세계 수소산업의 최대 시장은 대한민국이다. 따라서 관련업체들은 국내에서 확보한 기술과 가격경쟁력을 바탕으로 해외시장에도 진출할 것으로 판단된다. 수소차는 현대차에 관련 부품을 납품하는 상아프론테크, 일진다이아, 수소연료전지 발전은 글로벌 1 위업체인 두산퓨얼셀과 부품공급업체인 진성티이씨를 추천한다.

도표 57 글로벌 수소차 관련업체들 핵심 소재/부품 국산화 완료 단계



자료: 유진투자증권

도표 58 두산퓨얼셀, 글로벌 수소관련업체들 중 가장 저평가(2022 년 매출 기준)



자료: 유진투자증권, Bloomberg

도표 59 글로벌 완성차업체들의 수소차 출시 계획

	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
현대차(승용)								넥소 후속 모델 출시 (2020. 7월 기준 3~4년 후)				
현대차(상용)	엑시언트 10대 수출 (7월) 추가 40대 수출 (연말)				수소연료전지 트럭 중국에서 선보일 예정(2022)						단계적으로 엑시언트 1,600대 수출 (~2025)	
도요타	2세대 미라이 출시 (2H 2020)											
폭스바겐					아우디 would produce a small series of a luxury SUV (2022 or 2023)							
BMW					BMW X5 기초의 Pilot 출시 (2022)						(이르면) 2025년 판매 개시	
다임러											볼보합작 heavy-duty vehicle 출시 (2025~2029 사이)	
PSA			Pilot으로 VAN 생산 예정 (2020)									
상해기차			MPV 모델인 G20FC 출시 계획 (2021)									
이치기차	홍치H5 시험주행 계획 (2020)											
장안기차			Range Extender FCEV 출시 계획 (2021)								일반 FCEV 출시계획 (2025)	
장성기차							첫 FCEV 승용차 출시 계획 (2023)					
니콜라			프로토 타입		Beta		Gamma (7대) SOP (Low Vol.) Pre-Series Production Build					

자료: Nikola, 유진투자증권

도표 60 현대 수소 콘셉트카 HDC-6 넵튠



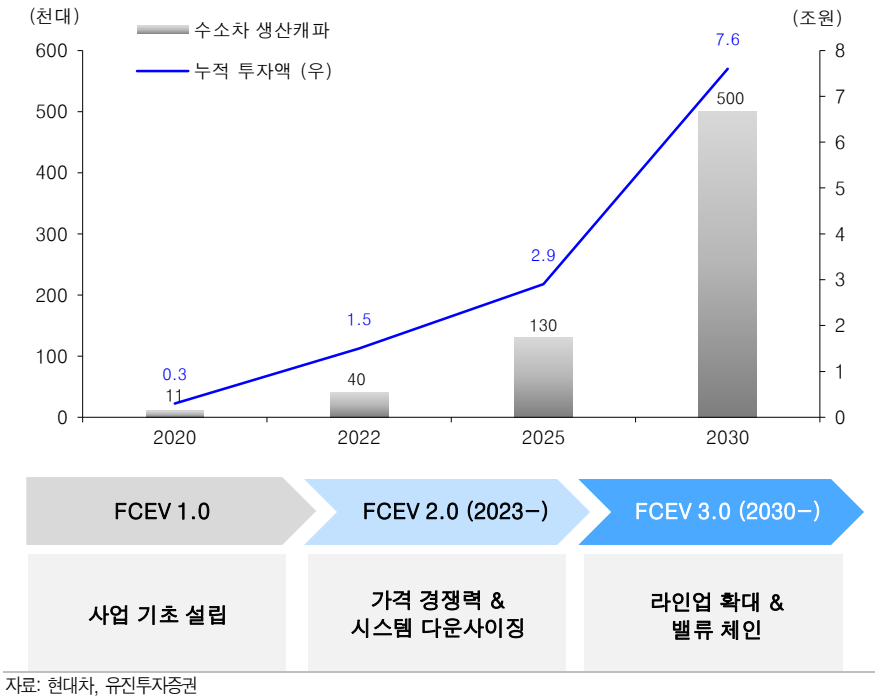
자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 61 현대 수소 상용차 엑시언트



자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 62 현대차 FCEV 비전



자료: 현대차, 유진투자증권

기업분석

두산솔루스(336370.KS)
BUY / TP 60,000 원

에코프로비엠(247540.KQ)
BUY / TP190,000 원

일진머티리얼즈(020150.KS)
BUY / TP 56,000 원

후성(093370.KS)
BUY / TP 13,000 원

신흥에스이씨(243840.KQ)
BUY / TP 60,000 원

천보(278280.KQ)
BUY / TP 200,000 원

씨에스윈드(112610.KS)
BUY/ TP 150,000 원

삼강엠앤티(100090.KQ)
BUY / TP 24,000 원

두산퓨얼셀(336260.KQ)
BUY / TP 61,000 원

진성티이씨(036890.KQ)
BUY / TP 14,000 원

상아프론테크(089980.KQ)
BUY / TP 57,000 원

전기차

두산솔루스(336370.KS)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

유럽에 특화된 전기차 소재 사업 매력적

BUY(유지)

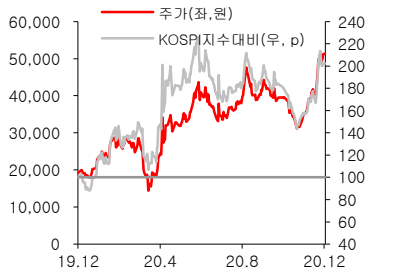
목표주가(12M, 상향)	**60,000 원**
현재주가(12/08)	**53,900 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	1,649
52 주 최고/최저(원)	55,600 / 13,650
52 주 일간 Beta	1.60
발행주식수(천주)	30,590
평균거래량(3M,천주)	436
평균거래대금(3M,백만원)	19,473
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	9.1
주요주주 지분율(%)	
두산(외 31 인)	65.2
자사주	0.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	53.8	25.1	34.8	180.0
KOSPI 대비상대수익률	42.0	12.6	11.1	150.3

Company vs KOSPI composite



▪ 2021 년 전지박 대량 생산 체제로 진입

두산솔루스는 헝가리 전지박 공장에서 올 4 분기 첫 상용 매출이 시작된다. 2020 년 23 억원, 2021 년 825 억원, 2022 년 2,250 억원으로 전지박 매출은 급증할 것으로 추정된다. 현재 1 만톤의 생산능력을 2022 년 하반기부터는 2.5 만톤으로 가져가고 2025 년에는 7.5 만톤까지 확장할 것으로 판단된다.

▪ 유럽 전기차향 전지박 수요 급증과 역내 생산업체들 유리한 구조

유럽 전기차 시장의 2020 년 판매증가는 전년대비 82%에 달할 것으로 예상된다. 코로나 경기부양안에 전기차 지원정책들이 포함되면서 유럽 대부분의 국가들에서 판매가 급증했다. 2021 년부터도 유럽의 전기차 시장 성장율은 평균 30% 이상일 것이다. 이에 따라 배터리셀업체들이 유럽으로 집결하고 있다. 2020 년 기준 유럽의 배터리 생산능력은 약 75GWh 에 불과하지만, 2025 년에는 512.5GWh 로 급증할 것으로 판단된다. 또한 EU 는 배터리 제조기준을 만들어서 역내의 업체들에게 유리한 정책을 펼칠 것으로 예상된다. 현재 유럽에서 핵심소재인 전지박 공장은 두산솔루스 밖에 없다. 경쟁업체들이 언젠가는 진입하겠지만, 당분간 동사의 선점효과가 높을 수 밖에 없다.

▪ 목표주가 상향

동사의 목표주가를 기존의 55,000 원에서 60,000 원으로 상향한다. 목표주가 기준 PER(우선주의 구주 전환 기준)은 2021 년 69.3 배에서 22 년 39.3 배, 23 년 26.5 배로 낮아진다. 증설이 확정된 2.5 만톤의 전지박 공장이 완공되어 풀캐파 생산이 가능한 시점이 2023 년이다. 유럽 전기차시장의 2019~2025 년 연평균 성장율은 38.2%로 추정된다. 유럽에 특화된 두산솔루스의 평균 PER 이 38 배 수준에서 오랜기간 유지될 것으로 판단되는 근거이다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	225.8	263.3	300.6	410.5	624.0
영업이익(십억원)	27.4	38.2	32.7	50.9	87.6
세전계속사업손익(십억원)	20.9	32.2	17.7	43.4	76.6
당기순이익(십억원)	16.3	25.1	11.4	34.3	60.5
EPS(원)	0	635	287	866	1,979
증감률(%)	-	-	(54.9)	202.1	128.5
PER(배)	-	84.9	188.0	62.2	27.2
ROE(%)	14.8	19.2	7.6	19.9	27.6
PBR(배)	-	14.9	13.8	11.3	8.5
EV/EBITDA(배)	-	71.2	69.0	46.5	29.7

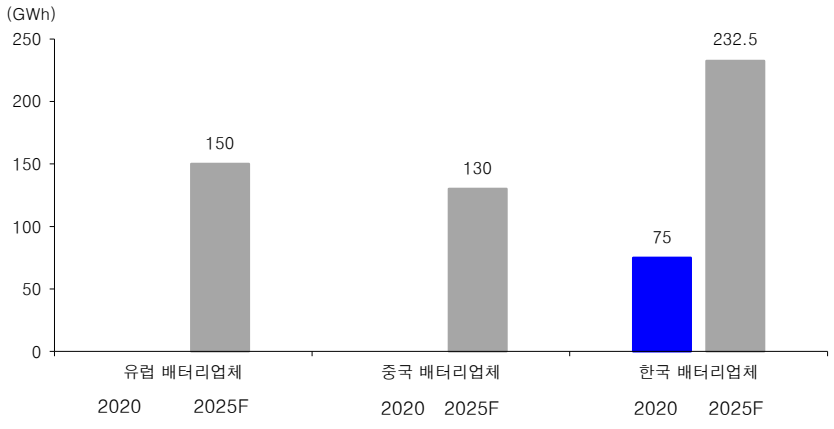
자료: 유진투자증권

도표 63 연간실적 전망

(십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**263.3**	**300.6**	**410.5**	**624.0**	**821.5**	**1007.0**	**1107.0**
증가율	16.6%	14.2%	36.6%	52.0%	31.7%	22.6%	9.9%
OLED	60.2	83.0	112.0	134.0	151.0	162.0	175.0
동박	160.7	171.0	168.0	211.0	243.0	256.0	261.0
전지박	0.0	2.3	82.5	225.0	367.5	525.0	600.0
바이오	42.4	44.3	48.0	54.0	60.0	64.0	71.0
매출원가	177.8	204.4	292.7	459.9	610.4	756.3	830.3
매출원가율	67.5%	68.0%	71.3%	73.7%	74.3%	75.1%	75.0%
매출총이익	85.5	96.2	117.8	164.1	211.1	250.7	276.8
판관비	47.3	63.5	66.9	76.5	86.0	97.0	105.0
판관비율	17.9%	21.1%	16.3%	12.3%	10.5%	9.6%	9.5%
영업이익	**38.2**	**32.7**	**50.9**	**87.6**	**125.1**	**153.7**	**171.8**
증가율	39.6	-14.5	55.7	72.1	42.8	22.9	11.7
영업이익률	14.5%	10.9%	12.4%	14.0%	15.2%	15.3%	15.5%
영업외손익	-6.0	-15.0	-7.5	-11.0	-11.8	-13.3	-15.3
세전이익	32.2	17.7	43.4	76.6	113.3	140.4	156.5
법인세	7.1	6.3	9.1	16.1	23.8	29.5	32.9
법인세율	22.0%	35.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	**25.1**	**11.4**	**34.3**	**60.5**	**89.5**	**110.9**	**123.6**
목표주가 기준 PER*			**69.3**	**39.3**	**26.5**	**21.4**	**19.2**

자료: 유진투자증권 ,
*** 우선주의 구주전환 기준**

도표 64 유럽시장의 배터리 증설 전망, 75GWh 에서 512.5GWh 로 급증 예상



자료: 유진투자증권

도표 65 코로나 이후 추가된 유럽의 전기차 지원정책

독일	▪ 전기차 구매 정부보조금 3천에서 6천유로로 인상(4만유로 이하의 차에 적용) ▪ 기업보조금까지 합산하면 전기차 최고 구매보조금은 대당 9천유로 ▪ 부가세 19%에서 16%로 하향
프랑스	▪ 전기차 보조금 대당 6천유로에서 7천유로로 상향(4.5만유로 이하의 차에 적용) ▪ 기업구매자들 5천유로/2천유로 보조금(5만유로 이하차, 주행거리 50km 이상차) ▪ 중고차 구매 프로그램 대당 5천유로/ 내연기관차는 3천유로(20만대까지 지원)
영국	▪ 중고차 교환 프로그램, 내연기관차에서 전기차로 교환 시 최대 6천 파운드 지원(예정)
네덜란드	▪ 전기차 구매 보조금 신차 4천유로/ 중고차 2천유로 ▪ 6월부터 2025년 7월까지 적용, 1.2~4.5만유로, 주행거리 120km 이상 차에 적용
스페인	▪ 중고차 교환 프로그램 도입 ▪ 10년 이상의 차 연비향상 신차 구매시 4천유로까지 지원 ▪ 연비에 따라 차등해 전기차로 구매 유도

자료 :보도자료, 유진투자증권

두산솔루스(336370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**260.2**	**310.6**	**381.4**	**461.5**	**588.6**
유동자산	145.0	163.1	169.4	166.5	184.2
현금성자산	54.9	88.0	88.2	45.4	13.2
매출채권	40.7	36.1	37.1	50.6	76.9
재고자산	46.4	36.1	41.2	67.5	91.0
비유동자산	115.2	147.5	212.0	295.0	404.4
투자자산	55.0	64.1	73.2	100.0	152.0
유형자산	50.7	74.0	129.6	185.9	243.6
기타	9.5	9.4	9.2	9.0	8.9
부채총계	**141.7**	**166.9**	**226.4**	**272.2**	**338.8**
유동부채	43.6	58.7	78.0	93.7	120.2
매입채무	25.0	36.1	51.1	61.9	83.0
유동성이자부채	15.5	19.5	23.9	28.7	34.1
기타	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
비유동부채	98.1	108.2	148.4	178.5	218.6
비유동이자부채	79.5	89.5	129.5	159.5	199.5
기타	18.6	18.7	18.9	19.0	19.1
자본총계	**118.5**	**143.7**	**155.0**	**189.3**	**249.9**
지배지분	118.5	143.7	155.0	189.3	249.9
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	42.7	42.7	42.7	42.7	42.7
이익잉여금	69.8	94.9	106.3	140.6	201.1
기타	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**118.5**	**143.7**	**155.0**	**189.3**	**249.9**
총차입금	95.0	109.0	153.4	188.2	233.6
순차입금	40.1	21.0	65.2	142.8	220.3

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**225.8**	**263.3**	**300.6**	**410.5**	**624.0**
증가율(%)	0.0	16.6	14.2	36.6	52.0
매출원가	164.6	177.8	204.4	292.7	459.9
매출총이익	**61.2**	**85.5**	**96.2**	**117.8**	**164.1**
판매 및 일반관리비	33.8	47.3	63.5	66.9	76.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**27.4**	**38.2**	**32.7**	**50.9**	**87.6**
증가율(%)	(0.0)	39.6	(14.5)	55.7	72.1
EBITDA	**32.2**	**45.1**	**47.3**	**71.7**	**114.8**
증가율(%)	1.5	40.3	4.8	51.8	60.1
영업외손익	**(6.5)**	**(6.0)**	**(15.0)**	**(7.5)**	**(11.0)**
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	3.0	3.9	4.7	6.0	7.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(3.6)	(2.1)	(10.4)	(1.6)	(3.5)
세전순이익	**20.9**	**32.2**	**17.7**	**43.4**	**76.6**
증가율(%)	(0.9)	54.2	(45.1)	145.4	76.5
법인세비용	4.6	7.1	6.3	9.1	16.1
당기순이익	**16.3**	**25.1**	**11.4**	**34.3**	**60.5**
증가율(%)	(2.2)	54.3	(54.9)	202.1	76.5
지배주주지분	16.3	25.1	11.4	34.3	60.5
증가율(%)	(2.2)	54.3	(54.9)	202.1	76.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**0**	**635**	**287**	**866**	**1,979**
증가율(%)	-	-	(54.9)	202.1	128.5
수정EPS(원)	0	822	371	1,121	1,979
증가율(%)	적지	적지	(54.9)	202.1	76.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**11.0**	**67.9**	**74.6**	**55.2**	**97.3**
당기순이익	16.3	25.1	11.4	34.3	60.5
자산상각비	4.8	6.9	14.6	20.8	27.2
기타비현금성손익	0.0	9.8	39.8	29.2	38.2
운전자본증감	(10.1)	26.1	8.9	(29.1)	(28.7)
매출채권감소(증가)	(3.7)	4.6	(1.0)	(13.5)	(26.3)
재고자산감소(증가)	(4.9)	10.4	(5.1)	(26.3)	(23.5)
매입채무증가(감소)	(1.7)	11.1	15.0	10.8	21.1
기타	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(10.0)**	**(38.8)**	**(78.8)**	**(102.8)**	**(134.8)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(8.8)	(8.8)	(25.8)	(50.1)
설비투자	(10.0)	(30.0)	(70.0)	(77.0)	(84.7)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	**0.0**	**4.0**	**4.4**	**4.8**	**5.3**
차입금증가	0.0	4.0	4.4	4.8	5.3
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**1.0**	**33.1**	**0.2**	**(42.7)**	**(32.2)**
기초현금	3.9	4.9	38.0	38.2	(4.6)
기말현금	4.9	38.0	38.2	(4.6)	(36.8)
Gross Cash flow	21.1	41.8	65.7	84.3	126.0
Gross Investment	20.1	12.7	69.9	131.9	163.5
Free Cash Flow	**1.0**	**29.1**	**(4.2)**	**(47.6)**	**(37.5)**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	0	635	287	866	1,979
BPS	0	3,628	3,915	4,781	6,309
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	84.9	188.0	62.2	27.2
PBR	-	14.9	13.8	11.3	8.5
EV/ EBITDA	-	71.2	69.0	46.5	29.7
배당수익율	-	-	-	-	-
PCR	-	51.1	32.5	25.3	16.9
수익성(%)					
영업이익율	12.1	14.5	10.9	12.4	14.0
EBITDA이익율	14.2	17.1	15.7	17.5	18.4
순이익율	7.2	9.6	3.8	8.4	9.7
ROE	14.8	19.2	7.6	19.9	27.6
ROIC	21.8	28.6	16.6	20.9	24.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	33.8	14.6	42.1	75.4	88.2
유동비율	332.7	278.0	217.1	177.8	153.3
이자보상배율	9.2	9.7	7.0	8.4	11.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
매출채권회전율	5.8	6.9	8.2	9.4	9.8
재고자산회전율	5.1	6.4	7.8	7.6	7.9
매입채무회전율	8.7	8.6	6.9	7.3	8.6

전기차

에코프로비엠(247540.KQ)

Greem Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

2021 년도 고성장 예상

BUY(유지)

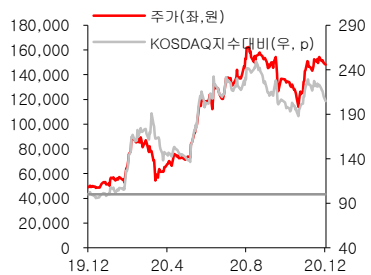
목표주가(12M, 상향)	190,000 원
현재주가(12/08)	148,900원

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	3,132
52 주 최고/최저(원)	165,400 / 48,350
52 주 일간 Beta	1.15
발행주식수(천주)	21,035
평균거래량(3M,천주)	261
평균거래대금(3M,백만원)	37,085
배당수익률(20F, %)	#-
외국인 지분율(%)	6.0
주요주주 지분율(%)	
에코프로 외 5 인	53.3
자사주	0.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	0.9	25.4	203.9
KOSPI 대비상대수익률	-4.8	-2.3	5.0	159.5

Company vs KOSPI composite



▪ 2021 년 영업이익 60% 증가 예상

2021 년 에코프로비엠의 매출액과 영업이익은 각각 1.2 조원, 949 억원으로 올 해 대비 각각 43%, 60% 증가할 것으로 예상된다. CAM5 3 만톤 캐파 중 1 만톤이 올 하반기부터 본격 가동되었는데 내년에는 순차적으로 3 만톤 전체가 가동을 시작할 것으로 판단된다. CAM5 는 최근 수요가 급증하는 SKI 향 NCM 배터리향 양극재를 공급하고 있다.

▪ 유럽이어 미국까지 고성장세 진입, 동사의 대규모 증설 추세 유지될 것

2018 년 1.7 만톤이던 동사의 양극재 실가동 기준 생산능력은 2020 년 만 4 만톤, 2021 년 6 만톤, 2022 년 9 만톤(에코프로이엠 포함)에 달할 것으로 예상된다. CAM5 추가공장도 건물부터 건설하고 있어서 증설폭이 더 커질수 있다. 동사 전기차 배터리 소재수요의 중심은 올 해까지는 유럽이다. 2020 년 유럽의 전기차 판매는 전년대비 82% 급증할 것으로 추정된다. 내년부터는 미국시장이 재성장세로 전환된다. 바이든 당선으로 전기차 연방보조금 20 만대 상한 폐지와 연비규제 강화가 예상되기 때문이다. 미국시장의 재성장세 진입은 동사와 같은 대한민국 배터리 관련업체들에게 큰 호재이다.

▪ 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 기존의 13 만원에서 19 만원으로 상향한다. 목표주가는 2022 년 EPS 기준 PER 배를 32 배 수준이다. 확정된 증설물량이 가동되는 2022 년 실적을 기준으로 했다. 2019~2025 년 중국을 제외한 전기차 시장의 연평균 성장율은 35%이다. 관계사인 에코프로씨엔지의 배터리 라싸이클 공장이 2021 년 2 분기에 완공되면 연각 양극재 소재 약 1.2 만톤을 낮은 가격에 조달할 수 있어서 동사의 이익률과 가치평가 상승에 기여할 것으로 판단된다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	589.2	616.1	874.8	1,251.1	1,905.0
영업이익(십억원)	50.3	37.0	59.5	94.9	166.6
세전계속사업손익(십억원)	42.9	28.3	51.1	85.6	157.1
당기순이익(십억원)	36.9	34.5	47.3	66.8	121.0
EPS(원)	131.9	-25.4	36.0	41.1	81.2
증감률(%)	131.9	-25.4	36.0	41.1	81.2
PER(배)	-	31.3	64.7	45.8	25.3
ROE(%)	26.7	13.0	12.1	14.9	22.3
PBR(배)	-	2.9	7.4	6.4	5.1
EV/EBITDA(배)	2.5	19.3	33.8	24.4	15.5

자료: 유진투자증권

도표 66 연간실적 전망

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**589.2**	**616.1**	**874.8**	**1,251.1**	**1,905.0**	**2,415.3**	**2,788.0**	**3,141.5**
제품별 yoy 증가율	103%	5%	42%	43%	52%	27%	15%	13%
제품별 매출액								
Non-IT	424.6	450.4	501.8	506.7	501.0	503.0	502.0	504.0
EV	125.2	143.4	331.8	693.8	693.8	1,350.0	1,851.0	2,213.0
ESS	35.1	16.7	33.6	40.0	43.0	50.0	61.0	69.0
기타	4.4	5.6	7.6	10.6	11.0	11.3	12.0	12.5
제품별 매출비중(%)								
Non-IT	72.1	73.1	57.4	40.5	26.3	20.8	18.0	16.0
EV	21.2	23.3	37.9	55.5	70.9	76.6	79.4	81.4
ESS	6.0	2.7	3.8	3.2	2.3	2.1	2.2	2.2
기타	0.7	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
영업이익	**50.3**	**37.0**	**59.5**	**94.9**	**166.6**	**224.3**	**263.8**	**303.0**
yoy증가율	125.8%	-26.5%	60.6%	59.6%	75.6%	34.6%	17.7%	14.8%
영업이익률	8.5%	6.0%	6.8%	7.6%	8.7%	9.3%	9.5%	9.6%
세전이익	42.9	28.3	51.1	85.6	157.1	215.8	256.3	296.5
당기순이익	**36.9**	**34.5**	**47.3**	**66.8**	**121.0**	**166.1**	**197.4**	**228.3**

자료: 유진투자증권

에코프로비엠(247540.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**211.6**	**245.5**	**304.1**	**349.6**	**466.3**
현금및 현금성자산	9.6	20.1	37.0	19.6	85.2
단기금융상품	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	61.2	65.5	91.0	128.0	157.0
재고자산	138.7	158.9	175.0	201.0	223.0
기타	2.1	1.1	1.1	1.1	1.1
비유동자산	**252.8**	**404.8**	**455.7**	**502.4**	**552.2**
투자자산	5.8	14.0	14.6	15.1	15.8
유형자산	233.1	376.7	427.9	474.8	524.6
무형자산	14.0	14.1	13.2	12.5	11.8
자산총계	**464.5**	**650.4**	**759.8**	**852.0**	**1,018.5**
유동부채	**206.1**	**137.9**	**172.7**	**162.9**	**183.0**
매입채무	91.1	50.3	85.0	78.0	103.0
단기차입금	98.5	73.1	73.1	70.1	65.1
기타유동부채	16.5	14.5	14.7	14.8	14.9
비유동성부채	**97.8**	**142.3**	**172.6**	**207.9**	**233.3**
장기금융부채	91.3	133.7	163.7	198.7	223.7
기타	6.4	8.6	8.9	9.3	9.6
부채총계	**303.9**	**280.1**	**345.3**	**370.8**	**416.3**
자본금	8.1	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	95.6	271.0	271.0	271.0	271.0
자본조정	1.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	137.2	204.0	325.0
자본총계	**160.5**	**370.2**	**414.5**	**481.2**	**602.2**
순차입금	**180.2**	**186.6**	**199.7**	**249.2**	**203.5**

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**589.2**	**616.1**	**874.8**	**1,251.1**	**1,905.0**
매출원가	509.6	543.0	765.8	1,102.1	1,676.4
매출총이익	**79.6**	**73.1**	**109.0**	**149.0**	**228.6**
판매비및관리비	29.3	36.0	49.5	54.1	62.0
영업이익	**50.3**	**37.0**	**59.5**	**94.9**	**166.6**
영업외손익	**-7.4**	**-8.7**	**-8.4**	**-9.3**	**-9.5**
이자수익	0.0	0.7	1.3	1.9	2.9
이자비용	6.4	4.5	4.3	4.9	5.5
외환손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타	-13.8	-12.3	-13.9	-16.1	-17.9
세전계속사업손익	**42.9**	**28.3**	**51.1**	**85.6**	**157.1**
계속사업법인세비용	6.0	-6.1	3.8	18.8	36.1
계속사업이익	36.9	34.5	47.3	66.8	121.0
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**36.9**	**34.5**	**47.3**	**66.8**	**121.0**
(포괄손익)	36.9	34.5	47.3	66.8	121.0
EBITDA	72.8	66.2	98.2	137.9	214.1
매출총이익률	13.5	11.9	12.5	11.9	12.0
EBITDA마진율(%)	12.3	10.8	11.2	11.0	11.2
영업이익률(%)	8.5	6.0	6.8	7.6	8.7
세전계속사업이익률	7.3	4.6	5.8	6.8	8.2
ROA(%)	9.7	6.2	6.7	8.3	12.9
ROE(%)	26.7	13.0	12.1	14.9	22.3
수정ROE*(%)	26.7	13.0	12.1	14.9	22.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금	**23.7**	**12.6**	**79.5**	**40.2**	**143.0**
당기순이익	36.9	34.5	47.3	66.8	121.0
비현금수익비용가감	39.4	38.9	39.0	43.3	47.9
유형자산감가상각비	20.4	26.7	36.3	40.7	45.4
무형자산상각비	2.0	2.4	2.4	2.3	2.2
기타현금수익비용	-0.3	0.9	0.3	0.3	0.3
영업활동 자산부채변동	-50.5	-54.9	-6.8	-69.9	-25.9
매출채권 감소(증가)	-21.3	-4.8	-25.5	-37.0	-29.0
재고자산 감소(증가)	-75.7	-21.0	-16.1	-26.0	-22.0
매입채무 증가(감소)	46.6	-31.2	34.7	-7.0	25.0
기타자산,부채변동	0.0	2.1	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금	**-73.0**	**-182.3**	**-89.6**	**-89.7**	**-97.4**
유형자산처분(취득)	-72.8	-181.8	-87.5	-87.6	-95.3
무형자산감소(증가)	-0.3	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산감소(증가)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	0.7	-0.6	-0.6	-0.6
재무활동 현금	**45.0**	**180.2**	**26.9**	**32.0**	**20.0**
차입금의 증가(감소)	41.8	14.9	30.0	32.0	20.0
자본의 증가(감소)	9.7	175.6	-3.1	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0
기타재무활동	-6.5	-10.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-4.2**	**10.6**	**16.9**	**-17.4**	**65.6**
기초현금	13.8	9.6	20.1	37.0	19.6
기말현금	9.6	20.1	37.0	19.6	85.2

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
투자지표					
PER(배)	-	31.3	64.7	45.8	25.3
수정 PER(배)	-	31.3	64.7	45.8	25.3
PBR(배)	-	2.9	7.4	6.4	5.1
배당수익율(%)	0.0	0.0	-	-	-
EV/ EBITDA(배)	2.5	19.3	33.8	24.4	15.5
성장성(%,YOY)					
매출액	103.3	4.6	42.0	43.0	52.3
영업이익	125.6	-26.3	60.4	59.6	75.6
세전계속사업손익	181.7	-33.9	80.3	67.5	83.5
포괄손익	143.1	-6.4	37.2	41.1	81.2
EPS	131.9	-25.4	36.0	41.1	81.2
안정성(배,%)					
유동비율	102.7	178.1	176.0	214.7	254.8
부채비율	189.3	75.7	83.3	77.1	69.1
이자보상배율	7.8	8.3	13.9	19.3	30.1
순차입금/자기자본	1.1	0.5	0.5	0.5	0.3
주당지표(원)					
EPS	2,268.1	1,693.0	2,301.9	3,248.0	5,884.8
수정EPS	2,268.1	1,693.0	2,301.9	3,248.0	5,884.8
BPS	9,879.7	18,009.7	20,162.2	23,410.2	29,295.0
EBITDA/Share	4,477.4	3,252.1	4,775.7	6,708.6	10,417.6
CFPS	4,693.4	3,605.3	4,200.4	5,356.4	8,214.7
DPS	-	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

전기차

일진머티리얼즈(020150.KS)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

말레이시아 공장 증설 효과 커지는 2021 년

BUY(유지)

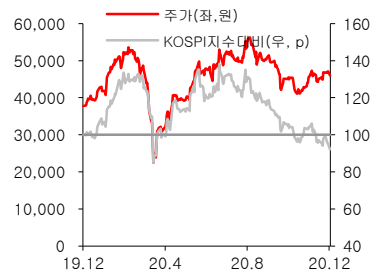
목표주가(12M, 상향)	**56,000 원**
현재주가(12/08)	**46,000 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,121
52 주 최고/최저(원)	57,900 / 21,700
52 주 일간 Beta	1.64
발행주식수(천주)	46,111
평균거래량(3M,천주)	335
평균거래대금(3M,백만원)	15,213
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	7.8
주요주주 지분율(%)	
허재명 (외 4 인)	53.4
국민연금공단 (외 1 인)	7.1
일진머티리얼즈우리사주	0.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-9.1	-3.1	21.7
KOSPI 대비상대수익률	-11.0	-21.5	-26.7	-8.0

Company vs KOSPI composite



▪ 말레이시아 공장 2 만톤에서 4 만톤으로 증설

동사의 말레이시아 공장은 2020 년말 기준 2 만톤의 일렉포일 생산능력을 보유하고 있고, 내년 하반기에는 4 만톤으로 확대된다. 관련 일렉포일 매출액도 2020 년 3,181 억원에서 2021 년 4,488 억원으로 증가할 것으로 추정된다. 국내에 1.5 만톤의 생산능력을 더해 일진머티리얼즈는 총 10 만톤까지는 증설을 하겠다는 계획이다.

▪ 중국 전기차 시장 턴어라운드도 긍정적

동사는 중국의 BYD, Lishen, BAK, Causlight 등의 배터리업체들도 주고객으로 확보하고 있다. 보조금 감축과 코로나 여파로 상반기까지 역성장했던 중국 전기차 시장이 급격히 개선되고 있다. 중국정부가 전기차 보조금 폐지를 2 년간 미루었고, 탄소배출 중립을 발표하면서 2035 년부터 가솔린과 디젤차 판매 금지를 선언했다. 중국의 전기차 의무판매비율이 상향될 것으로 판단되어, 일진머티리얼즈의 중국향 일렉포일 수요에 긍정적이다.

▪ 유럽과 중국시장 상황 반영해 목표주가 상향

동사에 대해 목표주가를 54,000 원에서 56,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2022 년 실적기준 EPS 기준 PER 35 배 수준이다. 말레이시아 공장 2 만톤 증설의 효과가 2022 년 하반기부터 나타나기 때문에 이를 기준으로 가치산정을 했다. 동사는 국내 배터리업체들과 중국 배터리업체들을 동시에 고객으로 확보하고 있다는 점이 강점이고 경쟁업체들 대비 프리미엄을 받을 수 있는 여지가 있다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	502.0	550.2	563.4	753.5	940.3
영업이익(십억원)	48.7	46.9	52.8	78.5	94.9
세전계속사업손익(십억원)	53.7	55.1	55.3	79.4	95.9
당기순이익(십억원)	41.3	46.8	44.8	62.0	74.8
EPS(원)	897	1,016	973	1,344	1,621
증감률(%)	-8.8	13.2	-4.2	38.2	20.7
PER(배)	45.7	42.1	47.3	34.2	28.4
ROE(%)	7.8	8.5	7.6	9.6	10.5
PBR(배)	3.6	3.5	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA(배)	502.0	550.2	563.4	753.5	940.3

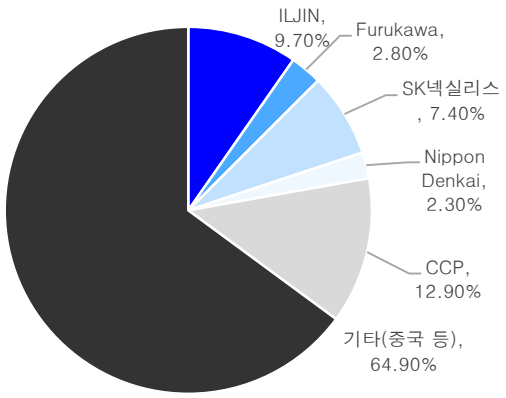
자료: 유진투자증권

도표 67 연간실적 전망

(십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액(수익)	**502.0**	**550.2**	**563.4**	**753.5**	**940.3**	**1,179.4**	**1,285.8**	**1,511.8**
ICS(PCB용)	74.6	61.2	56.5	64.4	66.6	66.9	67.1	67.4
I2B(2차전지용)	219.1	243.8	318.1	448.8	621.5	847.5	960.5	1182.1
IHT(FPCB)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	25.4
기타	24.9	33.4	43.4	49.4	51.2	53.0	55.2	57.3
자회사	183.5	211.7	145.4	191.0	201.0	212.0	190.6	179.6
매출비중								
ICS(PCB용)	14.9%	11.1%	10.0%	8.5%	7.1%	5.7%	5.2%	4.5%
I2B(2차전지용)	43.6%	44.3%	56.5%	59.6%	66.1%	71.9%	74.7%	78.2%
IHT(FPCB)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.7%
기타	5.0%	6.1%	7.7%	6.6%	5.4%	4.5%	4.3%	3.8%
자회사	36.5%	38.5%	25.8%	25.3%	21.4%	18.0%	14.8%	11.9%
영업이익	**48.7**	**46.9**	**52.8**	**78.5**	**94.9**	**124.8**	**137.1**	**167.3**
별도 영업이익	42.3	34.0	31.5	67.6	89.5	119.0	132.1	162.0
자회사 영업이익	6.4	12.9	21.2	10.9	5.4	5.8	5.0	5.3
세전이익	53.7	55.1	55.3	79.4	95.9	125.2	137.9	168.5
순이익	**41.3**	**46.8**	**44.8**	**62.0**	**74.8**	**97.6**	**107.6**	**131.5**

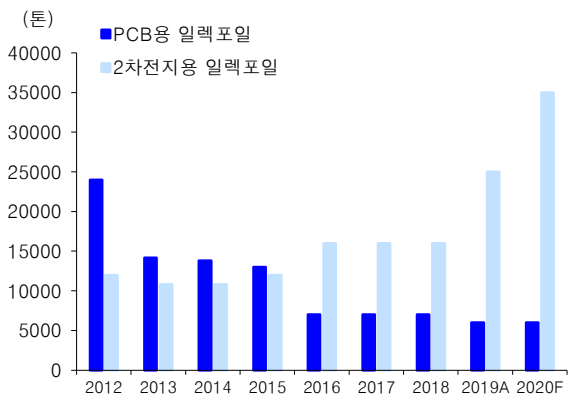
자료 : 유진투자증권

도표 68 2 차전지용 일렉포일 세계시장 점유율(2019 년)



자료: 일진머티리얼즈, 유진투자증권

도표 69 연간 생산 Capa 추이



자료: 일진머티리얼즈, 유진투자증권

일진머티리얼즈 (020151.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**692.2**	**1,036.9**	**1,102.5**	**1,197.5**	**1,289**
유동자산	357.5	592.7	566.4	563.6	577
현금성자산	197.1	400.8	322.7	273.1	240
매출채권	78.2	90.7	132.3	152.0	176.0
재고자산	51.2	83.9	94.0	121.0	143.0
비유동자산	334.7	444.2	536.2	633.9	712.6
투자자산	59.0	64.1	66.7	69.4	72.2
유형자산	271.5	374.6	463.3	557.7	633.2
기타	4.3	5.6	6.2	6.8	7.3
부채총계	**163.8**	**212.7**	**235.8**	**268.8**	**285.9**
유동부채	109.0	101.0	121.7	152.3	166.9
매입채무	62.3	69.6	93.5	123.9	138.2
유동성이자부채	14.9	4.5	4.5	4.5	4.5
기타	31.9	26.9	23.7	23.9	24.1
비유동부채	54.8	111.7	114.1	116.5	119.0
비유동이자부채	24.2	54.5	54.5	54.5	54.5
기타	30.6	57.2	59.6	62.0	64.5
자본총계	**528.4**	**824.2**	**866.8**	**928.7**	**1,003.5**
지배지분	528.4	571.3	613.9	675.8	750.6
자본금	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
자본잉여금	385.4	385.4	385.4	385.4	385.4
이익잉여금	109.8	154.1	196.6	258.6	333.4
기타	10.2	8.7	8.7	8.7	8.7
비지배지분	0.0	252.9	252.9	252.9	252.9
자본총계	**528.4**	**824.2**	**866.8**	**928.7**	**1,003.5**
총차입금	39.1	59.0	59.0	59.0	59.0
순차입금	(158.0)	(341.8)	(263.7)	(214.0)	(181.0)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**502.0**	**550.2**	**563.4**	**753.5**	**940.3**
증가율(%)	10.6	9.6	2.4	33.8	24.8
매출원가	422.5	472.8	478.3	639.5	806.4
매출총이익	**79.5**	**77.4**	**85.1**	**114.0**	**133.9**
판매 및 일반관리비	30.8	30.5	32.3	35.5	39.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**48.7**	**46.9**	**52.8**	**78.5**	**94.9**
증가율(%)	(1.6)	(3.8)	12.7	48.8	20.8
EBITDA	**73.5**	**81.5**	**99.9**	**135.6**	**161.3**
증가율(%)	0.5	11.0	22.6	35.7	18.9
영업외손익	**5.0**	**8.2**	**2.6**	**0.9**	**1.0**
이자수익	3.0	1.5	1.6	2.4	3.1
이자비용	1.4	1.0	3.4	1.4	1.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	3.4	7.8	4.4	(0.1)	(0.7)
세전순이익	**53.7**	**55.1**	**55.3**	**79.4**	**95.9**
증가율(%)	29.2	2.6	0.5	43.5	20.7
법인세비용	12.4	10.7	10.5	17.5	21.1
당기순이익	**41.3**	**46.8**	**44.8**	**62.0**	**74.8**
증가율(%)	(2.1)	13.4	(4.2)	38.2	20.7
지배주주지분	41.3	46.8	44.8	62.0	74.8
증가율(%)	(2.1)	13.4	(4.2)	38.2	20.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**897**	**1,016**	**973**	**1,344**	**1,621**
증가율(%)	(8.8)	13.2	(4.2)	38.2	20.7
수정EPS(원)	897	1,016	973	1,344	1,621
증가율(%)	(8.8)	13.2	(4.2)	38.2	20.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**86.0**	**48.2**	**63.3**	**105.1**	**112.1**
당기순이익	41.3	46.8	44.8	62.0	74.8
자산상각비	24.7	34.7	47.2	57.0	66.4
기타비현금성손익	(3.3)	0.2	(1.2)	2.4	2.5
운전자본증감	6.2	(37.1)	(27.6)	(16.3)	(31.6)
매출채권감소(증가)	(4.3)	(7.5)	(41.5)	(19.7)	(24.0)
재고자산감소(증가)	6.2	(35.3)	(10.1)	(27.0)	(22.0)
매입채무증가(감소)	2.3	7.9	24.0	30.3	14.4
기타	2.0	(2.2)	0.1	0.1	0.1
투자현금	**(61.9)**	**(46.9)**	**(141.9)**	**(157.6)**	**(148.2)**
단기투자자산감소	61.8	76.3	(2.8)	(2.9)	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.9)	(2.0)	(2.1)
설비투자	(119.0)	(132.0)	(135.2)	(150.7)	(141.0)
유형자산처분	0.0	16.9	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.4)	(1.9)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
재무현금	**(18.1)**	**283.3**	**(2.3)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	8.5	33.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	(26.6)	0.0	(2.3)	0.0	0.0
배당금지급	29.9	0.0	2.3	0.0	0.0
현금 증감	**6.9**	**279.9**	**(80.9)**	**(52.5)**	**(36.1)**
기초현금	46.2	53.1	333.0	252.1	199.6
기말현금	53.1	333.0	252.1	199.6	163.5
Gross Cash flow	79.8	98.5	90.8	121.4	143.7
Gross Investment	117.6	160.3	166.7	171.1	176.8
Free Cash Flow	**(37.8)**	**(61.8)**	**(75.8)**	**(49.7)**	**(33.1)**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	897	1,016	973	1,344	1,621
BPS	11,460	12,390	13,313	14,657	16,278
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	45.7	42.1	47.3	34.2	28.4
PBR	3.6	3.5	3.5	3.1	2.8
EV/ EBITDA	23.6	20.0	18.6	14.1	12.0
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	23.7	20.0	23.3	17.5	14.8
수익성(%)					
영업이익율	9.7	8.5	9.4	10.4	10.1
EBITDA이익율	14.6	14.8	17.7	18.0	17.2
순이익율	8.2	8.5	8.0	8.2	8.0
ROE	7.8	8.5	7.6	9.6	10.5
ROIC	13.5	9.9	8.7	10.1	10.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.9)	(41.5)	(30.4)	(23.0)	(18.0)
유동비율	327.9	586.9	465.3	370.1	345.5
이자보상배율	33.9	46.0	15.4	55.5	67.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.7	0.8
매출채권회전율	6.9	6.5	5.1	5.3	5.7
재고자산회전율	9.2	8.1	6.3	7.0	7.1
매입채무회전율	8.8	8.3	6.9	6.9	7.2

전기차

후성(093370.KS)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

반도체, 전기차 소재공장 증설 효과 본격화

BUY(유지)

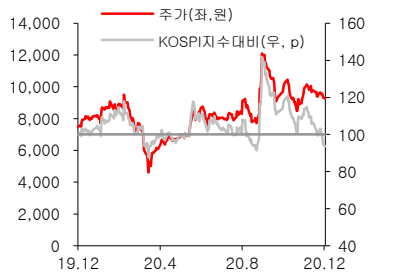
목표주가(12M, 유지)	**13,000 원**
현재주가(12/08)	**9,350 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	866
52 주 최고/최저(원)	12,700 / 4,600
52 주 일간 Beta	1.37
발행주식수(천주)	92,607
평균거래량(3M,천주)	2,081
평균거래대금(3M,백만원)	21,131
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	4.1
주요주주 지분율(%)	
김용민 (외 11 인)	49.6
국민연금공단 (외 1 인)	7.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	-22.1	6.7	24.7
KOSPI 대비상대수익률	-17.6	-34.5	-16.9	-5.1

Company vs KOSPI composite



▪ 중국 전기차 시장 성장의 최대 수혜주

후성은 전기차 배터리용 전해액 첨가제 LiPF6 의 중국 공장(후성과기)을 기존의 400 톤에서 **3,800 톤으로 증설**하고 있다. 올 3 분기 기준 2 천톤이 완공가동되고 있고, 추가 1,400 톤도 완공 후 시운전중이다. 따라서 내년부터 중국 공장의 증설효과가 본격적으로 나타난다. 올 3 분기 실적에서부터 증설의 효과가 일부 나오면서 영업흑자를 유지한 것으로 판단된다. 중국전기차 시장이 재성장세로 진입했고, 2035 년부터 가솔린, 디젤차 산차 판매가 금지되기 때문에 전기차 시장의 성장은 고공비행을 할 것으로 예상된다. 후성과기는 중국의 최상위 전해액업체와 JV 이기 때문에, 중국의 메이져 배터리업체들을 고객으로 확보하고 있다.

▪ 반도체 특수가스도 중국에 증설

동사는 반도체 특수가스인 WF6 의 중국공장 생산능력을 400 톤에서 900 톤으로 늘리고 있다. 현재 시운전중으로 내년초부터 상업생산이 시작된다. 삼성반도체, SK 하이닉스 등의 중국공장에 공급하기로 계약을 맺은 상태에서 증설되는 것이기 때문에 내년부터 매출 증가 가시성이 높다. 반도체 특수가스의 마진율이 배터리 소재대비 높기 때문에 내년부터 전사 이익률이 점진적으로 상승할 것으로 판단된다.

▪ 2021 년부터 턴어라운드 본격화

후성의 2021 년 매출액과 영업이익은 각각 3,053 억원, 269 억원으로 올 해 대비 17%, 293% 증가할 것으로 추정된다. 중국에 증설된 전기차 배터리 소재와 반도체 특수가스 공장에서 본격적으로 매출 증가가 발생하기 때문이다. 두 아이템 모두 중장기 성장이 가능하고, 글로벌 최대 시장에 위치하고 있어 동사의 가치 상승은 긍정적이다. 기존 목표주가 13,000 원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	274.9	248.9	260.8	305.3	371.7
영업이익(십억원)	39.6	13.4	6.9	26.9	43.3
세전계속사업손익(십억원)	35.9	3.9	0.7	22.7	39.5
당기순이익(십억원)	28.1	0.2	-1.9	17.7	30.8
EPS(원)	333	87	0	192	333
증감률(%)	4.4	-73.7	적전	흑전	73.7
PER(배)	22.3	93.4	-	48.8	28.1
ROE(%)	16.0	3.9	0.0	8.1	12.6
PBR(배)	3.3	3.6	4.1	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	12.7	22.3	26.6	17.6	13.6

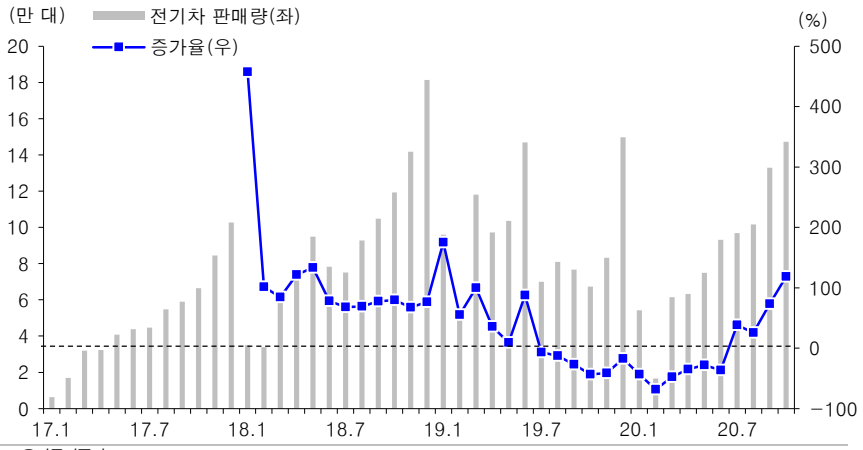
자료: 유진투자증권

도표 70 연간실적 전망

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**274.9**	**248.9**	**260.8**	**305.3**	**371.7**	**457.3**	**519.0**	**575.8**
YoY증가율	10.5%	-9.5%	4.7%	17.1%	21.7%	23.0%	13.5%	10.9%
냉매	94.2	85.7	68.6	72.4	72.4	72.3	73.8	74.3
불소화합물	178.6	163.2	192.2	232.9	299.3	384.9	445.2	501.5
매출비중								
냉매	34.2	34.4	26.3	23.7	19.5	15.8	14.2	12.9
불소화합물	65.0	65.6	73.7	76.3	80.5	84.2	85.8	87.1
영업이익	**39.6**	**13.4**	**6.9**	**26.9**	**43.3**	**62.5**	**74.0**	**83.0**
YoY증가율	11.6%	-66.1%	-49.0%	293.1%	60.8%	44.3%	18.3%	12.3%
영업이익률	14.4%	5.4%	2.6%	8.8%	11.7%	13.7%	14.2%	14.4%
세전이익	**35.9**	**3.9**	**0.7**	**22.7**	**39.5**	**58.8**	**71.2**	**81.3**
당기순이익	**28.1**	**0.2**	**(1.9)**	**17.7**	**30.8**	**45.9**	**54.8**	**62.6**
EPS	333.2	87.5	-0.2	191.1	332.6	495.6	591.7	676.0
목표주가 기준 PER	16.1	148.6	-	68.0	39.1	26.2	22.0	19.2

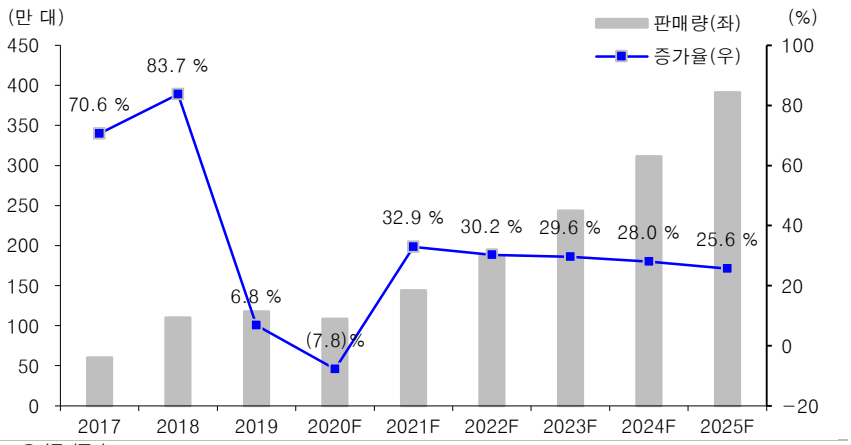
자료:,유진투자증권

도표 71 중국 전기차 월별 판매대수, 7 월부터 증가세 전환



자료:, 유진투자증권

도표 72 중국 전기차 연간 판매대수도 내년부터는 재성장세 진입 예상



자료:, 유진투자증권

후성(093370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**441.5**	**528.9**	**520.5**	**522.6**	**560.6**
유동자산	121.9	131.1	127.9	144.7	192.6
현금성자산	33.7	41.6	25.0	26.7	53.8
매출채권	36.8	28.1	34.9	41.1	49.7
재고자산	38.3	41.9	48.4	57.1	69.1
비유동자산	319.6	397.8	392.6	377.9	367.9
투자자산	44.5	46.9	48.8	50.8	52.8
유형자산	269.2	348.8	341.9	325.5	313.6
기타	5.9	2.1	1.9	1.6	1.5
부채총계	**196.0**	**286.0**	**279.0**	**263.3**	**270.5**
유동부채	70.6	92.1	87.8	74.8	84.6
매입채무	23.7	33.5	39.1	46.1	55.8
유동성이자부채	33.2	53.0	43.0	23.0	23.0
기타	13.7	5.6	5.6	5.7	5.8
비유동부채	125.4	193.8	191.2	188.5	185.9
비유동이자부채	115.9	182.4	179.4	176.4	173.4
기타	9.4	11.5	11.8	12.1	12.5
자본총계	**245.5**	**242.9**	**241.5**	**259.3**	**290.1**
지배지분	208.0	212.5	211.1	228.8	259.7
자본금	46.3	46.3	46.3	46.3	46.3
자본잉여금	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3
이익잉여금	101.9	108.0	106.6	124.3	155.1
기타	4.5	3.0	3.0	3.0	3.0
비지배지분	37.5	30.4	30.4	30.4	30.4
자본총계	**245.5**	**242.9**	**241.5**	**259.3**	**290.1**
총차입금	149.1	235.4	222.4	199.4	196.4
순차입금	115.4	193.8	197.4	172.7	142.6

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**274.9**	**248.9**	**260.8**	**305.3**	**371.7**
증가율(%)	10.5	(9.5)	4.7	17.1	21.7
매출원가	206.1	197.3	214.3	237.9	284.8
매출총이익	**68.8**	**51.6**	**46.5**	**67.4**	**86.8**
판매 및 일반관리비	29.2	38.2	39.6	40.5	43.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**39.6**	**13.4**	**6.9**	**26.9**	**43.3**
증가율(%)	11.6	(66.1)	(49.0)	293.1	60.8
EBITDA	**63.3**	**42.6**	**40.0**	**58.9**	**73.9**
증가율(%)	4.1	(32.8)	(6.0)	47.1	25.6
영업외손익	**(3.7)**	**(9.5)**	**(6.2)**	**(4.2)**	**(3.8)**
이자수익	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
이자비용	2.0	4.0	16.0	3.5	3.2
지분법손익	(1.2)	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업손익	(0.7)	(6.3)	9.6	(1.0)	(1.0)
세전순이익	**35.9**	**3.9**	**0.7**	**22.7**	**39.5**
증가율(%)	7.9	(89.1)	(83.1)	3,342.2	73.7
법인세비용	7.9	3.7	2.6	5.0	8.7
당기순이익	**28.1**	**0.2**	**(1.9)**	**17.7**	**30.8**
증가율(%)	(0.6)	(99.3)	적전	흑전	73.7
지배주주지분	30.8	8.1	(0.0)	17.7	30.8
증가율(%)	4.5	(73.7)	적전	흑전	73.7
비지배지분	(2.8)	(7.9)	(1.9)	0.0	0.0
EPS(원)	**333**	**87**	**(0)**	**192**	**333**
증가율(%)	4.4	(73.7)	적전	흑전	73.7
수정EPS(원)	333	87	(0)	192	333
증가율(%)	4.4	(73.7)	적전	흑전	73.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**30.7**	**31.8**	**25.8**	**42.1**	**50.8**
당기순이익	28.1	0.2	(1.9)	17.7	30.8
자산상각비	23.7	29.1	33.2	31.9	30.6
기타비현금성손익	1.5	0.4	2.3	0.4	0.5
운전자본증감	(27.8)	(4.5)	(7.8)	(8.0)	(11.1)
매출채권감소(증가)	(1.5)	10.2	(6.7)	(6.2)	(8.6)
재고자산감소(증가)	(12.0)	(5.6)	(6.5)	(8.6)	(12.0)
매입채무증가(감소)	1.3	(0.3)	5.6	7.0	9.7
기타	(15.5)	(8.7)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
투자현금	**(118.2)**	**(110.2)**	**(28.1)**	**(17.4)**	**(20.8)**
단기투자자산감소	0.9	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	6.7	0.0	(1.4)	(1.4)	(1.5)
설비투자	(122.3)	(111.3)	(26.1)	(15.3)	(18.6)
유형자산처분	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(2.9)	0.1	0.0	0.0	0.0
재무현금	**85.0**	**85.5**	**(14.4)**	**(23.0)**	**(3.0)**
차입금증가	75.4	85.5	(13.0)	(23.0)	(3.0)
자본증가	9.1	0.0	(1.4)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
현금 증감	**(2.0)**	**7.4**	**(16.7)**	**1.7**	**27.0**
기초현금	34.8	32.7	40.1	23.4	25.1
기말현금	32.7	40.1	23.4	25.1	52.1
Gross Cash flow	65.1	48.7	33.6	50.1	61.9
Gross Investment	146.9	115.1	35.8	25.4	31.8
Free Cash Flow	**(81.7)**	**(66.4)**	**(2.2)**	**24.8**	**30.1**

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	333	87	(0)	192	333
BPS	2,246	2,295	2,279	2,471	2,804
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	22.3	93.4	-	48.8	28.1
PBR	3.3	3.6	4.1	3.8	3.3
EV/ EBITDA	12.7	22.3	26.6	17.6	13.6
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	10.5	15.5	25.8	17.3	14.0
수익성(%)					
영업이익율	14.4	5.4	2.6	8.8	11.7
EBITDA이익율	23.0	17.1	15.4	19.3	19.9
순이익율	10.2	0.1	(0.7)	5.8	8.3
ROE	16.0	3.9	(0.0)	8.1	12.6
ROIC	11.6	0.2	(4.9)	5.2	8.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	47.0	79.8	81.7	66.6	49.2
유동비율	172.6	142.3	145.7	193.4	227.7
이자보상배율	19.6	3.3	0.4	7.7	13.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	7.6	7.7	8.3	8.0	8.2
재고자산회전율	8.5	6.2	5.8	5.8	5.9
매입채무회전율	12.0	8.7	7.2	7.2	7.3

자료: 유진투자증권

전기차

신흥에스이씨(243840.KQ)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

글로벌 배터리 수요확대 수혜주

BUY(유지)

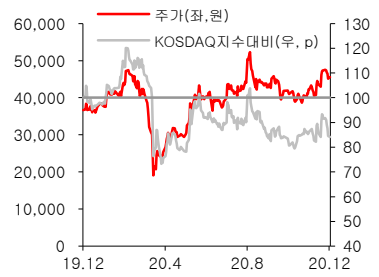
목표주가(12M, 상향)	60,000 원
현재주가(12/08)	45,500 원

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	2,500
시가총액(십억원)	317
52 주 최고/최저(원)	52,800 / 18,750
52 주 일간 Beta	1.52
발행주식수(천주)	6,970
평균거래량(3M,천주)	77
평균거래대금(3M,백만원)	3,367
배당수익률(20F, %)	0.4
외국인 지분율(%)	3.2
주요주주 지분율(%)	
최화봉 (외 9 인)	59.7
신흥에스이씨우리사주	2.7
배영환 (외 1 인)	0.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	4.0	13.2	24.0
KOSPI 대비상대수익률	-0.6	0.7	-7.2	-20.4

Company vs KOSPI composite



▪ 헝가리 공장 가동률 10 월에 90% 육박, 추가 증설 예상

삼성SDI향 전해액 누수방지 모듈(캡 어셈블리)을 공급하는 신흥에스이씨의 헝가리 공장 생산능력은 2018년 1.2백만개/월에서, 2019년 3.2백만개로 증가한 데 이어 올 연말에는 5.2백만개로 확대된다. 10월말 기준 가동율이 90%에 육박해 2021년에도 증설이 불가피할 것으로 판단된다. 두 개 라인 월 2백만개의 캡어셈블리 제조 능력을 추가할 것으로 예상된다.

▪ EU 의 배터리 제조기준 강화로 동사 유리

EU는 조만간 배터리 제조업체들의 제조기준을 발표할 예정이다. 제조시 사용하는 에너지원의 탄소배출 정도, 유해물질 배출, 소재 구입시의 모럴헤져드 등에 대한 별도의 기준이 제시될 것으로 알려진다. EU내에서 제조되는 배터리뿐 아니라 해외에서 수입되는 제품들도 같은 기준으로 평가된다. 따라서 EU내에서 공장을 운영하면서 선점하고 있는 동사와 같은 업체들은 상대적으로 유리한 경쟁구도다.

▪ 목표주가 상향

동사에 대해 목표주가를 50,000원에서 60,000원으로 상향한다. 목표주가는 2021년 실적기준 PER 23배 수준이다(CB 전량 희석기준). 여타 소재업체들 대비 상대적으로 낮은 밸류에이션을 적용했다. 신흥에스이씨는 전체 매출이 100% 배터리이기 때문에 전기차 업황 변화에 승수효과가 높은 업체이다. 내년부터는 미국의 전기차 시장이 재성장세로 진입하고, 글로벌 탄소배출 순제로 정책들로 ESS 시장도 성장 폭이 커질 것이다. 따라서 동사의 헝가리 공장뿐 아니라 국내, 중국 공장까지도 가동율이 상승하면서 중장기 성장싸이클을 탈 것으로 예상된다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	215.4	239.5	263.7	345.6	440.5
영업이익(십억원)	14.1	20.2	23.7	29.0	41.6
세전계속사업손익(십억원)	12.0	17.6	22.4	26.1	38.3
당기순이익(십억원)	9.6	16.0	20.6	20.3	29.5
EPS(원)	1,468	2,446	2,483	2,589	3,751
증감률(%)	67.3	66.6	1.5	4.3	44.9
PER(배)	24.4	15.7	18.3	17.6	12.1
ROE(%)	12.5	17.3	15.2	11.3	14.4
PBR(배)	2.8	2.5	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	13.1	10.3	9.0	7.9	6.1

자료: 유진투자증권

도표 73 연간실적 전망

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**215.4**	**239.5**	**263.7**	**345.6**	**440.5**	**541.1**	**676.7**	**801.6**
yoy	61.8%	11.2%	10.1%	31.1%	27.5%	22.8%	25.1%	18.5%
소형 각형 Cap Ass'y	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
소형 원형 N-CID	48.9	53.1	54.2	83.0	102.0	121.0	143.0	165.0
중대형 각형 Cap Ass'y	153.9	158.7	175.5	225.0	291.0	365.0	471.0	565.0
중대형 각형 CAN	9.7	12.4	15.1	19.0	24.3	27.0	31.2	35.6
전지 Pack Module	1.6	3.6	3.4	2.4	3.0	4.5	6.0	7.8
중대형각형 LVS Ass'y	0.0	3.0	4.3	5.5	6.0	7.3	8.0	9.2
기타	0.0	8.7	11.1	12.0	14.2	16.3	17.5	19.0
매출원가	184.7	200.1	216.9	288.9	367.8	450.7	563.7	666.9
매출원가율	85.8%	83.6%	82.3%	83.6%	83.5%	83.3%	83.3%	83.2%
매출총이익	30.6	39.4	46.7	56.7	72.7	90.4	113.0	134.7
판매관리비	16.5	19.2	23.0	27.7	31.1	35.0	38.3	41.5
영업이익	**14.1**	**20.2**	**23.7**	**29.0**	**41.6**	**55.4**	**74.7**	**93.2**
영업이익률	6.6%	8.4%	9.0%	8.4%	9.4%	10.2%	11.0%	11.6%
yoy	42.1%	42.8%	17.4%	22.2%	43.5%	33.1%	34.9%	24.7%
영업외손익	-2.2	-2.6	-1.3	-2.9	-3.3	-4.2	-5.1	-4.8
세전이익	12.0	17.6	22.4	26.1	38.3	51.2	69.6	88.4
법인세비용	2.4	1.6	1.8	5.7	8.8	11.8	16.0	20.3
법인세율	19.7%	8.8%	8.2%	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**9.6**	**16.0**	**20.6**	**20.3**	**29.5**	**39.4**	**53.6**	**68.0**
지배주주순이익	**9.6**	**16.0**	**20.6**	**20.3**	**29.5**	**39.4**	**53.6**	**68.0**

자료: 유진투자증권

신흥에스이씨(243840.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**272.6**	**335.4**	**353.2**	**393.8**	**434.6**
유동자산	108.5	133.6	143.0	171.1	198.6
현금성자산	47.7	58.7	61.9	62.6	75.7
매출채권	33.0	42.3	47.1	62.0	73.0
재고자산	19.0	21.9	23.3	35.7	38.9
비유동자산	164.1	201.8	210.3	222.8	236.0
투자자산	4.2	6.6	6.9	7.1	7.4
유형자산	157.4	192.9	201.2	213.4	226.4
기타	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2
부채총계	**188.7**	**233.9**	**182.9**	**203.2**	**214.4**
유동부채	95.5	155.5	150.4	165.4	169.4
매입채무	34.8	33.2	27.9	42.8	46.8
유동성이자부채	53.7	111.9	111.9	111.9	111.9
기타	7.0	10.4	10.5	10.6	10.7
비유동부채	93.2	78.4	32.6	37.8	45.1
비유동이자부채	85.4	72.8	26.8	31.8	38.8
기타	7.7	5.5	5.7	6.0	6.2
자본총계	**83.9**	**101.5**	**170.3**	**190.6**	**220.1**
지배지분	83.9	101.5	170.3	190.6	220.1
자본금	16.4	16.4	19.6	19.6	19.6
자본잉여금	24.4	25.0	71.8	71.8	71.8
이익잉여금	42.9	59.4	78.1	98.5	127.9
기타	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**83.9**	**101.5**	**170.3**	**190.6**	**220.1**
총차입금	139.1	184.7	138.7	143.7	150.7
순차입금	91.4	126.0	76.9	81.2	75.1

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**215.4**	**239.5**	**263.7**	**345.6**	**440.5**
증가율(%)	61.8	11.2	10.1	31.1	27.5
매출원가	184.7	200.1	216.9	288.9	367.8
매출총이익	30.6	39.4	46.7	56.7	72.7
판매 및 일반관리비	16.5	19.2	23.0	27.7	31.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**14.1**	**20.2**	**23.7**	**29.0**	**41.6**
증가율(%)	42.1	42.8	17.4	22.2	43.5
EBITDA	24.9	36.6	42.7	48.9	62.8
증가율(%)	42.6	47.0	16.6	14.7	28.3
영업외손익	(2.2)	(2.6)	(1.3)	(2.9)	(3.3)
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
이자비용	2.1	4.5	7.2	3.3	3.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(0.1)	1.7	5.7	0.1	(0.3)
세전순이익	**12.0**	**17.6**	**22.4**	**26.1**	**38.3**
증가율(%)	66.5	46.8	27.6	16.2	46.8
법인세비용	2.4	1.6	1.8	5.7	8.8
당기순이익	**9.6**	**16.0**	**20.6**	**20.3**	**29.5**
증가율(%)	67.3	66.6	28.5	(1.3)	44.9
지배주주지분	9.6	16.0	20.6	20.3	29.5
증가율(%)	67.3	66.6	28.5	(1.3)	44.9
비지배지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	**1,468**	**2,446**	**2,483**	**2,589**	**3,751**
증가율(%)	67.3	66.6	1.5	4.3	44.9
수정EPS(원)	1,468	2,446	2,483	2,589	3,751
증가율(%)	67.3	66.6	1.5	4.3	44.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**5.1**	**18.0**	**(21.6)**	**28.1**	**40.6**
당기순이익	9.6	16.0	20.6	20.3	29.5
자산상각비	10.8	16.4	19.0	20.0	21.2
기타비현금성손익	0.9	0.0	(49.8)	0.2	0.2
운전자본증감	(19.0)	(18.8)	(11.4)	(12.4)	(10.3)
매출채권감소(증가)	(12.7)	(7.1)	(4.8)	(14.9)	(11.0)
재고자산감소(증가)	(10.2)	(2.5)	(1.4)	(12.4)	(3.3)
매입채무증가(감소)	6.1	(6.6)	(5.3)	14.9	3.9
기타	(2.1)	(2.6)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	**(79.4)**	**(60.4)**	**(27.7)**	**(32.7)**	**(34.7)**
단기투자자산감소	0.4	(9.9)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(79.4)	(51.0)	(27.0)	(32.0)	(34.0)
유형자산처분	0.3	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무현금	**96.5**	**46.8**	**52.2**	**5.0**	**7.0**
차입금증가	97.1	47.5	4.0	5.0	7.0
자본증가	(0.7)	(1.0)	48.2	0.0	0.0
배당금지급	0.7	1.0	1.8	0.0	0.0
현금 증감	**22.2**	**4.3**	**2.8**	**0.4**	**12.8**
기초현금	25.5	47.7	52.1	54.9	55.3
기말현금	47.7	52.1	54.9	55.3	68.2
Gross Cash flow	29.1	42.2	(10.2)	40.5	50.9
Gross Investment	98.7	69.4	38.8	44.8	44.8
Free Cash Flow	**(69.6)**	**(27.2)**	**(49.0)**	**(4.3)**	**6.1**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,468	2,446	2,483	2,589	3,751
BPS	12,812	15,448	21,670	24,259	28,010
DPS	150	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	24.4	15.7	18.3	17.6	12.1
PBR	2.8	2.5	2.1	1.9	1.6
EV/ EBITDA	13.1	10.3	9.0	7.9	6.1
배당수익율	0.4	0.0	-	-	-
PCR	8.1	5.9	-	8.8	7.0
수익성(%)					
영업이익율	6.6	8.4	9.0	8.4	9.4
EBITDA이익율	11.6	15.3	16.2	14.2	14.3
순이익율	4.5	6.7	7.8	5.9	6.7
ROE	12.5	17.3	15.2	11.3	14.4
ROIC	8.5	9.1	9.2	8.7	11.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	108.9	124.1	45.2	42.6	34.1
유동비율	113.7	85.9	95.1	103.4	117.2
이자보상배율	6.7	4.5	3.3	8.7	12.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.9	1.1
매출채권회전율	8.3	6.4	5.9	6.3	6.5
재고자산회전율	15.6	11.7	11.7	11.7	11.8
매입채무회전율	7.5	7.0	8.6	9.8	9.8

전기차

천보(278280.KQ)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

내년부터 증설효과로 고성장기 진입

BUY(유지)

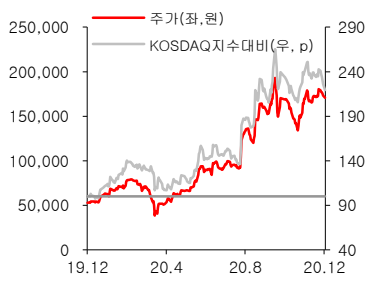
목표주가(12M, 상향)	**200,000 원**
현재주가(12/08)	**171,400 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,714
52 주 최고/최저(원)	212,300 / 36,500
52 주 일간 Beta	1.41
발행주식수(천주)	10,000
평균거래량(3M,천주)	250
평균거래대금(3M,백만원)	42,219
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	4.6
주요주주 지분율(%)	
이상율(외 23 인)	57.0
천보우리사주 (외 1 인)	1.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.1	10.6	91.3	225.2
KOSPI 대비상대수익률	-7.3	7.3	70.9	180.9

Company vs KOSPI composite



▪ 2021 년 매출, 영업이익 급증

동사의 2021 년 매출과 영업이익은 각각 2,246 억원, 487 억원으로 올 해대비 48%, 72% 급증할 것으로 예상된다. F 전해질이 720 톤에서 1 천톤으로 증설되어 내년 하반기부터 가동된다. P 전해질은 540 톤에서 내년 상반기까지 1,460 톤이 증설되어 총 2 천톤이 내년 하반기부터 매출이 본격화된다. 이 외 D-2 전해질 300 톤 신설, B 전해질 400 톤 증설 등까지 추가되어 천보의 배터리 전해질 생산능력은 올 해 1,560 톤에서 2021 년 4,000 톤으로 확장된다.

▪ 전기차의 안정성, 주행거리 확장에 필수 소재, 증설이 성장으로 이어지는 구조

동사의 배터리 전해액 첨가제는 주행거리 확장과 충전 시간 단축, 수명연장 등 성능의 업그레이드와 배터리의 안정성 향상 기능을 담당한다. 주요 완성차업체들이 전기차 시장을 선점하기 위해 차세대 배터리를 장착한 전기차들을 본격적으로 출시하고 있다. 배터리 성능과 안정성 향상을 위한 경쟁이 향후 10 년간은 지속될 것으로 판단된다. 따라서 천보와 같은 업체들의 중요성은 더욱 높아질 것이다. 기술적인 진입장벽이 높아 소수의 업체들만이 경쟁하는 시장이라서 동사의 증설은 성장을 의미한다고 판단된다.

▪ 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 기존의 12 만원에서 20 만원으로 상향한다. 목표주가는 2022 년 EPS 기준 PER 34 배 수준이다. 2021 년 상반기까지 총 4,000 톤의 전해액 첨가제 증설이 완료되고, 2022 년에는 증설효과가 연중 반영되기 때문에 가치 추정 연도로 적용했다. 2022 년 이후에도 매년 약 8,000 톤의 증설을 계획하고 있어서 중장기 고성장이 가능해서 상대적으로 높은 프리미엄을 받을 수 있는 사업구조이다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	120.1	135.3	152.2	224.6	316.6
영업이익(십억원)	27.0	27.2	28.4	48.7	72.9
세전계속사업손익(십억원)	26.7	28.0	29.3	50.2	74.0
당기순이익(십억원)	22.6	23.1	23.4	40.1	58.4
EPS(원)	2,881	2,306	2,338	4,014	5,844
증감률(%)	-59.7	-20.0	1.4	71.7	45.6
PER(배)	-	26.7	73.3	42.7	29.3
ROE(%)	24.5	14.5	10.6	16.0	19.5
PBR(배)	-	2.9	7.4	6.3	5.2
EV/EBITDA(배)	-	14.9	40.5	26.1	18.3

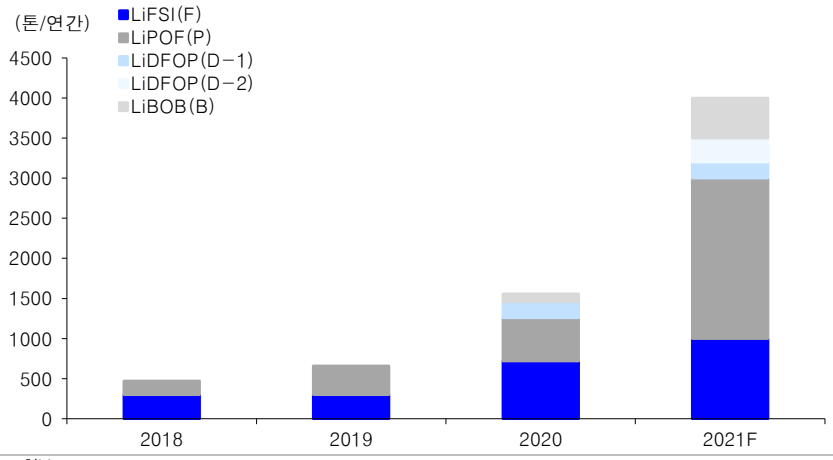
자료: 유진투자증권

도표 74 연간실적 전망

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**120.1**	**135.3**	**152.2**	**224.6**	**316.6**	**386.1**	**490.1**	**602.9**
YoY(%)	37.3	12.7	12.4	47.6	40.9	22.0	26.9	23.0
제품별 매출액								
전자소재	71.0	57.5	59.7	63.1	65.5	66.8	67.1	68.0
2차전지 소재	31.1	52.5	70.6	138.5	222.0	289.0	390.6	501.5
기타	17.9	25.3	21.8	23.1	29.1	30.3	32.4	33.4
제품별 비중(%)								
전자소재	59.1	42.5	39.2	28.1	20.7	17.3	13.7	11.3
2차전지 소재	25.9	38.8	46.4	61.7	70.1	74.9	79.7	83.2
기타	14.9	18.7	14.4	10.3	9.2	7.8	6.6	5.5
수익								
영업이익	**27.0**	**27.2**	**28.4**	**48.7**	**72.9**	**89.4**	**115.3**	**144.0**
세전이익	**26.7**	**28.0**	**29.3**	**50.2**	**74.0**	**90.7**	**116.8**	**146.0**
당기순이익	**22.6**	**23.1**	**23.4**	**40.1**	**58.4**	**70.8**	**91.1**	**113.9**
이익률(%)								
영업이익률	22.5	20.1	18.7	21.7	23.0	23.2	23.5	23.9
세전이익률	22.3	20.7	19.3	22.3	23.4	23.5	23.8	24.2
당기순이익률	18.9	17.0	15.4	17.9	18.5	18.3	18.6	18.9

자료: 유진투자증권, 참고: 결산월변경 2007.09(3→9), 2013.12(9→12), 2017 년부터 연결 기준

도표 75 천보 전해액 첨가제 설비 증설 계획



자료 : 천보

천보(278280.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**134.7**	**235.2**	**256.6**	**301.2**	**362.1**
유동자산	71.9	153.2	151.7	180.8	237.0
현금성자산	19.2	94.1	79.6	70.3	105.8
매출채권	23.7	24.3	30.2	47.8	57.3
재고자산	26.1	28.3	35.4	56.1	67.2
비유동자산	62.8	82.0	104.9	120.4	125.2
투자자산	1.3	3.6	3.7	3.9	4.1
유형자산	60.3	77.2	100.1	115.4	120.0
기타	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
부채총계	**27.1**	**24.6**	**25.6**	**30.1**	**32.6**
유동부채	25.8	23.4	24.3	28.8	31.2
매입채무	7.2	6.6	7.6	12.0	14.3
유동성이자부채	13.2	11.9	11.9	11.9	11.9
기타	5.4	4.8	4.9	4.9	5.0
비유동부채	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
비유동이자부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
자본총계	**107.6**	**210.6**	**231.0**	**271.1**	**329.6**
지배지분	107.6	210.6	231.0	271.1	329.6
자본금	4.0	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	8.8	87.3	87.3	87.3	87.3
이익잉여금	94.8	118.2	138.6	178.7	237.2
기타	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**107.6**	**210.6**	**231.0**	**271.1**	**329.6**
총차입금	13.2	12.0	12.0	12.0	12.0
순차입금	(6.0)	(82.2)	(67.6)	(58.4)	(93.8)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**120.1**	**135.3**	**152.2**	**224.6**	**316.6**
증가율(%)	37.3	12.7	12.4	47.6	40.9
매출원가	90.9	106.2	121.7	173.4	240.6
매출총이익	**29.2**	**29.1**	**30.5**	**51.2**	**76.0**
판매 및 일반관리비	2.1	1.9	2.1	2.6	3.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**27.0**	**27.2**	**28.4**	**48.7**	**72.9**
증가율(%)	49.9	0.6	4.4	71.5	49.7
EBITDA	**35.1**	**35.9**	**40.6**	**63.3**	**88.3**
증가율(%)	42.4	2.4	13.1	56.0	39.5
영업외손익	**(0.3)**	**0.8**	**0.9**	**1.5**	**1.1**
이자수익	0.1	1.6	2.6	4.2	6.2
이자비용	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
지분법손익	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업손익	0.2	(0.3)	(1.1)	(2.2)	(4.5)
세전순이익	**26.7**	**28.0**	**29.3**	**50.2**	**74.0**
증가율(%)	60.3	4.7	4.7	71.1	47.4
법인세비용	4.1	5.0	6.0	10.0	15.5
당기순이익	**22.6**	**23.1**	**23.4**	**40.1**	**58.4**
증가율(%)	52.7	1.8	1.4	71.7	45.6
지배주주지분	22.6	23.0	23.4	40.1	58.4
증가율(%)	52.7	1.8	1.5	71.7	45.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**2,881**	**2,306**	**2,338**	**4,014**	**5,844**
증가율(%)	(59.7)	(20.0)	1.4	71.7	45.6
수정EPS(원)	2,881	2,306	2,338	4,014	5,844
증가율(%)	(59.7)	(20.0)	1.4	71.7	45.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**22.2**	**22.7**	**23.6**	**21.0**	**55.7**
당기순이익	22.6	23.1	23.4	40.1	58.4
자산상각비	8.0	8.7	12.2	14.7	15.4
기타비현금성손익	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본증감	(12.4)	(9.5)	(12.1)	(33.9)	(18.3)
매출채권감소(증가)	(6.6)	0.6	(5.9)	(17.6)	(9.5)
재고자산감소(증가)	(6.5)	(2.8)	(7.1)	(20.7)	(11.1)
매입채무증가(감소)	2.7	(1.8)	0.9	4.4	2.4
기타	(2.1)	(5.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	**(22.1)**	**(101.6)**	**(38.8)**	**(33.9)**	**(24.1)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(3.5)	(3.7)	(3.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(12.4)	(25.1)	(35.0)	(30.0)	(20.0)
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	**6.7**	**77.8**	**(3.0)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	6.7	(0.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	78.3	(3.0)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0
현금 증감	**6.8**	**(1.2)**	**(18.1)**	**(12.9)**	**31.6**
기초현금	1.4	8.2	7.0	(11.2)	(24.0)
기말현금	8.2	7.0	(11.2)	(24.0)	7.6
Gross Cash flow	36.3	37.4	35.7	54.9	74.0
Gross Investment	34.5	111.1	47.3	64.1	38.5
Free Cash Flow	**1.8**	**(73.7)**	**(11.6)**	**(9.2)**	**35.5**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,881	2,306	2,338	4,014	5,844
BPS	13,450	21,034	23,070	27,079	32,916
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	26.7	73.3	42.7	29.3
PBR	-	2.9	7.4	6.3	5.2
EV/ EBITDA	-	14.9	40.5	26.1	18.3
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	16.5	48.1	31.3	23.2
수익성(%)					
영업이익율	22.5	20.1	18.7	21.7	23.0
EBITDA이익율	29.2	26.5	26.7	28.2	27.9
순이익율	18.9	17.0	15.4	17.9	18.5
ROE	24.5	14.5	10.6	16.0	19.5
ROIC	24.1	19.5	15.6	20.8	25.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(5.6)	(39.0)	(29.3)	(21.5)	(28.5)
유동비율	279.1	656.2	623.7	628.3	759.4
이자보상배율	45.4	61.3	61.6	105.7	158.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.7	0.6	0.8	1.0
매출채권회전율	6.0	5.6	5.6	5.8	6.0
재고자산회전율	5.3	5.0	4.8	4.9	5.1
매입채무회전율	19.0	19.6	21.4	23.0	24.1

재생에너지

씨에스윈드(112610.KS)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

미국 직접 진출로 성장에 날개 달아

BUY(유지)

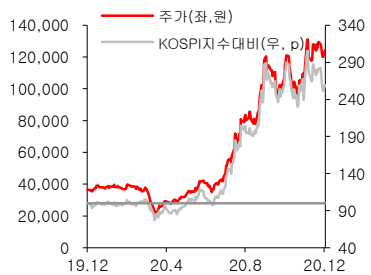
목표주가(12M, 유지)	**150,000 원**
현재주가(12/08)	**124,000 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,143
52 주 최고/최저(원)	143,000 / 16,250
52 주 일간 Beta	1.29
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M,천주)	404
평균거래대금(3M,백만원)	45,442
배당수익률(20F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	8.0
주요주주 지분율(%)	
김성권(외 22 인)	52.4
국민연금공단(외 1 인)	9.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.7	10.7	204.3	240.7
KOSPI 대비상대수익률	-2.0	-1.7	180.6	210.9

Company vs KOSPI composite



▪ 미국에 육상, 해상풍력 타워공장 건설

씨에스윈드는 대규모 증가를 통한 자금조달로 미국진출을 선언했다. 북동부 해안에 해상풍력 타워공장을 신설하고, 윈드 벨트인 중부지역에는 육상풍력 타워공장을 확보할 예정이다. 해상 타워 공장은 고객사의 요청에 따라 정해진 것이다. 육상 풍력 타워 공장 확보는 아직 방법이 확정되지 않았다. 신규건설과 기존 업체의 인수 등을 다고려하고 있는 것으로 파악된다.

▪ 바이든, 미국내에서 제조한 풍력 타워 우선하는 정책 쓸 것

바이든은 2035 년까지 전력부문 탄소배출 제로를 달성하기 위해 첫 임기 4 년 동안 2 조달러를 투입할 예정이다. 따라서 미국의 풍력시장은 현재 약 10GW 대에서 20GW 이상으로 증가할 가능성이 높다. 생산세액 공제, 투자세액 공제 등 다양한 지원책들이 조기에 확정될 전망이다. 하지만 업체들에게 중요한 것은 바이든의 "Buy America" 정책이다. 미국내에서 제조된 그린산업 관련제품들이 우선시되는 정책이 예상된다. 따라서 씨에스윈드의 미국 진출 결정은 지속 가능한 성장을 위해서 반드시 필요한 의사결정이었다.

▪ 증자로 인한 희석보다 기업가치 상승효과가 더 커

이번 증자로 22%의 EPS 희석효과가 있지만, 미국 진출로 매출액 증가가 5 천억원 이상이 예상되기 때문에 기업 가치 상승효과가 더 크다. 또한 미국발 반덤핑 이슈가 발목을 잡는 일이 원천봉쇄된다. 이번 미국진출은 씨에스윈드가 해상풍력과 육상풍력 타워 시장의 최강자의 지위를 견고하게 해서 경쟁업체들이 따라오기 힘든 절대강자가 되었음을 선포한 것과 같다. 목표주가 150,000 원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	799.4	972.0	1,104.0	1,289.0	1,519.5
영업이익(십억원)	60.1	94.7	104.9	121.4	147.7
세전계속사업손익(십억원)	39.9	79.6	100.8	116.2	141.9
당기순이익(십억원)	34.7	60.8	78.9	90.4	110.3
EPS(원)	1,846	3,534	4,710	5,402	6,589
증감률(%)	흑전	91.5	33.3	14.7	22.0
PER(배)	20.6	35.1	26.3	23.0	18.8
ROE(%)	9.9	16.4	18.5	18.0	18.5
PBR(배)	1.9	5.3	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	9.8	19.2	17.2	14.8	12.2

자료: 유진투자증권

도표 76 연간실적 전망

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**502.2**	**799.4**	**972.0**	**1,104.0**	**1,289.0**	**1,519.5**	**1,748.0**	**2,002.4**
증가율	60.8%	59.2%	21.6%	13.6%	17%	18%	15%	15%
베트남법인	220.3	374.0	386.0	421.0	511.0	632.0	751.0	902.0
중국법인	85.9	127.0	132.0	135.0	138.0	132.0	133.0	139.0
영국법인	60.4	61.4	-	21.5	58.0	76.0	92.0	95.0
말레이시아법인	62.4	86.0	218.0	231.0	222.0	223.0	224.0	225.0
PT 대경 인다	14.6	27.3	19.0	20.5	21.0	21.5	22.0	22.4
씨에스베어링	64.8	109.6	115.0	143.0	165.0	212.0	231.0	266.0
터키법인/기타	56.6	14.1	31.0	45.0	46.0	47.0	48.0	49.0
대만법인			71.0	87.0	98.0	101.0	102.0	103.0
미국법인					30.0	75.0	145.0	201.0
매출원가	**420.8**	**685.8**	**820.0**	**931.9**	**1,093.4**	**1,290.6**	**1,485.4**	**1,704.5**
매출원가율	83.8%	85.8%	84.4%	84.4%	85%	85%	85%	85%
판관비	48.7	53.5	57.3	67.2	74.2	81.2	89.5	99.8
판관비율	9.7%	6.7%	5.9%	6.1%	6%	5%	5%	5%
영업이익	**32.7**	**60.1**	**94.7**	**104.9**	**121.4**	**147.7**	**173.1**	**198.1**
영업이익률	6.5%	7.5%	9.7%	9.5%	9%	10%	10%	10%
영업외손익	(26.0)	(20.3)	(15.1)	(4.1)	-5.2	-5.8	-6.1	-6.5
세전이익	6.8	39.9	79.6	100.8	116.2	141.9	167.0	191.6
법인세	(0.3)	5.2	18.8	21.9	25.7	31.6	37.4	43.2
법인세율	-4.0%	13.0%	23.6%	21.8%	22%	22%	22%	23%
당기순이익	**7.1**	**34.7**	**60.8**	**78.9**	**90.4**	**110.3**	**129.5**	**148.4**

자료: 유진투자증권

도표 77 씨에스윈드 수주 추이

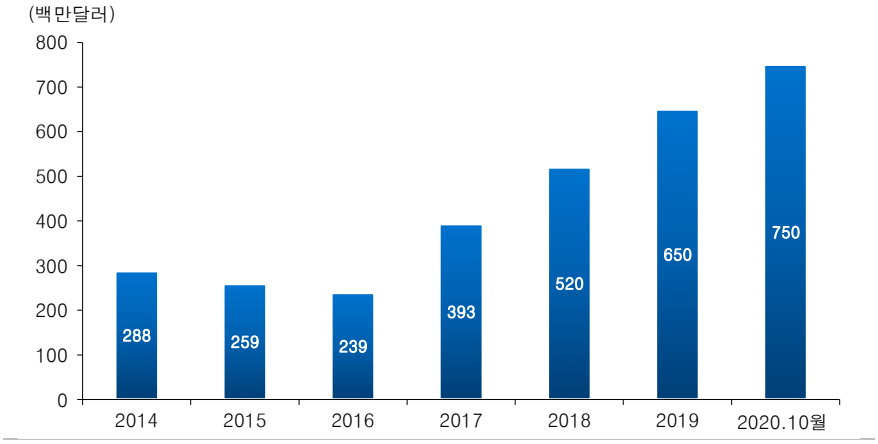


도표 78 글로벌 풍력업체 가치 비교

		씨에스윈드	평균	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		한국		DENMARK	SPAIN	DENMARK
2020-12-08 종가(원, 달러)		124,000		166.5	29.3	1,039.5
통화		KRW		DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)		2,143		39,732.3	24,184.5	71,132.1
PER(배)						
	FY18A	80.5	46.2	19.3	109.0	10.3
	FY19A	20.6	43.3	25.2	60.6	44.2
	FY20F	**35.1**	**63.0**	**53.8**	**84.4**	**50.9**
	FY21F	**26.3**	**40.7**	**33.1**	**39.5**	**49.5**
PBR(배)						
	FY18A	1.6	2.7	4.3	1.2	2.7
	FY19A	1.9	3.6	5.4	1.4	4.0
	FY20F	**5.3**	**6.0**	**9.1**	**4.0**	**5.0**
	FY21F	**4.5**	**5.3**	**7.6**	**3.8**	**4.6**
매출액(백만달러, 십억원)						
	FY18A	502.2		11,969.5	10,859.5	11,967.9
	FY19A	799.4		13,598.4	11,536.4	10,555.7
	FY20F	972.0		17,855.4	12,948.9	9,850.3
	FY21F	1,104.0		18,636.2	13,769.7	10,262.0
영업이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	32.7		1,087.8	251.0	3,664.2
	FY19A	60.1		1,124.0	285.0	1,740.5
	FY20F	94.7		1,053.1	556.0	1,648.4
	FY21F	104.9		1,607.6	938.1	2,190.6
영업이익률(%)						
	FY18A	6.5	14.0	9.1	2.3	30.6
	FY19A	7.5	9.1	8.3	2.5	16.5
	FY20F	9.7	9.0	5.9	4.3	16.7
	FY21F	9.5	12.3	8.6	6.8	21.3
순이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	7.1		806.7	83.3	2,892.3
	FY19A	34.7		788.1	157.9	1,076.7
	FY20F	60.8		727.2	329.7	1,462.8
	FY21F	78.9		1,197.8	623.1	1,518.3
EV/EBITDA(배)						
	FY18A	12.7	8.1	7.2	5.0	12.2
	FY19A	9.8	11.1	10.0	5.3	18.1
	FY20F	**19.2**	**23.4**	**21.3**	**22.5**	**26.5**
	FY21F	**17.2**	**17.0**	**15.8**	**15.2**	**20.1**
ROE(%)						
	FY18A	2.0	17.4	22.0	1.1	28.9
	FY19A	9.9	11.2	22.1	2.3	9.2
	FY20F	16.4	11.0	16.4	1.3	15.3
	FY21F	18.5	13.9	25.3	6.5	10.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2020.12 .08 종가기준, 컨센서스 기준. 씨에스윈드는 당사추정치

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
자산총계	**735.6**	**837.7**	**948.8**	**1,054.8**	**1,187.4**
유동자산	426.7	500.4	580.2	648.4	734.6
현금성자산	88.5	127.0	155.3	180.9	201.6
매출채권	164.5	185.0	212.0	235.0	275.0
재고자산	118.9	133.0	157.0	176.0	201.0
비유동자산	308.9	337.3	368.5	406.4	452.7
투자자산	58.9	63.1	65.7	68.4	71.1
유형자산	227.8	255.6	289.0	328.7	376.6
기타	22.2	18.6	13.9	9.3	5.0
부채총계	**365.8**	**405.4**	**442.0**	**461.6**	**487.1**
유동부채	276.3	301.7	337.9	357.1	382.4
매입채무	106.2	121.0	157.0	176.0	201.0
유동성이자부채	146.1	156.4	156.4	156.4	156.4
기타	24.0	24.3	24.5	24.8	25.0
비유동부채	89.5	103.8	104.1	104.4	104.7
비유동이자부채	82.6	96.1	96.1	96.1	96.1
기타	6.9	7.7	8.0	8.3	8.7
자본총계	**369.8**	**432.3**	**506.8**	**593.2**	**700.2**
지배지분	341.0	402.0	476.5	562.9	669.9
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	184.1	184.1	184.1	184.1	184.1
이익잉여금	195.8	249.7	324.2	410.6	517.6
기타	(47.6)	(40.5)	(40.5)	(40.5)	(40.5)
비지배지분	28.9	30.3	30.3	30.3	30.3
자본총계	**369.8**	**432.3**	**506.8**	**593.2**	**700.2**
총차입금	228.6	252.5	252.5	252.5	252.5
순차입금	140.2	125.4	97.2	71.5	50.9

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**799.4**	**972.0**	**1,104.0**	**1,289.0**	**1,519.5**
증가율(%)	156.9	21.6	13.6	16.8	17.9
매출원가	685.8	820.0	931.9	1,093.4	1,290.6
매출총이익	**113.6**	**152.0**	**172.1**	**195.6**	**228.9**
판매 및 일반관리비	79.3	57.3	67.2	74.2	81.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**60.1**	**94.7**	**104.9**	**121.4**	**147.7**
증가율(%)	흑전	57.5	10.8	15.7	21.7
EBITDA	**81.6**	**117.9**	**130.2**	**149.9**	**180.0**
증가율(%)	흑전	44.5	10.4	15.1	20.0
영업외손익	**(20.3)**	**(15.1)**	**(4.1)**	**(5.2)**	**(5.8)**
이자수익	0.5	0.7	1.0	1.2	1.4
이자비용	12.4	11.4	15.1	15.1	15.1
지분법손익	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업손익	(8.1)	(4.2)	10.3	9.0	8.2
세전순이익	**39.9**	**79.6**	**100.8**	**116.2**	**141.9**
증가율(%)	흑전	99.7	26.6	15.2	22.2
법인세비용	5.2	18.8	21.9	25.7	31.6
당기순이익	**34.7**	**60.8**	**78.9**	**90.4**	**110.3**
증가율(%)	흑전	75.2	29.7	14.7	22.0
지배주주지분	31.9	61.1	81.4	93.4	113.9
증가율(%)	흑전	91.5	33.3	14.7	22.0
비지배지분	2.8	(0.3)	(2.6)	(2.9)	(3.6)
EPS(원)	**1,846**	**3,534**	**4,710**	**5,402**	**6,589**
증가율(%)	흑전	91.5	33.3	14.7	22.0
수정EPS(원)	1,846	3,534	4,710	5,402	6,589
증가율(%)	흑전	91.5	33.3	14.7	22.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업현금	**84.9**	**57.4**	**92.0**	**99.2**	**106.4**
당기순이익	34.7	60.8	78.9	90.4	110.3
자산상각비	21.5	23.2	25.3	28.6	32.3
기타비현금성손익	28.4	(43.9)	3.1	3.5	4.2
운전자본증감	22.8	17.2	(15.3)	(23.3)	(40.3)
매출채권감소(증가)	(9.4)	(17.5)	(27.0)	(23.0)	(40.0)
재고자산감소(증가)	29.1	(8.8)	(24.0)	(19.0)	(25.0)
매입채무증가(감소)	36.6	0.6	36.0	19.0	25.0
기타	(33.6)	43.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)
투자현금	**(65.5)**	**(61.5)**	**(57.9)**	**(67.7)**	**(80.0)**
단기투자자산감소	0.8	(14.0)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
장기투자증권감소	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(87.7)	(45.9)	(58.0)	(67.7)	(79.8)
유형자산처분	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.7)	3.1	4.0	4.0	4.0
재무현금	**23.3**	**21.7**	**(6.9)**	**(6.9)**	**(6.9)**
차입금증가	17.6	21.6	0.0	0.0	0.0
자본증가	(6.2)	0.1	(6.9)	(6.9)	(6.9)
배당금지급	6.2	6.9	6.9	6.9	6.9
현금 증감	**43.8**	**17.6**	**27.2**	**24.5**	**19.5**
기초현금	40.1	83.9	101.5	128.7	153.3
기말현금	83.9	101.5	128.7	153.3	172.8
Gross Cash flow	84.6	40.1	107.3	122.5	146.8
Gross Investment	43.6	30.2	72.2	90.0	119.2
Free Cash Flow	**41.0**	**9.9**	**35.2**	**32.5**	**27.5**

주요투자지표

	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,846	3,534	4,710	5,402	6,589
BPS	19,726	23,254	27,564	32,566	38,755
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배,%)					
PER	20.6	35.1	26.3	23.0	18.8
PBR	1.9	5.3	4.5	3.8	3.2
EV/ EBITDA	9.8	19.2	17.2	14.8	12.2
배당수익율	1.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	7.8	53.4	20.0	17.5	14.6
수익성(%)					
영업이익율	7.5	9.7	9.5	9.4	9.7
EBITDA이익율	10.2	12.1	11.8	11.6	11.8
순이익율	4.3	6.3	7.1	7.0	7.3
ROE	9.9	16.4	18.5	18.0	18.5
ROIC	10.9	13.6	14.2	14.9	16.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	37.9	29.0	19.2	12.1	7.3
유동비율	154.4	165.9	171.7	181.6	192.1
이자보상배율	4.9	8.3	6.9	8.0	9.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
매출채권회전율	5.0	5.6	5.6	5.8	6.0
재고자산회전율	6.0	7.7	7.6	7.7	8.1
매입채무회전율	9.1	8.6	7.9	7.7	8.1

자료: 유진투자증권

재생에너지

삼강엠앤티(100090.KQ)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

해상풍력 하부구조물 시장 확대 최대 수혜

BUY(유지)

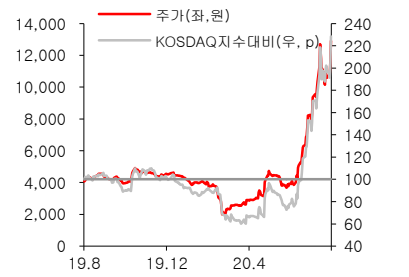
목표주가(12M, 유지)	**24,000 원**
현재주가(12/08)	**18,850 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	661
52 주 최고/최저(원)	23,500 / 1,730
52 주 일간 Beta	1.45
발행주식수(천주)	35,093
평균거래량(3M,천주)	1,586
평균거래대금(3M,백만원)	28,551
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	2.4
주요주주 지분율(%)	
송무석 (외 5 인)	37.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	-1.6	324.1	310.2
KOSPI 대비상대수익률	-1.0	-4.8	303.6	265.9

Company vs KOSPI composite



▪ 아시아 해상풍력 시장 확대일로

대만의 15GW 해상풍력 건설이 진행되면서 일본, 베트남, 한국 등에서만 약 45GW 의 해상풍력 건설계획이 확정되었다. 전세계에서 글로벌 탄소배출 순제로 정책이 주요 트렌드로 자리잡으면서 재생에너지 확대 열풍이 불고 있기 때문이다. 특히 해상풍력은 대규모 단지 건설이 가능해 정책지원이 집중되고 있다. 재생에너지 부문 중 해상풍력의 중장기 성장율이 가장 높다.

▪ 해상풍력 하부구조물 제조 글로벌 강자로 부각

삼강엠엔티는 해양 플랜트 제조 사업을 통해 확보한 기술력을 바탕으로 해상풍력 하부구조물 사업에 진출했다. 글로벌 1 위 개발업체인 Orsted 의 대만 프로젝트에 납품하면서 단숨에 시장 강자로 각인될 수 있었다. 초대형 구조물을 미세한 오차범위내에서 제조해야하는 해상풍력 하부구조물 사업은 진입장벽이 매우 높다. 상당히 숙련된 사업자들도 납기를 맞추고, 설계대로의 제품을 만드는데 실패한 경우들이 비일비재하다. 대만 프로젝트 납품이 발주자인 Orsted 가 대만족할 정도로 진행되고 있는 점이 동사의 탁월한 경쟁력을 단적으로 설명해 준다.

▪ 아시아 시장만으로도 중장기 성장 가능

현재까지 확정된 아시아지역의 해상풍력 설치를 위한 하부구조물 시장만 22 조원 이상이다. 기술과 원가경쟁력면에서 압도적이기 때문에 삼강엠앤티는 아시아 시장만으로도 중장기 성장이 가능하다. 기타 플랜트, 휴육강관, 방산 사업 등도 회복되고 있어 향후 실적 가시성이 높다고 판단된다. 목표주가 24,000 원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	144.0	384.5	457.0	521.0	592.0
영업이익(십억원)	(35.3)	(20.6)	36.4	38.6	46.9
세전계속사업손익(십억원)	(60.6)	(36.8)	24.5	30.5	38.6
당기순이익(십억원)	(60.2)	(37.1)	23.5	27.4	32.8
EPS(원)	-1991.0	-797.1	668.8	787.7	1176.9
증감률(%)	적전	적지	흑전	17.8	49.4
PER(배)	-	-	28.2	23.9	16.0
ROE(%)	(29.2)	(15.4)	13.0	13.5	17.2
PBR(배)	0.8	0.9	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA(배)	-	818.2	13.9	12.8	10.5

자료: 유진투자증권

도표 79 연간실적 전망

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출	**144.0**	**384.5**	**457.0**	**521.0**	**592.0**	**658.0**	**787.0**	**917.0**
증가율	17.0%	167.1%	18.8%	14.0%	13.6%	11.1%	19.6%	16.5%
조선 및 기타	26.5	65.4	104.7	124.0	120.0	121.0	123.0	120.0
후육강관	26.71	78.71	51.57	92.0	101.0	113.0	115.0	125.0
선박블럭/플랜트	90.78	167.81	89.79	111.0	101.0	93.0	88.0	85.0
해상풍력	**-**	**72.6**	**210.9**	**194.0**	**270.0**	**331.0**	**461.0**	**587.0**
매출원가	165.6	389.0	404.3	464.8	526.7	582.3	692.6	800.5
매출원가율	115.0%	101.2%	88.5%	89.2%	89.0%	88.5%	88.0%	87.3%
판관비	13.7	16.1	16.3	17.6	18.4	20.2	22.3	24.0
판관비율	9.5%	4.2%	3.6%	3.4%	3.1%	3.1%	2.8%	2.6%
영업이익	**-35.3**	**-20.6**	**36.4**	**38.6**	**46.9**	**55.5**	**72.1**	**92.5**
영업이익률	-24.5%	-5.4%	8.0%	7.4%	7.9%	8.4%	9.2%	10.1%
영업외손익	-14.7	0.6	-11.9	-8.1	-8.3	-8.0	-7.0	-5.0
세전이익	-60.6	-36.8	24.5	30.5	38.6	47.5	65.1	87.5
법인세	-0.4	0.3	1.0	3.0	5.8	9.5	14.3	19.2
법인세율	0.0%	0.0%	4.2%	10.0%	15.0%	20.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**-60.2**	**-37.1**	**23.5**	**27.4**	**32.8**	**38.0**	**50.8**	**68.2**
목표주가 기준 PER				**29.8**	**25.0**	**21.6**	**16.1**	**12.0**

자료: 유진투자증권

도표 80 삼강엠앤티 공장



자료: 삼강엠앤티,

도표 81 삼강엠앤티 공장(삼강 S&C)



자료: 삼강엠앤티,

도표 82 대만으로 수출되는 해상풍력 하부구조물



자료: 삼강엠앤티,

도표 83 대만의 해상풍력 하부구조물 발주예정 물량

Project	Developer	EPCI (Contract)	발주시기	Capacity	Type	수량	예상금액(억)
GUANYIN	WOD(독)	Century 대만(유력)	2021 ~ 2022	350MW	Mono-Pile	40	1,650
Hai Long II Zop 18	Northland Power 외	DEME(벨)	2021 ~ 2022	512MW	Jacket	36	2,160
Hai Long II Zop 19	Northland Power 외	DEME(벨)	2021 ~ 2022	532MW	Jacket	37	2,220
Greater hanhua OP12	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	583MW	Jacket	72	2,880
Greater hanhua OP13	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	600MW	Jacket	75	3,000
Greater hanhua OP14	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	337MW	Jacket	42	1,680
합계				**2,914MW**		**302**	**13,590**

자료: 삼강엠앤티, 유진투자증권

도표 84 글로벌 풍력업체 가치 비교

		삼강엠앤티	평균	Vestas Wind Systems	Siemens Gamesa	ORSTED A/S
국가		한국		DENMARK	SPAIN	DENMARK
2020-09-16 종가(원, 달러)		18,850		166.5	29.3	1,039.5
통화		KRW		DKK	EUR	DKK
시가총액(백만달러, 십억원)		661		39,732.3	24,184.5	71,132.1
PER(배)						
	FY18A	-	46.2	19.3	109.0	10.3
	FY19A	-	43.3	25.2	60.6	44.2
	FY20F	**28.2**	**63.0**	**53.8**	**84.4**	**50.9**
	FY21F	**23.9**	**40.7**	**33.1**	**39.5**	**49.5**
PBR(배)						
	FY18A	0.8	2.7	4.3	1.2	2.7
	FY19A	0.9	3.6	5.4	1.4	4.0
	FY20F	**3.5**	**6.0**	**9.1**	**4.0**	**5.0**
	FY21F	**3.0**	**5.3**	**7.6**	**3.8**	**4.6**
매출액(백만달러, 십억원)						
	FY18A	144.0		11,969.5	10,859.5	11,967.9
	FY19A	384.5		13,598.4	11,536.4	10,555.7
	FY20F	457.0		17,855.4	12,948.9	9,850.3
	FY21F	521.0		18,636.2	13,769.7	10,262.0
영업이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	(35.3)		1,087.8	251.0	3,664.2
	FY19A	(20.6)		1,124.0	285.0	1,740.5
	FY20F	36.4		1,053.1	556.0	1,648.4
	FY21F	38.6		1,607.6	938.1	2,190.6
영업이익률(%)						
	FY18A	(24.5)	14.0	9.1	2.3	30.6
	FY19A	(5.4)	9.1	8.3	2.5	16.5
	FY20F	8.0	9.0	5.9	4.3	16.7
	FY21F	7.4	12.3	8.6	6.8	21.3
순이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	(60.2)		806.7	83.3	2,892.3
	FY19A	(37.1)		788.1	157.9	1,076.7
	FY20F	23.5		727.2	329.7	1,462.8
	FY21F	27.4		1,197.8	623.1	1,518.3
EV/EBITDA(배)						
	FY18A	-	8.1	7.2	5.0	12.2
	FY19A	818.2	11.1	10.0	5.3	18.1
	FY20F	**13.9**	**23.4**	**21.3**	**22.5**	**26.5**
	FY21F	**12.8**	**17.0**	**15.8**	**15.2**	**20.1**
ROE(%)						
	FY18A	(29.2)	17.4	22.0	1.1	28.9
	FY19A	(15.4)	11.2	22.1	2.3	9.2
	FY20F	13.0	**11.0**	**16.4**	**1.3**	**15.3**
	FY21F	13.5	**13.9**	**25.3**	**6.5**	**10.0**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2020.09.16 종가기준, 컨센서스 기준. 삼강엠앤티, 씨에스윈드는 당사추정치

삼강엠앤티(100090.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**538.1**	**627.9**	**638.2**	**652.9**	**691.3**
유동자산	55.2	142.0	168.8	198.0	249.9
현금성자산	5.4	34.4	109.2	137.6	183.9
매출채권	17.3	38.4	32.1	32.6	36.7
재고자산	8.4	18.0	10.6	10.7	12.1
비유동자산	482.9	485.9	469.4	454.9	441.4
투자자산	4.1	1.6	1.6	1.7	1.8
유형자산	477.9	483.2	466.1	450.9	437.0
기타	0.8	1.2	1.7	2.2	2.7
부채총계	**312.4**	**432.2**	**424.8**	**417.4**	**423.1**
유동부채	157.9	304.3	266.6	258.4	263.1
매입채무	39.6	96.4	97.2	98.6	111.0
유동성이자부채	88.3	146.2	143.3	133.3	125.3
기타	30.0	61.7	26.2	26.4	26.7
비유동부채	154.4	127.8	158.1	159.1	160.1
비유동이자부채	148.9	122.5	134.3	134.3	134.3
기타	5.5	5.3	23.8	24.8	25.8
자본총계	**225.7**	**195.8**	**213.5**	**235.4**	**268.2**
지배지분	149.2	134.5	151.8	173.8	206.6
자본금	13.2	13.9	13.9	13.9	13.9
자본잉여금	58.3	66.4	66.4	66.4	66.4
이익잉여금	66.5	43.2	60.6	82.5	115.3
기타	11.2	11.0	10.9	10.9	10.9
비지배지분	76.5	61.2	61.6	61.6	61.6
자본총계	**225.7**	**195.8**	**213.5**	**235.4**	**268.2**
총차입금	237.2	268.7	277.6	267.6	259.6
순차입금	231.8	234.3	168.4	130.0	75.7

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**144.0**	**384.5**	**457.0**	**521.0**	**592.0**
증가율(%)	17.0	167.1	18.8	14.0	13.6
매출원가	165.6	389.0	404.3	464.8	526.7
매출총이익	**(21.6)**	**(4.5)**	**52.7**	**56.2**	**65.3**
판매 및 일반관리비	13.7	16.1	16.3	17.6	18.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(35.3)**	**(20.6)**	**36.4**	**38.6**	**46.9**
증가율(%)	적지	적지	흑전	6.1	21.5
EBITDA	**(13.5)**	**0.4**	**57.1**	**59.1**	**67.0**
증가율(%)	적지	흑전	12,873.5	3.6	13.2
영업외손익	**(25.3)**	**(16.2)**	**(11.9)**	**(8.1)**	**(8.3)**
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
이자비용	9.9	14.5	9.4	11.1	10.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(15.4)	(2.0)	(2.8)	2.5	1.8
세전순이익	**(60.6)**	**(36.8)**	**24.5**	**30.5**	**38.6**
증가율(%)	적전	적지	흑전	24.3	26.6
법인세비용	(0.4)	0.3	1.0	3.0	5.8
당기순이익	**(60.2)**	**(37.1)**	**23.5**	**27.4**	**32.8**
증가율(%)	적전	적지	흑전	16.8	19.5
지배주주지분	(45.3)	(21.8)	18.6	21.9	32.8
증가율(%)	적전	적지	흑전	17.8	49.4
비지배지분	(14.9)	(15.3)	32.3	5.5	0.0
EPS(원)	**(1,991)**	**(797)**	**669**	**788**	**1,177**
증가율(%)	적전	적지	흑전	17.8	49.4
수정EPS(원)	(1,991)	(797)	669	788	1,177
증가율(%)	적전	적지	흑전	17.8	49.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**(13.4)**	**19.1**	**51.0**	**44.4**	**60.9**
당기순이익	(60.2)	(37.1)	23.5	27.4	32.8
자산상각비	21.9	21.0	20.7	20.5	20.1
기타비현금성손익	0.2	0.2	33.7	(4.5)	1.0
운전자본증감	4.9	17.8	(24.4)	0.9	7.1
매출채권감소(증가)	3.3	(20.7)	15.2	(0.5)	(4.1)
재고자산감소(증가)	(7.6)	(9.5)	7.4	(0.2)	(1.4)
매입채무증가(감소)	9.4	53.1	(24.9)	1.5	12.4
기타	(0.2)	(5.0)	(22.0)	0.1	0.1
투자현금	**(55.6)**	**(22.1)**	**(3.8)**	**(6.8)**	**(7.5)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(54.2)	(3.4)	(3.3)	(4.6)	(5.3)
유형자산처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.1)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
재무현금	**49.6**	**11.9**	**29.0**	**(10.0)**	**(8.0)**
차입금증가	27.0	17.5	29.0	(10.0)	(8.0)
자본증가	23.0	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0
배당금지급	0.4	1.3	1.3	0.0	0.0
현금 증감	**(19.4)**	**9.0**	**76.2**	**27.6**	**45.4**
기초현금	22.9	3.5	12.4	88.6	116.1
기말현금	3.5	12.4	88.6	116.1	161.6
Gross Cash flow	(12.2)	8.8	77.9	43.5	53.9
Gross Investment	50.7	4.2	27.6	5.1	(0.4)
Free Cash Flow	(62.9)	4.5	50.3	38.4	54.3

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(1,991)	(797)	669	788	1,177
BPS	5,645	4,830	5,449	6,237	7,414
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	28.2	23.9	16.0
PBR	0.8	0.9	3.5	3.0	2.5
EV/ EBITDA	-	818.2	13.9	12.8	10.5
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	14.1	6.7	12.1	9.7
수익성(%)					
영업이익율	(24.5)	(5.4)	8.0	7.4	7.9
EBITDA이익율	(9.3)	0.1	12.5	11.4	11.3
순이익율	(41.8)	(9.7)	5.1	5.3	5.5
ROE	(29.2)	(15.4)	13.0	13.5	17.2
ROIC	(5.6)	(3.4)	8.6	9.3	11.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	102.7	119.7	78.9	55.2	28.2
유동비율	34.9	46.7	63.3	76.6	95.0
이자보상배율	(3.6)	(1.4)	3.9	3.5	4.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9
매출채권회전율	6.0	13.8	13.0	16.1	17.1
재고자산회전율	31.1	29.1	32.0	48.9	51.8
매입채무회전율	4.2	5.7	4.7	5.3	5.6

자료: 유진투자증권

수소산업

두산퓨얼셀(336260.KQ)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

대한민국의 강자가 세계 시장을 주도할 수도

BUY(유지)

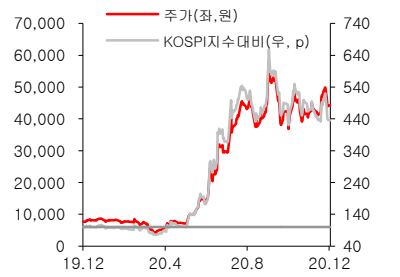
목표주가(12M, 유지)	61,000 원
현재주가(12/08)	44,900 원

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	2,492
52 주 최고/최저(원)	62,500 / 4,010
52 주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	63,361
평균거래량(3M,천주)	1,911
평균거래대금(3M,백만원)	84,494
배당수익률(20F, %)	#-
외국인 지분율(%)	12.4
주요주주 지분율(%)	
두산중공업 외 27 인	48.2
자사주	0.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.9	-18.9	196.2	482.2
KOSPI 대비상대수익률	-4.9	-31.3	172.5	452.5

Company vs KOSPI composite



▪ 대한민국, 세계 최고 수준의 수소산업 지원 정책

전세계에서 대한민국 같이 강력한 수소산업 지원정책을 사용하는 국가는 찾아보기 어려웠다. 수소연료전지 발전과 수소차 두 영역은 여타 경쟁기술과 차별화된 REC와 보조금을 지급받으면서 성장하고 있다. 현정부의 정책 스탠스가 차기정부에도 유지되지 못한다면 국내 관련산업의 지속 성장의 가시성은 낮았다. 하지만, 최근에 해외에서 불어닥친 주요국가들의 탄소배출 순제로의 정책 도미노는 수소산업의 육성이 반드시 필요함을 확정시킨 계기가 되었다.

▪ 두산퓨얼셀의 사업구조도 지속 가능해져

정부는 2040년 수소연료전지 설치목표 8GW를 달성하기 위해 수소연료전지 발전 의무화 제도를 2022년부터 시행할 예정이라고 발표했다. 현재까지 약 0.6GW만 설치된 상태이고, 전기위원회의 허가를 받은 규모는 약 4GW 수준이다. 따라서 국내 시장 점유율 70% 이상을 기록하고 있는 동사의 성장은 가시성이 매우 높다. 또한 의무화 제도가 초기에는 그레이+블루수소를 용인하나 중장기적으로는 그린수소를 기반으로 하는 것으로 설계될 가능성이 높기 때문에, 수소연료전지 발전에 대한 정책 지원 타당성이 높아질 것으로 판단된다.

▪ 글로벌 수소업체들 대비 저평가 상태

동사는 글로벌 최대의 수소시장인 대한민국의 절대강자이다. 현재 흑자가 나고 있는 유일한 업체이기도 하다. 다양한 연료전지 기술을 확보해 발전부문에서 여타 산업부문으로 수소기술을 적용할 예정이다. 해외업체들 대비해서 저평가 받을 이유는 없다. 목표주가 61,000 원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	221.2	449.7	531.7	943.5	1,404.3
영업이익(십억원)	19.5	24.9	31.1	82.4	135.0
세전계속사업손익(십억원)	16.0	20.2	30.4	80.8	133.0
당기순이익(십억원)	11.9	15.0	23.2	62.2	102.6
EPS(원)	210	265	354	950	1,567
증감률(%)	적지	26.1	33.4	168.6	64.9
PER(배)	40.9	169.2	126.9	47.2	28.7
ROE(%)	-	4.6	4.7	12.4	20.0
PBR(배)	3.8	7.6	7.3	7.3	7.0
EV/EBITDA(배)	20.5	(9.7)	(8.0)	(1.5)	(0.5)

자료: 유진투자증권

도표 85 연간실적 전망

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**221.2**	**449.7**	**531.7**	**943.5**	**1,404.3**	**1,625.2**	**1,848.2**
증감율			18.2%	77.4%	48.8%	15.7%	13.7%
연료전지 주기기	210.0	383.1	435.0	807.0	1231.0	1416.0	1601.0
장기유지보수서비스	11.2	66.6	96.7	136.5	173.3	209.2	247.2
매출원가	**195.5**	**403.1**	**476.4**	**834.4**	**1240.7**	**1433.9**	**1627.1**
매출원가율	88%	90%	90%	88%	88%	88%	88%
매출총이익	25.6	46.6	55.3	109.1	163.6	191.3	221.1
판관비	**-6.2**	**21.7**	**24.2**	**26.7**	**28.6**	**31.0**	**33.2**
판관비율	-2.8%	4.8%	4.6%	2.8%	2.0%	1.9%	1.8%
영업이익	**19.5**	**24.9**	**31.1**	**82.4**	**135.0**	**160.3**	**187.9**
증감율			25.1%	164.8%	63.8%	18.7%	17.2%
영업이익률	8.8%	5.5%	5.9%	8.7%	9.6%	9.9%	10.2%
영업외손익	0.0	-4.7	-0.7	-1.6	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	**16.0**	**20.2**	**30.4**	**80.8**	**133.0**	**158.6**	**186.0**
법인세	**-4.1**	**5.2**	**7.3**	**18.6**	**30.4**	**36.8**	**42.4**
법인세율	-25.9%	25.7%	23.9%	23.0%	22.8%	23.2%	22.8%
당기순이익	**11.9**	**15.0**	**23.2**	**62.2**	**102.6**	**121.8**	**143.6**

자료 : 유진투자증권, 두산퓨얼셀

도표 86 글로벌 수소관련주들 Valuation 비교

		두산퓨얼셀	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	BALLARD POWER	PLUG POWER	NEL ASA	MCPHY ENERGY
국가		SOUTH KOREA	UNITED STATES	BRITAIN	BRITAIN	CANADA	UNITED STATES	NORWAY	FRANCE
2020-12-08		44,900	27.6	5.3	13.4	19.4	24.8	2.7	39.0
통화		KRW	USD	GBp	GBp	USD	USD	NOK	EUR
시가총액(백만달러, 십억원)		2,492	4,592.1	2,927.6	2,303.6	5,434.5	10,954.2	3,807.6	1,084.2
PSR(배)									
	FY19A	11.3	5.8	489.1	116.3	51.1	47.6	64.5	85.0
	FY20F	5.5	5.9	147.5	62.4	51.0	36.1	56.3	58.4
	FY21F	4.7	4.5	21.4	57.9	41.7	26.1	31.8	30.2
	FY22F	**2.6**	**3.6**	**31.1**	**49.3**	**28.7**	**18.5**	**20.1**	**20.8**
PBR(배)									
	FY19A	3.8	-	3.2	3.0	6.7	11.4	5.7	3.9
	FY20F	7.6	-	-	-	8.0	24.2	8.0	4.6
	FY21F	7.3	50.2	-	-	8.4	19.1	8.1	4.7
	FY22F	7.3	26.2	-	-	6.3	18.8	8.2	4.8
매출액(백만달러, 십억원)									
	FY19A	221.2	785.2	6.0	19.8	106.3	230.2	59.0	12.7
	FY20F	449.7	780.6	19.9	36.9	106.5	303.5	67.6	18.6
	FY21F	531.7	1,009.3	136.8	39.8	130.4	419.1	119.8	35.9
	FY22F	943.5	1,263.3	94.1	46.8	189.3	591.0	189.0	52.0
영업이익(백만달러, 십억원)									
	FY19A	19.5	-232.8	-12.0	-10.2	-27.4	-50.0	-28.8	-7.3
	FY20F	24.9	-89.7	-26.3	-19.1	-34.7	-91.2	-39.6	-10.5
	FY21F	31.1	-42.9	-39.1	-13.6	-30.4	-37.2	-19.9	-4.7
	FY22F	82.4	29.7	-11.2	-11.6	-18.4	3.1	-22.7	0.5
영업이익률(%)									
	FY19A	8.8	-29.6	-200.5	-51.4	-25.8	-21.7	-48.9	-57.5
	FY20F	5.5	-11.5	-132.6	-51.8	-32.6	-30.0	-58.5	-56.6
	FY21F	5.9	-4.2	-28.6	-34.1	-23.3	-8.9	-16.6	-13.2
	FY22F	8.7	2.3	-11.9	-24.8	-9.7	0.5	-12.0	1.0
순이익(백만달러, 십억원)									
	FY19A	11.9	-304.4	-12.3	-6.3	-39.1	-85.5	-30.7	-7.0
	FY20F	15.0	-80.9	-26.3	-16.1	-46.0	-104.6	-21.4	-10.1
	FY21F	23.2	5.0	-50.8	-12.2	-34.0	-95.8	-16.0	-6.7
	FY22F	62.2	79.8	7.4	-7.0	-17.2	-60.8	0.4	-2.8
ROE(%)									
	FY19A	-	-	-30.6	-10.1	-14.7	-	-15.7	-38.8
	FY20F	4.6	-87.1	-11.9	-11.2	-	-34.4	-7.0	-5.9
	FY21F	4.7	5.2	-1.8	-8.8	-	-61.5	-2.5	-3.1
	FY22F	12.4	-6.9	3.2	-5.0	-	1.9	4.9	-1.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2020.12.08 종가기준, 컨센서스 기준. 두산솔루스는 당사추정치

도표 87 두산퓨얼셀의 사업전략



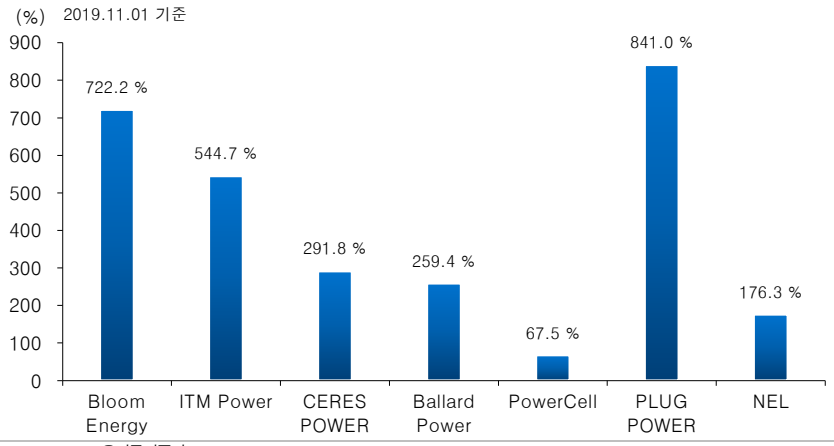
자료 : 두산퓨얼셀

도표 88 수소연료전지 기술 비교

구분	고분자전해질 연료전지 (PEMFC)	인산형 연료전지 (PAFC)	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)
전해질	고분자막	인산염	용융탄산염	고체산화물
작동온도	50~100℃	150~250℃	650℃	600~900℃
주 촉매	백금	백금	Perovskite	니켈
전기효율	< 40%	40~45%	45~60%	50~60%
복합효율	–	90%	88%	–
주용도	수송용 휴대용	발전용 가정/건물용	발전용 가정/건물용	발전용 가정/건물용

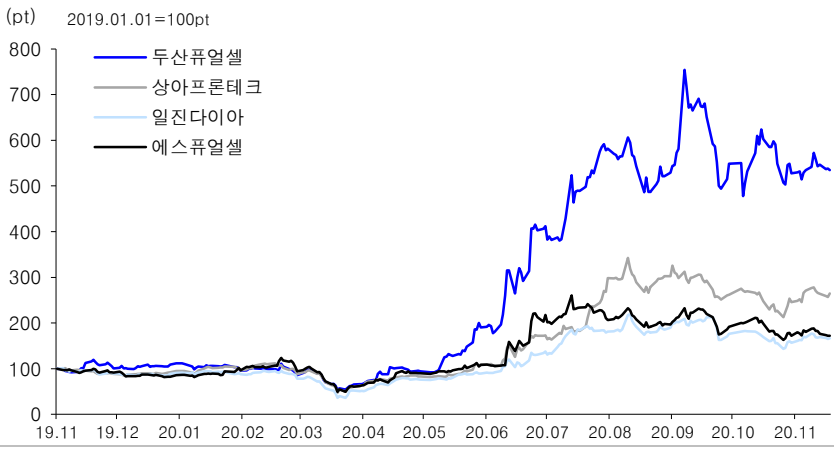
자료 : 두산퓨얼셀

도표 89 지난 11 월부터의 해외 수소 관련주 주가 급상승



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 90 국내 수소 관련주 주가추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	735	790	770	825	893
현금성자산	395	395	238	172	103
매출채권	188	201	278	356	459
재고자산	134	176	235	278	312
비유동자산	94	165	199	230	264
투자자산	27	28	29	30	31
유형자산	39	109	141	171	204
무형자산	28	29	29	29	29
자산총계	**829**	**955**	**969**	**1,055**	**1,157**
유동부채	239	342	358	423	485
매입채무	65	80	123	167	203
단기차입금	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	108	108	109	109	109
사채및장기차입금	100	100	100	100	100
기타비유동부채	8	9	9	9	10
부채총계	**347**	**450**	**467**	**532**	**594**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	448	448	448	448	448
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	26	49	46	66	106
자본총계	**482**	**505**	**502**	**523**	**563**
총차입금	101	101	101	101	101
순차입금(순현금)	(294)	(294)	(138)	(71)	(2)
투하자본	186	209	362	449	558

손익계산서

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	**449.7**	**531.7**	**943.5**	**1,404.3**	**1,625.2**
증가율(%)	103.3	18.2	77.4	48.8	15.7
매출총이익	**46.6**	**55.3**	**109.1**	**163.6**	**191.3**
매출총이익율(%)	10.4	10.4	11.6	11.7	11.8
판매비와관리비	21.7	24.2	26.7	28.6	31.0
증가율(%)	252.0	11.6	10.3	7.1	8.4
영업이익	**25**	**31**	**82**	**135**	**160**
증가율(%)	27.8	25.1	164.8	63.8	18.7
EBITDA	**30**	**37**	**91**	**145**	**173**
증가율(%)	41.7	22.2	148.5	60.0	18.7
영업외손익	**(4.7)**	**(0.7)**	**(1.6)**	**(2.0)**	**(1.7)**
이자수익	1.8	0.5	0.8	1.3	1.5
이자비용	3.9	2.8	2.8	2.8	2.8
외화관련손익	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.4	3.2	3.2	3.2	3.2
기타영업외손익	(6.8)	(1.6)	(2.8)	(3.6)	(3.6)
세전계속사업손익	**20.2**	**30.4**	**80.8**	**133.0**	**158.6**
법인세비용	5.2	7.3	18.6	30.4	36.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**15.0**	**23.2**	**62.2**	**102.6**	**121.8**
증가율(%)	26.5	54.3	168.6	64.9	18.7
당기순이익률(%)	3.3	4.4	6.6	7.3	7.5
EPS(원)	**265**	**354**	**950**	**1,567**	**1,860**
증가율(%)	26.1	33.4	168.6	64.9	18.7
완전희석EPS(원)	265	154	701	1,317	1,610
증가율(%)	26.1	(41.9)	354.5	88.0	22.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	**(56)**	**73**	**(52)**	**54**	**56**
당기순이익	15	23	62	103	122
유무형자산상각비	5	5	8	10	12
기타비현금손익가감	12	(3)	(3)	(3)	(3)
운전자본의변동	(88)	48	(120)	(56)	(75)
매출채권감소(증가)	(26)	(13)	(77)	(78)	(103)
재고자산감소(증가)	(57)	(42)	(59)	(43)	(34)
매입채무증가(감소)	18	15	43	44	36
기타	(23)	87	(27)	21	26
투자활동현금흐름	**13**	**(74)**	**(39)**	**(39)**	**(44)**
단기투자자산처분(취득)	20	(0)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권처분(취득)	2	3	3	3	3
설비투자	(1)	(75)	(40)	(40)	(45)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	**300**	**0**	**(65)**	**(82)**	**(82)**
차입금증가(감소)	(1)	0	0	0	0
자본증가(감소)	300	0	(65)	(82)	(82)
배당금지급	0	0	65	82	82
현금의 증가(감소)	**256**	**(0)**	**(156)**	**(67)**	**(70)**
기초현금	133	390	389	233	166
기말현금	390	389	233	166	97
Gross Cash flow	32	26	68	110	131
Gross Investment	95	26	159	95	119
Free Cash Flow	**(63)**	**(0)**	**(91)**	**15**	**13**

주요투자지표

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	265	354	950	1,567	1,860
BPS	5,890	6,173	6,134	6,387	6,876
DPS	0	800	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	169.2	126.9	47.2	28.7	24.1
PBR	7.6	7.3	7.3	7.0	6.5
PCR	103.4	142.6	54.1	33.3	28.0
배당수익율	(9.7)	(8.0)	(1.5)	(0.5)	0.0
수익성(%)	-	1.8	2.2	2.2	2.2
영업이익율					
EBITDA이익율	5.5	5.9	8.7	9.6	9.9
순이익율	6.7	6.9	9.6	10.4	10.6
ROE	3.3	4.4	6.6	7.3	7.5
ROIC	4.6	4.7	12.4	20.0	22.4
안정성 (배,%)	12.4	12.0	22.3	25.7	24.5
순차입금/자기자본					
유동비율	(61.0)	(58.2)	(27.4)	(13.7)	(0.4)
이자보상배율	3.1	2.3	2.2	2.0	1.8
활동성 (회)	6.4	11.1	29.3	48.0	56.9
총자산회전율					
매출채권회전율	0.7	0.6	1.0	1.4	1.5
재고자산회전율	2.6	2.7	3.9	4.4	4.0
매입채무회전율	4.2	3.4	4.6	5.5	5.5
매입채무회전율	7.7	7.3	9.3	9.7	8.8

자료: 유진투자증권

수소산업

진성티이씨(036890.KQ)

Green Industry 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

본업에 대한 기대 커져

BUY(유지)

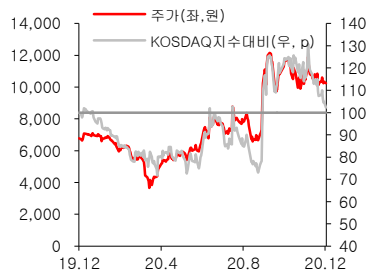
목표주가(12M,유지)	14,000 원
현재주가(12/08)	10,050 원

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	226
52 주 최고/최저(원)	12,900 / 3,585
52 주 일간 Beta	1.08
발행주식수(천주)	22,482
평균거래량(3M,천주)	893
평균거래대금(3M,백만원)	9,868
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	1.7
주요주주 지분율(%)	
윤우석(외 4 인)	36.2
자사주	11.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.8	38.7	70.0	20.5
KOSPI 대비상대수익률	30.9	22.6	59.3	19.6

Company vs KOSPI composite



▪ 중국에 이어 미국과 여타 국가들의 건설기계 수요 확대 예상

코로나 여파가 작았던 중국의 건설기계 시장은 내년에도 부양안과 구형 모델 교체 수요로 수요가 견조할 것으로 예상된다. 미국은 바이든이 그린산업뿐 아니라 도로, 철도, 교량 등 낡은 인프라에 대한 대대적인 투자를 할 것으로 판단된다. 유럽과 일본도 코로나 팬데믹이 축소되면서 경기부양 정책들이 가동되면 관련 건설기계 수요가 회복될 것으로 보인다. 2021 년 진성티이씨의 매출과 영업이익은 각각 3,527 억원, 275 억원으로 올 해 대비 19%, 34% 증가할 것으로 추정된다.

▪ 두산인프라 관련 우려가 미치는 영향 작을 것

최근 동사 주가 약세의 배경 중 하나는 고객사인 두산인프라의 매각 이슈때문이다. 유력한 현대건설기계가 두산인프라를 인수하면 부품 수급을 동사에서 다른 업체로 변경할 수 있기 때문이다. 이렇게 확정된다 하더라도 진성티이씨에 미치는 영향은 작을 것으로 판단한다. 동사의 두산인프라향 매출액은 약 15% 수준이다. 캐터필러 향 매출이 모듈로 확대되고 전체 수량도 중소형과 대형 모두에서 늘어나고 있다. 또한 디어, 밥캣 등도 공급물량 확대를 논의 중이다. 경쟁력있는 업체에게 일부 고객들의 이탈은 큰 우려거리가 아니다. 투자자들의 기우가 과하다는 판단이다.

▪ 본업 턴어라운드에 수소 관련 신사업 확보로 투자 매력 높아

경기부양안과 글로벌 탄소배출 순제로 정책은 건설기계 수요 확대에 긍정적이다. 풍력, 태양광, 전기차, 수소차와 수소발전, 그린수소 프로젝트 개발을 위해 건설기계가 필요하기 때문이다. 또한 동사는 국내의 수소발전 의무화 제도로 관련 부품 사업의 성장이 확정적이라 투자매력이 더 높아졌다. 목표주가 14,000 원을 유지한다

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	354.7	355.6	296.0	352.7	402.6
영업이익(십억원)	28.0	29.9	20.6	27.5	34.6
세전계속사업손익(십억원)	27.5	29.6	20.1	26.5	34.1
당기순이익(십억원)	21.7	22.0	14.3	20.4	26.2
EPS(원)	964.8	978.8	637.2	907.2	1,166.5
증감률(%)	116.5	1.5	(34.9)	42.4	28.6
PER(배)	7.8	7.1	15.8	11.1	8.6
ROE(%)	19.4	16.9	9.8	12.8	14.7
PBR(배)	1.4	1.1	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.1	5.1	8.8	7.1	5.8

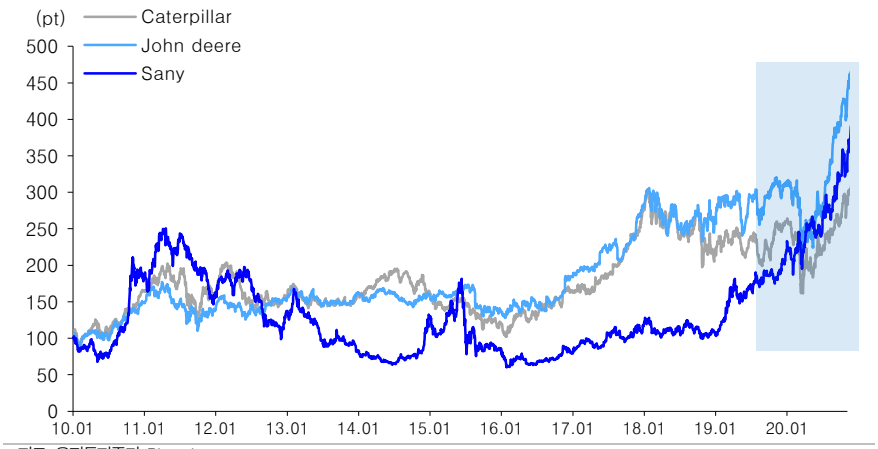
자료: 유진투자증권

도표 91 연간실적 추정(연결기준)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**244.4**	**354.7**	**355.6**	**296.0**	**352.7**	**402.6**	**451.0**
증감율	37.4%	45.2%	0.2%	-16.7%	19.2%	14.1%	12.0%
건설중장비 부품	241.2	345.9	342.2	279.4	332.0	362.0	385.0
연료전지 부품	3.2	8.8	13.4	16.6	20.7	40.6	66.0
매출원가	**203.7**	**299.0**	**292.9**	**246.5**	**289.9**	**330.5**	**369.8**
매출원가율	83.4%	84.3%	82.4%	83.3%	82.2%	82.1%	82.0%
매출총이익	**40.6**	**55.7**	**62.7**	**49.5**	**62.8**	**72.1**	**81.2**
판관비	**21.7**	**27.7**	**32.8**	**28.9**	**35.3**	**37.5**	**39.4**
판관비율	8.9%	7.8%	9.2%	9.8%	10.0%	9.3%	8.7%
영업이익	**18.9**	**28.0**	**29.9**	**20.6**	**27.5**	**34.6**	**41.8**
증감율	64.9%	47.7%	7.0%	-31.2%	33.5%	25.7%	20.9%
영업이익률	7.8%	7.9%	8.4%	7.0%	7.8%	8.6%	9.3%
영업외손익	**5.3**	**0.5**	**0.3**	**-0.5**	**-1.0**	**-0.5**	**-0.3**
세전이익	**13.7**	**27.5**	**29.6**	**20.1**	**26.5**	**34.1**	**41.5**
법인세	**3.6**	**5.8**	**7.6**	**5.8**	**6.1**	**7.8**	**9.5**
법인세율	27%	21%	26%	29%	23%	23%	23%
당기순이익	**10.0**	**21.7**	**22.0**	**14.3**	**20.4**	**26.2**	**31.9**

자료: 유진투자증권

도표 92 글로벌 건설기계 대표주들 사상 최고치 경신 중



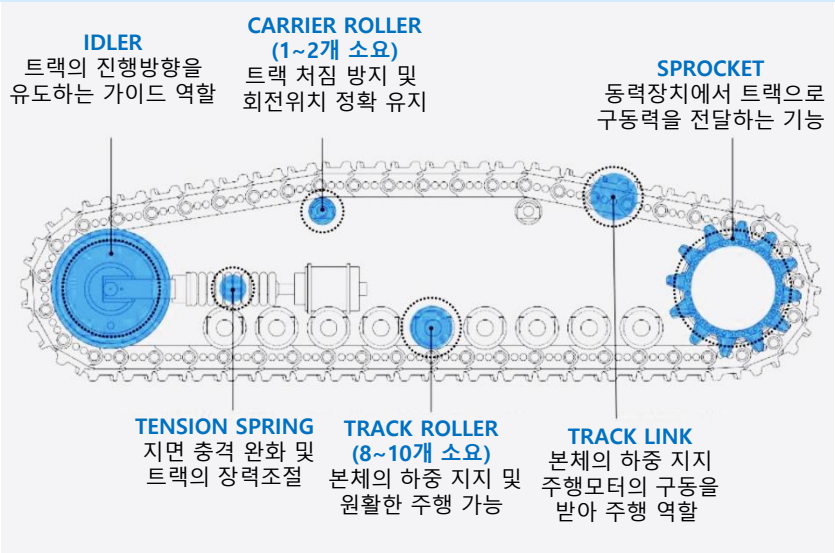
자료: 유진투자증권, Bloomberg

도표 93 진성티이씨, 건설기계 관련업체들 대비 저평가

		진성티이씨	평균	CATERPILLAR INC	DEERE & CO	SANY HEAVY INDUSTRY CO LTD-A
국가		한국		미국	미국	중국
종가(원, 달러)		10,050		178.7	252.0	4.8
통화		KRW		USD	USD	CNY
시가총액(백만달러, 십억원)		225.9		97,085.7	78,973.6	40,926.8
PER(배)						
	FY18A	7.8	12.0	11.2	14.3	10.5
	FY19A	7.1	14.3	13.0	17.4	12.5
	FY20F	**15.8**	**23.5**	**32.9**	**20.1**	**17.6**
	FY21F	**11.1**	**18.6**	**23.9**	**16.8**	**15.3**
PBR(배)						
	FY18A	1.4	3.7	5.2	3.8	2.1
	FY19A	1.1	4.5	5.6	4.8	3.0
	FY20F	**1.5**	**5.9**	**6.8**	**6.1**	**4.7**
	FY21F	**1.3**	**5.3**	**7.0**	**5.1**	**3.8**
매출액(백만달러, 십억원)						
	FY18A	354.7		54,722.0	37,358.0	8,445.4
	FY19A	355.6		53,800.0	39,258.0	10,955.6
	FY20F	296.0		39,406.3	35,955.3	14,446.8
	FY21F	352.7		42,916.0	39,136.8	16,154.7
영업이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	28.0		8,293.0	5,275.0	1,116.0
	FY19A	29.9		8,290.0	5,554.0	1,932.4
	FY20F	20.6		4,276.6	4,901.0	2,815.0
	FY21F	27.5		5,587.3	5,787.3	3,234.0
영업이익률(%)						
	FY18A	7.9	14.2	15.2	14.1	13.2
	FY19A	8.4	15.7	15.4	14.1	17.6
	FY20F	7.0	**14.7**	**10.9**	**13.6**	**19.5**
	FY21F	7.8	**15.9**	**13.0**	**14.8**	**20.0**
순이익(백만달러, 십억원)						
	FY18A	21.7		6,147.0	2,368.0	925.3
	FY19A	22.0		6,093.0	3,253.0	1,622.6
	FY20F	14.3		2,986.3	3,987.8	2,321.2
	FY21F	20.4		4,002.2	4,720.2	2,673.4
EV/EBITDA(배)						
	FY18A	6.1	6.7	6.2	6.3	7.6
	FY19A	5.1	8.2	7.0	7.6	9.9
	FY20F	**8.8**	**14.5**	**15.5**	**14.4**	**13.6**
	FY21F	**7.1**	**12.4**	**12.7**	**12.6**	**11.9**
ROE(%)						
	FY18A	19.4	29.5	44.3	22.7	21.5
	FY19A	16.9	33.2	42.6	28.7	28.5
	FY20F	9.8	**27.8**	**20.8**	**34.2**	**28.3**
	FY21F	12.8	**30.4**	**30.2**	**34.7**	**26.2**

자료: 유진투자증권, Bloomberg
참고:종가기준 2020.12.08

도표 94 진성티이씨의 건설기계 주요 매출 부품들



자료 : 진성티이씨

진성티이씨(036890.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
자산총계	**275.5**	**290.0**	**312.6**	**340.7**	**374.4**
유동자산	171.7	183.3	198.3	217.2	240.3
현금성자산	31.2	32.4	34.3	35.2	39.3
매출채권	74.6	81.0	91.0	98.0	108.0
재고자산	64.9	68.9	72.0	83.0	92.0
비유동자산	103.8	106.8	114.3	123.5	134.0
투자자산	3.4	5.0	5.2	5.4	5.7
유형자산	92.4	94.1	101.5	110.6	121.1
기타	8.1	7.7	7.5	7.4	7.3
부채총계	**135.9**	**138.2**	**144.9**	**151.2**	**157.4**
유동부채	115.2	119.6	126.2	132.4	138.5
매입채무	37.4	36.1	42.4	48.4	54.2
유동성이자부채	54.9	60.4	60.4	60.4	60.4
기타	22.9	23.1	23.4	23.6	23.8
비유동부채	20.6	18.6	18.7	18.8	19.0
비유동이자부채	18.1	15.5	15.5	15.5	15.5
기타	2.6	3.1	3.2	3.3	3.5
자본총계	**139.7**	**151.8**	**167.7**	**189.5**	**216.9**
지배지분	139.7	151.8	167.7	189.5	216.9
자본금	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	33.9	33.9	33.9	33.9	33.9
이익잉여금	110.3	120.6	136.5	158.2	185.7
기타	(15.7)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	(13.9)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**139.7**	**151.8**	**167.7**	**189.5**	**216.9**
총차입금	73.0	75.9	75.9	75.9	75.9
순차입금	41.8	43.6	41.6	40.7	36.7

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**355.6**	**296.0**	**352.7**	**402.6**	**451.0**
증가율(%)	0.2	(16.7)	19.2	14.1	12.0
매출원가	292.9	246.5	289.9	330.5	369.8
매출총이익	**62.7**	**49.5**	**62.8**	**72.1**	**81.2**
판매 및 일반관리비	32.8	28.9	35.3	37.5	39.4
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**29.9**	**20.6**	**27.5**	**34.6**	**41.8**
증가율(%)	7.0	(31.2)	33.5	25.7	20.9
EBITDA	**38.9**	**30.5**	**37.9**	**45.9**	**54.1**
증가율(%)	13.8	(21.6)	24.4	20.9	18.0
영업외손익	**(0.3)**	**(0.5)**	**(1.0)**	**(0.5)**	**(0.3)**
이자수익	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
이자비용	2.9	2.4	2.3	2.3	2.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	2.5	1.7	1.2	1.7	1.9
세전순이익	**29.6**	**20.1**	**26.5**	**34.1**	**41.5**
증가율(%)	7.7	(32.2)	31.9	28.6	21.8
법인세비용	7.6	5.8	6.1	7.8	9.5
당기순이익	**22.0**	**14.3**	**20.4**	**26.2**	**31.9**
증가율(%)	1.5	(34.9)	42.4	28.6	21.8
지배주주지분	22.0	14.3	20.4	26.2	31.9
증가율(%)	1.5	(34.9)	42.4	28.6	21.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**979**	**637**	**907**	**1,167**	**1,421**
증가율(%)	1.5	(34.9)	42.4	28.6	21.8
수정EPS(원)	979	637	907	1,167	1,421
증가율(%)	1.5	(34.9)	42.4	28.6	21.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업현금	**29.3**	**18.2**	**24.4**	**25.9**	**31.5**
당기순이익	22.0	14.3	20.4	26.2	31.9
자산상각비	9.0	9.9	10.4	11.3	12.3
기타비현금성손익	0.1	4.4	0.1	0.1	0.1
운전자본증감	(3.3)	(3.6)	(6.6)	(11.8)	(13.0)
매출채권감소(증가)	21.3	(1.1)	(10.0)	(7.0)	(10.0)
재고자산감소(증가)	2.3	(3.9)	(3.1)	(11.0)	(9.0)
매입채무증가(감소)	(26.0)	(0.6)	6.3	6.0	5.8
기타	(1.0)	2.0	0.2	0.2	0.2
투자현금	**(15.6)**	**(10.6)**	**(18.0)**	**(20.6)**	**(23.0)**
단기투자자산감소	(0.2)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(10.8)	(9.2)	(17.6)	(20.1)	(22.6)
유형자산처분	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	**1.3**	**(6.7)**	**(4.5)**	**(4.5)**	**(4.5)**
차입금증가	5.3	(2.0)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(4.0)	(4.0)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
배당금지급	4.0	4.0	4.5	4.5	4.5
현금 증감	**14.9**	**0.8**	**1.9**	**0.8**	**4.0**
기초현금	14.9	29.8	30.6	32.5	33.3
기말현금	29.8	30.6	32.5	33.3	37.3
Gross Cash flow	43.5	28.7	31.0	37.7	44.4
Gross Investment	18.7	13.8	24.5	32.3	35.9
Free Cash Flow	**24.8**	**14.9**	**6.4**	**5.4**	**8.6**

주요투자지표

	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	979	637	907	1,167	1,421
BPS	6,213	6,754	7,461	8,428	9,648
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	7.1	15.8	11.1	8.6	7.1
PBR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/ EBITDA	5.1	8.8	7.1	5.8	4.9
배당수익율	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0
PCR	3.6	7.9	7.3	6.0	5.1
수익성(%)					
영업이익율	8.4	7.0	7.8	8.6	9.3
EBITDA이익율	10.9	10.3	10.8	11.4	12.0
순이익율	6.2	4.8	5.8	6.5	7.1
ROE	16.9	9.8	12.8	14.7	15.7
ROIC	12.9	7.8	10.5	12.1	13.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	29.9	28.7	24.8	21.5	16.9
유동비율	149.0	153.2	157.2	164.1	173.6
이자보상배율	10.4	8.6	11.8	14.8	17.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.0	1.2	1.2	1.3
매출채권회전율	4.4	3.8	4.1	4.3	4.4
재고자산회전율	5.8	4.4	5.0	5.2	5.2
매입채무회전율	8.2	8.1	9.0	8.9	8.8

자료: 유진투자증권

수소산업

상아프론테크(089980.KQ)

그린산업 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

수소산업 핵심 소재업체로 부상

BUY(유지)

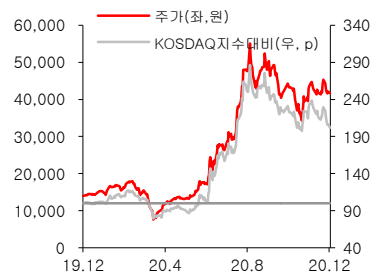
목표주가(12M, 유지)	**57,000 원**
현재주가(12/08)	**41,450 원**

Key Data	(기준일: 2020.12.08)
KOSPI(pt)	2,701
KOSDAQ(pt)	907
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	652
52 주 최고/최저(원)	55,100 / 7,410
52 주 일간 Beta	1.23
발행주식수(천주)	15,725
평균거래량(3M,천주)	269
평균거래대금(3M,백만원)	11,459
배당수익률(20F, %)	1.2
외국인 지분율(%)	2.7
주요주주 지분율(%)	
이상원 (외 16 인)	45.7
국민연금공단 (외 1 인)	5.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-13.1	142.4	196.1
KOSPI 대비상대수익률	-13.3	-16.4	122.0	151.7

Company vs KOSPI composite



▪ 수소연료전지 핵심 소재 멤브레인 상용화 예상

상아프론테크는 ePTFE 제조 특허를 보유하고 있다. 이 소재는 수소연료전지 스택의 분리막(MEA 용 전해질막)으로 사용된다. 글로벌 한 업체가 독점해오던 사업을 동사가 국산화한 것이다. 고객사들과 약 3 년간의 개발과정과 테스트 절차를 완료했고, 대량생산을 위한 증설 작업을 진행 중이다. 내년 상반기 중으로 상용 매출이 시작될 것으로 판단된다.

▪ 헝가리에 전기차 배터리 부품 공장도 신설

배터리용 전해액 누수 방지 부품을 삼성 SDI 에 납품하는 동사는 그동안은 국내와 중국에만 관련 공장이 있었다. 하지만, 내년 상반기부터는 헝가리에 신설하고 있는 공장에서 납품이 시작된다. EU 는 배터리 제조과정 전반의 기준을 제정해서 운영할 예정이어서 역내에서 납품하는 것이 절대적으로 유리하다. 동사가 헝가리 공장을 갖추게 됨으로써 전기차 부문의 성장 가시성이 높아졌다. 관련매출은 2020 년 426 억원에서 2021 년 565 억원으로 증가할 것으로 추정된다.

▪ 글로벌 핵심 소재/부품업체로 성장 중

동사가 생산하는 수소연료전지 소재, 전기차 부품, 반도체 소재/장비는 글로벌 강자인 대한민국업체들을 통해 전세계에 공급된다. 모두 고성장이 예상되는 전방산업을 확보하고 있고, 기술개발 난이도가 높아 진입장벽이 높다. 따라서 상아프론테크는 중장기 성장 전망이 매우 밝다. 목표주가 57,000 원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	182.1	186.2	153.7	201.2	276.5
영업이익(십억원)	14.1	14.9	8.5	17.1	30.7
세전계속사업손익(십억원)	15.7	14.2	8.4	16.0	30.2
당기순이익(십억원)	12.1	12.5	5.7	13.1	24.2
EPS(원)	846	836	375	856	1,578
증감률(%)	54.8	-1.1	-55.2	128.1	84.4
PER(배)	15.6	18.2	110.5	48.4	26.3
ROE(%)	10.5	9.5	3.9	8.5	14.0
PBR(배)	1.6	1.6	4.3	4.0	3.4
EV/EBITDA(배)	9.9	11.2	36.9	25.2	16.0

자료: 유진투자증권

도표 95 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**182.1**	**186.2**	**153.7**	**201.2**	**276.5**	**344.1**	**421.2**	**496.3**
%YoY	18.8%	2.3%	-17.4%	30.9%	37.4%	24.4%	22.4%	17.8%
LCD cassette	28.3	53.9	19.3	23.0	23.0	24.0	22.0	24.0
PTFE sheet	4.5	3.4	2.5	3.0	5.8	6.0	6.5	7.0
PCB 소재	7.8	6.6	6.1	7.1	10.0	11.0	11.5	12.1
OA	22.6	22.8	20.5	22.3	24.5	25.0	25.3	25.2
반도체 소재/장비	16.0	15.3	22.7	25.0	30.0	33.5	36.0	39.3
기타부품	37.8	35.1	29.0	31.0	34.0	34.3	34.0	33.6
배터리부품	**58.3**	**40.2**	**42.6**	**56.5**	**79.0**	**103.8**	**130.0**	**155.0**
의료기기	4.0	5.1	6.0	8.4	8.3	9.0	10.3	11.5
멤브레인/특수소재	**2.8**	**3.6**	**5.0**	**24.9**	**61.9**	**97.5**	**145.6**	**188.6**
매출원가	142.8	146.9	120.7	156.6	212.9	261.9	317.2	367.8
매출원가율	78.4%	78.9%	78.5%	77.8%	77.0%	76.1%	75.3%	74.1%
판관비	25.2	24.4	24.5	27.6	32.9	36.7	40.3	43.5
영업이익	**14.1**	**14.9**	**8.5**	**17.1**	**30.7**	**45.5**	**63.7**	**85.0**
영업이익률(%)	7.8%	8.0%	5.6%	8.5%	11.1%	13.2%	15.1%	17.1%
%YoY	**31.0%**	**5.3%**	**-42.6%**	**99.8%**	**79.8%**	**48.4%**	**39.9%**	**33.4%**
영업외손익	1.5	(0.7)	(0.1)	(1.1)	(0.5)	(0.5)	0.3	0.7
세전이익	15.7	14.2	8.4	16.0	30.2	45.0	64.0	85.7
법인세비용	3.6	1.7	2.7	2.9	6.0	9.5	14.1	18.9
당기순이익	**12.1**	**12.5**	**5.7**	**13.1**	**24.2**	**35.6**	**49.9**	**66.9**
목표주가 기준 PER			156.1	68.4	37.1	25.2	17.9	13.4
목표주가 기준 PSR (멤브레인 매출 기준)				35.94	14.48	9.19	6.16	4.75

자료: 유진투자증권

도표 96 상아프론테크 주요 특허출원 현황

출원번호	발명의명칭	상태	출원일자	등록번호
1020170092193	**연료전지 전해질막 및 이의 제조방법**	**등록**	**2017.07.20**	**1018608730000**
1020170089547	**연료전지 전해질막용 고연신 다공성 지지체 및 이의 제조방법**	**등록**	**2017.07.14**	**1018608560000**
1020170089825	웨이퍼 지지체 및 이를 구비한 웨이퍼 보관 용기	공개	2017.07.14	
1020080111872	서랍장에 구비되는 구름휠의 조립체	등록	2008.11.11	1010156270000
1020130111283	리본 타입 자성시트 크래킹 롤, 및 이를 포함하는 크래킹 장치	등록	2013.09.16	1014991450000
1020000026992	불소수지가 코팅된 유리섬유의 제조방법	등록	2000.05.19	1003728830000
1020150119058	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.08.24	1015969410000
1020150185395	2차 전지 다공성 분리막용 부직포, 이를 이용한 2차 전지용 다공성 분리막 및 이의 제조방법	등록	2015.12.23	1016567600000
1020150163041	폴리비닐리덴플루오르 고분자 압전필름 및 이의 제조방법	등록	2015.11.20	1016681040000
1020150034630	2차 전지용 수용성 바인더, 이의 제조방법, 이를 이용한 2차 전지용 전극활물질 코팅제 및 2차 전지용 전극	등록	2015.03.12	1015785450000
1020160062947	SLS-3D 프린터용 PI 분말 및 이의 제조방법	공개	2016.05.23	
1020150047231	차량의 워셔펌프용 멤브레인 필터	등록	2015.04.03	1015631660000
1020130111270	초박형 및 고투자율의 WPC 및 NFC 겸용 하이브리드 자성시트 및 그 제조방법	등록	2013.09.16	1015130520000
1020130028994	리본 타입 자성시트	등록	2013.03.19	1013314060000
1020170079124	면상발열필름 및 이의 제조방법	등록	2017.06.22	1019310840000
1020060050249	고온용 일렉트렛, 그의 제조방법 및 이를 구비하는마이크로폰	등록	2006.06.05	1007891290000
1020150070670	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.05.20	1015726630000
1020150177324	2차 전지 바인더용 수용성 폴리이미드 전구체, 이의 조성물, 이를 제조하는 방법 및 이를 포함하는 2차 전지용 수용성 바인더	등록	2015.12.11	1016570810000
1020150177331	2차 전지 바인더용 수용성 폴리이미드 전구체, 이의 조성물, 이를 제조하는 방법 및 이를 포함하는 2차 전지용 수용성 바인더	등록	2015.12.11	1016570840000
1020150070671	주사기	등록	2015.05.20	1018306390000
1020150018065	배액 용기	등록	2015.02.05	1015560870000
1020150165057	주사기용 필터 구조체 및 이를 구비한 주사기	등록	2015.11.24	1016327140000
1020150082899	카테터 고정장치	등록	2015.06.11	1016222450000
1020110011934	발열 정착 롤러	등록	2011.02.10	1010382160000
1020110011935	발열 정착 벨트	등록	2011.02.10	1010382170000
1020100071297	의료용 CD 카세트	등록	2010.07.23	1010573950000
1020080108366	반도체 패키지를 수지로 몰딩하는데 이용되는 이형필름을 제조하는 방법 및 이 방법에 의해 만들어진 이형필름	등록	2008.11.03	1010499340000
1020060087165	섬유강화 열경화성 수지의 가변 단면 제품 제조방법 및 그장치	등록	2006.09.11	1006976310000
1020060050251	고온용 일렉트렛, 그의 융착방법 및 이를 구비하는마이크로폰	등록	2006.06.05	1007743030000
1020170056201	SLS-3D 프린터용 PI 복합분말 및 이의 제조방법	등록	2017.05.02	1017955270000
1020160178335	안전 필터 주사기	등록	2016.12.23	1017977420000
1020160078752	안전 주사기	등록	2016.06.23	1016925430000
1020160035483	2차 전지 음극용 코팅제, 이를 이용한 2차 전지용 음극 및 이의 제조방법	등록	2016.03.24	1016837230000
1020170061228	의료용 흡인기 시스템	등록	2017.05.17	1017726680000
1020160178347	필터 주사기	등록	2016.12.23	1017954450000
1020160035475	2차 전지 음극 코팅제용 바인더 조성물, 이를 이용한 2차 전지 음극 코팅제용 바인더 및 이의 제조방법	등록	2016.03.24	1016837370000

자료: 특허청, 유진투자증권

상아프론테크(089980.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**239.1**	**248.3**	**284.3**	**296.8**	**319.7**
유동자산	124.8	131.6	168.2	175.6	189.6
현금성자산	45.9	40.7	78.3	71.2	78.2
매출채권	44.7	63.2	57.0	66.0	70.0
재고자산	31.4	24.3	29.5	35.0	38.0
비유동자산	114.3	116.7	116.2	121.2	130.1
투자자산	8.0	8.7	9.0	9.4	9.8
유형자산	104.8	107.2	106.3	111.0	119.5
기타	1.5	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	**119.8**	**104.5**	**137.2**	**136.6**	**135.3**
유동부채	114.4	93.7	96.2	95.4	94.0
매입채무	23.9	19.8	22.3	26.5	30.0
유동성이자부채	86.8	71.0	71.0	66.0	61.0
기타	3.7	2.9	2.9	2.9	3.0
비유동부채	5.4	10.8	41.0	41.1	41.3
비유동이자부채	0.6	5.4	35.4	35.4	35.4
기타	4.9	5.4	5.6	5.7	5.9
자본총계	**119.2**	**143.8**	**147.1**	**160.2**	**184.4**
지배지분	119.2	143.8	147.1	160.2	184.4
자본금	7.1	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	29.5	43.3	43.3	43.3	43.3
이익잉여금	83.8	93.7	97.0	110.1	134.3
기타	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**119.2**	**143.8**	**147.1**	**160.2**	**184.4**
총차입금	87.3	76.4	106.4	101.4	96.4
순차입금	41.5	35.8	28.1	30.2	18.3

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**182.1**	**186.2**	**153.7**	**201.2**	**276.5**
증가율(%)	18.8	2.3	(17.4)	30.9	37.4
매출원가	142.8	146.9	120.7	156.6	212.9
매출총이익	**39.3**	**39.3**	**33.0**	**44.7**	**63.6**
판매 및 일반관리비	25.2	24.4	24.5	27.6	32.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**14.1**	**14.9**	**8.5**	**17.1**	**30.7**
증가율(%)	31.0	5.3	(42.6)	99.8	79.8
EBITDA	**23.2**	**24.1**	**18.0**	**26.6**	**41.1**
증가율(%)	19.6	3.8	(25.3)	48.2	54.3
영업외손익	**1.5**	**(0.7)**	**(0.1)**	**(1.1)**	**(0.5)**
이자수익	0.6	1.1	0.6	1.1	1.5
이자비용	1.9	2.7	1.9	2.4	2.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	2.8	0.8	1.2	0.3	0.4
세전순이익	**15.7**	**14.2**	**8.4**	**16.0**	**30.2**
증가율(%)	65.3	(9.6)	(40.4)	89.2	89.0
법인세비용	3.6	1.7	2.7	2.9	6.0
당기순이익	**12.1**	**12.5**	**5.7**	**13.1**	**24.2**
증가율(%)	61.6	3.2	(53.9)	128.1	84.4
지배주주지분	12.1	12.5	5.7	13.1	24.2
증가율(%)	61.6	3.2	(53.9)	128.1	84.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**846**	**836**	**375**	**856**	**1,578**
증가율(%)	54.8	(1.1)	(55.2)	128.1	84.4
수정EPS(원)	846	836	375	856	1,578
증가율(%)	54.8	(1.1)	(55.2)	128.1	84.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**3.5**	**6.8**	**18.9**	**12.5**	**31.3**
당기순이익	15.7	12.5	5.7	13.1	24.2
자산상각비	9.1	9.2	9.4	9.6	10.4
기타비현금성손익	0.6	0.8	0.2	0.2	0.2
운전자본증감	(22.2)	(18.9)	3.6	(10.4)	(3.5)
매출채권감소(증가)	(3.8)	(19.7)	6.2	(9.0)	(4.0)
재고자산감소(증가)	(11.5)	5.9	(5.2)	(5.5)	(3.0)
매입채무증가(감소)	(4.7)	(2.3)	2.5	4.2	3.5
기타	(2.1)	(2.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	**(12.6)**	**(9.9)**	**(10.1)**	**(15.9)**	**(20.6)**
단기투자자산감소	0.7	(1.3)	(1.2)	(1.3)	(1.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(10.7)	(10.2)	(8.5)	(14.2)	(18.9)
유형자산처분	3.1	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	**6.6**	**(4.0)**	**27.6**	**(5.0)**	**(5.0)**
차입금증가	10.6	0.9	30.0	(5.0)	(5.0)
자본증가	(2.0)	(2.6)	(2.4)	0.0	0.0
배당금지급	2.0	2.6	2.4	0.0	0.0
현금 증감	**(2.3)**	**(7.0)**	**36.4**	**(8.4)**	**5.7**
기초현금	19.6	17.2	10.2	46.6	38.2
기말현금	17.2	10.2	46.6	38.2	43.9
Gross Cash flow	28.2	27.1	15.3	22.8	34.7
Gross Investment	35.5	27.4	5.3	25.0	22.8
Free Cash Flow	**(7.3)**	**(0.4)**	**10.1**	**(2.1)**	**12.0**

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	846	836	375	856	1,578
BPS	8,358	9,392	9,608	10,464	12,041
DPS	160	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	15.6	18.2	110.5	48.4	26.3
PBR	1.6	1.6	4.3	4.0	3.4
EV/ EBITDA	9.9	11.2	36.9	25.2	16.0
배당수익율	1.2	0.0	0.0	-	-
PCR	6.7	8.4	41.4	27.8	18.3
수익성(%)					
영업이익율	7.8	8.0	5.6	8.5	11.1
EBITDA이익율	12.8	12.9	11.7	13.2	14.9
순이익율	6.6	6.7	3.7	6.5	8.7
ROE	10.5	9.5	3.9	8.5	14.0
ROIC	7.1	7.7	3.3	7.7	12.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	34.8	24.9	19.1	18.9	9.9
유동비율	109.0	140.4	174.7	184.0	201.7
이자보상배율	7.3	5.6	4.4	7.0	13.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.6	0.7	0.9
매출채권회전율	4.4	3.5	2.6	3.3	4.1
재고자산회전율	7.1	6.7	5.7	6.2	7.6
매입채무회전율	7.8	8.5	7.3	8.3	9.8

자료: 유진투자증권

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

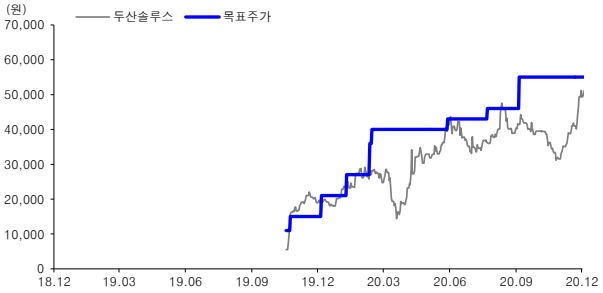
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-10-18	Buy	11,000	1년	-13.6	9.5
2019-10-24	Buy	15,000	1년	27.1	8.3
2019-11-06	Buy	15,000	1년	32.9	23.3
2019-11-18	Buy	15,000	1년	34.2	26.0
2019-12-06	Buy	21,000	1년	-2.7	18.6
2019-12-16	Buy	21,000	1년	-1.2	18.6
2019-12-30	Buy	21,000	1년	11.2	18.6
2020-01-13	Buy	27,000	1년	-2.6	8.0
2020-01-13	Buy	27,000	1년	-2.6	8.0
2020-02-07	Buy	27,000	1년	-0.4	3.9
2020-02-10	Buy	27,000	1년	1.8	3.9
2020-02-13	Buy	36,000	1년	-22.4	13.3
2020-03-02	Buy	36,000	1년	-21.9	13.3
2020-03-09	Buy	36,000	1년	-21.7	13.3
2020-03-23	Buy	36,000	1년	-15.9	13.3
2020-03-30	Buy	36,000	1년	-11.7	13.3
2020-04-13	Buy	36,000	1년	-4.9	13.3
2020-05-21	Buy	36,000	1년	8.4	13.3
2020-05-21	Buy	36,000	1년	8.4	13.3
2020-05-29	Buy	43,000	1년	-13.5	1.5
2020-06-08	Buy	43,000	1년	-15.1	-1.7
2020-07-08	Buy	43,000	1년	-16.4	-11.3
2020-07-13	Buy	43,000	1년	-15.8	-11.3
2020-07-29	Buy	46,000	1년	-10.3	3.5
2020-09-08	Buy	55,000	1년	-28.2	-6.7
2020-09-28	Buy	55,000	1년	-28.9	-6.7
2020-10-05	Buy	55,000	1년	-28.9	-6.7
2020-10-08	Buy	55,000	1년	-29.0	-6.7
2020-11-09	Buy	55,000	1년	-20.1	-6.7
2020-12-02	Buy	55,000	1년	-7.6	-6.7
2020-12-09	Buy	60,000	1년		

두산솔루스(336370.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

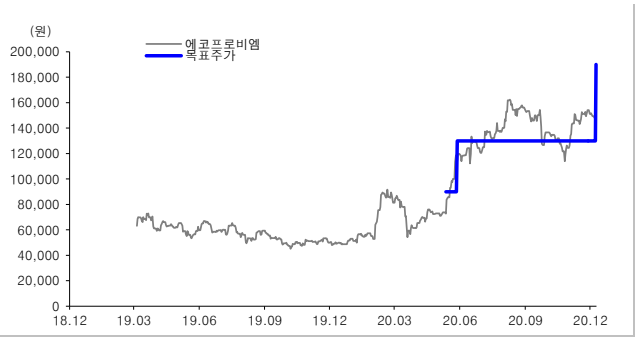


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-05-13	Buy	90,000	1년	12.8	32
2020-05-21	Buy	90,000	1년	25.5	11

에코프로비엠(247540.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

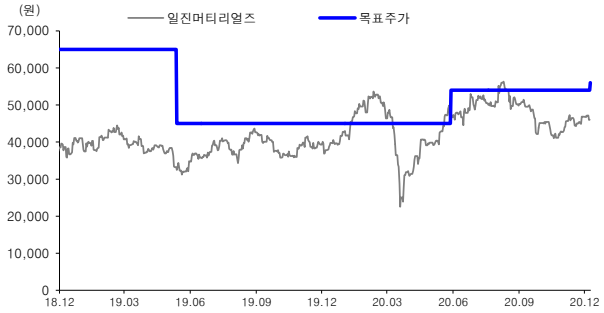
2020-05-21	Buy	90,000	1년	25.5	11.1
2020-05-29	Buy	130,000	1년	7	24.9
2020-06-08	Buy	130,000	1년	7.8	24.9
2020-07-08	Buy	130,000	1년	10.1	-12
2020-07-13	Buy	130,000	1년	10.3	-12
2020-09-28	Buy	130,000	1년	6.9	-12
2020-10-05	Buy	130,000	1년	7	-12
2020-10-06	Buy	130,000	1년	7.1	-12.3
2020-10-08	Buy	130,000	1년	7.3	-12.3
2020-11-09	Buy	130,000	1년	15	10.2
2020-12-02	Buy	130,000	1년	14.9	13.8
2020-12-09	Buy	190,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2018-12-12	Buy	65,000	1년	-39.3	-31.5
2018-12-19	Buy	65,000	1년	-39.2	-31.5
2019-01-07	Buy	65,000	1년	-39.2	-31.5
2019-02-18	Buy	65,000	1년	-40.0	-31.5
2019-02-20	Buy	65,000	1년	-40.3	-32.6
2019-02-28	Buy	65,000	1년	-40.9	-36.1
2019-03-05	Buy	65,000	1년	-41.0	-36.1
2019-04-01	Buy	65,000	1년	-41.9	-39.8
2019-04-22	Buy	65,000	1년	-43.2	-40.0
2019-05-13	Buy	45,000	1년	-11.1	19.1
2019-06-03	Buy	45,000	1년	-10.1	19.1
2019-06-10	Buy	45,000	1년	-10.0	19.1
2019-06-13	Buy	45,000	1년	-9.9	19.1
2019-06-14	Buy	45,000	1년	-9.8	19.1
2019-06-18	Buy	45,000	1년	-9.7	19.1
2019-06-26	Buy	45,000	1년	-9.5	19.1
2019-06-27	Buy	45,000	1년	-9.5	19.1
2019-06-28	Buy	45,000	1년	-9.4	19.1
2019-07-01	Buy	45,000	1년	-9.4	19.1
2019-07-29	Buy	45,000	1년	-9.1	19.1
2019-08-21	Buy	45,000	1년	-8.6	19.1
2019-09-05	Buy	45,000	1년	-8.7	19.1
2019-09-10	Buy	45,000	1년	-8.7	19.1
2019-09-19	Buy	45,000	1년	-8.7	19.1
2019-09-23	Buy	45,000	1년	-8.7	19.1
2019-10-24	Buy	45,000	1년	-7.3	19.1
2019-11-06	Buy	45,000	1년	-6.9	19.1
2019-11-18	Buy	45,000	1년	-6.6	19.1
2019-12-06	Buy	45,000	1년	-5.8	19.1
2019-12-16	Buy	45,000	1년	-5.3	19.1
2019-12-30	Buy	45,000	1년	-4.9	19.1
2020-01-13	Buy	45,000	1년	-4.9	-49.9
2020-02-07	Buy	45,000	1년	-8.4	-49.9
2020-02-10	Buy	45,000	1년	-8.7	-49.9
2020-03-02	Buy	45,000	1년	-14.3	-49.9
2020-03-09	Buy	45,000	1년	-16.1	10.7
2020-03-23	Buy	45,000	1년	-13.6	10.7
2020-03-30	Buy	45,000	1년	-11.3	10.7
2020-05-21	Buy	45,000	1년	6.6	3.1
2020-05-21	Buy	45,000	1년	6.6	3.1
2020-05-29	Buy	54,000	1년	-10.9	4.3
2020-06-08	Buy	54,000	1년	-10.8	4.3
2020-07-08	Buy	54,000	1년	-11.2	4.3
2020-07-13	Buy	54,000	1년	-11.5	4.3
2020-09-28	Buy	54,000	1년	-17.5	-12.5
2020-10-05	Buy	54,000	1년	-17.5	-12.5
2020-10-06	Buy	54,000	1년	-17.5	-12.5
2020-10-08	Buy	54,000	1년	-17.6	-12.5
2020-11-09	Buy	54,000	1년	-15.0	-12.5
2020-12-02	Buy	54,000	1년	-13.7	-12.7
2020-12-09	Buy	56,000	1년		

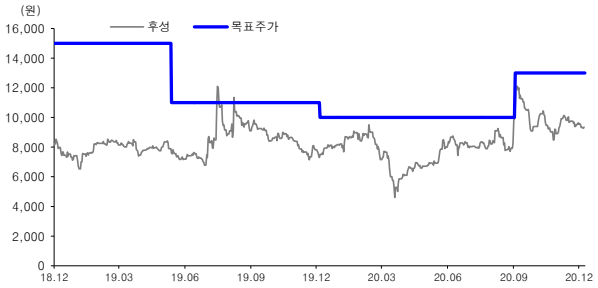
일진머티리얼즈(020150.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2018-12-12	Buy	15,000	1년	-47.4	-43.1
2018-12-19	Buy	15,000	1년	-47.2	-43.1
2019-01-07	Buy	15,000	1년	-46.6	-43.1
2019-02-18	Buy	15,000	1년	-46.3	-43.3
2019-02-20	Buy	15,000	1년	-46.4	-43.3
2019-02-28	Buy	15,000	1년	-46.7	-43.3
2019-03-05	Buy	15,000	1년	-46.7	-43.3
2019-04-01	Buy	15,000	1년	-46.9	-43.9
2019-04-22	Buy	15,000	1년	-46.4	-43.9
2019-05-13	Buy	11,000	1년	-22.7	10
2019-06-03	Buy	11,000	1년	-21.4	10
2019-06-10	Buy	11,000	1년	-21.1	10
2019-06-13	Buy	11,000	1년	-20.8	10
2019-06-14	Buy	11,000	1년	-20.7	10
2019-06-18	Buy	11,000	1년	-20.5	10
2019-06-26	Buy	11,000	1년	-19.8	10
2019-06-27	Buy	11,000	1년	-19.6	10
2019-06-28	Buy	11,000	1년	-19.4	10
2019-07-01	Buy	11,000	1년	-19.3	10
2019-07-29	Buy	11,000	1년	-20.5	3.2
2019-08-21	Buy	11,000	1년	-22.2	-10.6
2019-09-05	Buy	11,000	1년	-23.8	-13.1
2019-09-10	Buy	11,000	1년	-24.3	-15.5
2019-09-19	Buy	11,000	1년	-25.1	-17
2019-10-24	Buy	11,000	1년	-28.3	-21.3
2019-11-06	Buy	11,000	1년	-30.3	-26.3
2019-11-18	Buy	11,000	1년	-30.6	-26.3
2019-12-06	Buy	10,000	1년	-22.1	-1.1
2019-12-16	Buy	10,000	1년	-22.1	-1.1
2019-12-30	Buy	10,000	1년	-22.2	-1.1
2020-01-13	Buy	10,000	1년	-22.4	-1.1
2020-02-07	Buy	10,000	1년	-23.6	-1.1
2020-02-10	Buy	10,000	1년	-23.7	-1.1
2020-03-02	Buy	10,000	1년	-24.5	-1.1
2020-03-09	Buy	10,000	1년	-24.5	-1.1
2020-03-23	Buy	10,000	1년	-23	-1.1
2020-03-30	Buy	10,000	1년	-22.1	-1.1
2020-05-21	Buy	10,000	1년	-17.2	-1.1
2020-05-21	Buy	10,000	1년	-17.2	-1.1
2020-05-29	Buy	10,000	1년	-17.1	-1.1
2020-06-08	Buy	10,000	1년	-17.3	-1.1
2020-07-08	Buy	10,000	1년	-16.5	-1.1
2020-07-13	Buy	10,000	1년	-16.2	-1.1
2020-09-03	Buy	13,000	1년	-24	-6.9
2020-09-28	Buy	13,000	1년	-26.4	-19.6
2020-10-05	Buy	13,000	1년	-26.4	-19.6
2020-10-06	Buy	13,000	1년	-26.4	-19.6
2020-10-08	Buy	13,000	1년	-26.7	-19.6
2020-11-09	Buy	13,000	1년	-25.6	-21.9
2020-12-02	Buy	13,000	1년	-28	-26.9
2020-12-09	Buy	13,000	1년		

후성(093370.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화

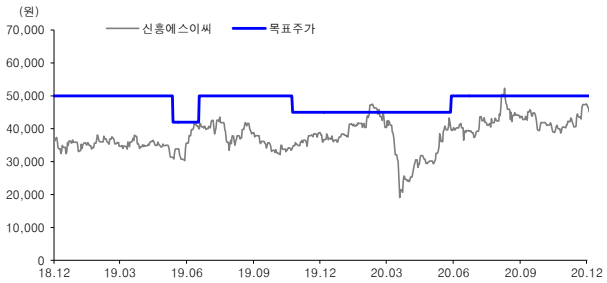


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2018-12-12	Buy	50,000	1년	-29.4	-23.8
2018-12-19	Buy	50,000	1년	-29.2	-23.8
2019-01-07	Buy	50,000	1년	-29.2	-23.8
2019-02-18	Buy	50,000	1년	-29.5	-23.9

신흥에스이씨(243840.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화

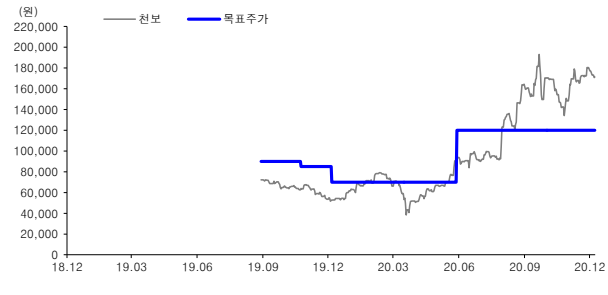
2019-02-20	Buy	50,000	1년	-30	-23.9
2019-02-28	Buy	50,000	1년	-30	-23.9
2019-03-05	Buy	50,000	1년	-30	-23.9
2019-04-01	Buy	50,000	1년	-30	-27.1
2019-04-22	Buy	50,000	1년	-32	-29.1
2019-05-13	Buy	42,000	1년	-16	-0.2
2019-06-03	Buy	42,000	1년	-4	-0.2
2019-06-10	Buy	42,000	1년	-2	-0.2
2019-06-13	Buy	42,000	1년	-4	-2.6
2019-06-14	Buy	42,000	1년	-5	-4.6
2019-06-18	Buy	50,000	1년	-25	-12.9
2019-06-26	Buy	50,000	1년	-25	-12.9
2019-06-27	Buy	50,000	1년	-26	-12.9
2019-06-28	Buy	50,000	1년	-26	-12.9
2019-07-01	Buy	50,000	1년	-26	-12.9
2019-07-29	Buy	50,000	1년	-28	-16.2
2019-08-21	Buy	50,000	1년	-29	-16.8
2019-09-05	Buy	50,000	1년	-32	-24.2
2019-09-10	Buy	50,000	1년	-32	-27.7
2019-09-19	Buy	50,000	1년	-33	-28.6
2019-09-23	Buy	50,000	1년	-33	-30
2019-10-24	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2019-11-06	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2019-11-18	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2019-12-06	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2019-12-16	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2019-12-30	Buy	45,000	1년	-19	5.4
2020-01-13	Buy	45,000	1년	-20	5.4
2020-02-07	Buy	45,000	1년	-23	-57.6
2020-02-10	Buy	45,000	1년	-23	-57.6
2020-03-02	Buy	45,000	1년	-29	-3.8
2020-03-09	Buy	45,000	1년	-31	-3.8
2020-03-23	Buy	45,000	1년	-29	-3.8
2020-03-30	Buy	45,000	1년	-27	-3.8
2020-05-21	Buy	45,000	1년	-8	-3.8
2020-05-29	Buy	50,000	1년	-15	4.6
2020-07-08	Buy	50,000	1년	-14	4.6
2020-07-13	Buy	50,000	1년	-14	4.6
2020-09-28	Buy	50,000	1년	-15	-4.9
2020-10-05	Buy	50,000	1년	-15	-4.9
2020-10-06	Buy	50,000	1년	-15	-4.9
2020-10-08	Buy	50,000	1년	-15	-4.9
2020-11-09	Buy	50,000	1년	-11	-4.9
2020-12-02	Buy	50,000	1년	-9	-7
2020-12-09	Buy	60,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2019-06-26	Buy	90,000	1 년	-23.8	-13.3
2019-06-26	Buy	90,000	1 년	-23.8	-13.3
2019-06-27	Buy	90,000	1 년	-23.9	-13.3
2019-06-28	Buy	90,000	1 년	-24	-13.3
2019-07-01	Buy	90,000	1 년	-24.1	-13.3
2019-07-09	Buy	90,000	1 년	-24.6	-13.3
2019-07-29	Buy	90,000	1 년	-26.1	-19.8
2019-08-21	Buy	90,000	1 년	-24.8	-19.8
2019-09-05	Buy	90,000	1 년	-26.1	-20.1
2019-09-10	Buy	90,000	1 년	-26.6	-21.3
2019-09-19	Buy	90,000	1 년	-27.5	-21.9
2019-09-23	Buy	90,000	1 년	-27.9	-24.7
2019-10-24	Buy	85,000	1 년	-29.3	-20.5
2019-11-06	Buy	85,000	1 년	-32.3	-25.2

천보(278280.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화

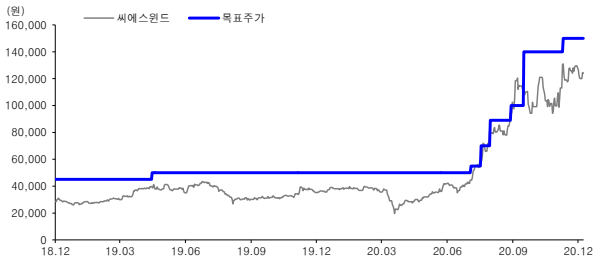


2019-11-18	Buy	85,000	1 년	-34.6	-29.2
2019-12-06	Buy	70,000	1 년	-7.4	31.1
2019-12-16	Buy	70,000	1 년	-6.6	31.1
2019-12-30	Buy	70,000	1 년	-5.3	31.1
2020-01-08	Buy	70,000	1 년	-5	31.1
2020-01-13	Buy	70,000	1 년	-5	31.1
2020-02-07	Buy	70,000	1 년	-6.5	-45.1
2020-02-10	Buy	70,000	1 년	-6.8	-45.1
2020-03-02	Buy	70,000	1 년	-10.3	-45.1
2020-03-09	Buy	70,000	1 년	-11.3	31.1
2020-03-23	Buy	70,000	1 년	-8.4	31.1
2020-03-30	Buy	70,000	1 년	-5.9	31.1
2020-05-21	Buy	70,000	1 년	23.9	9.4
2020-05-21	Buy	70,000	1 년	23.9	9.4
2020-05-29	Buy	120,000	1 년	13.3	60.8
2020-06-08	Buy	120,000	1 년	15.1	60.8
2020-07-08	Buy	120,000	1 년	23.1	60.8
2020-07-13	Buy	120,000	1 년	24.4	60.8
2020-09-28	Buy	120,000	1 년	36.5	11.8
2020-10-05	Buy	120,000	1 년	36.3	11.8
2020-10-08	Buy	120,000	1 년	36	11.8
2020-11-09	Buy	120,000	1 년	43.7	37.7
2020-12-02	Buy	120,000	1 년	44.3	42.3
2020-12-09	Buy	200,000	1 년		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2018-12-20	Buy	45,000	1 년	-30.2	-11.9
2019-01-17	Buy	45,000	1 년	-27.5	-11.9
2019-02-25	Buy	45,000	1 년	-21.7	-11.9
2019-03-05	Buy	45,000	1 년	-19.9	-11.9
2019-03-08	Buy	45,000	1 년	-19	-11.9
2019-03-11	Buy	45,000	1 년	-18.7	-11.9
2019-04-08	Buy	45,000	1 년	-13.9	-11.9
2019-04-15	Buy	50,000	1 년	-29	-11
2019-05-02	Buy	50,000	1 년	-29.2	-11
2019-05-23	Buy	50,000	1 년	-29.5	-11
2019-06-03	Buy	50,000	1 년	-29.6	-11
2019-06-10	Buy	50,000	1 년	-29.8	-11
2019-06-13	Buy	50,000	1 년	-29.9	-11
2019-06-17	Buy	50,000	1 년	-30	-11
2019-07-01	Buy	50,000	1 년	-30.5	-11
2019-07-15	Buy	50,000	1 년	-31	-11
2019-07-18	Buy	50,000	1 년	-31.1	-11
2019-07-22	Buy	50,000	1 년	-31.1	-11
2019-08-05	Buy	50,000	1 년	-31.1	-11
2019-08-26	Buy	50,000	1 년	-30.5	-11
2019-09-23	Buy	50,000	1 년	-29.7	-11
2019-11-01	Buy	50,000	1 년	-28.8	-11
2019-11-13	Buy	50,000	1 년	-28.8	-11
2019-12-16	Buy	50,000	1 년	-29.2	-11
2019-12-16	Buy	50,000	1 년	-29.2	-11
2019-12-19	Buy	50,000	1 년	-29.3	-11
2020-01-13	Buy	50,000	1 년	-30	-11
2020-01-16	Buy	50,000	1 년	-30.2	-11
2020-02-18	Buy	50,000	1 년	-31.7	-11
2020-03-23	Buy	50,000	1 년	-30.4	-11
2020-03-30	Buy	50,000	1 년	-29	-11
2020-05-07	Buy	50,000	1 년	-21.9	-11
2020-05-21	Buy	50,000	1 년	-19.7	-11
2020-07-06	Buy	55,000	1 년	-0.3	7.3
2020-07-09	Buy	55,000	1 년	2	7.3
2020-07-13	Buy	55,000	1 년	2.5	-2.2
2020-07-16	Buy	55,000	1 년	7.3	7.3
2020-07-20	Buy	70,000	1 년	1.8	15.7
2020-07-31	Buy	89,000	1 년	-7.1	6.3
2020-08-18	Buy	89,000	1 년	-5.6	6.3
2020-08-31	Buy	100,000	1 년	10.9	-2.5
2020-09-17	Buy	140,000	1 년	-24.2	-6.8

씨에스윈드(112610.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화

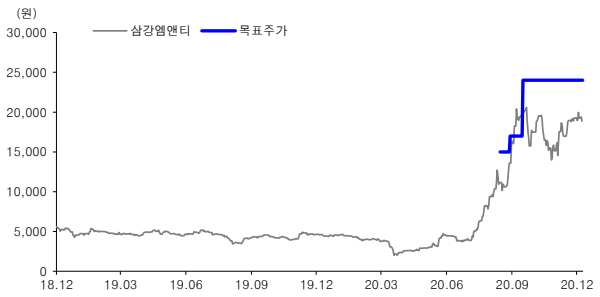


2020-09-21	Buy	140,000	1 년	-24.4	-6.8
2020-09-28	Buy	140,000	1 년	-23.4	-6.8
2020-10-05	Buy	140,000	1 년	-23.2	-6.8
2020-10-06	Buy	140,000	1 년	-23.4	-6.8
2020-11-09	Buy	140,000	1 년		
2020-11-10	Buy	150,000	1 년	-17.3	-13.7
2020-11-11	Buy	150,000	1 년	-17.3	-13.7
2020-11-19	Buy	150,000	1 년	-16.4	-13.7
2020-11-23	Buy	150,000	1 년	-16.4	-13.7
2020-12-09	Buy	150,000	1 년		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-08-14	Buy	15,000	1년	-24.3	-9.3
2020-08-31	Buy	17,000	1년	9	20
2020-09-17	Buy	24,000	1년	-26.4	-14
2020-09-21	Buy	24,000	1년	-26.8	-17
2020-09-28	Buy	24,000	1년	-26.8	-17
2020-10-05	Buy	24,000	1년	-26.9	-17
2020-10-06	Buy	24,000	1년	-27	-16.9
2020-11-09	Buy	24,000	1년	-22.5	-16.9
2020-11-19	Buy	24,000	1년	-20.1	-16.9
2020-12-03	Buy	24,000	1년	-19.5	-19.2
2020-12-09	Buy	24,000	1년		

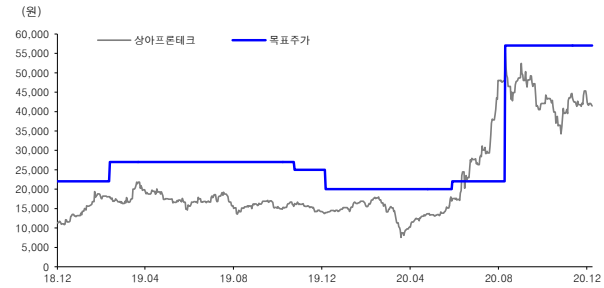
삼강엠앤티(1000090.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-12-12	Buy	22,000	1년	-29.9	-11.8
2018-12-19	Buy	22,000	1년	-27.3	-11.8
2019-01-04	Buy	22,000	1년	-22.5	-11.8
2019-01-07	Buy	22,000	1년	-22	-11.8
2019-01-22	Buy	22,000	1년	-17.4	-14.5
2019-01-25	Buy	22,000	1년	-18	-15
2019-02-07	Buy	22,000	1년	-18	-18
2019-02-11	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-02-11	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-02-18	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-02-20	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-02-28	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-03-05	Buy	27,000	1년	-36.7	-19.3
2019-03-25	Buy	27,000	1년	-37.4	-22.6
2019-04-01	Buy	27,000	1년	-37.8	-25.7
2019-04-22	Buy	27,000	1년	-38.9	-28.5
2019-05-07	Buy	27,000	1년	-39.3	-28.9
2019-05-13	Buy	27,000	1년	-39.3	-28.9
2019-06-03	Buy	27,000	1년	-39.3	-28.9
2019-06-10	Buy	27,000	1년	-39.3	-28.9
2019-06-13	Buy	27,000	1년	-39.4	-28.9
2019-06-14	Buy	27,000	1년	-39.5	-28.9
2019-06-18	Buy	27,000	1년	-39.5	-28.9
2019-06-26	Buy	27,000	1년	-39.6	-28.9
2019-06-26	Buy	27,000	1년	-39.6	-28.9
2019-06-27	Buy	27,000	1년	-39.7	-28.9
2019-06-28	Buy	27,000	1년	-39.7	-28.9
2019-07-01	Buy	27,000	1년	-39.8	-28.9
2019-07-04	Buy	27,000	1년	-40	-28.9

상아프론테크(089980.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



2019-07-26	Buy	27,000	1년	-41.9	-36.7
2019-07-29	Buy	27,000	1년	-41.9	-36.7
2019-08-21	Buy	27,000	1년	-40.8	-36.7
2019-09-02	Buy	27,000	1년	-40.7	-36.7
2019-09-05	Buy	27,000	1년	-40.7	-36.7
2019-09-09	Buy	27,000	1년	-40.8	-36.7
2019-09-10	Buy	27,000	1년	-40.9	-36.7
2019-09-19	Buy	27,000	1년	-41.6	-37
2019-09-23	Buy	27,000	1년	-42.1	-38.1
2019-10-24	Buy	25,000	1년	-39.2	-33.2
2019-10-28	Buy	25,000	1년	-39.6	-34.6
2019-11-06	Buy	25,000	1년	-40.9	-37
2019-11-18	Buy	25,000	1년	-42.7	-38.8
2019-12-06	Buy	20,000	1년	-28.8	-10
2019-12-16	Buy	20,000	1년	-28.8	-10
2019-12-30	Buy	20,000	1년	-29	-10
2020-01-13	Buy	20,000	1년	-29.4	-10
2020-01-22	Buy	20,000	1년	-30.3	-10
2020-02-07	Buy	20,000	1년	-31.9	-10
2020-02-10	Buy	20,000	1년	-32.2	-10
2020-02-20	Buy	20,000	1년	-34.7	-10
2020-03-02	Buy	20,000	1년	-36.1	-10
2020-03-09	Buy	20,000	1년	-37.1	-10
2020-03-23	Buy	20,000	1년	-34.9	-10
2020-03-30	Buy	20,000	1년	-32.6	-10
2020-05-21	Buy	20,000	1년	-16.8	-10
2020-05-21	Buy	20,000	1년	-16.8	-10
2020-05-29	Buy	22,000	1년	49.6	150.5
2020-06-05	Buy	22,000	1년	56	150.5
2020-06-08	Buy	22,000	1년	57.4	150.5
2020-06-11	Buy	22,000	1년	61.1	-8
2020-06-22	Buy	22,000	1년	70	19.5
2020-07-08	Buy	22,000	1년	86.8	32.5
2020-07-09	Buy	22,000	1년	88.2	32.5
2020-07-13	Buy	22,000	1년	91.7	32.5
2020-08-25	Buy	57,000	1년	-24.1	-8.1
2020-08-31	Buy	57,000	1년	-24.7	-8.1
2020-09-09	Buy	57,000	1년	-25.9	-13.6
2020-09-14	Buy	57,000	1년	-26.5	-13.7
2020-09-23	Buy	57,000	1년	-27.4	-20.5
2020-09-28	Buy	57,000	1년	-27.4	-20.5
2020-10-05	Buy	57,000	1년	-27.5	-20.5
2020-10-06	Buy	57,000	1년	-27.6	-20.5
2020-10-08	Buy	57,000	1년	-27.8	-20.5
2020-11-09	Buy	57,000	1년	-25.3	-20.5
2020-12-02	Buy	57,000	1년	-26.7	-26.1
2020-12-02	Buy	57,000	1년		
2020-12-09	Buy	57,000	1년		