수소산업

수소시대 앞당겨져 업체들 목표주가 상향

Green Industry

2021. 01. 25



EV/Alternative Energy 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



수소 관련주

Recommendations

담당 애널리스트: 한병화

- ✓ 두산퓨얼셀(336260. KS)
- ✓ 진성티이씨(036890.KQ)
- ✓ 상아프론테크(089980.KQ)
- ✓ 뉴로스(126870.KQ)
- ✓ 일진다이아(081000.KQ)

▪ 그린수소 제조단가 하락 빨라져 수소산업 전방위 확산 예상

최대 그린 수소제조(수전해) 설비업체 중 하나인 NEL 은 2025 년을 목표로 그린수소 제조비용을 1.5 달러/kg 으로 낮추겠다고 발표했다. 화석연료 기반으로 한 그레이수소와 경쟁할 수 있는 가격대가 기존 예상인 2030 년보다 빨리 달성되는 것이다. 당사는 이러한 로드맵이 달성 가능하다고 판단한다. 그 이유는 1) 재생에너지의 제조단가가 예상보다 빨리 하락하고 있고 2) 수전해 설비업체들의 대규모 증설로 단위당 단가가 낮아지고 있기 때문이다. 수소시대의 확산은 탄소배출이 없는 그린수소가 경제적으로 생산되어야 한다. 자동차, 발전뿐 아니라 산업전반으로 수소가 예상보다 빨리 침투하게 될 것이다.

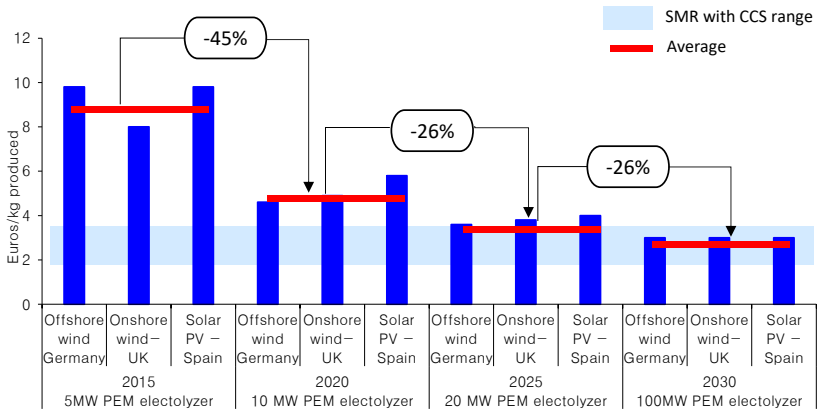
▪ 수소산업 전반에 돈이 몰리며 업체들 대량생산 체제로 진입

플러그 파워에 대한 SK 그룹의 투자, 르노와 플러그 파워의 수소차 JV 설립은 수소산업에 투자가 집중되면서 산업이 개화되는 시그널을 확인하는 계기가 되었다. 현대차와 토요타 이외에 티센크룹, NEL, 플러그 파워, ITM Power, Johnson Matthey 등은 수소관련 기가 팩토리를 건설하고 있다. 구에너지 관련 대기업들은 포트폴리오의 전환을 위해 수소업체들에 대한 집중 투자를 하고 있다. 전기차 시장을 홀로 견인한 테슬라가 기가 팩토리를 통해 성장한 것보다 수소관련업체들의 초기 성장 속도가 더 빠를 수 있다.

▪ 수소 관련업체들 전성시대 다가와, 두산퓨얼셀, 상아프론테크 목표주가 상향

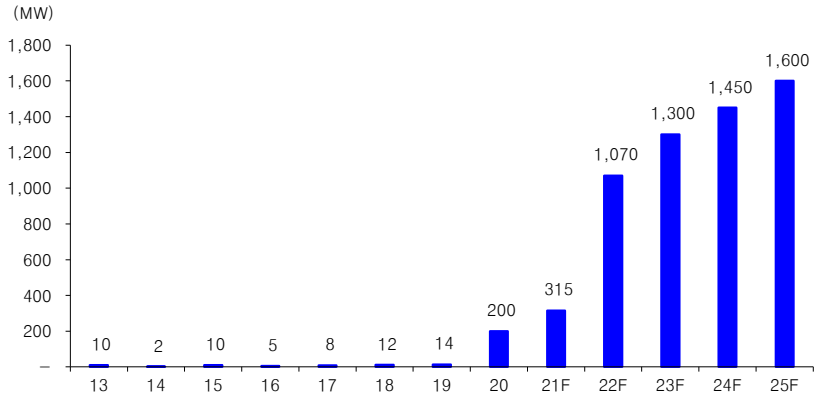
전세계에서 가장 빨리 대량생산 체제를 갖춘 국내 수소관련업체들의 재평가가 예상된다. **두산퓨얼셀에 대해 적용 밸류에이션을 상향해 목표주가를 기존의 61,000 원에서 75,000 원으로 상향한다.** 목표주가는 1 단계 증설효과가 나오는 22 년 매출액 기준 PSR 6.5 배를 적용한 것이다. 해외 수소연료전지 업체들의 PSR 평균은 41.5 배 수준이다. **상아프론테크에 대해서도 목표주가를 기존의 57,000 원에서 65,000 원으로 상향한다.** 목표주가 기준 PER 은 수소차용 멤브레인 매출이 시작되는 21 년 실적기준 80.2 배에서 25 년에는 15.7 배로 낮아진다. 멤브레인 매출액 추정치는 수소차 생산대수만 기준으로 하였다. 수소관련업체들이 수소연료전지의 적용을 수소차에서 산업 전반으로 확산시키는 전략으로 변경하고 있다. 따라서 상아프론테크의 멤브레인 매출은 당사의 추정을 상회할 가능성이 높다. 최근 정부는 상아프론테크에 대해 5 년간 최대 250 억원의 연료전지용 멤브레인 개발비용을 무상으로 지원하기로 결정했다. 이외에 수소관련주로 뉴로스(126870.KQ), 일진다이아(081000.KQ), 진성티이씨(036890.KQ)도 주목할 필요가 있다.

도표 1 그린수소, 2030 년이면 그레이 수소와 가격 경쟁력 갖춘다고 예상되었으나



자료: HIS, 유진투자증권

도표 2 수전해 설치 수요 급증으로 그린수소 가격 경쟁력 확보 속도 빨라질 것



자료: 유진투자증권

도표 3 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
2021-01-22		62,500	40.2	9.3	20.6	37.1	66.9	3.9	43.9
통화		KRW	USD	GBp	GBp	USD	USD	NOK	EUR
시가총액(백만달러, 십억원)		3,702.6	6,677.9	5,139.4	3,539.0	10,368.4	31,298.4	5,517.0	1,221.8
PSR(배)									
	FY19A	16.7	8.5	858.6	178.7	97.5	135.9	93.5	95.8
	FY20F	8.2	8.7	538.0	89.5	97.4	103.8	78.0	65.8
	FY21F	7.0	6.9	123.9	71.0	80.0	74.1	43.8	34.1
	FY22F	**3.9**	**5.5**	**51.2**	**75.7**	**56.1**	**49.0**	**29.5**	**23.5**
매출액(백만달러, 십억원)									
	FY19A	221.2	785.2	6.0	19.8	106.3	230.2	59.0	12.7
	FY20F	449.7	771.9	9.6	39.5	106.4	301.5	70.7	18.6
	FY21F	531.7	972.8	41.5	49.9	129.6	422.5	126.1	35.9
	FY22F	943.5	1,205.9	100.4	46.8	184.7	638.7	186.9	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	-99.7	-26.1	-19.0	-34.7	-94.3	-41.6	-10.5
	FY21F	31.1	-39.8	-28.9	-13.5	-30.4	-44.7	-24.0	-4.7
	FY22F	82.4	23.2	-5.5	-11.6	-18.4	-0.8	-26.4	0.5
영업이익률(%)									
	FY19A	8.8	-29.6	-200.5	-51.4	-25.8	-21.7	-48.9	-57.5
	FY20F	5.5	-12.9	-273.7	-48.0	-32.6	-31.3	-58.8	-56.6
	FY21F	5.9	-4.1	-69.8	-27.0	-23.4	-10.6	-19.0	-13.2
	FY22F	8.7	1.9	-5.4	-24.8	-10.0	-0.1	-14.1	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	-82.4	-26.6	-14.3	-46.0	-123.9	-21.8	-10.1
	FY21F	23.2	-25.4	-13.9	-9.5	-33.9	-98.0	-24.0	-6.7
	FY22F	62.2	44.3	-0.4	-7.0	-17.8	-51.3	-8.6	-2.8
ROE(%)									
	FY19A	-	-	-30.6	-10.1	-14.7	-	-15.7	-38.8
	FY20F	10.8	-86.6	-13.3	-7.6	-	-4.5	-5.0	-5.9
	FY21F	10.6	11.6	-5.6	-4.8	-	-2.8	-2.1	-3.1
	FY22F	13.5	46.9	3.2	-5.0	-	-	-2.6	-1.5

자료: Bloomberg 유진투자증권,
참고 : 두산퓨얼셀은 당사추정치

도표 4 두산퓨얼셀 연간실적 추정

(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 : 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 5 상아프론테크 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				**80.2**	**43.5**	**29.5**	**21.0**	**15.7**
목표주가 기준 PSR (멤브레인 매출 기준)				**42.15**	**16.98**	**10.78**	**7.22**	**5.57**

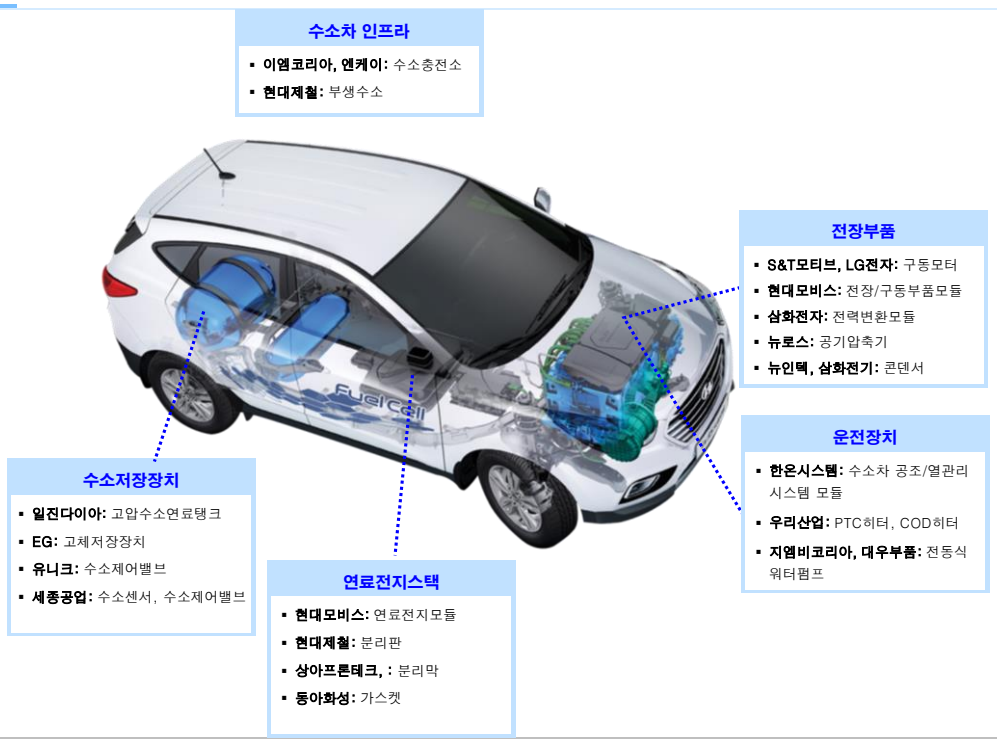
자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 6 국가별 수소차 판매 예상

(대)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
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 7 글로벌 수소차 관련업체들 핵심 소재/부품 국산화 완료 단계



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)

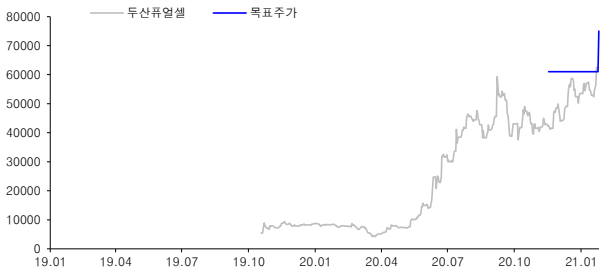
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-11-26	Buy	61,000	1년	-13.3	2.5
2020-12-14	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2020-12-28	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2021-01-07	Buy	61,000	1년	-8.8	2.5
2021-01-11	Buy	61,000	1년	-9.4	2.5
2021-01-25	Buy	75,000	1년		

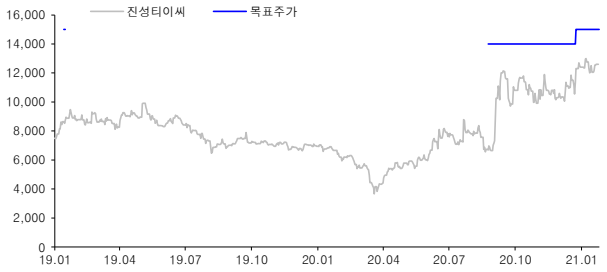
두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-09-24	Buy	14,000	1년	-22.7	-15
2020-09-28	Buy	14,000	1년	-22.7	-15
2020-10-05	Buy	14,000	1년	-22.7	-15
2020-11-05	Buy	14,000	1년	-23	-15
2020-11-09	Buy	14,000	1년	-22.9	-15
2020-12-09	Buy	14,000	1년	-20.1	-15.4
2020-12-09	Buy	14,000	1년	-20.1	-15.4
2020-12-14	Buy	14,000	1년	-20	-15.4
2020-12-24	Buy	15,000	1년	-16.8	-13.3
2020-12-28	Buy	15,000	1년	-16.9	-13.3
2021-01-07	Buy	15,000	1년	-17.4	-15
2021-01-11	Buy	15,000	1년	-17.6	-16
2021-01-25	Buy	15,000	1년		

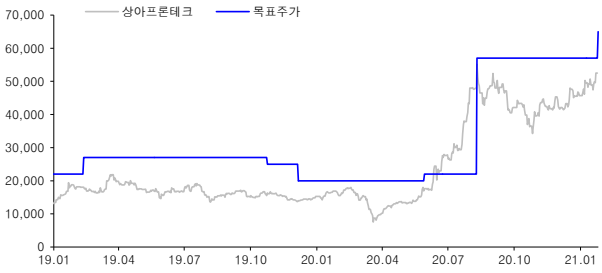
진성티이씨(036890.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
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
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

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



2020-07-13	Buy	22,000	1년	91.7	32.5
2020-08-25	Buy	57,000	1년	-22.2	-7.9
2020-08-31	Buy	57,000	1년	-22.5	-7.9
2020-09-09	Buy	57,000	1년	-23.2	-7.9
2020-09-14	Buy	57,000	1년	-23.4	-7.9
2020-09-23	Buy	57,000	1년	-23.7	-7.9
2020-09-28	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-05	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-06	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-08	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-11-09	Buy	57,000	1년	-20.8	-7.9
2020-12-02	Buy	57,000	1년	-18.6	-7.9
2020-12-09	Buy	57,000	1년	-17.2	-7.9
2020-12-14	Buy	57,000	1년	-16.3	-7.9
2020-12-28	Buy	57,000	1년	-14.6	-7.9
2021-01-05	Buy	57,000	1년	-13.5	-7.9
2021-01-07	Buy	57,000	1년	-13.1	-7.9
2021-01-11	Buy	57,000	1년	-12.9	-7.9
2021-01-13	Buy	57,000	1년	-12.7	-7.9
2021-01-25	Buy	65,000	1년		