유진투자증권

상아프론테크 (089980)

제네시스 수소차 개발 중단 보도 후폭풍은 과도한 반응

2021.12.29

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

현재주가: 51,500원(12/28)

시가총액: 823(십억원)

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

수소차 개발 파이프라인 조정하는 과정, 전망의 급격한 변화 없어

전일 제네시스 수소차 개발 중단 보도로 동사를 비롯한 수소차 관련주들의 주가가 급락했다. 위 보도가 사실이라 하더라도 수소차 산업에 미치는 영향은 제한적이라고 판단된다. 수소차가 궁극적으로 성장할 세그멘트는 상용차 부분이기 때문이다. 현대차와 토요타가 첫 투자를 승용차 중심으로 가져가는 이유는 소재/부품의 개발과 대량생산 체제화를 이루기 위한 중간과정이다. 개발과정에서 파이프라인의 조정이 있을 수 있으나, 전체 수소차 성장계획에 미치는 영향은 크지 않다고 판단된다.

수소차 산업의 전망 여전히 밝아, 경제성 문제도 개선되는 추세

중국이 강도 높은 지원으로 전기차에 이어 수소차 굴기를 달성하기 위해 나서고 있다. 수소차 핵심 소재/부품 공장 건설과 인프라를 갖춘 지역에 보조금을 지급하고 있고, 상용차 구매 보조금도 적용하고 있다. 시노펙, Longi 등 대표 기업들은 수소생산과 충전소 인프라에 대한 대규모 투자에 돌입했다. 미국은 내년부터 수소차뿐 아니라 수소산업 전반에 대한 정부 예산을 투입한다. 수소차는 캘리포니아, 뉴욕, 뉴저지 등 클린트럭 의무화 제도를 도입이 시작되는 2024 년을 기점으로 상용차 위주의 시장이 형성될 것이다. EU 는 국가들이 주요 도로 150km 단위로 수소차 충전소를 의무화하면서 상용차 전용 충전소에 대한 정부 지원이 시작되었다. 상용차 업체들의 수소차 개발도 활발히 이루어지고 있다. 수소차의 연료전지의 경제성 문제도 시간이 지날수록 개선될 것으로 판단된다. 수소연료전지는 전기차와 달리 원재료비에 좌우되는 것이 아니고 가공과 개발 비용에 의존도가 높기 때문이다. 소재개발 활성화와 대량생산체제로의 전환이 수소연료전지의 단가를 낮추는 방향으로 진행되고 있다. 수소차는 10 년전의 전기차와 같은 초기단계이다. 현 시점의 경제성보다는 미래 성장을 염두해 둔 판단이 필요하다. 수소차와 수소시대는 탄소중립 달성에 필수요소이기 때문이다.

주가 급락 과도, 수소산업 전반에 사용되는 소재생산 업체라는 점 고려해야

동사의 고객인 현대모비스는 1.3 조원을 투자해 대규모 수소연료전지 공장 건설을 하고 있다. 차뿐 아니라 다양한 교통수단과 발전부문에 수소연료전지를 적용할 계획이다. 현대차도 조직개편을 통해 개발 위주의 연료전지 부서에 다양한 사업을 영위하는 사업부를 확대했다. 상아프론테크의 멤브레인은 수소를 만드는 수전해 설비에도 핵심소재로 사용된다. 수소차뿐 아니라 수소시대 전체의 개화에 수혜를 보는 것이다. 승용차 1 개 모델의 개발 중단이 수소차와 수소시장 전체에 미치는 영향은 미미할 것이다. 상아프론테크에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 10 만원을 유지한다.

발행주식수	15,989천주
52주 최고가	78,000원
최저가	41,200원
52주 일간 Beta	1.30
90일 일평균거래대금	158억원
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(2021F)	-

주주구성

이상원 (외20인)	42.4%
국민연금공단	7.3%
자사주	3.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-13.7%	11.1%	10.0%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	100,000	-
영업이익(21F)	14.2	14.2	-
영업이익(22F)	20.1	20.1	-

결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	153.3	182.1	217.7
영업이익(십억원)	7.4	14.2	20.1
세전계속사업손익(십억원)	7.1	13.1	19.6
당기순이익(십억원)	2.3	10.7	15.7
EPS(원)	149.0	682.6	997.9
증감률(%)	-82.2	358.1	46.2
PER(배)	306.7	75.4	51.6
ROE(%)	1.6	6.9	9.5
PBR(배)	4.8	5.1	4.7
EV/EBITDA(배)	44.9	35.1	27.6

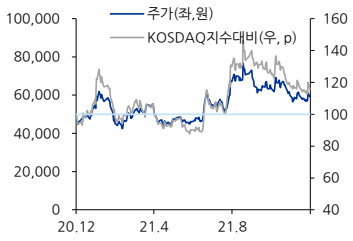


도표 1. 상아프론테크 연간실적 전망

(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	**153.3**	**182.1**	**217.7**	**291.5**	**392.1**	**491.1**	**576.3**	**682.4**	**807.7**	**929.8**	**1,093.9**
%YoY	-17.6%	18.7%	19.6%	33.9%	34.5%	25.3%	17.4%	18.4%	18.4%	15.1%	17.6%
LCD cassette	19.3	26.5	23.0	24.0	22.0	24.0	23.0	22.0	25.0	24.0	23.0
PTFE sheet	2.5	3.0	3.5	4.0	5.1	6.0	6.5	6.8	7.0	7.1	7.3
PCB 소재	6.1	5.5	8.1	9.0	9.5	10.0	10.3	10.5	10.8	11.0	11.3
OA	20.5	23.8	25.0	26.0	26.7	28.0	28.4	29.0	29.4	29.7	30.0
반도체 소재/장비	22.7	29.0	30.0	33.5	36.0	39.3	42.0	45.6	50.3	54.0	60.2
기타부품	30.1	39.0	41.0	42.3	43.0	43.6	44.0	44.5	45.0	45.2	45.6
배터리부품	**42.6**	**38.0**	**52.0**	**78.8**	**109.0**	**135.0**	**152.5**	**178.7**	**211.0**	**238.7**	**270.9**
의료기기	6.0	8.0	8.9	9.5	10.3	11.5	12.0	13.1	14.0	15.2	16.0
멤브레인/특수소재	**3.5**	**9.3**	**26.2**	**64.4**	**130.5**	**193.7**	**257.6**	**332.2**	**415.2**	**504.9**	**629.6**
매출원가	121.8	141.3	167.2	221.8	295.3	366.9	427.1	502.9	592.9	676.0	789.8
매출원가율	79.5%	77.6%	76.8%	76.1%	75.3%	74.7%	74.1%	73.7%	73.4%	72.7%	72.2%
판관비	24.1	26.6	30.4	34.6	39.6	42.9	48.0	54.2	59.5	65.9	71.8
영업이익	**7.4**	**14.2**	**20.1**	**35.1**	**57.3**	**81.4**	**101.3**	**125.3**	**155.4**	**187.9**	**232.3**
영업이익률(%)	4.8%	7.8%	9.2%	12.0%	14.6%	16.6%	17.6%	18.4%	19.2%	20.2%	21.2%
%YoY	**-50.4%**	**92.2%**	**41.7%**	**74.3%**	**63.3%**	**42.1%**	**24.5%**	**23.7%**	**24.0%**	**21.0%**	**23.6%**
영업외손익	(0.3)	(1.1)	(0.5)	(0.5)	0.3	0.7	1.0	1.2	1.3	1.5	1.4
세전이익	7.1	13.1	19.6	34.6	57.6	82.1	102.3	126.5	156.7	189.4	233.7
법인세비용	4.8	2.4	3.9	7.3	12.7	18.1	23.5	29.1	37.6	45.5	58.4
당기순이익	**2.3**	**10.7**	**15.7**	**27.3**	**44.9**	**64.0**	**78.8**	**97.4**	**119.1**	**144.0**	**175.3**
목표주가 기준 PER		**150.7**	**103.1**	**59.2**	**36.0**	**25.3**	**20.5**	**16.6**	**13.6**	**11.2**	**9.2**

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 2. 국가별 수소차 판매 예상

(대)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
북미	**964**	**3,700**	**5,000**	**8,000**	**13,000**	**24,000**	**35,000**	**57,000**	**79,000**	**111,000**	**142,000**
미국	937	3,200	4,000	6,000	10,000	20,000	30,000	50,000	70,000	100,000	130,000
캐나다	27	500	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	7,000	9,000	11,000	12,000
아시아	**7,690**	**15,020**	**26,100**	**55,150**	**95,500**	**131,000**	**191,200**	**271,400**	**342,000**	**462,500**	**613,000**
한국	**5,786**	**10,000**	**17,000**	**35,000**	**55,000**	**70,000**	**90,000**	**120,000**	**140,000**	**160,000**	**180,000**
일본	717	3,000	5,000	10,000	25,000	30,000	50,000	80,000	100,000	150,000	200,000
중국	1,177	2,000	4,000	10,000	15,000	30,000	50,000	70,000	100,000	150,000	230,000
호주	10	20	100	150	500	1,000	1,200	1,400	2,000	2,500	3,000
유럽	**762**	**1,230**	**3,345**	**7,300**	**15,600**	**35,800**	**44,200**	**52,600**	**63,500**	**77,300**	**96,000**
독일	200	250	1,000	2,000	5,000	10,000	12,000	14,000	17,000	20,000	25,000
프랑스	211	150	500	1,000	2,000	5,000	7,000	9,000	12,000	15,000	20,000
스페인	7	10	30	300	500	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000	8,000
이탈리아	-	-	-	100	400	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000
영국	57	300	500	1,000	2,000	6,000	7,000	8,000	10,000	15,000	20,000
벨기에	19	90	100	150	300	500	600	700	800	900	1,000
네덜란드	147	240	500	1,000	2,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000
오스트리아	14	30	50	100	300	500	600	700	800	900	1,000
스위스	42	100	500	1,000	2,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
스웨덴	5	7	50	300	500	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
노르웨이	15	40	100	300	500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
덴마크	45	13	15	50	100	300	500	700	900	1,000	1,000
전체	**9,416**	**19,950**	**34,445**	**70,450**	**124,100**	**191,800**	**273,400**	**386,000**	**491,500**	**660,800**	**866,000**

자료: Marklines, 유진투자증권 추정

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
자산총계	**296.0**	**316.4**	**349.4**	**403.0**	**471.8**
유동자산	154.1	165.3	190.1	233.2	291.3
현금성자산	40.4	37.5	40.3	66.4	87.4
매출채권	75.0	83.0	99.0	108.0	135.0
재고자산	35.0	41.0	47.0	55.0	65.0
비유동자산	141.8	151.1	159.3	169.8	180.5
투자자산	9.5	9.9	10.3	10.7	11.1
유형자산	131.6	140.5	148.4	158.5	168.8
기타	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
부채총계	**136.9**	**144.1**	**152.4**	**163.6**	**170.9**
유동부채	94.1	96.1	99.2	105.2	112.2
매입채무	29.0	35.0	41.0	50.0	57.0
유동성이자부채	61.8	57.8	54.8	51.8	51.8
기타	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4
비유동부채	42.8	48.0	53.2	58.4	58.7
비유동이자부채	35.6	40.6	45.6	50.6	50.6
기타	7.3	7.5	7.7	7.9	8.1
자본총계	**159.1**	**172.3**	**197.0**	**239.4**	**300.9**
지배지분	159.1	172.3	197.0	239.4	300.9
자본금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	54.9	54.9	54.9	54.9	54.9
이익잉여금	102.0	115.2	140.0	182.3	243.8
기타	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**159.1**	**172.3**	**197.0**	**239.4**	**300.9**
총차입금	97.4	98.4	100.4	102.4	102.4
순차입금	57.0	60.8	60.1	36.0	15.0

손익계산서

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**182.1**	**217.7**	**291.5**	**392.1**	**491.1**
증가율(%)	0.0	19.6	33.9	34.5	25.3
매출원가	141.3	167.2	221.8	295.3	366.9
매출총이익	**40.8**	**50.5**	**69.7**	**96.9**	**124.3**
판매 및 일반관리비	26.6	30.4	34.6	39.6	42.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**14.2**	**20.1**	**35.1**	**57.3**	**81.4**
증가율(%)	0.3	41.7	74.3	63.3	42.1
EBITDA	**25.1**	**32.0**	**47.7**	**70.7**	**95.7**
증가율(%)	7.9	27.7	49.0	48.2	35.4
영업외손익	**(1.1)**	**(0.5)**	**(0.5)**	**0.3**	**0.7**
이자수익	1.4	2.1	2.8	3.8	4.7
이자비용	1.8	2.3	2.4	2.4	2.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(0.7)	(0.3)	(0.9)	(1.0)	(1.6)
세전순이익	**13.1**	**19.6**	**34.6**	**57.6**	**82.1**
증가율(%)	(16.4)	49.8	76.2	66.5	42.6
법인세비용	2.4	3.9	7.3	12.7	18.1
당기순이익	**10.7**	**15.7**	**27.3**	**44.9**	**64.0**
증가율(%)	(11.0)	46.2	74.0	64.4	42.6
지배주주지분	10.7	15.7	27.3	44.9	64.0
증가율(%)	(11.0)	46.2	74.0	64.4	42.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**683**	**998**	**1,737**	**2,855**	**4,070**
증가율(%)	(19.3)	46.2	74.0	64.4	42.6
수정EPS(원)	683	998	1,737	2,855	4,070
증가율(%)	(19.3)	46.2	74.0	64.4	42.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
영업현금	**8.0**	**19.8**	**24.1**	**50.5**	**48.5**
당기순이익	11.3	15.7	27.3	44.9	64.0
자산상각비	10.9	11.9	12.6	13.4	14.3
기타비현금성손익	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본증감	(14.6)	(8.0)	(16.0)	(8.0)	(30.0)
매출채권감소(증가)	(8.1)	(8.0)	(16.0)	(9.0)	(27.0)
재고자산감소(증가)	(5.1)	(6.0)	(6.0)	(8.0)	(10.0)
매입채무증가(감소)	1.9	6.0	6.0	9.0	7.0
기타	(3.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자현금	**(17.3)**	**(22.6)**	**(22.3)**	**(25.5)**	**(26.7)**
단기투자자산감소	(0.7)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(27.1)	(20.8)	(20.4)	(23.5)	(24.6)
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	**(3.2)**	**(1.5)**	**(0.5)**	**(0.5)**	**(2.5)**
차입금증가	(2.6)	1.0	2.0	2.0	0.0
자본증가	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
배당금지급	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
현금 증감	**(12.2)**	**(4.4)**	**1.3**	**24.5**	**19.4**
기초현금	16.7	4.5	0.1	1.4	25.9
기말현금	4.5	0.1	1.4	25.9	45.2
Gross Cash flow	23.1	27.8	40.1	58.5	78.5
Gross Investment	31.2	29.2	36.8	32.0	55.0
Free Cash Flow	**(8.1)**	**(1.4)**	**3.3**	**26.6**	**23.5**

주요투자지표

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	683	998	1,737	2,855	4,070
BPS	10,116	10,954	12,531	15,226	19,136
DPS	160	160	160	160	160
밸류에이션(배,%)					
PER	75.4	51.6	29.7	18.0	12.7
PBR	5.1	4.7	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA	34.6	27.2	18.5	12.2	8.8
배당수익율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	35.1	29.1	20.2	13.8	10.3
수익성(%)					
영업이익율	7.8	9.2	12.0	14.6	16.6
EBITDA이익율	13.8	14.7	16.4	18.0	19.5
순이익율	5.9	7.2	9.4	11.4	13.0
ROE	6.9	9.5	14.8	20.6	23.7
ROIC	5.8	7.2	11.3	16.8	21.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	35.8	35.3	30.5	15.0	5.0
유동비율	163.8	171.9	191.7	221.7	259.5
이자보상배율	8.0	8.6	14.8	23.7	33.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	2.6	2.8	3.2	3.8	4.0
재고자산회전율	5.6	5.7	6.6	7.7	8.2
매입채무회전율	6.7	6.8	7.7	8.6	9.2

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

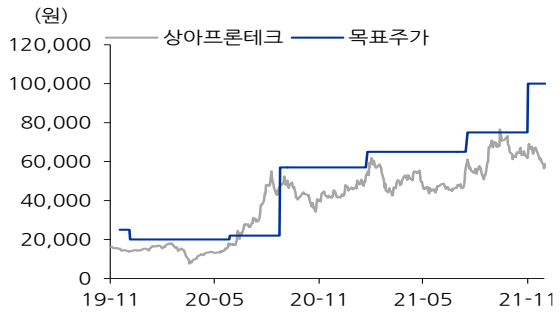
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

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

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



2021-01-13	Buy	57,000	1년	-12.7	-7.9
2021-01-25	Buy	65,000	1년	-23.5	-4.8
2021-02-15	Buy	65,000	1년	-25.1	-11.7
2021-02-19	Buy	65,000	1년	-25.6	-12.9
2021-03-08	Buy	65,000	1년	-25.3	-12.9
2021-03-22	Buy	65,000	1년	-25	-12.9
2021-03-31	Buy	65,000	1년	-25.3	-12.9
2021-04-05	Buy	65,000	1년	-25.5	-12.9
2021-04-12	Buy	65,000	1년	-25.9	-12.9
2021-04-23	Buy	65,000	1년	-27.1	-12.9
2021-05-31	Buy	65,000	1년	-26.9	-12.9
2021-06-01	Buy	65,000	1년	-26.9	-12.9
2021-06-21	Buy	65,000	1년	-26.4	-12.9
2021-06-28	Buy	65,000	1년	-25.2	-12.9
2021-07-07	Buy	65,000	1년	-23.4	-12.9
2021-07-12	Buy	65,000	1년	-19.6	-12.9
2021-07-19	Buy	75,000	1년	-16	2.1
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-15.9	2.1
2021-08-02	Buy	75,000	1년	-14.5	2.1
2021-08-05	Buy	75,000	1년	-13.8	2.1
2021-08-06	Buy	75,000	1년	-13.6	2.1
2021-09-28	Buy	75,000	1년	-14.4	-8.9
2021-10-21	Buy	75,000	1년	-15.4	-12.8
2021-11-02	Buy	100,000	1년	-38.5	-30.9
2021-11-10	Buy	100,000	1년	-39.5	-32.8
2021-12-29	Buy	100,000	1년		