2021. 7. 14

비나텍 126340

수소연료전지 성장성에 주목

▲ 스몰캡
Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA **국순용**
02. 6454-4889
soonyong.cook@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21 매출액 119억원, 영업이익 11억원으로 부진할 전망
- ✓ 코로나19 영향으로 슈퍼커패시터 가동률 하락, 고정비 증가의 영향
- ✓ 3Q21 유럽향 및 신규 적용처 다변화로 슈퍼커패시터 턴어라운드 예상
- ✓ 4Q21 연료전지 핵심부품 MEA 증설('20년 15만장 → 2Q21 30만장) 효과 본격화
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 59,000원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**59,000 원**
현재주가 (7.13)	**41,050 원**
상승여력	**43.7%**
KOSDAQ	1,043.31pt
시가총액	2,111억원
발행주식수	514만주
유동주식비율	57.99%
외국인비중	0.61%
52주 최고/최저가	62,173원/32,898원
평균거래대금	14.3억원
주요주주(%)	
성도경 외 10 인	35.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.6	-24.0	23.5
상대주가	-13.1	-28.7	-7.5

주가그래프

2Q21 Preview: 코로나19 영향으로 실적 부진 전망

2Q21 매출액 119억원(+3.5% YoY), 영업이익 11억원(-48.1% YoY)을 예상한다. 매출 성장에 반해 영업이익의 감소는 코로나19 영향으로 슈퍼커패시터 생산라인(베트남)의 가동률 하락('20년 50% → 2Q21 30%)과 증설에 따른 인력 충원으로 고정비 증가의 영향이다.

3Q21 슈퍼커패시터 턴어라운드 → 4Q21 수소연료전지 성장 본격화

[슈퍼커패시터] 3Q21 유럽향 신재생에너지용(스마트미터기 등) 슈퍼커패시터 공급 재개와 신규 적용처인 스마트팩토리 AGV(무인운반차)향 공급으로 실적 턴어라운드를 전망한다.

[수소연료전지] 정부는 수소 로드맵을 통해 '22년 건물용 연료전지 50MW(누적) 설치 목표를 수립했다. '20년 누적 설치용량은 10.9MW로 로드맵 달성을 위해 '22년까지 39.1MW의 설치가 필요하다. 건물용 연료전지는 공공기관 건축물 신재생에너지 설치 의무화, 녹색건축인증 등 정책 및 보조금 지원으로 신규 설치 용량이 '19년 1.8MW 수준에서 '20년 4.9MW로 빠르게 보급이 늘고 있다. 로드맵 달성을 위해 '21~'22년 필요한 MEA 예상 규모는 639만장이다. 비나텍은 건물용 연료전지(PEMFC)의 핵심 부품인 MEA의 생산능력을 '20년 15만장에서 2Q21 30만장으로 증설하였다. '20년 12월 수소연료전지 분리판 전문업체 '에이스크리에이션' 인수로 수소 관련 제품 확장과 증설을 통해 '22년 수소연료전지 매출액은 +136.8% YoY 증가한 162억원이 전망된다.

투자의견 Buy, 적정주가 59,000원 유지

12M Fwd EPS(1,330원)에 동종업체 평균 PER 44.3배를 적용했다. 슈퍼커패시터 적용처 다변화와 수소사업 부문 성장성 부각으로 매수 의견을 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	42.8	6.0	4.4	1,007		4,221	18.3	4.4	11.8	23.4	147.4
2020	46.7	6.4	4.6	992	-1.5	8,439	55.0	6.5	29.8	14.8	85.6
2021E	54.5	6.6	6.6	1,283	29.3	9,721	32.0	4.2	22.3	14.1	102.3
2022E	72.1	10.1	9.2	1,711	33.4	10,489	24.0	3.9	16.0	16.9	107.1
2023E	97.2	14.6	13.1	2,316	35.4	12,222	17.7	3.4	11.7	19.9	93.3

표1 비나텍 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)
매출액	**11.9**	11.5	3.5	11.6	2.6
영업이익	**1.1**	2.1	-48.1	1.5	-27.6
세전이익	**1.1**	1.7	-35.2	2.6	-55.9
지배주주순이익	**1.0**	1.7	-41.6	2.4	-59.1
영업이익률(%)	**9.4**	18.7		13.3	
지배주주순이익률(%)	**8.1**	14.4		20.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 비나텍 추정치 변경 내역

	신규			기존			차이(%)		
(십억원)	2Q21E	2021E	2022E	2Q21E	2021E	2022E	2Q21E	2021E	2022E
매출액	11.9	54.5	72.1	13.0	56.8	71.9	-8.4	-4.1	0.3
영업이익	1.1	6.6	10.0	1.8	7.4	9.9	-38.1	-10.9	1.5
세전이익	1.1	7.3	10.2	1.7	7.2	9.6	-33.5	1.8	6.7
지배주주순이익	1.0	6.6	9.2	1.5	6.4	8.6	-35.4	3.1	7.2
영업이익률(%)	9.4	12.1	13.1	13.6	13.1	13.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 비나텍 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**12.2**	**11.5**	**11.2**	**11.8**	**11.6**	**11.9**	**13.6**	**17.3**	**46.7**	**54.5**	**72.1**
(% YoY)					-4.8	3.5	21.6	46.9	9.2	16.7	32.4
(% QoQ)					-1.6	2.6	14.1	27.5			
슈퍼커패시터	11.4	10.3	9.9	9.5	10.0	10.4	11.3	13.6	41.1	45.3	53.6
수소연료전지	0.6	0.7	1.1	1.2	0.8	1.0	1.9	3.1	3.5	6.8	16.2
기타	0.2	0.5	0.2	1.2	0.9	0.5	0.3	0.6	2.1	2.3	2.3
제품별 비중(%)	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
슈퍼커패시터	93.4	89.5	88.6	80.4	85.9	87.5	83.4	78.4	88.0	83.2	74.3
수소연료전지	4.9	6.1	9.4	9.7	6.7	8.6	14.1	18.0	7.5	12.6	22.5
기타	1.6	4.4	2.1	9.8	7.5	3.9	2.5	3.6	4.5	4.2	3.2
영업이익	**2.0**	**2.1**	**1.4**	**0.8**	**1.5**	**1.1**	**1.6**	**2.3**	**6.4**	**6.6**	**10.0**
영업이익률(%)	16.5	18.7	12.6	6.7	13.3	9.4	12.0	13.2	13.6	12.1	13.9
(% YoY)					-23.5	-48.1	15.4	190.6	6.0	3.7	52.4
(% QoQ)					94.9	-27.6	46.0	41.1			
세전이익	**3.1**	**1.7**	**0.9**	**-1.0**	**2.6**	**1.1**	**1.6**	**2.1**	**4.7**	**7.3**	**10.2**
지배주주순이익	**3.1**	**1.7**	**0.8**	**-1.0**	**2.4**	**1.0**	**1.4**	**1.9**	**4.6**	**6.6**	**9.2**
지배주주순이익률(%)	25.4	14.4	7.5	-8.3	20.4	8.1	10.1	10.8	9.9	12.1	12.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 비나텍 적정주가 산정표

구분	2021E	비고
EPS(원)	1,330	12M Fwd EPS
적정배수(배)	44.3	상아프론테크, 미코, 에스퓨얼셀 12M Fwd PER 평균 적용
적정주가(원)	**59,000**	
현재주가(원)	41,050	
상승여력(%)	43.7	

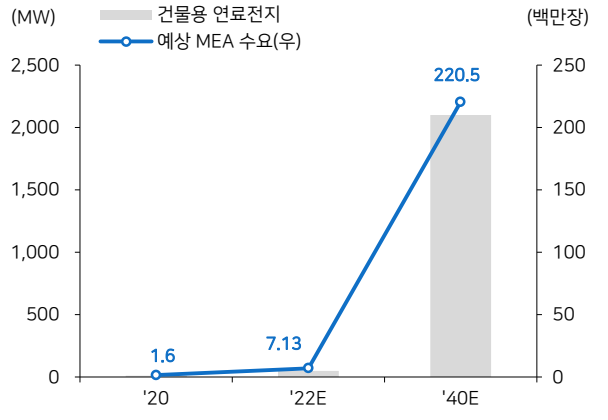
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 수소경제 활성화 로드맵(2019.1)

	2018	2022E	2030E	2040E
수소차 (만대)	**0.18**	**8.1**	**'25년 상업 양산**	**620**
내수	0.09	6.7		290
승용차	0.18	7.9		590
택시				12
버스	2대	0.2		6
트럭				12
수소충전소 (개소)	**14**	**310**		**1,200**
연료전지 (GW)	**0.314**	**1.55**		**17.1**
발전용	0.307	1.5	'25년 수소가스터빈 개발 완료	15
내수		1		8
건물용	0.007	0.05		2.1
공급 (만톤)	**13**	**47**	**194**	**526**
방식(비중)	부생	부생	부생	부생
	추출(99%)	추출(79%)	추출(50%)	추출(30%)
		+ 수전해	수전해	수전해
			+ 해외수입	해외수입
수소 가격 (kg/원)		**6,000**	**4,000**	**3,000**

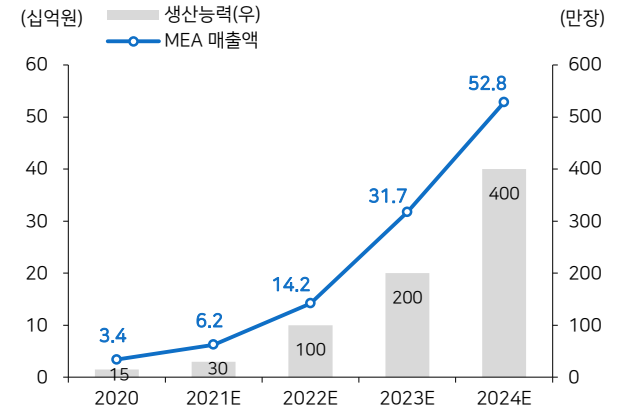
자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

그림1 수소로드맵 건물용 연료전지 목표 및 예상 MEA 수요



주: 누적기준
자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

그림2 생산능력 확대에 따른 MEA 예상 매출액



자료: 메리츠증권 리서치센터

비나텍 (126340)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**42.8**	**46.7**	**54.5**	**72.1**	**97.2**
매출액증가율 (%)		9.2	16.7	32.4	34.8
매출원가	29.6	32.3	37.8	49.7	66.5
매출총이익	13.2	14.4	16.7	22.4	30.8
판매관리비	7.2	8.0	10.1	12.4	16.1
영업이익	**6.0**	**6.4**	**6.6**	**10.1**	**14.6**
영업이익률	14.0	13.6	12.1	13.9	15.1
금융손익	-0.2	-1.2	0.7	0.1	-0.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	-0.4	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	6.0	4.7	7.3	10.2	14.5
법인세비용	1.6	0.1	0.7	1.0	1.5
당기순이익	**4.4**	**4.6**	**6.6**	**9.2**	**13.1**
지배주주지분 순이익	4.4	4.6	6.6	9.2	13.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**4.0**	**2.7**	**9.5**	**7.1**	**10.1**
당기순이익(손실)	4.4	4.6	6.6	9.2	13.1
유형자산상각비	2.2	2.5	3.1	3.9	4.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
운전자본의 증감	-5.1	-8.1	0.4	-5.8	-7.6
투자활동 현금흐름	**-6.5**	**-33.6**	**-17.5**	**-12.8**	**-14.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-6.3	-9.5	-15.5	-11.0	-13.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-1.8	-0.4	-0.9	-0.7
재무활동 현금흐름	**2.3**	**31.4**	**9.4**	**10.0**	**0.0**
차입금의 증감	18.5	10.6	9.4	10.0	0.0
자본의 증가	15.6	20.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.1	0.3	1.3	4.3	-4.2
기초현금	1.5	1.3	1.7	3.0	7.3
기말현금	1.3	1.7	3.0	7.3	3.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	18.3	45.1	53.1	66.7	75.0
현금및현금성자산	1.3	1.7	3.0	7.3	3.1
매출채권	8.6	9.7	10.9	14.4	19.4
재고자산	4.9	7.4	10.3	14.4	20.5
비유동자산	28.3	35.5	48.1	55.9	64.8
유형자산	26.6	32.1	44.4	51.5	59.7
무형자산	0.5	0.3	0.1	0.1	0.0
투자자산	0.5	2.3	2.6	3.5	4.2
자산총계	**46.6**	**80.6**	**101.2**	**122.6**	**139.7**
유동부채	19.7	20.2	24.2	26.4	29.4
매입채무	3.9	2.1	6.1	8.0	10.8
단기차입금	12.3	14.2	14.2	14.2	14.2
유동성장기부채	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	16.9	27.0	37.1	38.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.6	14.1	24.1	34.1	34.1
부채총계	**27.8**	**37.2**	**51.2**	**63.4**	**67.5**
자본금	2.3	2.6	2.8	2.9	3.0
자본잉여금	13.3	33.0	33.0	33.0	33.0
기타포괄이익누계액	-0.7	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금	3.8	8.4	14.9	24.0	36.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**18.8**	**43.4**	**50.0**	**59.2**	**72.3**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	9,778	10,035	10,590	13,380	17,219
EPS(지배주주)	1,007	992	1,283	1,711	2,316
CFPS	2,235	2,411	1,942	2,633	3,471
EBITDAPS	1,918	1,954	1,921	2,607	3,454
BPS	4,221	8,439	9,721	10,489	12,222
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.3	55.0	32.0	24.0	17.7
PCR	8.2	22.6	21.1	15.6	11.8
PSR	1.9	5.4	3.9	3.1	2.4
PBR	4.4	6.5	4.2	3.9	3.4
EBITDA	8.4	9.1	9.9	14.0	19.5
EV/EBITDA	11.8	29.8	22.3	16.0	11.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.4	14.8	14.1	16.9	19.9
EBITDA 이익률	19.6	19.5	18.1	19.5	20.1
부채비율	147.4	85.6	102.3	107.1	93.3
금융비용부담률	1.7	1.2	1.4	1.3	1.1
이자보상배율(x)	8.4	11.2	8.9	10.5	13.7
매출채권회전율(x)	5.0	5.1	5.3	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	8.7	7.6	6.1	5.8	5.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

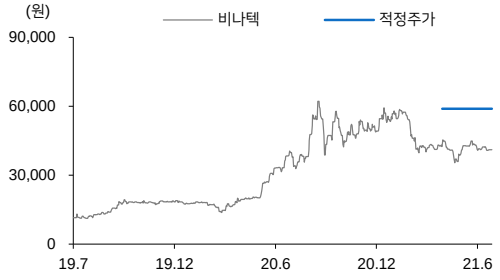
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

비나텍 (126340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.04.21	산업분석	Buy	59,000	이상현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이