

[다시보는 수소차]



남정미 자동차/운송

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

박진형 은행/Small cap

02 3770 5658

jinhyoeng.park@yuantakorea.com

심의섭 Small cap

02 3770 5719

euiseob.shim@yuantakorea.com

Contents



남정미 자동차/운송

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com



박진형 은행/Small cap

02 3770 5658

jinhyeong.park@yuantakorea.com



심의섭 Small cap

02 3770 5719

eiseob.shim@yuantakorea.com

산업분석

다시보는 수소차	03
해외 수소차 정책 동향	05
국내 수소차 정책 동향	10
현대차그룹 FCEV 비전 2030	14
수소차 주요 구성 부품	17

기업분석

현대차 (005380): 수소차도 가능한 업체	25
현대모비스 (012330): 전동화부문 성장성 확대	31
한온시스템 (018880): 친환경차에는 한온시스템이 있다	35
상아프론테크 (089980): 다변화된 포트폴리오와 멤브레인의 확장성	39
풍국주정 (023900): 본업의 안정성, 고순도 수소 공급의 성장성	43
이엠코리아 (095190): 수소 사업의 기회 요인과 실적 개선의 필요성	47
디케이락 (105740): 성장하는 본업과 기대되는 수소 모멘텀	51
뉴로스 (126870): 기술로 증명하는 경쟁력	58

다시 보는 수소차

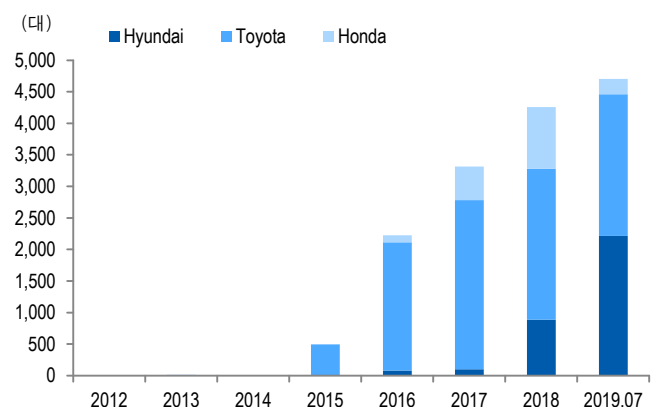
수소차는 시장 초기 단계. 정부 정책을 중심으로 성장 전망

2018년 글로벌 수소전기차 판매량은 4,258대로 글로벌 신차 판매량 대비 0.005%에 불과하다. 2019년 8천대 전망, 2020년 1.5만대가 판매될 것으로 전망된다. 순수전기차(이하 전기차)의 연간 판매량이 작년에 이미 200만대에 도달한 것과 비교할 경우, 수소차 시장은 현저히 작다. 아직은 상품 경제성을 갖춘 초창기 시장이다. 주요 국가들이 수소차 및 인프라에 대한 다양한 정책을 제시하고 있지만 수소차를 전기차의 대체재로 인식하며, 전기차 대비 아직은 비교 열위에 있는 수소차에 대해 회의적인 시각이 존재한다. 그럼에도 불구하고 수소차는 전기차는 경쟁관계보다 각 제품의 특성에 맞는 시장을 형성할 가능성이 높다고 판단한다.

우선, 유럽·중국·미국 등 주요 자동차 판매지역에서 CO2 등 배기가스와 관련된 환경규제가 지속적으로 강화되고 있으며, 에너지 패러다임 전환의 관점에서 수소 에너지 경제에 대해 관심이 높다. 이런 요인에 따라 수소경제를 구성하는 주요 부문의 하나인 수소차 시장에 대한 활성화 기대감은 여전히 유효하다고 판단한다. 전기차와 수소차가 가지는 특성이 일부 다르다는 측면에서 수소차도 경쟁력을 가질 것으로 판단한다.

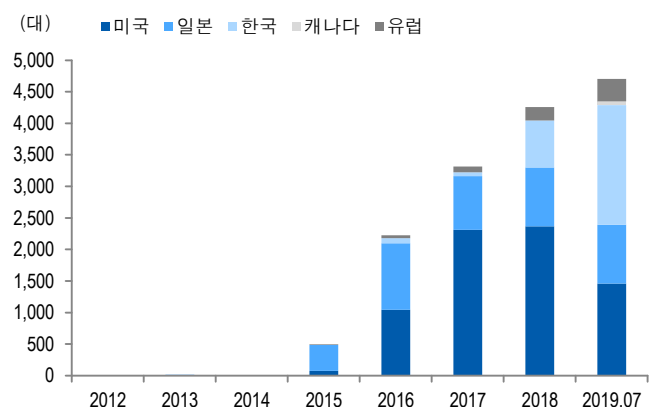
중장기적으로 수소차는 전기차가 커버하지 못하는 영역, 즉, 운행거리가 길며 잦은 충전이 필요한 상용차 시장 등을 중심으로 시장 성장의 기회가 열려있다고 예상한다. 다만, 자생적으로 경쟁력을 확보할 수 있는 시점까지 단기적으로는 정부의 인프라 확대, 구매 보조금 등 정부 정책 아래 인큐베이트 되는 시기가 필요하다.

[그림 1] 업체별 글로벌 수소차 판매 현황



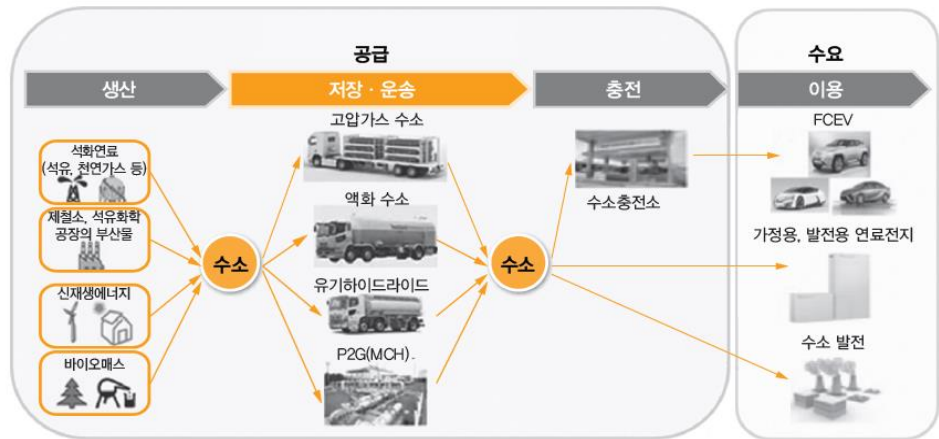
자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 지역별 글로벌 수소차 판매 현황



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 수소차 부문은 수소경제 밸류체인에서 중요한 수요처를 담당



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

미국·유럽·중국 등 다양한 지역에서 수소차에 대한 정책을 발표하고 있다. 그러나 대부분의 정책은 2025년, 2030년까지의 장기 시점을 타겟으로 설정되어 있다. 이런 점에 따라 수소경제 및 수소차 보급에 대한 방향성은 확실하지만, 시장 확대 속도에 대해서는 여전히 불확실성이 큰 상황이다. 현 시점에서 수소차 성장성을 보여줄 수 있는 시장은 국내 및 유럽이 될 것으로 판단한다.

한국의 경우, 2018년까지 수소차 누적 판매량(보급대수)이 885대에 불과하였으나, 수소경제활성화 로드맵이 발표된 올해 상반기 기준 1,546대가 판매되었다. 올 연말까지 예산 4천대 규모가 모두 소진될 것으로 예상되어 수소차 시장은 올해 전년 대비 438% 성장할 것으로 보여진다. 2020년 수소차 및 수소충전소 관련 예산 확대에 따라 수소차 판매가 1.1만대가 전망된다. 작년 까지 수소차 판매는 도요타 미라이, 그리고 미국과 일본을 중심으로 판매되었다. 그러나 한국 정부의 수소차 정책이 다른 지역 대비 빠르게 진행된다는 측면에서 단기적으로 가장 빠른 수소차 시장 성장을 보여줄 것으로 판단한다. 현대차 넥쏘의 수소차 경쟁력을 고려시, 한국 시장을 중심으로 성장하며 향후 다른 지역까지 수소차 판매 확대를 기대한다. 특히 유럽의 경우, 인프라 구축이 타 지역 대비 빠르며 2020년부터 배기가스 규제 강화에 따른 상용부문의 친환경차 확대가 필요하다. 수소차의 경우, 전기차 대비 장거리 상용부문에서 유리한 측면을 보유하고 있어, 향후 유럽 중심으로 상용 수소차 확대도 기대할 수 있다.

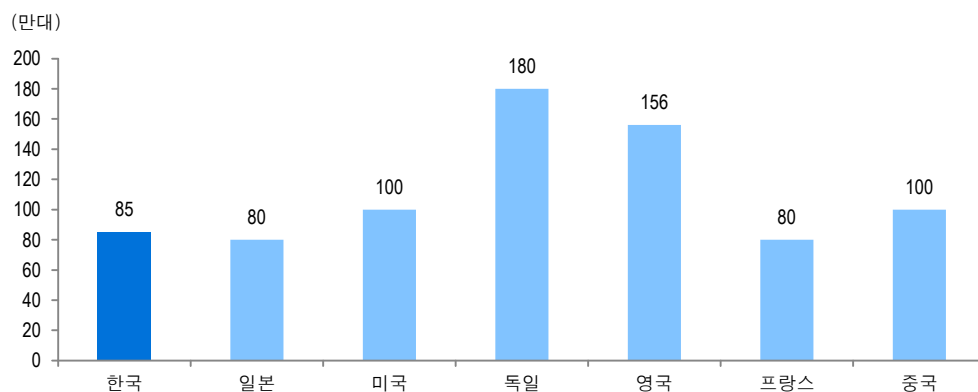
한국 수소차의 부품 국산화율이 95% 이상이라는 측면에서 부품업체들의 수혜도 예상된다. 다만, 글로벌 수소차 시장 규모가 2020년 기준으로 1.5만대, 현대차 1만대가 전망되어 수소차를 통한 이익 가시화 시점까지는 시차가 존재한다. 따라서, 본업에서의 경쟁력을 보유하며 향후 수소차 시장 확대를 통해 이익 성장이 기대되는 업체를 주식으로 주가 차별화가 진행될 전망이다.

해외 수소차 정책 동향

글로벌 전체

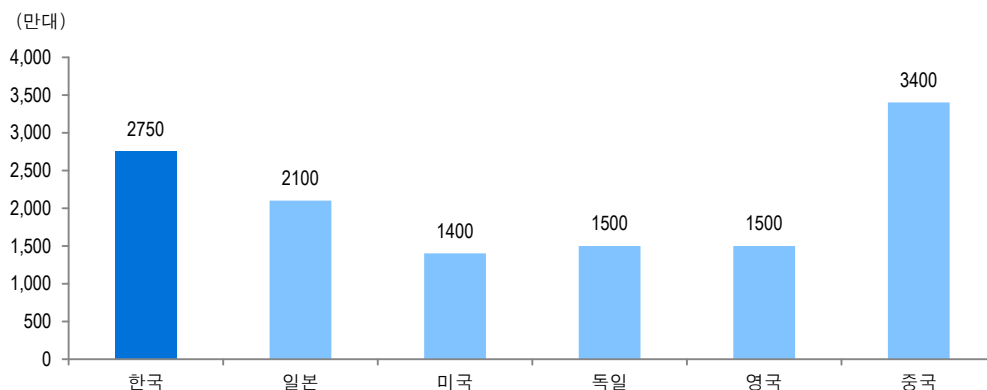
수소기본전략을 발표한 일본, 수소경제활성화 로드맵을 제시한 한국 외에도 미국, 유럽, 중국 등 자동차 시장 규모가 큰 지역 역시 수소차에 대한 지원 정책을 다양하게 펼치고 있다. 앞서 설명한 바와 같이 수소차 및 수소충전소 등의 인프라는 수소경제의 일환으로 에너지 패러다임 변화에 따라 인프라 구축이 진행될 전망이다. 2018년 현재 글로벌 수소차 보급 대수는 1만대, 수소충전소는 2017년 기준으로 329기로 추정된다. 수소와 관련하여 정책을 펼치고 있는 주요 국가의 수소차 보급 목표에 따르면 2030년까지 781만대에 달할 전망이다. 2018년말 보급대수가 1만대 수준, 2019년말까지 2만대를 밀돌 것을 감안 시 향후 11년간 780만대를 판매해야 달성 가능한 수치이다. 특히, 독일, 영국의 보급 목표가 공격적이며 자동차 시장 규모를 고려시 한국 역시 타 지역 대비 높은 목표를 제시하였다. 주요 판매국가의 보조금 지원 정책을 살펴보면, 중국이 수소차와 관련하여 가장 높은 금액을 지원, 다음으로 한국이 높은 보조금을 지원하고 있다.

[그림 4] 국가별 2030년 수소차 보급 목표



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국가별 수소차 구매 보조금(2018년 국비 지원금 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 주요국가 수소충전소 보급계획

(단위: 개소)

		2015~	2020~	2025~	2030~	2040
한국	정부	14(18)	310(22)			1,200
일본	정부	100	160	320	900	
중국	정부	12(18)	100	300	1,000	
미국	DOE		250(23)			
	캘리포니아	67(18)	123(23)		1,000	
유럽	연합	100	1,000			
	독일	100(18)	400(23)		1,000	
	네덜란드	10(18)	20			
	프랑스	~5(18년)	40			
	영국	30(18)	65		1,150	

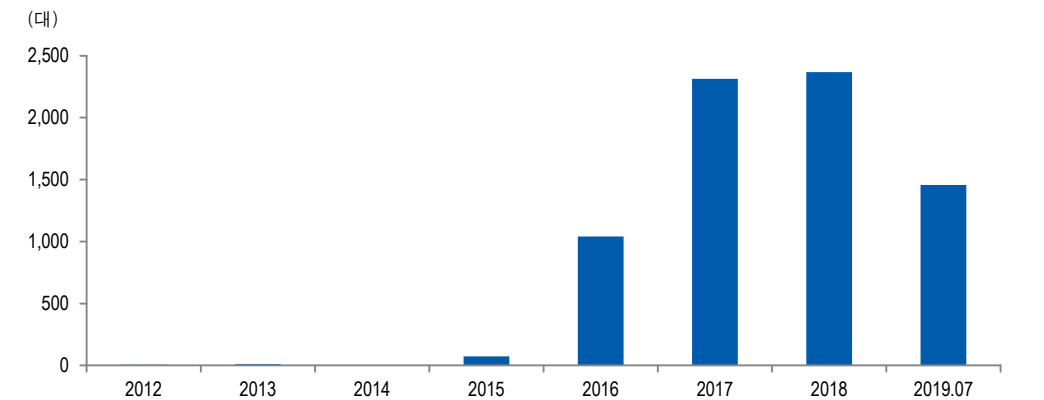
주: ()는 목표 연도를 의미

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

미국·캘리포니아

2018년까지 누적으로 수소차가 가장 많이 판매된 지역은 미국, 정확하게 말하면 캘리포니아 주이다. 현재 캘리포니아에서 판매(리스방식 포함)된 수소차는 6,830대에 달한다. 수소버스도 이미 31대가 운행되고 있으며 수소충전소는 40개가 운영 중이다. 미국 연방정부 DOE(에너지부)와 캘리포니아주를 중심으로 민관 파트너십을 구성하여 글로벌에서 가장 빠르게 수소 인프라가 구축한 지역이 되었다. 2023년까지 수소차 6만대, 수소충전소 123개를 구축하고, 2030년까지 캘리 수소차 100만대를 보급하고 수소충전소도 1천개로 확대할 계획이다. 이를 위해 캘리포니아주는 ZEV(친환경차 정책) 프로그램을 활용하여 수소차 판매대수를 2025년까지 2% 수준으로 끌어올릴 계획이다. 또한 구매 보조금 지원을 통해 소비증진도 진행된다. 수소차 구매시 \$8,000를 지급하며, 저소득자의 경우 추가적으로 \$5,000가 지급된다.

[그림 6] 미국 수소차 판매 현황

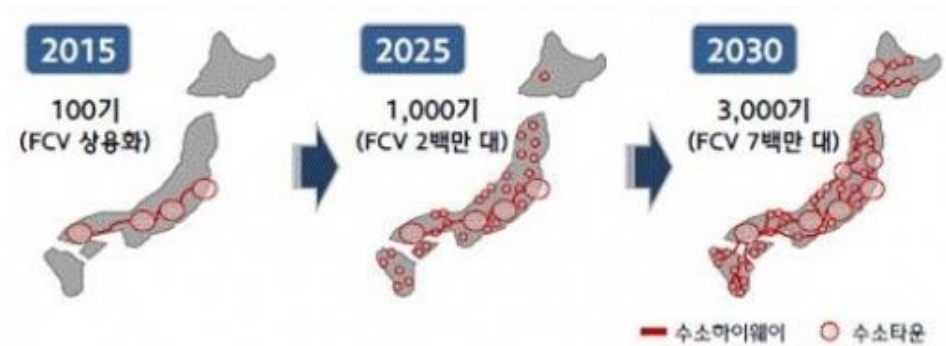


자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

일본

일본의 전력공급의 30%를 담당하고 있던 원전과 관련한 후쿠시마 사고 이후, 일본은 에너지패러다임 전환을 위하여 적극적으로 수소 경제 육성 정책을 펼치고 있다. 2014년 수소연료전지 전략 로드맵, 2017년 일본 정부는 수소기본 전략을 채택하며 방향성을 제시하였다. 2014년에 발표한 수소연료전지 로드맵을 살펴보면 2030년까지 수소차 80만대, 수소버스 1,200대를 보급하고, 인프라 구축을 위하여 수소충전소를 900개 구축을 목표로 한다. 또한, 운송·에너지 부문 등 수요처에 낮은 가격의 수소를 공급하기 위하여 액화수소, P2G(Power to Gas), 해외생산 등 수소 공급 체인을 어떻게 개발한 것인지에 대해서도 제시를 하고 있다. 2020년 일본 도쿄올림픽을 계기로 본격적으로 수소차 수요가 확대될 것으로 예상하며, 이에 따라 2030년부터는 호주, 러시아 등으로부터 수소 수입을 포함한 대규모 수소공급시스템을 계획 중이다. 다만, 2030년을 기준으로 한 수소차 보급대수를 비교할 경우, 한국은 85만대, 일본은 80만대이다. 일본 내수 시장 규모가 490만대 규모로 한국보다 크다는 점을 고려할 경우, 시장 규모 대비 목표치는 한국보다 낮은 것으로 보여진다.

[그림 7] 일본 수소충전소 구축 및 수소 연료전지차 보급 계획



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

유럽

유럽의 수소경제는 독일이 가장 적극적으로 추진하고 있다. 최근 독일 메르켈 총리가 올해 말까지 수소경제를 본격화하는 전략을 수립하여 발표할 것이라고 언급함에 따라 본격적으로 정책이 시행될 예정이다. 향후 발표될 정책과 별개로 독일 2007년부터 연방정부 차원의 수소 인프라 건설 프로그램이 진행되고 있다. 또한, 6개의 민간기업으로 만들어진 H2 모빌리티는 현재 독일에서 70여개의 충전소를 구축·운영하고 있어 수소충전 인프라 시설은 타 지역을 앞서 나가고 있는 상황이다. 독일은 최종적으로 2030년 재생에너지 보급률 50%를 목표로 하여 수소경제와 재생에너지간 융합된 정책을 추진하고 있다. 향후, 재생에너지에서 발생하는 잉여전력을 활용하여 P2G(Power to Gas)를 통한 수소 생산 및 활용할 예정이다. 2030년까지 수소차 보급 및 수소충전소 구축 목표는 각 180만대 보급, 충전소도 1천개를 구축할 계획이다.

[표 2] 독일 수소차 및 수소충전소 보급 체계

담당 기능	주체
설계 / 운영	H2 모빌리티
계획	
재정 지원	NOW, Federal Ministry of Transport, H2 모빌리티

자료: 산업연구원('16.8 월) 유안타증권 리서치센터

프랑스는 2018년 6월 '플랜 수소 프로젝트'를 발표하며 2023년까지 1억유로 투자를 통해 수소전기차 구매 보조 및 수소 생산을 장려한다고 언급하였다. 이를 통해 수송부문에서 탄소 배출량을 향후 5년 내 20% 감축하는 것을 목표로 하며 수소전기차를 20배 이상 증가시키기로 하였다. 독일·프랑스 등 유럽 주요 자동차 판매국 외에도 유럽 배기가스 규제에 따른 영향으로 트럭 등 상용부문을 중심으로 수소전기차 및 수소인프라는 지속적으로 확대될 것으로 예상된다.

중국

2018년 '수소차 굴기' 선언을 통해 중국 정부가 전기차 시장에 이어 수소전기차 시장에서도 시장을 선점하겠다는 의지를 보여주었다. 현재 중국내 전기차 판매비중은 5% 이상으로 적극적인 정부의 정책하에 세계 최대 규모의 전기차 시장 만들었다. 중국은 수소전기차에 대하여 승용부문보다 상용 부문을 중심으로 민관 파트너십을 통해 시장을 육성할 전망이다. 상용 부문의 경우, 전기차 도입이 다소 어려운 점이 존재한다는 점을 고려하였다. 중앙 정부의 보조금 지원 정책(승용 수소차 최대 20만위안, 수소버스 최대 50만위안, 수소화물차 최대 30만위안), 인프라 구축과 함께, 상하이와 베이징 등 주요 도시들을 중심으로 지원 정책 및 목표를 설정하였다. 시장 확대와 함께 각 지역별로 산업클러스터 조성을 통해 관련 기업들을 육성할 방침이다.

중국 업체의 연료전지 기술은 일본, 한국과 비교하여 아직은 낮은 수준인 것이 사실이다. 하지만 중국 로컬 완성차 회사들은 최근 2~3년전부터 관련 전문가들을 지속적으로 영입 중이며, 중국 정부의 지원이 강하다는 측면에서 빠른 속도로 기술 수준이 올라갈 것으로 판단한다. 2030년까지 자동차 보급대수 100만대, 수소충전소 100기 구축을 목표로 한다. 자동차 시장 규모 대비 목표가 높지는 않으나 로컬업체를 중심으로 기술 개발을 함께 추진한다는 측면에서 향후 시장 확대 가능성은 높다고 판단한다.

[표 3] 중국 지방정부 수소차 산업 지원 정책 및 목표

(단위: 억원)

지역	발표시기	정책	주요 목표
상하이	2017.9.	상하이 연료전지 자동차 발전계획	- 2020년 이전 FCV(수소차) 관련 산업 규모 150억 위안 돌파, 수소 충전소 5~10개, FCV 3000대 보급 - 2025년 이전 FCV 생산규모 1000억 위안 돌파, 수소 충전소 50개 설립, FCV 3만 대 보급 - 2030년까지 FCV 생산규모 3000억 위안 돌파
베이징	2017.12.	베이징시 신에너지 스마트 자동차산업 과학기술 혁신 가속화에 관한 지도의견	- 전기차, FCV, ICV 등 분야 중점 육성 - FCV와 ICV는 신규 중점 육성 분야
후베이성 우한시	2018.1.	-	- 2020년 이전 FCV 관련 산업 규모 100억 위안 돌파, 수소 충전소 5~20개, FCV 상용차 2000~3000대 도입 - 2025년 이전 FCV 관련 산업 규모 1000억 위안 돌파, 수소 충전소 30~100개, FCV 1만~3만 대 보급
톈진	2018.11.	톈진시 신에너지산업발전 3개년 행동계획	- 2020년 이전 수소연료 관련 산업 규모 80억 위안 달성
광둥성 포산시	2018.11.	포산시 수소에너지산업 발전계획	- 2020년 이전 수소관련 산업규모 200억 위안 달성, 수소 충전소 28개, FCV 상용차 운행규모 5520대 - 2025년 이전 수소관련 산업규모 500억 위안 달성, 수소 충전소 43개, FCV 상용차 운행규모 1만 110대 - 2030년 이전 수소관련 산업규모 1000억 위안 달성, 수소 충전소 57개, FCV 상용차 운행규모 2만 6650대
장쑤성 난징시	2019.1.	난징시 신에너지자동차산업 행동계획	- 연료전지, 완성차 등 핵심기술, 기술 활용과 산업화 촉진
저장성	2019.4.	저장성 수소에너지 발전 육성에 관한 의견(의견수렴안)	- 2022년 이전 수소산업규모 100억 위안 돌파, 수소 충전소 30개 이상, FCV 1000대 보급

자료: KOTRA 해외시장뉴스, 유안타증권 리서치센터

국내 수소차 정책 동향

수소경제활성화 로드맵

연초 정부는 수소사회로의 전환을 목표로 하는 수소경제 활성화 로드맵을 발표하였다. 기후 변화 및 환경문제에 대응하기 위한 방안의 하나로 관련 부처에서는 상세 계획을 수립중이다. 하반기 해당 로드맵의 목표달성을 위하여 상세 수소 기술 개발 로드맵을 추가적으로 발표할 예정이다.

수소경제활성화의 주요 중심축은 모빌리티 부문과 에너지(연료전지) 부문으로 수소산업 육성에 대한 다소 공격적인 목표를 제시하였다. 2030년까지 수소차 보급대수는 620만대, 발전 및 가정 건물용 연료전지 보급을 17.1GW로 2018년 규모와 비교하여 각각 3,444배, 58배 증가한 규모이다.

[표 4] 수소경제 활성화 로드맵

		2018년	2022년	2040년
모빌리티	수소차	1,800대	8.1만대	620만대
	- 승용차	1,800대	7.9만대	590만대
	- 버스	2대	2천대	6만대
	- 택시			12만대
	- 트럭			12만대
	충전소	14개	310개	1,200개
에너지	발전용	307MW	1.5GW	15GW
	가정건물용	7MW	50MW	2.1GW
수소생산	연간공급량	13만 t	47만 t	526만 t
수소가격	(원/kg)		6천원	3천원

자료: 정부, 유안타증권 리서치센터

모빌리티 부문: 상용은 정부 보급사업, 승용은 인프라 및 보조금 지원을 통해 육성

모빌리티와 관련된 부문을 살펴볼 경우, 민간부문이 개입되는 승용을 제외한 상용부문의 목표 달성을 위하여 정부 및 지자체의 다양한 보급사업이 전개될 전망이다. 수소버스는 올해 7개 주요 도시에 35대 보급사업을 시작으로 경찰버스 등 공공부문 버스를 수소버스로 전환한다. 2022년까지 2000대, 2040년에는 4만대까지 늘어난다. 수소택시도 올해 서울에서 10대를 운행하는 시범사업을 추진하고 내후년에는 주요 대도시에 보급하며 2040년까지 8만대로 늘린다. 2030년까지는 현재 20만km 안팎인 내구성을 50만km이상으로 늘린다는 계획이다. 수소트럭은 내년 개발·실증을 거쳐 내후년부터 공공부문의 쓰레기 수거차, 청소차, 살수차 등에 적용하고 물류 등 민간 영역까지 단계적으로 확대한다.

승용부문의 경우, 단기적으로 부족한 수소충전 인프라, 높은 차량 가격 등을 수소차 단점을 보완하기 위하여 정부의 보조금 지원 정책이 필요하다. 현재 수소차 구입시 국가보조금 2,250만원에 각 지방자치단체별로 1,000~1,250만원이 지원되며 최대 3,500만원의 보조금을 받을 수 있다. 국비 및 지자체 보조금은 매년 예산 편성에 따라 상이할 수 있다. 따라서 충전소 인프라 구축 및 차세대 수소차 출시로 가격 하락이 일어나기 전까지 정부 보조금 정책이 수소차 판매량을 결정할 것으로 예상된다.

정부 로드맵에 따른 수소차 판매 전망

2022년 수소차 보급 목표 달성을 위해서는 2018년 이후 4년간 7.9만대의 수소차 판매가 필요하다. 승용 부문만을 고려할 경우, 7.7만대이다. 현재 수소차 가격은 정부 보조금을 제외 시 7천만원 수준으로 내연기관차 및 전기차 대비 높은 편이다. 정부 및 지자체 보조금이 없을 경우, 아직은 수소차의 상품 경제성이 확보되지 못했다는 점에서 정부·지자체의 수소차 구매 보조금이 향후 수소차 판매량의 상한선을 결정할 것으로 판단한다. 올해 수소차 구매 보조금 지원은 4천대 규모로 상반기 1,546대가 판매되었고, 하반기 2,500대 규모가 판매될 것으로 예상된다.

2020년 미세먼지 저감 등을 위한 환경부 예산 확대에 따라서 친환경차 지원 예산 역시 늘어날 전망이다. 2019년 수소차 관련 환경부 예산은 수소차(승용) 구매 시 4천대, 수소충전소를 위하여 30기 지원을 위하여 1,496억원이 집행되었다. 최근 국회에 2020년 환경부 예산은 전년 대비 20% 증가된 9.4조원이 편성되었다. 이 중 수소차 관련 예산은 수소차 구매 보조금 지원에 10,100대, 수소충전소 보조금 40개소에 해당하는 예산이 편성되었다. 총 3,593억원으로 전년 대비 140% 증가하였다. 현재 정부보조금 규모가 국내시장 수소차 판매량임을 감안할 경우, 내년 수소차 판매량은 1.0만대 수준이 될 것으로 전망된다. 현대차의 수소차 생산능력도 올해 연말까지 증설작업을 통해 1.1만대 수준까지 확대될 예정이다. 정부의 예산 범위내에서 수소차가 판매된다면 2019~20년 승용 수소차 판매량이 1.5만대 수준이다. 정부의 2022년 수소차 보급대수 8.1만대 목표 달성을 위해 2021~22년 연간 3만대 이상이 판매되어야 가능할 전망이다.

[표 5] 국내 지자체별 수소전기차 보조금 지급 현황(국비 지원금 2250만원 포함)

(단위: 억원)

	서울	부산	경기도 용인시	대구	광주	대전	강원도	울산시
지원금액 (만원)	3,500	3,450	3,250	3,500	3,250	3,550	4,250	3,400
비고	개별소비세, 취득세, 교육세 등 최대 660만원 세제 감면, 공공주차장 주차료, 고속도로 통행료 50% 할인							

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

수소 인프라 구축을 위한 지원 확대

정부는 수소차 보급을 확대하기 위하여 수소충전소를 2022년 310개, 2030년까지 1,200개로 확대할 예정이다. 이를 위해 각 수소충전소가 경제성 확보할 수 있는 시기까지 설치 보조금을 지원할 예정이다. 또한, 운영보조금 신설을 검토할 예정이다. 또한 기존 공공기관 위주의 충전소 구축에서 벗어나 민간 주도의 충전소 구축도 늘어날 전망이다. 특수목적법인(SPC) 참여 확대와 함께 기존 가스 충전소(LPG·CNG)를 융복합 충전소로 전환하여 수소충전도 가능하도록 변경할 계획이다.

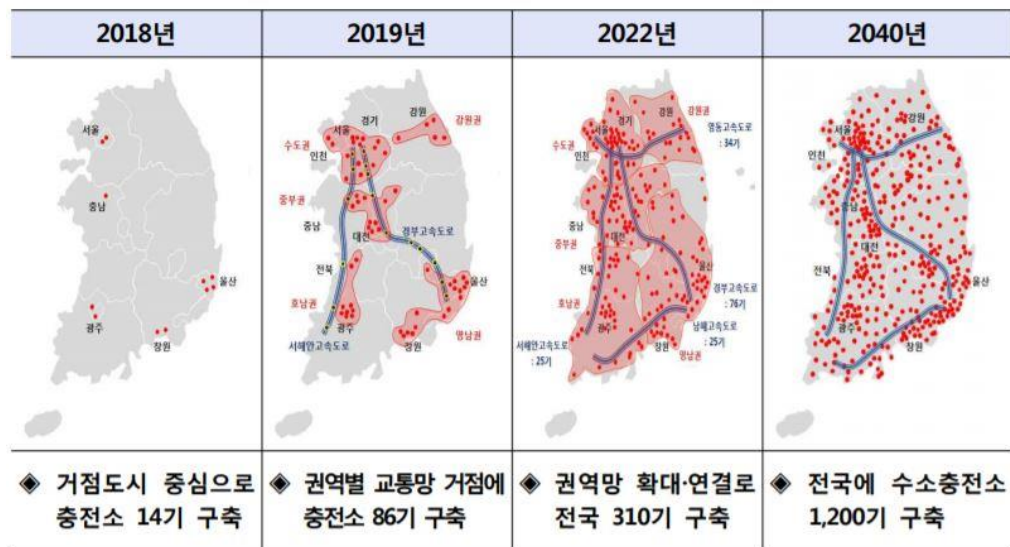
또한 장기적으로는 수소 가격 하락을 통해 수소차의 경제성을 향상시켜야 한다. 현재 수소 판매 가격은 지역마다 상이하나, 7,000~8,800원 수준에서 판매되고 있다(일부 무상 충전소 존재). 부생수소가 생산되고 있는 울산지역의 경우, 7천원으로 가장 저렴하며, 고속도로 휴게소에 설치된 충전소에서 판매되는 수소는 8,800원에 판매되고 있다. 고속도로 휴게소 기준으로 연료비를 산출시 벙크(수소저장장치 6.33kg)를 완충할 경우, 55,704원이며, 609km 주행이 가능하다. 연간 주행거리를 1.5만km로 가정할 경우 1년간 지출되는 연료비는 137만원이 된다. 내연기관차의 경우, 쏘나타 기준 연간 주유비가 184만원(가솔린차량 기준)임을 감안할 경우 1.34배의 연비효율성을 보이고 있다. 향후 정부 로드맵에 따라 수소가격이 6천원(2022년), 3천원(2040년)으로 하락하게 될 경우, 연간 연료비는 94만원, 47만원 수준으로 낮아질 전망이다.

[표 6] 국내 수소전기차 충전소 현황

시 / 도	충전소	충전비용(원/kg)
서울	상암동 수소스테이션	무상(협약)
	현대자동차 그린에너지스테이션	무상(협약)
대전	대전학하 수소충전소	8,200
충주	현대모비스 충주공장 수소충전소	-
충남	내포수소충전소	8,000
광주	광주 소수 융합스테이션	8,200
	동곡 수소충전소	8,200
창원	팔용 수소충전소	8,000
	성주 수소충전소	8,000
울산	옥동 LPG 수소복합충전소	7,000
	연암동 경동수소충전소	7,000
	웅촌 신일복합충전소	7,000
	온산 그린수소충전소	7,000
부산	H 부산 수소충전소	8,800
고속도로 휴게소	H 안성수소충전소(서울방향)	8,800
	안성 수소충전소(부산방향)	8,800
	여주 수소충전소(논산방향)	8,800
	백양사 수소충전소(논산방향)	8,800
	성주 수소충전소(양평방향)	8,800
	연양 수소충전소(서울방향)	8,800

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 정부 수소충전소 구축 전략



자료: 언론보도 자료, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 내연기관차 vs. 전기차 vs. 수소전기차 연간 연료비 비교

구분		연비	연료비	연간 연료비
아반떼	휘발유	13.1km/ℓ	1,610원/ℓ	1,843,511원
	경유	17.7km/ℓ	1,410원/ℓ	1,194,915원
아이오닉 EV	완속충전	6.3km/ℓ	71.3원/kWh	169,762원
	급속충전		173.8원/kWh	413,810원
넥쏘	울산	96.2km/kg	7,000원/kg	1,091,476원
	고속도로		8,800원/kg	1,372,141원

주: 연간 연료비는 연간 주행거리 1.5만km를 기준으로 계산

자료: 각사 Opinet, 유안타증권 리서치센터

현대차그룹 FCEV 비전 2030

2025년 13만대, 2030년 50만대 생산 계획

2030년까지 7조 6천억원 투자하여 연간 50만대 수소차를 생산한다는 계획 벙쑤 출시 이후 국내를 중심으로 판매가 되고 있다. 2019년 상반기 국내 벙쑤 판매량은 1,546대이며 하반기까지 정부 보조금 예산내에서 2,500대가 추가 판매될 것으로 예상된다. 국내외 해외 판매량은 북미, 유럽 일부 지역에서 각 125대, 137대가 판매되었다. 현재는 현대차 수소차는 국내 위주로 판매되고 있다, 그러나 유럽, 중국 등 환경규제와 관련된 자동차 판매정책 강화에 따라 친환경차 판매가 늘어나며, 수소차 해외판매도 늘어날 것으로 예상된다. 내년(2020년) 수소차 생산 전망치는 1.1~1.2만대이며 2025년까지 13만대, 2030년에는 50만대까지 생산규모를 늘일 계획이다. 수소차 주요 부품인 연료전지 생산은 현대차그룹 내 수소차 생산 목표 외 추가적인 고객 확보 등을 고려하여 2030년 기준 70만대로 계획 중이다.

현대차그룹에서는 벙쑤에 이어 내년 기아차에서도 수소차가 출시될 것으로 알려져 있다. 기아차 수소차 모델에 대한 정확한 정보는 발표되지 않았으나, 벙쑤와 유사한 SUV 모델이 될 가능성이 높다. 또한, 현대차는 수소차 승용라인에 이어 최근 수소차 상용라인 개발 계획을 발표하였다. 우선 2020년인 내년 수소(전기)트럭을 내놓을 예정이다. 수소트럭의 경우 주요 판매 목표 지역은 수소 충전 인프라 등을 고려시 유럽이 될 예정이다. 현대차는 이미 스위스 H2E와 합작기업(현대 하이드로젠 모빌리티)을 통해 7년간 1600대 규모의 수소트럭을 납품하기로 하였다. 이에 따라 내년 현대차그룹 수소차 라인업은 승용 2종, 상용으로까지 확장되며 승용 수소차는 국내를 중심으로, 상용 수소차는 해외 시장을 중심으로 대응할 것으로 보인다.

[표 8] 현대차그룹 FCEV Vision 2030

	2020	2022	2025	2030
생산	1만1천대	4만대	13만대	50만대
(연료전지)		4만기		70만대
투자(누적)	3천억원	1.5조원	2.9조원	7.6조원
고용	1,300명	3,000명	10,000명	51,000명

자료: 현대차, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

현대차 넥쏘 및 글로벌 수소차 모델

최근 넥쏘는 미국에서 美 고속도로안전보험협회(IIHS)에서 최고 안전성을 입증 받았다. 승용 수소전기차의 경우, 현대차 Nexso, 도요타 Mirai, 혼다 Clarity가 출시되어 있다. 현대차의 넥쏘가 가장 최근에 출시된 모델이며 도요타의 경우 2020년 도쿄올림픽에 맞춰 차세대 수소차가 출시될 예정이다. 북미에서 인증된 3개 차종을 비교해 볼 경우, 연비 효율성 측면에서는 SUV인 넥쏘보다 도요타 미라이, 혼다 클레라티가 높다. 다만, 현대차가 SUV 차종으로 차체 무게 등의 차이가 있다는 측면에서 연료전지의 출력밀도 성능 차이가 크지 않다고 판단한다. 최고출력 및 토크 등 파워트레인 성능은 넥쏘가 우위를 보여주고 있다. 미국 공인 연비 기준으로 수소전기차의 연간 주유비(연료비)를 계산시 넥쏘 블루는 1,400달러, 미라이/클레라티는 1,250달러 수준이다 (1.5만마일 주행, 수소가격 \$5.5/kg 가정).

수소차가 내연기관차 대비 연비효율성은 뛰어나나 차량 가격에서는 4만달러 이상 높아 판매가를 고려시 경제성에서 많이 뒤쳐져 있는 상황이다. 그러나 현재 출시된 수소차가 1~2세대인 점을 고려 시 차량 가격은 지속적으로 낮아질 것으로 판단한다. 현대차는 2023년 차세대 수소차를 출시할 예정이다. 연료전지 등 주요 부품의 성능 향상 및 생산량 증가에 따른 출시가격 하락이 예상된다. 도요타는 2025년까지 수소차 가격을 하이브리드 수준으로 낮추는 것을 목표로 하고 있다. 무엇보다도 현재 수소차 가격이 업체별로 1만대 이하인 상황을 고려할 경우, 최소 1만대 이상 판매를 통해 규모의 경제를 실현하는 것이 중요하다고 판단한다.

벤츠, 아우디, 폭스바겐, BMW, GM 등이 2020년대 초를 목표로 수소차 출시 계획을 언급한 적이 있다. 2020년부터 유럽 등 주요 자동차 판매지역의 자동차 환경 규제 강화 등에 따라 친환경차 라인업 강화 등의 목표가 반영되어 있다. 아직 판매량이 미미한 초기 시장에서 경쟁자가 늘어나지 만 인프라 확대로 이어질 수 있다는 측면에서 이는 시장 형성을 가속화 시킬 것으로 판단한다.

[표 9] 해외 글로벌 피어 수소차 개발 현황

국가	모델	공개연도	주행거리(km)	최고속도	특징
미국	GM 시보레에퀴녹스	2008	320	160	수소충전5분만에 완료, GM 4세대 수소연료전지 기술 채택
	포드 엡지워즈하이브리드 드라이브	2008	640	-	플러그인 기능 부가, 336 V 리튬이온 배터리팩
일본	도요타 FCEV-adv	2008	760	160	스택출력 100Kw, 수소탱크 500bar
	혼다 FCX Clarity	2007	386	170	스택출력 100Kw, 수소탱크 700bar
독일	다임러 벤츠 B 클래스 F-cell	2008	385	230	스택출력 100Kw, 수소탱크 700bar
	BMW Hydrogen 7	2006	700	200	가솔린 엔진의 연료 주입시스템을 수소 연료에 적합하게 변형, 107hp
	폭스바겐 티구안 HyMotion	2007	-	160	6.8Ah 용량 리튬이온배터리 장착
한국	현대자동차 투싼 ix(SUV)	2013(양산)	415	179	스택출력 100kw, 수소탱크 700bar
	현대자동차 넥쏘(SUV)	2018(양산)	609	178	스택출력 100kw, 수소탱크 700bar
일본	도요타 Mirai	2014(양산)	502	170	스택출력 100kw, 수소탱크 700bar
	혼다 Clarity FCV	2016(양산)	589	-	스택출력 103kw, 수소탱크 700bar
독일	BMW	2021년(목표)	-	-	수소전기차 개발중
	Mercedes Benz	2019년	-	-	GLC(SUV) 기반의 플러그인 FCEV 컨셉트카 발표

자료: 산업자료, 유엔타증권 리서치센터

[표 10] 글로벌 수소차 모델 비교(북미기준)

	2019 Honda Clarity			2019 Hyundai Nexo			2019 Hyundai Nexo Blue			2019 Toyota Mirai		
												
	Fuel Economy											
Mi/Kg 	66	67	66	56	58	53	60	64	56	66	66	66
	comb	city	hwy	comb	city	hwy	comb	city	hwy	comb	city	hwy
MPGE	68	68	67	57	59	54	61	65	58	67	67	67
	comb	city	hwy	comb	city	hwy	comb	city	hwy	comb	city	hwy
	Other Estimates											
Range (miles)	360			354			380			312		
Annual Fuel Cost *	\$1,250			\$1,500			\$1,400			\$1,250		
	Vehicle Characteristics											
Vehicle Class	Midsize Car			Small SUV - 2WD			Small SUV - 2WD			Subcompact Car		
Motor	AC Permanent Magnet Synchronous (130 kW)			Interior Permanent Magnet Synchronous (120 kW)			Interior Permanent Magnet Synchronous (120 kW)			AC Induction (113 kW)		
Battery	346 V Lithium Ion			240 V Lithium Ion			240 V Lithium Ion			245 V NiMH		
Availability	Select dealers in California			Available in Los Angeles/Orange County California in December 2018 with plans to expand to other parts of California in 2019			Available in Los Angeles/Orange County California in December 2018 with plans to expand to other parts of California in 2019			Dealers in California & Hawaii		

* Annual fuel cost calculated assuming a hydrogen cost of \$5.55/kg, 15,000 annual miles of travel, and 55% city and 45% highway driving.

kW = kilowatt; V = volt; kg = kilogram; NiMH = nickel metal hydride

자료: 유안타증권 리서치센터

수소차 구성 부품

우리가 수소차로 부르는 전기차는 수소연료전지차로 내부에 장착된 연료전지를 통해 전기를 생산하고, 생산된 전기를 통해 구동모터를 작동시켜 운행되는 자동차를 말한다. 기존 전기차와 달리 내부에서 전기를 생산하기 위해 수소연료전지, 수소저장 장치 등이 필요하며, 전기로 구동된다는 측면에서 전기 구동모터, 감속기, 배터리 등은 동일하게 필요한 장치이다. 각 부품의 원가 비중은 수소연료전지 40~50%, 수소저장장치 20%, (연료전지)운전장치 15%, 그리고 전장장치 10%, 기타 10%~15% 수준이다.

수소차의 가장 핵심장치는 (수소)연료전지이다. 연료전지는 수소와 산소의 화학적인 반응을 통해 전기 에너지와 물을 생산하는 부품이다. 연료전지(스택)가 수소차에서는 차지하는 원가 비중은 과거 40~50% 수준에서 현재는 40%로 알려져 있다. 연료전지에 연료인 수소를 공급하기 위하여 외부에서 공급되는 수소를 저장하는 부품이 필요하다. 수소의 특성을 반영하여 만들어진 고압 수소탱크로 구성되어 있다. 그 외에도 연료전지 구동을 지원하는 다양한 장치들이 필요로 한다. 외부로부터 산소와 수소를 연료전지에 공급하고, 연료전지의 습도, 열 등을 관리하는 다양한 운전장치가 있다.

한국 수소차에 납품되는 대부분의 부품들은 국산화가 완료되어 스택에 들어가는 MEA를 제외하고 모두 국내업체가 생산하여 현대차에 납품하고 있다. 기존에 GDL(기체확산층) 역시 독일 SGL사가 납품하였으나, 올해 초 한국 JNTG사에서 제품 개발을 완료하여 양산하고 있다. MEA 역시 현재 코오롱인더스트리에서 개발 중으로 양산 단계가 들어갈 경우, 수소차에 모든 부품이 국산화가 될 것으로 판단한다(일부 소재 제외).

[그림 9] 수소연료전지차의 구성



자료: 제 5 차 Nuclear Hydrogen Workshop, "수소연료전지자동차 개발, 보급현황 및 전망, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 수소전기차 구성부품(가격 비중, 종류, 관련 기업)

구분		원가비중	핵심부품	필요 개발기술	관련업체
연료전지(스택)		40%	막전극접합체(★)	전체질 막 국산화, 촉매담지량 저감(30% 감소)	코오롱인더스트리
			분리판	공기확산 개선구조를 통한 스택 성능 향상(50% 이상)	현대제철,
			가스확산층	두께 박막화(30% 감소) 고강성 구조(두께 ↓, 강성 유지)	
			가스켓	내한 성능 향상(-25% 이하)	평화오일셀
			체결기구	체결기구 소재 경량화	
			모듈	내구성 향상(5,000hr 이상) 스택 적층수 저감(30% 감소)	
운전장치	공기공급	15%	공기압축기(★)	고속 베어링(소비전력 저감)	뉴로스
			막가습기	저가습 운전(막가습기 최소화)	
	수소공급		수소재순환	저유량 구간 수소재순환	
			밸브	부품 기능 통합	유니크, 세종공업
	열/물관리		라디에이터	고방열 구조	한온시스템, 우리산업
			히터	히터 소비전력 저감	
	모듈		모듈	운전장치 전력소비 저감 내식성 배관 소재부품	
전장장치		10%	모터, 전력 변환 등	부품공용화(xEV)	S&T 모터브 현대모비스
수소저장장치		20%	고압용기(★)	라이너, 카본파이버 소재 국산화 와인딩 필라멘트 무게 감소	일진다이아
			모듈	핵심부품 기능 통합	

주: (★)된 부품은 각 부문에서 가격비중이 높은 부품에 표시. 원가 중 15%는 차체 등 일반적인 부품 원가 비중을 의미함
 자료: 정부 언론보도 자료, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 수소차 핵심부품(기술)별 현황

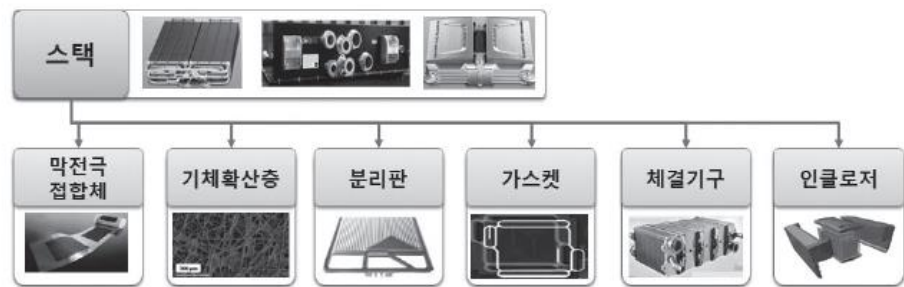
구분	"핵심기술 핵심부품"	국내 기술 현황	부품 수입현황			사유	
			국산화율	주요수입부품	국가	가격	기술
스택	막전극합체	추격	50%	막전극접합체 국내 생산(단, 전해질 막 소재수입) 전해질막: 20년 국산화 예정 (단, 소재는 수입)	미국		0
					미국		0
	기체확산층	추격	-	19년 국산화 완료 (부품기준, 소재는 수입)	독일	0	0
					일본	0	0
	분리판/가스켓	경쟁	100%	(부품기준)			
	셀전압 모니터링	경쟁	100%	(부품기준)			
	체결기구	경쟁	100%	(부품기준)			
운전 장치	공기공급장치	경쟁	95%	화학필터, 고속베어링 소재 부품 수입	미국		0
					독일	0	0
	수소공급장치	경쟁	100%	(부품기준)	캐나다	0	0
	열관리장치	경쟁	99%	이온제거 소재	미국		0
					일본		0
수소 저장 장치	공조장치	경쟁	100%	(부품기준)			
	수소저장용기	추격	50%	카본파이버 소재수입	일본	0	0
					미국	0	0
					미국	0	0
	고압 밸브 /배관/레귤레이터	추격	90%	고압실링소재 수입 '20년 국산화 예정"	캐나다	0	0
					미국	0	0
					캐나다	0	0
수소 저장 장치	안전장치	추격	90%	고압실링소재 수입 '20년 국산화 예정"	미국	0	0
					캐나다	0	0
					유럽	0	0
	수소충전/수소저장	경쟁	100%	(부품기준)	유럽	0	0

자료: 정부 언론보도 자료, 유안타증권 리서치센터

수소연료전지(Stack)

스택은 수소 연료와 산소를 결합시켜 전기를 생산하는 부품으로 기존 내연기관차의 엔진 역할을 담당하는 부품이다. 넥쏘 기준으로 1개의 스택은 셀 440개(넥쏘 기준)의 셀이 쌓여 만들어지며, 셀에 들어가는 주요 부품은 MEA(막전극접합체), GDL(기체확산층), 분리판, Gasket(가스켓) 등이 있다. 한국 수소차의 부품 국산화는 95% 수준으로 주요 3대 부품 중 MEA를 해외업체로부터 수입하고 있다. 현재 MEA는 국내업체에서 개발 되어나 아직 양산에 대해서는 검증 중으로 차세대 수소차에 납품 가능성은 높다고 판단한다. MEA를 제외한 나머지 연료전지 부품의 경우, 국산화가 현재 완료되었다.

[그림 10] 수소연료전지차의 스택 구성



자료: 수소경제, 유안타증권 리서치센터

MEA(막전극접합체)

MEA(막전극접합체)는 수소에서 전자를 분리하거나 수소이온과 산소를 결합시켜 전기를 발생시키는 역할을 한다. MEA는 전극(촉매, 양극과 음극)과 전해질 막의 일체형으로 접합되어 있는 구조이다. MEA는 연료전지시스템 전체 원가의 45%에 해당하는 비중이 높은 부품이다. 넥쏘에 들어가는 MEA 내 전해질막의 경우 미국 Gore사의 제품을 사용 중이다. 국내에서는 코오롱인더스트리가 전해질막과 MEA 국산화를 추진 중이다. 동사는 2014년 MEA 개발에 착수한 이후, 2016년 고어사로부터 연료전지 MEA 기술을 도입하여 개발을 진행 중이다. 전해질막 역시 현재 동사에서 개발 중으로 2020년경 국산화가 완료될 것으로 예상된다.

GDL(기체확산층)

기체확산층은 수소와 공기(산소)를 들여와서 확산하고 물을 배출시키는 역할을 하는 부품이다. GDL은 MEA의 촉매층 반응을 영향을 미치는 부품으로 탄소 소재의 Carbon Cloth, Paper, Felt의 형태로 이루어져 있다. 현재 GDL을 생산하는 업체는 세계에서 3~4개사가 있다. 현대차 수소전기차에는 그동안 독일 SGL의 GDL이 사용되었다. 초기 넥쏘도 독일SGL사가 납품하였다. 그러나 최근 국내 업체인 JNTG사에서 GDL을 개발 완료하며 MEA를 제외한 주요 수소연료전지 부품의 국산화가 완료되었다.

분리판

분리판은 스택에 공급되는 수소와 산소 및 스택에서 생산되는 물, 열, 전자의 배출 통로가 되는 부품이다. 1개의 스택 안에는 총 220개의 셀이 들어가며, 분리판은 약 1천여개가 필요로 한다. 연료전지 스택에서는 약 20% 정도의 원가를 차지하고 있다. 분리판은 수소연료전지에 들어가는 다양한 부품 중 가장 개수가 많이 필요하며, 향후 부품 결함 발생시 전체 스택 해제가 필요로 한다. 따라서 기술 개발뿐만이 아니라 제품 양산시 생산관리 기술도 중요한 부품에 해당한다. 넥쏘에 들어가는 금속분리판은 프레스(유한정밀)-가스켓-코팅(현대제철) 순으로 생산되어 현대차에 납품 되고 있다.

수소 운전장치

수소 연료전지를 안정적으로 돌리기 위하여 공기공급장치, 수소공급장치, 열/물 관리장치, 공조장치 등의 운전장치의 도움을 필요로 한다. 공기공급장치의 경우, 연료전지 양극에 공기를 공급함으로써 연료전지에서 발생하는 전기 화학반응에 필요한 산화제를 공급하는 역할을 수행한다. 수소공급장치란 연료전지의 전기화학반응을 이끌어 내기 위하여 수소저장장치에 보관되어 있는 수소를 연료전지까지 공급해주는 부품을 의미한다. 열/물 관리 장치는 스택에서 발생하는 열을 배출시킴으로써 스택 내부의 온도와 습도를 조정하는 역할을 하는 부품이다. 공조장치는 자동차 실내 환경의 쾌적성 유지를 위한 장치로 실내 냉방과 난방 역할을 수행한다.

[그림 11] 수소연료전지차의 저장장치 구성

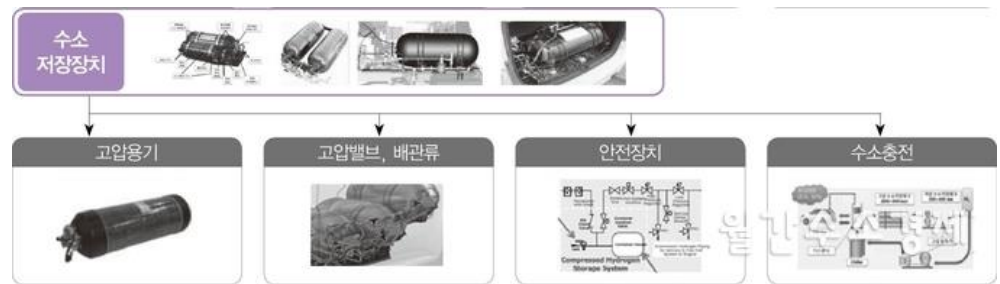


자료: 수소경제, 유안타증권 리서치센터

수소저장장치

수소연료전지에 수소를 공급하기 위해서는 외부에서 생산된 수소를 자동차 내부에 저장시켜야 한다. 수소 저장장치는 밀도가 낮아 부피가 큰 수소를 보관하기 위하여 700bar 이상의 고기압 상태로 압축하여 저장하는 고압수소탱크를 사용한다. 추가적으로 수소를 연료전지에 안전하게 공급해주기 위해서 고압밸브 및 배관이 장치에 필요하며, 비상시 수소 방출 및 용기 파손으로부터 운전자를 보호하기 위한 안전장치 등의 부품 등이 있다. 외부에서 수소차에 수소 공급 시 압축기 압력, 공급유량, 탱크용기 상태 등을 모니터링 할 수 있는 수소충전관련 장치도 존재한다.

[그림 12] 수소연료전지차의 저장장치 구성



자료: 수소경제, 유안타증권 리서치센터



기업분석

현대차 (005380)

현대모비스 (012330)

한온시스템 (018880)

상아프론테크 (089980)

풍국주정 (023900)

이엠코리아 (095190)

디케이락 (105740)

뉴로스 (126870)



현대차 (005380)

자동차

남정미

02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com



투자 의견	BUY (M)
목표주가	170,000원 (M)
현재주가 (9/9)	127,000원
상승여력	34%

시가총액	322,057억원
총발행주식수	276,939,058주
60일 평균 거래대금	634억원
60일 평균 거래량	480,759주
52주 고	143,500원
52주 저	92,800원
외인지분율	43.81%
주요주주	현대모비스 외 5 인 29.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.2)	(9.3)	(4.5)
상대	(8.0)	(6.9)	7.9
절대(달러환산)	(2.7)	(10.2)	(10.1)

전기차도, 수소차도 가능한 업체

수소차 판매 초기 시장 진입

수소차는 글로벌 시장 규모는 2018년 4,043대, 2019년 0.8만대(예상치) 수준으로 아직은 시장 초기시기이다. 수소차를 출시한 3개사의 연간 생산 규모는 3천대 미만으로 현재는 수익성을 논할 수 없는 시장 규모이다. 중장기적으로 정부 정책에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 특히, 한국 정부의 수소경제 지원 정책에 따라 현대차는 국내에서 우선적으로 제품 경쟁력을 육성시켜 안정적인 글로벌 시장을 선도할 것으로 예상된다. 2019년초 수소경제활성화 로드맵 발표 이후 정부는 수소차에 대한 보조금을 올해 4천대, 내년 1만대까지 지원한다. 올 상반기 국내에서 현대차 수소차 생산은 2,150대, 판매는 1,808대를 기록하였으며 하반기까지 추가적으로 2천대 이상, 2020년 1만대를 내수 시장에서 판매할 것으로 전망된다. 상용 수소차부문은 유럽지역을 중심으로 수요처를 찾을 것으로 예상된다. 스위스 H2E와 합작기업 하이드로젠 모빌리티 설립을 통해 향후 7년간 1,600대 규모의 수소트럭을 납품하기로 결정되었다.

2020년 유럽을 중심으로 친환경차 시장 확대

2020년부터 유럽의 배기가스 규제가 강화된다. 기존 CO2 배출 기준이 기존 130g/km에서 95g/km로 대폭 강화된다. 패널티 규모가 1g당 95유로로 규모가 큰 편으로 완성차업체들의 친환경차 비중 확대가 예상된다. 서유럽 기준 현대차의 친환경차 판매 비중은 7%이다. 내년 강화된 규제 기준을 맞추기 위해 코나 EV, 아이오닉 모델 등을 통해 대응할 것으로 예상된다. 현대차 친환경차 라인업은 하이브리드에서 전기차, 수소전기차에 이르는 모든 파워트레인을 커버하고 있다. 유연한 친환경차 라인업을 보유함에 따라 수소차 시장의 확대 여부와 별개와 주요 판매지역의 정책에 대응할 수 있는 옵션을 가지고 있다. 또한, 수소차 및 연료전지에 대한 기술 확보에 따라 향후 외부 고객에 연료전지 판매, 기술 협력 강화 등을 진행할 수 있다. 2020년 전기차 전용 플랫폼 출시로 전기차 라인업이 강화된다면 동사는 전기차와 수소차 모두를 대응할 수 있다는 측면에서 가치 재평가가 가능하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	254,584	4.2	-5.6	257,605	-1.2
영업이익	10,427	260.9	-15.8	9,920	5.1
세전계속사업이익	14,234	292.9	2.7	12,555	13.4
지배순이익	9,440	250.6	2.7	8,925	5.8
영업이익률 (%)	4.1	+2.9 %pt	-0.5 %pt	3.9	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	+2.6 %pt	+0.3 %pt	3.5	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	963,761	968,126	1,039,660	1,060,388
영업이익	45,747	24,222	41,644	47,821
지배순이익	40,328	15,081	36,313	39,713
PER	8.8	23.2	8.2	7.4
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.9	14.2	12.4	11.4
ROE	5.9	2.2	5.2	5.5

자료: 유안타증권

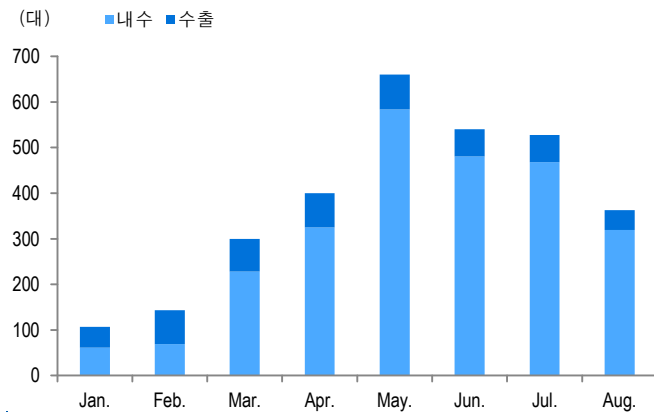
[표 13] 현대차 부문별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출액	224,366	247,118	244,337	252,305	239,871	269,664	254,584	275,542	968,126.5	1,039,660.0
YoY(%)	-4.0	1.7	1.0	3.0	6.9	9.1	4.2	9.2	0.5	7.4
자동차	173,892	188,522	186,446	203,790	186,061	210,270	198,526	218,087	752,650.0	812,944.1
YoY(%)	-2.4	-1.7	-1.0	9.2	7.0	11.5	6.5	7.0	1.0	8.0
금융	37,782	42,160	40,410	33,620	38,480	41,550	41,218	37,989	153,972.0	159,237.7
YoY(%)	-7.8	18.1	8.8	-16.6	1.8	-1.4	2.0	13.0	-0.1	3.4
기타	12,692	16,436	17,679	19,083	15,328	16,764	14,840	19,465	64,710.0	65,890.0
YoY(%)	-12.2	6.0	6.2	5.3	20.8	2.0	-16.1	2.0	-6.4	1.8
영업이익	6,813	9,508	2,889	5,010	8,249	12,377	10,427	10,590	24,220.0	41,643.5
YoY(%)	-45.5	-29.3	-76.0	-35.3	21.1	30.2	260.9	111.4	-47.0	71.9
자동차	4,699	5,964	38	4,999	4,988	9,280	7,549	7,579	15,700.0	29,396.4
YoY(%)	-51.0	-43.5	-99.6	-10.7	6.2	55.6	19,844.1	51.6	-55.4	87.2
금융	1,729	2,661	1,972	1,108	2,666	2,500	2,140	2,232	7,470.0	9,538.4
YoY(%)	-3.5	24.9	10.2	-24.6	54.2	-6.1	8.5	101.5	4.0	27.7
기타	385	883	880	-1,097	595	671	738	779	1,050.0	2,782.1
YoY(%)	-65.6	16.4	5.5	적전	54.5	-24.1	-16.1	흑전	-69.0	165.0
영업이익률(%)	3.0	3.8	1.2	2.0	3.4	4.6	4.1	3.8	2.5	4.0
당기순이익	7,316	8,107	3,060	-2,033	9,538	9,993	10,262	10,202	16,450.2	39,995.6
YoY(%)	-48.0	-11.3	-67.4	적전	30.4	23.3	235.4	흑전	-63.8	143.1

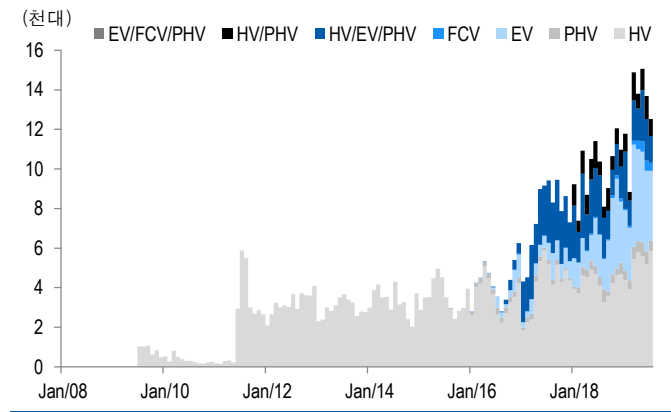
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 현대차 넥쏘 월별 생산량 추이



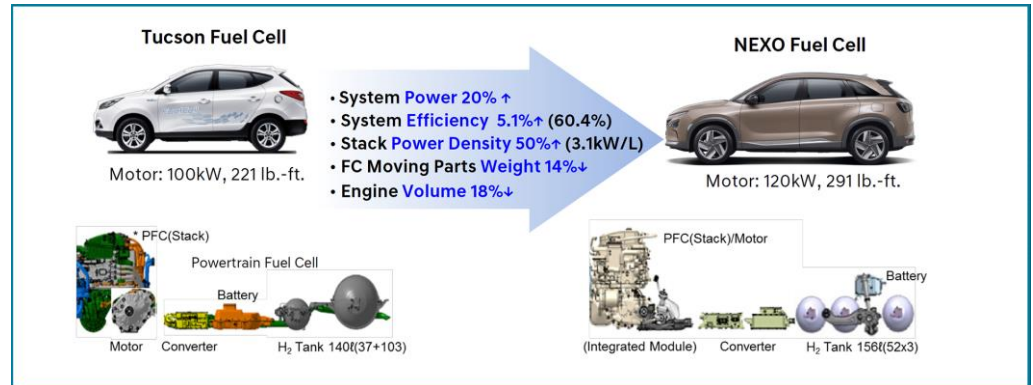
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 현대차 친환경차량 판매현황



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 현대차 1 세대 수소차 vs. Nexo 성능 향상



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

[표 14] 현대차 넥쏘 스펙 현황

(단위: 억원)

구분	제원
전장 X 전폭 X 전고(mm)	4671X1859X1630
휠베이스(mm)	2789
구동방식	전기모터
최고출력(마력)	120kW(163HP)
최대토크(kg · m)	394Nm(40.3kg·m)
배터리팩&연료전지	40kW 급 배터리팩 + 100kW 급 연료전지
연비(km/kg)	96.2(17인치 타이어 기준)
1회충전 주행거리	609km(6.33kg)
가격	중앙정부/지자체 보조금시 4천만원 전후

자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

현대차 (005380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	963,761	968,126	1,039,660	1,060,388	1,088,244
매출원가	787,982	816,705	871,936	888,314	909,937
매출총이익	175,779	151,421	167,724	172,074	178,307
판매비	130,032	127,200	126,080	124,253	125,983
영업이익	45,747	24,222	41,644	47,821	52,325
EBITDA	81,041	61,836	79,557	87,844	94,925
영업외손익	-1,361	1,074	12,768	12,054	12,308
외환관련손익	-1,027	-2,381	557	504	503
이자손익	1,077	2,080	1,965	1,566	1,314
관계기업관련손익	2,251	4,045	9,539	9,648	10,155
기타	-3,662	-2,671	708	336	336
법인세비용차감전순손익	44,386	25,296	54,412	59,876	64,633
법인세비용	-1,079	8,846	14,416	16,705	18,033
계속사업순손익	45,464	16,450	39,996	43,170	46,600
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	45,464	16,450	39,996	43,170	46,600
지배지분순이익	40,328	15,081	36,313	39,713	42,868
포괄손익	34,322	6,486	39,996	43,170	46,600
지배지분포괄이익	29,948	5,539	36,313	39,713	42,868

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	484,397	471,435	497,398	492,037	490,603
현금및현금성자산	88,215	91,136	84,847	75,000	68,833
매출채권 및 기타채권	72,031	72,061	79,281	80,416	81,613
재고자산	102,799	107,149	129,998	133,349	136,885
비유동자산	785,917	790,106	840,311	882,871	925,379
유형자산	298,271	305,456	312,253	321,844	330,043
관계기업등 지분관련자산	172,523	171,432	183,756	193,404	203,559
기타투자자산	26,577	23,358	27,917	27,917	27,917
자산총계	1,781,995	1,806,558	1,908,403	1,945,602	1,986,677
유동부채	431,607	494,384	509,901	514,513	519,453
매입채무 및 기타채무	167,585	173,024	188,541	192,983	197,658
단기차입금	98,897	122,499	106,104	106,104	106,104
유동성장기부채	130,985	141,049	149,091	149,091	149,091
비유동부채	602,814	573,213	623,871	624,133	624,513
장기차입금	124,881	99,853	102,722	102,722	102,722
사채	364,542	369,561	407,995	407,995	407,995
부채총계	1,034,421	1,067,597	1,133,771	1,138,646	1,143,966
자배지분	691,035	679,740	711,586	740,453	772,476
자본금	14,890	14,890	14,890	14,890	14,890
자본잉여금	42,012	42,012	41,949	41,949	41,949
이익잉여금	673,323	664,901	690,067	718,934	750,957
비지배지분	56,539	59,220	63,045	66,503	70,235
자본총계	747,574	738,960	774,632	806,956	842,711
순차입금	429,845	467,881	603,043	612,891	619,058
총차입금	724,386	735,938	772,950	772,950	772,950

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	39,224	37,643	42,771	55,513	59,693
당기순이익	45,464	16,450	39,996	43,170	46,600
감가상각비	22,546	23,579	25,061	25,945	27,321
외환손익	489	1,685	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-5,276	-5,995	9,539	9,648	10,155
자산부채의 증감	-113,843	-95,928	-81,876	-34,165	-35,507
기타현금흐름	89,844	97,852	50,051	10,914	11,123
투자활동 현금흐름	-47,444	-24,151	-55,889	-54,515	-55,014
투자자산	-1,719	-396	-3,041	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-30,550	-32,265	-31,059	-36,900	-36,900
유형자산 감소	1,181	1,051	-2,608	1,363	1,379
기타현금흐름	-16,357	7,460	-19,181	-18,978	-19,494
재무활동 현금흐름	21,812	-8,808	3,654	-10,846	-10,846
단기차입금	13,458	21,678	-15,890	0	0
사채 및 장기차입금	18,700	-16,668	34,331	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-11,387	-11,275	-11,247	-10,846	-10,846
기타현금흐름	1,040	-2,543	-3,540	0	0
연결범위변동 등 기타	-4,278	-1,763	3,175	0	0
현금의 증감	9,314	2,921	-6,289	-9,847	-6,167
기초 현금	78,901	88,215	91,136	84,847	75,000
기말 현금	88,215	91,136	84,847	75,000	68,833
NOPLAT	46,858	24,222	41,644	47,821	52,325
FCF	-62,241	-74,827	-44,411	3,437	7,919

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

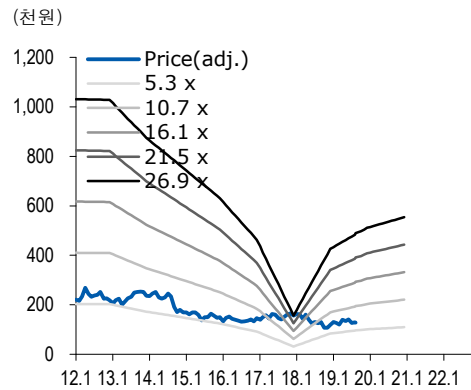
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

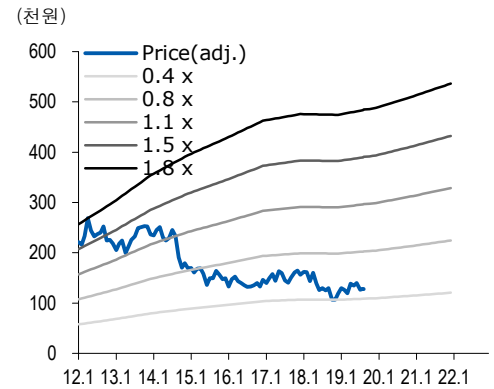
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	17,167	5,795	15,560	17,124	18,575
BPS	257,222	256,422	268,436	279,326	291,406
EBITDAPS	28,388	21,945	28,234	31,174	33,687
SPS	337,595	343,573	368,959	376,315	386,201
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
PER	8.8	23.2	8.2	7.4	6.8
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.9	14.2	12.4	11.4	10.7
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	2.9	0.5	7.4	2.0	2.6
영업이익 증가율 (%)	-11.9	-47.1	71.9	14.8	9.4
지배순이익 증가율 (%)	-25.4	-62.6	140.8	9.4	7.9
매출총이익률 (%)	18.2	15.6	16.1	16.2	16.4
영업이익률 (%)	4.7	2.5	4.0	4.5	4.8
지배순이익률 (%)	4.2	1.6	3.5	3.7	3.9
EBITDA 마진 (%)	8.4	6.4	7.7	8.3	8.7
ROIC	13.9	4.8	8.0	7.7	8.2
ROA	2.3	0.8	2.0	2.1	2.2
ROE	5.9	2.2	5.2	5.5	5.7
부채비율 (%)	138.4	144.5	146.4	141.1	135.7
순차입금/자기자본 (%)	62.2	68.8	84.7	82.8	80.1
영업이익/금융비용 (배)	13.7	7.9	12.4	14.2	15.5

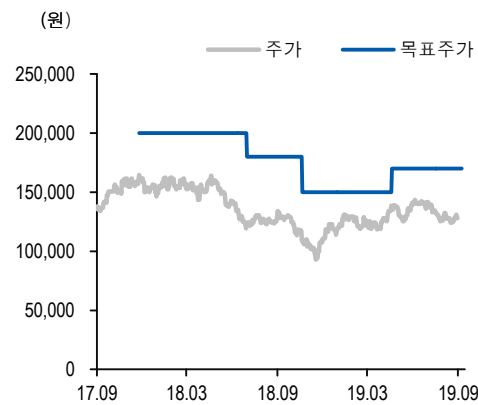
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	BUY	170,000	1년		
2019-04-25	BUY	170,000	1년		
2018-10-26	BUY	150,000	1년	-20.80	-7.67
2018-07-06	BUY	180,000	1년	-30.56	-25.56
2017-11-30	BUY	200,000	1년	-24.66	-17.75
담당자 변경					
2017-09-28	1년 경과 이후		1년	-13.31	-10.28
2016-09-28	BUY	180,000	1년	-17.80	-5.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



현대모비스 (012330)

자동차부품

남정미



02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (U)
현재주가 (9/9)	251,000원
상승여력	20%

시가총액	239,220억원
총발행주식수	95,310,668주
60일 평균 거래대금	430억원
60일 평균 거래량	181,224주
52주 고	252,500원
52주 저	167,000원
외인지분율	49.34%
주요주주	기아자동차 외 4 인 30.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.1	14.1	5.9
상대	(1.1)	17.1	19.6
절대(달러환산)	4.6	13.0	(0.3)

전동화부문 성장성 확대

수소차의 심장, 연료전지 생산을 담당하다

현대모비스는 현대차그룹 수소차에 납품되는 연료전지(스택)을 생산하고 있다. 연료전지는 수소차 가격의 40%를 차지하는 주요 부품으로 1대당 현대모비스가 납품하는 부품단가가 내연기관차 대비 빠르게 증가할 것으로 추정된다. 단기적으로 단일 품목의 생산량이 적어 수익성을 논하기에는 이르다. 그러나 향후 4조원 투자를 통하여 친환경차 생산능력을 보다 확대할 전망이다. 2030년까지 70만기 규모의 생산능력을 확보할 계획이다. 단기적으로 올해 말까지 충주2공장 증설을 통해 연료전지 6천대 생산 Capa를 확보할 예정이다.

현대차그룹은 FCEV Vision 2030을 발표할 당시 2030년까지 연료전지 70만기 생산체제를 갖추겠다고 계획하였다. 수소전기차 생산능력이 50만대임을 고려할 경우, 20만기에 대하여 외부 판매가 가능하다는 것을 의미한다. 현대차 넥쏘 판매실적이 쌓여 제품성이 검증되며 향후 수소차 시장 후발주자들과의 다양한 기술 제휴 가능성이 열려있다고 판단한다. 또한, 수소전기차 외에도 수소트램·지게차 등 다양한 운송부문의 확장성도 있다는 측면에서 연료전지 생산을 담당하는 동사의 수혜가 예상된다.

친환경차 비중 확대에 따른 전동화부문 매출 성장

2019년 상반기 전동화부문 매출은 1.2조원으로 전년동기 대비 85.4% 성장하였다. 현대차그룹의 친환경차 핵심부품을 담당하고 있어 전기차·하이브리드 판매 확대는 동사 전동화 부문 외형성장으로 연결된다. 2020년 유럽지역의 배기가스 규제가 강화되며 현대차그룹의 유럽 내 친환경차 판매 비중이 현 5%에서 추가적으로 10%까지 확대될 전망이다. 2021년 상반기 현대차그룹 전기차 전용플랫폼 e-GMP 출시시 전기차 판매도 급증할 것으로 전망한다. 현재는 전동화 부문의 수익성이 높지 않으나 외형성장으로 수익성 개선도 동시에 진행될 전망이다.

하반기 환율 전망 및 판매믹스 개선 효과를 반영하여 2019년 실적 전망치를 상향하였다. Fwd12M EPS 상향조정에 따라 목표주가도 기존 26만원에서 30만원으로 상향조정하였다. 동사에 대한 단기 실적 개선 및 친환경차 비중확대에 따른 중장기 성장동력 확보에 따른 투자매력이 높다고 판단하며 투자의견을 Buy로 유지하였다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	88,656	5.2	-6.3	89,771	-1.2
영업이익	5,955	28.8	-5.1	5,671	5.0
세전계속사업이익	8,451	47.5	-3.7	7,989	5.8
지배순이익	6,368	41.9	-0.6	5,894	8.0
영업이익률 (%)	6.7	+1.2 %pt	+0.1 %pt	6.3	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	7.2	+1.9 %pt	+0.4 %pt	6.6	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	351,446	351,492	372,022	380,036
영업이익	20,249	20,250	23,715	26,707
지배순이익	15,682	18,888	24,375	29,115
PER	15.6	11.5	9.2	7.7
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	8.0	6.6	5.4
ROE	5.4	6.3	7.7	8.6

자료: 유안타증권

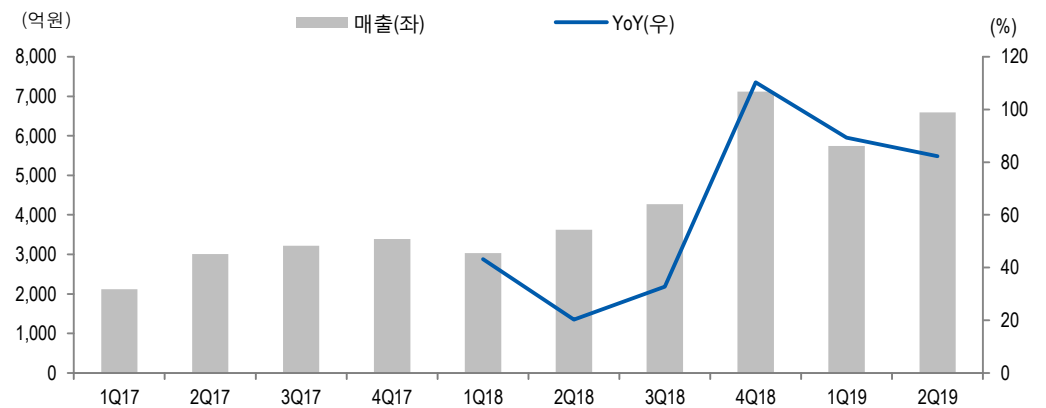
[표 1] 현대모비스 부문별 분기 이익전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출	81,943	88,835	84,273	96,440	87,378	94,623	88,656	101,365	351,492	372,022
YoY Growth	-11.6%	7.3%	-3.9%	9.3%	6.6%	6.5%	5.2%	5.1%	0.0%	5.8%
모듈부문	64,504	72,006	66,772	78,629	69,289	75,782	70,452	82,995	281,911	298,517
YoY Growth	-14.1%	8.2%	-4.4%	10.6%	7.4%	5.2%	5.5%	5.6%	-0.2%	5.9%
AS 부문	17,439	16,769	17,502	17,811	69,289	73,283	18,204	18,370	69,521	73,503
YoY Growth	-0.7%	3.2%	-2.2%	3.9%	7.4%	1.8%	4.0%	3.1%	1.0%	5.7%
영업이익	4,498	5,312	4,622	5,817	4,937	6,272	5,955	6,550	20,250	23,715
YoY Growth	-32.7%	7.9%	-15.1%	82.1%	9.8%	18.1%	28.8%	12.6%	0.0%	17.1%
모듈부문	273	1,155	90	1,447	392	1,408	1,625	2,178	2,965	5,604
YoY Growth	-89.1%	37.8%	-90.3%	흑전	43.6%	21.9%	1705.9%	50.5%	0.6%	89.0%
AS 부문	4,225	4,157	4,533	4,370	4,546	4,865	4,330	4,371	17,285	18,112
YoY Growth	1.0%	1.7%	0.5%	-3.3%	7.6%	17.0%	-4.5%	0.0%	-0.1%	4.8%
영업이익률	5.5%	6.0%	5.5%	6.0%	5.7%	6.6%	6.7%	6.5%	5.8%	6.4%
YoY change	-1.7%p	0.0%p	-0.7%p	2.4%p	0.2%p	0.6%p	1.2%p	0.4%p	0.0%p	0.6%p
모듈부문	0.4%	1.6%	0.1%	1.8%	0.6%	1.9%	2.3%	2.6%	1.1%	1.9%
YoY change	-2.9%p	0.3%p	-1.2%p	3.7%p	0.1%p	0.3%p	2.2%p	0.8%p	0.0%p	0.8%p
AS 부문	24.2%	24.8%	25.9%	24.5%	25.1%	25.8%	23.8%	23.8%	24.9%	24.6%
YoY change	0.4%p	-0.4%p	0.7%p	-1.8%p	0.9%p	1.0%p	-2.1%p	-0.7%p	-0.3%p	-0.2%p
세전이익	6,147	7,369	5,728	5,505	7,161	8,772	1705.9%	50.5%	24,749	33,412
YoY Growth	-36.2%	6.8%	-22.4%	60.5%	16.5%	19.0%	4,330	4,371	-9.5%	35.0%
순이익	4,659	5,529	4,496	4,198	4,858	6,446	-4.5%	0.0%	18,882	24,553
YoY Growth	-38.9%	14.7%	-6.8%	흑전	4.3%	16.6%	6.7%	6.5%	21.2%	30.0%
순이익률	5.7%	6.2%	5.3%	4.4%	5.6%	6.8%	1.2%p	0.4%p	5.4%	6.6%
YoY change	-2.5%p	0.4%p	-0.2%p	6.3%p	-0.1%p	0.6%p	2.3%	2.6%	0.9%p	1.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 현대모비스 전동화부문 매출 및 증가율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

현대모비스 (012330) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	351,446	351,492	372,022	380,036	391,705
매출원가	306,794	305,822	327,170	333,963	342,248
매출총이익	44,652	45,670	44,851	46,073	49,457
판매비	24,403	25,420	21,136	19,366	21,633
영업이익	20,249	20,250	23,715	26,707	27,824
EBITDA	27,348	27,392	34,662	38,135	38,401
영업외손익	7,095	4,499	9,652	11,930	14,267
외환관련손익	-455	-611	-700	-714	-729
이자손익	949	1,267	2,605	4,765	7,179
관계기업관련손익	6,851	3,925	6,931	7,165	7,087
기타	-250	-82	816	714	729
법인세비용차감전순손익	27,344	24,749	33,367	38,636	42,091
법인세비용	11,767	5,867	8,849	9,350	10,186
계속사업순손익	15,577	18,882	24,518	29,286	31,905
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,577	18,882	24,518	29,286	31,905
지배지분순이익	15,682	18,888	24,375	29,115	31,719
포괄손익	11,186	16,769	24,518	29,286	31,905
지배지분포괄이익	11,291	16,777	24,375	29,115	31,719

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	182,178	197,205	231,081	256,330	284,385
현금및현금성자산	24,079	23,351	33,725	50,742	75,386
매출채권 및 기타채권	61,739	65,975	78,329	80,563	82,921
재고자산	26,903	27,629	33,386	34,384	35,436
비유동자산	235,190	233,507	237,266	238,570	240,820
유형자산	82,064	80,295	75,814	70,332	65,779
관계기업등 지분관련자산	139,443	138,937	138,937	138,937	138,937
기타투자자산	806	1,270	7,665	14,830	21,918
자산총계	417,368	430,711	468,347	494,900	525,205
유동부채	78,932	82,422	98,219	99,893	101,699
매입채무 및 기타채무	53,411	55,102	68,655	70,329	72,135
단기차입금	12,355	11,232	12,250	12,250	12,250
유동성장기부채	5,107	5,189	4,663	4,663	4,663
비유동부채	44,846	41,255	43,288	42,288	42,288
장기차입금	13,204	10,590	10,580	9,580	9,580
사채	0	0	0	0	0
부채총계	123,779	123,677	141,507	142,181	143,988
지배지분	292,954	306,305	325,979	351,687	379,998
자본금	4,911	4,911	4,911	4,911	4,911
자본잉여금	14,072	13,960	13,960	13,960	13,960
이익잉여금	287,801	300,955	318,024	343,733	372,044
비지배지분	636	729	861	1,032	1,219
자본총계	293,590	307,034	326,840	352,719	381,217
순차입금	-60,610	2,768	-10,345	-33,362	-58,007
총차입금	30,742	27,013	29,291	28,291	28,291

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19,487	16,101	28,118	31,934	33,731
당기순이익	15,577	18,882	24,518	29,286	31,905
감가상각비	6,373	6,389	10,224	10,792	10,033
외환손익	336	556	700	714	729
종속, 관계기업관련손익	-8,112	-4,356	-6,931	-7,165	-7,087
자산부채의 증감	-4,634	-12,986	-2,816	-1,616	-1,663
기타현금흐름	9,947	7,616	2,422	-78	-185
투자활동 현금흐름	-10,655	-9,440	-14,164	-10,510	-5,680
투자자산	-361	-3,957	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,769	-5,314	-5,485	-5,649	-5,819
유형자산 감소	161	228	340	339	339
기타현금흐름	-3,687	-397	-9,020	-5,200	-200
재무활동 현금흐름	-3,955	-7,206	-4,164	-4,407	-3,407
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-788	-3,881	706	-1,000	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,325	-3,325	-3,407	-3,407	-3,407
기타현금흐름	157	0	-1,463	0	0
연결범위변동 등 기타	-1,291	-184	585	0	0
현금의 증감	3,586	-728	10,374	17,017	24,645
기초 현금	20,493	24,079	23,351	33,725	50,742
기말 현금	24,079	23,351	33,725	50,742	75,386
NOPLAT	20,249	20,250	23,715	26,707	27,824
FCF	7,232	4,291	20,073	24,407	24,185

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

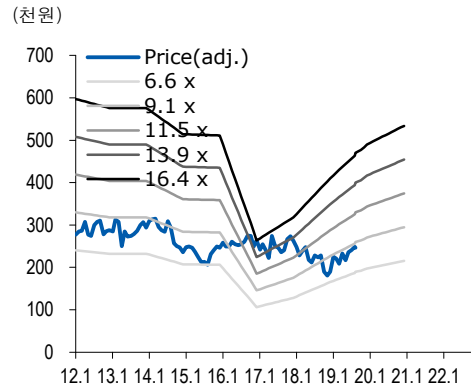
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

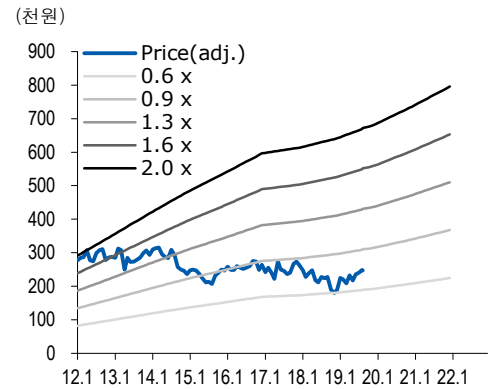
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	16,109	19,403	25,040	29,910	32,584
BPS	309,334	323,432	344,205	371,351	401,246
EBITDAPS	28,093	28,138	35,607	39,174	39,447
SPS	361,021	361,068	382,157	390,390	402,377
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
PER	15.6	11.5	9.2	7.7	7.1
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	8.0	6.6	5.4	4.7
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-8.1	0.0	5.8	2.2	3.1
영업이익 증가율 (%)	-30.3	0.0	17.1	12.6	4.2
지배순이익 증가율 (%)	-48.4	20.4	29.1	19.4	8.9
매출총이익률 (%)	12.7	13.0	12.1	12.1	12.6
영업이익률 (%)	5.8	5.8	6.4	7.0	7.1
지배순이익률 (%)	4.5	5.4	6.6	7.7	8.1
EBITDA 마진 (%)	7.8	7.8	9.3	10.0	9.8
ROIC	9.4	12.9	11.1	10.5	11.2
ROA	3.8	4.5	5.4	6.0	6.2
ROE	5.4	6.3	7.7	8.6	8.7
부채비율 (%)	42.2	40.3	43.3	40.3	37.8
순차입금/자기자본 (%)	-20.7	0.9	-3.2	-9.5	-15.3
영업이익/금융비용 (배)	40.4	31.8	33.4	39.0	41.8

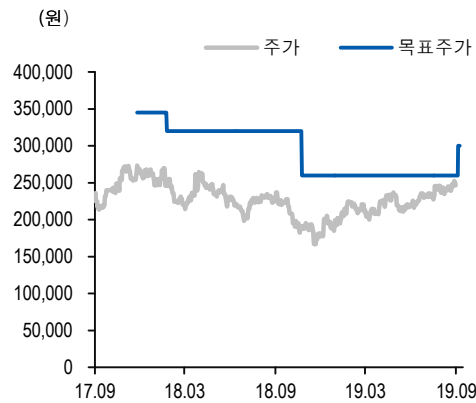
P/E band chart



P/B band chart



현대모비스 (012330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	BUY	300,000	1년		
2018-10-29	BUY	260,000	1년	-16.99	-2.88
2018-01-29	BUY	320,000	1년	-28.91	-17.34
2017-11-30	BUY	345,000	1년	-24.70	-20.72
담당자 변경					
2017-10-18	1년 경과 이후		1년	-23.75	-19.71
2016-10-18	BUY	340,000	1년	-26.14	-16.76

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

한온시스템 (018880)

자동차부품

남정미



02 3770 5587

jungmi.nam@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	14,500원 (M)
현재주가 (9/9)	11,450원
상승여력	27%

시가총액	61,120억원
총발행주식수	533,800,000주
60일 평균 거래대금	73억원
60일 평균 거래량	626,946주
52주 고	13,250원
52주 저	9,760원
외인지분율	19.01%
주요주주	한앤코오토홀딩스 50.50%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.6)	(0.9)	(7.7)
상대	(6.5)	1.7	4.3
절대(달러환산)	(1.1)	(1.8)	(13.1)

친환경차에는 한온시스템이 있다

친환경차 시장 확대로 영향력 증가

한온시스템은 열관리 시스템(공조)을 담당하는 업체로 글로벌 Top tier 수준의 기술을 보유하고 있다. 기존 내연기관차(ICE) 대비 친환경차에 있어 열관리 시스템의 중요성은 더욱 확대된다. 기존에 열관리 시스템과 구동장치와의 직접적인 관계성이 다소 적었으나, 친환경차에 있어 열관리 시스템은 자동차의 주요 기능인 주행 성능을 차별화 할 수 있는 장치이기 때문이다. 수소전기차에서 열관리 장치는 운전장치의 일환으로 스택에서 발생하는 온도를 최적화시켜 스택 구동에 있어 필요한 환경을 만들어준다. ICE 대비 요구하는 스펙의 상향, 그리고 작동 방식의 차이 등으로 인하여 ICE 부품 대비 납품단가가 상승한다. 또한 한온시스템은 열관리시스템과 관련하여 에어컨프레서, 쿨링모듈, COD 히터 등 부품을 납품할 뿐만 아니라 2차 협력사로부터 관련 부품을 납품 받아 시스템 모듈 방식으로 제공하고 있다. 전기차·수소전기차 등 모든 친환경차량 비중 확대시 제품단가 상승에 따른 수혜를 받을 것으로 전망한다.

4Q19 MEB 프로젝트 이익 반영 시작

4분기 폭스바겐 MEB 프로젝트가 본격적으로 이익으로 반영되기 시작한다. MEB 첫 전기차 모델인 ID.3가 11월부터 양산되며 동사 역시 관련 매출이 실현될 예정이다. 2020년 10~15만대가 새롭게 반영될 것으로 예상된다. 또한, 폭스바겐 MEB 플랫폼을 다른 제조회사에게도 공개하고 있음에 따라 MEB형 매출 전망치가 추가적으로 상향될 여지도 존재한다. 최근 포드사는 2023년부터 MEB 기반의 전기차를 60만대 가량 생산할 예정이라고 밝혔다. 이 외에도 2020년부터 유럽 배기가스 규제 강화되며, 기존 고객사의 친환경차 비중 확대가 예상된다는 점도 긍정적이다.

하반기부터는 실적개선이 진행될 전망이다. 상반기 실적 부진의 주 요인이었던 유럽과 중국에서도 낮은 기저효과 영향으로 실적이 점진적으로 좋아질 것으로 판단한다. 동사에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 14,500원을 유지하였다. 하반기 실적 개선 기대감은 유효하다. 다만, Fwd12M PER이 16.8배 수준으로 친환경차 시장 확대에 대한 이익 성장 기대감이 일부 반영되었다고 판단한다. 향후 친환경차 관련 수주 및 이익가시화 속도에 따라 추가적인 주가 상승 모멘텀은 존재한다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	19,007	33.9	-0.2	18,374	3.4
영업이익	1,236	50.8	10.1	1,132	9.3
세전계속사업이익	1,114	48.9	24.2	1,039	7.3
지배순이익	875	64.5	24.2	752	16.3
영업이익률 (%)	6.5	+0.7 %pt	+0.6 %pt	6.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	+0.9 %pt	+0.9 %pt	4.1	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	55,857	59,376	73,120	79,909
영업이익	4,684	4,338	4,954	5,577
지배순이익	2,886	2,776	3,341	3,881
PER	20.1	22.1	18.5	16.0
PBR	2.9	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.9	10.3	8.1	6.4
ROE	15.2	13.8	15.7	16.7

자료: 유안타증권

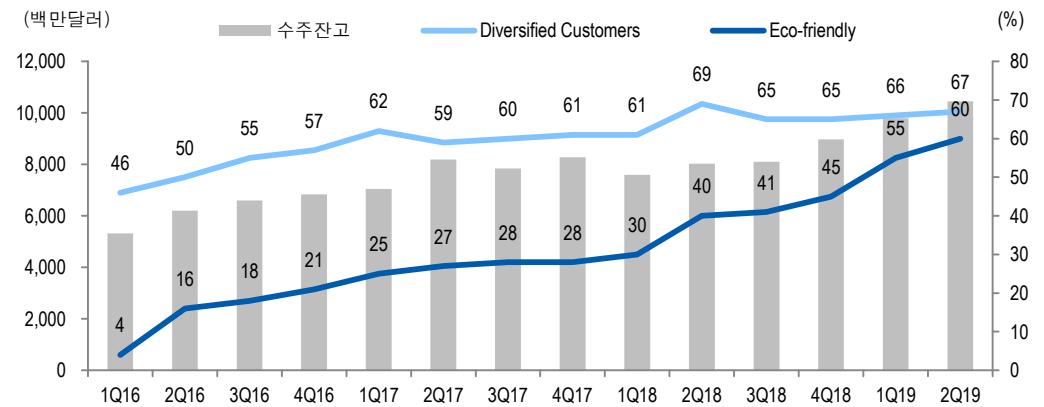
[표 15] 한온시스템 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	13,869	15,184	14,198	16,125	14,291	19,041	19,007	20,781	55,857	59,376	73,120
YoY Growth(%)	-4.3%	10.6%	6.0%	13.2%	3.0%	25.4%	33.9%	28.9%	-2.1%	6.3%	23.1%
영업이익	952	1,008	820	1,558	935	1,123	1,236	1,660	4,684	4,338	4,954
YoY Growth(%)	-25.1%	-1.8%	-18.6%	13.0%	-1.8%	11.4%	50.8%	6.6%	10.9%	-7.4%	14.2%
세전이익	901	974	748	1,174	764	898	1,114	1,531	4,215	3,796	4,307
YoY Growth(%)	-12.7%	-1.1%	-26.0%	-1.1%	-15.2%	-7.8%	48.9%	30.4%	1.4%	-9.9%	13.4%
당기순이익	656	728	554	899	565	711	883	1,212	2,984	2,837	3,371
YoY Growth(%)	-11.6%	5.1%	-27.3%	14.2%	-13.9%	-2.4%	59.3%	34.9%	-1.8%	-4.9%	18.8%
영업이익률	6.9%	6.6%	5.8%	9.7%	6.5%	5.9%	6.5%	8.0%	8.4%	7.3%	6.8%
YoY Change(%)	-1.9%p	-0.8%p	-1.7%p	0.0%p	-0.3%p	-0.7%p	0.7%p	-1.7%p	1.0%p	-1.1%p	-0.5%p
당기순이익률	4.7%	4.8%	3.9%	5.6%	4.0%	3.7%	4.6%	5.8%	5.3%	4.8%	4.6%
YoY Change(%)	-0.4%p	-0.3%p	-1.8%p	0.1%p	-0.8%p	-1.1%p	0.7%p	0.3%p	0.0%p	-0.6%p	-0.2%p

자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한온시스템 수주잔고 추이(New Win 기준)



자료: 한온시스템, 유안타증권 리서치센터

한온시스템 (018880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	55,857	59,376	73,120	79,909	82,931
매출원가	46,394	50,249	62,975	68,769	71,337
매출총이익	9,462	9,127	10,145	11,140	11,594
판매비	4,778	4,789	5,191	5,564	5,740
영업이익	4,684	4,338	4,954	5,577	5,854
EBITDA	6,699	6,617	10,437	12,799	12,816
영업외손익	-469	-542	-647	-632	-533
외환관련손익	-265	-3	-8	-8	-7
이자손익	-111	-176	-417	-433	-340
관계기업관련손익	85	63	62	64	66
기타	-179	-425	-285	-256	-252
법인세비용차감전순이익	4,215	3,796	4,307	4,945	5,320
법인세비용	1,231	959	936	1,029	1,107
계속사업순이익	2,984	2,837	3,371	3,916	4,213
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,984	2,837	3,371	3,916	4,213
지배지분순이익	2,886	2,776	3,341	3,881	4,176
포괄순이익	3,173	2,322	3,371	3,916	4,213
지배지분포괄이익	3,106	2,278	3,306	3,841	4,133

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	22,413	28,592	34,721	35,101	40,168
현금및현금성자산	5,673	10,178	604	4,239	8,305
매출채권 및 기타채권	9,572	10,123	19,910	16,221	16,818
재고자산	4,686	5,058	10,194	10,628	11,031
비유동자산	18,783	24,966	38,460	35,850	33,914
유형자산	12,620	15,515	19,950	17,519	15,656
관계기업등 지분관련자산	966	989	989	989	989
기타투자자산	220	53	120	184	250
자산총계	41,196	53,558	73,181	70,951	74,081
유동부채	12,995	18,671	29,517	25,124	25,743
매입채무 및 기타채무	10,514	12,293	20,818	16,425	17,044
단기차입금	1,338	2,929	5,754	5,754	5,754
유동성장기부채	20	330	500	500	500
비유동부채	7,886	13,570	20,399	20,354	20,360
장기차입금	92	52	7,247	7,247	7,247
사채	5,989	10,370	9,872	9,872	9,872
부채총계	20,881	32,241	49,916	45,478	46,104
자배지분	19,787	20,367	22,183	24,356	26,824
자본금	534	534	534	534	534
자본잉여금	-224	-215	-212	-212	-212
이익잉여금	20,738	21,796	23,450	25,624	28,092
비지배지분	528	949	1,083	1,117	1,154
자본총계	20,314	21,317	23,265	25,473	27,978
순차입금	1,299	6,179	22,512	18,876	14,811
총차입금	7,581	16,725	23,372	23,372	23,372

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,667	4,713	5,244	9,847	10,689
당기순이익	2,984	2,837	3,371	3,916	4,213
감가상각비	1,806	1,941	4,056	5,500	5,271
외환손익	76	26	8	8	7
종속, 관계기업관련손익	-85	-63	-62	-64	-66
자산부채의 증감	-314	-1,875	-3,731	-1,227	-420
기타현금흐름	1,200	1,846	1,603	1,715	1,684
투자활동 현금흐름	-3,465	-5,767	-19,647	-4,503	-4,915
투자자산	-28	4	4	4	4
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,221	-4,197	-5,093	-3,069	-3,409
유형자산 감소	294	97	97	97	97
기타현금흐름	-510	-1,670	-14,655	-1,535	-1,607
재무활동 현금흐름	-562	5,637	4,822	-1,708	-1,708
단기차입금	-1,712	1,614	2,246	0	0
사채 및 장기차입금	2,865	5,935	3,899	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,715	-1,725	-1,281	-1,708	-1,708
기타현금흐름	0	-187	-42	0	0
연결범위변동 등 기타	-218	-77	12	0	0
현금의 증감	1,421	4,505	-9,569	3,635	4,066
기초 현금	4,252	5,673	10,178	604	4,239
기말 현금	5,673	10,178	604	4,239	8,305
NOPLAT	4,684	4,338	4,954	5,577	5,854
FCF	1,796	-551	536	7,343	7,769

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

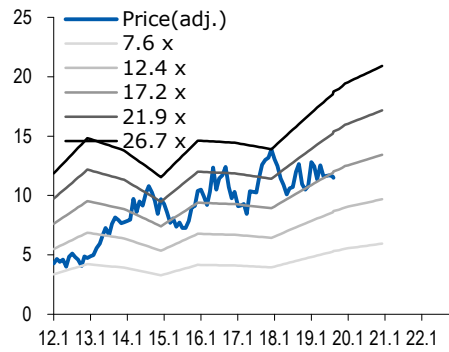
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	541	520	626	727	782
BPS	3,707	3,816	4,156	4,563	5,025
EBITDAPS	1,255	1,240	1,955	2,398	2,401
SPS	10,464	11,123	13,698	14,970	15,536
DPS	305	320	320	320	320
PER	20.1	22.1	18.5	16.0	14.8
PBR	2.9	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.9	10.3	8.1	6.4	6.0
PSR	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-2.1	6.3	23.1	9.3	3.8
영업이익 증가율 (%)	10.9	-7.4	14.2	12.6	5.0
지배순이익 증가율 (%)	-1.2	-3.8	20.3	16.2	7.6
매출총이익률 (%)	16.9	15.4	13.9	13.9	14.0
영업이익률 (%)	8.4	7.3	6.8	7.0	7.1
지배순이익률 (%)	5.2	4.7	4.6	4.9	5.0
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.1	14.3	16.0	15.5
ROIC	15.6	13.8	11.1	10.1	11.0
ROA	7.2	5.9	5.3	5.4	5.8
ROE	15.2	13.8	15.7	16.7	16.3
부채비율 (%)	102.8	151.2	214.6	178.5	164.8
순차입금/자기자본 (%)	6.6	30.3	101.5	77.5	55.2
영업이익/금융비용 (배)	23.7	17.8	9.9	10.7	11.2

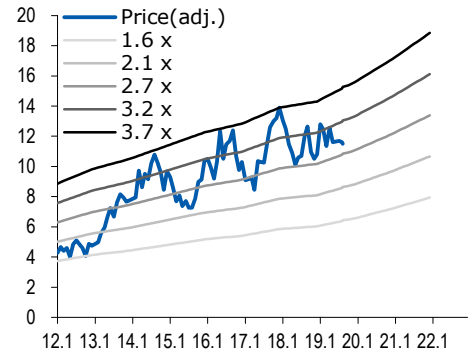
P/E band chart

(천원)

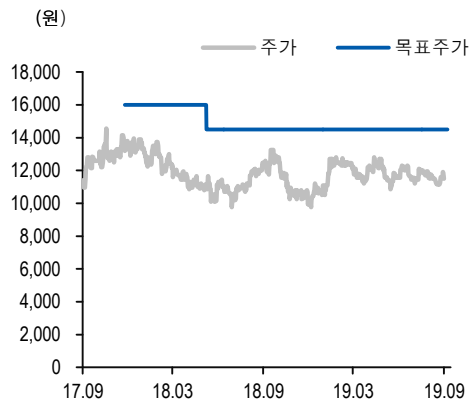


P/B band chart

(천원)



한온시스템 (018880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대□	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	BUY	14,500	1년		
2019-05-14	1년 경과 이후		1년	-19.69	-15.17
2018-05-14	BUY	14,500	1년	-20.72	-8.62
2017-11-30	BUY	16,000	1년	-26.77	-12.81
담당자 변경					
2017-09-28	1년 경과 이후		1년	8.99	-
2016-09-28	HOLD	12,000	1년	-11.61	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

상아프론테크 (089980)

스몰캡

박진형



02 3770 5658

jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated
목표주가	N.A
현재주가 (9/9)	16,400원
상승여력	-

시가총액	2,509억원
총발행주식수	15,299,183주
60일 평균 거래대금	43억원
60일 평균 거래량	258,008주
52주 고	21,800원
52주 저	10,650원
외인지분율	1.85%
주요주주	이상원 외 13 인 46.77%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.2	(3.0)	(1.2)
상대	4.1	8.8	27.6
절대(달러환산)	21.0	(4.5)	(7.2)

다변화된 포트폴리오와 멤브레인의 확장성

상아프론테크, 포트폴리오 다변화된 첨단부품/소재업체

상아프론테크는 슈퍼엔지니어링 플라스틱을 활용한 첨단부품/소재 전문기업으로 2011년 코스닥 시장에 상장. 동사는 지속적인 사업 확장(수입대체 소재의 국산화 개발)으로 다양한 분야(디스플레이, 2차전지, OA, 반도체, 자동차 등)에서 두각을 나타내고 있음. 동사의 매출액은 지난 4년 평균 매년 9.4%씩 성장. 다양한 분야에서 글로벌 탑티어 사업자들에게 제품을 공급하고 있다는 점에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 업체로 판단.

동사의 제품군별 매출 비중(19.2Q 누적 기준)은, 1) 디스플레이(FPD: Flat Panel Display, 글래스 생산공정 중 이송/보관 장비) 37.9%, 2) 2차전지(배터리 전해액 누수 방지 제품) 19.9%, 3) 반도체 (웨이퍼 세정/이동 장비 및 ETFE 필름: Ethylene Tetra Fluoro Ethylene Film) 6.8%, 4) OA(프린터 토너 정착 부품) 11.5%, 5) 자동차(차량용 부품 및 케이블) 5.0% 등.

2020년에는 다양한 분야로 확장성을 가진 멤브레인 사업 본격화 전망

상아프론테크는 기존사업(디스플레이, 2차전지 등)에서의 안정적 성장이 유지될 것으로 전망. 이 유는, 1) 중대형 2차전지 시장에서의 사출기술 경쟁력, 2) 디스플레이 시장에서의 설계기술 경쟁력을 바탕으로 관련 매출액이 더욱 증대될 것으로 예상되기 때문. 최근 2차전지 시장 확장과 디스플레이 업체들의 투자 확대로 동사 제품에 대한 수요 확대 진행.

신규 사업의 경우, 다양한 분야에 적용 가능한 특수 소재(E-PTFE 멤브레인, 특정 성분을 선택적으로 통과시켜 혼합물을 분리하는 소재)의 활용성에 기대. 현재 VENT(자동차용 헤드라이트 등)와 에어필터 분야에서의 매출 확대가 기대되며 향후 다양한 분야에 적용 가능할 것. 향후 자동차 연료전지용 소재로 활용(불소수지계 장점 부각)될 경우 큰 폭의 성장 모멘텀 갖게 될 전망.

높은 성장성 감안하면 주가매력도 확대되는 구간

상아프론테크의 2019년 예상 매출액과 영업이익은 각각 2,039억원, 188억원. 균형적 포트폴리오를 바탕으로 안정적 매출 성장, 마진 확대가 동시에 진행될 전망.

안정적인 수익성과 높은 성장성을 감안하면 동사의 주가(PER 15.6배, PBR 1.8배)는 매력적인 수준으로 판단. 참고로, 디스플레이, 2차전지 소재/장비 업체와 비교하면 더욱 저평가.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
매출액	1,437	1,563	1,532	1,821	2,039
영업이익	101	91	108	141	188
지배주주순이익	79	55	75	121	160
영업이익률	7.0	5.8	7.0	7.8	9.2
EPS	623	415	544	846	1,050
PER	12.4	26.8	23.7	17.7	15.4
PBR	1.7	1.2	1.9	1.6	7.0

자료: 유안타증권

상아프론테크 분기별 실적 요약

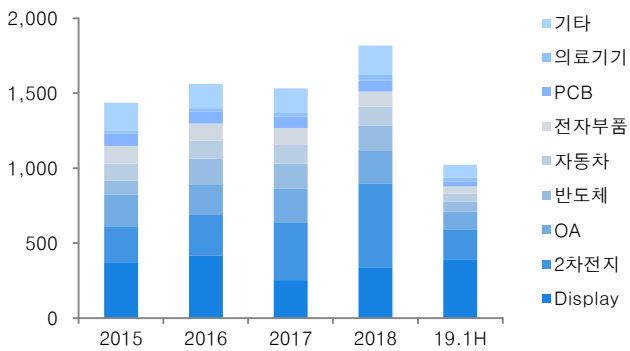
(단위: 억원, %, %p)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2017	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	YoY	QoQ
매출액	373.4	429.6	410.7	318.6	1,532.4	400.5	422.8	481.0	516.4	1,820.7	509.9	513.1	27.3	-1.3
영업이익	26.7	43.1	36.2	2.0	108.0	20.1	25.9	44.1	51.3	141.4	53.2	49.5	165.1	3.8
지배주주순이익	9.0	40.9	24.5	0.3	74.7	18.2	20.2	35.2	47.0	120.6	52.7	41.1	189.0	12.1
영업이익률	7.1	10.0	8.8	0.6	7.0	5.0	6.1	9.2	9.9	7.8	10.4	9.7	5.4	0.5

자료: 유안타증권 리서치센터

사업부문별 매출액 추이

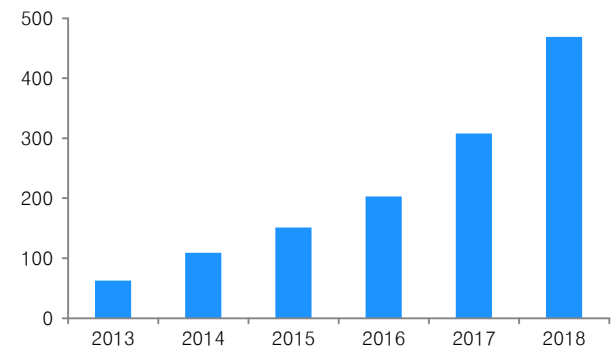
(억 원)



자료: 상아프론테크, 유안타증권 리서치센터

중대형전지 매출액 추이

(억 원)



자료: 상아프론테크, 유안타증권 리서치센터

상아프론테크 제품 라인업

사업부문	주요제품	제품용도
2차전지	중대형 CAP ASS'Y, 소형 CAP ASS'Y	배터리의 전해액 누수 방지를 위한 부품
DISPLAY	FPD CASSETTE, ACF BONDING SHEET	FPD Glass 생산공정 중 이송/보관을 위한 장비
OA	TRANSFER BELT, FUSER BELT	프린터 토너 용지 전사, 용지 내 토너 정착
반도체	WAFER CARRIER, ETFE FILM	웨이퍼 세정 및 이동에 사용되는 장비

자료: 상아프론테크, 유안타증권 리서치센터

상아프론테크 제품 라인업

사업부문	주요제품	제품용도
자동차	PISTON RING, PTFE TUBE	차량용 SEAL류 부품, 컨트롤 케이블
PCB	ENTRY SHEET, BACKUP BOARD	PCB기판 드릴 가공용 소재
의료기기	SAFETY FILTER NEEDLE, WOUND DRAINAGE	주사기 재사용 방지, 앰플 유리가루 필터기능
멤브레인	ePTFE MEMBRANE, VENT FILTER	특정 물질을 선택적으로 분리시키는 여과막

자료: 상아프론테크, 유안타증권 리서치센터

상아프론테크 (089980) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	1,284	1,437	1,563	1,532	1,821
매출원가	1,033	1,128	1,229	1,199	1,428
매출총이익	251	309	334	334	393
판매비	193	209	243	226	252
영업이익	58	101	91	108	141
EBITDA	129	176	169	194	232
영업외손익	-12	1	-1	-13	15
외환관련손익	3	1	2	-15	2
이자손익	-14	-12	-14	-14	-13
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	12	11	15	26
법인세비용차감전순이익	45	102	90	95	157
법인세비용	5	23	35	20	36
계속사업순이익	40	79	55	75	121
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	40	79	55	75	121
지배지분순이익	40	79	55	75	121
포괄순이익	41	68	47	74	117
지배지분포괄이익	41	68	47	74	117

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	652	744	906	1,052	1,248
현금및현금성자산	91	117	78	196	172
매출채권 및 기타채권	269	345	429	392	449
재고자산	199	213	205	203	314
비유동자산	896	1,064	1,113	1,147	1,143
유형자산	862	1,018	1,024	1,052	1,048
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	14	18	16	12	21
자산총계	1,548	1,808	2,020	2,199	2,391
유동부채	585	672	779	811	1,144
매입채무 및 기타채무	157	152	193	239	250
단기차입금	363	444	543	403	610
유동성장기부채	50	30	19	127	258
비유동부채	120	211	257	293	54
장기차입금	69	160	215	63	6
사채	0	0	0	200	0
부채총계	705	882	1,036	1,104	1,198
지배지분	843	926	984	1,095	1,192
자본금	63	65	67	71	71
자본잉여금	197	221	244	295	295
이익잉여금	589	648	682	742	838
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	843	926	984	1,095	1,192
순차입금	322	464	611	361	411
총차입금	487	634	777	794	873

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	96	92	28	252	75
당기순이익	0	0	0	0	0
감가상각비	71	74	78	85	90
외환손익	-4	9	-19	-2	4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-65	-116	-131	45	-183
기타현금흐름	95	124	100	123	163
투자활동 현금흐름	-125	-200	-192	-186	-135
투자자산	49	21	-32	-147	-61
유형자산 증가 (CAPEX)	-176	-240	-171	-146	-107
유형자산 감소	2	19	10	10	31
기타현금흐름	1	0	1	97	2
재무활동 현금흐름	50	135	126	52	36
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	68	140	141	36	76
자본	3	22	21	54	0
현금배당	-14	-13	-18	-18	-20
기타현금흐름	-6	-14	-18	-20	-20
연결범위변동 등 기타	0	0	-1	-1	1
현금의 증감	22	26	-39	117	-23
기초 현금	69	91	117	78	196
기말 현금	91	117	78	196	172
NOPLAT	51	78	55	85	109
FCF	-119	-203	-168	71	-90

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

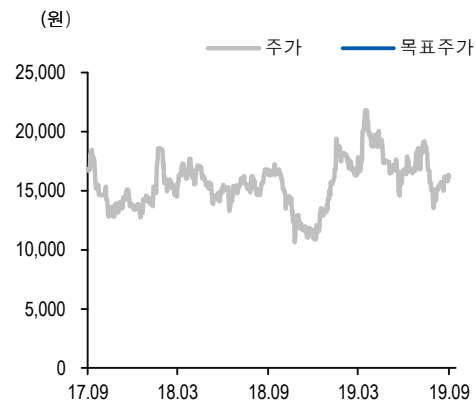
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	327	623	415	544	846
BPS	6,861	7,273	7,471	7,746	8,435
EBITDAPS	1,042	1,395	1,285	1,415	1,628
SPS	10,384	11,403	11,865	11,171	12,765
DPS	107	140	140	140	160
PER	22.1	12.4	26.8	23.7	17.7
PBR	1.1	1.1	1.5	1.7	1.8
EV/EBITDA	9.4	8.2	12.2	11.0	11.0
PSR	0.7	0.7	0.9	1.2	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	19.1	12.0	8.7	-2.0	18.8
영업이익 증가율 (%)	-25.6	74.4	-9.6	18.7	31.0
지배순이익 증가율 (%)	-42.0	94.1	-30.4	36.6	61.6
매출총이익률 (%)	19.6	21.5	21.4	21.8	21.6
영업이익률 (%)	4.5	7.0	5.8	7.0	7.8
지배순이익률 (%)	3.2	5.5	3.5	4.9	6.6
EBITDA 마진 (%)	10.0	12.2	10.8	12.7	12.8
ROIC	4.6	6.0	3.7	5.7	7.3
ROA	2.7	4.7	2.9	3.5	5.3
ROE	4.9	8.9	5.7	7.2	10.5
부채비율 (%)	83.6	95.3	105.3	100.9	100.5
순차입금/자기자본 (%)	38.2	50.1	62.1	33.0	34.5
영업이익/금융비용 (배)	2.8	7.0	5.9	5.6	7.3

상아프론테크 (089980) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	Not Rated	-	1년		
2019-08-22	Not Rated	-	1년		
2019-07-18	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

풍국주정 (023900)

스몰캡

박진형



02 3770 5658

jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	N.A
현재주가 (9/9)	19,850원
상승여력	-

시가총액	2,501억원
총발행주식수	12,600,000주
60일 평균 거래대금	240억원
60일 평균 거래량	1,137,457주
52주 고	26,700원
52주 저	7,650원
외인지분율	0.76%
주요주주	이한용 외 11 인 68.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.6	25.8	88.1
상대	3.6	41.1	142.9
절대(달러환산)	20.4	23.9	76.6

본업의 안정성, 고순도 수소 공급의 성장성

풍국주정은 주정 생산업체로, 주요 종속회사 선도산업과 에스디지 보유

풍국주정은 1954년 설립(1994년 코스닥 시장 상장)된 회사로 주정(소주의 원료), 액체탄산(주정 생산과정에서 발생하는 부산물 가공품), 단미사료(축산용 배합사료의 원료) 등을 생산, 공급하는 업체. 주정 시장에서 동사의 시장점유율(2018년 기준)은 9.9% 수준으로 파악. 주정의 제품(발효 주정 및 정제주정) 및 원재료 가격(주조정, 타피오카 등)과 판매량의 변동성이 크지 않아 본업에서 안정적인 실적을 유지하는 것이 특징.

풍국주정은 연결대상 종속회사로 선도산업(지분율 50.0%, 산업용가스 제조 및 판매)과 에스디지(지분율 56.4%, 수소 및 아세틸렌 제조 및 판매)를 보유. 제품군별 매출 비중(19.2Q 기준)은, 1) 주정 사업부(풍국주정-주정 등) 39.0%, 2) 산업용가스 사업부(선도산업-탄산가스) 27.8%, 3) 수소가스 사업부(에스디지-수소 등) 37.0% 등.

자회사 성장성에 관심, 특히 에스디지는 수소사업에서 긍정적 위치

풍국주정은 본업(주정사업)에서의 안정적 실적 기반을 가진 점이 장점이라고 판단. 향후에 주목할 부문은 자회사인 선도산업과 에스디지의 성장성. 선도산업의 경우, 산업용가스와 특수가스 생산공장을 운영하고 있으며, 석유화학/금속/열처리/자동차/반도체 등 다양한 산업의 수요 확대 기대.

특히 에스디지는 수소경제 확장 국면에서 다양한 기회 요인 가질 것으로 전망. 에스디지는 현재 초고순도 수소(99.9999%)를 생산 판매하고 있으며, 울산 스마트 수소시티 구축사업에 참여 중. 울산지역에서 지하 수소 배관망을 구축해 안정적으로 수소가스를 수급 및 공급. 향후 차량용까지 수소공급이 본격적으로 확대(5월 한국도로공사와 휴게소 수소충전소 공급 계약 체결)된다면 큰 폭의 매출 확대 기대.

19.1H 실적은 무난한 수준, 기대감이 주가에 반영되는 구간

풍국주정의 19.1H 매출액 및 영업이익은 각각 578억원(YoY +3.6%)과 49억원(YoY -22.7%) 시현. 영업단의 특이요인이 크지 않은 무난한 실적으로 판단.

동사의 주가는 PER 32.4배, PBR 1.8배(19.1H 실적을 연환산한 EPS, BPS 기준) 수준으로 본업에서의 안정성에 부가해 자회사의 성장성이 반영되고 있는 구간이라고 판단.

Earnings and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A	1H19
매출액	1,015	968	1,076	1,205	578
영업이익	103	115	113	134	49
지배주주순이익	76	90	142	105	39
영업이익률	10.2	11.9	10.5	11.2	8.4
EPS	644	747	1,156	906	-
PER	12.8	10.0	7.7	14.1	-
PBR	0.9	0.9	1.5	1.9	-

자료: 유안타증권

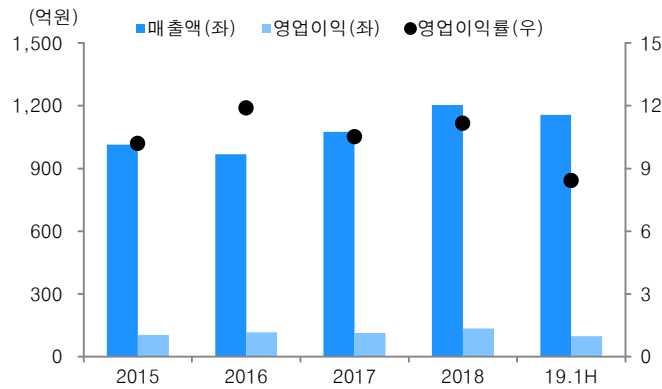
풍국주정 분기별 실적 요약

(단위: 억원, %, %p)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2017	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	YoY	QoQ
매출액	253.6	278.5	281.1	262.3	1,075.5	267.8	289.7	322.6	324.4	1,204.5	288.6	289.3	-0.2	0.2
영업이익	27.4	23.0	33.8	29.0	113.2	26.5	36.5	41.0	30.3	134.3	27.8	20.8	-42.9	-25.1
지배주주순이익	25.2	64.4	29.9	22.1	141.7	24.8	29.6	31.4	18.8	104.7	21.6	17.4	-41.2	-19.4
영업이익률	10.8	8.3	12.0	11.0	10.5	9.9	12.6	12.7	9.4	11.2	9.6	7.2	-5.4	-2.4

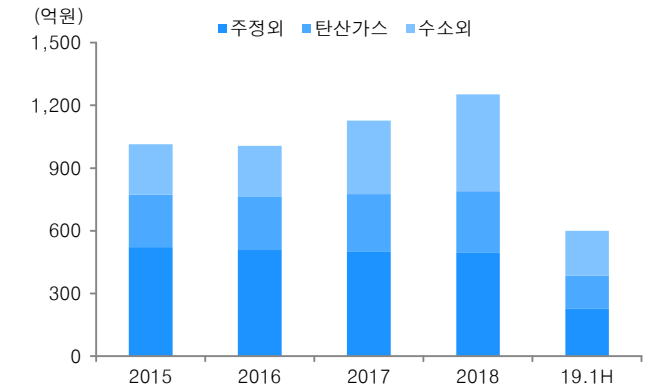
자료: 유안타증권 리서치센터

풍국주정 매출액 및 영업이익 추이



자료: 풍국주정, 유안타증권 리서치센터

풍국주정 주요 제품 매출 추이



자료: 풍국주정, 유안타증권 리서치센터

에스디지 수소배관망



자료: 풍국주정, 유안타증권 리서치센터

수소제품 사용처

수소 HYDROGEN

- 반도체용 - 광섬유 제조, 반도체 세정 등
- 의약품 - 합성 원료
- 석유화학용 - 탈황공정, PTA 제조 등
- 공업용 - 금속 열처리, 유리 제조 등
- 기타 - 연료 전지, 화장품 등

자료: 풍국주정, 유안타증권 리서치센터

풍국주정 (023900) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	1,078	1,015	968	1,076	1,205
매출원가	856	767	707	821	931
매출총이익	222	248	261	254	273
판매비	137	144	146	141	139
영업이익	86	103	115	113	134
EBITDA	144	154	170	174	197
영업외손익	4	4	6	77	11
외환관련손익	0	-1	0	0	0
이자손익	1	2	1	2	3
관계기업관련손익	0	2	1	0	2
기타	3	1	4	75	6
법인세비용차감전순이익	90	108	121	190	145
법인세비용	20	27	27	44	31
계속사업순이익	69	81	94	146	114
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	81	94	146	114
지배지분순이익	62	76	90	142	105
포괄순이익	67	83	95	146	137
지배지분포괄이익	60	78	90	143	128

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	431	474	548	729	661
현금및현금성자산	31	103	100	74	77
매출채권 및 기타채권	245	217	227	230	236
재고자산	69	43	40	46	56
비유동자산	857	913	973	899	1,080
유형자산	399	448	520	507	651
관계기업등 지분관련자산	33	20	18	18	21
기타투자자산	35	41	41	44	78
자산총계	1,288	1,387	1,520	1,628	1,741
유동부채	153	175	163	189	231
매입채무 및 기타채무	117	119	126	107	123
단기차입금	17	26	0	13	56
유동성장기부채	10	13	20	38	42
비유동부채	77	92	178	133	100
장기차입금	31	54	162	123	81
사채	0	0	0	0	0
부채총계	230	268	340	322	332
지배지분	953	1,010	1,067	1,189	1,283
자본금	42	42	63	63	63
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	909	964	1,000	1,120	1,189
비지배지분	105	109	113	117	126
자본총계	1,057	1,119	1,180	1,306	1,409
순차입금	-53	-110	-97	-275	-186
총차입금	57	92	182	175	179

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	123	177	128	140	124
당기순이익	69	81	94	146	114
감가상각비	58	51	55	61	62
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	-2	-1	0	-2
자산부채의 증감	0	21	-29	-26	-35
기타현금흐름	-4	26	8	-42	-16
투자활동 현금흐름	-95	-118	-188	-138	-91
투자자산	-10	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-65	-85	-119	-63	-178
유형자산 감소	1	1	0	1	0
기타현금흐름	-20	-34	-70	-76	87
재무활동 현금흐름	-31	13	56	-28	-29
단기차입금	-20	9	-25	13	43
사채 및 장기차입금	10	25	115	-20	-38
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-21	-34	-20	-34
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-2	72	-3	-26	3
기초 현금	33	31	103	100	74
기말 현금	31	103	100	74	77
NOPLAT	66	78	89	87	106
FCF	59	65	-3	60	-45

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

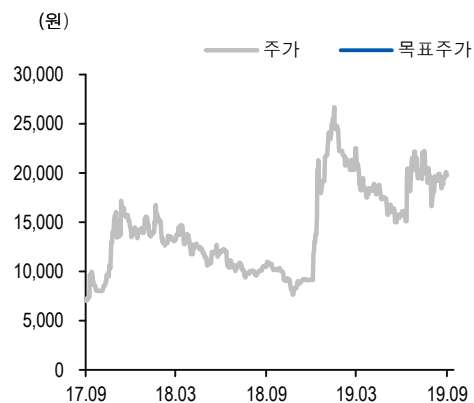
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	490	607	713	1,124	831
BPS	7,561	8,015	8,466	9,439	10,184
EBITDAPS	1,716	1,839	1,351	1,383	1,561
SPS	8,558	8,053	7,680	8,536	9,560
DPS	167	200	160	270	200
PER	12.5	12.8	10.0	7.7	14.1
PBR	0.8	1.0	0.8	0.9	1.2
EV/EBITDA	5.7	6.3	5.2	5.3	7.2
PSR	0.7	1.0	0.9	1.0	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	7.5	-5.9	-4.6	11.2	12.0
영업이익 증가율 (%)	-17.1	20.4	11.3	-1.7	18.7
지배순이익 증가율 (%)	-15.2	24.0	17.5	57.6	-26.1
매출총이익률 (%)	20.6	24.4	27.0	23.7	22.7
영업이익률 (%)	8.0	10.2	11.9	10.5	11.2
지배순이익률 (%)	5.7	7.5	9.3	13.2	8.7
EBITDA 마진 (%)	13.4	15.2	17.6	16.2	16.3
ROIC	10.5	12.3	13.6	12.7	13.6
ROA	4.9	5.7	6.2	9.0	6.2
ROE	6.6	7.8	8.7	12.6	8.5
부채비율 (%)	21.8	23.9	28.8	24.6	23.5
순차입금/자기자본 (%)	-5.0	-9.9	-8.2	-21.1	-13.2
영업이익/금융비용 (배)	45.2	53.7	28.2	22.1	25.4

풍국주정 (023900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

이엠코리아 (095190)

스몰캡

박진형



02 3770 5658
jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	N.A
현재주가 (9/9)	5,240원
상승여력	-

시가총액	1,904억원
총발행주식수	36,332,704주
60일 평균 거래대금	45억원
60일 평균 거래량	763,751주
52주 고	10,450원
52주 저	3,305원
외인지분율	4.33%
주요주주	강삼수 19.49%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.5	(23.1)	26.7
상대	1.8	(13.8)	63.7
절대(달러환산)	18.3	(24.3)	19.0

수소 사업의 기회 요인과 실적 개선의 필요성

이엠코리아, 공작기계/방산/에너지 관련 사업 영위

이엠코리아는 1987년 설립, 2007년 코스닥 시장에 상장된 공작기계 제조업체. 사업영역은 TBM 사업, 에너지/환경사업, 방산/항공사업, 공작기계사업, 발전사업 등으로 구성되며 이엠솔루션 (2016년 분할한 100% 자회사)을 통해 에너지/환경사업(음식물 처리, 수소스테이션 등)을 영위.

사업군별 매출 비중(19.2Q 기준)은, 1) 공작기계 53.1%, 2) 방산/항공 32.3%, 3) TBM 7.1%, 4) 에너지 4.4%, 5) 환경 1.4% 등.

공작기계와 방산이 주요 매출 분야, 수소스테이션 사업이 기회요인

이엠코리아는 주요 매출은 공작기계와 방산 분야에서 나오는 구조. 동사는 국내 최대 규모의 CNC공작기계 생산능력을 보유하고 있으며, 현대위아의 투자확대와 OEM 축소 계획에 따른 수혜 기대. 방산 및 항공 분야는 다품종 제품을 바탕으로 안정적인 매출 유지.

주목할 분야는 에너지/환경 사업 부문(수소사업, 음식물/폐기물 처리장치 등):

1) 수소스테이션: 동사는 수전해 수소스테이션 상용화 기술을 바탕으로 수소충전소 수주 및 건설 확대. 현재 수소충전소 10곳 구축완료, 3곳 구축 중이며 6~7곳의 추가 수주 진행 중. 향후 수소충전소 구축이 빠르게 확대(정부로드맵: 2020년까지 310기 설치 계획)되는 과정에서 추가적인 실적 개선 진행될 전망.

2) 수소제조장치(플랜트): 태양광 발전 전력을 활용한 수전해 시스템 운용기술 확보, 전해 스택 구조 및 설계 관련 특허 보유.

19.1H 실적 둔화, 매출 확대에 따른 실적 개선 선행되어야

이엠코리아의 19.1H 매출액 및 영업이익은 각각 452억원(YoY -15.8%)과 -30억원(적자전환) 시현. 매출액은 전년대비 둔화되었으나 고정비 부담으로 영업이익이 적자 전환. 향후 수소충전소 관련 적자축소와 음식물플랜트 매출 확대 등이 가시화되는 국면에서 실적 턴어라운드 기대. 동사의 현재 밸류에이션은 PBR 2.5배 수준.

Earnings and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A	1H19
매출액	1,062	1,026	1,046	1,075	452
영업이익	42	-36	-3	-13	-30
지배주주순이익	8	-69	-19	-24	-35
영업이익률	4.0	-3.5	-0.3	-1.3	-6.7
EPS	70	-290	-102	-77	
PER	134.8	-14.2	-43.9	-64.0	
PBR	1.6	1.6	1.2	2.5	

자료: 유안타증권

이엠코리아 분기별 실적 요약

(단위: 억원, %, %p)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2017	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	YoY	QoQ
매출액	248.2	240.1	243.7	314.3	1,046.2	238.0	299.1	249.1	288.7	1,074.8	197.6	254.7	-14.9	28.9
영업이익	-4.1	-10.2	-1.3	12.9	-2.8	-6.8	7.1	-0.7	-13.0	-13.4	-27.9	-2.4	적전	적지
지배주주순이익	-16.5	-18.5	-7.4	23.7	-18.8	-8.1	-2.2	-8.4	-4.8	-23.5	-26.9	-7.8	적지	적지
영업이익률	-1.6	-4.3	-0.5	4.1	-0.3	-2.8	2.4	-0.3	-4.5	-1.3	-14.1	-0.9	적전	적지

자료: 유안타증권 리서치센터

이엠코리아 주요 사업부문별 매출액 추이

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	19.1H
공작	383	500	538	240
방산	339	311	391	146
발전	23	21	21	4
에너지	0	0	0	0
TBM	2	31	44	32
환경	0	64	24	6
에너지	0	102	51	20
기타	5	17	6	4
합계	753	1,046	1,075	452

자료: 이엠코리아, 유안타증권 리서치센터

수소제조장치 원천기술(PDF 4 페이지)

Technical specifications

MODEL	EHG-302A	EHG-502A	EHG-103A
발생량(Nm³/h) Capacity*	3	5	10
설계압력(MPa) Design Pressure	0.99 MPa		
가스순도(%) Hydrogen Purity	99.5% (Option 99.999% 이상 주문 가능)		
공급전원 Frequency	60HZ / 3Ø (Option 50HZ order made 주문가능)		
소비전력(kWh)	21	35	70
Voltage	220V / 380V / 440V 중 택일		
공급수량(L/h)	3	5	10
공급수수질(us/cm)	0~10		
Size(W×B×H)	1,380×1,200×1,850	1,380×1,200×1,850	1,450×1,350×1,960
Weight(kg)	1,200	1,500	2,400

자료: 이엠코리아, 유안타증권 리서치센터

새만금(부안) 수소스테이션(홈페이지)



자료: 이엠코리아, 유안타증권 리서치센터

이엠코리아 (095190) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	1,114	1,062	1,026	1,046	1,075
매출원가	970	926	964	959	969
매출총이익	144	136	62	87	106
판매비	98	94	98	90	120
영업이익	46	42	-36	-3	-13
EBITDA	102	104	29	66	56
영업외손익	-26	-24	-29	-31	-20
외환관련손익	0	0	0	-6	0
이자손익	-27	-25	-28	-35	-23
관계기업관련손익	1	1	0	0	-1
기타	1	0	0	10	4
법인세비용차감전순이익	20	18	-65	-34	-34
법인세비용	-1	2	3	-10	-6
계속사업순이익	22	16	-68	-24	-27
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	16	-68	-24	-27
지배지분순이익	14	8	-69	-19	-24
포괄순이익	33	18	-64	-27	-26
지배지분포괄이익	26	10	-65	-22	-23

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	543	521	591	761	486
현금및현금성자산	97	30	43	202	35
매출채권 및 기타채권	131	127	151	163	155
재고자산	295	319	314	292	238
비유동자산	1,139	1,151	1,156	1,209	1,334
유형자산	989	1,010	1,013	1,052	1,148
관계기업등 지분관련자산	3	3	3	2	2
기타투자자산	8	12	19	29	49
자산총계	1,682	1,673	1,746	1,970	1,819
유동부채	704	717	791	1,017	657
매입채무 및 기타채무	134	114	131	159	125
단기차입금	483	495	485	452	365
유동성장기부채	72	83	129	191	65
비유동부채	347	334	362	172	292
장기차입금	305	280	210	144	257
사채	0	13	118	0	0
부채총계	1,051	1,050	1,153	1,189	949
지배지분	619	602	572	765	858
자본금	107	107	107	161	182
자본잉여금	236	239	274	436	531
이익잉여금	276	286	221	199	177
비지배지분	12	20	21	16	13
자본총계	631	622	593	781	871
순차입금	758	827	830	628	630
총차입금	860	871	941	899	688

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	62	31	39	97	68
당기순이익	22	16	-68	-24	-27
감가상각비	38	47	49	51	55
외환손익	0	0	-1	6	0
종속, 관계기업관련손익	-1	-1	0	0	1
자산부채의 증감	-41	-62	11	44	-13
기타현금흐름	44	30	47	21	53
투자활동 현금흐름	-181	-86	-134	-100	-151
투자자산	0	-1	0	-12	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-244	-78	-56	-131	-156
유형자산 감소	70	10	1	40	0
기타현금흐름	-8	-17	-79	4	5
재무활동 현금흐름	134	-13	109	162	-85
단기차입금	6	12	-10	-33	-66
사채 및 장기차입금	122	1	121	-20	-33
자본	0	0	0	215	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	-26	-1	-1	15
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	16	-68	14	159	-168
기초 현금	81	97	30	43	202
기말 현금	97	30	43	202	35
NOPLAT	49	38	-38	-2	-11
FCF	-179	-39	-17	-21	-110

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

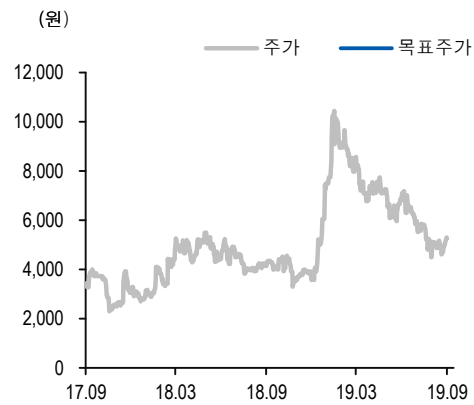
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주 주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	61	34	-294	-79	-67
BPS	2,633	2,624	2,492	2,423	2,395
EBITDAPS	478	486	135	277	160
SPS	4,737	4,515	4,360	4,404	3,054
DPS	0	0	0	0	0
PER	86.4	134.7	-14.2	-43.9	-64.0
PBR	2.0	1.8	1.7	1.4	1.8
EV/EBITDA	19.7	18.8	63.9	22.2	37.9
PSR	1.1	1.0	1.0	0.8	1.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	20.9	-4.7	-3.4	2.0	2.7
영업이익 증가율 (%)	50.8	-8.2	-185.4	-92.3	387.4
지배순이익 증가율 (%)	-17.9	-43.8	-952.7	-72.8	25.2
매출총이익률 (%)	12.9	12.8	6.0	8.4	9.9
영업이익률 (%)	4.1	4.0	-3.5	-0.3	-1.3
지배순이익률 (%)	1.3	0.8	-6.7	-1.8	-2.2
EBITDA 마진 (%)	9.2	9.8	2.8	6.3	5.3
ROIC	3.7	2.7	-2.6	-0.1	-0.8
ROA	0.9	0.5	-4.0	-1.0	-1.2
ROE	2.4	1.3	-11.8	-2.8	-2.9
부채비율 (%)	166.5	168.8	194.4	152.2	109.0
순차입금/자기자본 (%)	120.1	132.9	139.9	80.3	72.3
영업이익/금융비용 (배)	1.6	1.6	-1.2	-0.1	-0.6

이엠코리아 (095190) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

디케이락 (105740)

스몰캡

심의섭



02 3770 5719

euseob.shim@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	N.A
현재주가 (9/9)	9,790원
상승여력	-

시가총액	809억원
총발행주식수	8,262,912주
60일 평균 거래대금	17억원
60일 평균 거래량	164,706주
52주 고	13,150원
52주 저	6,400원
외인지분율	2.73%
주요주주	노은식 외 6 인 40.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.1	(7.2)	1.7
상대	7.6	4.0	31.3
절대(달러환산)	25.0	(8.7)	(4.5)

성장하는 본업과 기대되는 수소 모멘텀

오랜 업력을 자랑하는 계기장치용 피팅·밸브 기업

1986년 설립, 2010년 코스닥 시장에 상장한 계기장치용 피팅(Fittings)·밸브(Valves) 제조 기업. 동사 제품은 주로 계측장비에 설치되어 유체 및 기체를 이송, 분배하는 이음새(Fittings)와 조절·제어(Valves)하는 부품.

글로벌 90여 개의 대리점을 통해 미주 지역을 비롯해 유럽, 중국 등에 제품을 수출하고 있으며, 수출 비중은 70%에 육박. 전체 매출의 절반 가량이 오일·가스 산업에서 발생하며, 이외 반도체 설비, 조선, 플랜트 산업으로도 매출 발생. 추가적으로 국내 수소차 관련 매출 또한 기대되는 상황.

성장하는 본업, 기대되는 수소 모멘텀

글로벌 피팅·밸브 시장은 연간 약 3조 규모로, 신규 프로젝트 이외에도 노후화, 마모 등으로 인한 제품 교체가 꾸준히 발생하는 시장. 동사는 글로벌 M/S 60% 이상을 차지하고 있는 글로벌 기업 Swagelok社 제품과 호환성을 확보, 가격 경쟁력을 앞세운 마케팅 전략을 통해 고성장 지속 중. 국제 유가 하향 안정화로 인해 전방 산업 내 비용 절감 니즈가 커짐에 따라 중저가 호환 제품인 동사 제품 수요 또한 증가하는 추세.

이외에도 반도체 클린룸에 쓰이는 UHP(Ultra High Purity) 피팅·밸브 및 해양·가스관용 대형 볼 밸브 매출 성장 기대. UHP 피팅·밸브의 경우 1Q19 중국향 제품 수주를 받은 바 있으며, 국내를 비롯, 미국/동남아 반도체 설비 업체로 매출 확대 추진 중에 있음. 대형 볼밸브 또한 2017년 말부터 엔지니어 영입을 비롯해 공격적인 수주 확대 추진 중에 있어 매출 및 이익에 큰 기여 전망.

또한 동사는 지난해 출시한 수소전기차 넥쏘의 수소 공급배관 모듈에 8종의 부품을 공급하고 있으며, 수소충전소향 초고압 자동 차단밸브 개발 또한 국책 과제를 통해 진행 중. 중국 및 유럽으로도 수소 관련 매출이 발생하고 있으며, 신산업 개화에 따라 매출 및 사업영역 지속 확대 전망.

본업에서의 성장만 보아도 저평가 구간, 모멘텀은 덤

2019년 기준 PER 10x 미만으로 저평가 구간. 주 52시간 근로제 시행에도 불구, 자동화 도입 지속으로 생산 효율성 증가. 매출 확대에 따른 레버리지 효과와 더불어 생산 효율성 증가로 수익성 증가 폭은 더욱 가파를 것으로 전망. 수소 관련 확장성 고려 시 투자 매력도는 더욱 높은 상황.

Earnings and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A	1H19
매출액	543	520	536	665	363
영업이익	45	27	18	59	57
당기순이익	40	26	5	56	50
영업이익률	8.3	5.1	3.3	8.8	15.7
EPS	512	332	62	685	-
PER	12.5	16.3	87.9	11.6	-
PBR	0.6	0.6	0.5	0.9	-

자료: 유안타증권

사업 영역



자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

제품 호환성



- #1~#14는 DK-Lok과 Swagelok 피팅 사이의 모든 가능한 조합을 보여 줌.
- 다섯 가지 크기 (1/4", 3/8", 1/2", 3/4", 1") 14가지 조합 (#1 ~ #14) → **70개의 혼합 피팅**
- * 모든 시험 절차에 사용된 튜브는 Thick wall tube 였음.

Components	Swagelok	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7
Swagelok Nut - SN	SN	SN	DKN	DKN	DKN	SN	DKN	DKN
Swagelok Back Ferrule - SBF	SBF	DKBF	SBF	DKBF	DKBF	SBF	SBF	DKBF
Swagelok Front Ferrule - SFF	SFF	DKFF	DKFF	SFF	DKFF	DKFF	SFF	SFF
Swagelok Body - SB	SB	DKB	DKB	DKBF	SB	DKB	DKB	SB

Components	#8	#9	#10	#11	#12	#13	#14	DK-Lok
DK Nut - DKN	SN	DKN	SN	SN	DKN	SN	SN	DKN
DK Back Ferrule - DKBF	DKBF	SBF	DKBF	SBF	SBF	SBF	DKBF	DKBF
DK Front Ferrule - DKFF	SFF	DKFF	DKFF	SFF	SFF	DKFF	SFF	DKFF
DK Body - DKB	DKBF	SB	SB	DKB	SB	SB	SB	DKB

독일 인증 기관 TUV Rheinland Test 완료

자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

UHP Fittings & Valves



자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

대형 Ball Valves



자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

수소 연료전지 자동차용 연료배관 모듈



자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

700 bar 급 수소 충전소용 자동차단밸브



자료: 디케이락, 유안타증권 리서치센터

디케이락 (105740) 재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	591	543	520	536	665
매출원가	412	408	401	420	490
매출총이익	179	135	119	115	176
판매비	110	90	93	97	117
영업이익	69	45	27	18	59
EBITDA	17	17	18	20	19
영업외손익	-1	2	3	-14	7
외환관련손익	2	5	2	-15	6
이자손익	-1	-1	-1	-2	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	2	2	2
법인세비용차감전순이익	68	47	30	4	65
법인세비용	11	7	4	-1	9
계속사업순이익	57	40	26	5	56
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	40	26	5	56
지배지분순이익	57	40	26	5	56
포괄순이익	54	36	24	4	60
지배지분포괄이익	54	36	24	4	60

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	512	495	508	512	541
현금및현금성자산	98	17	79	88	34
매출채권 및 기타채권	165	185	176	178	236
재고자산	203	253	221	200	221
비유동자산	472	475	469	484	551
유형자산	424	425	420	422	484
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	28	28	30	45	50
자산총계	984	971	977	995	1,093
유동부채	183	142	140	177	200
매입채무 및 기타채무	98	83	88	86	119
단기차입금	70	50	50	70	70
유동성장기부채	4	1	1	21	0
비유동부채	62	68	62	47	45
장기차입금	3	3	2	3	2
사채	17	18	19	0	0
부채총계	245	210	202	224	245
지배지분	739	761	775	771	847
자본금	39	39	39	39	41
자본잉여금	261	261	261	261	280
이익잉여금	439	459	473	469	522
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	739	761	775	771	847
순차입금	-138	-54	-104	-111	-47
총차입금	94	71	72	94	73

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	61	-24	87	31	59
당기순이익	57	40	26	5	56
감가상각비	16	16	17	18	18
외환손익	0	1	-1	3	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-24	-81	43	7	-30
기타현금흐름	12	0	2	-1	16
투자활동 현금흐름	-27	-15	-10	-33	-103
투자자산	4	3	6	-13	9
유형자산 증가 (CAPEX)	18	17	14	21	82
유형자산 감소	0	1	1	2	1
기타현금흐름	-50	-36	-31	-43	-195
재무활동 현금흐름	19	-41	-15	14	-11
단기차입금	0	-20	0	20	0
사채 및 장기차입금	17	-4	-1	1	-1
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-16	-12	-8	-8
기타현금흐름	10	-2	-3	0	-2
연결범위변동 등 기타	0	-1	1	-3	1
현금의 증감	52	-81	62	9	-54
기초 현금	46	98	17	79	88
기말 현금	98	17	79	88	34
NOPLAT	69	45	27	18	59
FCF	79	-1	102	66	130

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

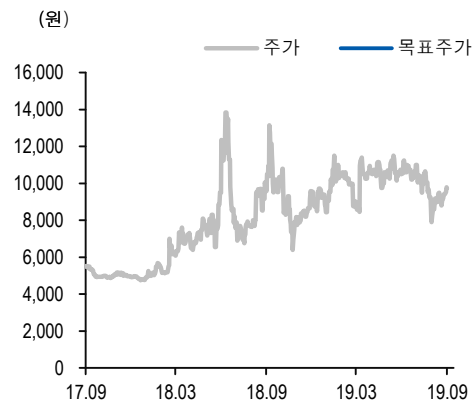
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주 주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	725	512	332	62	685
BPS	9,403	9,684	9,863	9,820	10,291
EBITDAPS	211	220	234	251	234
SPS	7,523	6,916	6,620	6,818	8,135
DPS	200	150	100	100	150
PER	11.0	12.5	16.3	87.9	11.6
PBR	0.8	0.7	0.5	0.6	0.8
EV/EBITDA	29.5	26.0	17.5	16.0	31.4
PSR	1.1	0.9	0.8	0.8	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	8.3	-8.1	-4.3	3.0	24.2
영업이익 증가율 (%)	-0.2	-34.4	-41.1	-32.7	228.0
지배순이익 증가율 (%)	5.6	-29.3	-35.3	-81.4	1,053.2
매출총이익률 (%)	30.8	30.3	24.8	22.9	21.5
영업이익률 (%)	12.7	11.7	8.3	5.1	3.3
지배순이익률 (%)	9.9	9.6	7.4	5.0	0.9
EBITDA 마진 (%)	2.4	2.8	3.2	3.5	3.7
ROIC	9.9	6.0	3.4	2.4	7.3
ROA	6.1	4.3	2.7	0.5	5.5
ROE	8.0	5.5	3.4	0.6	7.0
부채비율 (%)	33.2	27.6	26.1	29.0	29.0
순차입금/자기자본 (%)	-18.7	-7.0	-13.5	-14.4	-5.6
영업이익/금융비용 (배)	25.3	17.5	11.6	7.4	35.1

디케이락 (105740) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



뉴로스 (126870)

스몰캡

심의섭



02 3770 5719

euseob.shim@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	N.A
현재주가 (9/9)	4,980원
상승여력	-

시가총액	1,125억원
총발행주식수	22,595,805주
60일 평균 거래대금	38억원
60일 평균 거래량	665,298주
52주 고	10,350원
52주 저	3,480원
외인지분율	5.18%
주요주주	김승우 외 2 인 11.37%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.7	(15.8)	(34.7)
상대	4.6	(5.6)	(15.6)
절대(달러환산)	21.5	(17.1)	(38.7)

기술로 증명하는 경쟁력

항공터보엔진 기술 기반 터보 블로워 제조 기업

2000년 설립, 2012년 코스닥 시장에 상장한 항공터보엔진 기술 기반 터보 블로워 제조 기업. KAIST 항공우주공학 박사이자, 삼성테크윈 출신 김승우 대표이사가 설립하였으며, 고속 회전체 구성 기술력을 바탕으로 다양한 산업에 파생되는 다양한 제품을 제조.

수처리 시설 및 산업용 공정에 압축 공기를 공급하는 장치인 터보 블로워가 매출의 80% 가량을 차지하고 있으며, 이외 항공환경제어장치 및 연료전지 발전 시스템용 블로워, 수소전기차용 공기 압축기 등을 제조하고 있음.

Airfoil bearing, 기술로 증명하는 경쟁력

동사의 핵심 기술인 공기 베어링(Airfoil bearing)은 우주항공기술을 도입해 최초로 터보기기에 상용화를 성공한 기술로, 고속회전시 자동으로 발생하는 유체동압을 이용하는 비접촉식 베어링 방식. 기존 윤활유를 이용한 볼 베어링 방식의 한계점(속도, 내구성, 소음 및 진동)을 극복하였으며, 에너지 손실을 최소화하여 다양한 산업에의 적용 확대를 가능케 함.

특히, 새로운 성장 동력으로 기대되는 수소전기차용 공기 압축기의 경우 연비에 직접적인 영향을 미치며, 고속 회전 및 내구성 측면에서도 기존 방식에 비해 절대 우위에 있음. 현재 수소전기차 넥쏘에 1차 벤더사를 통해 납품하고 있으며, 기술 경쟁력을 바탕으로 독점 생산 지속 전망.

주력 사업인 수처리 시설용 터보 블로워는 호기성 미생물을 통해 오염 물질을 정화할 수 있도록 압축 공기를 공급하는 장치. 산업화 및 도시화 진행으로 중국 및 인도 등 신흥국 수요가 증가하고 있으며, 에너지 절감 측면에서 미국 등에서 교체 수요 꾸준히 발생 중. 이에 따른 AS 매출 또한 지속 발생 전망. 추가적으로 발전소 관련 탈황·오염물질 저감 장치 또한 국산화 제품 개발을 완료하였으며, 향후 중국향 매출 또한 가능할 것으로 기대.

실적 정상화까지는 장기적 관점에서 접근 필요

관급 매출 비중이 많은 특성상 4Q 매출 비중이 높아 하반기에 대한 기대감은 유효한 상황이나, 투자 지속으로 인한 잦은 자금 조달, 전환가액 조정으로 인한 오버행 및 지분 희석 우려 상존. 실적, 재무구조 정상화까지는 보다 장기적 관점에서 접근이 필요하다는 판단.

Earnings and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2015A	2016A	2017A	2018A	1H19
매출액	423	441	448	513	332
영업이익	5	16	23	9	22
지배주주순이익	6	11	-55	-75	-22
영업이익률	1.3	3.7	5.1	1.7	6.6
EPS	46	77	-379	-407	-
PER	109.1	61.9	-	-	-
PBR	1.3	1.3	1.6	2.1	-

자료: 유안타증권

제품 라인업



수처리용, 공업용
터보블로워 / 터보압축기



수소전기자동차용 공기압축기
/ 자동차 부품



전투기, 헬기 환경제어장치
항공엔진/드론

연료전지용 소형
블로워

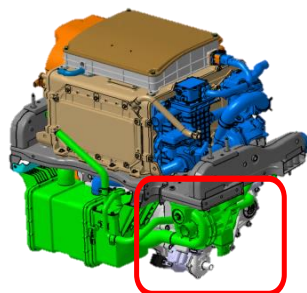
자료: 뉴로스, 유안타증권 리서치센터

볼 베어링 방식과 공기 베어링 방식 비교

구분	볼 베어링	공기베어링
방식	윤활유를 이용한 접촉식	공기점막을 이용한 비접촉식
효율	지속적인 마찰에 의한 에너지 손실 발생	에너지 손실 최소화
회전속도	60,000 rpm이하 고속회전 불가	100,000 rpm 고속회전 구현 가능
내구성	짧은 수명	긴 수명 1,500,000회 이상 on/off 시험 통과
친환경	고소음, 고진동 발생 폐 윤활유 발생	저소음, 저진동 100% Oil-Free

자료: 뉴로스, 유안타증권 리서치센터

수소차용 공기압축기



- 비접촉 공기 포일 베어링
- 고속 회전(100,000 RPM) 가능
- 고속 회전에 적합한 집중권 모터의 개발
- 고효율 달성 Turbo type Impeller 설계
- 베어링 내구성 증대 강화를 위한 Rotor 코팅 개발
- 현재 타 수소차 경쟁사들은 아직 공기베어링 적용을 위한 연구개발 단계 수준에 머물고 있음

기존의 볼 베어링은 고회전, 장기수명을 요구하는 수소전기차에 한계, 항공분야에 적용해왔던 에어포일베어링 적용

자료: 뉴로스, 유안타증권 리서치센터

뉴로스 (126870) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	350	423	441	448	513
매출원가	197	291	274	305	345
매출총이익	153	132	167	143	169
판매비	154	126	150	120	160
영업이익	-1	5	16	23	9
EBITDA	9	17	32	43	35
영업외손익	3	-1	-2	-84	-101
외환관련손익	12	17	12	-41	13
이자손익	-9	-7	-10	-23	-17
관계기업관련손익	8	0	0	0	0
기타	-8	-11	-4	-20	-97
법인세비용차감전순이익	3	5	15	-61	-92
법인세비용	0	-1	4	-6	-17
계속사업순이익	3	6	11	-55	-75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	6	11	-55	-75
지배지분순이익	3	6	11	-55	-75
포괄순이익	4	6	9	-67	-79
지배지분포괄이익	4	6	9	-67	-78

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	573	561	605	717	899
현금및현금성자산	59	17	70	80	18
매출채권 및 기타채권	288	276	277	330	337
재고자산	169	207	192	200	267
비유동자산	228	242	427	519	660
유형자산	191	206	386	382	408
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	4	25
기타투자자산	0	4	5	32	69
자산총계	800	803	1,032	1,236	1,559
유동부채	386	203	426	501	858
매입채무 및 기타채무	74	62	103	156	122
단기차입금	287	121	204	281	232
유동성장기부채	6	0	25	29	32
비유동부채	25	98	110	210	116
장기차입금	19	19	103	98	108
사채	0	72	0	105	0
부채총계	411	301	536	711	974
지배지분	389	502	497	525	582
자본금	28	36	71	80	97
자본잉여금	216	336	307	393	511
이익잉여금	145	151	162	107	33
비지배지분	0	0	0	0	2
자본총계	389	502	497	525	584
순차입금	232	148	282	390	537
총차입금	311	212	405	532	818

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름	-89	12	82	-57	-69
당기순이익	3	6	11	-55	-75
감가상각비	8	9	14	18	22
외환손익	-12	-8	-12	28	-6
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	8
자산부채의 증감	-131	-27	28	-75	-128
기타현금흐름	42	32	41	28	110
투자활동 현금흐름	19	-67	-173	-147	-322
투자자산	12	0	0	-49	-262
유형자산 증가 (CAPEX)	-21	-32	-163	-38	-16
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	29	-35	-11	-60	-44
재무활동 현금흐름	123	13	143	219	329
단기차입금	97	-166	81	77	-50
사채 및 장기차입금	-8	94	82	134	380
자본	33	107	0	10	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-23	-20	-2	0
연결범위변동 등 기타	3	0	2	-5	0
현금의 증감	56	-42	54	10	-62
기초 현금	2	59	17	70	80
기말 현금	59	17	70	80	18
NOPLAT	-1	7	12	20	7
FCF	-143	-41	-107	-72	-111

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

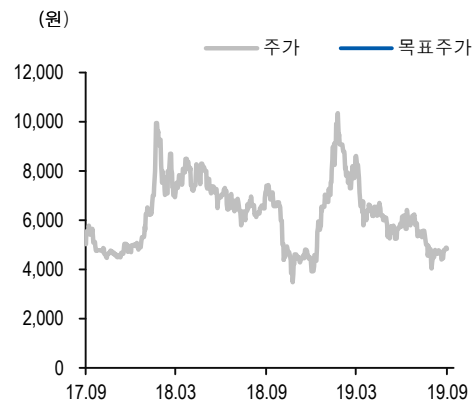
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS	29	46	77	-379	-403
BPS	3,532	3,691	3,660	3,415	3,102
EBITDAPS	169	255	229	297	192
SPS	3,284	3,262	3,136	3,064	2,774
DPS	0	0	0	0	0
PER	149.1	109.1	61.9	-12.8	-16.4
PBR	1.2	1.4	1.3	1.4	2.1
EV/EBITDA	75.0	47.2	29.0	25.2	49.0
PSR	1.3	1.5	1.5	1.6	2.4

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%)	-5.3	20.9	4.3	1.5	14.6
영업이익 증가율 (%)	-101.2	-1,081.7	202.0	38.5	-61.3
지배순이익 증가율 (%)	-89.6	95.0	83.5	-608.8	34.6
매출총이익률 (%)	43.8	31.1	37.8	31.9	32.9
영업이익률 (%)	-0.2	1.3	3.7	5.1	1.7
지배순이익률 (%)	0.9	1.4	2.5	-12.4	-14.5
EBITDA 마진 (%)	2.6	4.0	7.3	9.7	6.9
ROIC	-0.1	1.1	1.7	2.6	0.8
ROA	0.4	0.7	1.2	-4.9	-5.3
ROE	0.8	1.3	2.2	-10.8	-13.5
부채비율 (%)	105.6	59.9	107.9	135.5	166.8
순차입금/자기자본 (%)	59.6	29.5	56.8	74.4	92.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.6	1.5	0.9	0.5

뉴로스 (126870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대□	최고(최저) 주가 대비
2019-09-10	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 남정미, 박진형, 남정미)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



