

그린뉴딜

2020.08.31



글로벌 그린뉴딜 시대

해상풍력, 수소차 주목



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



Mobility 이재일
02) 368-6183
lee.jae-il@eugenefn.com

Glossary

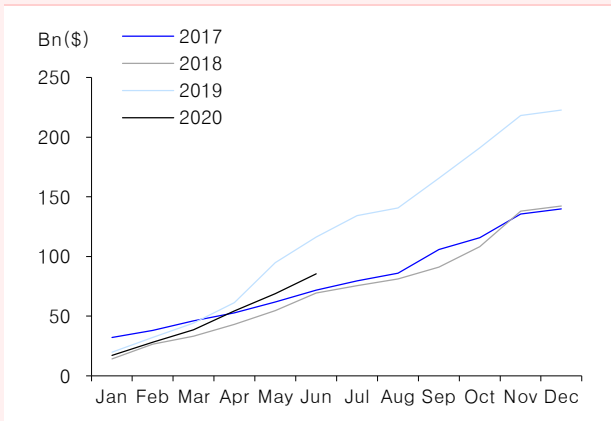
용어	정의
그린펀드(Green fund)	국제 통화 기금에서 탄소 배출권 감소 및 지구 온난화 방지에 대한 국제적 합의를 바탕으로 조성한 펀드.
그린뉴딜(Green New Deal)	화석에너지 중심의 에너지 정책을 신재생 에너지로 전환하는 등 저탄소 경제구조로 전환하면서 고용과 투자를 늘리는 정책
탄소배출순제로(Net Zero)	인위적으로 배출된 이산화탄소 등 온실가스를 산림녹화, 공기 중 이산화탄소 포집기술 등 다양한 방법을 통해 흡수, 총 배출량을 '0'으로 맞추는 것
탄소국경세(Carbon Border Tax)	탄소 배출에 대한 규제가 약한 국가가 규제가 강한 국가로 상품, 서비스를 수출할 때 적용받게 되는 무역관세
파리기후변화협약 (Paris Climate Change Accord)	2020 년 만료 예정인 교토의정서를 대체해 2020 년 이후의 기후변화 대응을 담은 국제협약 산업화 이전 수준 대비 지구 평균온도가 2°C 이상 상승하지 않도록 온실가스 배출량 단계적으로 감축하는 내용 담고 있음
기업평균연비규제제도 (Paris Climate Change Accord)	미국의 자동차 연비관리 정책으로서 한 기업이 당해 년도에 생산하는 자동차의 평균연비를 규제하는 제도. 차종별 연비에 생산대수를 가중 조화하여 산출함
ZEV MANDATE (Zero Emission Vehicle)	전기차 의무 판매비율 제도로 일정 규모 이상의 자동차를 판매하는 업체들이 총 판매대수 중 일정한 비율을 탄소배출이 없는 차량으로 채워야 하는 제도 현재 미국 캘리포니아가 도입했고, 뉴욕, 메사추세츠, 코네티컷 등 9 개 주 도입준비 중
FCEV (Fuel Cell Electric Vehicle)	전기자동차의 일종으로 수소와 산소를 연료로 사용하여 전기화학적 작용으로 전기를 생산하는 수소 연료전지를 탑재하여 모터로 주행하는 자동차
EV (Electric Vehicle)	배터리에 축적된 전기로 모터를 회전시켜서 구동에너지를 얻는 자동차

Summary

<2020 EUGENE's View>

코로나 사태 후 가장 두드러지는 것이 **‘글로벌 그린뉴딜 정책의 확산’**이다. 과거 경기부양안들이 당장의 어려운 산업과 기업들을 위한 정책들이 주류였다면, 최근의 기류는 미래산업, 특히 그린산업의 육성에 초점이 맞추어져 있다. EU의 그린딜과 바이든의 기후변화 대응 2조 달러 투자 계획들이 이에 해당한다. 대한민국도 그린뉴딜을 중심으로 한 경기부양안을 시행한다. 팬데믹으로 불거진 안전에 대한 위기가 그 보다 더 큰 위기인 기후변화 대처를 주문하고 있다. 이에 따라 글로벌 그린뉴딜의 공통분모인 **해상풍력**과 **수소차 산업**이 고성장기로 진입할 것으로 판단된다. **해상풍력**은 씨에스윈드, 삼강엠앤티, 수소차는 현대차, 현대모비스, 상아프론테크, 일진다이아에 주목한다.

코로나 이전부터도 그린본드에 전 세계 자금 몰려들기 시작



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 글로벌 금융시장은 코로나 이전부터도 그린펀드/ 본드에 투자 몰리고 있어
- ESG 펀드 자금유입 2019 년에 전년대비 207% 급증
- 그린 본드도 2019 년 1.4 조달러 기록하며 전년대비 64% 증가

유럽의 그린 딜 주요 정책들

Building Renovation	
자금지원측면	■ 매년 910억 유로 자금 지원
개인주거용 건물	■ 50억 유로 투자 목표로 녹색 모기지 공급 지원
Renewables and Hydrogen	
재생에너지	■ 총 자본 투자액 250억 유로, 2년간 15GW 재생에너지 단지 건설
수소 인프라	■ 향후 10년 동안 공동 자금 조달과 관련하여 100억 유로 추가로 투자 ■ 청정 수소 생산 확대 위해 100만 톤의 깨끗한 수소 투입 시작
Clean mobility	
전기차 산업	■ EU 표준에 따라 CO2 및 오염 물질 배출 줄이는 청정 차량용 EU 구매 기구설립: 향후 2년간 200억 유로 ■ 2025년까지 2백 만대의 공공 충전 인프라 투자

자료: 유진투자증권

- EU의 그린딜이 코로나 이후의 경기부양안에 표준으로 부상
- 재생에너지, 전기차, 수소산업 육성이 정책의 핵심
- 2028년까지 약 5 천억유로 투자해 산업구조 저탄소 산업구조로

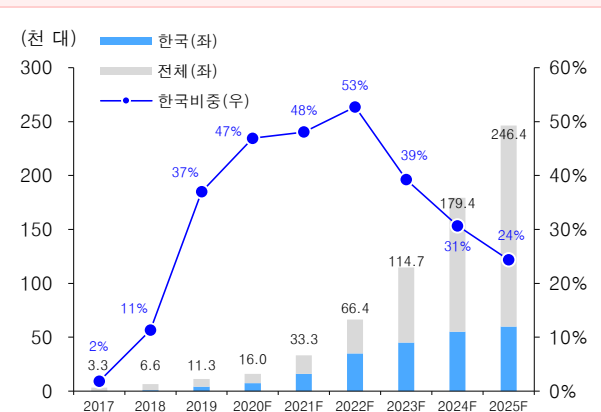
바이든, 기후변화 대응에 2 조달러 투자 발표

분야	내용
목표	기후위기 국민임을 인식해 파리협약에 재가입하고 트럼프 행정부의 빈환경적인 정책들 원위치로
전력	2035년까지 전력부문 탄소 배출 제로 - 재생에너지 확대: 800만 개 태양광 지붕, 태양광 패널 5억 개, 풍력터빈 6만 개 설치 목표
에너지 효율	2030년까지 신축 건물 100%에 탄소배출 순제로 적용
교통	- 캘리포니아식 강력한 자동차 연비규제 시스템 도입 5년내에 50만대의 스쿨버스 탄소배출 제로 차량으로 대체, 3백만대의 공공차량도 탄소배출 제로 차량으로 대체 50만개 이상의 공공 전기차 충전소 설치 - 탄소배출 차 생산업체들의 신설과 구공장의 전환에 보조금과 국가보증 융자 등 지원

자료: 로이터, 유진투자증권

- 바이든의 기후변화 관련 산업에 2 조달러 투자 공약은 EU 보다 급진적인 그린뉴딜
- 바이든 당선시 단기간에 그린산업 획기적 팽창될 것
- BUY AMERICA 전략으로 대한민국 관련업체들 유리

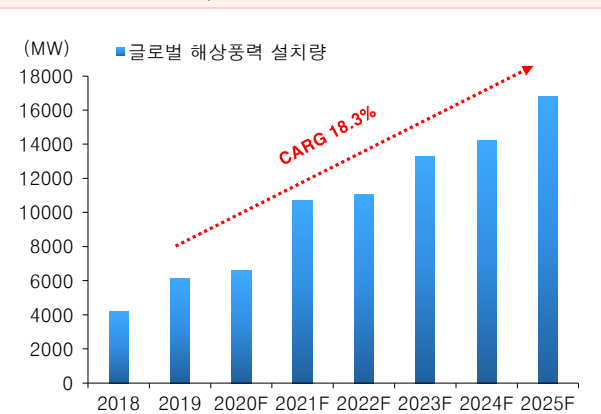
글로벌 수소차 시장, 현대차가 주도



자료: 유진투자증권

- 수소차도 대한민국 이어 미국, 유럽 등 글로벌 시장 확대될 것
- EU 가 도입한 그린수소 프로젝트 활성화되면, 수소인프라의 조기 확대에 따른 수소차, 연료전지발전 등의 성장 기반 제공
- 시장 선도하는 현대차, 국내 관련업체들 기술력 바탕으로 글로벌 시장 선점할 가능성 높아

글로벌 해상풍력 시장, 고성장기 진입



자료: 유진투자증권

- 재생에너지 부분 중 해상풍력이 그린뉴딜의 가장 큰 수혜
- EU 그린수소 프로젝트 대부분 해상풍력과 연계 계획
- 미국도 북동부 연안주들의 해상풍력 공격적인 설치 목표 확정, 대만, 일본, 대한민국, 베트남 등 아시아도 해상풍력 40GW 이상 확대 계획 진행

Valuation Table (1)

국내 수소차/ 해상풍력 관련종목 실적 및 밸류에이션 비교

	현대차 (005380)	현대모비스 (012330)	씨에스윈드 (112610)	삼강엠앤티 (100090)	상아프론테크 (089980)
투자의견 및 목표주가	BUY 200,000 원	BUY 270,000 원	BUY 100,000 원	BUY 17,000 원	BUY 57,000 원
현재주가(원)	172,000 원	226,000 원	94,600 원	13,600 원	48,650 원
시가총액(원)	36 조 7,509 억	21 조 4,824 억	1 조 6,352 억	4,629 억	7,650 억
PER(배)					
FY18A	17.1	9.8	80.5	n/a	18.7
FY19A	8.6	10.7	51.2	n/a	87.8
FY20F	13.2	12.7	28.7	24.0	46.8
FY21F	8.0	9.8	21.4	19.3	30.5
PBR(배)					
FY18A	0.5	0.6	1.6	0.8	1.6
FY19A	0.5	0.8	4.8	0.9	5.0
FY20F	0.7	0.6	4.1	2.5	4.6
FY21F	0.6	0.6	3.5	2.2	4.0
매출액(십억원)					
FY18A	96,813	35,149	502	144	186
FY19A	105,746	38,049	799	385	163
FY20F	101,564.4	36,785	980	504	217
FY21F	111,252	40,058	1,073	521	296
영업이익(십억원)					
FY18A	2,422	2,025	33	-35	15
FY19A	3,606	2,359	60	-21	11
FY20F	3,883	1,794	84	34	20
FY21F	5,668	2,403	97	35	36
영업이익률(%)					
FY18A	2.5	5.8	6.5	(24.5)	8.0
FY19A	3.4	6.2	7.5	(5.4)	6.9
FY20F	3.8	4.9	8.5	6.8	9.5
FY21F	5.1	6.0	9.1	6.8	12.2
순이익(십억원)					
FY18A	1,645	1,888	7	-60	12
FY19A	3,186	2,294	35	-37	8
FY20F	3,125	1,690	57	24	16
FY21F	4,828	2200	74	25	24
EV/EBITDA(배)					
FY18A	9.2	4.0	12.7	n/a	11.2
FY19A	8.5	5.1	21.8	818.2	38.3
FY20F	9.2	4.8	16.5	11.4	25.7
FY21F	7.4	3.7	14.2	10.5	16.8
ROE(%)					
FY18A	2.4	6.3	2.0	(29.2)	9.5
FY19A	4.6	7.3	9.9	(15.4)	5.8
FY20F	4.4	5.1	15.4	11.1	10.2
FY21F	6.5	6.3	17.6	12.4	14.0

자료: 유진투자증권

주: 2020.08.28 종가기준, 당사추정치 기준

Valuation Table (2)

해외 수소 관련종목 실적 및 밸류에이션 비교

	BLOOM ENERGY	ITM POWER PLC	CERES POWER HOLDINGS PLC	BALLARD POWER SYSTEMS INC	PLUG POWER INC	POWERCELL SWEDEN AB	NEL ASA	MCPHY ENERGY SA
국가	미국	영국	영국	캐나다	미국	스웨덴	노르웨이	프랑스
현재주가 (달러)	16.3	3.5	7.2	16.1	12.9	29.0	2.2	26.0
시가총액(백만달러)	2,160.6	1,690.0	1,238.3	3,920.8	5,103.2	1,502.8	3,112.6	523.7
PSR(배)								
FY20F	2.7	377.7	47.7	33.4	16.7	110.8	46.6	28.8
FY21F	2.0	86.2	37.0	25.5	12.7	64.4	29.3	14.9
PBR(배)								
FY18A	-	3.1	13.4	2.0	-	14.3	3.2	3.6
FY19A	-	3.2	3.0	6.7	11.4	14.1	5.7	3.9
FY20F	-	18.1	-	15.7	42.4	25.9	9.2	28.8
FY21F	-	24.2	-	17.9	31.1	28.8	9.6	34.6
매출액(십억원)								
FY18A	633	4	9	97	175	7	56	9
FY19A	785	6	20	106	230	7	59	13
FY20F	799	5	27	116	310	14	74	19
FY21F	1,064	21	35	152	408	23	118	36
영업이익(십억원)								
FY18A	-165	-8	-16	-21	-69	-7	-24	-11
FY19A	-233	-12	-10	-27	-50	-8	-29	-7
FY20F	-114	-25	-14	-31	-59	-8	-30	-10
FY21F	-40	-15	-10	-26	-23	0	-19	-7
영업이익률(%)								
FY18A	-26.1	-191.8	-188.7	-21.5	-39.8	-98.5	-43.3	-118.7
FY19A	-29.6	-200.5	-51.4	-25.8	-21.7	-118.9	-48.9	-57.5
FY20F	-14.3	-511.7	-52.4	-27.1	-19.2	-60.1	-39.8	-51.2
FY21F	-3.7	-68.5	-29.0	-17.1	-5.8	-0.1	-16.4	-18.2
순이익(십억원)								
FY18A	-274	-8	-13	-27	-78	-7	-23	-11
FY19A	-304	-12	-6	-39	-85	46	-31	-7
FY20F	-96	-25	-14	-42	-97	-6	-13	-9
FY21F	-28	-15	-11	-30	-80	-6	-19	-7
ROE(%)								
FY18A	-	-25.1	-62.0	-13.6	-	-39.1	-12.6	-86.5
FY19A	-	-30.6	-10.1	-14.7	-	126.5	-15.7	-38.8
FY20F	35.1	-30.2	-8.4	-11.6	-57.9	-16.3	-7.7	-28.3
FY21F	-8.5	-20.9	-6.0	-12.0	-85.3	-11.0	-7.4	-10.4

자료: Bloomberg

주: 2020.08.28 종가기준, 당사추정치 기준

Valuation Table (3)

국내외 해상풍력 관련종목 실적 및 밸류에이션 비교

	씨에스윈드 (112610)	삼강엔터테인먼트 (100090)	VESTAS WIND SYSTEMS A/S	ORSTED A/S	SIEMENS GAMESA RENEWABLES
투자 의견 및 목표주가	BUY 100,000 원	BUY 17,000 원	-	-	-
국가	한국	한국	덴마크	덴마크	독일
현재주가(원, 달러)	94,600 원	13,600 원	152.9	143.7	27.5
시가총액(원, 백만달러)	1 조 6,352 억	4,629 억	30,105.8	60,419.1	18,745.9
PER(배)					
FY18A	80.5	n/a	19.3	10.3	109.0
FY19A	51.2	n/a	25.2	44.2	60.6
FY20F	28.7	24.0	39.5	55.1	-
FY21F	21.4	19.3	26.1	41.8	41.2
PBR(배)					
FY18A	1.6	0.8	4.3	2.7	1.2
FY19A	4.8	0.9	5.4	4.0	1.4
FY20F	4.1	2.5	7.0	4.5	2.8
FY21F	3.5	2.2	5.9	3.8	2.6
매출액(십억원)					
FY18A	502	144	11,970	11,968	10,860
FY19A	799	385	13,598	10,556	11,536
FY20F	980	504	17,087	9,924	11,654
FY21F	1,073	521	17,434	10,032	12,728
영업이익(십억원)					
FY18A	33	-35	1,087.8	3,664.2	251.0
FY19A	60	-21	1,124.0	1,740.5	285.0
FY20F	84	34	1,057.3	1,637.1	-24.9
FY21F	97	35	1,490.8	2,204.8	761.0
영업이익률(%)					
FY18A	6.5	(24.5)	9.1	30.6	2.3
FY19A	7.5	(5.4)	8.3	16.5	2.5
FY20F	8.5	6.8	6.2	16.5	-0.2
FY21F	9.1	6.8	8.6	22.0	6.0
순이익(십억원)					
FY18A	7	-60	807	2,892	83
FY19A	35	-37	788	1,077	158
FY20F	57	24	757	1,169	-155
FY21F	74	25	1,129	1,490	437
EV/EBITDA(배)					
FY18A	12.7	n/a	7.2	12.2	5.0
FY19A	21.8	818.2	10.0	18.1	5.3
FY20F	16.5	11.4	16.1	23.7	40.3
FY21F	14.2	10.5	12.7	18.6	14.9
ROE(%)					
FY18A	2.0	(29.2)	22.0	28.9	1.1
FY19A	9.9	(15.4)	22.1	9.2	2.3
FY20F	15.4	11.1	17.4	11.9	-5.8
FY21F	17.6	12.4	25.2	10.3	4.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2020.08.28 종가기준, 씨에스윈드, 삼강엔터테인먼트는 당사추정치 기준

Contents

I. EU, 그린딜 중심으로 산업구조 재편.....	10
II. EU, 재생에너지, 수소, 전기차 육성에 방점.....	12
III. 미국, 바이든 당선되면 그린산업 빅뱅 올 것.....	15
IV. 대한민국, 드디어 그린뉴딜에 동참.....	19
V. 해상풍력, 수소차 관련업체들 주목.....	22
VI. 현대차의 수소차 성장 스토리 시작.....	24
수소차 비전 2030.....	24
2030 년, 연 50 만대 생산 목표.....	28
현대모비스, 연료전지스택 및 친환경차 핵심 부품 공급.....	30
기업분석.....	33
현대차(005380)	
현대모비스(012330)	
씨에스윈드(112610)	
삼강엠앤티(100090)	
상아프론테크(089980)	

I. EU, 그린딜 중심으로 산업구조 재편

탄소배출 순제로 달성이 최우선 순위의 정책

EU의 신임집행부가 2050년 탄소배출 순제로 정책을 확정한 후 코로나 팬데믹이 발생했다. 국가들의 봉쇄가 이어지면서 모든 산업들이 단기간에 어려워지자, 일각에서는 탄소배출 순제로 정책이 후퇴하는 할 수도 있다는 우려가 있었다. 하지만 EU의 선택은 탄소배출 감축 정책을 강화하는 쪽으로 방향을 잡았다. 코로나 경기부양안으로 그린딜을 선택했기 때문이다. 탄소배출을 많이 하는 구시대 산업군들의 전망이 어둡고, 저탄소배출 신산업들의 고용 유발효과가 지속적이기 때문에 결단을 내린 것이다. EU를 비롯한 유럽 전역에서 그린산업의 전성기가 도래하고 있다.

도표 1 EU의 중장기 그린 딜 주요 정책들

정책	주요내용
1. EU 탄소배출감축 목표 상황	2030년까지 1990년 대비 50~55% 감축 (현재는 40% 수준) 2050년까지 탄소배출 순제로(Net Zero)
2. 국가별 에너지 계획 수립	- EU 회원국들 연말까지 에너지 계획 제출 - EU에서 검토 후 개정 및 2021년 6월까지 입법화
3. 탄소배출거래 시스템 (Emission Trading System) 확장	- 항공업계의 비과세 탄소배출 기준 감축 - 교통과 건축 분야 등으로 확장
4. 탄소국경세 (Carbon Border Tax) 도입	- 환경 덤핑을 막고 공정경쟁 환경을 조성하기 위해 탄소국경세 도입 2021년부터 일부 산업(시멘트 등)에 도입, 단계적으로 적용범위 확대
5. Just Transition Fund 결성	- 기후 중립 경제로의 전환에 영향을 받는 국가들에게 총 1,000억 유로 제공 - 소요 자금은 EU 지역정책 예산, 유럽투자은행 자금 등으로 조달 - EIB(European Investment Bank)와 협력, 현재 25% 수준인 기후관련 투자를 두 배 이상으로 확대
6. 운송부문의 스마트화 & 지속가능성 확대	- 내연기관차의 1km 주행당 이산화탄소 배출량 95g 이하로 조정 - 항공 및 해상운송의 바이오 디젤 및 수소연료 사용 확대 - 전기차 보급에 대비, 2025년까지 유럽 전역에 충전소 100만개 설치 - 전기차 배터리 산업 전략 개정, 유럽 배터리 동맹 지원
7. 재생에너지 보급 확대	- 화석연료 사용을 단계적으로 감축(보조금 폐지) 2020년 해상풍력 중심 재생에너지 확대 전략 발표

자료: EU

도표 2 EU 코로나 대응 그린딜 세부 정책들

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

자료: 유진투자증권

II. EU, 재생에너지, 수소, 전기차 육성에 방점

수소를 전략산업으로
육성하겠다는 EU

EU의 그린딜에 가장 큰 특징은 수소산업의 육성이다. EU는 재생에너지 전력으로 물을 분해해서 수소를 생산하는 그린수소를 근간으로 하는 그린수소전략을 발표했다. 현재 1GW 이하인 역내의 그린수소 생산설비를 40GW 까지 늘리고, 역외에서도 40GW를 건설해 수입할 계획이다. 이를 위해 80~120GW의 재생에너지를 증설할 계획이다.

도표 3 EU Hydrogen Strategy

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

자료: 유진투자증권

해상풍력과 수전해 설비투자 큰 폭 늘 것

EU가 그린수소를 주요 육성산업으로 선택한 것은 자신들이 강한 경쟁력을 가지고 있기 때문이다. 향후 EU의 수소생산은 대부분 해상풍력과 연계되어 진행될 것이다. EU가 해상풍력 개발 및 터빈 제조 글로벌 시장을 장악하고 있고, 수전해 장치 시장도 유럽업체들이 경쟁력에서 앞서 있는 것으로 파악된다. 특히, 그린수소는 재생에너지에 연계되기 때문에 반응속도가 빠른 수전해 설비인 PEM(Proton Electrolyte Membrane) 방식이 유리한데, 이 시장은 개발이 앞선 유럽업체들이 선점하고 있다. 유럽의 해상풍력 설치량은 2020년말 기준 약 24GW 수준으로 예상되는데, EU는 그린수소 생산을 위해 80GW 이상의 해상풍력 신규설치를 할 계획이다. 연계될 수전해 설비도 그동안은 매년 20~30MW 설치되었지만, 2023년부터는 연간 GW 수준의 설치가 예상된다. EU의 목표는 2024년까지 6GW, 2030년까지 역내에 40GW, 역외에 40GW이다. 독일은 그린수소 프로젝트 투자를 최근 시작했다.

도표 4 EU 그린수소 전략 채택으로 글로벌 수전해 설비 설치 수요 급증 전망

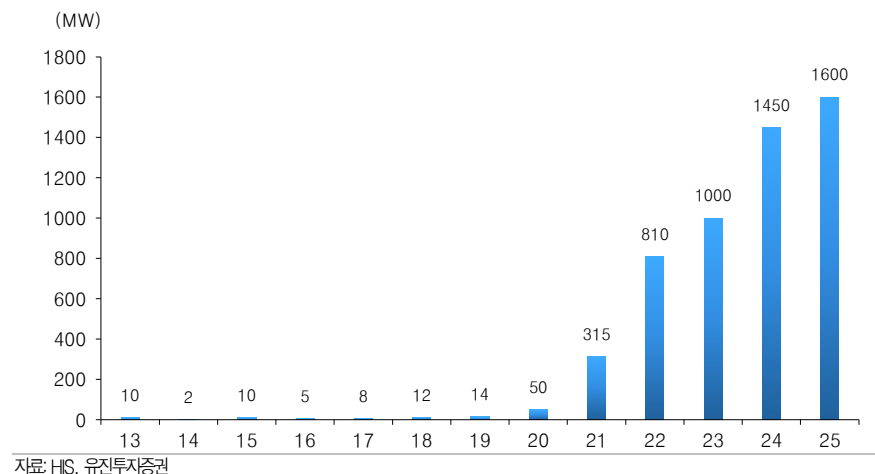
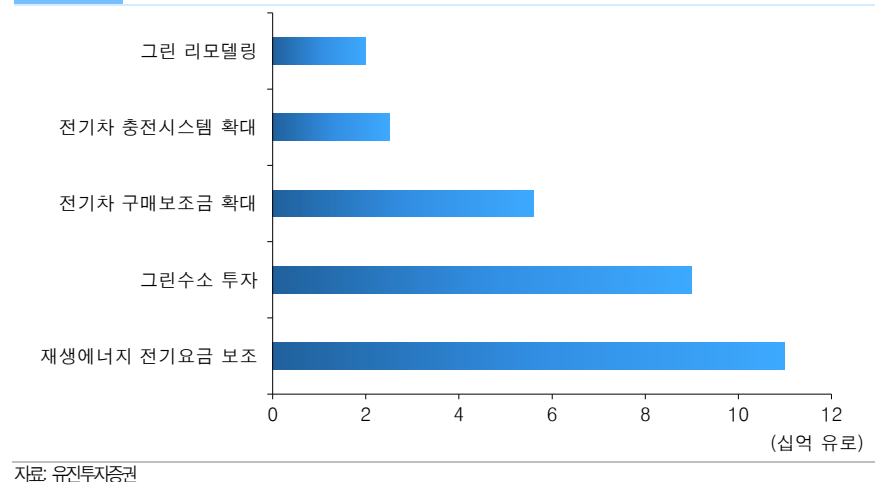


도표 5 독일, 코로나 부양책에 그린수소 투자 90억유로 포함



내연기관차 버리고 전기차/수소차 택한 EU

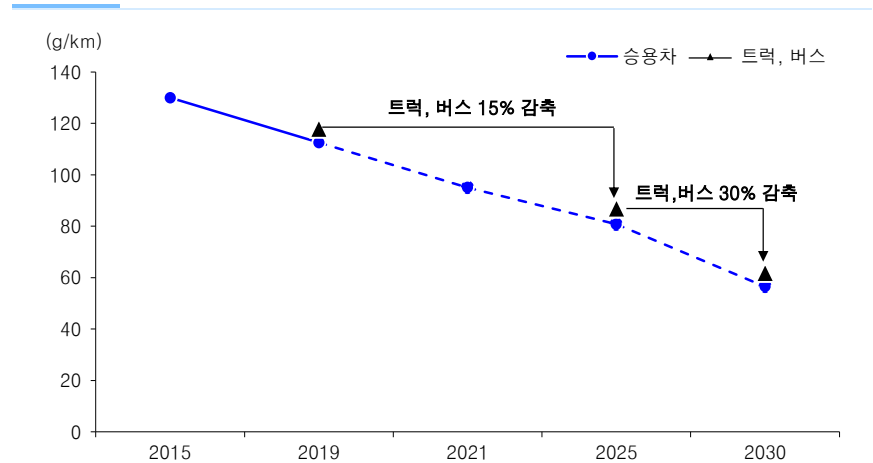
코로나 위기로 단기간에 자동차 판매가 급감하면서, 완성차업체들이 EU에 연비규제 완화를 건의했다. 과거 경제위기 때도 규제완화는 주요 부양책 중 하나였다. 하지만, 이번에는 달랐다. EU는 완성차업체들에 대한 지원책으로 대부분의 국가들이 전기차 지원정책 확대를 택했다. 탄소배출 넷제로라는 큰 틀을 유지하면서 지원하겠다는 정책의 기조를 확인한 것이다. 올 하반기에 유럽의 전기차 판매가 예상을 상회하는 수요증가를 시현할 가능성이 높은 이유이다. 또한, 수소를 주요 에너지원으로 성장시키는 전략을 확정함으로써, 수소차에 대한 수요 확대도 예상된다. 단기간에는 탄소배출 규제를 충족하기 위해 수소상용차에 대한 수요가 증가하고, 승용차부문은 대형 SUV, 라이트 트럭 등에서 수소모델들의 출시가 예상된다.

도표 6 EU 주요 국가들의 코로나 대응책, 내연기관차 지원은 보기 어려워

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

자료 : 유진투자증권

도표 7 EU 연도별 차량 CO2 배출감축 목표



자료: EU, 유진투자증권

III. 미국, 바이든 당선되면 그린산업 빅뱅 올 것

바이든, 역사상 가장 강력한 그린산업 육성 공약

미국은 트럼프가 재선되면 그린산업은 현재에서 크게 달라지지 않을 것이다. 반면 바이든이 당선되면, 미국뿐 아니라 글로벌 그린산업은 빅뱅이 예상된다. 바이든은 기후변화 관련 산업의 육성을 위해 1) 4년간 2조달러 투자 2) 2035년 전력부문의 탄소배출 제로 달성 3) 2030년부터 상업용건물의 탄소배출 제로 4) 캘리포니아식 강력한 연방정부 연비규제 도입 등을 발표했다. 바이든의 공약이 이행되면 풍력, 태양광, 전기차, 수소차 등 대부분의 그린산업은 단기 수요 급증이 예상된다.

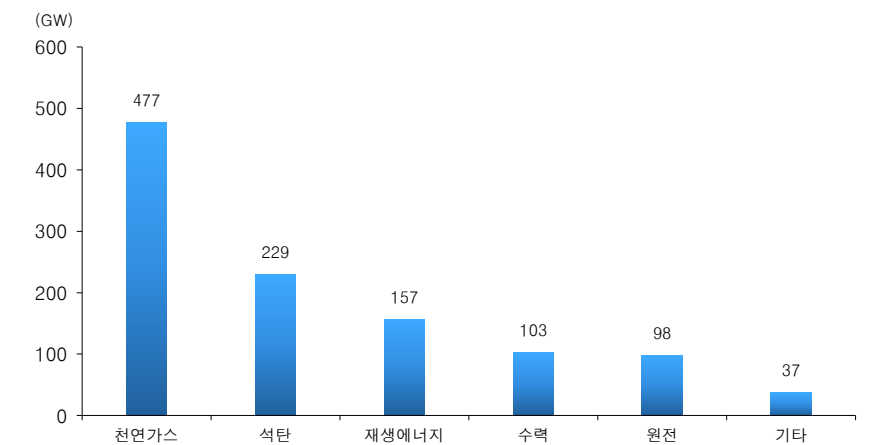
도표 8 바이든의 기후위기 대응 정책

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

자료 : 유진투자증권

**바이든 당선되면
재생에너지시장 미국발
수요빅뱅**

미국의 풍력, 태양광 시장은 트럼프 시대에도 호황기를 구가하고 있다. 오바마가 핵심 보조금인 PTC(Production Tax Credit), ITC(Investment Tax Credit)의 적용기간을 기존의 1 년에서 5 년으로 연장한 효과가 진행되고 있기 때문이다. 바이든은 2035 년까지 모든 전력원의 탄소배출 제로 계획을 발표했다. 이를 달성하기 위해서는 첫 단계로 약 700GW 의 천연가스와 석탄발전소를 재생에너지로 대체해야한다. 원전은 탄소다배출원은 아니지만, 원가경쟁력이 낮고 산업이 오랜 침체에 있어서 고용유발 효과가 낮다. 따라서 원전도 수명연장이 종료되는 시점에는 재생에너지로 대체될 것으로 판단된다. 전력생산 계수가 낮은 풍력, 태양광을 천연가스, 석탄, 원전 등과 동일한 전력량을 생산하기 위해서는 2~3 배수의 발전설비가 필요하다. 이를 감안하면 바이든의 탄소배출 제로 전력체계를 달성하기 위해서는 약 1400~2400GW 의 재생에너지 설비가 2035 년까지 필요하다. 이론적으로는 연간 약 100GW 이상의 신규 재생에너지 수요가 창출되어야 목표를 달성할 수 있는 것이다. 호황을 누리고 있는 미국의 현재의 연간 재생에너지 설치수요는 약 20~30GW 수준이다.

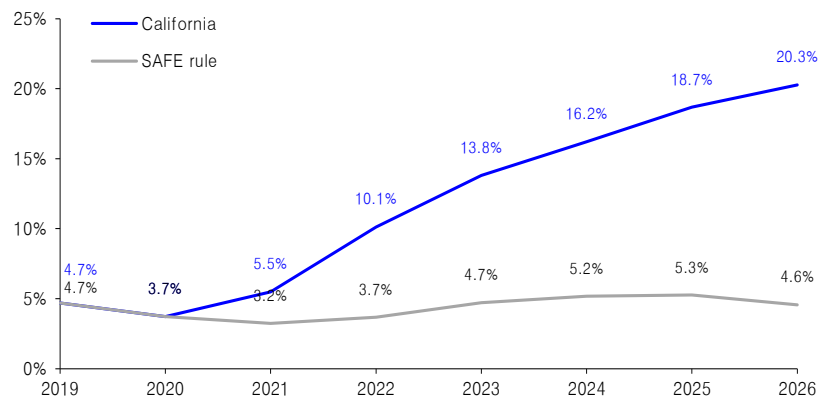
도표 9 미국 연료별 발전 캐파 비중 (2019 년)

자료: sootfrecities, Google, 유진투자증권

전기차/수소차 시장도 바이든 효과 매우 클 것 트럼프 때문에 부정적인 영향을 받는 대표적인 산업이 전기차부문이다. 미국은 연방정부 전기차 보조금으로대당 최대 7,500 달러의 세금감면이 있는데, 업체별로 20 만대까지 적용되고 이후부터는 점진적으로 낮아져 소멸한다. 트럼프는 보조금을 연장하자는 민주당의 요구에 반대하고, 오히려 연방정부 연비규제를 완화한 상태이다. 지난해부터 미국의 전기차 시장이 위축된 대표적인 이유이다. 바이든은 당선 시 엄격한 연비규제를 시행중인 캘리포니아 기준을 연방정부에 적용하고, 단기간에 스쿨버스 50 만대, 연방정부 차량 300 만대를 전기/수소차로 전환하겠다고 발표했다. 또한 단기적으로는 그동안 민주당이 주장해오던 전기차 보조금 적용 대수를 기존의 20 만대에서 60 만대로 상향할 가능성이 높다. 내년부터 미국의 전기차/수소차시장의 상승 기울기가 가팔라질 것으로 판단된다. 또한 최근에 캘리포니아가 상용차부문의 탄소배출 제로 차량 의무판매 제도를 도입해서 캘리포니아식 연비규제를 도입하고 있는 14 개주들에게도 확산될 것으로 판단된다.

도표 10 미국 트럼프의 연비 규제와 캘리포니아식 연비규제 기준 전기차 판매 비중 예상

전기차 판매 비중



자료: BNEF, 유진투자증권

도표 11 캘리포니아, 상용차에도 ZEV 의무판매제도 도입

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

자료: CARB, 유진투자증권

도표 12 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	169,339	218,855	404,307	380,528	297,983	411,938	506,811	645,670	822,816	1,053,832
미국 전기차 판매량	158,614	199,826	361,307	329,528	253,835	351,784	431,010	549,813	702,553	902,699
%YoY	36.6%	26.0%	80.8%	-8.8%	-23.0%	38.6%	22.5%	27.6%	27.8%	28.5%
미국 자동차 판매량	17,464,777	17,274,243	17,047,725	16,858,705	15,172,835	16,690,118	17,190,821	17,706,546	18,237,743	18,784,875
%YoY	0.4%	-1.1%	-1.3%	-1.1%	-10.0%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
미국 전기차 판매 비중	0.9%	1.2%	2.1%	2.0%	1.7%	2.1%	2.5%	3.1%	3.9%	4.8%
캐나다 전기차 판매량	10,725	19,029	43,000	51,000	44,149	60,154	75,802	95,857	120,264	151,134
아시아, 대양주 전기차 판매량	382,565	672,417	1,189,217	1,260,648	954,823	1,256,783	1,534,481	1,885,254	2,336,029	2,891,200
중국 전기차 판매량	351,861	600,174	1,102,375	1,177,421	867,474	1,152,761	1,410,320	1,735,040	2,152,033	2,658,311
%YoY	69.7%	70.6%	83.7%	6.8%	-26.3%	32.9%	22.3%	23.0%	24.0%	23.5%
중국 자동차 판매량	27,938,931	28,878,900	28,080,577	25,768,677	22,676,436	25,397,608	26,667,488	27,467,513	28,291,539	29,140,285
%YoY	13.7%	3.4%	-2.8%	-8.2%	-12.0%	12.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
중국 전기차 판매 비중	1.3%	2.1%	3.9%	4.6%	3.8%	4.5%	5.3%	6.3%	7.6%	9.1%
일본 전기차 판매량	22,375	55,945	52,103	43,867	38,151	43,852	51,059	61,299	75,808	97,107
%YoY	-11.6%	150.0%	-6.9%	-15.8%	-13.0%	14.9%	16.4%	20.1%	23.7%	28.1%
일본 자동차 판매량	4,970,266	5,234,175	5,264,024	5,191,245	4,775,945	5,110,262	5,314,672	5,420,965	5,529,385	5,639,972
%YoY	-1.5%	5.3%	0.6%	-1.4%	-8.0%	7.0%	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	0.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%
한국 전기차 판매량	6,107	13,874	31,000	30,832	37,778	45,881	55,171	66,356	79,739	99,822
호주 전기차 판매량	1,810	2,424	2,216	6,718	8,448	10,648	13,450	17,025	21,593	27,435
뉴질랜드 전기차 판매량	412	0	1,523	1,811	2,972	3,642	4,481	5,534	6,858	8,526
기타 아시아 총합	8,329	16,298	34,739	39,360	49,197	60,171	73,102	88,915	108,189	135,783
유럽 전기차 판매량	222,619	306,143	386,347	564,206	835,724	1,124,914	1,503,180	1,978,800	2,590,311	3,376,240
%YoY	15.1%	37.5%	26.2%	46.0%	48.1%	34.6%	33.6%	31.6%	30.9%	30.3%
네덜란드	23,114	9,191	27,079	66,630	68,794	87,426	112,071	146,021	191,885	254,687
노르웨이	45,662	62,170	72,636	79,640	99,237	114,459	128,485	140,942	156,077	172,107
영국	39,283	47,263	59,911	72,584	106,358	140,838	183,741	238,994	310,302	402,908
프랑스	34,574	36,778	45,605	61,508	122,253	165,927	224,376	301,136	396,469	518,768
독일	27,404	53,562	67,504	108,629	173,380	259,471	369,206	508,036	685,852	914,365
스웨덴	13,615	20,032	28,674	40,399	59,452	75,489	96,685	122,121	154,473	194,976
스위스	6,008	8,019	9,437	17,176	23,992	30,878	40,806	53,274	70,039	92,939
덴마크	1,438	913	4,583	9,409	13,079	16,710	21,186	26,729	33,565	42,063
벨기에	9,595	14,660	13,478	17,766	24,321	32,012	41,872	54,957	70,994	92,585
스페인	4,603	7,448	11,639	17,852	26,093	35,562	48,323	65,385	88,858	120,538
오스트리아	5,237	7,227	8,848	11,673	16,149	21,396	27,980	36,987	49,110	64,200
이탈리아	3,145	4,820	9,454	14,133	33,489	53,579	88,598	126,638	173,932	228,241
포르투갈	1,970	4,237	8,241	12,703	17,220	22,351	28,769	36,702	46,900	60,029
핀란드	1,432	2,210	5,691	7,335	10,093	13,000	16,569	20,576	25,858	31,979
아일랜드	687	1,084	2,208	5,214	8,321	10,451	13,068	16,426	20,800	26,568
체코	362	494	976	1,235	3,951	5,358	7,207	9,850	13,689	19,356
아이슬랜드	862	2,881	3,439	3,703	4,835	5,802	6,890	8,236	9,753	11,445
폴란드	305	348	1,268	2,394	4,317	5,741	7,936	11,136	15,877	23,033
루마니아	164	297	732	877	1,594	2,089	2,583	3,200	3,973	4,942
에스토니아	100	113	132	149	321	506	617	755	927	1,143
기타	3,059	22,396	4,812	13,197	18,476	25,867	36,213	50,699	70,978	99,370
유럽 자동차 판매량	15,131,719	15,631,687	15,624,486	15,805,752	12,960,717	14,904,824	15,351,969	15,659,008	15,815,598	15,973,754
%YoY	6.5%	3.3%	0.0%	1.2%	-18.0%	15.0%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%
유럽 전기차 판매 비중	1.5%	2.0%	2.5%	3.6%	6.4%	7.5%	9.8%	12.6%	16.4%	21.1%
전세계 자동차 판매량	91,458,490	92,647,748	92,654,055	87,528,024	76,149,381	83,764,319	87,952,535	90,591,111	93,308,844	96,108,110
%YoY	4.6%	1.3%	0.01%	0.1%	-13.0%	10.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
전세계 전기차 판매량	774,384	1,224,103	2,018,247	2,209,831	2,088,530	2,793,636	3,544,472	4,509,724	5,749,157	7,321,273
%YoY	40.7%	58.1%	64.9%	9.5%	-5.5%	33.8%	26.9%	27.2%	27.5%	27.3%
전세계 전기차 판매 비중	0.8%	1.3%	2.2%	2.5%	2.7%	3.3%	4.0%	5.0%	6.2%	7.6%

자료: EV-Sales, 유진투자증권

IV. 대한민국, 드디어 그린뉴딜에 동참

그린뉴딜의 첫 발 내디딘 대한민국 에너지전환을 주요 정책으로 삼았지만, 근본적인 전환에 부족했던 대한민국도 그린뉴딜을 주요 경기부양안으로 삼았다. 디지털 뉴딜만으로는 고용창출 효과가 크지 않고, 그린뉴딜이 글로벌 트렌드인 것을 감안하면 당연한 판단이다. 2025년까지 약 73 조원을 그린뉴딜에 사용하겠다는 계획인데, 그린 리모델링, 그린에너지, 미래차 등에만 약 30 조원의 재정이 투입된다. 해외의 사례와 비교하면 부족하지만, 그린산업을 위주로 한 성장전략 기조를 도입한다는 것만으로도 의미있는 행보이다. 적재적소에 투자금을 배부하고, 시기 적절하게 규제를 해소하면서, 기업들을 저탄소 정책으로 견인할 수 있는 능력이 발휘된다면 효과가 클 수 있다.

도표 13 대한민국 그린뉴딜 주요 정책들

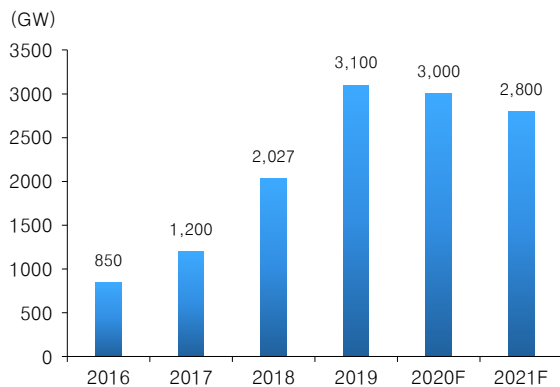
부문	투자금액(조원)	내용		2020	2025
그린리모델링	5.4	노후건축물	■ 15년 이상 공공임대주택, 어린이집, 보건소 의료기관 대상 태양광 설치 및 고성능 단열재 교체	-	-
		신축건축물	■ 고효율 에너지 기자재, 친환경 소재 등 활용 ■ 국공립 어린이집, 국민체육센터 신축		
		전선 지중화	■ 지원 필요성 높은 지역 전선 통신선 공동지중화 추진		
그린 에너지	11.3	해상풍력	■ 최대 13개 권역의 풍황 계측타당성 조사 지원 및 배후 실증단지 단계적 구축 추진	재생에너지 발전용량 (태양광, 풍력)	
		태양광	■ 주민참여형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

자료: 정부자료, 유진투자증권

**상대적으로 부진한 풍력부문에
집중될 재생에너지 정책**

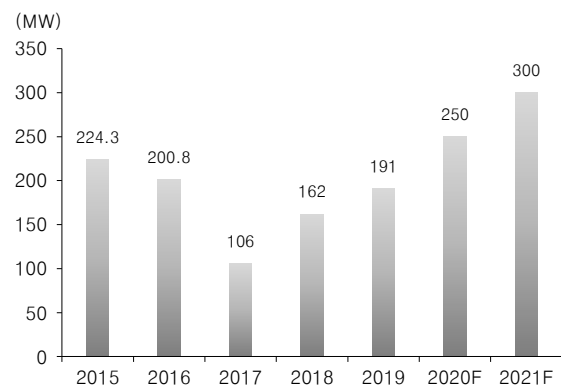
현 정부의 에너지전환정책으로 국내의 태양광 설치량은 지난해 3GW 를 돌파했다. 올해에도 3~4GW 설치가 유력하다. 따라서 현 추세만 유지해도 정부의 2030 년 목표를 달성할 수 있다. 하지만, 풍력은 심각한 상황이다. 지난 해 190MW 만 설치되어 연간 1GW 이상 설치되어야 달성 가능한 목표에 현저히 부족하다. 정부는 그린뉴딜을 통해 이를 해상풍력으로 해결하려는 의지를 가지고 있다고 판단된다. 2030 년까지 12GW 의 해상풍력을 달성하겠다는 계획이고, 2.4GW 서남해 해상풍력과 8GW 의 전남 해상풍력, 2GW 의 울산 부유식 해상풍력이 주력 프로젝트들이다. 해당 수역의 어민들과의 협상을 속도감 있게 할 수 있느냐에 따라 성과가 결정될 것이다.

도표 14 국내 태양광 설치량 추이



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 15 국내 풍력 설치량 추이

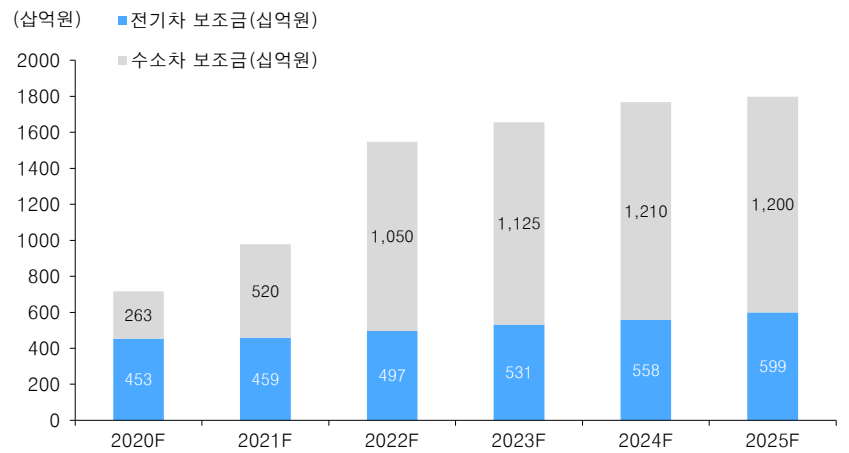


자료: 유진투자증권

미래차 부문은 자원확대와 동시에 의무판매제도 도입이 필수

그린뉴딜 중 가장 많은 예산이 투입될 산업은 미래차부문이다. 전기차와 수소차 확대를 위해 2025년까지 보조금을 유지하고, 보급대수도 대폭 늘리게 된다. 보조금을 2025년까지 지급하기로 했다는 것은 미래차 산업에 긍정적이다. 다만, 해외의 경우 일방적인 지원만으로 미래차 산업을 육성하지는 않는다. 지원받은 만큼 산업체들의 의무도 동시에 부담한다. 중국과 미국 캘리포니아 등의 전기차 의무판매제도와, EU의 강력한 탄소배출 규제가 이에 해당한다. 우리도 이러한 트렌드를 따라가야 한다. 의무판매제도와 보조금을 동시에 병행하면 단기간에 국내의 전기차 시장은 10만대, 수소차 시장은 5만대 이상으로 커질 가능성이 높다. 이 경우 배터리 셀업체들과 수소차 관련업체들의 증설로 고용 창출 효과가 클 것이다.

도표 16 국내 수소차/전기차 연도별 구매 보조금 예상규모



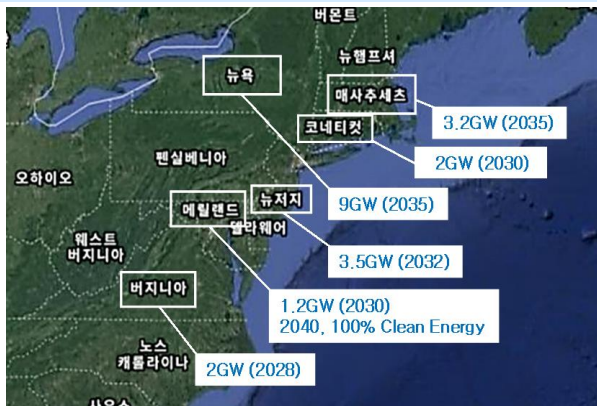
자료: 유진투자증권

V. 해상풍력, 수소차 관련업체들 주목

글로벌 해상풍력 활성화로
씨에스윈드, 삼강엠앤티
호황국면 진입

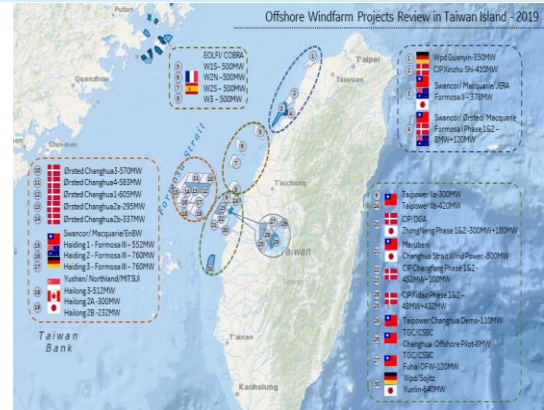
유럽은 그린수소와 탄소배출 순제로 정책을 달성하기 위해 재생에너지 중 해상풍력을 집중 육성한다. 대한민국, 일본, 대만, 베트남 등 아시아국가들도 경기부양을 위해 약 40GW 이상의 해상풍력 설치 계획을 확정했다. 미국은 트럼프 행정부하에서도 북동부 연안의 주들이 약 20GW 이상의 해상풍력 설치 목표를 발표했다. 바이든이 당선되면 이 계획들의 실행속도가 빨라질 것이다. 국내업체들 중 글로벌 해상풍력 타워 제조 선두업체인 씨에스윈드와 최근에 시장에 진입한 삼강엠앤티를 주목해야 한다.

도표 17 미국 북동부 연안주들의 해상풍력 목표



자료: 보도자료, 유진투자증권

도표 18 대만 해상풍력 프로젝트들



자료: 보도자료, 유진투자증권

수소차 시장 고성장 시작,
현대차, 현대모비스,
상아프론테크, 일진다이아 주목

미래차산업도 글로벌 그린뉴딜의 대표 수혜업종이다. 전기차 관련업체들에 대해 긍정적인 시각을 유지한다. 하지만, 이번 글로벌 그린뉴딜의 가장 하이라이트는 대한민국의 수소차 산업이다. 국내의 수소차산업은 현정부의 지원속에 글로벌 1 위로 성장했지만, 산업의 확장면에서는 불확실성이 있었다. 이런 불확실성을 EU 가 제거해준 것이다. 수소차가 성장하려면 수소의 원활한 생산이 전제되어야 하고, 특히 그린수소가 채택되어야 지속가능하다. EU 가 그린수소 전략을 확정함으로써 수소차 등 수소관련 산업이 2050 년 탄소배출 순제로를 위해 반드시 필요한 산업이 되었다. 글로벌 수소차 시장은 2020~2025 년 연평균 66%의 고성장이 예상되고, 이를 대한민국이 주도할 것으로 판단된다. 전세계 수소관련 밸류체인 중에서 우리업체들의 실적 가시성과 성장성이 제일 높을 것으로 판단된다. 글로벌 수소차시장의 성장을 견인하고 있는 현대차와 현대모비스, 수소차에서 가장 중요한 스택의 핵심소재인 멤브레인의 개발에 성공한 상아프론테크와 수소탱크를 공급하고 있는 일진다이아(일진복합소재)가 최선호주들이다.

도표 19 글로벌 수소차 시장 현대차가 주도 전망

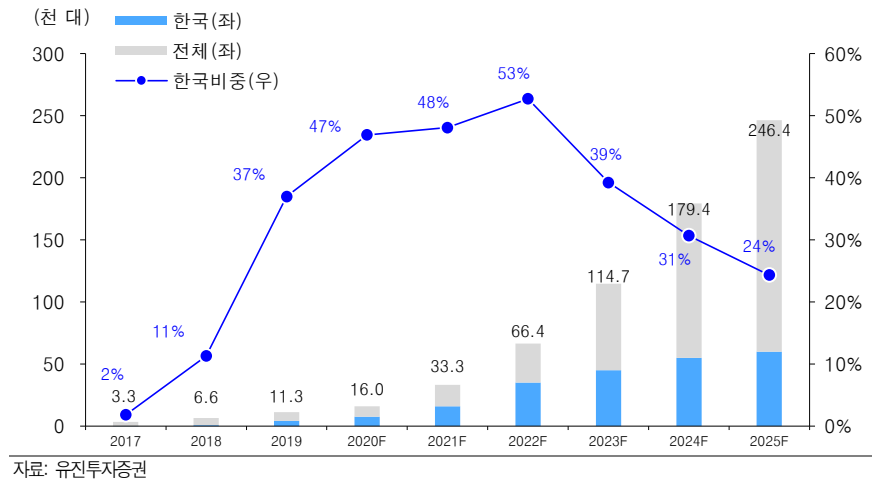
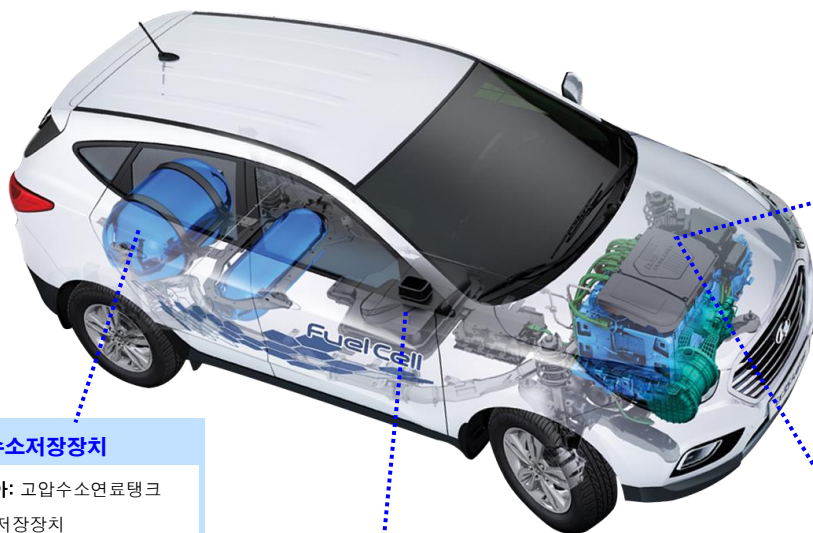


도표 20 글로벌 수소 관련업체들 주가 급등세

수소차 인프라

- 이엠코리아, 엔케이: 수소충전소
- 현대제철: 부생수소



수소저장장치

- 일진다이아: 고압수소연료탱크
- EG: 고체저장장치
- 유니크: 수소제어밸브
- 세종공업: 수소센서, 수소제어밸브

연료전지스택

- 현대모비스: 연료전지모듈
- 현대제철: 분리판
- 상아프론테크: 분리막
- 동아화성: 가스켓

전장부품

- S&T모티브, LG전자: 구동모터
- 현대모비스: 전장/구동부품모듈
- 삼화전자: 전력변환모듈
- 뉴로스: 공기압축기
- 뉴인텍, 삼화전기: 콘덴서

운전장치

- 한온시스템: 수소차 공조/열관리 시스템 모듈
- 우리산업: PTC히터, COD히터
- 지엠비코리아, 대우부품: 전동식 워터펌프

자료: 유진투자증권

VI. 현대차의 수소차 성장 스토리 시작

수소차 비전 2030

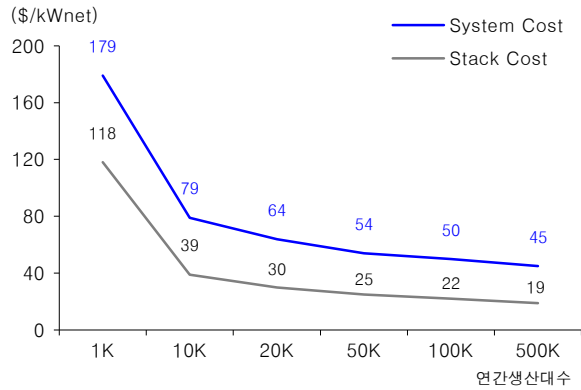
실현 가능성 높아진 수소차 비전 2023 년 개선된 2 세대 넥쏘 출시 예정 장기 스택원가 kW 당 30 달러까지 하락	글로벌 규제 환경 강화로 현대차 그룹의 수소차 비전의 실현 가능성이 점차 높아지고 있다. 연료전지스택 기술 혁신을 통한 획기적인 차세대 수소차 모델 출시가 2023 년 예정돼 있고, 수소 상용차 보급을 위한 글로벌 얼라이언스가 체결되고 있기 때문이다. 현대차 정의선 수석부회장은 향후 3~4 년 내 수명은 2 배 이상 증가하고 원가는 절반으로 감소한 연료전지스택을 개발 할 수 있을 것이라고 밝혔다. 2023 년 출시가 예정된 2 세대 넥쏘(NEXO)에 이 개선된 스택이 장착될 수 있을 것으로 보인다. 연료전지시스템의 원가에서 가장 큰 부분을 차지하는 것은 백금 촉매였으나 기술 개발로 촉매 사용량이 대폭 감소하고 있다. 백금 촉매를 제외한 부품들은 낮은 생산 수량이 높은 생산 원가의 원인이다. 미국 DOE(Department of Energy) 추정치에 따르면, 연간 스택 생산 단위가 10 만대가 되면 1 만대 단위로 생산될 때보다 스택 제조원가가 거의 절반 가까이 하락하는 것으로 나타난다. 중장기적으로는 kW 당 원가가 30 달러로 하락해 현재의 1/6 수준까지도 떨어진다는 연구 결과도 제시하고 있다. 즉, 수소차 회의론에도 불구하고 가격 경쟁력이 점차 확보되고 있는 셈이다.
---	---

도표 21 제조사별 FCEV 출시 계획

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

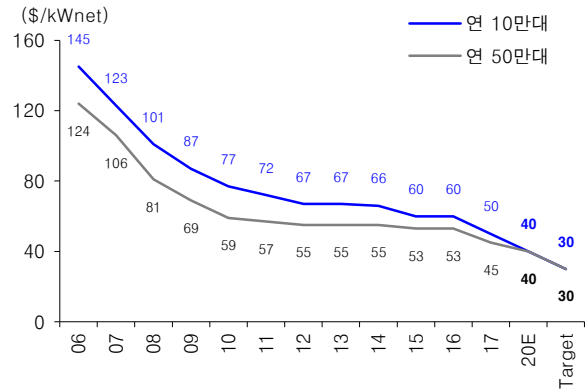
자료: Nikola, 유진투자증권

도표 22 연료전지스택 단위별 생산 원가



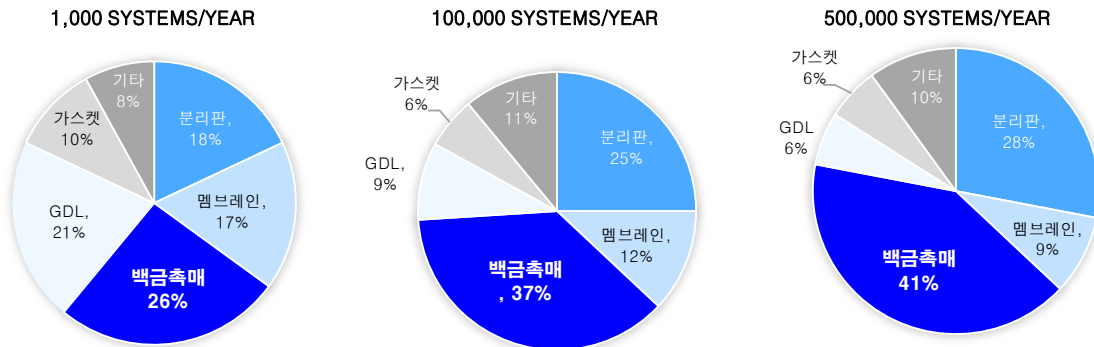
자료: DOE, 유진투자증권

도표 23 연료전지스택 생산 원가 하락



자료: DOE, 유진투자증권

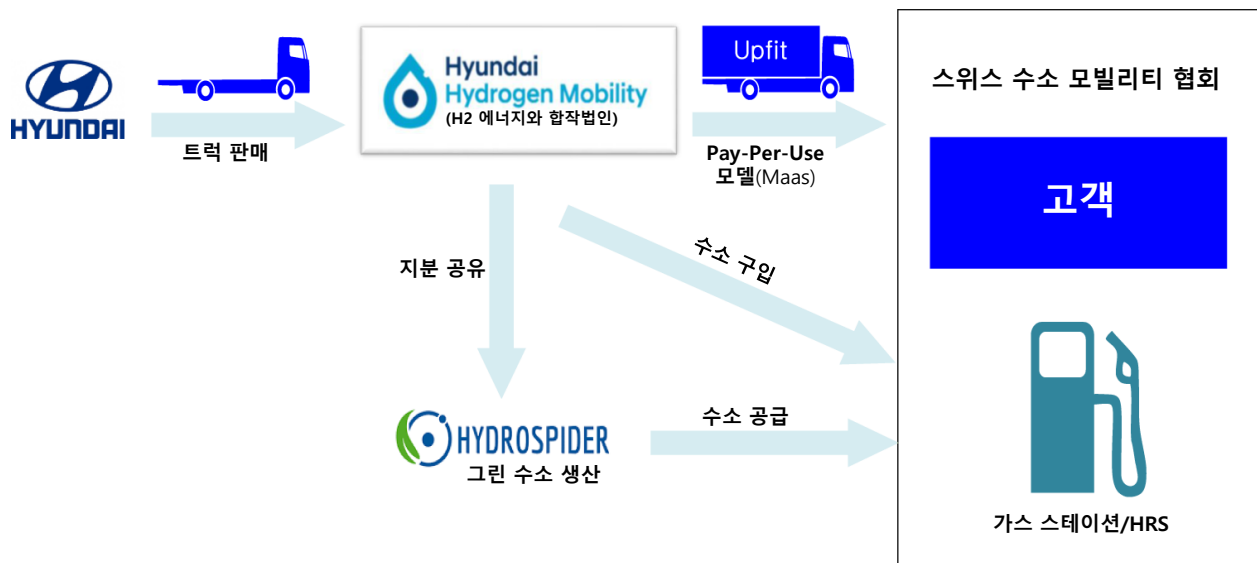
도표 24 생산단위별 연료전지시스템 원가 구조



자료: DOE, 유진투자증권

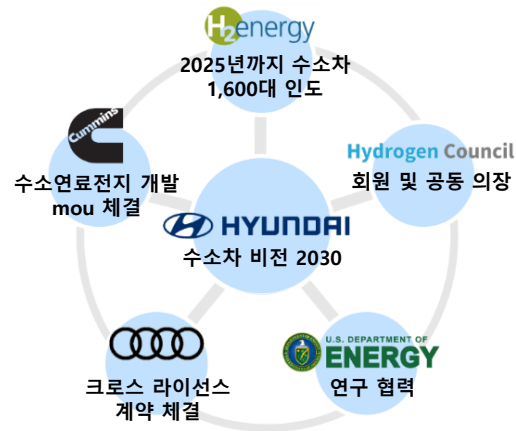
현대차, H2 스테이션에 엑시언트 FCEV 공급	수소 경제 구축을 위한 글로벌 얼라이언스가 확대되고 있다. 현대차는 H2 에너지와 수소전기트럭 공급 계약을 체결해 최근 엑시언트 수소차 10 대를 선적했고, 연말까지 총 50 대, 2025 년까지 총 1,600 대를 공급할 계획이다. 수소상용차 비즈니스 모델은 회당 사용료(Pay per use)를 받는 시스템이 될 전망이다. 현대차와 H2 에너지의 합작사인 현대 하이드로젠 모빌리티에 수소트럭을 공급하고 고객사가 이 트럭을 사용할 때 마다 사용료를 받는 구조다. JV 가 지분을 보유한 하이드로스파이더(Hydrospider)는 그린 수소를 생산해 수소충전 네트워크에 공급한다. 현대차 그룹은 스위스를 시작으로 독일, 노르웨이, 네덜란드 등 인접국으로 비즈니스를 점차 확장해 2030 년 유럽 수소대형트럭 시장의 12~15% 점유율 확보를 목표로 하고 있다.
2030 년 유럽 대형트럭 시장 12~15% 점유율 목표	
커민스(Cummins)와 수소상용차 시장 진출 MOU 체결	미국 시장에서는 대형상용차 파워트레인 전문업체인 커민스(Cummins)와 북미 수소상용차 시장 진출을 위한 MOU 를 2019 년 체결했다. 미국 상용차 시장은 캘리포니아의 2024 년 친환경 상용차 의무 판매 도입으로 인해 빠른 전환이 일어날 전망이다. 최근 미국의 수소상용차 스타트업인 니콜라 역시 글로벌 최정상 수준의 기술력을 보유한 현대차에게 협력을 요청한 바 있다. 현대차는 지난 7 월 공개한 대형 트럭 범용 FCEV 컨셉을 공개한 바 있으며 대형 수소상용차 시장에 곧 진출할 수 있을 것으로 기대된다.

도표 25 현대 하이드로젠 모빌리티 사업 구조



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 26 현대차의 수소 얼라이언스 구축 현황



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 27 현대 콘셉트카 HDC-6 넵튠



자료: 유진투자증권

도표 28 현대 수소 상용차 엑시언트



자료: 유진투자증권

2030년, 연 50만대 생산 목표

2030년까지
누적 7.6조 투자
연 50만대 생산 목표

현대차는 2030년 누적 7.6조원을 투자해 연 50만대의 수소차 생산 능력을 갖출 계획이다. 2023년 차세대 연료전지스택 시스템 개발과 신모델 출시로 가격 경쟁력을 확보하고 2030년부터 본격적인 수소차 라인업 확대에 돌입한다는 계획이다. 글로벌 주요국의 환경 규제 강화 시점인 2024~2025년부터 수소차 시장은 급속도로 성장할 것으로 예상된다.

현대차 목표치 대비 다소
보수적인 전망치 제시

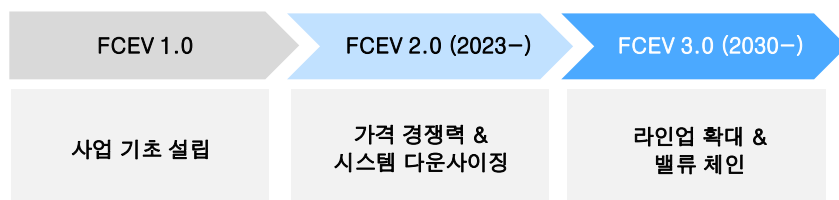
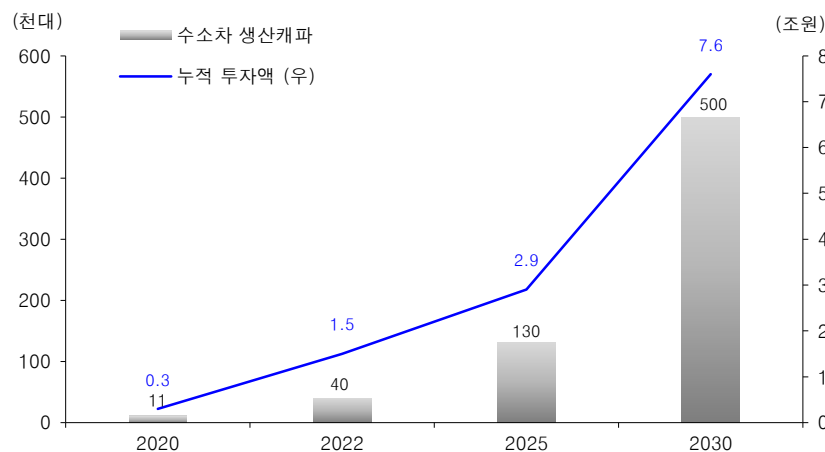
당사는 현대차의 2025년, 2030년 수소차 생산 대수가 각각 8.6만대, 25.4만대에 달할 것으로 추정한다. 현대차의 목표치 및 글로벌 주요국의 보급 목표 대비 다소 낮은 수치인데 수소차 자체의 기술 발전 보다는 값싼 수소의 대량 생산과 원활한 공급이 제약되는 점이 수소차 수요를 제약하는 요인으로 작용할 것으로 추정되기 때문이다.

현대차, 수소차 매출
2025년 연 3조,
2030년 연 7.4조 추정

수소트럭은 현재 회당 사용료(Pay per use)를 받는 비즈니스 구조를 가지고 있어 현 시점에서 매출액을 정확히 추산하기는 어려울 것으로 보인다. 수소승용차는 연료전지스택 원가의 하락으로 2023년에는 현재 동급 모델의 전기차 수준, 2025년 이후로는 내연기관차에 근접한 가격으로 내려갈 것으로 추정된다. 이 경우, 현대차의 수소차 매출액은 2025년 연간 3조원, 2030년 연간 7.4조원 규모가 될 것으로 보인다. 글로벌 파이어인 니콜라(Nikola)가 수소상용차 양산 첫해인 2024년 기준 PSR 1배에 상장됐고 현재 PSR 5배 수준에 거래되고 있는 점을 감안했을 때, 수소차 비즈니스 밸류를 별도로 산정할 경우, 약 3조원에서 15조원 수준의 기업가치 증대 효과가 있을 것으로 추정된다. 현재 수소차 비즈니스는 높은 고정 비용으로 인해 적자가 발생하고 있기 때문에 가치를 별도 산정할 경우, 현대차의 추정 EPS는 오히려 상승한다.

니콜라 밸류에이션 적용 시,
약 3~15조원 기업 가치
증대 효과

도표 29 현대차 FCEV 비전



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 30 현대차 수소차 판매대수 및 매출액 추정치

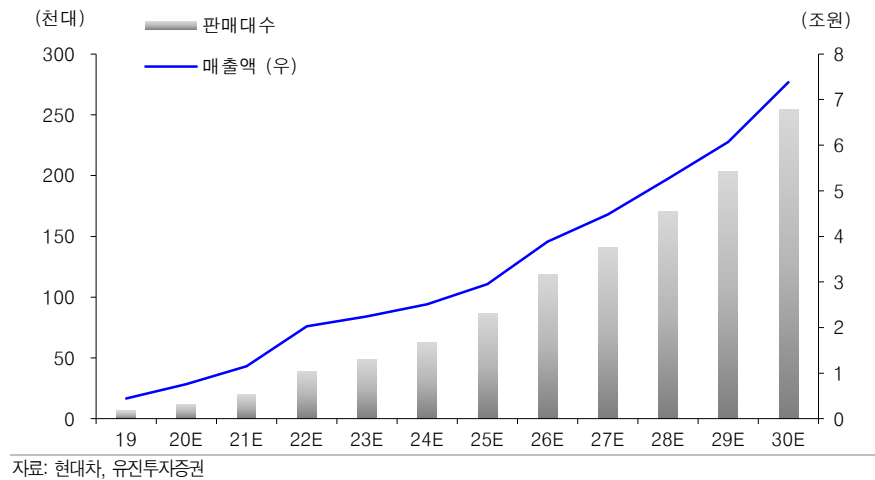


도표 31 니콜라의 북미 지역 예상 재무제표 - 상장 공모가는 2024년 PSR 1 배로 산정

(백만달러)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Key Income Statement Drivers					
BEV Trucks Sold (대)	-	600	1,200	3,500	7,000
FCEV Trucks Sold (대)	-	-	-	2,000	5,000
H2 Stations Completed (대)	-	-	-	10	24
Income Statement Items					
BEV Truck Revenue	-	\$150	\$300	\$875	\$1,750
FCEV Truck Revenue	-	-	-	\$470	\$1,175
FCEV Service & Maintenance Revenue	-	-	-	\$13	\$56
FCEV Hydrogen Revenue	-	-	-	\$56	\$245
Total Revenue	-	\$150	\$300	\$1,414	\$3,226
% Growth	-	-	100.0%	371.3%	128.1%
(-) Cost of Goods Sold	-	(112)	(242)	(1,113)	(2,507)
Gross Profit	-	38	58	301	719
GPM	-	25.20%	19.20%	21.30%	22.30%
(-) Operating Expenses	(222)	(303)	(274)	(416)	(574)
EBIT	(222)	(265)	(216)	(114)	145
EBIT Margin	-	-176.9%	-72.0%	-8.1%	4.5%
(+) Depreciation & Amortization	11	20	41	48	68
EBITDA Margin	-	-163.3%	-58.4%	-4.6%	6.6%
Balance Sheet and Cash Flow Items					
Net Working Capital	(\$9)	\$20	\$41	\$201	\$476
% of Revenue	-	13.4%	13.8%	14.2%	14.8%
Truck Manufacturing Facility, Equipment & Other Capex	(156)	(293)	(196)	(64)	(34)
H2 Stations & Equipment Capex	-	(6)	(100)	(305)	(639)
Total Capital Expenditures	(\$156)	(\$298)	(\$296)	(\$368)	(\$673)
% of Revenue	-	198.7%	98.6%	26.0%	20.9%

자료: NIKOLA, 유진투자증권

현대모비스, 연료전지스택 및 친환경차 핵심 부품 공급

현대모비스,
수소차의 핵심
연료전지스택 공급

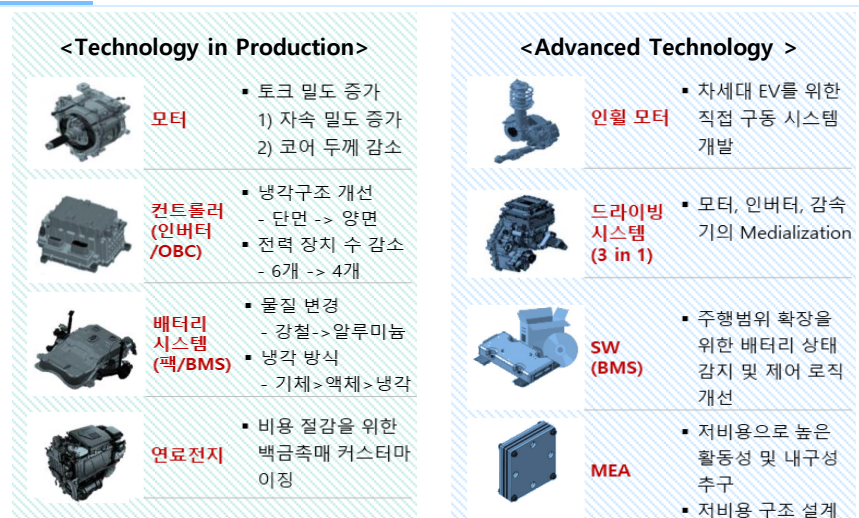
현대모비스는 현대차 그룹의 핵심 친환경차 부품 공급자 역할을 담당하고 있다. 현대모비스는 수소차와 전기차에 공통으로 필요한 전력변환/전력공급장치, 배터리 시스템과 배터리 관리 장치 등 배터리 모듈 공급자 역할을 수행하고 있다. 수소차에서는 그 영역이 확대돼 수소공급장치와 연료전지스택을 추가로 공급하게 된다. 연료전지스택은 수소차 전체 원가의 절반을 차지하는 핵심 부품이다. 연료전지스택과 전장부품군을 포함한 모비스의 수소차 대당 공급단가는 원가의 60% 수준이 될 것으로 추정된다.

도표 32 현대모비스 전동화 부문 주요 아이템



자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 33 현대모비스 전동화 부품 미래 전략



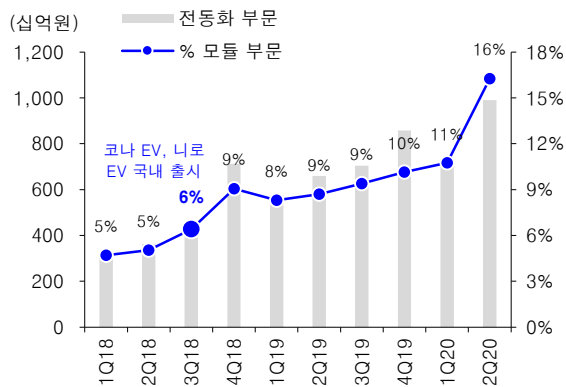
자료: 현대모비스, 유진투자증권

**전동화 부문 2018 년 하반기
이후 폭발적 성장**

**전동화 부문 매출 비중
16%(모듈 부문 기준)**

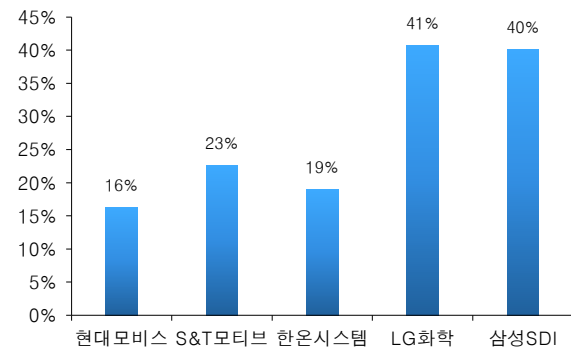
현대모비스의 전동화(전력계통 부품, 전기차/수소차 관련 부품군을 포함) 관련 매출액은 매년 꾸준히 성장해 2020 년 2 분기 기준 자동차 부품 매출액의 약 16%를 차지하고 있다. 전동화 매출액은 코나EV, 니로EV가 출시된 2018 년 하반기를 기점으로 폭발적으로 성장해 2019 년에는 전년비 55%의 성장률을 기록했다. 2 분기 코로나 19 로 인해 내연기관차 매출은 감소했지만 전동화 매출액은 오히려 전년비 50% 증가했다. 외부 변수와 무관하게 친환경차의 고성장이 지속되고 있고 동사의 주요 전동화 부품 수요도 동반 증가했기 때문이다.

도표 34 현대모비스 전동화 부문 매출 추이



자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 35 현대모비스 전동화 부문 매출 비중

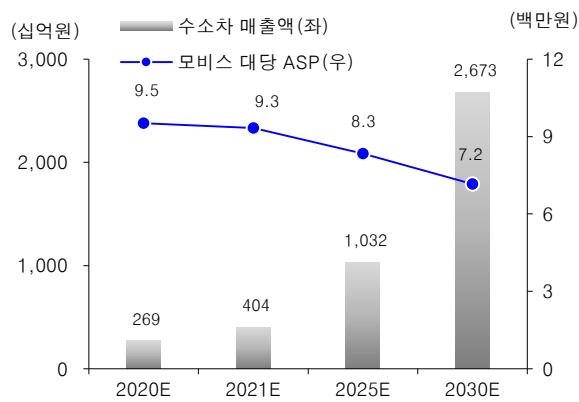


자료: 현대모비스, 유진투자증권

전동화 부문 매출액,
2025년 14.5조원
2030년 24.5조원 달성 전망

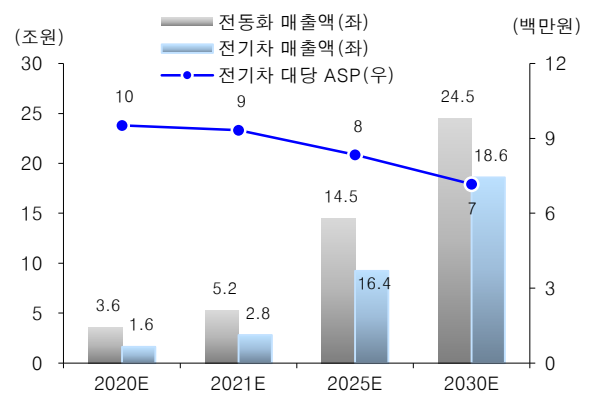
현대모비스의 전동화 부문 매출은 고속 성장을 지속해 2020~2030년 기간 연평균 17.5%의 성장률을 지속할 것으로 예상된다. 대량 생산과 기술 발전으로 인해 대당 단가는 매년 하락하나 친환경차 공급 물량이 폭발적으로 성장할 것으로 예상된다. 단기적으로는 낮은 부품별 볼륨으로 인해 전동화 부문은 적자를 기록하고 있지만 2021년에는 손익분기점을 넘을 것으로 추정되며 중장기적으로는 5~10% 사이의 고마진율을 누릴 수 있을 것으로 기대된다. 당사 추정치 기준 현대모비스의 전동화 매출액은 2020년 3.6조원, 2025년 14.5조원, 2030년 24.5조원으로 10년 사이 6배 가량의 매출 증가를 기대한다.

도표 36 현대모비스 수소차 매출 전망



자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 37 현대모비스 전동화 & 전기차 매출 전망



자료: 현대모비스, 유진투자증권

기업분석

현대차(005380)

BUY(유지) / TP 200,000 원

2021 년 그린카 대격변의 시작

현대모비스(012330)

BUY(유지) / TP 270,000 원

친환경/자율주행 부품사로의 전환기

씨에스윈드(112610)

BUY(유지)/TP 89,000 원

글로벌 해상풍력 타워 시장 1 위업체

삼강엔지니어(100090)

BUY(유지) / TP 15,000 원

해상풍력 하부구조물 시장의 강자로 부상

상아프론테크(089980)

BUY(유지) / TP 57,000 원

글로벌 수소산업 핵심 소재업체로 성장

Mobility

현대차(005380.KS)

Mobility 이재일
02)368-6183
lee.jae-il@eugenefn.com

2021 년 그린카 대격변의 시작

BUY(유지)

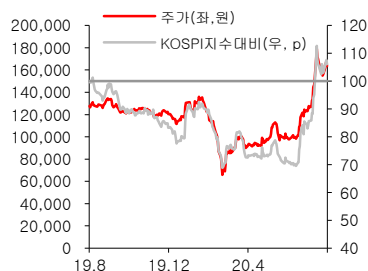
목표주가(12M, 유지) 200,000 원
현재주가(8/28) 172,000 원

Key Data	(기준일: 2020.8.28)
KOSPI(pt)	2,354
KOSDAQ(pt)	841
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	36,751
52 주 최고/최저(원)	180,500 / 65,000
52 주 일간 Beta	1.63
발행주식수(천주)	213,668
평균거래량(3M, 천주)	2,480
평균거래대금(3M, 백만원)	331,418
배당수익률(20F, %)	3.3
외국인 지분율(%)	32.0
주요주주 지분율(%)	
현대모비스(외 8 인)	29.4
국민연금공단 (외 1 인)	11.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률				
KOSPI 대비 상대수익률				

Company vs KOSPI composite



■ E-GMP 플랫폼 출시와 EV 속도전

현대차는 2021 년 E-GMP 기반의 전기차 신차 출시를 본격화 할 예정. E-GMP 의 도입은 현대차 그룹이 지금까지 준비해 온 전기차 관련 신기술들을 적용할 수 있는 판을 깔아주는 변화라고 볼 수 있음. 현대차는 아이오닉-5, eG80, eGV70, JW(C-seg SUV) 등 아이오닉 EV 1 종, 제네시스 EV 3 종 등 4 종의 전기차 신차 출시 예정

내년 신차에는 800V 고전압 시스템, 확장된 내부 공간/휠 베이스가 적용될 전망이며 인휠모터 적용 가능성도 제기되고 있음. EV 신차가 대거 출시됨에 따라 현대차의 전기차 판매는 2020 년 11 만대에서 2021 년 22 만대로 100% 증가를 전망함

■ 수소상용차 글로벌 출시 본격화

동사는 올해 50 대의 엑시언트 FCEV 선적을 시작으로 2025 년까지 총 1,500 대의 수소 트럭을 H2 에너지에 공급할 계획이며, 미국의 대형상용차 전문업체 커민스(Cummins)와 수소상용차 시장 진출을 위한 MOU 를 체결함. 중대형 수소상용차 시장이라는 새로운 시장을 개척하게 된 것. 2023 년에는 성능이 대폭 향상된 2 세대 넥쏘를 출시해 수소상용차 대중화의 전기를 맞게 될 전망이다. 동사의 수소차 판매대수는 2020 년 1.2 만대에서 2021 년 2 만대로 66% 증가를 전망함

■ 대전환기의 투자 기회

동사에 대한 목표주가를 20 만원으로 유지함. 목표주가는 2021 년 EPS 기준 PER 8 배를 적용한 기존 영업가치 평가에서 수소차 부문 가치를 더한 것. 수소차 부문 가치는 북미 수소상용차 전문업체 니콜라의 상장 당시 Valuation(수소차 양산이 본격화되는 2024 년 PSR 1 배)을 적용한 것. 2021 년 전기차 박싸이클 진입 이후에는 전기차 부문 가치 재평가로 추가적인 주가 업사이드도 확보 가능할 것. 투자의견 매수와 업종 최선호주 추천을 유지함

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	96,813	105,746	101,564	111,252	113,435
영업이익(십억원)	2,422	3,606	3,883	5,668	6,235
세전계속사업손익(십억원)	2,530	4,164	4,119	6,208	7,188
지배이익(십억원)	1,645	3,186	3,125	4,828	5,100
EPS(원)	6,930	13,947	12,991	21,468	22,674
증감률(%)	-62.1	101.3	-6.9	65.3	5.6
PER(배)	17.1	8.6	13.2	8.0	7.6
ROE(%)	2.4	4.6	4.4	6.5	6.6
PBR(배)	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.2	8.5	9.2	7.4	6.6

자료: 유진투자증권

도표 38 현대차 목표주가 산정

A. 총기업가치(십억원, 1+2)	39,696	
1. 기존사업가치(십억원, a*b)	36,696	
a. 지배순이익(십억원)	4,587	2021년 전망치
b. 적용 P/E(배)	8.0	2019년 기준 글로벌 Peer 평균 PER
2. 수소차 부문 가치(십억원, c*d)	3,000	
c. 2025년 예상 매출액	3,000	2025년 예상 수소차 매출액 * 1배
d. 적용 P/S(배)	1.0	니콜라 상장 평가가치 기준 PSR 1배 적용
B. 유통주식수(천주)	200,576	자사주를 제외한 보통주 주식수
C. 목표주가(A/B, 원)	200,000	

자료: 현대차, 유진투자증권

참고: 기존 사업가치는 2021년 지배순이익에 P/E 8배를 적용

참고: 수소차 부문 가치는 니콜라 상장 당시 평가기준인 수소차 양산시점의 PSR 1배를 적용. 니콜라 현 주가는 2024년 PSR 5배 수준에 거래 중임

참고: 수소차 부문은 현재 적자를 기록하고 있어 별도 가치 산정 시 EPS 증가 효과 있으나 현재 분리공시되고 있지 않아 산식에서 제외함

도표 39 현대차 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	2019A	2020E
매출액	23,987	26,966	26,969	27,824	25,319	21,859	25,508	28,878	105,746	101,564
자동차	18,606	21,027	20,621	21,425	19,555	16,057	19,577	23,196	81,678	78,385
금융	3,848	4,155	4,367	4,155	4,176	4,341	4,149	3,947	16,525	16,613
기타	1,533	1,784	1,981	1,927	1,589	1,461	1,783	1,734	7,225	6,567
매출원가	20,074	22,343	22,540	23,133	21,054	18,147	21,121	23,824	88,091	84,146
매출총이익	3,913	4,623	4,428	4,691	4,265	3,712	4,387	5,054	17,655	17,418
판매비	3,088	3,385	4,050	3,527	3,402	3,122	3,316	3,696	14,050	13,536
영업이익	825	1,238	379	1,164	864	590	1,071	1,357	3,606	3,883
세전이익	1,217	1,386	429	1,132	724	596	1,210	1,588	4,164	4,119
지배이익	829	919	427	804	463	227	902	1,183	2,980	2,776
성장률(%)										
매출액	6.9	9.1	10.4	10.3	5.6	-18.9	-5.4	3.8	9.2	-4.0
영업이익	21.1	30.2	31.0	132.4	4.7	-52.3	183.0	16.6	48.9	7.7
지배이익	24.2	31.2	58.6	흑전	-44.1	-75.3	111.2	47.1	97.6	-6.9
이익률(%)										
매출총이익	16.3	17.1	16.4	16.9	16.8	17.0	17.2	17.5	16.7	17.2
영업이익	3.4	4.6	1.4	4.2	3.4	2.7	4.2	4.7	3.4	3.8
지배이익	3.5	3.4	1.6	2.9	1.8	1.0	3.5	4.1	2.8	2.7

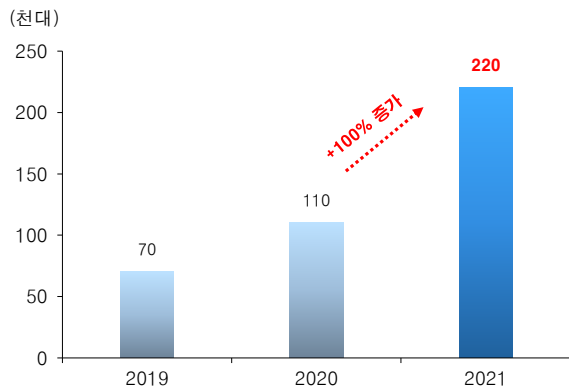
자료: 현대차, 유진투자증권

도표 40 아이오닉&제네시스 전기차 출시 일정 - 2021년 신차 4종 출시

	1H21	2H21	2022			
IONIQ 아이오닉	아이오닉5 		아이오닉 6 	MPV EV 		
			SUV-A 	SUV-D 		
 제네시스	제네시스 eG80 	제네시스 eGV70 				
		제네시스 JW 				

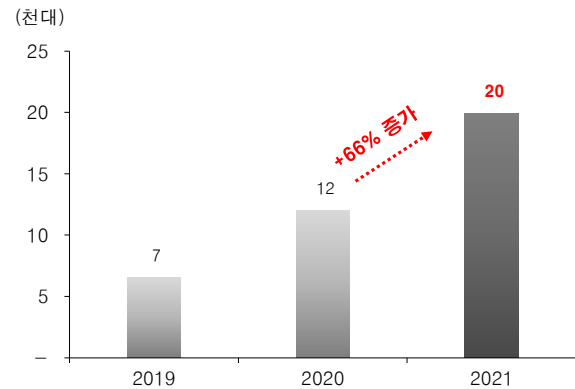
자료: 현대차, 유진투자증권

도표 41 전기차 판매 전망 - 2021년 22만대(+100%) 전망



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 42 수소차 판매 전망 - 2021년 2만대(+66%) 전망



자료: 현대차, 유진투자증권

현대차(005380.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	180,656	194,512	180,656	207,692	215,818
유동자산	73,008	76,083	76,071	80,591	86,777
현금성자산	52,670	55,603	55,409	58,913	64,743
매출채권	6,856	6,893	7,643	8,028	8,173
재고자산	10,715	11,664	11,076	11,708	11,918
비유동자산	107,648	118,429	124,803	127,101	129,041
투자자산	72,181	80,331	86,029	88,636	90,629
유형자산	30,546	32,832	33,268	32,987	32,955
기타	4,921	5,266	5,507	5,478	5,457
부채총계	106,760	118,146	122,376	125,476	129,752
유동부채	49,438	53,314	53,492	54,190	56,063
매입채무	13,627	14,505	13,925	14,718	16,686
유동성이자부채	26,399	28,492	29,147	28,947	28,747
기타	9,412	10,317	10,420	10,524	10,630
비유동부채	57,321	64,832	68,884	71,286	73,689
비유동이자부채	47,239	53,834	57,743	60,146	62,548
기타	10,082	10,999	11,141	11,141	11,141
자본총계	73,896	76,366	78,499	82,216	86,066
자배지분	67,974	70,066	72,011	75,728	79,578
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,201	4,197	4,197	4,197	4,197
이익잉여금	66,490	68,250	70,472	74,190	78,040
기타	(4,206)	(3,870)	(4,148)	(4,148)	(4,148)
비자배지분	5,922	6,300	6,488	6,488	6,488
자본총계	73,896	76,366	78,499	82,216	86,066
총차입금	73,638	82,325	86,890	89,093	91,296
순차입금	20,968	26,723	31,481	30,180	26,552

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	3,188	588	5,913	8,244	10,189
당기순이익	1,645	3,186	3,125	4,828	5,100
자산상각비	3,761	3,832	4,137	4,134	4,122
기타비현금성손익	(93)	(445)	2,844	(600)	(750)
운전자본증감	(10,169)	(15,476)	(3,592)	(119)	1,718
매출채권감소(증가)	145	241	(507)	(385)	(145)
재고자산감소(증가)	(686)	(1,107)	793	(631)	(211)
매입채무증감(감소)	1,622	51	(699)	794	1,968
기타	(11,250)	(14,660)	(3,179)	104	105
투자현금	(1,833)	(6,086)	(2,872)	(4,152)	(6,975)
단기투자자산감소	2,946	333	4,654	1,680	(1,663)
장기투자증권감소	0	0	(434)	(72)	750
실비투자	3,226	3,587	2,890	2,425	2,669
유형자산처분	105	86	18	0	0
무형자산처분	(1,628)	(1,714)	(1,343)	(1,400)	(1,400)
재무현금	(887)	4,863	1,100	1,092	953
차입금증가	495	6,371	1,293	2,203	2,203
자본증가	(1,127)	(1,122)	(4)	(1,111)	(1,250)
배당금지급	1,127	1,122	4	1,111	1,250
현금 증감	292	(432)	4,091	5,184	4,167
기초현금	8,822	9,114	8,682	12,773	17,958
기말현금	9,114	8,682	12,773	17,958	22,125
Gross Cash flow	15,681	18,332	10,105	8,363	8,472
Gross Investment	14,948	21,895	11,118	5,950	3,594
Free Cash Flow	733	(3,563)	(1,012)	2,412	4,877

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	96,813	105,746	101,564	111,252	113,435
증가율(%)	0.5	9.2	(4.0)	9.5	2.0
매출원가	81,670	88,091	84,146	91,121	92,681
매출총이익	15,142	17,655	17,418	20,130	20,754
판매 및 일반보통비	12,720	14,050	13,536	14,463	14,520
기타영업손익	(2)	10	(4)	7	0
영업이익	2,422	3,606	3,883	5,668	6,235
증가율(%)	(47.1)	48.9	7.7	46.0	10.0
EBITDA	6,184	7,437	8,020	9,802	10,356
증가율(%)	(23.7)	20.3	7.8	22.2	5.7
영업외손익	107	558	236	540	953
이자수익	544	545	494	593	432
이자비용	307	317	329	338	184
지분법손익	405	543	304	600	750
기타영업외손익	(534)	(213)	(233)	(314)	(45)
세전순이익	2,530	4,164	4,119	6,208	7,188
증가율(%)	(43.0)	64.6	(1.1)	50.7	15.8
법인세비용	885	978	994	1,379	2,088
당기순이익	1,645	3,186	3,125	4,828	5,100
증가율(%)	(63.8)	93.7	(1.9)	54.5	5.6
지배주주지분	1,508	2,980	2,776	4,587	4,845
증가율(%)	(62.6)	97.6	(6.9)	65.3	5.6
비지배지분	136,935	205,597	348,990	241,418	254,984
EPS(원)	6,930	13,947	12,991	21,468	22,674
증가율(%)	(62.1)	101.3	(6.9)	65.3	5.6
수정EPS(원)	6,930	13,947	11,791	20,118	21,175
증가율(%)	(62.1)	101.3	(15.5)	70.6	5.3

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,930	13,947	12,991	21,468	22,674
BPS	245,447	253,001	260,024	273,448	287,349
DPS	4,000	4,000	4,000	4,500	5,000
밸류에이션(배,%)					
PER	17.1	8.6	13.2	8.0	7.6
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	9.2	8.5	9.2	7.4	6.6
배당수익률	3.4	3.3	2.3	2.6	2.9
PCR	2.1	1.8	4.7	5.7	5.6
수익성(%)					
영업이익률	2.5	3.4	3.8	5.1	5.5
EBITDA이익률	6.4	7.0	7.9	8.8	9.1
순이익률	1.7	3.0	3.1	4.3	4.5
ROE	2.4	4.6	4.4	6.5	6.6
ROIC	2.1	3.5	3.5	5.0	4.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자본	28.4	35.0	40.1	36.7	30.9
유동비율	147.7	142.7	142.2	148.7	154.8
이자보상배율	7.9	11.4	11.8	16.7	34.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	14.2	15.4	14.0	14.2	14.0
재고자산회전율	9.2	9.5	8.9	9.8	9.6
매입채무회전율	7.6	7.5	7.1	7.8	7.2

Mobility

현대모비스(012330.KS)

Mobility 이재일
02)368-6183
lee.jae-il@eugeneefn.com

친환경/자율주행 부품사로의 전환기

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 270,000 원
현재주가(8/28) 226,000 원

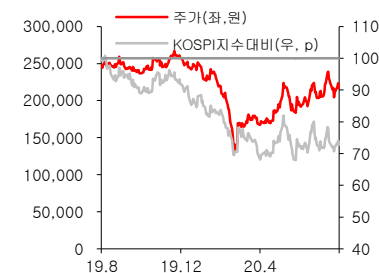
Key Data (기준일: 2020.8.28)

KOSPI(pt)	2,354
KOSDAQ(pt)	841
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	21,482
52 주 최고/최저(원)	268,500 / 126,000
52 주 일간 Beta	1.36
발행주식수(천주)	95,055
평균거래량(3M, 천주)	438
평균거래대금(3M, 백만원)	92,883
배당수익률(20F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	44.1
주요주주 지분율(%)	
기아자동차(외 7 인)	31.2
국민연금공단 (외 1 인)	11.7
미래에셋자산(외 10 인)	5.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	18.6	7.6	-8.5
KOSPI 대비 상대수익률	6.5	2.6	-10.8	-29.8

Company vs KOSPI composite



■ 친환경/자율주행 부품사로의 전환기

동사는 2021 년을 기점으로 친환경/자율주행 솔루션 부품사로의 전환기를 맞게 될 것으로 예상됨. 기존 동사의 사업 영역은 단순 모듈 부문에 치중돼 있었으며 내연기관차 핵심 부품 사업 확장은 기존 Tier-1 업체와의 경쟁으로 인해 성과가 부진하였음. 이에 따라, 동사는 전동화, 자율주행 등 미래차 시장 영역에 투자를 집중해 왔으며 2021 년 E-GMP 기반 전기차 출시를 전동화/자율주행 Tier-1 업체로 변화할 전망이다

■ 전동화 매출액의 폭발적 성장

동사의 전동화 부문 매출액은 2020 년 3.6 조원에서 2021 년 5.2 조원으로 46% 증가할 것으로 예상됨. 전기차 관련 매출액은 1.6 조원에서 2.8 조원으로 74%, 수소차 관련 매출액은 2,690 억원에서 4,040 억원으로 50% 증가할 것으로 추정됨. 동사는 E-GMP 기반 전기차의 핵심 부품 공급사로 현대/기아차의 친환경차 성장 곡선과 유사한 추이를 보일 것. 전용 플랫폼 출시로 부품 공용화를 높아짐에 따라 규모의 경제 달성을 통한 수익성 확보도 가능할 전망으로 전동화 부문의 2021 년 흑자 전환을 예상함

■ 자율주행 센서 및 솔루션 사업 진출

모셔널(Motional), 벨로다인(Velodyne) 지분 투자를 통한 협력 관계 구축으로 자율주행 센서 및 솔루션 사업 진출도 가시화 되고 있음. 이미 자체 개발한 레이더/카메라 센서를 양산차에 적용 중이며 라이더 및 시스템 솔루션 분야 진출도 가시화 되고 있음. 2021 년 실적 개선과 포트폴리오의 대전환이 일어나고 있는 점에 주목할 필요가 있음. 투자 의견 매수, 목표주가 27 만원을 유지하며 업종 최선호주 추천을 유지함

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	35,149	38,049	36,785	40,058	41,800
영업이익(십억원)	2,025	2,359	1,794	2,403	2,415
세전계속사업손익(십억원)	2,475	3,214	2,256	2,973	3,005
지배이익(십억원)	1,888	2,294	1,690	2,200	2,223
EPS(원)	19,403	23,850	17,741	23,139	23,389
증감률(%)	20.4	22.9	-25.6	30.4	1.1
PER(배)	9.8	10.7	12.7	9.8	9.7
ROE(%)	6.3	7.3	5.1	6.3	6.1
PBR(배)	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	4.0	5.1	4.8	3.7	3.1

자료: 유진투자증권

도표 43 현대모비스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	2019A	2020E
매출액	8,738	9,462	9,445	10,404	8,423	7,535	9,835	10,992	38,049	36,785
모듈	6,929	7,578	7,511	8,465	6,536	6,093	8,057	9,197	30,483	29,883
부품	1,809	1,884	1,934	1,939	1,887	1,443	1,778	1,795	7,566	6,903
매출원가	7,605	8,142	8,136	8,937	7,366	6,685	8,515	9,433	32,820	31,999
매출총이익	1,133	1,321	1,309	1,467	1,057	851	1,320	1,558	5,229	4,786
판매비	639	693	705	833	696	682	734	880	2,870	2,992
영업이익	494	627	604	634	361	169	586	679	2,359	1,794
모듈	39	141	111	162	-90	-115	177	230	453	203
부품	455	487	493	472	451	283	409	449	1,907	1,592
세전이익	716	877	771	850	502	260	668	827	3,214	2,256
지배이익	483	643	577	588	348	234	492	615	2,291	1,689
성장률(%)										
매출액	6.6%	6.5%	12.1%	7.9%	-3.6%	-20.4%	4.1%	5.7%	8.2%	-3.3%
영업이익	9.8%	18.1%	30.6%	9.1%	-26.9%	-73.1%	-2.9%	7.1%	16.5%	-23.9%
지배이익	3.5%	16.2%	28.6%	39.8%	-27.9%	-63.6%	-14.8%	4.6%	21.3%	-26.3%
이익률(%)										
매출총이익	13.0%	14.0%	13.9%	14.1%	12.5%	11.3%	13.4%	14.2%	13.7%	13.0%
영업이익	5.7%	6.6%	6.4%	6.1%	4.3%	2.2%	6.0%	6.2%	6.2%	4.9%
지배이익	5.5%	6.8%	6.1%	5.6%	4.1%	3.1%	5.0%	5.6%	6.0%	4.6%

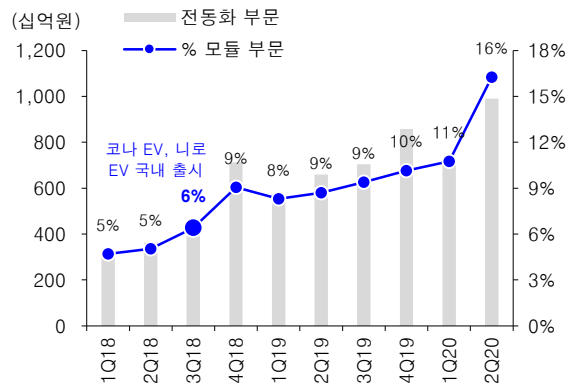
자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 44 현대모비스 매출액 및 영업이익 세분화

(십억원)	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A
매출액	8,884	8,427	9,644	8,738	9,462	9,445	10,404	8,423	7,535
모듈/부품	7,201	6,677	7,863	6,929	7,578	7,511	8,465	6,536	6,092
전동화	362	427	712	575	660	705	858	702	990
부품제조	1,795	1,869	2,322	1,886	1,986	1,977	2,184	1,783	1,522
모듈조립	5,044	4,381	4,829	4,468	4,932	4,829	5,423	4,051	3,581
A/S	1,683	1,750	1,781	1,809	1,884	1,934	1,939	1,887	1,443
영업이익	531	462	582	494	627	604	634	361	169
모듈/부품	116	9	145	39	141	111	162	-90	-115
% of sales	1.6%	0.1%	1.8%	0.6%	1.9%	1.5%	1.9%	-1.4%	-1.9%
A/S	416	453	437	455	487	493	472	451	283
% of sales	24.7%	25.9%	24.5%	25.1%	25.8%	25.5%	24.4%	23.9%	19.6%

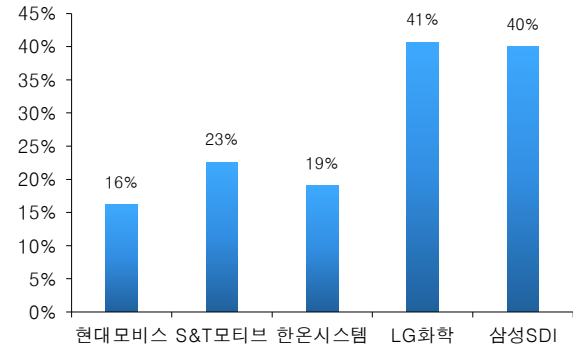
자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 45 현대모비스 전동화 부문 매출 추이



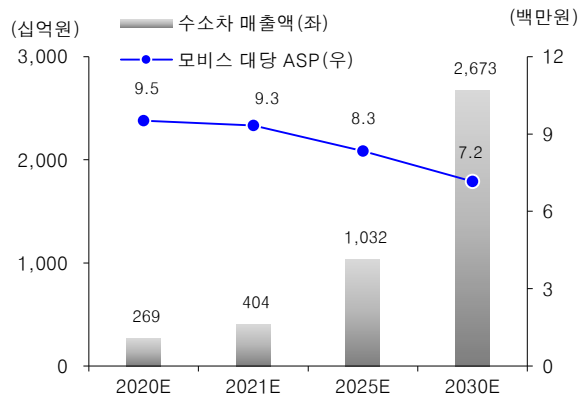
자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 46 현대모비스 전동화 부문 매출 비중



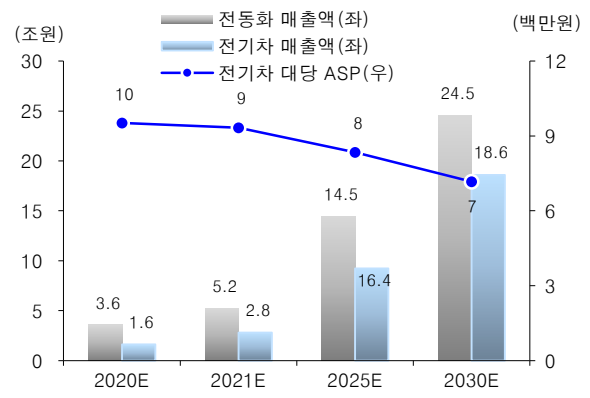
자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 47 현대모비스 수소차 매출 전망



자료: 현대모비스, 유진투자증권

도표 48 현대모비스 전동화 & 전기차 매출 전망



자료: 현대모비스, 유진투자증권

현대모비스 (012330.KS) 재무제표

대차대조표						손익계산서					
(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	43,071	46,606	50,257	52,593	54,980	매출액	35,149	38,049	36,785	40,058	41,800
유동자산	19,720	21,505	24,462	26,005	26,861	증가율(%)	0.0	8.2	(3.3)	8.9	4.4
현금성자산	10,197	11,118	12,255	13,092	14,847	매출원가	30,582	32,820	31,999	34,300	35,791
매출채권	6,578	7,119	8,960	9,487	8,391	매출총이익	4,567	5,229	4,786	5,757	6,010
재고자산	2,763	3,034	3,011	3,188	3,383	판매 및 일반보통비	2,542	2,870	2,992	3,355	3,595
비유동자산	23,351	25,101	25,796	26,587	28,119	기타영업손익	4	13	4	12	7
투자자산	14,390	15,582	16,589	17,572	18,285	영업이익	2,025	2,359	1,794	2,403	2,415
유형자산	8,030	8,605	8,349	8,211	9,078	증가율(%)	0.0	16.5	(23.9)	33.9	0.5
기타	931	914	857	805	756	EBITDA	2,739	3,180	2,642	3,224	3,280
부채총계	12,368	14,196	16,290	16,901	17,540	증가율(%)	0.2	16.1	(16.9)	22.0	1.7
유동부채	8,242	8,962	10,834	11,263	11,724	영업외손익	450	855	462	570	590
매입채무	5,193	5,685	7,298	7,727	8,199	이자수익	192	230	172	175	180
유동성외부채	1,642	1,593	1,835	1,817	1,789	이자비용	64	75	66	68	70
기타	1,407	1,685	1,702	1,719	1,736	지분법손익	393	709	529	580	600
비유동부채	4,126	5,234	5,456	5,638	5,816	기타영업외손익	(71)	(9)	(172)	(118)	(121)
비유동성외부채	1,059	1,410	1,549	1,572	1,585	세전순이익	2,475	3,214	2,256	2,973	3,005
기타	3,066	3,824	3,907	4,066	4,231	증가율(%)	(9.5)	29.9	(29.8)	31.7	1.1
자본총계	30,703	32,410	33,967	35,692	37,440	법인세비용	587	920	567	773	781
자본지분	30,630	32,330	33,888	35,613	37,361	당기순이익	1,888	2,294	1,690	2,200	2,223
자본금	491	491	491	491	491	증가율(%)	21.2	21.5	(26.4)	30.2	1.1
자본잉여금	1,396	1,398	1,398	1,398	1,398	지배주주지분	1,889	2,291	1,689	2,199	2,223
이익잉여금	30,095	31,657	33,010	34,735	36,483	증가율(%)	20.4	21.3	(26.3)	30.2	1.1
기타	(1,352)	(1,216)	(1,011)	(1,011)	(1,011)	비지배지분	(598)	3,641	390	324	254
비지배지분	73	80	79	79	79	EPS(원)	19,403	23,850	17,741	23,139	23,389
자본총계	30,703	32,410	33,967	35,692	37,440	증가율(%)	20.4	22.9	(25.6)	30.4	1.1
총차입금	2,702	3,003	3,383	3,390	3,374	수정EPS(원)	19,403	23,850	17,741	23,139	23,388
순차입금	(7,496)	(8,116)	(8,871)	(9,703)	(11,473)	증가율(%)	20.4	22.9	(25.6)	30.4	1.1

현금흐름표						주요투자지표					
(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	2,387	2,748	1,976	2,340	4,043	주당지표(원)					
당기순이익	1,888	2,294	1,690	2,200	2,223	EPS	19,403	23,850	17,741	23,139	23,389
자산상각비	714	821	848	822	865	BPS	314,650	339,207	356,500	374,642	393,032
기타비현금성손익	(330)	(703)	(172)	(421)	(435)	DPS	4,000	4,000	4,500	5,000	5,500
운전자본증감	(522)	(398)	(257)	(260)	1,389	밸류에이션(배,%)					
매출채권감소(증가)	(404)	(445)	(1,526)	(527)	1,096	PER	9.8	10.7	12.7	9.8	9.7
재고자산감소(증가)	(90)	(195)	68	(177)	(195)	PBR	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
매입채무증가(감소)	285	173	1,475	429	472	EV/ EBITDA	4.0	5.1	4.8	3.7	3.1
기타	(312)	69	(274)	15	15	배당수익률	2.1	1.6	2.0	2.2	2.4
투자현금	(1,721)	(824)	(1,078)	(1,668)	(1,469)	PCR	6.0	7.0	9.1	8.3	8.1
단기투자자산감소	(1,164)	(31)	(416)	(634)	328	수익성(%)					
장기투자증권감소	0	0	(78)	(356)	(65)	영업이익률	5.8	6.2	4.9	6.0	5.8
설비투자	531	789	534	619	1,672	EBITDA이익률	7.8	8.4	7.2	8.0	7.8
유형자산처분	23	38	10	0	0	순이익률	5.4	6.0	4.6	5.5	5.3
무형자산처분	(29)	(37)	(11)	(11)	(11)	ROE	6.3	7.3	5.1	6.3	6.1
재무현금	(721)	(972)	245	(469)	(491)	ROIC	16.7	17.7	13.9	18.5	19.3
차입금증가	(388)	(179)	245	6	(16)	인정성 (배,%)					
자본증가	(332)	(475)	0	(475)	(475)	순차입금/자기자본	(24.4)	(25.0)	(26.1)	(27.2)	(30.6)
배당금지급	332	475	0	475	475	유동비율	239.3	239.9	225.8	230.9	229.1
현금 증감	(73)	1,007	1,215	203	2,083	이자보상배율	31.8	31.5	27.1	35.4	34.7
기초현금	2,408	2,335	3,342	4,557	4,760	활동성 (회)					
기말현금	2,335	3,342	4,557	4,760	6,843	총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Gross Cash flow	3,105	3,519	2,365	2,600	2,654	매출채권회전율	5.5	5.6	4.6	4.3	4.7
Gross Investment	1,078	1,191	918	1,294	408	재고자산회전율	12.9	13.1	12.2	12.9	12.7
Free Cash Flow	2,026	2,328	1,447	1,307	2,246	매입채무회전율	7.0	7.0	5.7	5.3	5.2

자료: 유진투자증권

재생에너지

씨에스윈드(112610.KS)

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

글로벌 해상풍력 타워제조 1 위 업체

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 100,000 원
현재주가(8/28) 94,600 원

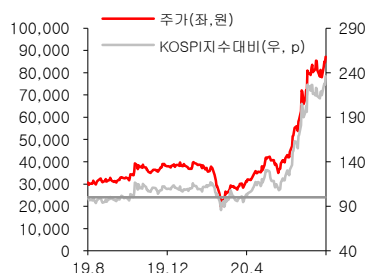
Key Data (기준일: 2020.8.28)

KOSPI(pt)	2,354
KOSDAQ(pt)	841
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,635
52 주 최고/최저(원)	96,200 / 16,250
52 주 일간 Beta	1.13
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M, 천주)	436
평균거래대금(3M, 백만원)	28,521
배당수익률(20F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	9.2
주요주주 지분율(%)	
김성권(외 22 인)	52.4
국민연금공단(외 1 인)	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.4	129.3	166.1	209.2
KOSPI 대비 상대수익률	27.1	113.3	147.6	187.9

Company vs KOSPI composite



■ 대만, 대한민국, 일본에 베트남까지 해상풍력 시장 열려

대만 15.7GW, 일본은 10GW, 베트남 6.9GW, 대한민국 12GW 등 향후 15 년내에 중국을 제외한 아시아 지역에서만 44.6GW 의 해상풍력 설치계획이 되어있다. 위 국가들에는 합쳐서 약 200MW 의 파일럿 프로젝트만 있을 정도로 시장이 거의 없는 상태여서 관련산업의 성장효과가 업체들에게 미치는 영향은 클 것이다.

■ 글로벌 최대 해상풍력 타워업체 씨에스윈드 수혜

동사는 베트남과 대만에 해상풍력 타워공장이 있다. 아시아지역에 생기는 수요는 대부분 씨에스윈드가 수주하게 될 것으로 판단된다. 예를들면 일본 해상풍력 단지에 터빈을 납품할 Siemens-Games, MHI Vestas 도 씨에스윈드의 해상풍력 타워를 사용하고 있다. 계획이 확정된 아시아지역의 해상풍력 타워 잠재시장만 약 5 조원을 상회한다.

■ 목표주가 상향

씨에스윈드의 목표주가를 기존의 89,000 원에서 100,000 원으로 상향한다. 목표주는 2021 년 실적기준 PBR 3.7 배, PER 22.7 배 수준이다. 글로벌 풍력관련업체들의 평균 PBR, PER 은 각각 4.1 배, 36.4 배 수준이다. 동사는 글로벌 1 위 풍력타워 제조업체이고 해상풍력 시장의 확대에 성장의 지속가능성이 높아졌다. 따라서 해외 관련업체들 대비 저평가될 이유는 없는 것으로 판단한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액(십억원)	312.2	502.2	799.4	980.3	1,072.5
영업이익(십억원)	35.4	32.7	60.1	83.8	97.1
세전계속사업손익(십억원)	41.9	6.8	39.9	73.1	93.0
당기순이익(십억원)	39.0	7.1	34.7	56.7	73.9
EPS(원)	2,253	343	1,846	3,293	4,415
증감률(%)	흑전	(84.8)	438.6	78.4	34.1
PER(배)	11.6	80.5	51.2	28.7	21.4
ROE(%)	13.0	2.0	9.9	15.4	17.6
PBR(배)	1.5	1.6	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA(배)	8.7	12.7	21.8	16.5	14.2

자료: 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 49 씨에스윈드 실적 추정

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	175.1	239.6	186.2	198.5	181.0	228.0	292.0	279.3	799.4	980.3	1,072.5
증가율	118.7%	117.0%	27.7%	19.6%	3.4%	-4.9%	56.8%	40.7%	59.2%	22.6%	9.4%
캐나다 법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
베트남법인	85.7	102.4	89.0	96.9	76.9	88.0	103.0	111.1	374.0	379.0	393.0
중국법인	26.5	49.3	18.0	33.2	15.5	38.0	41.0	37.5	127.0	132.0	135.0
영국법인	17.3	20.2	14.7	9.2	0.0	1.0	4.0	5.3	61.4	10.3	31.8
말레이시아법인	20.7	15.6	26.0	23.7	41.7	47.0	81.0	48.3	86.0	218.0	221.0
PT 대경 인다	2.1	16.9	6.5	1.8	5.9	4.0	5.0	4.1	27.3	19.0	16.7
터키법인/기타	3.2	6.9	1.0	3.0	8.3	7.0	11.0	14.7	14.1	41.0	45.0
씨에스베어링	19.5	28.3	31.0	30.7	25.1	29.0	33.0	27.9	109.6	115.0	143.0
대만법인	0.0	0.0	0.0	0.0	7.6	14.0	14.0	30.4	0.0	66.0	87.0
매출원가	150.2	210.5	134.7	190.4	153.8	192.7	249.7	239.1	685.8	835.2	905.1
매출원가율	85.8%	87.8%	72.4%	95.9%	84.9%	84.5%	85.5%	85.6%	85.8%	85.2%	84.4%
판매비	11.3	16.5	33.2	(7.5)	11.0	15.6	17.8	16.9	53.5	61.3	70.3
판매비율	6.5%	6.9%	17.8%	-3.8%	6.1%	6.8%	6.1%	6.0%	6.7%	6.3%	6.6%
영업이익	13.6	12.6	18.3	15.6	16.2	19.7	24.5	23.3	60.1	83.8	97.1
영업이익률	7.8%	5.3%	9.8%	7.9%	9.0%	8.7%	8.4%	8.3%	7.5%	8.5%	9.1%
영업외손익	-0.5	-4.6	-4.1	-11.1	0.9	-1.0	-6.0	-4.6	-20.3	-10.7	-4.1
세전이익	13.1	8.1	14.1	4.6	17.1	18.7	18.5	18.7	39.9	73.1	93.0
법인세	1.5	2.0	2.5	-0.8	3.6	4.7	3.7	4.3	5.2	16.3	19.0
법인세율	11.4%	24.3%	17.8%	-17.2%	21.3%	25.0%	20.0%	23.0%	13.0%	22.4%	20.5%
당기순이익	11.6	6.1	11.6	5.4	13.5	14.1	14.8	14.4	34.7	56.7	73.9

자료: 유진투자증권

도표 50 씨에스윈드 실적 추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	175.1	239.6	186.2	198.5	181.0	228.0	292.0	279.3
증가율	118.7%	117.0%	27.7%	19.6%	3.4%	-4.9%	56.8%	40.7%
캐나다 법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
베트남법인	85.7	102.4	89.0	96.9	76.9	88.0	103.0	111.1
중국법인	26.5	49.3	18.0	33.2	15.5	38.0	41.0	37.5
영국법인	17.3	20.2	14.7	9.2	0.0	1.0	4.0	5.3
말레이시아법인	20.7	15.6	26.0	23.7	41.7	47.0	81.0	48.3
PT 대경 인다	2.1	16.9	6.5	1.8	5.9	4.0	5.0	4.1
터키법인/기타	3.2	6.9	1.0	3.0	8.3	7.0	11.0	14.7
씨에스베어링	19.5	28.3	31.0	30.7	25.1	29.0	33.0	27.9
대만법인	0.0	0.0	0.0	0.0	7.6	14.0	14.0	30.4
매출원가	150.2	210.5	134.7	190.4	153.8	192.7	249.7	239.1
매출원가율	85.8%	87.8%	72.4%	95.9%	84.9%	84.5%	85.5%	85.6%
판매비	11.3	16.5	33.2	(7.5)	11.0	15.6	17.8	16.9
판매비율	6.5%	6.9%	17.8%	-3.8%	6.1%	6.8%	6.1%	6.0%
영업이익	13.6	12.6	18.3	15.6	16.2	19.7	24.5	23.3
영업이익률	7.8%	5.3%	9.8%	7.9%	9.0%	8.7%	8.4%	8.3%
영업외 손익	-0.5	-4.6	-4.1	-11.1	0.9	-1.0	-6.0	-4.6
세전이익	13.1	8.1	14.1	4.6	17.1	18.7	18.5	18.7
법인세	1.5	2.0	2.5	-0.8	3.6	4.7	3.7	4.3
법인세율	11.4%	24.3%	17.8%	-17.2%	21.3%	25.0%	20.0%	23.0%
당기순이익	11.6	6.1	11.6	5.4	13.5	14.1	14.8	14.4

자료: 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	387.9	606.4	735.6	833.5	939.5
유동자산	215.9	386.7	426.7	495.8	572.1
현금성자산	51.6	44.7	88.5	122.4	147.2
매출채권	90.4	155.1	164.5	185.0	212.0
재고자산	65.1	148.1	118.9	133.0	157.0
비유동자산	172.1	219.7	308.9	337.7	367.4
투자자산	20.4	21.2	58.9	63.1	65.7
유형자산	149.2	176.0	227.8	256.0	287.9
기타	2.5	22.4	22.2	18.6	13.9
부채총계	86.1	287.9	365.8	405.4	442.0
유동부채	80.9	225.8	276.3	301.7	337.9
매입채무	19.2	69.6	106.2	121.0	157.0
유동성이자부채	32.1	121.2	146.1	156.4	156.4
기타	29.6	35.0	24.0	24.3	24.5
비유동부채	5.1	62.1	89.5	103.8	104.1
비유동이자부채	0.1	56.7	82.6	96.1	96.1
기타	5.0	5.4	6.9	7.7	8.0
자본총계	301.9	318.5	369.8	428.1	497.5
지배지분	301.7	302.1	341.0	397.8	467.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	174.2	182.1	184.1	184.1	184.1
이익잉여금	170.4	170.6	195.8	245.5	314.9
기타	(51.5)	(59.3)	(47.6)	(40.5)	(40.5)
비지배지분	0.2	16.4	28.9	30.3	30.3
자본총계	301.9	318.5	369.8	428.1	497.5
총차입금	32.2	177.9	228.6	252.5	252.5
순차입금	(19.4)	133.2	140.2	130.0	105.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업현금	(1.3)	(18.5)	84.9	53.2	86.8
당기순이익	39.0	7.1	34.7	56.7	73.9
자산상각비	14.4	15.4	21.5	23.2	25.3
기타비현금성손익	(1.3)	6.5	28.4	(44.1)	3.0
운전자본증감	(53.8)	(64.3)	22.8	17.2	(15.3)
매출채권감소(증가)	(34.1)	(52.5)	(9.4)	(17.5)	(27.0)
재고자산감소(증가)	(16.4)	(71.8)	29.1	(8.8)	(24.0)
매입채무증가(감소)	2.1	67.3	36.6	0.6	36.0
기타	(5.4)	(7.4)	(33.6)	43.0	(0.3)
투자현금	(13.9)	(61.7)	(65.5)	(61.9)	(56.2)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.8	(14.0)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(0.3)	(0.4)
설비투자	(36.7)	(26.4)	(87.7)	(46.3)	(56.4)
유형자산처분	1.3	4.5	15.2	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.1)	(0.7)	3.1	4.0
재무현금	7.7	77.3	23.3	21.7	(6.9)
차입금증가	13.4	72.9	17.6	21.6	0.0
자본증가	(3.2)	(5.5)	(6.2)	0.1	(6.9)
배당금지급	3.2	5.5	6.2	6.9	6.9
현금 증감	(11.2)	(4.8)	43.8	13.0	23.7
기초현금	56.1	44.9	40.1	83.9	96.9
기말현금	44.9	40.1	83.9	96.9	120.6
Gross Cash flow	53.6	51.6	84.6	35.9	102.2
Gross Investment	67.8	126.0	43.6	30.6	70.5
Free Cash Flow	(14.1)	(74.5)	41.0	5.3	31.7

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	312.2	502.2	799.4	980.3	1,072.5
증가율(%)	0.3	60.8	59.2	22.6	9.4
매출원가	238.3	420.8	685.8	835.2	905.1
매출총이익	73.9	81.4	113.6	145.1	167.4
판매 및 일반관리비	38.5	48.7	79.3	61.3	70.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	35.4	32.7	60.1	83.8	97.1
증가율(%)	흑전	(7.5)	83.7	39.3	15.9
EBITDA	49.8	48.1	81.6	107.0	122.3
증가율(%)	흑전	(3.4)	69.6	31.1	14.3
영업외손익	6.5	(26.0)	(20.3)	(10.7)	(4.1)
이자수익	0.4	0.5	0.5	0.7	1.0
이자비용	1.1	4.8	12.4	11.4	15.1
지분법손익	0.0	(1.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	7.2	(20.6)	(8.1)	0.2	10.4
세전순이익	41.9	6.8	39.9	73.1	93.0
증가율(%)	흑전	(83.8)	487.7	83.3	27.2
법인세비용	2.9	(0.3)	5.2	16.3	19.0
당기순이익	39.0	7.1	34.7	56.7	73.9
증가율(%)	흑전	(81.9)	391.5	63.6	30.3
지배주주지분	38.9	5.9	31.9	56.9	76.3
증가율(%)	흑전	(84.8)	438.6	78.4	34.1
비지배지분	0.0	1.1	2.8	(0.2)	(2.4)
EPS(원)	2,253	343	1,846	3,293	4,415
증가율(%)	흑전	(84.8)	438.6	78.4	34.1
수정EPS(원)	2,253	343	1,846	3,293	4,415
증가율(%)	흑전	(84.8)	438.6	78.4	34.1

주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,253	343	1,846	3,293	4,415
BPS	17,454	17,476	19,726	23,013	27,028
DPS	350	400	400	400	400
밸류에이션(배,%)					
PER	11.6	80.5	51.2	28.7	21.4
PBR	1.5	1.6	4.8	4.1	3.5
EV/ EBITDA	8.7	12.7	21.8	16.5	14.2
배당수익률	1.3	1.4	0.4	0.4	0.4
PCR	8.4	9.3	19.3	45.5	16.0
수익성(%)					
영업이익률	11.3	6.5	7.5	8.5	9.1
EBITDA이익률	16.0	9.6	10.2	10.9	11.4
순이익률	12.5	1.4	4.3	5.8	6.9
ROE	13.0	2.0	9.9	15.4	17.6
ROIC	12.7	6.5	10.9	12.2	13.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자구지분	(6.4)	41.8	37.9	30.4	21.2
유동비율	266.7	171.3	154.4	164.4	169.3
이자보상배율	31.6	6.8	4.9	7.4	6.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	3.6	4.1	5.0	5.6	5.4
재고자산회전율	5.2	4.7	6.0	7.8	7.4
매입채무회전율	13.1	11.3	9.1	8.6	7.7

편집상의 공백페이지입니다

재생에너지

삼강엠앤티(100090.KQ)

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

글로벌 해상풍력 하부구조물 시장의 강자로 부상

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 17,000 원
현재주가(8/28) 13,600 원

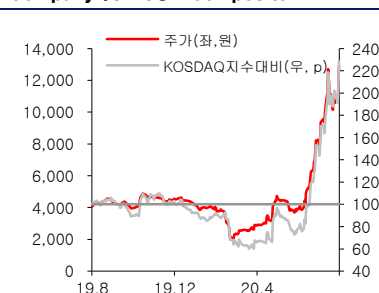
Key Data (기준일: 2020.8.28)

KOSPI(pt)	2,354
KOSDAQ(pt)	841
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	463
52 주 최고/최저(원)	14,450 / 1,730
52 주 일간 Beta	1.26
발행주식수(천주)	34,039
평균거래량(3M, 천주)	1,814
평균거래대금(3M, 백만원)	15,149
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	1.2
주요주주 지분율(%)	
송무석 (외 5 인)	35.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	67.5	197.3	262.2	234.2
KOSPI 대비 상대수익률	63.3	178.6	224.4	194.6

Company vs KOSPI composite



■ 글로벌 1 위 고객 확보로 시장 진입

삼강엠앤티는 글로벌 1 위 해상풍력 개발업체인 Orsted로부터 대만 해상풍력용 하부구조물 수주를 받은 후 시장의 강자로 부상하고 있다. 동사가 해상풍력 하부구조물 시장의 강자가 된 이유는 1) 오랜 해양플랜트 설비 제작 경험과 숙련된 인력보유 2) 약 28 만평에 달하는 수심 10m 이상의 접안부두를 가진 제조시설을 보유하고 있기 때문이다. 아시아지역 전역에서 초대형 해상풍력 구조물 제조에서 동사를 능가할 업체는 찾기 어렵다. 해상풍력 하부구조물은 중량이 약 1,100~1,500 톤 수준으로 제작뿐 아니라 운송이 어려워 초대형 선박이 접안할 수 있는 시설을 끼고 있어야 제작이 가능하다.

■ 아시아 지역만 약 20 조원 이상의 해상풍력 하부구조물 시장 열려

대만, 대한민국, 일본, 베트남 등 중국을 제외한 아시아지역에서 발표된 해상풍력 목표량만 44.6GW 이다. 하부구조물이 한기당 약 40~50 억원인 것을 감안하면 관련 시장은 22.3~27.9 조원으로 추정된다. 이중 약 4%만 발주가 확정되었고, 삼강엠앤티가 약 절반을 수주했다. 원가경쟁력과 정교한 제조기술까지 겸비해오기 때문에 동사가 향후 아시아지역에서 발주될 해상풍력 하부구조물 수주전에 최선두에 있다.

■ 목표주가 상향

삼강엠앤티에 대해 목표주가를 기존의 15,000 원에서 17,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2021 년 실적기준 PBR 2.4 배, PER 14.4 배 수준이다. 글로벌 풍력업체들의 평균 PBR, PER은 각각 4.1 배, 36.4 배 수준이다. 동사의 해상풍력 관련매출은 2019~2025 년 연평균 41.7% 증가할 것으로 추정된다. 여타 매출대비 해상풍력 매출의 영업이익률이 월등히 높아 이익비중의 70% 이상이 해상풍력에서 발생하는 구조이다. 따라서 글로벌 풍력업체들과 밸류에이션 갭이 점진적으로 줄어들 것으로 판단된다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	144.0	384.5	504.2	521.0	592.0
영업이익(십억원)	(35.3)	(20.6)	34.1	35.4	46.9
세전계속사업손익(십억원)	(60.6)	(36.8)	25.5	27.3	38.6
당기순이익(십억원)	(60.2)	(37.1)	23.8	24.6	32.8
EPS(원)	(1,991)	(797)	567	705	1,177
증감률(%)	적전	적지	흑전	24.3	66.9
PER(배)	n/a	n/a	24.0	19.3	11.6
ROE(%)	(29.2)	(15.4)	11.1	12.4	17.7
PBR(배)	0.8	0.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	n/a	818.2	11.4	10.5	7.9

자료: 유진투자증권

도표 51 삼강엠앤티 연간 실적 추정

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출	144.0	384.5	504.2	521.0	592.0	658.0	787.0	917.0
증기/물	17.0%	167.1%	31.1%	3.3%	13.6%	11.1%	19.6%	16.5%
조선 및 기타	26.5	65.4	98.7	124.0	120.0	121.0	123.0	120.0
후유강관	26.71	78.71	82.85	92.0	101.0	113.0	115.0	125.0
선박블럭/플랜트	90.78	167.81	96.94	111.0	101.0	93.0	88.0	85.0
해상풍력	0	72.6	225.7	194.0	270.0	331.0	461.0	587.0
매출원가	165.6	389.0	453.1	468.0	526.7	582.3	692.6	800.5
매출원가율	115.0%	101.2%	89.9%	89.8%	89.0%	88.5%	88.0%	87.3%
판관비	13.7	16.1	17.0	17.6	18.4	20.2	22.3	24.0
판관비율	9.5%	4.2%	3.4%	3.4%	3.1%	3.1%	2.8%	2.6%
영업이익	-35.3	-20.6	34.1	35.4	46.9	55.5	72.1	92.5
영업이익률	-24.5%	-5.4%	6.8%	6.8%	7.9%	8.4%	9.2%	10.1%
영업외손익	-14.7	0.6	-8.6	-8.1	-8.3	-8.0	-7.0	-5.0
세전이익	-60.6	-36.8	25.5	27.3	38.6	47.5	65.1	87.5
법인세	-0.4	0.3	1.8	2.7	5.8	9.5	14.3	19.2
법인세율	0.0%	0.0%	6.9%	10.0%	15.0%	20.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	-60.2	-37.1	23.8	24.6	32.8	38.0	50.8	68.2

자료: 유진투자증권

도표 52 삼강엠앤티 분기 실적 추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
매출	57.1	57.1	88.4	105.9	138.7	121.0	111.5	133.0
증기/물	64%	64%	203%	246%	143%	37%	5%	0%
조선 및 기타	25.1	25.1	15.6	28.1	33.7	21.0	17.0	27.0
후유강관	14.4	14.4	29.5	13.4	22.4	21.0	21.5	18.0
선박블럭/플랜트	17.5	17.5	43.4	32.0	29.9	22.0	20.0	25.0
해상풍력	0.0	0.0	0.0	32.5	52.7	57.0	53.0	63.0
매출원가	56.3	56.3	87.6	100.1	125.4	106.4	101.7	119.7
매출원가율	98.7%	98.7%	99.0%	94.5%	90.4%	87.9%	91.2%	90.0%
판관비	4.6	4.6	3.2	3.4	4.5	3.6	3.9	5.0
판관비율	8.1%	8.1%	3.7%	3.2%	3.3%	3.0%	3.5%	3.8%
영업이익	-3.9	-3.9	-2.4	2.4	8.8	11.0	5.9	8.3
영업이익률	-6.8%	-6.8%	-2.7%	2.3%	6.4%	9.1%	5.3%	6.2%
영업외손익	0.4	0.4	-0.1	1.3	-2.1	-2.0	-2.5	-2.0
세전이익	-7.3	-7.3	-6.6	-0.4	6.8	9.0	3.4	6.3
법인세	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.9	0.3	0.6
법인세율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
당기순이익	-7.3	-7.3	-6.6	-0.4	6.9	8.1	3.1	5.7

자료: 유진투자증권

도표 53 삼강엠엔티 공장



자료: 삼강엠엔티,

도표 54 삼강엠엔티 공장(삼강 S&C)



자료: 삼강엠엔티,

도표 55 대만으로 수출되는 해상풍력 하부구조물



자료: 삼강엠엔티,

도표 56 대만의 해상풍력 하부구조물 발주예정 물량

Project	Developer	EPCI (Contract)	발주시기	Capacity	Type	수량	예상금액(억)
GUANYIN	WOD(독)	Century 대만(유력)	2021 ~ 2022	350MW	Mono-Pile	40	1,650
Hai Long II Zop 18	Northland Power 외	DEME(벨)	2021 ~ 2022	512MW	Jacket	36	2,160
Hai Long II Zop 19	Northland Power 외	DEME(벨)	2021 ~ 2022	532MW	Jacket	37	2,220
Greater Chanhua ZOP12	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	583MW	Jacket	72	2,880
Greater Chanhua ZOP13	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	600MW	Jacket	75	3,000
Greater Chanhua ZOP14	Orsted	Orsted(덴)	2021 ~ 2022	337MW	Jacket	42	1,680
합계				2,914MW		302	13,590

자료: 삼강엠엔티, 유진투자증권

삼강엠앤티(100090.KS) 재무제표

대차대조표						손익계산서					
(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	538.1	627.9	605.4	617.7	656.2	매출액	144.0	384.5	504.2	521.0	592.0
유동자산	55.2	142.0	135.5	162.5	214.4	증가율(%)	17.0	167.1	31.1	3.3	13.6
현금성자산	5.4	34.4	75.9	102.0	148.4	매출원가	165.6	389.0	453.1	468.0	526.7
매출채권	17.3	38.4	32.1	32.6	36.7	매출총이익	(21.6)	(4.5)	51.1	53.0	65.3
재고자산	8.4	18.0	10.6	10.7	12.1	판매 및 일반보통비	13.7	16.1	17.0	17.6	18.4
비유동자산	482.9	485.9	469.9	455.3	441.8	기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	4.1	1.6	1.6	1.7	1.8	영업이익	(35.3)	(20.6)	34.1	35.4	46.9
유형자산	477.9	483.2	466.6	451.3	437.3	증가율(%)	적지	적지	흑전	3.8	32.5
기타	0.8	1.2	1.7	2.2	2.7	EBITDA	(13.5)	0.4	54.8	56.0	67.0
부채총계	312.4	432.2	394.8	387.4	393.1	증가율(%)	적지	흑전	12,358.9	2.1	19.7
유동부채	157.9	304.3	266.6	258.4	263.1	영업외손익	(25.3)	(16.2)	(8.6)	(8.1)	(8.3)
매입채무	39.6	96.4	97.2	98.6	111.0	이자수익	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
유동성외부채	88.3	146.2	143.3	133.3	125.3	이자비용	9.9	14.5	9.2	9.9	9.5
기타	30.0	61.7	26.2	26.4	26.7	지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	154.4	127.8	128.1	129.1	130.1	기타영업손익	(15.4)	(2.0)	0.3	1.3	0.6
비유동외부채	148.9	122.5	104.3	104.3	104.3	세전순이익	(60.6)	(36.8)	25.5	27.3	38.6
기타	5.5	5.3	23.8	24.8	25.8	증가율(%)	적전	적지	흑전	6.9	41.4
자본총계	225.7	195.8	210.6	230.3	263.1	법인세비용	(0.4)	0.3	1.8	2.7	5.8
자본지분	149.2	134.5	149.0	168.7	201.4	당기순이익	(60.2)	(37.1)	23.8	24.6	32.8
자본금	13.2	13.9	13.9	13.9	13.9	증가율(%)	적전	적지	흑전	3.4	33.5
자본잉여금	58.3	66.4	66.4	66.4	66.4	지배주주지분	(45.3)	(21.8)	15.8	19.6	32.8
이익잉여금	66.5	43.2	57.7	77.4	110.2	증가율(%)	적전	적지	흑전	24.4	66.9
기타	11.2	11.0	10.9	10.9	10.9	비지배지분	(14.9)	(15.3)	8.0	4.9	0.0
비지배지분	76.5	61.2	61.6	61.6	61.6	EPS(원)	(1,991)	(797)	567	705	1,177
지분총계	225.7	195.8	210.6	230.3	263.1	증가율(%)	적전	적지	흑전	24.3	66.9
총차입금	237.2	268.7	247.6	237.6	229.6	수정EPS(원)	(1,991)	(797)	567	705	1,177
순차입금	231.8	234.3	171.7	135.6	81.2	증가율(%)	적전	적지	흑전	24.3	66.9
현금흐름표						주요투자지표					
(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F		2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업현금	(13.4)	19.1	48.2	42.1	61.0	주당지표(원)					
당기순이익	(60.2)	(37.1)	23.8	24.6	32.8	EPS	(1,991)	(797)	567	705	1,177
자산상각비	21.9	21.0	20.7	20.6	20.1	BPS	5,645	4,830	5,348	6,053	7,230
기타비현금성손익	0.2	0.2	30.6	(3.9)	1.0	DPS	0	0	0	0	0
운전자본증감	4.9	17.8	(24.4)	0.9	7.1	밸류에이션(배,%)					
매출채권감소(증가)	3.3	(20.7)	15.2	(0.5)	(4.1)	PER	n/a	n/a	24.0	19.3	11.6
재고자산감소(증가)	(7.6)	(9.5)	7.4	(0.2)	(1.4)	PBR	0.8	0.9	2.5	2.2	1.9
매입채무증가(감소)	9.4	53.1	(24.9)	1.5	12.4	EV/ EBITDA	n/a	818.2	11.4	10.5	7.9
기타	(0.2)	(5.0)	(22.0)	0.1	0.1	배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
투자현금	(55.6)	(22.1)	(4.3)	(6.8)	(7.5)	PCR	n/a	14.1	5.0	9.2	7.0
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)	(0.9)	수익성(%)					
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	영업이익률	(24.5)	(5.4)	6.8	6.8	7.9
설비투자	(54.2)	(3.4)	(3.7)	(4.6)	(5.3)	EBITDA이익률	(9.3)	0.1	10.9	10.7	11.3
유형자산처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	순이익률	(41.8)	(9.7)	4.7	4.7	5.5
무형자산처분	(0.0)	(0.1)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	ROE	(29.2)	(15.4)	11.1	12.4	17.7
재무현금	49.6	11.9	(1.0)	(10.0)	(8.0)	ROIC	(5.6)	(3.4)	7.8	8.5	11.2
차입금증가	27.0	17.5	(1.0)	(10.0)	(8.0)	안정성 (배,%)					
자본증가	23.0	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0	순차입금/자기자본	102.7	119.7	81.5	58.9	30.9
배당금지급	0.4	1.3	1.3	0.0	0.0	유동비율	34.9	46.7	50.8	62.9	81.5
현금 증감	(19.4)	9.0	42.9	25.3	45.5	이자보상배율	(3.6)	(1.4)	3.7	3.6	5.0
기초현금	22.9	3.5	12.4	55.3	80.6	활동성 (회)					
기말현금	3.5	12.4	55.3	80.6	126.1	총자산회전율	0.3	0.7	0.8	0.9	0.9
Gross Cash flow	(12.2)	8.8	75.1	41.2	53.9	매출채권회전율	6.0	13.8	14.3	16.1	17.1
Gross Investment	50.7	4.2	28.0	5.1	(0.4)	재고자산회전율	31.1	29.1	35.3	48.9	51.8
Free Cash Flow	(62.9)	4.5	47.0	36.1	54.3	매입채무회전율	4.2	5.7	5.2	5.3	5.6

자료: 유진투자증권

코스닥벤처

상아프론테크(089980.KQ)

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

글로벌 수소산업 핵심 소재업체로 성장

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 57,000 원
현재주가(8/28) 48,650 원

Key Data (기준일: 2020.8.28)

KOSPI(pt)	2,354
KOSDAQ(pt)	841
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	765
52 주 최고/최저(원)	55,100 / 7,410
52 주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	15,725
평균거래량(3M, 천주)	954
평균거래대금(3M, 백만원)	29,706
배당수익률(20F, %)	1.2
외국인 지분율(%)	1.5
주요주주 지분율(%)	
이상원 (외 16 인)	45.7
자사주 (외 1 인)	3.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	187.0	243.8	200.3
KOSPI 대비 상대수익률	15.8	168.3	206.1	160.8

Company vs KOSPI composite



■ 수소연료전지용 멤브레인 개발 완료, 글로벌 독점시장 진입

해외업체가 독점하던 글로벌 수소차용 멤브레인 시장에 상아프론테크가 진입한다. 수소차용 멤브레인은 연료전지 스택의 핵심소재로 수소차 원가의 약 8~9%를 차지할 정도로 중요도가 높다. 동사는 멤브레인의 소재인 ePTFE에 대한 개발과 특허 등록을 완료했고(도표 3 번 참조), 연내에 테스트 매출, 내년부터는 본격적인 대량 생산 체제에 돌입할 것으로 예상된다. 현재의 1 개의 생산라인을 2 년내에 3 개로 확장할 계획이다.

■ 수소차용 매출만으로도 고성장, 수소생산 설비용으로 확산 시 추가 성장

동사의 국내업체용 멤브레인 매출은 올해 60 억원에서 21 년 305 억원(점유율 4.2%), 23 년 1,219 억원, 25 년 2,220 억원(점유율 18.9%)으로 연평균 106% 성장할 것으로 추정된다(도표 5 번 참조). 수소차 시장이 성장초기이고 멤브레인 제조업체가 제한적이어서 해외시장 진출도 가능하다. 또한, 그린수소를 생산하는데 이용되는 PEM 수전해 장치에도 멤브레인이 주요 소재로 필요하다.

■ 글로벌 수소 밸류체인 업체들 고밸류에이션 적용받고 있어

글로벌 수소산업 관련업체들은 아직 이익이 발생하지 않지만 중장기 성장 기대에 따라 고밸류에이션을 받고 있다. 해외 수소관련업체들의 매출액 대비 시가총액인 PSR 평균은 2020 년 81.7 배, 2021 년 33.0 배수준이다(도표 7 번 참조). 따라서, 이익이 동반된 글로벌 수소 핵심소재업체로 성장하고 있는 상아프론테크도 높은 평가를 받는 것이 타당하다. 해외업체들 대비 국내의 수소관련업체들은 정부의 조기 지원정책으로 매출과 이익성장이 발생하는 단계로 진입했다. 동사의 목표주가 기준 PER 은 21 년 실적기준 56.4 배에서 23 년 20.8 배, 25 년 12.0 배로 낮아진다. 해외 수소관련업체들 대비 투자 매력력이 높다고 판단한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액(십억원)	182.1	186.2	162.5	216.6	295.9
영업이익(십억원)	14.1	14.9	11.3	20.5	36.0
세전계속사업손익(십억원)	15.7	14.2	10.4	19.4	35.5
당기순이익(십억원)	12.1	12.5	8.5	15.9	24.4
EPS(원)	846	814	554	1,038	1,593
증감률(%)	54.8	-3.8	-31.9	87.4	53.4
PER(배)	15.6	18.7	87.8	46.8	30.5
ROE(%)	10.5	9.5	5.8	10.2	14.0
PBR(배)	1.6	1.6	5.0	4.6	4.0
EV/EBITDA(배)	9.9	11.2	38.3	25.7	16.8

자료: 유진투자증권

도표 57 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	153.2	182.1	186.2	162.5	216.6	295.9	368.5	447.7	527.7
%YoY	-2.0%	18.8%	2.3%	-12.7%	33.3%	36.6%	24.5%	21.5%	17.9%
LCD cassette	20.2	28.3	53.9	20.3	23.0	23.0	24.0	22.0	24.0
PTFE sheet	5.1	4.5	3.4	3.0	5.3	5.8	6.0	6.5	7.0
PCB 소재	7.8	7.8	6.6	7.0	8.1	10.0	11.0	11.5	12.1
OA	22.5	22.6	22.8	22.9	24.3	24.5	25.0	25.3	25.2
반도체 소재/장비	16.5	16.0	15.3	24.3	27.0	30.0	33.5	36.0	39.3
기타부품	37.5	37.8	35.1	29.0	33.0	34.0	34.3	34.0	33.6
배터리부품	38.6	58.3	40.2	44.0	58.0	79.0	103.8	130.0	155.0
의료기기	2.7	4.0	5.1	6.0	7.4	8.3	9.0	10.3	11.5
멤브레인/특수소재	2.3	2.8	3.6	6.0	30.5	81.3	121.9	172.1	220.0
매출원가	119.9	142.8	146.9	126.8	168.5	226.9	276.7	332.6	389.5
매출원가율	78.0%	78.4%	78.9%	78.0%	77.8%	76.7%	75.1%	74.3%	73.8%
판매비	22.6	25.2	24.4	24.5	27.6	32.9	36.7	40.3	43.5
영업이익	10.8	14.1	14.9	11.3	20.5	36.0	55.1	74.7	94.8
영업이익률(%)	7.0%	7.8%	8.0%	6.9%	9.5%	12.2%	14.9%	16.7%	18.0%
%YoY	18.7%	31.0%	5.3%	-24.4%	82.1%	75.9%	52.8%	35.8%	26.8%
영업외손익	(1.3)	1.5	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.1)	(0.5)	0.3	0.7
세전이익	9.5	15.7	14.2	10.4	19.4	34.9	54.6	75.0	95.5
법인세비용	2.0	3.6	1.7	1.9	3.5	7.0	11.5	16.5	21.0
당기순이익	7.5	12.1	12.5	8.5	15.9	28.0	43.1	58.5	74.5
목표주가 기준 PER				105.6	56.4	32.1	20.8	15.3	12.0
목표주가 기준 PSR (멤브레인 매출 기준)					29.36	11.03	7.35	5.21	4.07

자료: 유진투자증권

도표 58 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	51.0	51.3	45.6	38.3	34.2	33.3	45.6	49.4	186.2	162.5	216.6
%YoY	27.3%	21.4%	-5.3%	-25.8%	-32.8%	-35.2%	0.1%	29.0%	2.3%	-12.7%	33.3%
LCD cassette	17.3	19.5	11.6	5.6	2.3	1.3	8.3	8.4	53.9	20.3	23.0
PTFE sheet	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.8	1.1	3.4	3.0	5.3
PCB 소재	1.6	1.8	1.8	1.3	1.2	1.5	2.1	2.1	6.6	7.0	8.1
OA	5.7	6.0	5.6	5.4	4.8	5.6	6.0	6.5	22.8	22.9	24.3
반도체 소재/장비	3.3	3.7	3.8	4.6	6.0	6.3	6.3	5.8	15.3	24.3	27.0
기타부품	8.6	8.3	8.7	9.4	8.1	6.2	7.5	7.2	35.1	29.0	33.0
배터리부품	11.5	8.9	11.1	8.8	8.5	9.9	12.2	13.4	40.2	44.0	58.0
의료기기	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.6	2.0	5.1	6.0	7.4
멤브레인/특수소재	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	0.9	0.8	3.0	3.6	6.0	30.5
매출원가	39.9	40.5	35.2	31.3	26.4	25.6	35.8	38.9	146.9	126.8	168.5
매출원가율	78.3%	78.8%	77.2%	81.8%	77.2%	76.9%	78.5%	78.8%	78.9%	78.0%	77.8%
판매비	5.7	5.9	5.9	6.8	5.5	5.9	6.2	6.8	24.4	24.5	27.6
영업이익	5.3	5.0	4.5	0.1	2.3	1.8	3.6	3.6	14.9	11.3	20.5
영업이익률(%)	10.4%	9.7%	9.8%	0.4%	6.6%	5.3%	7.9%	7.3%	8.0%	6.9%	9.5%
%YoY	165.1%	91.0%	1.4%	-97.3%	-57.3%	-64.5%	-19.4%	2519.0%	5.3%	-24.4%	82.1%
영업외손익	0.6	(0.3)	(0.5)	(0.6)	0.5	(0.3)	0.2	(1.4)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
세전이익	5.9	4.7	4.0	(0.4)	2.8	1.5	3.8	2.2	14.2	10.4	19.4
법인세비용	0.6	0.6	0.7	(0.2)	0.5	0.2	0.8	0.3	1.7	1.9	3.5
당기순이익	5.3	4.1	3.3	(0.2)	2.3	1.3	3.0	1.9	12.5	8.5	15.9

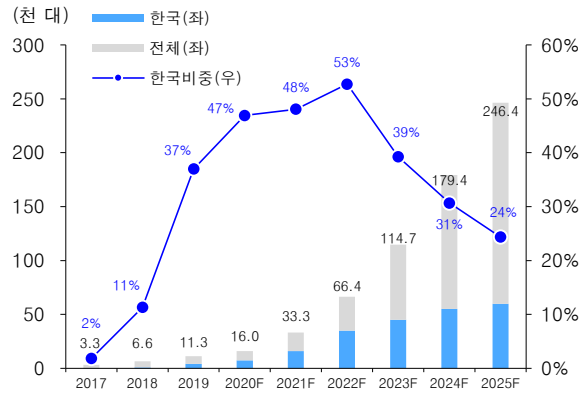
자료: 유진투자증권

도표 59 상아프론테크 주요 특허출원 현황

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

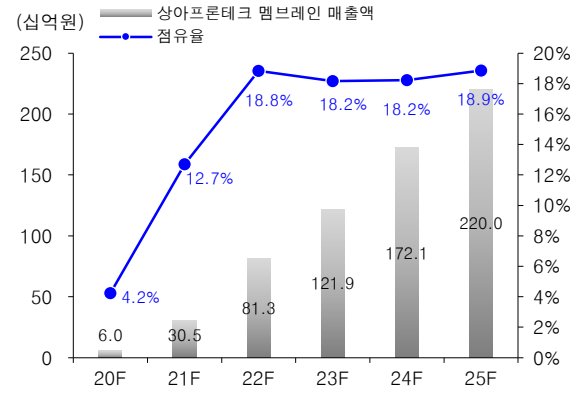
자료: 특허청, 유진투자증권

도표 60



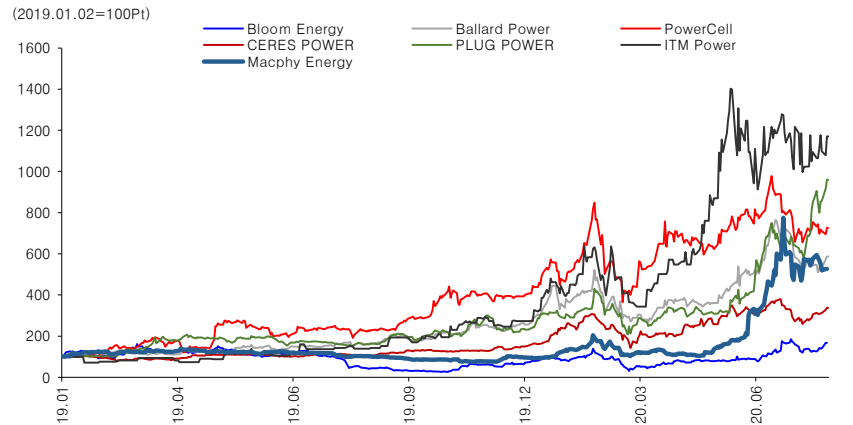
자료: 유진투자증권

도표 61



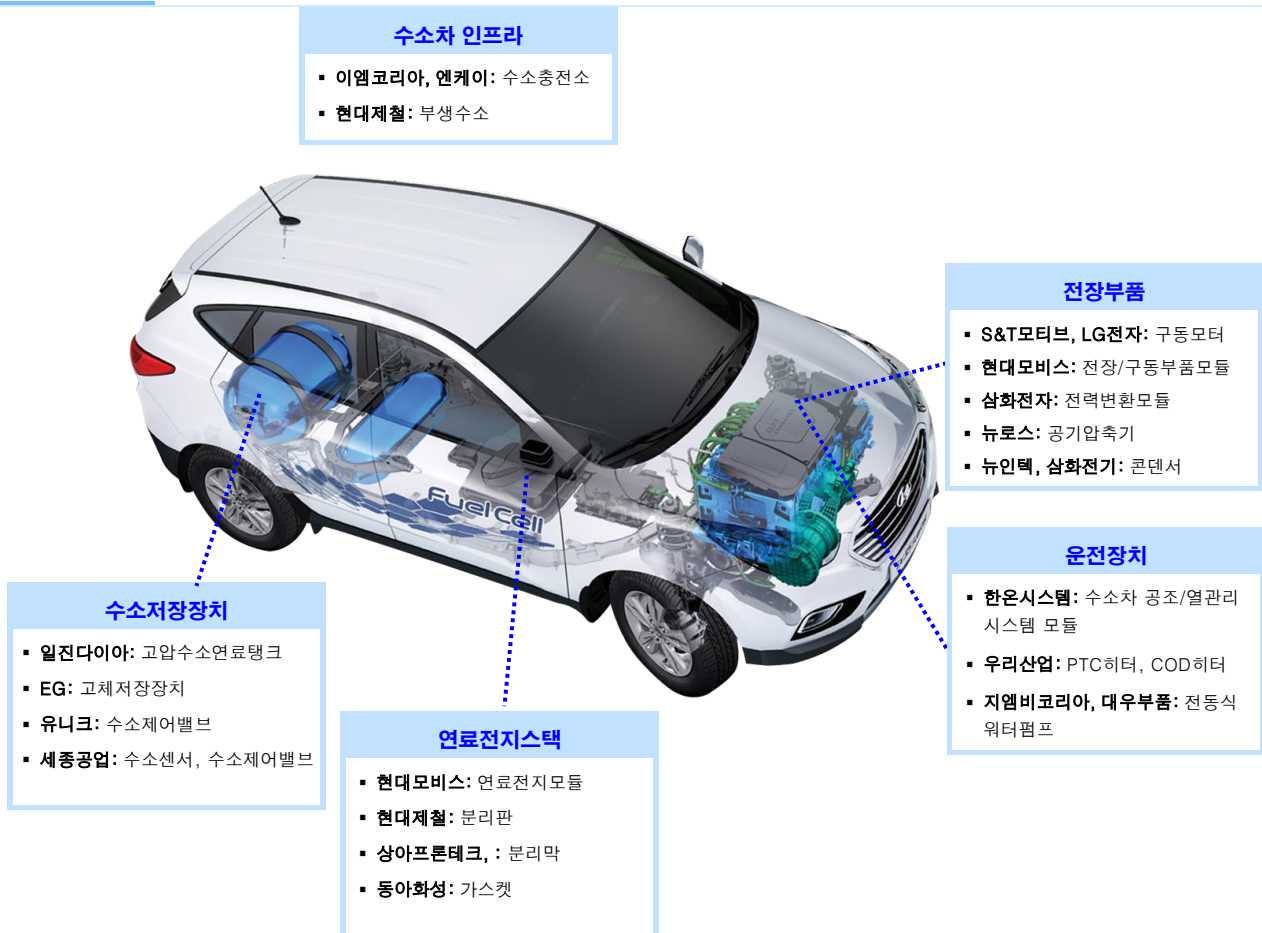
자료: 유진투자증권

도표 62 글로벌 수소 관련업체들 주가 급등세



자료: 유진투자증권, Bloomberg

도표 63 글로벌 수소 관련업체들 주가 급등세



자료 : 유진투자증권

도표 64 해외 수소관련주들 적자지속 불구 높은 밸류에이션 받아

	BLOOM ENERGY	ITM POWER PLC	CERES POWER HOLDINGS PLC	BALLARD POWER SYSTEMS INC	PLUG POWER INC	POWERCEL L SWEDEN AB	NEL ASA	MCPHY ENERGY SA
국가	UNITED STATES	BRITAN	BRITAN	CANADA	UNITED STATES	SWEDEN	NORWAY	FRANCE
현재주가(달러)	16.3	3.5	7.2	16.1	12.9	29.0	2.2	26.0
통화	USD	GBp	GBp	USD	USD	SEK	NOK	EUR
시가총액(백만달러)	2,160.6	1,690.0	1,238.3	3,920.8	5,103.2	1,502.8	3,112.6	523.7
PSR(배)								
FY20F	2.7	377.7	47.7	33.4	16.7	110.8	46.6	28.8
FY21F	2.0	86.2	37.0	25.5	12.7	64.4	29.3	14.9
PBR(배)								
FY18A	-	3.1	13.4	2.0	-	14.3	3.2	3.6
FY19A	-	3.2	3.0	6.7	11.4	14.1	5.7	3.9
FY20F	-	18.1	-	15.7	42.4	25.9	9.2	28.8
FY21F	-	24.2	-	17.9	31.1	28.8	9.6	34.6
매출액(백만달러)								
FY18A	633	4	9	97	175	7	56	9
FY19A	785	6	20	106	230	7	59	13
FY20F	799	5	27	116	310	14	74	19
FY21F	1,064	21	35	152	408	23	118	36
영업이익(백만달러)								
FY18A	-165	-8	-16	-21	-69	-7	-24	-11
FY19A	-233	-12	-10	-27	-50	-8	-29	-7
FY20F	-114	-25	-14	-31	-59	-8	-30	-10
FY21F	-40	-15	-10	-26	-23	0	-19	-7
영업이익률(%)								
FY18A	-26.1	-191.8	-188.7	-21.5	-39.8	-98.5	-43.3	-118.7
FY19A	-29.6	-200.5	-51.4	-25.8	-21.7	-118.9	-48.9	-57.5
FY20F	-14.3	-511.7	-52.4	-27.1	-19.2	-60.1	-39.8	-51.2
FY21F	-3.7	-68.5	-29.0	-17.1	-5.8	-0.1	-16.4	-18.2
순이익(백만달러)								
FY18A	-274	-8	-13	-27	-78	-7	-23	-11
FY19A	-304	-12	-6	-39	-85	46	-31	-7
FY20F	-96	-25	-14	-42	-97	-6	-13	-9
FY21F	-28	-15	-11	-30	-80	-6	-19	-7
ROE(%)								
FY18A	-	-25.1	-62.0	-13.6	-	-39.1	-12.6	-86.5
FY19A	-	-30.6	-10.1	-14.7	-	126.5	-15.7	-38.8
FY20F	35.1	-30.2	-8.4	-11.6	-57.9	-16.3	-7.7	-28.3
FY21F	-8.5	-20.9	-6.0	-12.0	-85.3	-11.0	-7.4	-10.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2020.08.28 종가기준, 컨센서스 기준

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표						손익계산서					
(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	239.1	248.3	254.6	268.4	292.6	매출액	182.1	186.2	162.5	216.6	295.9
유동자산	124.8	131.6	134.3	141.0	155.7	증가율(%)	18.8	2.3	(12.7)	33.3	36.6
현금성자산	45.9	40.7	29.9	29.5	33.2	매출원가	142.8	146.9	126.8	168.5	226.9
매출채권	44.7	63.2	66.0	70.0	79.0	매출총이익	39.3	39.3	35.8	48.1	68.9
재고자산	31.4	24.3	35.0	38.0	40.0	판매 및 일반보통비	25.2	26.6	24.5	27.6	32.9
비유동자산	114.3	116.7	120.3	127.5	136.9	기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산	8.0	8.7	9.0	9.4	9.8	영업이익	14.1	14.9	11.3	20.5	36.0
유형자산	104.8	107.2	110.4	117.2	126.2	증가율(%)	31.0	5.3	(24.4)	82.1	75.9
기타	1.5	0.8	0.8	0.9	0.9	EBITDA	23.2	24.1	20.7	30.7	46.9
부채총계	119.8	104.5	104.8	105.1	107.3	증가율(%)	19.6	3.8	(14.0)	48.1	52.7
유동부채	114.4	93.7	93.8	94.0	96.0	영업외손익	1.5	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(0.5)
매입채무	23.9	19.8	24.8	30.0	32.0	이자수익	0.6	1.1	0.6	0.8	1.0
유동성이자부채	86.8	71.0	66.0	61.0	61.0	이자비용	1.9	2.7	1.7	1.6	1.6
기타	3.7	2.9	2.9	2.9	3.0	지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.4	10.8	11.0	11.1	11.3	기타영업손익	2.8	0.8	0.3	(0.3)	0.1
비유동이자부채	0.6	5.4	5.4	5.4	5.4	세전순이익	15.7	14.2	10.4	19.4	35.5
기타	4.9	5.4	5.6	5.7	5.9	증가율(%)	65.3	(9.6)	(26.9)	87.4	83.3
자본총계	119.2	143.8	149.8	163.3	185.2	법인세비용	3.6	1.7	1.9	3.5	11.1
지배지분	119.2	143.8	149.8	163.3	185.2	당기순이익	12.1	12.5	8.5	15.9	24.4
자본금	7.1	7.7	7.7	7.7	7.7	증가율(%)	61.6	3.2	(31.9)	87.4	53.4
자본잉여금	29.5	43.3	43.3	43.3	43.3	지배주주지분	12.1	12.5	8.5	15.9	24.4
이익잉여금	83.8	93.7	99.8	113.2	135.2	증가율(%)	61.6	3.2	(31.9)	87.4	53.4
기타	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS(원)	846	814	554	1,038	1,593
자본총계	119.2	143.8	149.8	163.3	185.2	증가율(%)	54.8	(3.8)	(31.9)	87.4	53.4
총차입금	87.3	76.4	71.4	66.4	66.4	수정EPS(원)	846	814	554	1,038	1,593
순차입금	41.5	35.8	41.6	36.9	33.2	증가율(%)	54.8	(3.8)	(31.9)	87.4	53.4
현금흐름표						주요투자지표					
(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	3.5	6.8	9.7	24.4	26.4	주당지표(원)					
당기순이익	12.1	14.2	8.5	15.9	24.4	EPS	846	814	554	1,038	1,593
자산상각비	9.1	9.2	9.5	10.2	10.8	BPS	8,358	9,392	9,786	10,664	12,098
기타비현금성손익	0.6	5.4	0.2	0.2	0.2	DPS	160	160	160	160	160
운전자본증감	(22.2)	(18.9)	(8.4)	(1.8)	(9.0)	밸류에이션(배,%)					
매출채권감소(증가)	(3.8)	(19.7)	(2.8)	(4.0)	(9.0)	PER	15.6	18.7	87.8	46.8	30.5
재고자산감소(증가)	(11.5)	5.9	(10.7)	(3.0)	(2.0)	PBR	1.6	1.6	5.0	4.6	4.0
매입채무증가(감소)	(4.7)	(2.3)	5.1	5.2	2.0	EV/ EBITDA	9.9	11.2	38.3	25.7	16.8
기타	(2.1)	(2.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	배당수익률	1.2	1.0	0.3	0.3	0.3
투자현금	(12.6)	(9.9)	(14.3)	(18.6)	(21.6)	PCR	7.7	8.1	41.1	28.4	21.1
단기투자자산감소	0.7	(1.3)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	수익성(%)					
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	영업이익률	7.8	8.0	6.9	9.5	12.2
설비투자	(10.7)	(10.2)	(12.6)	(16.9)	(19.8)	EBITDA이익률	12.8	12.9	12.7	14.2	15.8
유형자산처분	3.1	1.3	0.0	0.0	0.0	순이익률	6.6	6.7	5.2	7.3	8.2
무형자산처분	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	ROE	10.5	9.5	5.8	10.2	14.0
재무현금	6.6	(4.0)	(7.4)	(7.4)	(2.4)	ROIC	7.1	7.7	5.0	8.6	11.8
차입금증가	10.6	0.9	(5.0)	(5.0)	0.0	인정성 (배,%)					
자본증가	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	순차입금/자기자본	34.8	24.9	27.7	22.6	17.9
배당금지급	2.0	2.3	2.4	2.4	2.4	유동비율	109.0	140.4	143.2	150.0	162.2
현금 증감	(2.3)	(7.0)	(12.0)	(1.6)	2.4	이자보상배율	7.3	5.6	6.5	12.7	22.6
기초현금	19.6	17.2	10.2	(1.8)	(3.4)	활동성 (회)					
기말현금	17.2	10.2	(1.8)	(3.4)	(1.1)	총자산회전율	0.8	0.8	0.6	0.8	1.1
Gross Cash flow	24.6	28.8	18.1	26.3	35.4	매출채권회전율	4.4	3.5	2.5	3.2	4.0
Gross Investment	35.5	27.4	21.5	19.2	29.2	재고자산회전율	7.1	6.7	5.5	5.9	7.6
Free Cash Flow	(10.9)	1.3	(3.3)	7.1	6.2	매입채무회전율	7.8	8.5	7.3	7.9	9.5

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 당사에 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 고객
의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

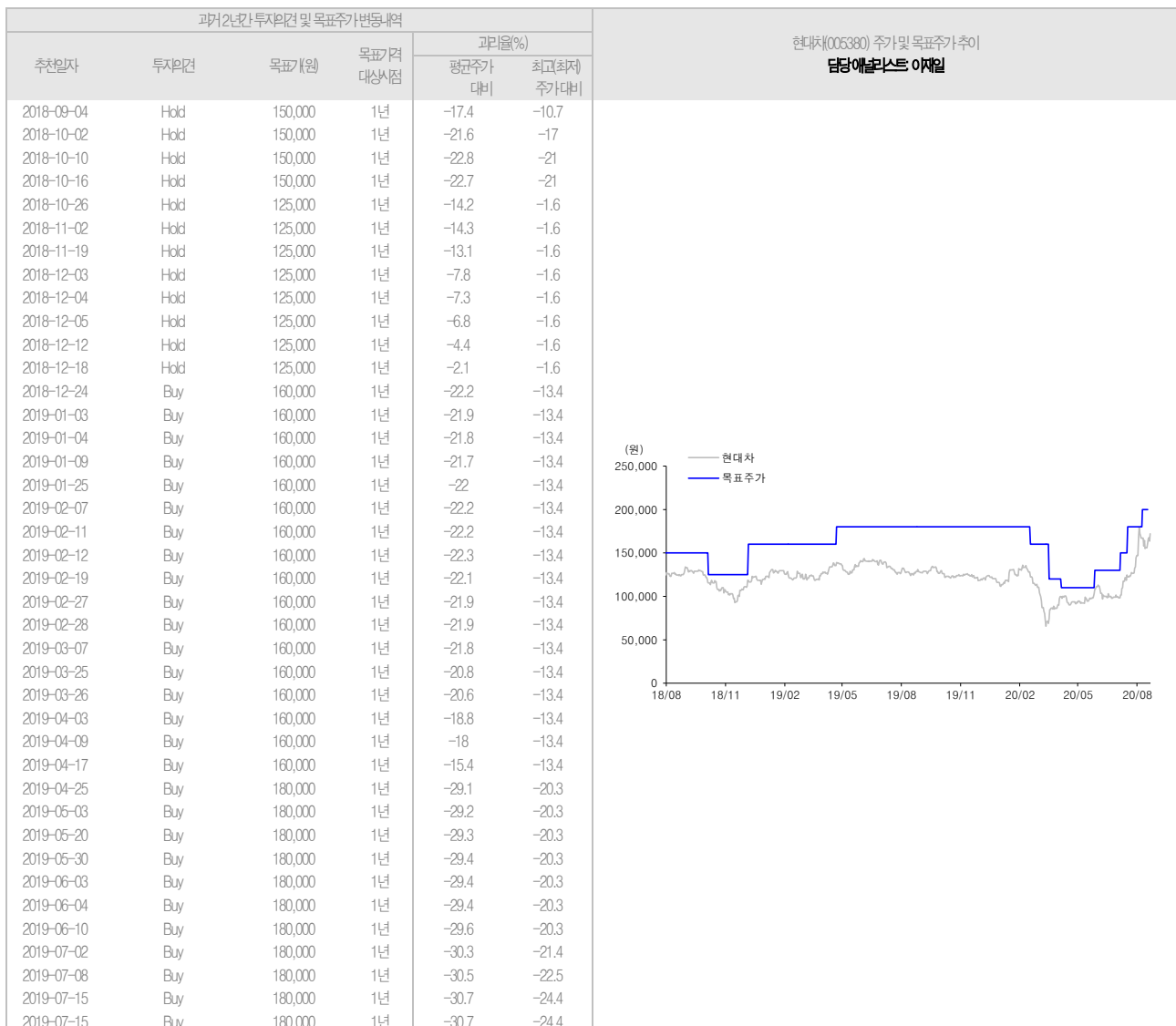
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

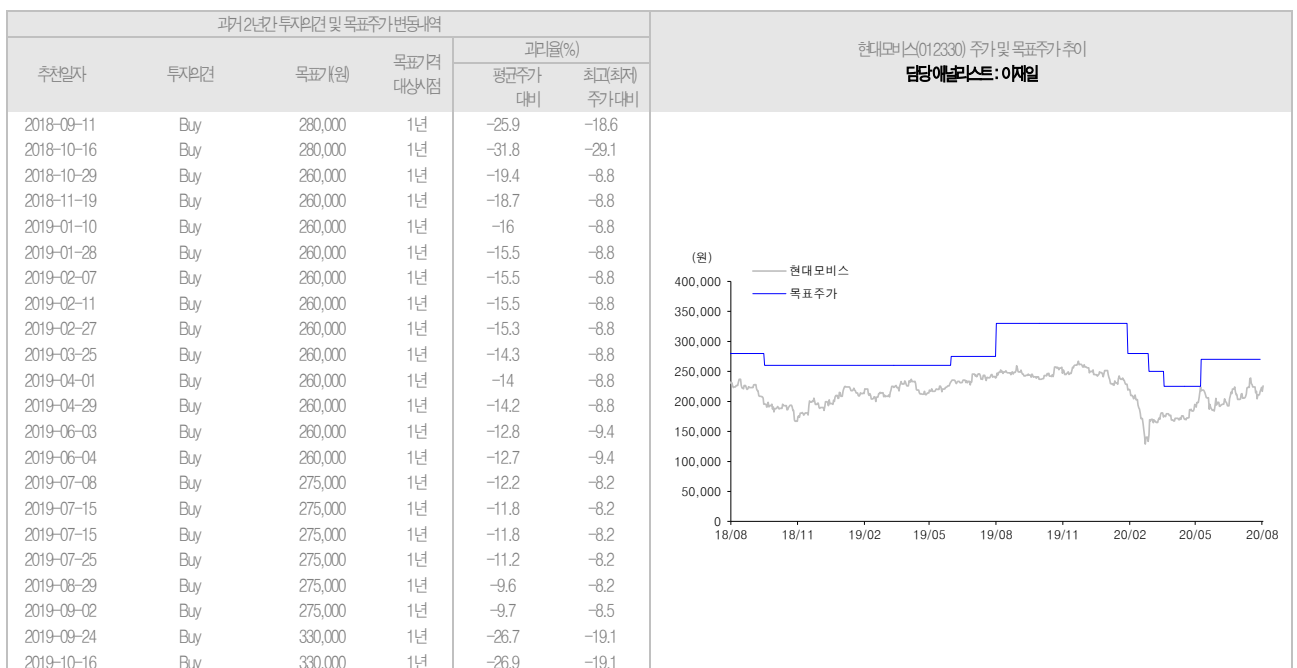
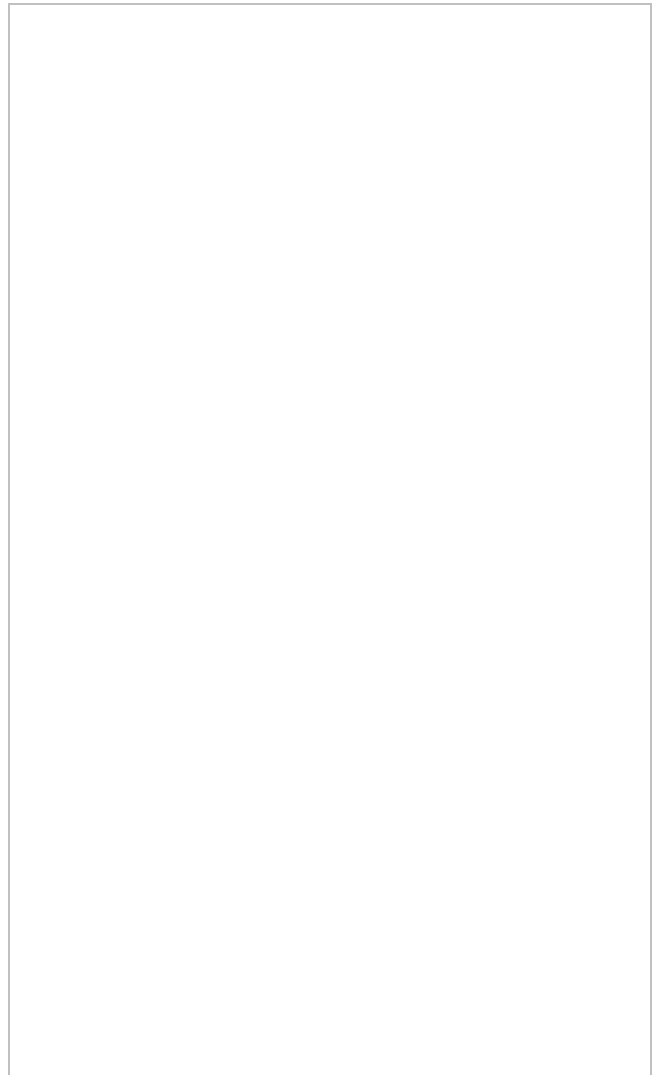
당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.06.30 기준)



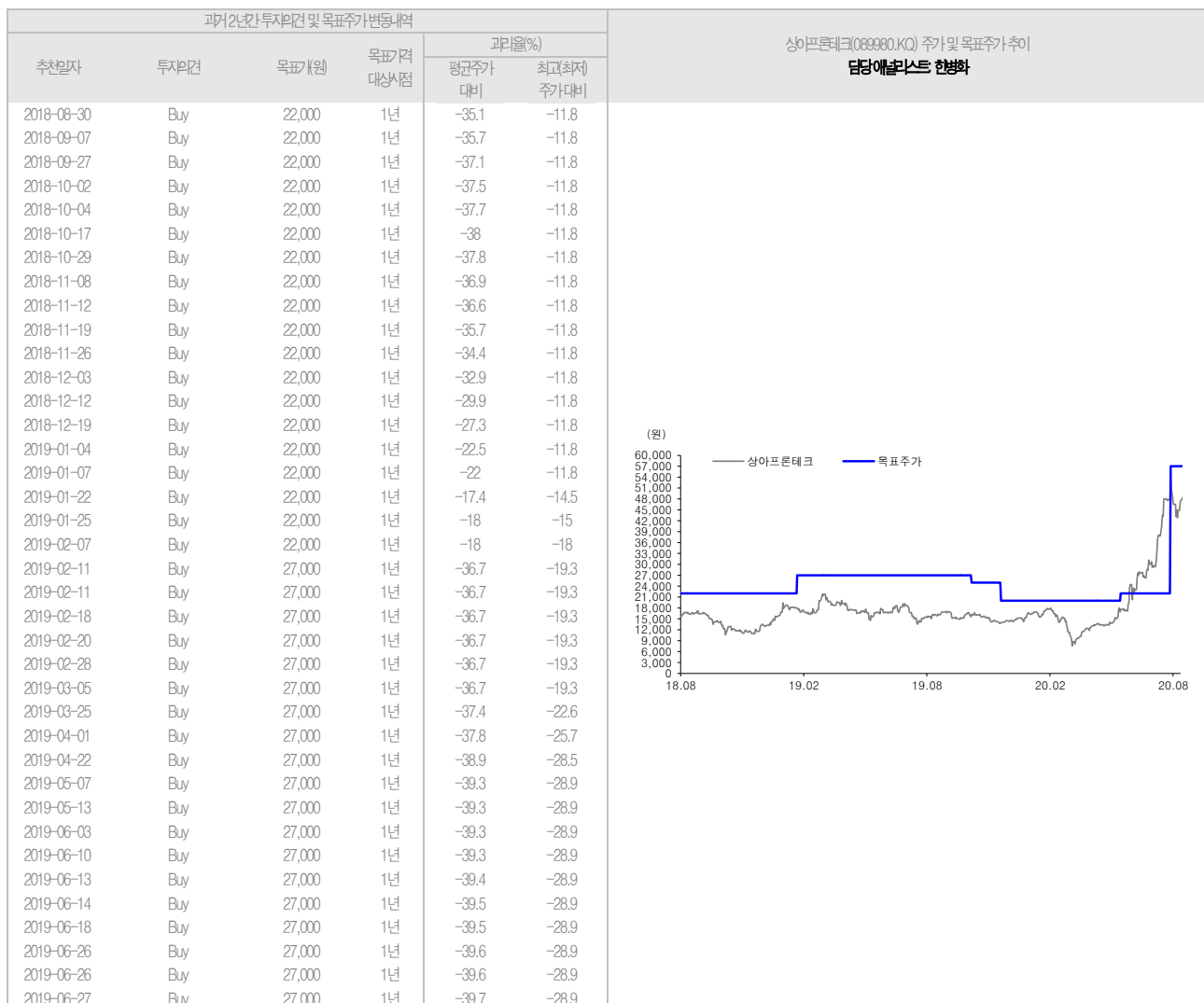
2019-07-23	Buy	180,000	1년	-30.9	-24.4
2019-08-02	Buy	180,000	1년	-31	-24.4
2019-08-05	Buy	180,000	1년	-31	-24.4
2019-08-29	Buy	180,000	1년	-31.3	-24.4
2019-09-02	Buy	180,000	1년	-31.3	-24.4
2019-09-03	Buy	180,000	1년	-31.4	-24.4
2019-09-23	Buy	180,000	1년	-31.6	-24.4
2019-09-24	Buy	180,000	1년	-31.7	-24.4
2019-09-30	Buy	180,000	1년	-31.9	-24.4
2019-10-14	Buy	180,000	1년	-32.1	-24.4
2019-10-16	Buy	180,000	1년	-32.1	-24.4
2019-10-25	Buy	180,000	1년	-32.1	-24.4
2019-11-06	Buy	180,000	1년	-32.2	-24.4
2019-12-05	Buy	180,000	1년	-32.5	-24.4
2019-12-09	Buy	180,000	1년	-32.4	-24.4
2020-01-03	Buy	180,000	1년	-32.2	-24.4
2020-01-23	Buy	180,000	1년	-31.1	-24.4
2020-02-05	Buy	180,000	1년	-31.5	-24.4
2020-02-26	Buy	180,000	1년	-37.9	-32.8
2020-03-03	Buy	180,000	1년	-39.6	-36.7
2020-03-04	Buy	180,000	1년	-40.2	-36.7
2020-03-11	Buy	160,000	1년	-48.7	-40.6
2020-04-01	Buy	160,000	1년	-45.5	-44.5
2020-04-02	Buy	160,000	1년	-45.3	-44.5
2020-04-07	Buy	120,000	1년	-19.7	-16.3
2020-04-24	Buy	110,000	1년	-12.1	0.9
2020-05-07	Buy	110,000	1년	-11	0.9
2020-05-19	Buy	110,000	1년	-8.6	0.9
2020-06-08	Buy	130,000	1년	-19.6	-4.2
2020-06-17	Buy	130,000	1년	-19.7	-4.2
2020-06-29	Buy	130,000	1년	-18	-4.2
2020-07-07	Buy	130,000	1년	-15.2	-4.2
2020-07-20	Buy	130,000	1년	-6.5	-4.2
2020-07-24	Buy	150,000	1년	-13.8	-3.7
2020-07-30	Buy	150,000	1년	-11.4	-3.7
2020-08-04	Buy	150,000	1년	-7.2	-3.7
2020-08-07	Buy	180,000	1년	-8.1	-0.6
2020-08-11	Buy	180,000	1년	-9.3	-4.4
2020-08-26	Buy	200,000	1년	-18.3	-18.3
2020-08-31	Buy	200,000	1년		



2019-10-25	Buy	330,000	1년	-26.8	-19.1
2019-11-06	Buy	330,000	1년	-26.8	-19.1
2020-02-05	Buy	330,000	1년	-32.8	-26.5
2020-02-26	Buy	330,000	1년	-37.8	-33.6
2020-03-11	Buy	280,000	1년	-43.2	-35.7
2020-04-07	Buy	250,000	1년	-29.6	-27.6
2020-04-27	Buy	225,000	1년	-17.2	-0.4
2020-05-19	Buy	225,000	1년	-11.1	-0.4
2020-06-08	Buy	270,000	1년	-23	-11.5
2020-06-23	Buy	270,000	1년	-22	-11.5
2020-06-29	Buy	270,000	1년	-21.6	-11.5
2020-07-07	Buy	270,000	1년	-20.7	-11.5
2020-07-20	Buy	270,000	1년	-19.9	-11.5
2020-07-27	Buy	270,000	1년	-19.4	-11.5
2020-07-30	Buy	270,000	1년	-18.9	-11.5
2020-08-04	Buy	270,000	1년	-18	-11.5
2020-08-11	Buy	270,000	1년	-19	-15
2020-08-26	Buy	270,000	1년	-19.6	-19.6
2020-08-31	Buy	270,000			

과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역				과목율(%)		씨에스원드(112610.KQ) 주가 및 목표주가 추이 담당: 이남희, 한병화
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가 대상사점	평균주가 대비	최고/최저 주가대비	
2018-08-30	Buy	45,000	1년	-30.9	-11.9	
2018-09-10	Buy	45,000	1년	-30.8	-11.9	
2018-09-21	Buy	45,000	1년	-30.9	-11.9	
2018-10-18	Buy	45,000	1년	-31.4	-11.9	
2018-11-08	Buy	45,000	1년	-31.1	-11.9	
2018-11-15	Buy	45,000	1년	-31.2	-11.9	
2018-12-03	Buy	45,000	1년	-31.1	-11.9	
2018-12-20	Buy	45,000	1년	-30.2	-11.9	
2019-01-17	Buy	45,000	1년	-27.5	-11.9	
2019-02-25	Buy	45,000	1년	-21.7	-11.9	
2019-03-05	Buy	45,000	1년	-19.9	-11.9	
2019-03-08	Buy	45,000	1년	-19	-11.9	
2019-03-11	Buy	45,000	1년	-18.7	-11.9	
2019-04-08	Buy	45,000	1년	-13.9	-11.9	
2019-04-15	Buy	50,000	1년	-29	-11.0	
2019-05-02	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0	
2019-05-23	Buy	50,000	1년	-29.5	-11.0	
2019-06-03	Buy	50,000	1년	-29.6	-11.0	
2019-06-10	Buy	50,000	1년	-29.8	-11.0	
2019-06-13	Buy	50,000	1년	-29.9	-11.0	
2019-06-17	Buy	50,000	1년	-30	-11.0	
2019-07-01	Buy	50,000	1년	-30.5	-11.0	
2019-07-15	Buy	50,000	1년	-31	-11.0	
2019-07-18	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0	
2019-07-22	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0	
2019-08-05	Buy	50,000	1년	-31.1	-11.0	
2019-08-26	Buy	50,000	1년	-30.5	-11.0	
2019-09-23	Buy	50,000	1년	-29.7	-11.0	
2019-11-01	Buy	50,000	1년	-28.8	-11.0	
2019-11-13	Buy	50,000	1년	-28.8	-11.0	
2019-12-16	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0	
2019-12-16	Buy	50,000	1년	-29.2	-11.0	
2019-12-19	Buy	50,000	1년	-29.3	-11.0	
2020-01-13	Buy	50,000	1년	-30	-11.0	
2020-01-16	Buy	50,000	1년	-30.2	-11.0	
2020-02-18	Buy	50,000	1년	-31.7	-11.0	
2020-03-23	Buy	50,000	1년	-30.4	-11.0	
2020-03-30	Buy	50,000	1년	-29	-11.0	
2020-05-07	Buy	50,000	1년	-21.9	-11.0	
2020-05-21	Buy	50,000	1년	-19.7	-11.0	
2020-07-06	Buy	55,000	1년	-0.3	7.3	
2020-07-09	Buy	55,000	1년	2	7.3	
2020-07-13	Buy	55,000	1년	2.5	-2.2	
2020-07-16	Buy	55,000	1년	7.3	7.3	
2020-07-20	Buy	70,000	1년	1.8	15.7	
2020-07-31	Buy	89,000	1년	-7.9	-2.0	

2020-08-18	Buy	89,000	1년	-7.3	-2.0	
2020-08-31	Buy	100,000	1년			



2019-06-28	Buy	27,000	1년	-39.7	-28.9
2019-07-01	Buy	27,000	1년	-39.8	-28.9
2019-07-04	Buy	27,000	1년	-40	-28.9
2019-07-26	Buy	27,000	1년	-41.9	-36.7
2019-07-29	Buy	27,000	1년	-41.9	-36.7
2019-08-21	Buy	27,000	1년	-40.8	-36.7
2019-09-02	Buy	27,000	1년	-40.7	-36.7
2019-09-05	Buy	27,000	1년	-40.7	-36.7
2019-09-09	Buy	27,000	1년	-40.8	-36.7
2019-09-10	Buy	27,000	1년	-40.9	-36.7
2019-09-19	Buy	27,000	1년	-41.6	-37
2019-09-23	Buy	27,000	1년	-42.1	-38.1
2019-10-24	Buy	25,000	1년	-39.2	-33.2
2019-10-28	Buy	25,000	1년	-39.6	-34.6
2019-11-06	Buy	25,000	1년	-40.9	-37
2019-11-18	Buy	25,000	1년	-42.7	-38.8
2019-12-06	Buy	20,000	1년	-28.8	-10
2019-12-16	Buy	20,000	1년	-28.8	-10
2019-12-30	Buy	20,000	1년	-29	-10
2020-01-13	Buy	20,000	1년	-29.4	-10
2020-01-22	Buy	20,000	1년	-30.3	-10
2020-02-07	Buy	20,000	1년	-31.9	-10
2020-02-10	Buy	20,000	1년	-32.2	-10
2020-02-20	Buy	20,000	1년	-34.7	-10
2020-03-02	Buy	20,000	1년	-36.1	-10
2020-03-09	Buy	20,000	1년	-37.1	-10
2020-03-23	Buy	20,000	1년	-34.9	-10
2020-03-30	Buy	20,000	1년	-32.6	-10
2020-05-21	Buy	20,000	1년	-16.8	-10
2020-05-21	Buy	20,000	1년	-16.8	-10
2020-05-29	Buy	22,000	1년	49.6	150.5
2020-06-05	Buy	22,000	1년	56	150.5
2020-06-08	Buy	22,000	1년	57.4	150.5
2020-06-11	Buy	22,000	1년	61.1	-8
2020-06-22	Buy	22,000	1년	70	19.5
2020-07-08	Buy	22,000	1년	86.8	32.5
2020-07-09	Buy	22,000	1년	88.2	32.5
2020-07-13	Buy	22,000	1년	91.7	32.5
2020-08-25	Buy	57,000	1년	-16	-15.8
2020-08-31	Buy	57,000	1년		