

상아프론테크(089980.KQ)

미국 인프라부양안에 수소 예산 포함 수소산업 핵심소재 업체로 재평가 필요

2021.08.02

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **75,000**원(유지)

현재주가: 54,200원(07/30)

시가총액: 852.3(십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

미국 인프라 부양안에 수소산업 지원 예산 포함 확실시

지난 주 상원의 민주당, 공화 양당이 합의한 인프라 부양안에 수소지원 예산이 포함된 것으로 보도되었다. 80 억달러 규모이고 수소의 생산부터 관련 충전 등 인프라 확충에 사용된다. 민주당과 백악관이 합의해서 발표한 지난 6월의 인프라 부양안에도 수소생산과 관련된 지원액이 41 억달러가 포함되어 있었다(도표 1, 2 번 참조). 하지만, 지난 주 발표된 공화당과 합의된 안에 수소 예산이 담기면서 향후 최종 인프라부양안에 수소예산이 담길 것이 확실해졌다.

EU 에 이어 미국까지 가세, 글로벌 수소산업 확장 본격화 신호탄

EU 의 그린딜안에 포함된 그린수소 생산과 관련된 예산은 독일, 프랑스, 포르투갈, 스페인 등에서 자금집행에 들어갔다. 또한 EU 는 탄소감축 목표를 상향하면서 주요 도로 150km 마다 수소차 충전소를 의무적으로 국가가 설치하도록 했다. 여기에 미국도 수소 지원 예산을 내년 부터 연방정부가 집행하게 되는 것이다. 대한민국, 일본, 중국 등 아시아에서 시작된 수소산업 지원이 글로벌 전체로 확대되고 있다. 글로벌 수소산업내의 업체들이 지속가능한 성장시대에 진입하고 있다.

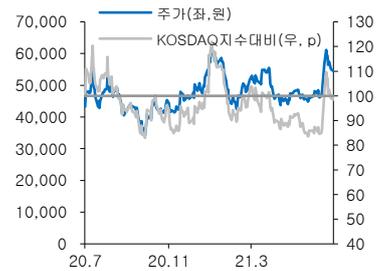
멤브레인은 수소산업의 핵심소재, 글로벌 소재업체로 성장할 것

IEA 는 2050 년 탄소중립을 실현하기 위해서, 현재 8,700 만톤의 연간수소생산을 5.4 억톤으로 증설해야되고, 이를 위한 수소생산설비가 300MW 에서 3,585MW 로 늘어날 것으로 추정했다(도표 3, 4 번 참조). 수소자동차는 승용차부문에서는 10%, 상용차부문에서는 35%가 될 것으로 결론내고 있다(도표 5 번 참조). 상아프론테크가 개발해서 공급하기 시작한 ePTFE 멤브레인은 수소차용 연료전지 분리막뿐 아니라, 수소를 생산하는 PEM 수전해 설비에도 핵심소재로 사용된다. 수소시대에 가장 필요한 소재인 것이다. 현재 동사는 본사내에 있는 멤브레인 설비증설을 하고 있고, 추가증설계획도 확정된 상태이다. 멤브레인 하나만으로도 글로벌 소재업체로 성장할 것으로 판단한다. 목표주가 75,000 원을 유지한다.

발행주식수	15,725천주
52주 최고가	62,900원
최저가	33,450원
52주 일간 Beta	1.00
60일 일평균거래대금	101.2억원
외국인 지분율	3.0%
배당수익률(2021F)	0.3%

주주구성		
이상원 (외20인)	43.1%	
국민연금공단	7.4%	
미래에셋자산운용 (외3인)	5.0%	

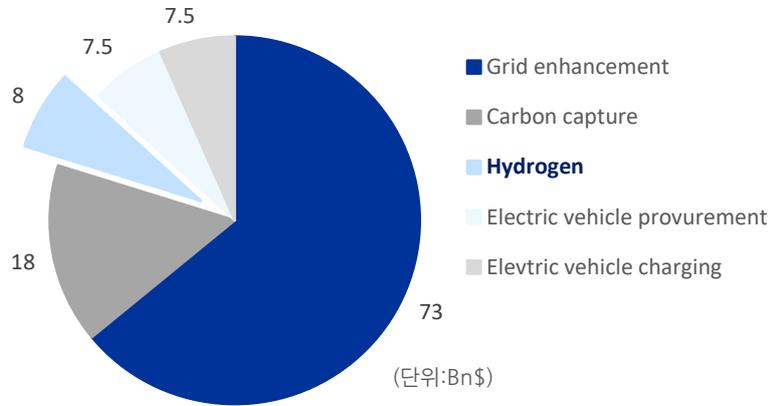
	1M	6M	12M
주가상승률	15.6	-5.1	25.5
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(21)	15.2	15.2	-
영업이익(22)	27.6	27.6	-



결산기(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
영업이익(십억원)	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
세전계속사업손익(십억원)	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
당기순이익(십억원)	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
EPS(원)	836.5	149.0	735.2	1,381.1	1,915.9
증감률(%)	-1.1	-82.2	393.4	87.8	38.7
PER(배)	18.2	306.7	73.7	39.2	28.3
ROE(%)	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
PBR(배)	1.6	4.8	5.3	4.8	4.1
EV/EBITDA(배)	11.2	44.9	34.9	22.9	17.6

자료: 유진투자증권

도표 1. 상원 민주/공화 합의 인프라 부양안에 포함된 에너지전환 관련 예산 항목들



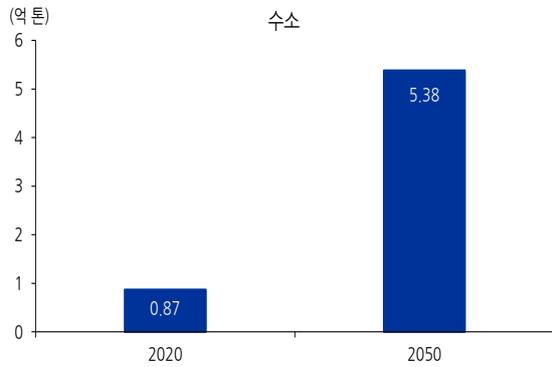
자료: Bloomberg

도표 2. 민주당과 백악관이 제안한 그린 인프라 부양안 규모

American Jobs Plan 중 Green 산업 주요 내용(십억 달러)	2022-2031
Electric Vehide Adoption	137.4
Electric Schoo Bus	20.0
Electric Vehicle Charging Credit	6.3
Climate Change R&D	35.0
Federal Procurement Clean Energy Manufacturing	48.4
Clean Energy Tax Credit	265.0
Nuclear Tax Credit	9.7
Advanced Energy Manufacturing Tax Credit	7.9
Clean Truck Tax Credit	10.6
Low-Carbon Hydrogen Production Credit	4.1
Energy Efficiency Incentive	18.7
Cleaner Jet Fuel	6.6
Electric Transmission Line	23.8
Carbon Capture Technology	23.0
Total	616.6

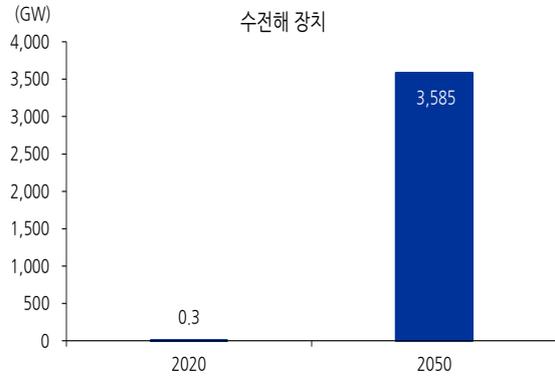
자료: White House, 유진투자증권

도표 3. 2050년 탄소중립 위한 수소생산량



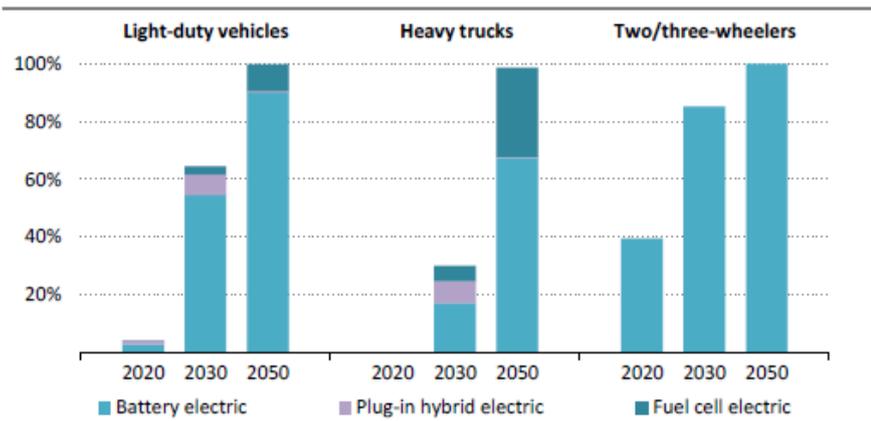
자료: IEA, 유진투자증권

도표 4. 탄소중립 위한 수전해 장치 규모



자료: IEA, 유진투자증권

도표 5. 탄소중립 위한 전기차/수소차 비중(누적기준)



IEA. All rights reserved.

Sales of battery electric, plug-in hybrid and fuel cell electric vehicles soar globally

자료: IEA

도표 6. 상아프론테크 연간실적 전망

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	153.2	182.1	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2	409.2	486.3
%YoY	-2.0%	18.8%	2.3%	-17.6%	25.7%	36.5%	19.7%	29.8%	18.8%
LCD cassette	20.2	28.3	53.9	19.3	26.5	23.0	24.0	22.0	24.0
PTFE sheet	5.1	4.5	3.4	2.5	3.0	5.8	6.0	6.5	7.0
PCB 소재	7.8	7.8	6.6	6.1	6.1	10.0	11.0	11.5	12.1
OA	22.5	22.6	22.8	20.5	21.8	24.5	25.0	25.3	25.2
반도체 소재/장비	16.5	16.0	15.3	22.7	28.5	30.0	33.5	36.0	39.3
기타부품	37.5	37.8	35.1	30.1	39.0	41.0	42.3	43.0	43.6
배터리부품	38.6	58.3	40.2	42.6	41.0	62.0	83.8	109.0	135.0
의료기기	2.7	4.0	5.1	6.0	8.4	8.9	9.5	10.3	11.5
멤브레인/특수소재	2.3	2.8	3.6	3.5	18.5	58.1	80.1	145.6	188.6
매출원가	119.9	142.8	146.9	121.8	150.0	202.7	239.9	308.1	360.4
매출원가율	78.0%	78.4%	78.9%	79.5%	77.8%	77.0%	76.1%	75.3%	74.1%
판관비	22.6	25.2	24.4	24.1	27.6	32.9	36.7	40.3	43.5
영업이익	10.8	14.1	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6	60.8	82.5
영업이익률(%)	7.0%	7.8%	8.0%	4.8%	7.9%	10.5%	12.3%	14.9%	17.0%
%YoY	18.7%	31.0%	5.3%	-50.4%	105.8%	81.9%	39.7%	57.3%	35.7%
영업외손익	(1.3)	1.5	(0.7)	(0.3)	(1.1)	(0.5)	(0.5)	0.3	0.7
세전이익	9.5	15.7	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1	61.1	83.2
법인세비용	2.0	3.6	1.7	4.8	2.5	5.4	8.0	13.4	18.3
당기순이익	7.5	12.1	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1	47.6	64.9
목표주가 기준 PER					104.9	55.9	40.3	25.5	18.7

자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 7. 국가별 수소차 판매 예상

(대)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미	2,325	2,403	2,168	964	2,500	5,000	12,500	24,000	45,000
미국	2,298	2,368	2,089	937	2,000	4,000	10,000	20,000	40,000
캐나다	27	35	79	27	500	1,000	2,500	4,000	5,000
아시아	910	3,202	7,685	9,513	23,050	50,300	75,500	116,000	151,500
한국	61	744	4,194	5,786	15,000	35,000	45,000	55,000	60,000
일본	849	931	754	717	3,000	5,000	10,000	25,000	30,000
중국	-	1,527	2,737	3,000	5,000	10,000	20,000	35,000	60,000
호주	-	-	-	10	50	300	500	1,000	1,500
유럽	95	217	574	762	1,230	3,345	7,300	15,600	37,800
독일	-	41	140	200	250	1,000	2,000	5,000	10,000
프랑스	11	35	63	211	150	500	1,000	2,000	7,000
스페인	-	1	1	7	10	30	300	500	2,000
이탈리아	-	-	-	-	-	-	100	400	1,500
영국	35	36	68	57	300	500	1,000	2,000	6,000
벨기에	8	13	63	19	90	100	150	300	500
네덜란드	2	13	156	147	240	500	1,000	2,000	4,000
오스트리아	-	8	19	14	30	50	100	300	500
스위스	-	9	25	42	100	500	1,000	2,000	4,000
스웨덴	14	5	2	5	7	50	300	500	1,000
노르웨이	17	51	29	15	40	100	300	500	1,000
덴마크	8	5	8	45	13	15	50	100	300
전체	3,330	5,822	10,427	11,239	26,780	58,645	95,300	155,600	234,300

자료: Marklines, 유진투자증권 추정

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
유동자산	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
현금성자산	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
매출채권	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
재고자산	836.5	149.0	735.2	1,381.1	1,915.9
비유동자산	-1.1	-82.2	393.4	87.8	38.7
투자자산	18.2	306.7	73.7	39.2	28.3
유형자산	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
기타	1.6	4.8	5.3	4.8	4.1
부채총계	11.2	44.9	34.9	22.9	17.6
유동부채	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
매입채무	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
유동성이자부채	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
기타	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
비유동부채	836.5	149.0	735.2	1,381.1	1,915.9
비유동이자부채	-1.1	-82.2	393.4	87.8	38.7
기타	18.2	306.7	73.7	39.2	28.3
자본총계	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
자배자본	1.6	4.8	5.3	4.8	4.1
자본금	11.2	44.9	34.9	22.9	17.6
자본잉여금	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
이익잉여금	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
기타	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
비자배자본	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
자본총계	836.5	149.0	735.2	1,381.1	1,915.9
총차입금	-1.1	-82.2	393.4	87.8	38.7
순차입금	18.2	306.7	73.7	39.2	28.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	6.8	11.1	8.9	26.1	27.5
당기순이익	14.2	7.1	12.2	21.7	30.1
자산상각비	9.2	9.4	10.9	12.2	13.1
기타비현금성손익	0.8	0.3	0.8	0.2	0.2
운전자본증감	(18.9)	(7.5)	(14.6)	(8.0)	(16.0)
매출채권감소(증가)	(19.7)	(1.5)	(8.1)	(8.0)	(16.0)
재고자산감소(증가)	5.9	(7.1)	(5.1)	(6.0)	(6.0)
매입채무증가(감소)	(2.3)	4.3	1.9	6.0	6.0
기타	(2.7)	(3.3)	(3.2)	(0.0)	(0.0)
투자현금	(9.9)	(26.0)	(18.3)	(27.0)	(24.0)
단기투자자산감소	(1.3)	1.7	(0.7)	(1.5)	(1.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(10.2)	(14.6)	(28.1)	(25.1)	(22.1)
유형자산처분	1.3	1.0	0.2	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(4.0)	21.5	(3.2)	(1.5)	(0.5)
차입금증가	0.9	32.0	(2.6)	1.0	2.0
자본증가	(2.6)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)
배당금지급	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5
현금 증감	(7.0)	6.4	(12.4)	(2.3)	2.9
기초현금	17.2	10.2	16.7	4.3	2.0
기말현금	10.2	16.7	4.3	2.0	4.9
Gross Cash flow	28.8	21.5	23.9	34.1	43.5
Gross Investment	27.4	35.2	32.2	33.5	38.5
Free Cash Flow	1.3	(13.7)	(8.3)	0.6	5.0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	186.2	153.3	192.8	263.3	315.2
증가율(%)	2.3	(17.6)	25.7	36.5	19.7
매출원가	146.9	121.8	150.0	202.7	239.9
매출총이익	39.3	31.5	42.8	60.5	75.3
판매 및 일반관리비	24.4	24.1	27.6	32.9	36.7
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	14.9	7.4	15.2	27.6	38.6
증가율(%)	5.3	(50.4)	105.8	81.9	39.7
EBITDA	24.1	16.8	26.1	39.9	51.8
증가율(%)	3.8	(30.3)	55.5	52.8	29.9
영업외손익	(0.7)	(0.3)	(1.1)	(0.5)	(0.5)
이자수익	1.1	1.3	1.4	2.6	3.0
이자비용	2.7	3.1	1.8	2.3	2.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.6	(0.7)	(0.7)	(1.2)
세전순이익	14.2	7.1	14.1	27.1	38.1
증가율(%)	(9.6)	(49.7)	97.9	92.5	40.5
법인세비용	1.7	4.8	2.5	5.4	8.0
당기순이익	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
증가율(%)	3.2	(81.4)	398.4	87.8	38.7
지배주주지분	12.5	2.3	11.6	21.7	30.1
증가율(%)	3.2	(81.4)	398.4	87.8	38.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	836	149	735	1,381	1,916
증가율(%)	(1.1)	(82.2)	393.4	87.8	38.7
수정EPS(원)	836	149	735	1,381	1,916
증가율(%)	(1.1)	(82.2)	393.4	87.8	38.7

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	836	149	735	1,381	1,916
BPS	9,392	9,540	10,169	11,390	13,146
DPS	160	160	160	160	160
밸류에이션(배, %)					
PER	18.2	306.7	73.7	39.2	28.3
PBR	1.6	4.8	5.3	4.8	4.1
EV/EBITDA	11.2	44.9	34.9	22.9	17.6
배당수익률	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	7.9	33.2	35.6	25.0	19.6
수익성(%)					
영업이익률	8.0	4.8	7.9	10.5	12.3
EBITDA이익률	12.9	10.9	13.5	15.1	16.4
순이익률	6.7	1.5	6.0	8.2	9.6
ROE	9.5	1.6	7.5	12.8	15.6
ROIC	7.7	1.3	6.2	9.7	12.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	24.9	23.6	35.7	32.9	27.4
유동비율	140.4	169.8	163.6	173.9	195.2
이자보상배율	5.6	2.4	8.5	11.8	16.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
매출채권회전율	3.5	2.4	2.8	3.3	3.5
재고자산회전율	6.7	5.7	6.0	6.9	7.2
매입채무회전율	8.5	6.9	7.1	8.2	8.3

Compliance Notice

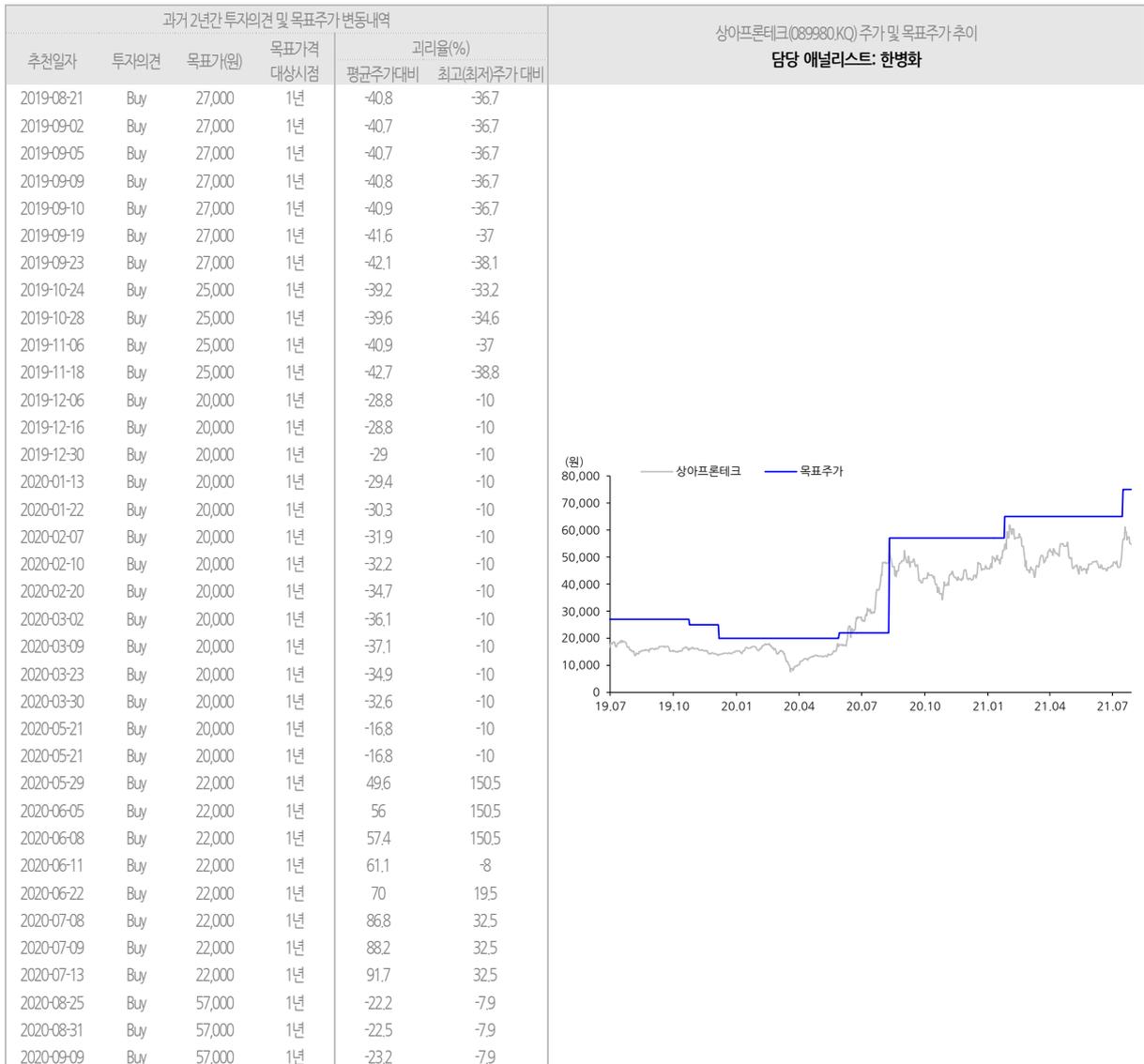
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자이전 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이전 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	92%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	8%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.06.30 기준)



2020-09-14	Buy	57,000	1년	-23.4	-7.9
2020-09-23	Buy	57,000	1년	-23.7	-7.9
2020-09-28	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-05	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-06	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-10-08	Buy	57,000	1년	-23.5	-7.9
2020-11-09	Buy	57,000	1년	-20.8	-7.9
2020-12-02	Buy	57,000	1년	-18.6	-7.9
2020-12-09	Buy	57,000	1년	-17.2	-7.9
2020-12-14	Buy	57,000	1년	-16.3	-7.9
2020-12-28	Buy	57,000	1년	-14.6	-7.9
2021-01-05	Buy	57,000	1년	-13.5	-7.9
2021-01-07	Buy	57,000	1년	-13.1	-7.9
2021-01-11	Buy	57,000	1년	-12.9	-7.9
2021-01-13	Buy	57,000	1년	-12.7	-7.9
2021-01-25	Buy	65,000	1년	-23.5	-4.8
2021-02-15	Buy	65,000	1년	-25.1	-11.7
2021-02-19	Buy	65,000	1년	-25.6	-12.9
2021-03-08	Buy	65,000	1년	-25.3	-12.9
2021-03-22	Buy	65,000	1년	-25	-12.9
2021-03-31	Buy	65,000	1년	-25.3	-12.9
2021-04-05	Buy	65,000	1년	-25.5	-12.9
2021-04-12	Buy	65,000	1년	-25.9	-12.9
2021-04-23	Buy	65,000	1년	-27.1	-12.9
2021-05-31	Buy	65,000	1년	-26.9	-12.9
2021-06-01	Buy	65,000	1년	-26.9	-12.9
2021-06-21	Buy	65,000	1년	-26.4	-12.9
2021-06-28	Buy	65,000	1년	-25.2	-12.9
2021-07-07	Buy	65,000	1년	-23.4	-12.9
2021-07-12	Buy	65,000	1년	-19.6	-12.9
2021-07-19	Buy	75,000	1년	-24.7	-20.8
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-26	-23.5
2021-08-02	Buy	75,000	1년		