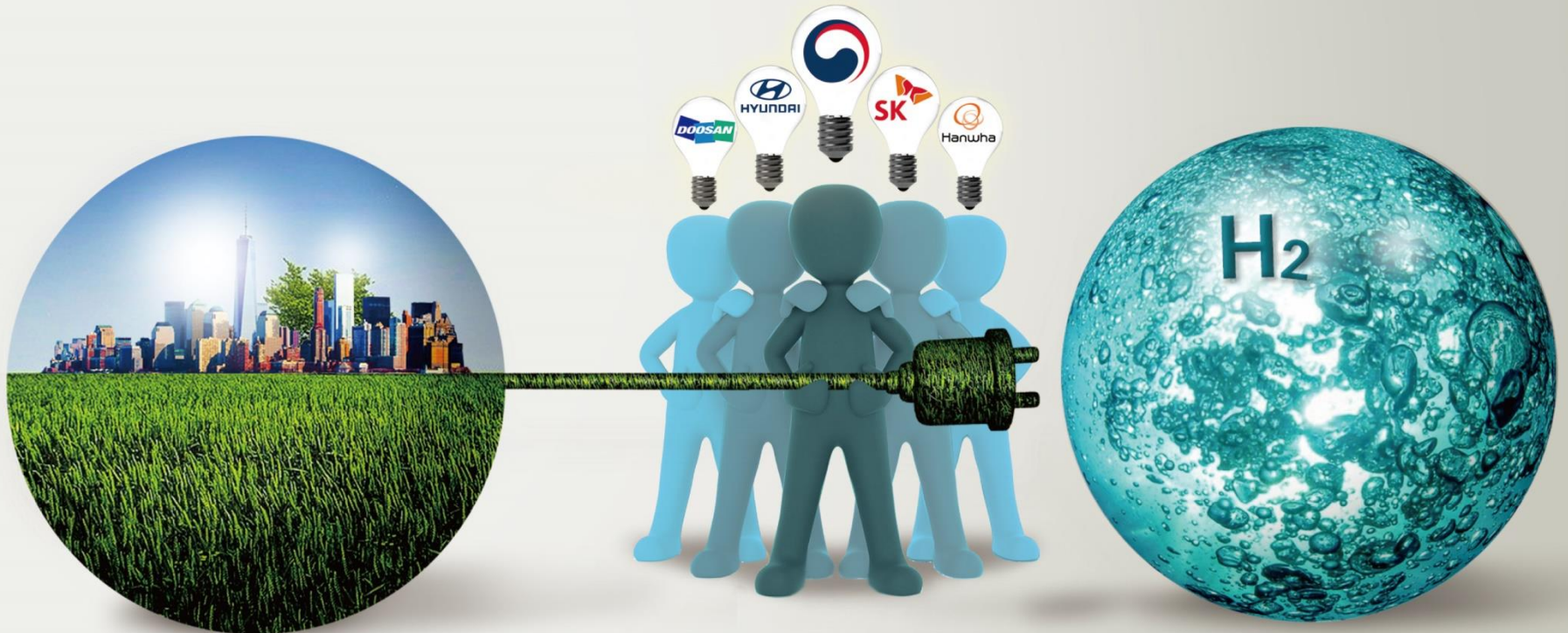


ACTIVE **ESG** Vol.2

# 수소경제 Plug-in





## 수소경제 Plug-in

최근 밸류에이션 급락과 함께 수소 산업에 대한 의구심이 커져가고 있다. 향후 2차 랠리 여부를 전망하기 위해서는 수소 산업 내 펀더멘털로 돌아갈 필요가 있다.

이 보고서는 Active ESG 시리즈의 두번째 보고서로 수소 산업 밸류에이션에 대한 고민, 국내 정책 및 기업의 동향과 기술별, 어플리케이션별 밸류체인을 점검해보았다.

수소 경제는 결국 가야만 하는 길이다. 이 보고서가 수소 산업 가치를 주식 시장에 다시 'Plug-in' 하고, 투자자들에게는 '플러그인 업데이트' 와 같이 산업 지식을 새로이 할 수 있는 계기가 되길 바란다.

# 수소경제 Plug-in



**유틸리티/철강**  
Analyst **문경원, CFA**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr



**정유/화학**  
Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr



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

Top Picks	투자판단	적정주가
두산퓨얼셀(336260)	Buy(신규)	71,000원
비나텍(126340)	Buy(신규)	59,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
한화솔루션(009830)	Buy	63,000원
한국가스공사(036460)	Buy	42,000원
코오롱인더(120110)	Buy	68,000원
미코(059090)	Not Rated	
에스퓨얼셀(288620)	Not Rated	

# Contents

---

<b>Part I</b>	수소 '큰 그림' 되짚기	9
<b>Part II</b>	K-Hydrogen	23
<b>Part III</b>	기술별 현황_ 그린수소, 액화수소 어디까지 왔나?	37
<b>Part IV</b>	어플리케이션별 현황_ 각 산업에 적합한 연료전지는?	67
<b>기업분석</b>	두산퓨얼셀(336260)_ 밖에서 끌고 안에서 밀고	80
	비나텍(126340)_ 친환경 어플리케이션 다변화 수혜	91
	한화솔루션(009830)_ “Green” Shift	100
	한국가스공사(036460)_ ‘말이 되는’ 수소 사업자	103
	코오롱인더(120110)_ Green에너지에 동참(W/ 친환경플라스틱+수소 소재)	106
	미코(059090)_ 반도체 부품 · 연료전지 국산화	109
	에스퓨얼셀(288620)_ PEMFC 적용처 다각화	114

## I 수소 '큰 그림' 되짚기

- 최근 가파른 밸류에이션 하락으로 '버블' 논란 가중
- 그러나 '전력화'라는 메가 트렌드 안에서 수소는 필수 요소. 2050년 전세계 에너지 소비의 15% 차지할 전망
- 출력 변동 안정화와 산업 내 활용처 확대를 위함
- 산업 발전은 장기적 관점이지만 주가 측면에서는 지금 투자 필요
- 트리거가 될 수 있는 관련 정책도 각국 정부에서 활발히 발표

## II K-Hydrogen

- 수소 경제 안에서 한국은 1)수소 발전이 꼭 필요한 국가  
2)수소 순수입국, 3)수소 기자재에 강점이 있는 국가라는 특성
- 수소 필요성 반영하여 정부도 적극적인 지원책 발표 중. 특히 2Q21 내 발표가 예정되어있는 '수소경제로드맵 2.0'은 '그린 수소'와 '액화 수소'를 핀포인트로 지원
- 'HPS' 제도는 연료전지 발전을 의무화하며 2020년 140MW 수준의 발전용 연료전지 시장을 2022년부터 300MW 이상으로 업그레이드
- 산업계 역시 그룹사별로 수소 사업 투자 활발. 그 중에서도 당장의 수요 가시성과 기술적 진입장벽을 확보한 두산, 현대차, SK 그룹의 핵심 계열사에 주목

## III 기술별 현황

- (Up) '그린', '블루' 등 수소 생산 방식 논의는 단골 어젠다
- 탄소 저장소와 재생에너지가 부족한 국내는 수입이 경제적
- '그린 수소' 경제성 확보는 규모의 경제 달성을 통해 가능
- 글로벌 사업자들은 PEM을 활용하여 수전해 시설 공격적으로 증설
- (Mid)해외 수입은 암모니아, 국내 유통은 액화수소가 효율적
- 수소충전 인프라는 생산지와 수요처의 거리에 따라 수익성 상이
- 도심지 수소 충전 인프라는 액화수소가 유리

## IV 어플리케이션별 현황

- 수소 모빌리티, 발전, 선박, 건설기계, 백업전원 등 수소 어플리케이션 진화 중
- 수소차는 상용차 중심으로 성장
- 선박 및 건설기계는 CO<sub>2</sub>-free가 목적
- 데이터센터 백업전원은 디젤 → 연료전지(PEMFC)로 도입을 예상
- 수소연료전지 유형별로 살펴보면, 어플리케이션 다변화에 따른 최대 수혜는 PEMFC
- PEMFC는 작동온도가 낮고, 소형 제작, 고출력 밀도로 다양한 어플리케이션에 적용 가능

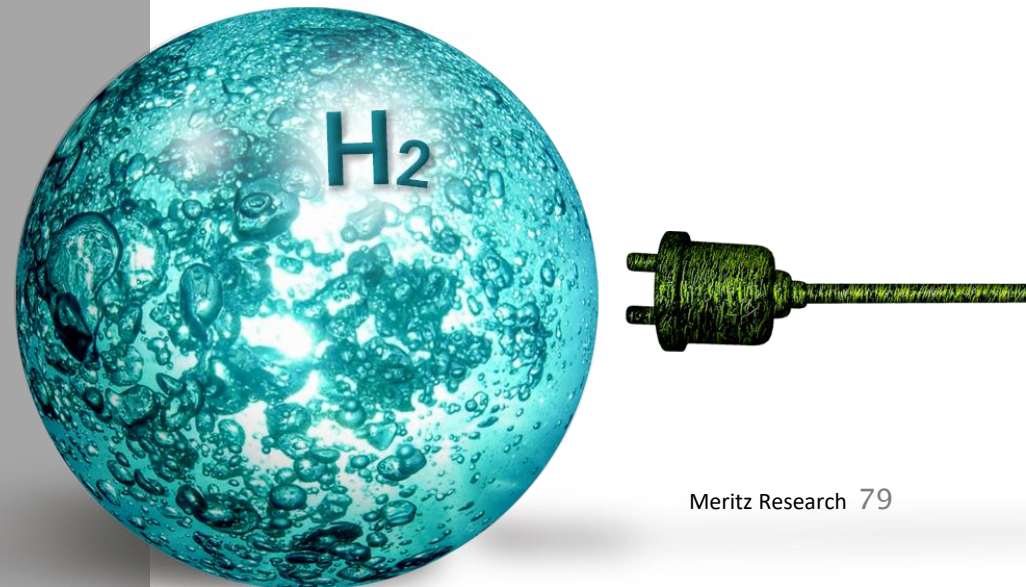


# ACTIVE ESG Vol.2

## 수소경제 Plug-in

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
두산퓨얼셀(336260)	Buy(신규)	71,000원
비나텍(126340)	Buy(신규)	59,000원
한화솔루션(009830)	Buy	63,000원
한국가스공사(036460)	Buy	42,000원
코오롱인더(120110)	Buy	68,000원
미코(059090)	Not rated	-
에스퓨얼셀(288620)	Not rated	-



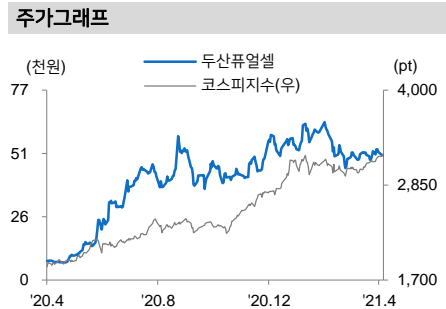
# 두산퓨얼셀(336260) 밖에서 끌고 안에서 밀고

Analyst 문경원 02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy(신규)

적정주가 (12개월)	71,000원
현재주가 (4. 20)	50,500원
상승여력	40.6%
KOSPI	3,220.70pt
시가총액	33,074억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.54%
외국인비중	18.48%
52주 최고/최저가	63,800원/7,114원
평균거래대금	669.8억원
<b>주요주주(%)</b>	
두산중공업 외 16 인	38.45
BlackRock Fund Advisors 외 4 인	7.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	11.9	537.8
상대주가	-5.6	-18.1	275.9



### 지금은 국내 1위 발전용 연료전지 사업자, 앞으로는 그 이상

- 동사는 PAFC 타입의 발전용 연료전지를 제작, 판매 및 유지 보수하는 사업 영위. 국내 점유율 70%
- 현 90MW 규모의 PAFC 생산 능력을 2023년까지 230MW로 증설. 50MW의 SOFC 생산 설비도 추가 증설
- 발전 시장을 넘어 수소충전소, 선박, 버스, 트럭 및 수전해까지 더 커다란 시장으로 확장 중

### 밖에서는 정책이 끌어주고, 안에서는 그룹사 역량이 모아지는 중

- 한국의 수소 경제는 발전 시장 위주로 성장 전망. HPS 등 관련 정책은 발전 시장 1위인 동사에게 직접 수혜
- 2020년 140MW 규모 국내 연료전지 발주가 2022년 300MW 이상, 장기적으로 500MW로 성장 예상
- 동사 외에도 (주)두산은 연료전지 관련 사업부 및 자회사 보유. 향후 동사에게 역량이 집중될 가능성

### 높은 밸류에이션은 가파른 성장으로 정당화

- 2023년 매출은 2020년 대비 3배 증가하며 1.34조원 전망. 제품 비중 상승 및 유지보수 사업 수익성 개선도 동반되며 2020년 대비 순이익은 7.3배 증가
- 2023년 매출에 EV/Sales 3.5배 적용. 적정주가 71,000원, 투자이견 Buy 제시하며 커버리지 개시

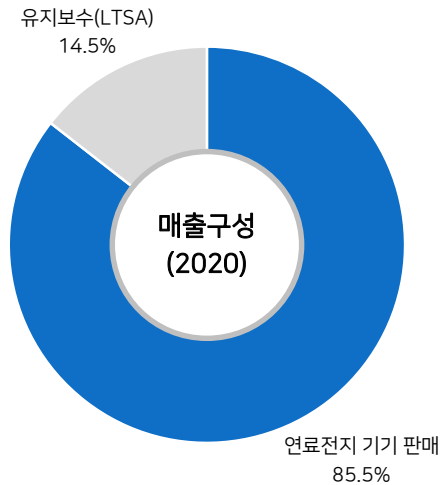
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	221.2	19.5	11.9	830		2,278	10.4	3.8	25.0	7.1	197.3
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	215.9	8.5	103.8	4.2	54.2
2021E	555.0	35.2	24.6	375	51.2	6,562	134.7	7.7	75.6	4.7	56.7
2022E	904.6	82.8	60.8	929	147.9	7,306	54.4	6.9	33.8	10.7	78.1
2023E	1,336.7	143.4	104.1	1,589	71.1	8,577	31.8	5.9	19.9	16.0	76.5

# 기업 개요

## 동사는 국내 1위 발전용 연료전지 사업자

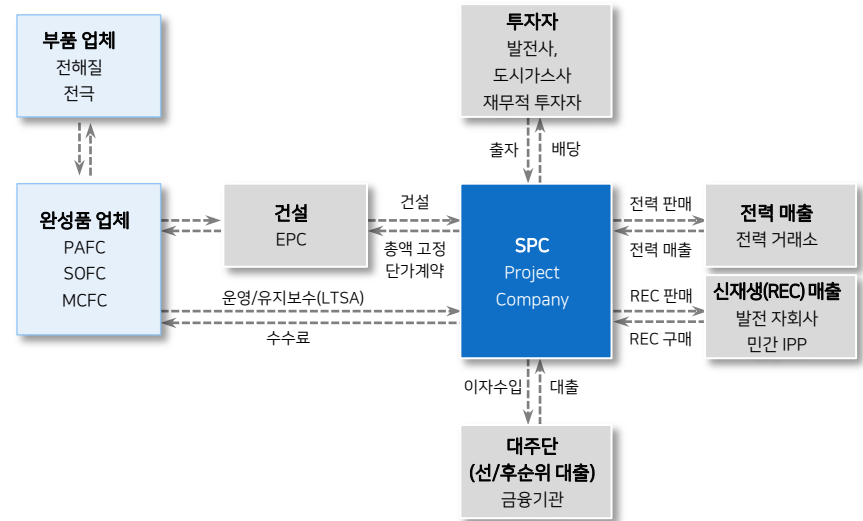
- 동사는 발전용 연료전지를 제작, 판매하고 유지보수 서비스를 제공하는 사업자
- 국내 발전용 연료전지 시장 내 약 70%의 점유율로 1위 사업자의 위치를 차지
- 1MW의 발전용 연료전지 수주 시 대략 40억원의 기자재 판매 매출을 6개월~1년에 걸쳐 인식, 55~60억원의 장기유지보수(LTSA) 매출을 20년에 걸쳐 인식
- LTSA 사업은 현재 영업이익률 Low-single 수준의 저마진 사업으로 추정되나, 장기적으로는 20% 수준의 고마진 사업으로 변화 전망. 장기적으로는 동사의 중심 사업이 될 예정
- 동사의 실질적인 고객사는 디벨로퍼(발전사). 일부 대형 건물(ex)여의도 파크원)에도 쓰이는 경우가 있으나, 범위가 제한적

## 두산퓨얼셀 매출 구성 (2020년)



자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

## 연료전지 발전 단지 수의 구조



자료: 메리츠증권 리서치센터



# 주요 제품: PAFC

주요 제품은 PAFC이며,  
최근 SOFC로 확장 중

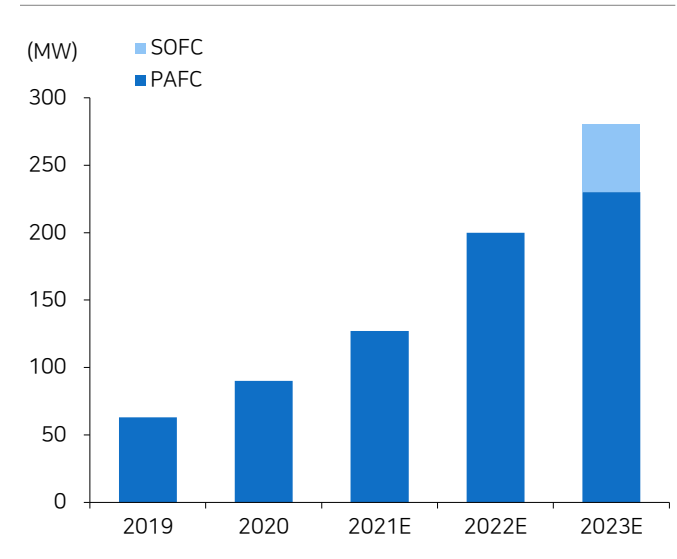
- 동사의 주요 제품은 PAFC 타입 연료전지. 2014년 (주)두산이 미국 Clear Edge Power를 인수하며 사업 시작. 현재는 90MW 규모의 익산 공장에서 제품을 생산 중이며, (주)두산이 소유한 미국 코네티컷 공장(63MW)에서도 상품을 들여와 판매하기도 함
- PAFC 타입은 다소 효율은 낮으나 반응 속도가 빠르고 열 생산이 가능하며, 안정적이라는 장점 보유
- 동사는 2020년 영국 Ceres Power의 SOFC 기술 도입을 결정함으로써 제품군을 확대 중
- 2023년까지 PAFC와 SOFC 합산 280MW 규모로 공격적 CAPA 증설 계획 중. 미국 코네티컷 공장의 생산능력을 합산시 약 340MW규모의 생산 능력 보유 전망

## 연료전지 기술별 분류

종류/특징	고온형 연료전지		저온형 연료전지	
	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)	인산염 연료전지 (PAFC)	고분자전해질막 연료전지 (PEMFC)
작동온도	550~700°C	500~1000°C	150~250°C	50~100°C
주 촉매	니켈/니켈산화물	페로브스카이트/cermet	백금	백금
가능한 연료	H <sub>2</sub> , CO(천연, 석탄가스)	H <sub>2</sub> , CO(천연, 석탄가스)	H <sub>2</sub> , CO (수소, 천연가스, LPG)	H <sub>2</sub> (천연가스)
외부 개질기 필요성	No	No	Yes	Yes
출력밀도(mW/cm <sup>2</sup> )	100~300	250~350	150~300	300~1,200
스택 크기(kW)	300~3000	1~2000	100~400	1~100
효율(%LHV)	45~55	40~60	40~45	40~60
주용도	대규모발전, 중소사업소 설비	대규모발전, 중소사업소 설비, 이동체용전원	대규모발전, 중소사업소설비	수송용 전원, 가정용 전원, 휴대용 전원
특징	내부개질 가능, 열병합대응 가능	발전효율 높음, 내부개질 가능	반응 속도 빠름, 열병합 대응 가능	반응 속도 빠름, 고출력밀도
과제	재료부식, 용융염취산	고온연화, 열파괴	재료부식, 인산유출	고온운전 불가능, 고가의 촉매 및 전해질
주요 국내 업체	한국퓨얼셀(포스코에너지)	블룸SK퓨얼셀, 미코	두산퓨얼셀	에스퓨얼셀

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 두산퓨얼셀 CAPA 증설 계획



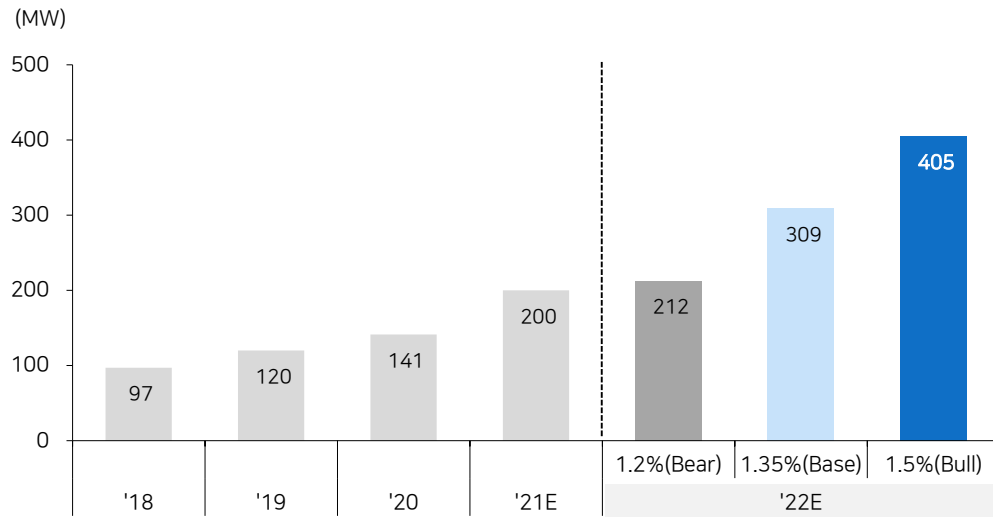
주: 연말 기준, 자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

# 투자포인트① 국내 수소 정책과 꼭 들어 맞는 사업 구조

## 한국 수소 산업 발달의 중심에 있는 발전용 연료전지

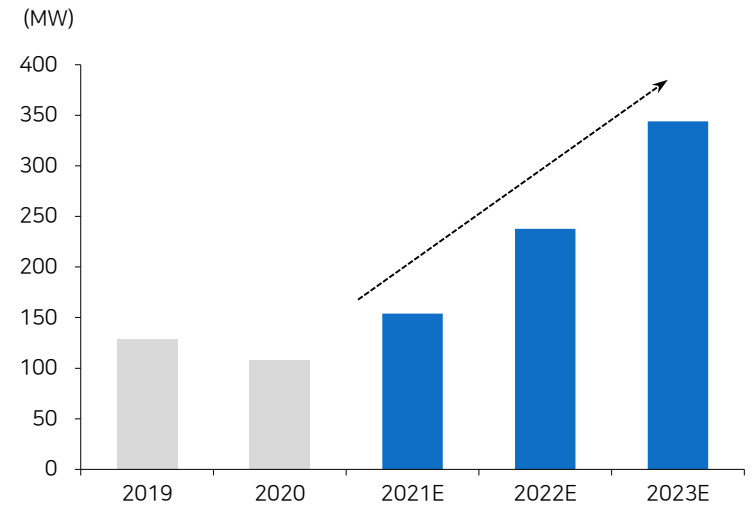
- 국내는 수소 생산 보다는 활용에 강점이 있는 국가 → ①수소 활용 관련 기자재 업체에 투자 필요
- 또한 독립된 송배전망과 친환경 유연성 전원(수력)의 부재로 발전 사업에서 특히 수소 중요성 부각 → ②수소 발전 사업에 투자 필요.
- 결국 발전용 연료전지는 국내 상황에 들어맞는 아이템. 실제 HPS를 비롯한 국내 수소 지원책은 발전용 연료전지 시장에 특화. 결국 국내 주식 시장에서 수소에 투자한다면 동사에 집중 필요
- 특히 동사의 PAFC 타입은 부하 추종 역할이 일부 가능하고, 가스보다 수소 투입 시 효율이 증가하는 특성이 있어 경쟁사(SK블룸에너지)의 SOFC 모델 대비 경쟁력 확보 가능

HPS 비율에 따른 국내 연료전지 발주량 전망



주: HPS 비율은 전체 발전량 대비 발전용 수소 연료전지의 의무 설치 비율  
자료: 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 연료전지 수주 전망: 공격적 CAPA 증설과 함께 급증



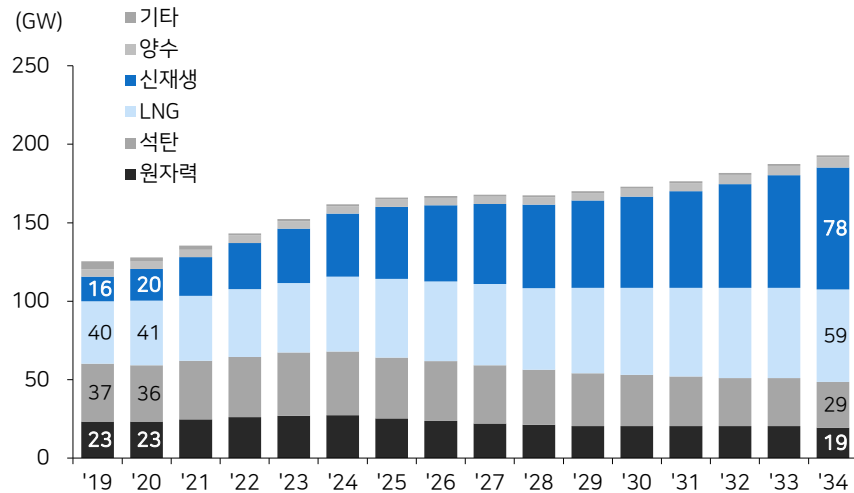
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 투자포인트① 국내 수소 정책과 꼭 들어 맞는 사업 구조

## 발전용 연료전지의 수요는 생각 그 이상

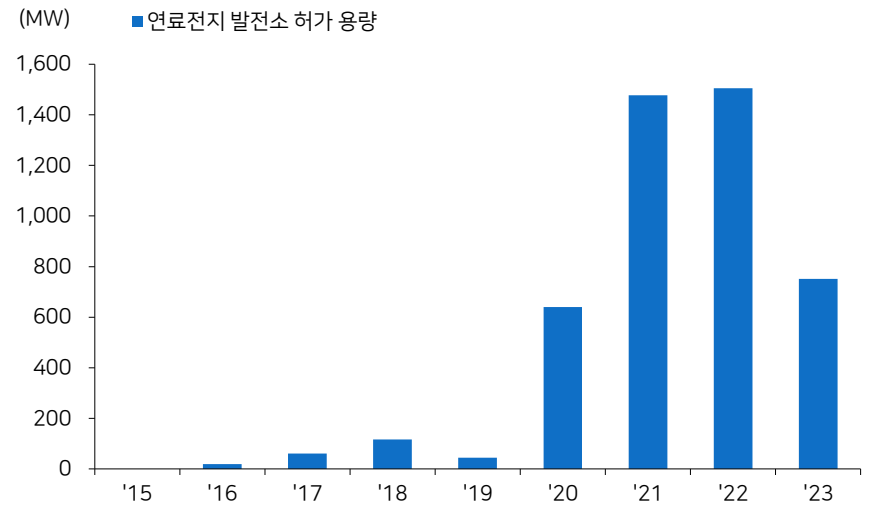
- 2040년까지 누적 8GW 설치를 목표로 하는 '수소경제로드맵 1.0'의 목표를 고려하면 국내 전체 연간 발주 300MW~400MW 필요
- 장기적으로는 연간 500MW 이상도 이상하지 않다는 판단. ①2040년 8GW는 100GW 가까이되는 신재생에너지 발전의 간헐성을 감당하기 힘들며, ②전력 소비량 자체의 증가도 무시할 수 없기 때문
- 9차 전력수급계획 상에 따르면 '20년부터 '34년까지 신재생에너지는 57.6GW 증가. LNG를 17.8GW 증설시키며 대응할 계획이나, 향후 이 중 상당수가 연료전지 및 수소터빈으로 대체될 것으로 기대
- 현재 수요가(발전소)의 반응도 폭발적. 누적 인허가 물량은 4.6GW 이상이며 최근 충북 음성에서는 200MW급 연료전지 발전소 건설도 추진 중

## 9차 전력수급 계획에 따른 국내 발전원별 정격용량 전망



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

## 중공 계획년도별 발전용 연료전지 인허가 현황



주: 2015년~2020년 10월 전기위원회 허가를 득한 연료전지 발전소의 총 용량을 중공 예정 년도별로 배분

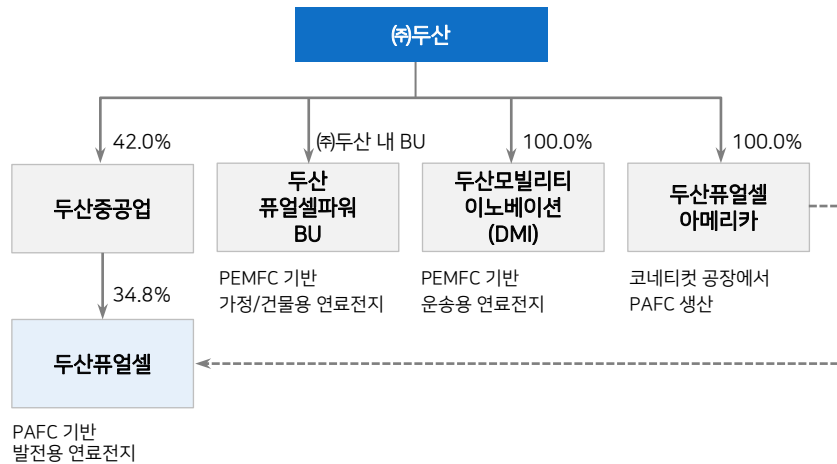
자료: 전기위원회, 메리츠증권 리서치센터

## 투자포인트② 두산 그룹 내 역량 집중

### 두산 그룹 내 연료전지 사업 재편 기대

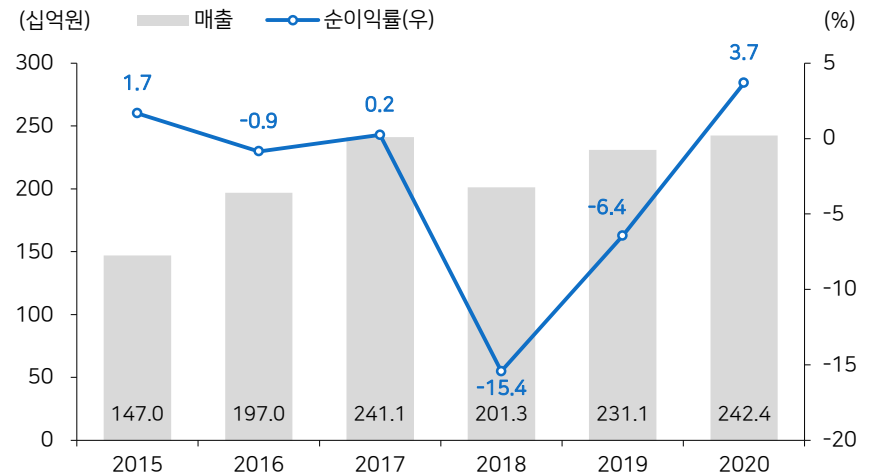
- 두산 그룹 내 연료전지 사업 주체는 총 4개. 두산퓨얼셀/퓨얼셀아메리카/DMI/퓨얼셀파워
- 두산퓨얼셀이 두산중공업 산하로 편입된 후 (주)두산이 연료전지 사업을 직접 보유할 필요성이 감소. 시기는 불확실하나 장기적으로 두산퓨얼셀을 중심으로 사업 구조 재편 전망
- 특히 퓨얼셀아메리카는 두산퓨얼셀에 흡수합병 가능성 높다는 판단  
: ① 수익성 개선으로 두산중공업 재무구조에 주는 부담이 줄었으며,  
② 두산중공업 부채 상환도 성공적으로 진행 중이기 때문
- 합병 시 퓨얼셀아메리카가 가져가던 마진을 흡수할 수 있다는 점에서 긍정적
- 미국 수출 시장에 직접적인 판로를 가지게 된다는 점도 긍정적

### 두산 그룹 내 연료전지 관련 계열사 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 퓨얼셀아메리카 실적 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

# 투자포인트③ 발전용 연료전지 外로의 확장

## 발전 시장 이외로 확장이 가능한 동사의 사업

- 연료전지는 발전 시장 외에도 활용 가능한 Application이 무궁무진
- 동사 역시 수소충전소, 선박, 버스, 트럭 등 다양한 시장을 염두에 두고 기술 개발 중
- 2021년 하반기 내에 수소충전소에서 첫 발전용 연료전지 이외의 매출 발생 전망. 한국가스공사 등 수소충전소 설치 사업자에 Tri-gen 모델 납품 예상
- 선박용 연료전지는 글로벌 선사 Navig, 한국조선해양 등과 협약 맺고 기술을 개발 중
- 수전해 시장에도 진출 계획이 있는데, (주)두산의 PEM 기술을 활용할 전망

## 두산퓨얼셀 신규 사업 계획

	2020	2021	2022	2023	2024
발전용 연료전지	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SOFC 시스템 개발 및 Ceres Power와 기술 도입 계약 체결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ PAFC 대규모 증설 시작 (90MW→275MW)</li> <li>▪ SOFC 공장 착공 (50MW, 향후 170MW로 확대)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SOFC 기술 개발 완료 및 공장 완공</li> </ul>	
수소 충전소	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tri-Gen 모델 국책과제 개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 상반기 Tri-Gen 모델 개발 완료 및 하반기 납품 시작</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 매출 본격화</li> </ul>		
수전해 수소 생산		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Multi-MW급 PEM 수전해 설비 개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 파일럿 프로젝트 실증 완료</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 양산 체계 구축, 트랙레코드 확보</li> </ul>	
운송용 연료전지 (버스, 트럭)		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 개발 협업할 OEM 파트너사 물색</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 양산체계 구축 및 현지 파트너십 검토</li> </ul>
운송용 연료전지 (선박)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 선사(Navig), 조선사(한국조선해양) 등과 연료전지 개발 협의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AIP 승인 취득, 국제기관 인증 등</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 선박용 시스템 선박 적용 및 시장 진출</li> </ul>

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

# 밸류에이션: 적정주가 제시

## 적정주가 71,000원 투자의견 Buy 제시

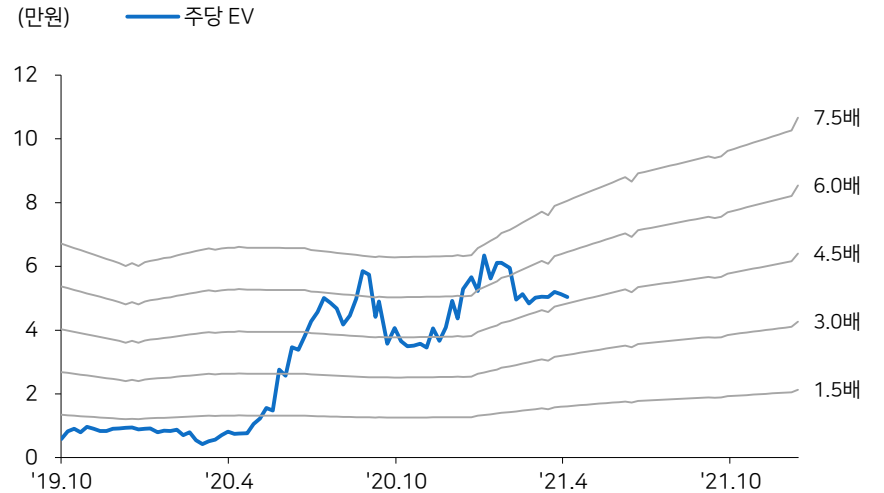
- 2023년 매출액에 EV/Sales 3.5배를 적용. 적정주가 71,000원. 투자의견 Buy 제시
- Why EV/Sales? 이익 지표로 태동기에 있는 수소 연료전지 사업의 가치를 측정하기 힘들기 때문
- Why 2023년? 2023년에 PAFC 및 SOFC 설비의 증설이 본격화. 시장 기대도 해당 시점에 집중되는 상황
- 3.5배의 기준은? 지난 1년 평균 EV/Sales에 할인율 30% 적용. 2023년 매출과 현 시점 간의 괴리(약 3년)와 두산퓨얼셀의 WACC 8~9%를 감안 시 할인율 30%가 합당하다는 판단
- 적정주가는 2021년 EPS의 190배, 2023년 EPS의 45배에 해당.  
2020년~2023년 3년 동안 7.3배 성장하는 가파른 EPS 성장 속도가 높은 멀티플 적용을 정당화

### 두산퓨얼셀 적정주가 산출

구분	적용값	내용
2023년도 매출	1,336.7	
적정 배수(배)	3.5	2020년 7월 이후 평균 멀티플 4.5배에 시간 가치 감안하여 30% 할인 적용
적정 EV(십억원)	4,638.5	
우선주 시가총액	258.2	
순차입금	- 291.6	
보통주 적정 시가총액	4,671.9	
발행 주식수(천주)	65,494	2020년 말 보통주 주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>71,000</b>	
현재 주가(원)	50,500	
상승 여력(%)	40.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



# 밸류에이션: Peer와의 비교

## 비교적 비슷한 Bloom Energy와 비교 시 프리미엄 부여 타당

- 글로벌 Peer들의 밸류에이션을 참고는 할 수 있으나 직접 비교할 수는 없다는 판단 : 사업 모델이 천차 만별이며, 실제 적용 받고 있는 EV/Sales도 4배에서 최대 100배로 편차가 큰 상황
- 가장 비슷한 사업 모델을 지닌 미국의 Bloom Energy는 2021년 기준 4.5배, 2023년 기준 2.7배의 EV/Sales에 거래 중  
→ 두산퓨얼셀 2023년 3.5배 EV/Sales 적용은 합당한가?  
Bloom Energy 대비 두산퓨얼셀의 더 높은 수익성을 감안하면 멀티플 프리미엄 정당하다는 판단

## 글로벌 수소 Pure-Player 밸류에이션 비교

구분	업체	시가총액 (백만달러)	EV/Sales			P/B(배)			매출액(백만달러)			영업이익률(%)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
연료전지	Plug Power	16,231.3	56.5	43.1	12.1	9.4	9.5	5.5	532.1	810.9	1,264.1	-15.1	-4.8	3.6
	Ballard Power	6,557.2	N/A	N/A	N/A	13.0	13.0	N/A	137.9	207.4	317.1	-40.1	-16.5	-7.1
	Bloom Energy	4,270.9	4.5	3.6	2.7	16.5	29.3	9.4	1,083.6	1,332.2	1,683.7	-0.4	2.8	6.7
	Fuelcell Energy	4,017.5	8.6	6.5	N/A	19.6	N/A	N/A	98.5	144.5	193.1	-59.0	-30.5	-11.2
	Ceres Power	3,187.5	68.8	61.9	62.6	N/A	N/A	N/A	48.4	56.1	61.0	-55.4	-43.5	-54.6
수전해	Nel	4,364.7	22.3	20.1	13.6	7.9	8.5	9.8	130.2	218.2	325.4	-43.3	-19.8	-10.3
	ITM Power	3,703.3	101.8	35.9	18.9	74.3	20.1	N/A	36.1	100.6	188.0	-97.0	-17.7	5.5
	McPhy	1,114.8	27.8	16.1	9.1	7.2	7.4	N/A	36.1	58.8	119.1	-26.1	-14.1	-14.5
<b>두산퓨얼셀</b>		<b>3,492.4</b>	<b>7.4</b>	<b>4.8</b>	<b>2.0</b>	<b>8.4</b>	<b>7.6</b>	<b>5.7</b>	<b>526.0</b>	<b>804.8</b>	<b>1,301.1</b>	<b>6.3</b>	<b>9.1</b>	<b>10.7</b>
<b>두산퓨얼셀 제외 평균</b>		<b>5,430.9</b>	<b>41.5</b>	<b>26.7</b>	<b>19.8</b>	<b>21.1</b>	<b>14.6</b>	<b>8.2</b>	<b>262.9</b>	<b>366.1</b>	<b>519.0</b>	<b>-42.1</b>	<b>-18.0</b>	<b>-10.2</b>

주: P/E, EV/EBITDA 등 이익 기반 밸류에이션 지표는 당해년도 적자 등의 이유로 큰 의미를 가지기 힘들어 기재 생략  
자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

# 두산퓨얼셀 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>															
수주(MW)	40.0	20.0	0.0	48.0	35.0	35.0	42.0	42.0	129.0	108.0	154.0	237.6	344.0	401.6	432.8
주기기 ASP 증가율(% YoY)	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.5	-2.5	-2.0	-2.0			-6.3	-3.7	-3.1	-3.2	-3.2
<b>실적 전망</b>															
<b>매출</b>	<b>20.1</b>	<b>110.1</b>	<b>174.0</b>	<b>157.7</b>	<b>72.4</b>	<b>126.1</b>	<b>174.6</b>	<b>181.9</b>	<b>221.2</b>	<b>461.8</b>	<b>555.0</b>	<b>904.6</b>	<b>1,336.7</b>	<b>1,645.7</b>	<b>1,912.4</b>
매출액 성장률(% YoY)				-28.7	260.7	14.6	0.3	15.3	54.4	108.8	20.2	63.0	47.8	23.1	16.2
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.3	140.4	51.2	102.1	147.2	150.1	210.0	395.0	450.7	734.8	1,075.2	1,259.8	1,364.7
LTSA	16.7	16.1	16.8	17.2	21.2	24.0	27.4	31.8	11.2	66.8	104.3	169.8	261.5	385.9	547.7
LTSA 비중(%)	83.2	14.6	9.7	10.9	29.2	19.0	15.7	17.5	5.0	14.5	18.8	18.8	19.6	23.4	28.6
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	64.0	110.2	154.2	157.5	195.5	411.2	485.9	776.6	1,126.5	1,362.6	1,557.8
판관비	5.2	4.7	5.7	8.9	7.2	8.8	8.7	9.1	6.2	24.6	33.9	45.2	66.8	82.3	95.6
<b>영업이익</b>	<b>-4.6</b>	<b>12.6</b>	<b>12.5</b>	<b>5.6</b>	<b>1.1</b>	<b>7.1</b>	<b>11.6</b>	<b>15.3</b>	<b>19.5</b>	<b>26.0</b>	<b>35.2</b>	<b>82.8</b>	<b>143.4</b>	<b>200.7</b>	<b>258.9</b>
영업이익률(%)	-23.1	11.4	7.2	3.6	1.5	5.7	6.7	8.4	8.8	5.6	6.3	9.1	10.7	12.2	13.5
금융손익	4.9	2.8	1.5	7.4	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	4.4	16.5	-3.2	-4.1	-8.4	-6.2	-6.3
기타손익	-0.2	-1.3	-1.2	-1.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	0.4	-3.8	-1.7	-0.6	-0.2	-0.1	0.0
중속, 지배, 관계기업 손익	0.0	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	-1.6	1.6	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
<b>세전이익</b>	<b>-4.1</b>	<b>11.8</b>	<b>10.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>6.3</b>	<b>10.9</b>	<b>14.6</b>	<b>16.0</b>	<b>18.3</b>	<b>32.3</b>	<b>80.1</b>	<b>136.9</b>	<b>196.7</b>	<b>254.9</b>
법인세비용	-0.7	2.6	2.7	-0.6	0.1	1.5	2.6	3.5	4.1	4.1	7.8	19.2	32.9	47.2	61.2
법인세율(%)	16.6	22.3	26.8	-106.5	24.0	24.0	24.0	24.0	25.9	22.3	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
<b>당기순이익</b>	<b>-3.4</b>	<b>9.1</b>	<b>7.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.3</b>	<b>4.8</b>	<b>8.3</b>	<b>11.1</b>	<b>11.9</b>	<b>14.2</b>	<b>24.5</b>	<b>60.8</b>	<b>104.1</b>	<b>149.5</b>	<b>193.7</b>
순이익률(%)	-17.1	8.3	4.2	0.7	0.5	3.8	4.7	6.1	5.4	3.1	4.4	6.7	7.8	9.1	10.1
<b>PER(배)</b>									<b>41.0</b>	<b>246.9</b>	<b>134.7</b>	<b>54.4</b>	<b>31.8</b>	<b>22.1</b>	<b>17.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	555.0	904.6	1,336.7
매출액증가율(%)		108.8	20.2	63.0	47.8
매출원가	195.5	411.2	485.9	776.6	1,126.5
매출총이익	25.7	50.6	69.1	128.0	210.3
판매비와관리비	6.2	24.6	33.9	45.2	66.8
영업이익	19.5	26.0	35.2	82.8	143.4
영업이익률(%)	8.8	5.6	6.3	9.1	10.7
금융손익	-2.3	-5.6	-3.2	-4.1	-8.4
충속/관계기업관련손익	-1.6	1.6	2.0	2.0	2.1
기타영업외손익	0.4	-3.8	-1.7	-0.6	-0.2
세전계속사업이익	16.0	18.3	32.3	80.1	136.9
법인세비용	4.1	4.1	7.8	19.2	32.9
당기순이익	11.9	14.2	24.6	60.8	104.1
지배주주지분 순이익	11.9	14.2	24.6	60.8	104.1

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	673.5	843.1	958.9
현금및현금성자산	133.3	132.4	310.6	333.6	231.8
매출채권	95.3	72.1	108.2	151.9	216.8
재고자산	77.7	112.3	168.4	236.4	337.4
비유동자산	87.4	138.2	168.3	221.8	280.1
유형자산	42.7	51.3	81.1	133.1	189.3
무형자산	28.6	28.0	27.8	27.6	27.5
투자자산	4.4	7.9	8.4	10.0	12.3
자산총계	495.8	790.2	841.8	1,064.9	1,239.0
유동부채	225.3	264.6	289.8	446.4	508.0
매입채무	43.2	74.0	85.4	119.9	171.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	80.0	28.0
유동성장기부채	1.4	100.3	100.3	100.3	100.3
비유동부채	103.7	13.1	14.9	20.6	29.0
사채	98.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	329.0	277.6	304.7	467.0	537.0
자본금	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	148.5	479.4	479.4	479.4	479.4
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	10.6	24.5	49.0	109.9	214.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	537.1	597.9	702.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	121.7	-76.0	-42.9	14.7	39.1
당기순이익(손실)	11.9	14.2	24.6	60.8	104.1
유형자산감가상각비	1.3	6.0	9.0	18.1	30.4
무형자산상각비	0.3	1.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	94.1	-119.2	-76.6	-64.4	-95.5
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	221.1	-71.8	-88.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-38.8	-70.2	-86.5
투자자산의 감소(증가)	-6.0	-1.5	-0.5	-1.6	-2.3
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	0.0	80.0	-52.0
차입금증감	101.1	0.1	0.0	80.0	-52.0
자본의증가	155.7	331.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	99.3	-0.9	178.3	22.9	-101.8
기초현금	34.0	133.3	132.4	310.6	333.6
기말현금	133.3	132.4	310.6	333.6	231.8

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,457	8,066	8,473	13,812	20,410
EPS(지배주주)	830	248	375	929	1,589
CFPS	1,944	959	682	1,564	2,685
EBITDAPS	1,476	583	677	1,543	2,656
BPS	2,278	6,262	6,562	7,306	8,577
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	215.9	134.7	54.4	31.8
PCR	4.4	55.8	74.1	32.3	18.8
PSR	0.6	6.6	6.0	3.7	2.5
PBR	3.8	8.5	7.7	6.9	5.9
EBITDA	21.1	33.4	44.4	101.0	173.9
EV/EBITDA	25.0	103.8	75.7	33.8	19.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	4.7	10.7	16.0
EBITDA이익률	9.5	7.2	8.0	11.2	13.0
부채비율	197.3	54.2	56.7	78.1	76.5
금융비용부담률	0.6	1.1	0.9	0.6	0.7
이자보상배율(x)	15.0	5.3	7.1	15.2	14.7
매출채권회전율(x)	2.3	5.5	6.2	7.0	7.3
재고자산회전율(x)	2.8	4.9	4.0	4.5	4.7

# 비나텍(126340) 친환경 어플리케이션 다변화 수혜

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

## Buy(신규)

적정주가 (12개월)	59,000원
현재주가 (4. 20)	42,500원
상승여력	38.8%
KOSPI	1,031.88pt
시가총액	2,186억원
발행주식수	514만주
유동주식비율	58.69%
외국인비중	0.51%
52주 최고/최저가	62,173원/17,975원
평균거래대금	33.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
성도경 외 10 인	35.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-16.5	136.4
상대주가	-7.2	-33.3	46.1

### 주가그래프



### 슈퍼커패시터 적용처 다변화

- '21년 슈퍼커패시터 매출액 471억원(+14.7% YoY) 전망
- 중형 슈퍼커패시터 전문업체로 풍력, 스마트그리드, 데이터센터, 자동차 전장향으로 공급
- 베트남 법인 증설을 통한 가격 경쟁력 확보. 생산능력: 본사 800만개, 베트남 법인 1,200만개
- 신규 적용처 다변화로 스마트팩토리 AGV(무인운반차)향 슈퍼커패시터 공급 예정

### 연료전지(PEMFC) 스택 핵심 부품 MEA 생산 능력 확대

- '21년 연료전지 부문 매출액 74억원(+110.1% YoY) 전망
- PEMFC는 수소 어플리케이션 다변화 최대 수혜. 스택은 연료전지 시스템 원가 66% 차지
- 비나텍은 PEMFC 연료전지스택 핵심 부품 MEA(막전극접합체)와 촉매 가공, 지지체를 제조
- MEA 생산능력 확대('21E 30만장 → '22E 100만장)에 따른 연료전지 부문 실적 성장을 전망

### 투자의견 Buy, 적정주가 59,000원으로 신규 커버리지 개시

- 적정주가는 '21년 EPS 1,330원에 44.3배(동종업체: 상아프론테크, 미코, 에스퓨얼셀 '21E 평균 PER 적용)
- 슈퍼커패시터 적용처 다변화와 MEA 생산능력 향상에 따른 실적 증가와 동종업체 대비 높은 영업이익률, PEMFC 핵심 부품 MEA 성장에 따른 멀티플 프리미엄을 전망

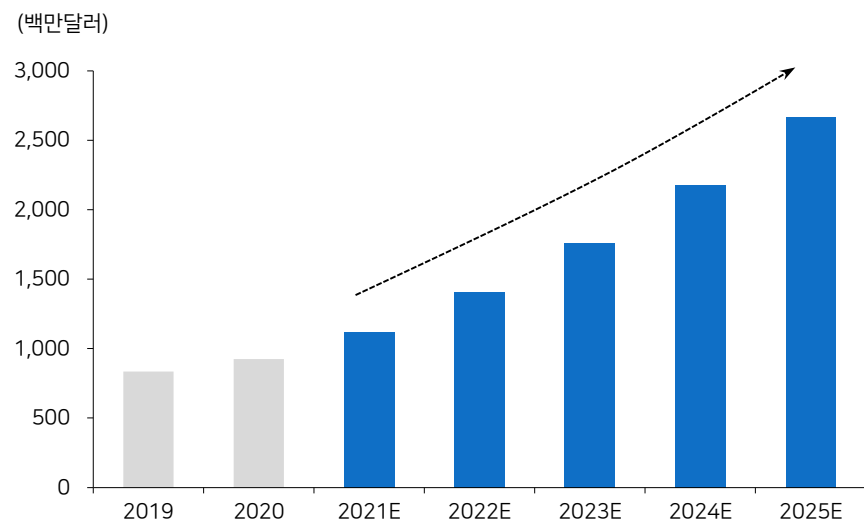
	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	42.8	6.0	4.4	1,007		4,221	18.3	4.4	11.8	23.4	147.4
2020	46.7	6.4	4.6	992	-1.5	8,439	55.0	6.5	29.8	14.8	85.6
2021E	56.8	7.7	6.8	1,330	34.1	9,768	32.0	4.4	22.2	14.6	106.0
2022E	72.3	10.3	9.1	1,691	27.1	10,513	25.1	4.0	17.3	16.6	111.8
2023E	98.2	14.2	12.6	2,227	31.7	12,159	19.1	3.5	12.9	19.2	100.3

# 슈퍼커패시터, 리튬이온 배터리 단점을 보완

## 슈퍼커패시터 적용처 다각화

- 슈퍼커패시터는 물리적으로 전기에너지를 저장. 고속 충·방전과 내구성 우수하나 저장 밀도가 낮음  
- 가전기기 백업용 전원에서 최근 신재생에너지, 데이터센터, 스마트그리드, 자동차 전장 등으로 확대
- 슈퍼커패시터 적용처 다변화
  - 1) 신재생에너지: 풍력의 안전한 작동을 위해 날개의 Pitch 조정으로 회전 속도 제어
  - 2) 데이터센터: 24시간 운영으로 주요 장비의 섀다운 방지를 위한 예비전원 공급장치로 사용
  - 3) 스마트그리드: 전력효율 증대를 위한 스마트그리드 도입 확대
  - 4) 자동차 전장: 회생제동, 에어백, 블랙박스 등에 적용

## 글로벌 슈퍼커패시터 시장 전망



자료: Mordor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

## 슈퍼커패시터와 리튬이온 배터리 성능 비교

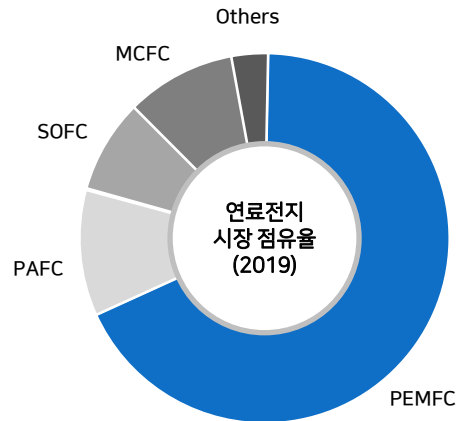
Function	Supercapacitor	Lithium-ion(general)
Charge time	1-10초	10-60분
Cycle life	1,000,000 또는 30,000시간	500~
Cell voltage	2.3 ~ 2.75V	3.6V nominal
Specific energy(Wh/kg)	5	120-240
Specific power(W/kg)	~ 10,000	1,000-3,000
Cost per kWh	10,000달러	250-1,000달러
Service life(industrial)	10-15년	5 ~ 10년
Charge temperature	-40 ~ 65°C (-40 ~ 149°F)	0 ~ 45°C (32°~ 113°F)
Discharge temperature	-40 ~ 65°C (-40 ~ 149°F)	-20 ~ 60°C(-4 ~ 140°F)

자료: Maxwell, 메리츠증권 리서치센터

## 수소 어플리케이션 다각화 수혜 PEMFC

- 수소연료전지 시스템은 수소와 산소의 결합과정에서 발생하는 전기를 이용하는 발전원
- 연료전지는 전해질과 작동온도에 따라 구분
- 수소 어플리케이션 다각화 최대 수혜는 PEMFC
  - PEMFC는 작동 온도가 60~80°C로 낮고, 소형 제작/고출력 밀도로 다양한 어플리케이션에 적용 가능
  - 수소 수요 확대를 위한 적용처 다변화 최대 수혜

## 글로벌 연료전지 시장 점유율(2019)



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 연료전지 구분

종류/특징	고온형 연료전지		저온형 연료전지		
	용융탄산염 (MCFC)	고체산화물 (SOFC)	인산염 (PAFC)	알칼리 (AFC)	고분자전해질막 (PEMFC)
작동온도	550~700°C	500~1000°C	150~250°C	0~230°C	50~100°C
주 촉매	니켈/니켈산화물	Ceramic	백금	니켈/은	백금
출력밀도 (mW/cm <sup>2</sup> )	100-300	250-350	150-300	150-400	300-1,200
효율 (%LHV)	45~55	40~60	40~45	60-70	40-60
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>발전효율 높음</li> <li>내부개질 가능</li> <li>열병합 대응 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>발전효율 높음</li> <li>내부개질 가능</li> <li>복합발전 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CO<sub>2</sub> 내구성 큼</li> <li>열병합 대응 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CO<sub>2</sub> 에 민감</li> <li>제거장치 필수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>저온작동</li> <li>고출력 밀도</li> </ul>

자료: 한국에너지기술연구원, 메리츠증권 리서치센터

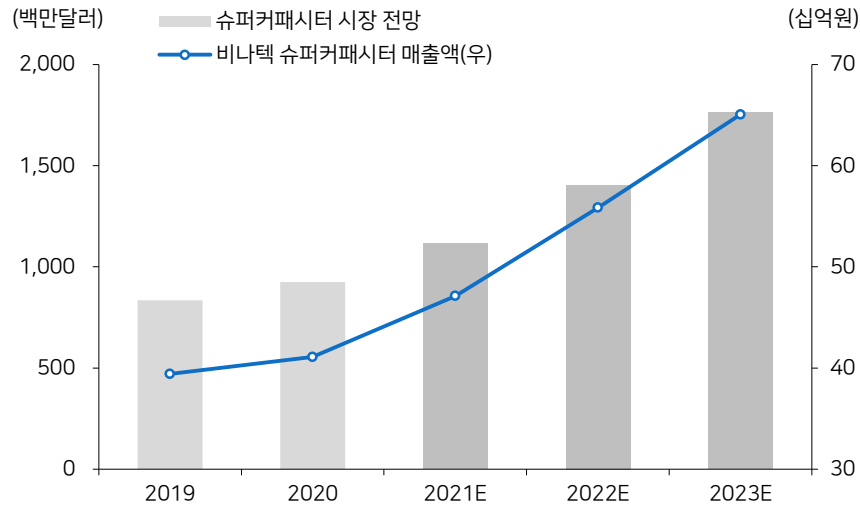


# 투자 포인트① 슈퍼커패시터 적용처 다변화

## 슈퍼커패시터, 리튬이온배터리 단점 보완 역할

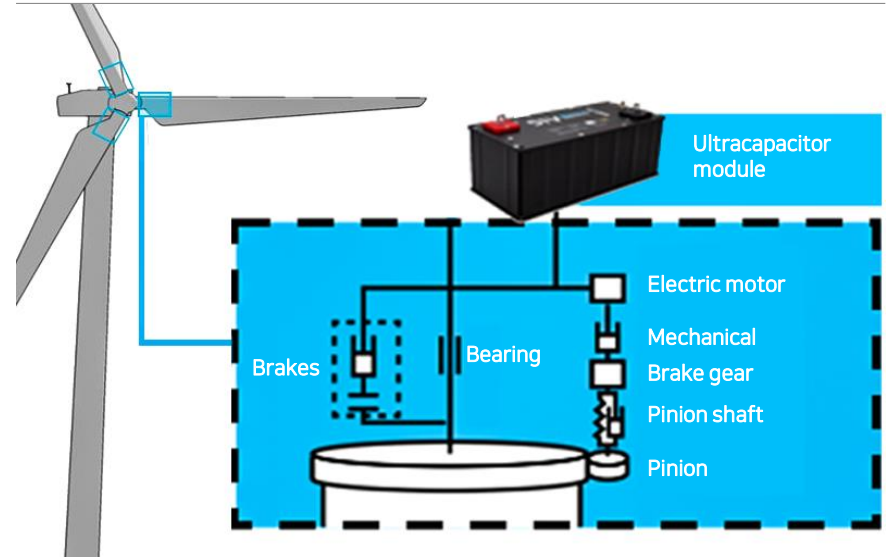
- 슈퍼커패시터 적용처 다변화
  - 비나텍은 중형 슈퍼커패시터 전문업체로 풍력, 스마트그리드, 데이터센터, 자동차 전장항으로 공급
  - 슈퍼커패시터 Capa('20년말): 본사(전주) 800만개, 베트남 법인 1,200만개
  - 베트남 법인 증설을 통한 가격 경쟁력 확보
  - 신규 적용처 다변화로 스마트팩토리 AGV(무인운반차)향 슈퍼커패시터 공급 예정
  - ESS(에너지저장시스템)의 수명 연장과 안정성 향상을 위한 슈퍼커패시터 개발 중('23년 도입 예상)
- '21년 슈퍼커패시터 매출액 471억원(+14.7% YoY) 전망

글로벌 슈퍼커패시터 시장 및 비나텍 슈퍼커패시터 매출액 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

풍력 블레이드 피치 조절을 위해 슈퍼(울트라)커패시터 탑재



자료: Skeleton technologies

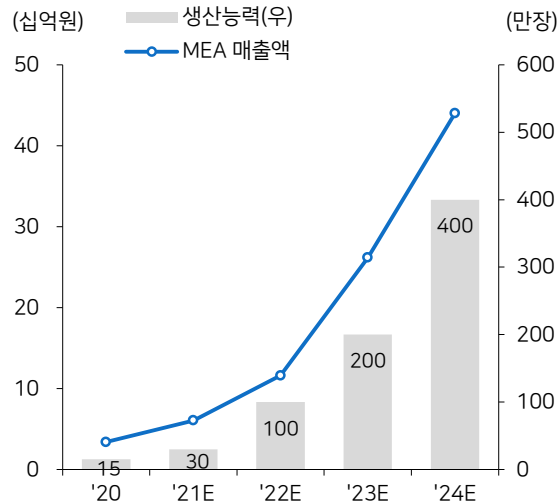
# 투자 포인트② PEMFC 핵심부품 MEA 생산

## MEA 생산능력 확대

'21E 30만장 → '22E 100만장

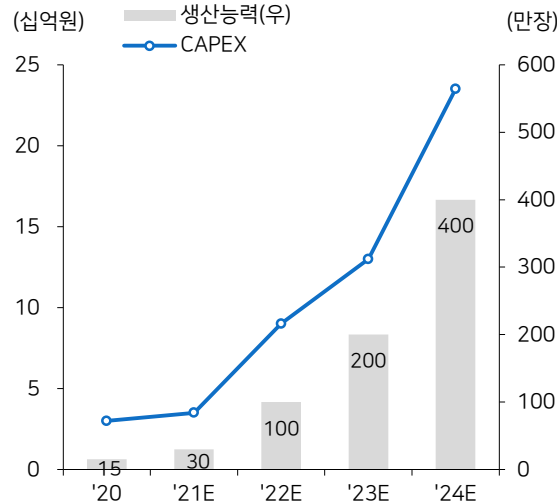
- PEMFC 수소 어플리케이션 다변화 최대 수혜
  - PEMFC는 연료전지스택과 BOP(주변 부품)로 구성. 스택은 연료전지 시스템 원가 66% 차지
  - 비나텍은 PEMFC 연료전지스택 핵심 부품 MEA(막전극접합체)와 촉매 가공, 지지체를 제조
- MEA 생산능력 확대에 따른 연료전지 부문 실적 성장을 전망
  - 연료전지스택은 적층으로 MEA와 분리판을 쌓아서 제작(cf. 수소차 MEA 400여장 탑재)
  - 건물용 연료전지용 MEA를 공급 중으로 향후 드론, 지게차, 선박 등 적용처 다변화 수혜
- '21년 연료전지 부문 매출액 74억원(+110.1% YoY) 전망

생산능력 확대에 따른 MEA 예상 매출액



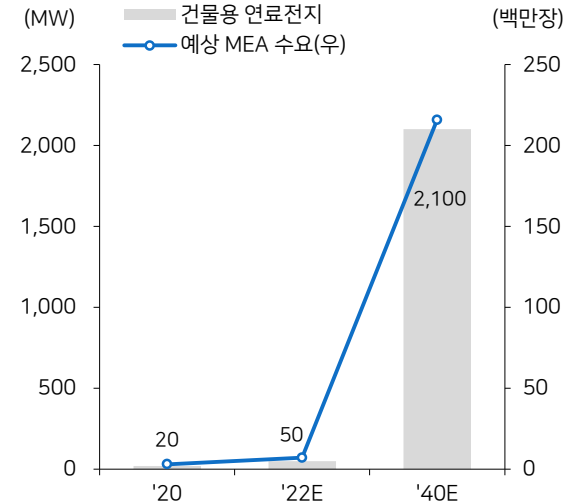
주: 2022년 이후 생산능력 확대는 가변적  
자료: 메리츠증권 리서치센터

생산능력 확대에 따른 예상 CAPEX



주: 2022년 이후 생산능력 확대는 가변적  
자료: 메리츠증권 리서치센터

수소로드맵 건물용 연료전지 목표 및 예상 MEA 수요



주: 누적기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 적정주가 산정 및 밸류에이션

## 적정주가 59,000원 제시

- 투자 의견 Buy, 적정주가 59,000원 제시
  - 『그린뉴딜』, 『2050 탄소중립』 등 우호적인 정책으로 신재생에너지, 수소관련 사업 성장성 부각
  - 슈퍼커패시터 적용처 다변화와 MEA 생산능력 향상으로 '21E 매출액 568억원, 영업이익 77억원 전망
- 동종업체 2021년 평균 PER 44.3배 적용
  - '상아프론테크'는 MEA의 핵심 소재인 Membrane 국산화로 '21E PER 62.2배
  - '미코'는 SOFC 국산화 및 사업 본격화로 '21E PER 24.3배
  - '에스퓨얼셀'은 건물용 연료전지(PEMFC) 국내 점유율 1위 업체, 정책 수혜예상으로 '21E PER 46.5배
  - 동종업체 대비 높은 영업이익률, PEMFC 핵심 부품 MEA 성장성에 따른 멀리플 프리미엄을 전망

## 비나텍 적정주가 산정표

	2021E	비고
EPS(원)	1,330	
적정배수	44.3	상아프론테크, 미코, 에스퓨얼셀 20'21E PER 평균 적용
<b>적정주가(원)</b>	<b>59,000</b>	
현재주가(원)	42,500	
<b>상승여력(%)</b>	<b>38.8</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 동종업체 밸류에이션 테이블

(십억원)	상아프론테크	미코	에스퓨얼셀	비나텍	
<b>시가총액</b>					
<b>매출액</b>	2019	186.2	236.2	38.0	42.8
	2020	153.3	280.9	47.0	46.7
	<b>2021E</b>	<b>200.2</b>	<b>337.9</b>	<b>63.4</b>	<b>56.8</b>
<b>영업이익</b>	2019	14.9	38.2	2.2	6.0
	2020	7.4	43.3	2.1	6.4
	<b>2021E</b>	<b>16.9</b>	<b>54.1</b>	<b>5.4</b>	<b>7.7</b>
<b>영업이익률(%)</b>	2019	8.0	16.2	5.7	14.0
	2020	4.8	15.4	4.5	13.6
	<b>2021E</b>	<b>8.4</b>	<b>16.0</b>	<b>8.5</b>	<b>13.6</b>
<b>P/E(배)</b>	2019	18.3	22.7	66.7	18.3
	2020	307.0	40.7	139.5	55.0
	<b>2021E</b>	<b>62.2</b>	<b>24.3</b>	<b>46.5</b>	<b>32.5</b>

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

# 비나텍 실적 테이블

(십억원, 배)	1H20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>23.7</b>	<b>11.2</b>	<b>11.8</b>	<b>11.5</b>	<b>13.0</b>	<b>16.2</b>	<b>16.0</b>	<b>46.7</b>	<b>56.8</b>	<b>72.3</b>
(% YoY)				-7.1	15.3	45.2	35.6	9.2	21.6	27.3
(% QoQ)				-2.3	13.0	24.5	-1.4			
슈퍼커패시터	21.7	9.9	9.3	9.9	10.8	13.7	12.7	41.1	47.1	55.9
연료전지	1.3	1.1	1.1	1.1	1.6	2.0	2.6	3.5	7.4	14.1
기타	0.7	0.2	1.5	0.5	0.6	0.6	0.6	2.1	2.3	2.3
<b>제품별 비중(%)</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
슈퍼커패시터	91.5	88.6	78.7	85.8	83.2	84.2	79.6	88.0	83.0	77.3
연료전지	5.6	9.4	8.9	9.6	12.4	12.2	16.6	7.5	13.0	19.5
기타	2.9	2.1	12.4	4.6	4.4	3.5	3.9	4.5	4.0	3.2
<b>영업이익</b>	<b>4.2</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>6.4</b>	<b>7.7</b>	<b>10.3</b>
영업이익률(%)	17.6	12.6	6.7	9.6	13.4	15.6	14.6	13.6	13.6	14.2
(% YoY)						79.2	194.7	6.0	21.2	33.5
(% QoQ)				40.1	57.8	44.7	-7.9			
<b>당기순이익</b>	<b>4.8</b>	<b>0.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>4.6</b>	<b>6.8</b>	<b>9.1</b>
당기순이익률(%)	20.1	7.5	-8.3	8.1	11.9	14.0	13.0	9.9	12.0	12.6

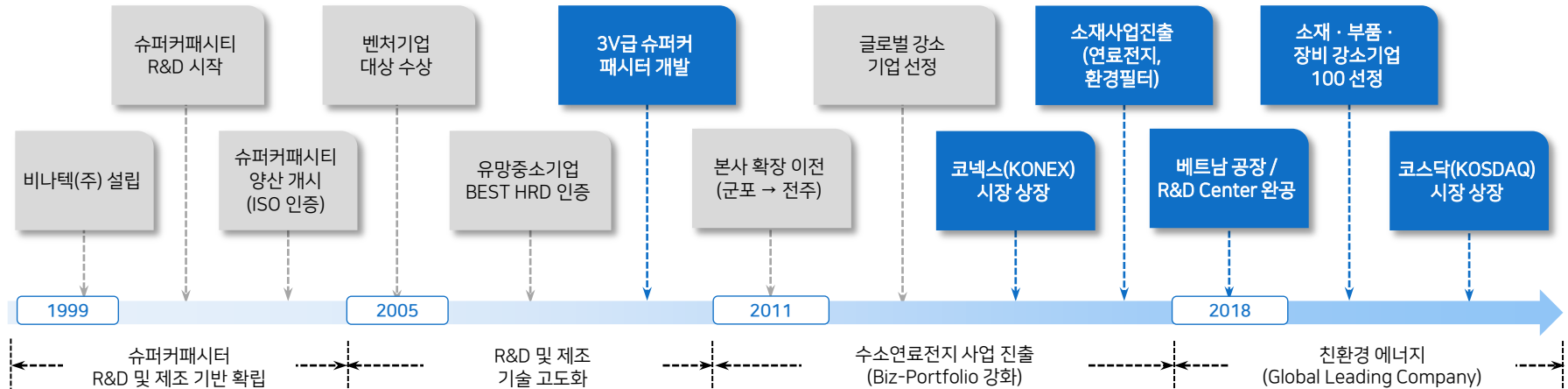
주: 2020년 9월 신규 상장으로 1Q20, 2Q20 분기 실적 데이터 없음  
자료: 비나텍, 메리츠증권 리서치센터

# 기업 개요

## 슈퍼커패시터/연료전지 부품 전문업체

- 비나텍은 탄소 소재를 활용한 슈퍼커패시터와 연료전지 스택의 소재 및 부품 사업을 영위
  - 슈퍼커패시터는 재생에너지, 데이터센터, 자동차 등 다양한 어플리케이션에 보조전원으로 활용
  - PEMFC 연료전지 스택의 핵심부품 MEA(막전극접합체)와 촉매, 지지체 등을 제조
- 매출 구성
  - '21E 슈퍼커패시터 83.0%, 연료전지 13.0%, 기타 4.1% 순

## 비나텍 성장 연혁



자료: 비나텍, 메리츠증권 리서치센터

# 비나텍(126340)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>42.8</b>	<b>46.7</b>	<b>56.8</b>	<b>72.3</b>	<b>98.2</b>
매출액증가율(%)		9.2	21.6	27.3	35.8
매출원가	29.6	32.3	39.1	49.8	69.6
매출총이익	13.2	14.4	17.7	22.5	28.6
판매비와관리비	7.2	8.0	10.0	12.2	14.4
<b>영업이익</b>	<b>6.0</b>	<b>6.4</b>	<b>7.7</b>	<b>10.3</b>	<b>14.2</b>
영업이익률(%)	14.0	13.6	13.6	14.2	14.4
금융손익	-0.2	-1.2	-0.2	-0.3	-0.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	-0.4	0.1	0.1	0.2
세전계속사업이익	6.0	4.7	7.6	10.1	14.0
법인세비용	1.6	0.1	0.8	1.0	1.4
<b>당기순이익</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>6.8</b>	<b>9.1</b>	<b>12.6</b>
지배주주지분 순이익	4.4	4.6	6.8	9.1	12.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>18.3</b>	<b>45.1</b>	<b>56.4</b>	<b>71.7</b>	<b>79.9</b>
현금및현금성자산	1.3	1.7	3.1	9.3	7.2
매출채권	8.6	9.7	11.4	14.5	19.6
재고자산	4.9	7.4	10.7	14.9	18.5
비유동자산	28.3	35.5	47.1	54.0	64.1
유형자산	26.6	32.1	43.3	49.5	59.0
무형자산	0.5	0.3	0.1	0.1	0.0
투자자산	0.5	2.3	2.8	3.5	4.2
<b>자산총계</b>	<b>46.6</b>	<b>80.6</b>	<b>103.5</b>	<b>125.7</b>	<b>144.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>19.7</b>	<b>20.2</b>	<b>26.3</b>	<b>29.3</b>	<b>34.0</b>
매입채무	3.9	2.1	8.1	10.3	14.0
단기차입금	12.3	14.2	14.2	14.2	14.2
유동성장기부채	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	16.9	27.0	37.1	38.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.6	14.1	24.1	34.1	34.1
<b>부채총계</b>	<b>27.8</b>	<b>37.2</b>	<b>53.2</b>	<b>66.3</b>	<b>72.1</b>
자본금	2.3	2.6	2.8	2.9	3.0
자본잉여금	13.3	33.0	33.0	33.0	33.0
기타포괄이익누계액	-0.7	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금	3.8	8.4	15.1	24.1	36.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>18.8</b>	<b>43.4</b>	<b>50.2</b>	<b>59.3</b>	<b>71.9</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.0</b>	<b>2.7</b>	<b>10.9</b>	<b>7.5</b>	<b>12.6</b>
당기순이익(손실)	4.4	4.6	6.8	9.1	12.6
유형자산감가상각비	2.2	2.5	2.3	2.8	3.6
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
운전자본의 증감	-5.1	-8.1	1.6	-4.5	-3.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6.5</b>	<b>-33.6</b>	<b>-18.9</b>	<b>-11.3</b>	<b>-14.7</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.3	-9.5	-13.5	-9.0	-13.0
투자자산의 감소(증가)	-0.5	-1.8	-0.5	-0.8	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2.3</b>	<b>31.4</b>	<b>9.4</b>	<b>10.0</b>	<b>0.0</b>
차입금증감	18.5	10.6	9.4	10.0	0.0
자본의증감	15.6	20.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>	<b>6.3</b>	<b>-2.1</b>
기초현금	1.5	1.3	1.7	3.1	9.3
기말현금	1.3	1.7	3.1	9.3	7.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	9,778	10,035	11,042	13,416	17,396
EPS(지배주주)	1,007	992	1,330	1,691	2,227
CFPS	2,235	2,411	1,989	2,466	3,180
EBITDAPS	1,918	1,954	1,967	2,439	3,145
BPS	4,221	8,439	9,768	10,513	12,159
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	18.3	55.0	32.0	25.1	19.1
PCR	8.2	22.6	21.4	17.2	13.4
PSR	1.9	5.4	3.8	3.2	2.4
PBR	4.4	6.5	4.4	4.0	3.5
EBITDA	8.4	9.1	10.1	13.1	17.8
EV/EBITDA	11.8	29.8	22.2	17.3	12.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	23.4	14.8	14.6	16.6	19.2
EBITDA이익률	19.6	19.5	17.8	18.2	18.1
부채비율	147.4	85.6	106.0	111.8	100.3
금융비용부담률	1.7	1.2	1.3	1.3	1.1
이자보상배율(x)	8.4	11.2	10.4	10.8	13.3
매출채권회전율(x)	5.0	5.1	5.4	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	8.7	7.6	6.3	5.7	5.9



## Buy

적정주가 (12개월)	63,000원
현재주가 (4. 20)	50,500원
상승여력	24.8%
KOSPI	3,220.70pt
시가총액	96,596억원
발행주식수	19,128만주
유동주식비율	63.32%
외국인비중	17.40%
52주 최고/최저가	57,200원/13,377원
평균거래대금	964.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
한화 외 3인	36.47
국민연금공단	9.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	20.6	259.3
상대주가	7.6	-11.7	111.8

### 주가그래프



## Green 패러다임이 전 사업부문에 추가 성장동력원으로 작용

- 케미칼: 2023년 상용화 예정인 수전해 수소 생산기업
- 첨단소재: 수소 저장탱크 사업으로 영역 확대
- 태양광: 2021년 태양광 발전사업/ESS 등의 다운스트림으로 사업영역 확대와 23년 페로브스카이트 기반 탠덤 태양전지 양산으로 태양광 트렌드를 선호

## 동사는 수소 경제의 Up-Midstream의 역할 수행

- 케미칼부문은 2023년 CA 전해조 기술을 응용한 Green수소 생산을 계획. 수전해 생산의 수익성 확보는 전기료가 관건. 현재까지 기존 수전해 설비들의 전력비용 60Kwh 급, 동사는 23년까지 48Kwh 전력을 사용하여 수익성을 확보할 계획
- 첨단소재부문은 수소 운송을 위한 저장탱크 생산

## 본업(PVC의 고수익성)과 태양광/수소의 Green에너지 사업 매력도를 갖춘 동사에 Buy 의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	9,457.4	459.2	-237.6	-1,415	-257.2	33,926	-12.9	0.5	8.1	-4.0	170.1
2020	9,195.0	594.2	309.1	1,855	-222.3	35,468	25.0	1.3	10.5	5.3	153.7
2021E	11,483.1	983.5	933.2	5,013	189.4	35,666	10.1	1.4	10.6	14.6	153.7
2022E	12,625.3	1,043.6	998.2	5,218	7.8	40,854	9.7	1.2	9.8	13.6	154.3
2023E	13,873.6	1,129.8	990.3	5,177	0.5	46,001	9.8	1.1	9.1	11.9	156.5

# 한화솔루션 실적 추정

(십억원)	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,719.5</b>	<b>2,765.9</b>	<b>3,025.0</b>	<b>2,972.6</b>	<b>3,025.5</b>	<b>3,022.3</b>	<b>3,307.0</b>	<b>3,270.5</b>	<b>11,483.0</b>	<b>12,625.2</b>	<b>13,873.6</b>
케미칼	1,006.7	1,023.0	1,030.0	987.1	1,026.2	993.1	1,051.3	1,006.4	4,046.8	4,076.9	4,185.3
첨단소재	192.4	196.9	217.1	207.5	194.3	209.7	219.3	209.5	813.9	832.9	852.8
갤러리아	129.2	130.5	131.8	133.1	134.4	135.8	137.1	138.5	524.5	545.8	568.0
큐셀	1,150.8	1,171.5	1,384.4	1,402.4	1,423.4	1,434.8	1,649.1	1,668.9	5,109.0	6,176.3	7,273.8
기타	240.4	244.1	261.7	242.6	247.2	248.9	250.1	247.2	988.8	993.4	993.7
<b>영업이익</b>	<b>230.9</b>	<b>234.1</b>	<b>263.6</b>	<b>254.8</b>	<b>226.0</b>	<b>255.9</b>	<b>298.3</b>	<b>263.5</b>	<b>983.5</b>	<b>1,043.6</b>	<b>1,129.8</b>
%OP	8.5%	8.5%	8.7%	8.6%	7.5%	8.5%	9.0%	8.1%	8.6%	8.3%	7.8%
케미칼	208.9	192.1	154.6	136.9	127.1	136.7	139.1	116.7	692.5	519.5	527.9
첨단소재	1.9	3.0	7.6	-4.1	-9.7	8.4	8.8	-4.2	8.3	3.3	3.7
갤러리아	3.9	-7.8	2.1	8.7	-2.7	-6.8	5.5	11.1	6.8	7.1	7.4
큐셀	9.2	41.0	86.1	119.0	105.4	112.6	130.4	145.2	255.3	493.5	507.4
기타	7.0	5.9	13.2	-5.5	5.9	5.0	14.5	-5.2	20.6	20.2	20.3
<b>세전이익</b>	<b>327.5</b>	<b>294.7</b>	<b>326.3</b>	<b>352.5</b>	<b>330.1</b>	<b>366.4</b>	<b>410.8</b>	<b>372.7</b>	<b>1,301.0</b>	<b>1,480.0</b>	<b>1,486.8</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>244.1</b>	<b>214.2</b>	<b>230.3</b>	<b>244.6</b>	<b>223.4</b>	<b>248.7</b>	<b>278.2</b>	<b>247.9</b>	<b>933.2</b>	<b>988.2</b>	<b>990.3</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	21.0	41.4	24.6	16.0	11.3	9.3	9.3	10.0	24.9	9.9	9.9
영업이익	45.2	71.4	13.1	289.7	-2.1	9.3	13.2	3.4	65.5	6.1	8.3
세전이익	540.0	55.2	33.8	흑전	0.8	24.3	25.9	5.7	214.5	13.8	0.5
순이익(지배)	277.0	44.6	20.9	흑전	-8.5	16.1	20.8	1.3	201.9	5.9	0.2
<b>%QoQ</b>											
매출액	6.2	1.7	9.4	-1.7	1.8	-0.1	9.4	-1.1			
영업이익	253.2	1.4	12.6	-3.3	-11.3	13.2	16.6	-11.7			
세전이익	흑전	-10.0	10.7	8.0	-6.4	11.0	12.1	-9.3			
순이익(지배)	흑전	-12.2	7.5	6.0	-8.7	11.3	11.9	-10.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457.4	9,195.0	11,483.1	12,625.3	13,873.6
매출액증가율(%)	4.5	-2.8	24.9	9.9	9.9
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,852.2	9,770.5	10,753.6
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,630.9	2,854.8	3,120.0
판매비와관리비	1,391.0	1,331.7	1,647.4	1,811.2	1,990.3
<b>영업이익</b>	<b>459.2</b>	<b>594.2</b>	<b>983.5</b>	<b>1,043.6</b>	<b>1,129.8</b>
영업이익률(%)	4.9	6.5	8.6	8.3	8.1
금융손익	-196.8	-179.8	-123.4	-129.0	-129.0
충속/관계기업관련손익	213.8	160.2	399.9	521.4	486.0
기타영업외손익	-308.1	-123.0	41.0	40.0	0.0
세전계속사업이익	168.0	451.5	1,301.0	1,480.0	1,486.8
법인세비용	77.8	112.0	325.2	399.6	401.4
<b>당기순이익</b>	<b>-248.9</b>	<b>301.7</b>	<b>975.7</b>	<b>1,080.4</b>	<b>1,085.4</b>
지배주주지분 순이익	-237.6	309.1	933.2	998.2	990.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,322.7	4,958.4	6,399.4	8,137.2	9,901.7
현금및현금성자산	1,084.5	1,199.8	2,069.3	3,392.7	4,729.1
매출채권	1,504.5	1,433.4	1,663.2	1,829.9	2,002.1
재고자산	1,479.9	1,431.6	1,661.2	1,827.6	1,999.6
비유동자산	10,358.5	10,179.0	11,214.8	12,270.6	13,466.7
유형자산	6,594.0	6,416.5	7,020.6	7,765.3	8,639.0
무형자산	421.2	413.9	405.0	396.7	389.1
투자자산	2,845.3	2,797.7	3,238.3	3,557.8	3,887.8
<b>자산총계</b>	<b>15,681.1</b>	<b>15,137.3</b>	<b>17,614.1</b>	<b>20,407.8</b>	<b>23,368.5</b>
유동부채	5,831.0	5,251.1	6,216.7	7,081.7	7,955.4
매입채무	1,207.3	1,202.1	1,394.9	1,534.7	1,679.1
단기차입금	2,675.3	2,576.1	2,876.1	3,176.1	3,476.1
유동성장기부채	709.3	395.8	395.8	395.8	395.8
비유동부채	4,044.3	3,918.5	4,454.0	5,302.3	6,303.8
사채	1,330.1	1,551.8	1,751.8	2,151.8	2,651.8
장기차입금	1,654.0	1,164.8	1,364.8	1,714.8	2,114.8
<b>부채총계</b>	<b>9,875.3</b>	<b>9,169.6</b>	<b>10,670.7</b>	<b>12,384.0</b>	<b>14,259.3</b>
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	804.5	798.5	798.5	798.5	798.5
기타포괄이익누계액	-70.5	-110.0	-110.0	-110.0	-110.0
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,363.0	6,361.1	7,351.4
비지배주주지분	77.7	38.6	81.2	163.4	258.5
<b>자본총계</b>	<b>5,805.9</b>	<b>5,967.7</b>	<b>6,943.4</b>	<b>8,023.9</b>	<b>9,109.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,206.1</b>	<b>1,069.5</b>	<b>1,019.5</b>	<b>1,086.3</b>	<b>1,198.9</b>
당기순이익(손실)	-248.9	301.7	975.7	1,080.4	1,085.4
유형자산감가상각비	528.7	565.0	395.9	455.4	526.2
무형자산상각비	32.5	30.4	8.9	8.3	7.6
운전자본의 증감	285.4	-129.1	-84.6	-61.3	-63.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,110.7</b>	<b>-42.7</b>	<b>-995.5</b>	<b>-924.1</b>	<b>-1,137.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,165.3	-883.8	-1,000.0	-1,200.0	-1,400.0
투자자산의 감소(증가)	158.5	207.7	-40.7	202.0	156.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-42.6</b>	<b>-886.8</b>	<b>845.5</b>	<b>1,161.3</b>	<b>1,275.1</b>
차입금증감	718.3	-524.1	1,014.1	1,360.2	1,510.6
자본의증가	-52.5	-6.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>60.4</b>	<b>115.3</b>	<b>869.4</b>	<b>1,323.4</b>	<b>1,336.4</b>
기초현금	1,024.1	1,084.5	1,199.8	2,069.3	3,392.7
기말현금	1,084.5	1,199.8	2,069.3	3,392.7	4,729.1
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	56,231	55,198	61,689	66,005	72,531
EPS(지배주주)	-1,415	1,855	5,013	5,218	5,177
CFPS	6,534	7,048	7,678	8,089	8,697
EBITDAPS	6,067	7,141	7,458	7,880	8,697
BPS	33,926	35,468	35,666	40,854	46,001
DPS	193	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-12.9	25.0	10.1	9.7	9.8
PCR	2.8	6.6	6.6	6.2	5.8
PSR	0.3	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR	0.5	1.3	1.4	1.2	1.1
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,388.3	1,507.2	1,663.6
EV/EBITDA	8.1	10.5	10.6	9.8	9.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-4.0	5.3	14.6	13.6	11.9
EBITDA이익률	10.8	12.9	12.1	11.9	12.0
부채비율	170.1	153.7	153.7	154.3	156.5
금융비용부담률	2.4	2.2	1.5	1.6	1.7
이자보상배율(x)	2.0	2.9	5.8	5.2	4.8
매출채권회전율(x)	6.0	6.3	7.4	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	7.4	7.2	7.2

# 한국가스공사(036460) '말이 되는' 수소 사업자

Analyst 문경원 02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 42,000원

현재주가 (4월 20일) 33,750원

상승여력 24.4%

KOSPI	3,220.70pt
시가총액	31,156억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.14%
외국인비중	9.34%
52주 최고/최저가	35,000원/23,200원
평균거래대금	122.7억원

### 주요주주(%)

대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	5.37

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	12.5	23.2
상대주가	-3.8	-17.6	-27.4

### 주가그래프



## 1Q21 Preview: 돌아온 탕아

- 1Q21 연결 영업이익은 9,659억원(+0.7% YoY) 기록하며 컨센서스(9,255억원)를 소폭 상회할 전망
- 미얀마 프로젝트의 부진(CoVID-19 영향)으로 별도 영업이익의 성장이 미미함에도 불구하고, 그간 부진했던 호주 Prelude를 비롯한 해외 자회사 수익성 개선이 연결 이익 성장을 견인
- 공급비 분기 비중 조정 시 실제 1Q21 이익은 낮아지고, 2Q21~3Q21 이익 전망치 상향될 가능성 존재

## 한국의 수소 경제, 도입 사업의 역할이 중요

- 수소 사업 계획 발표가 점차 늦어지고 있으나, 근 시일 내에 이루어질 것으로 예상. 주가 상승의 트리거
- LNG 사업 내에서의 역량 및 인프라(저장소 및 배관)은 물성이 비슷한 수소 사업의 역량으로 연결 가능
- 한국은 수소 순수입국이 될 전망. LNG 시장과 마찬가지로, 수소 시장에서도 도입 사업자의 역할이 중요

## 리스크 해소 + 낮은 밸류에이션 → 부담없는 투자처

- 2021년 60달러 이상의 유가가 유지되며 손상차손 및 연결자회사 실적 악화 우려가 소멸되는 상황
- 반면 P/B 0.38배는 역사적 평균 0.5~0.6배 대비 저평가. 적정주가 42,000원, 투자 의견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020	20,833.7	898.9	-172.1	-1,864	-375.8	81,040	-16.6	0.4	10.7	-2.2	364.2
2021E	22,957.4	1,119.7	451.1	4,886	-383.6	84,625	6.9	0.4	10.0	5.9	358.7
2022E	24,027.2	1,309.7	587.0	6,358	30.1	89,542	5.3	0.4	9.1	7.3	333.5
2023E	22,937.7	1,327.8	614.7	6,658	4.7	94,759	5.1	0.4	8.8	7.2	311.8

# 한국가스공사 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>7,967.8</b>	<b>4,094.6</b>	<b>3,389.0</b>	<b>5,382.3</b>	<b>7,842.1</b>	<b>4,444.6</b>	<b>3,667.5</b>	<b>7,003.2</b>	<b>24,982.6</b>	<b>20,833.7</b>	<b>22,957.4</b>	<b>24,027.2</b>
매출액 증가율(% YoY)	-8.4	-16.0	-25.0	-21.8	-1.6	8.5	8.2	30.1	-4.6	-16.6	10.2	4.7
가스도매판매	7,654.5	3,941.2	3,248.0	5,372.3	7,675.0	4,257.4	3,401.0	6,833.1	23,769.4	20,380.9	22,166.6	22,598.4
해외주요사업	350.4	287.1	186.7	226.4	293.0	288.0	342.9	326.1	1,351.4	1,050.6	1,250.0	2,002.0
기타 및 연결조정	-37.1	-133.7	-45.6	-216.3	-126.0	-100.8	-76.4	-156.0	-138.2	-597.8	-459.2	-573.2
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,517.7	4,999.5	6,711.8	4,408.0	3,674.9	6,400.7	23,227.1	19,513.5	21,195.4	22,133.0
매출총이익	1,066.0	0.0	-128.7	382.9	1,130.4	36.5	-7.4	602.5	1,755.5	1,320.2	1,762.0	1,894.2
판관비	107.0	96.8	95.0	122.6	164.5	105.3	93.9	278.5	421.0	421.4	642.3	584.5
<b>영업이익</b>	<b>959.0</b>	<b>-96.7</b>	<b>-223.7</b>	<b>260.3</b>	<b>965.9</b>	<b>-68.8</b>	<b>-101.3</b>	<b>324.0</b>	<b>1,334.5</b>	<b>898.9</b>	<b>1,119.7</b>	<b>1,309.7</b>
영업이익 증가율(% YoY)	10.3	적전	적확	-38.1	0.7	적축	적축	24.5	4.5	-32.6	24.6	17.0
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-6.6	4.8	12.3	-1.5	-2.8	4.6	5.3	4.3	4.9	5.5
가스도매판매	941.4	-82.8	-172.1	264.1	934.4	-91.1	-144.6	287.7	1,185.8	950.6	986.3	1,022.4
해외자원개발	53.5	23.9	-53.6	-8.1	53.4	43.0	65.5	54.2	256.4	15.7	216.1	352.6
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	10.3	12.2	9.2	12.3	11.6	14.5	80.1	61.7	47.7	69.8
이라크 주바이르	27.3	17.2	1.0	18.3	18.4	19.1	20.5	20.3	79.7	63.8	78.4	86.1
이라크 바드라	2.5	-4.1	-0.2	-6.4	3.0	0.1	0.3	0.3	15.2	-8.2	3.6	1.0
호주 GLNG	28.6	20.4	-34.5	-2.4	9.6	24.1	30.3	31.7	85.7	12.1	95.7	123.7
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-30.2	-29.8	13.2	-12.7	2.7	-12.5	-4.3	-113.7	-9.3	9.4
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	62.7
기타 및 연결조정	-35.8	-37.9	2.0	4.3	-21.9	-20.7	-22.2	-17.9	-107.6	-67.4	-82.6	-65.3
금융손익	-229.4	-178.1	-157.9	-131.2	-144.3	-140.0	-126.7	-131.2	-802.1	-696.6	-542.2	-546.0
기타영업외손익	1.9	-434.8	-24.3	-48.1	-28.3	-35.3	-23.6	-68.4	-520.8	-505.2	-155.5	-162.0
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	-7.9	-11.1	50.3	51.9	52.9	51.4	104.7	11.6	206.4	216.1
<b>세전이익</b>	<b>712.5</b>	<b>-660.0</b>	<b>-391.3</b>	<b>69.8</b>	<b>843.5</b>	<b>-192.3</b>	<b>-198.6</b>	<b>175.8</b>	<b>116.4</b>	<b>-268.9</b>	<b>628.5</b>	<b>817.8</b>
법인세비용	170.7	-159.9	-107.0	-12.0	232.0	-52.9	-54.6	48.4	58.1	-108.2	172.8	224.9
법인세율(%)	24.0	24.2	27.3	-17.2	27.5	27.5	27.5	27.5	49.9	40.2	27.5	27.5
<b>연결 당기순이익</b>	<b>541.8</b>	<b>-500.1</b>	<b>-284.3</b>	<b>81.8</b>	<b>611.6</b>	<b>-139.4</b>	<b>-144.0</b>	<b>127.5</b>	<b>58.3</b>	<b>-160.7</b>	<b>455.6</b>	<b>592.9</b>
지배주주순이익	537.2	-504.5	-281.7	77.0	605.5	-138.0	-142.6	126.2	38.8	-172.1	451.1	587.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	24,982.6	20,833.7	22,957.4	24,027.2	22,937.7
매출액증가율(%)	-4.6	-16.6	10.2	4.7	-4.5
매출원가	23,227.1	19,513.5	21,195.4	22,133.0	20,973.3
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,762.0	1,894.2	1,964.4
판매비와관리비	421.0	421.4	642.3	584.5	636.6
<b>영업이익</b>	<b>1,334.5</b>	<b>898.9</b>	<b>1,119.7</b>	<b>1,309.7</b>	<b>1,327.8</b>
영업이익률(%)	5.3	4.3	4.9	5.5	5.8
금융손익	-802.1	-696.6	-542.2	-546.0	-513.7
충속/관계기업관련손익	104.7	34.1	206.5	216.1	212.6
기타영업외손익	-520.8	-505.2	-155.5	-162.0	-170.4
세전계속사업이익	116.4	-268.9	628.5	817.8	856.4
법인세비용	58.1	-108.2	172.8	224.9	235.5
<b>당기순이익</b>	<b>58.3</b>	<b>-160.7</b>	<b>455.6</b>	<b>592.9</b>	<b>620.9</b>
지배주주지분 순이익	38.8	-172.1	451.1	587.0	614.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,232.8	7,527.9	8,669.6	9,118.2	9,666.3
현금및현금성자산	257.1	331.8	146.7	802.6	1,484.8
매출채권	4,973.9	4,093.9	4,710.3	4,618.3	4,558.2
재고자산	2,645.3	1,390.3	1,599.6	1,568.4	1,548.0
비유동자산	30,079.1	28,381.9	28,349.4	27,863.2	27,467.0
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,637.5	22,223.1	21,870.7
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,594.7	1,594.7	1,594.7
투자자산	2,316.3	2,144.8	2,608.9	2,537.2	2,493.4
<b>자산총계</b>	<b>39,311.9</b>	<b>35,909.8</b>	<b>37,018.9</b>	<b>36,981.4</b>	<b>37,133.3</b>
유동부채	8,900.5	7,212.8	9,359.9	9,468.2	9,199.9
매입채무	1,483.2	977.7	1,272.2	1,222.5	1,190.7
단기차입금	3,800.3	3,110.3	5,125.3	5,540.3	5,340.3
유동성장기부채	2,346.9	2,003.7	1,503.7	1,303.7	1,303.7
비유동부채	22,264.8	20,961.8	19,588.5	18,982.7	18,915.0
사채	17,766.7	16,285.1	14,285.1	13,785.1	13,785.1
장기차입금	476.5	761.0	761.0	761.0	761.0
<b>부채총계</b>	<b>31,165.3</b>	<b>28,174.6</b>	<b>28,948.3</b>	<b>28,450.9</b>	<b>28,115.0</b>
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	78.2	-37.2	-37.2	-37.2	-37.2
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,521.7	5,975.7	6,457.3
비지배주주지분	293.2	254.1	258.7	264.6	270.8
<b>자본총계</b>	<b>8,146.5</b>	<b>7,735.2</b>	<b>8,070.6</b>	<b>8,530.5</b>	<b>9,018.3</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,985.8	3,251.0	1,565.5	1,936.1	1,946.5
당기순이익(손실)	58.3	-160.7	455.6	592.9	620.9
유형자산감가상각비	1,735.3	1,636.7	1,598.4	1,561.0	1,529.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-671.2	1,279.5	-282.1	-1.7	8.8
투자활동 현금흐름	-1,397.0	-971.9	-1,359.8	-859.1	-921.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,223.2	-912.1	-1,101.7	-1,146.6	-1,177.0
투자자산의 감소(증가)	-262.8	171.5	-257.7	287.9	256.4
재무활동 현금흐름	-581.9	-2,190.0	-390.7	-421.1	-343.2
차입금증감	470.6	-2,499.3	-390.7	-300.9	-210.2
자본의증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	17.3	74.7	-185.0	655.9	682.2
기초현금	239.8	257.1	331.8	146.7	802.6
기말현금	257.1	331.8	146.7	802.6	1,484.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	270,630	225,686	248,691	260,280	248,478
EPS(지배주주)	420	-1,864	4,886	6,358	6,658
CFPS	35,066	29,048	27,760	29,342	29,106
EBITDAPS	33,254	27,467	29,445	31,098	30,952
BPS	85,073	81,040	84,625	89,542	94,759
DPS	380	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	90.1	-16.6	6.8	5.2	5.0
PCR	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,718.1	2,870.7	2,857.3
EV/EBITDA	9.9	10.7	10.0	9.1	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	-2.2	5.9	7.3	7.2
EBITDA이익률	12.3	12.2	11.8	11.9	12.5
부채비율	382.6	364.2	358.7	333.5	311.8
금융비용부담률	3.2	3.4	2.8	2.5	2.6
이자보상배율(x)	1.7	1.3	1.8	2.2	2.3
매출채권회전율(x)	4.9	4.6	5.2	5.2	5.0
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	15.4	15.2	14.7

## Buy

적정주가 (12개월)	68,000원
현재주가 (4.20)	63,000원
상승여력	7.9%
KOSPI	3,220.70pt
시가총액	16,997억원
발행주식수	2,698만주
유동주식비율	62.84%
외국인비중	17.95%
52주 최고/최저가	64,600원/28,800원
평균거래대금	352.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
코오롱 외 11 인	35.47
국민연금공단	8.77

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	11.3	69.4	112.8
상대주가	5.0	24.0	25.5

### 주가그래프



## Green을 화두로 성장의 그림을 그려가는 중: 2021년 수익성 회복, 중장기 수소 소재 기업으로 변모

- 수소 Value-chain에서 동사에 대해 Buy 의견을 제시하는 바, 수소연료전지 핵심 소재 중 멤브레인의 기술력을 보유한 점. 시장 초기 단계에서 동사의 PEM은 수소연료전지이며, 향후 ESS용 산화환원 흐름 전지/수전해 기술에 적용되는 분리막으로 사용처가 확대될 전망

## 2021년 본업의 주력 제품들(타이어코드와 아라미드)의 Shortage 현상

- 21년 연간 영업이익은 2,155억원 추정: 동사는 Top-tier 수준의 아라미드 기술력을 보유, 또한 타이어코드는 올 연중 타이트한 수급이 지속되며 연간 실적 추정의 불확실성이 해소될 전망

## 투자의견 Buy와 적정주가는 추정치 상향으로 6.8만원(21년 기준 PBR 0.8배 유지)을 제시

- 2021년 본업의 Turn-around와 다가오는 수소 경제에서 소재 기술력을 보유한 동사
- 향후 성장 동력원들에 대한 실적 추정 가시성에 따라 주가의 추가 상승여력이 확보될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,407.2	173.0	32.5	1,107	-53.1	67,767	45.0	0.7	8.8	1.6	148.9
2020	4,036.1	152.4	203.4	7,433	939.4	73,257	5.5	0.6	7.3	9.7	120.1
2021E	4,323.1	215.5	148.0	5,377	-25.5	77,227	11.7	0.8	7.2	6.6	113.9
2022E	4,558.9	220.8	154.5	5,620	4.5	81,417	11.2	0.8	6.8	6.5	111.5
2023E	4,878.0	242.5	172.3	6,277	11.7	86,203	10.0	0.7	6.6	6.9	111.3

# 코오롱인더 실적 추정

(십억원)	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,079.5</b>	<b>1,091.4</b>	<b>1,051.3</b>	<b>1,100.9</b>	<b>1,130.5</b>	<b>1,138.7</b>	<b>1,136.8</b>	<b>1,152.8</b>	<b>4,323.1</b>	<b>4,558.9</b>	<b>4,878.0</b>
산업자재	495.7	497.9	501.4	510.2	517.1	521.8	534.7	539.2	2,005.2	2,112.7	2,390.6
화학	172.9	174.6	178.1	175.0	175.3	175.6	176.0	176.4	700.5	703.3	709.2
필름/전자재료	150.2	147.2	144.8	142.9	144.4	144.5	145.0	145.7	585.2	579.6	606.0
패션	213.0	221.0	178.0	22.85	239.0	244.0	230.0	245.0	840.5	958.0	958.0
기타/의류소재	47.6	50.7	49.0	44.3	54.7	52.9	51.1	46.5	191.7	205.2	214.2
<b>영업이익</b>	<b>59.1</b>	<b>54.3</b>	<b>45.4</b>	<b>56.6</b>	<b>51.7</b>	<b>46.7</b>	<b>59.6</b>	<b>62.8</b>	<b>215.5</b>	<b>220.8</b>	<b>242.5</b>
%OP	5.5%	5.0%	4.3%	5.1%	4.6%	4.1%	5.2%	5.4%	5.0%	4.8%	5.0%
산업자재	32.9	31.8	33.6	33.3	33.7	35.7	36.5	38.8	131.6	144.6	162.3
화학	17.1	13.9	13.5	13.6	13.5	13.2	13.5	13.9	58.2	54.1	54.5
필름/전자재료	5.5	5.5	5.7	4.8	5.3	5.4	6.2	7.0	21.5	23.9	27.6
패션	7.3	2.6	-7.8	8.5	1.9	-7.9	3.4	7.2	10.6	4.6	4.6
기타/의류소재	-3.7	0.5	0.3	-3.6	-2.6	0.4	0.0	-4.1	-6.5	-6.3	-6.6
<b>세전이익</b>	<b>54.8</b>	<b>50.7</b>	<b>42.5</b>	<b>54.3</b>	<b>48.5</b>	<b>44.0</b>	<b>57.4</b>	<b>61.2</b>	<b>202.2</b>	<b>211.1</b>	<b>235.4</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>400.4</b>	<b>370.5</b>	<b>310.4</b>	<b>396.9</b>	<b>354.4</b>	<b>321.6</b>	<b>419.8</b>	<b>447.8</b>	<b>147.8</b>	<b>154.3</b>	<b>172.1</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	9.1	15.8	9.8	-4.0	4.7	4.3	8.1	4.7	7.1	5.5	7.0
영업이익	122.7	47.7	58.3	-6.4	-12.5	-14.0	31.3	11.0	41.4	2.5	9.8
세전이익	-76.2	91.9	17.2	172.9	-11.5	-13.2	35.1	12.7	-35.4	4.4	11.5
순이익(지배)	144.1	2255.5	2837.1	2929.1	-11.5	-13.2	35.2	12.8	-27.3	4.4	11.5
<b>%QoQ</b>											
매출액	-5.9	1.1	-3.7	4.7	2.7	0.7	-0.2	1.4			
영업이익	-2.2	-8.1	-16.4	24.7	-8.7	-9.7	27.6	5.4			
세전이익	175.4	-7.5	-16.2	27.8	-10.7	-9.3	30.5	6.6			
순이익(지배)	2955.8	-7.5	-16.2	27.9	-10.7	-9.3	30.5	6.7			

자료: 메리츠증권 리서치센터



Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>4,407.2</b>	<b>4,036.1</b>	<b>4,323.1</b>	<b>4,558.9</b>	<b>4,878.0</b>
매출액증가율(%)	-1.2	-8.4	7.1	5.5	7.0
매출원가	3,276.1	2,999.2	3,219.4	3,459.5	3,716.2
매출총이익	1,131.1	1,036.8	1,103.6	1,099.4	1,161.8
판매비와관리비	958.2	884.4	888.2	878.6	919.3
<b>영업이익</b>	<b>173.0</b>	<b>152.4</b>	<b>215.5</b>	<b>220.8</b>	<b>242.5</b>
영업이익률(%)	3.9	3.8	5.0	4.8	5.0
금융손익	-62.6	-61.3	-34.4	-31.2	-29.0
중속/관계기업관련손익	4.3	20.3	33.3	33.7	34.1
기타영업외손익	-31.3	197.8	-12.0	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	83.4	309.2	202.4	211.3	235.6
법인세비용	24.1	107.3	48.6	50.7	56.5
<b>당기순이익</b>	<b>22.1</b>	<b>205.5</b>	<b>153.8</b>	<b>160.6</b>	<b>179.1</b>
지배주주지분 순이익	32.5	203.4	148.0	154.5	172.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>2,079.1</b>	<b>1,870.0</b>	<b>2,059.8</b>	<b>2,302.8</b>	<b>2,583.4</b>
현금및현금성자산	116.0	160.8	419.1	585.0	733.6
매출채권	739.3	666.1	639.3	669.5	721.1
재고자산	877.7	782.3	750.9	786.3	846.9
비유동자산	3,214.0	3,173.7	3,108.2	3,083.2	3,112.3
유형자산	2,459.3	2,453.5	2,398.7	2,372.3	2,395.3
무형자산	181.5	149.1	144.0	139.1	134.4
투자자산	441.4	428.9	423.4	429.7	440.4
<b>자산총계</b>	<b>5,293.1</b>	<b>5,043.7</b>	<b>5,168.0</b>	<b>5,386.0</b>	<b>5,695.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,245.0</b>	<b>2,154.4</b>	<b>2,133.0</b>	<b>2,190.4</b>	<b>2,299.1</b>
매입채무	345.4	336.3	322.8	338.0	364.0
단기차입금	1,107.1	945.7	951.7	969.7	993.7
유동성장기부채	442.3	425.7	429.7	433.7	457.7
비유동부채	921.8	597.2	619.1	648.9	700.8
사채	194.4	52.4	61.4	67.4	79.4
장기차입금	556.6	390.1	408.1	426.1	456.1
<b>부채총계</b>	<b>3,166.8</b>	<b>2,751.6</b>	<b>2,752.1</b>	<b>2,839.3</b>	<b>2,999.9</b>
자본금	148.7	148.7	148.7	148.7	148.7
자본잉여금	982.4	982.6	982.6	982.6	982.6
기타포괄이익누계액	-47.0	-59.4	-59.4	-59.4	-59.4
이익잉여금	1,013.1	1,188.5	1,306.6	1,431.3	1,573.6
비지배주주지분	110.5	112.9	118.7	124.8	131.6
<b>자본총계</b>	<b>2,126.3</b>	<b>2,292.0</b>	<b>2,416.0</b>	<b>2,546.7</b>	<b>2,695.9</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>123.4</b>	<b>499.6</b>	<b>457.2</b>	<b>402.3</b>	<b>381.6</b>
당기순이익(손실)	22.1	205.5	153.8	160.6	179.1
유형자산감가상각비	232.4	233.0	234.7	238.4	225.0
무형자산상각비	11.4	11.3	5.2	4.9	4.7
운전자본의 증감	-210.8	99.2	29.1	-32.8	-56.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-16.4</b>	<b>130.6</b>	<b>-160.7</b>	<b>-207.9</b>	<b>-247.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-139.6	-199.1	-180.0	-212.0	-248.0
투자자산의 감소(증가)	222.6	12.5	5.6	-6.3	-10.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-78.8</b>	<b>-582.0</b>	<b>-38.2</b>	<b>-28.5</b>	<b>14.6</b>
차입금증감	80.2	-486.6	36.2	47.0	91.6
자본의증가	-8.1	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>29.4</b>	<b>44.9</b>	<b>258.2</b>	<b>165.9</b>	<b>148.7</b>
기초현금	86.6	116.0	160.8	419.1	585.0
기말현금	116.0	160.8	419.1	585.0	733.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	163,357	149,602	160,239	168,979	180,809
EPS(지배주주)	1,107	7,433	5,377	5,620	6,277
CFPS	16,030	16,365	17,668	18,007	18,318
EBITDAPS	15,446	14,703	16,879	17,203	17,498
BPS	67,767	73,257	77,227	81,417	86,203
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.8	2.4	1.6	1.6	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	45.0	5.5	11.7	11.2	10.0
PCR	3.1	2.5	3.6	3.5	3.4
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EBITDA	416.7	396.7	455.4	464.1	472.1
EV/EBITDA	8.8	7.3	7.2	6.8	6.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.6	9.7	6.6	6.5	6.9
EBITDA이익률	9.5	9.8	10.5	10.2	9.7
부채비율	148.9	120.1	113.9	111.5	111.3
금융비용부담률	1.8	1.4	1.0	1.0	1.0
이자보상배율(x)	2.2	2.6	4.8	4.8	5.1
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	6.6	7.0	7.0
재고자산회전율(x)	5.0	4.9	5.6	5.9	6.0

## Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가(4. 20)	15,650원
상승여력	-
KOSPI	1,031.88pt
시가총액	4,901억원
발행주식수	3,132만주
유동주식비율	77.51%
외국인비중	4.71%
52주 최고/최저가	19,700원/8,030원
평균거래대금	123.6억원
주요주주(%)	
전선규 외 6 인	18.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	0.3	67.0
상대주가	-0.8	-19.8	3.2

### 주가그래프



## 2021년 SOFC 연료전지 사업 본격화

- '19년 SOFC 1MW 생산라인 구축, '21년 8kW 시스템 연료전지 사업 진출 본격화
- SOFC는 고온에서 작동하여 부품의 내구성 확보가 중요
- 핵심 부품인 '연료전지 스택' 생산 내재화로 경쟁업체 대비 기술적 우위를 확보
- 건물용 연료전지 시장 확대('18년 314MW → '22년 1,550MW) 수혜를 전망

## 반도체 소재·부품 국산화 수혜

- 세라믹 히터와 ESC의 일본업체 점유율이 95%로 고객사의 국산화 요구가 큼
- 세라믹 히터의 장비 1대당 탑재량 증가와 ESC 공급 레퍼런스를 기반으로 고객사내 점유율 확대를 예상

## 세라믹 소재·부품 전문기업

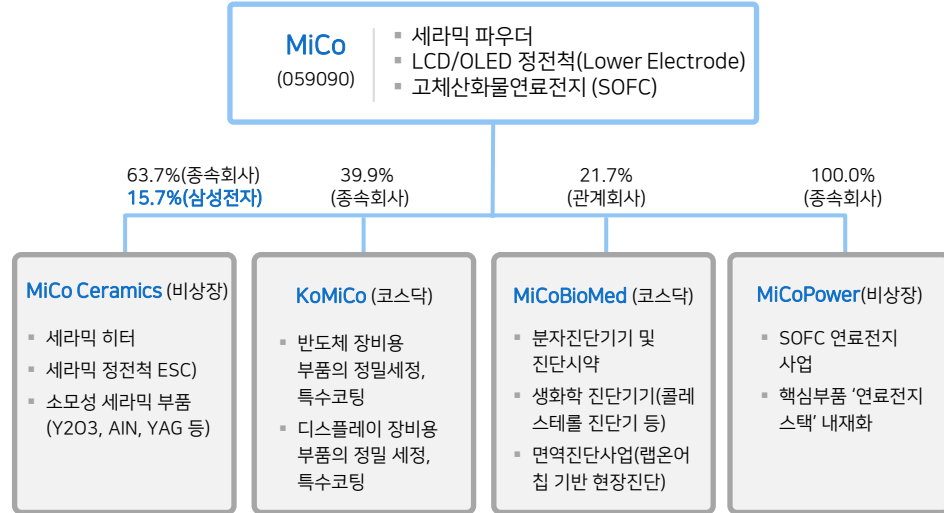
- 세라믹 소재 및 부품 전문기업으로 반도체 공정용 부품과 세정사업을 영위
- '20년 '미코'와 '미코세라믹스', '미코파워' 물적분할로 사업부문별 전문화를 통한 핵심사업 역량 강화
- 매출구성('20년): 세정사업 67.4%, 부품사업 32.6%

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	183.9	29.1	9.1	297	202.5	2,035	13.5	2.0	4.4	14.7	72.9
2018	227.4	45.4	13.9	444	66.3	2,720	10.5	1.7	4.3	18.7	123.8
2019	236.2	38.2	8.0	254	-32.0	2,955	22.7	2.0	5.8	9.0	139.9
2020	280.9	43.3	11.6	371	21.1	3,587	40.7	4.2	9.2	11.3	121.3
2021E	337.9	54.1	19.6	627	69.1	4,214	25.0	3.7	7.5	16.1	99.3

## 반도체 부품 및 세정업체 연료전지(SOFC) 사업 진출

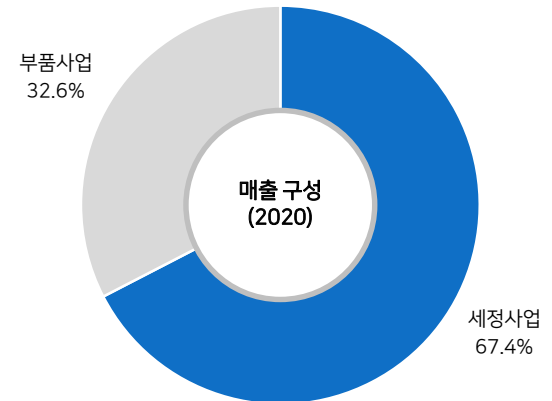
- 미코는 세라믹 소재 및 부품 전문기업으로 반도체 부품·세정, 연료전지(SOFC) 사업을 영위
- '20년 '미코'와 '미코세라믹스', '미코파워' 물적분할로 사업부문별 전문화를 통한 핵심사업 역량 강화
- 미코: 반도체 세라믹 부품 및 세정사업의 핵심 소재인 '세라믹 파우더'와 디스플레이용 '정전척'을 생산
- 미코세라믹스: 반도체 CVD용 세라믹 히터, Etcher용 정전척(ESC, Electro Static Chuck)을 생산
- 미코파워: 국내 최초 SOFC 연료전지를 개발하여 1MW 규모의 생산라인 확보
- 코미코(중속회사): 반도체 공정 중 오염이 발생한 장비 부품의 세정·코팅 사업을 영위

## 미코 및 계열회사 사업 영역



자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

## 매출 구성(2020)

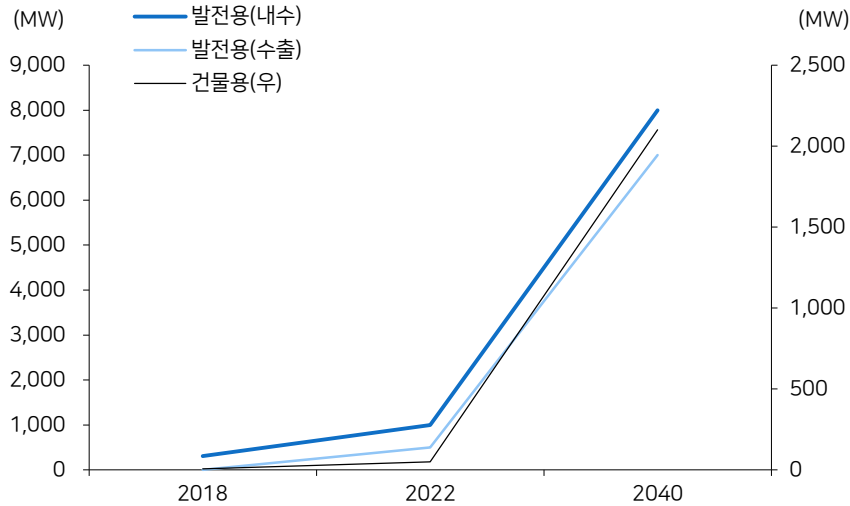


자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

## SOFC 수직 계열화

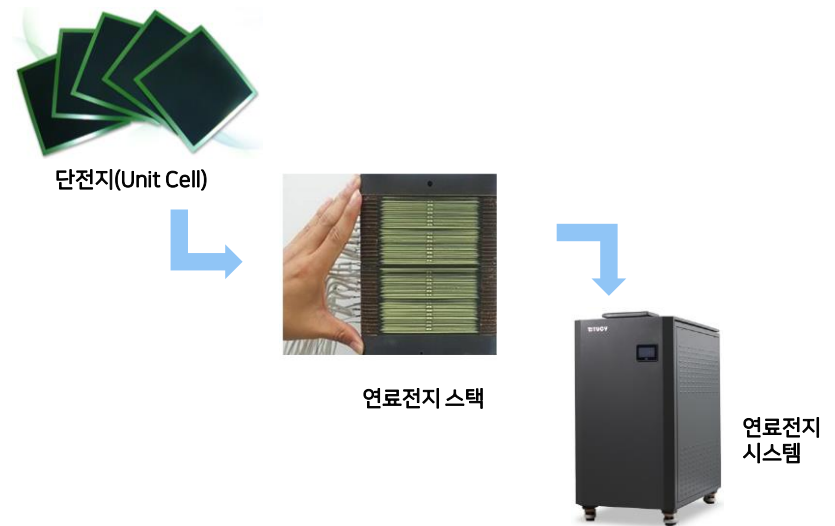
- '08년 세라믹 가공을 통한 SOFC 단전지 제조기술 개발
- '19년 SOFC 1MW 생산라인 구축, '21년 8kW 시스템 인증을 통한 상용화로 매출 가시화를 예상
- SOFC 연료전지의 가동온도는 700°C~1,000°C로 핵심 부품 '연료전지 스택'의 내구성 확보가 중요
- 연료전지 스택의 내재화 및 시스템 생산으로 수직계열화를 통한 기술적 우위를 확보
- Capa(1MW → 10MW) 확대 및 '23년까지 50kW 개발을 목표, 연료전지 시장 확대의 수혜를 전망

## 수소 연료전지 로드맵(누적 기준)



자료: 수소경제 활성화 로드맵, 메리츠증권 리서치센터

## 미코 SOFC 수직 계열화



자료: 미코파워, 메리츠증권 리서치센터

- 반도체 소재 · 부품 국산화 수혜**
- 세라믹은 금속에 비해 내식성, 내플라즈마성, 내열성, 유전율이 우수하여 반도체 공정 고단화, 미세화 등에 따른 수요 증가를 전망
  - 세라믹 히터와 ESC의 시장 규모는 각각 5천억원, 8천억원 수준이며 일본업체의 점유율이 95%로 고객사의 국산화 요구가 큼
  - 세라믹 히터의 장비 1대당 탑재량 증가와 ESC 공급 레퍼런스를 기반으로 고객사내 점유율 확대를 예상

## 주요 세라믹 파우더 및 특성

소재	특성	관련 제품
AlN(Aluminium nitride)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 우수한 열전도성</li> <li>▪ 탁월한 절연특성</li> <li>▪ 높은 내부식성</li> </ul>	Ceramic Heater
Y <sub>2</sub> O <sub>3</sub> (Yittria)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 탁월한 내열성</li> <li>▪ 넓은 투과성</li> <li>▪ 화학적 안정성</li> </ul>	Ceramic ESC
YAG	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 우수한 내플라즈마성</li> <li>▪ 외력에 강한 기계적 강도</li> <li>▪ 뛰어난 가공효율</li> </ul>	Ceramic Parts
Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> (Alumina)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 우수한 경도</li> <li>▪ 높은 내마모성</li> <li>▪ 높은 연삭효율</li> </ul>	Ceramic Parts

자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

## 세라믹히터, ESC 기능 및 특징

세라믹히터		ESC	
			
<b>기능</b>	박막 증착을 위하여 Wafer에 균일하게 열을 전달하는 부품	<b>기능</b>	Chamber에서 Wafer를 정전기를 통해 고정해주는 고기능성 부품
<b>관련 장비</b>	PECVD, ALD CVD	<b>관련 장비</b>	Etcher
<b>특징</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 국내 유일의 AlN Ceramic Heater 양산 능력 및 레퍼런스 보유</li> <li>▪ 전제품 Customizing으로 높은 진입 장벽</li> <li>▪ 경쟁사 대비 짧은 납기</li> </ul>	<b>특징</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Metal대비 Plasma 내식성, 물리적 내구성, 전압 내구성 높음</li> <li>▪ 파티클 방출 감소 및 수율 향상</li> <li>▪ 다양한 소재의 ESC 제작 기술 확보</li> </ul>

자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

# 미코(059090)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>183.9</b>	<b>227.4</b>	<b>236.2</b>	<b>280.9</b>	<b>337.9</b>
매출액증가율(%)	30.5	23.7	3.8	18.9	20.3
매출원가	100.1	121.7	126.8	153.2	182.5
매출총이익	83.9	105.8	109.3	127.7	155.4
판매비와관리비	54.8	60.4	71.1	84.4	101.4
<b>영업이익</b>	<b>29.1</b>	<b>45.4</b>	<b>38.2</b>	<b>43.3</b>	<b>54.1</b>
영업이익률(%)	15.8	19.9	16.2	15.4	16.0
금융손익	-3.1	-3.7	-3.9	-19.7	-5.1
중속/관계기업관련손익	-2.8	-2.4	-3.5	13.4	10.0
기타영업외손익	2.3	0.2	-2.2	0.9	0.0
세전계속사업이익	25.5	39.4	28.7	37.8	59.0
법인세비용	6.4	7.1	6.8	11.2	14.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.1</b>	<b>32.3</b>	<b>22.0</b>	<b>26.6</b>	<b>45.0</b>
지배주주지분 순이익	9.1	13.9	8.0	11.6	19.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>유동자산</b>	<b>91.0</b>	<b>158.3</b>	<b>168.1</b>	<b>240.3</b>	<b>266.2</b>
현금및현금성자산	50.5	97.7	84.9	150.4	157.6
매출채권	23.5	28.6	30.9	32.2	42.2
재고자산	11.8	16.6	18.7	27.7	30.7
<b>비유동자산</b>	<b>111.1</b>	<b>173.8</b>	<b>236.9</b>	<b>278.7</b>	<b>290.9</b>
유형자산	96.1	154.9	209.9	231.1	237.8
무형자산	3.4	5.6	8.2	6.8	6.0
투자자산	6.1	10.2	13.0	36.7	43.1
<b>자산총계</b>	<b>202.1</b>	<b>332.1</b>	<b>405.0</b>	<b>519.0</b>	<b>557.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>57.4</b>	<b>69.1</b>	<b>107.4</b>	<b>136.1</b>	<b>125.1</b>
매입채무	6.6	5.8	8.1	10.9	11.4
단기차입금	20.9	35.7	47.2	52.1	52.1
유동성장기부채	12.3	6.4	4.7	15.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>27.9</b>	<b>114.6</b>	<b>128.8</b>	<b>148.4</b>	<b>152.5</b>
사채	0.0	33.9	11.6	23.8	23.8
장기차입금	12.5	48.5	74.2	80.3	80.3
<b>부채총계</b>	<b>85.2</b>	<b>183.7</b>	<b>236.2</b>	<b>284.5</b>	<b>277.6</b>
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	65.4	73.9	73.9	90.9	90.9
기타포괄이익누계액	-3.3	-4.4	-3.6	-4.7	-4.7
이익잉여금	6.8	20.9	27.4	37.8	57.4
비지배주주지분	53.1	63.2	76.3	122.2	147.5
<b>자본총계</b>	<b>116.9</b>	<b>148.4</b>	<b>168.8</b>	<b>234.5</b>	<b>279.5</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>36.0</b>	<b>34.6</b>	<b>44.8</b>	<b>53.4</b>	<b>73.3</b>
당기순이익(손실)	19.1	32.3	22.0	26.6	45.0
유형자산감가상각비	9.5	11.6	18.7	25.0	33.3
무형자산상각비	0.4	0.6	1.0	1.0	0.8
운전자본의 증감	0.1	-14.7	-6.8	-10.7	-5.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-38.1</b>	<b>-90.6</b>	<b>-91.3</b>	<b>-46.8</b>	<b>-51.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-31.6	-71.1	-64.7	-49.4	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-2.9	-4.1	-2.8	-23.7	-6.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>25.5</b>	<b>102.5</b>	<b>32.3</b>	<b>60.9</b>	<b>-14.6</b>
차입금증감	-11.6	97.6	45.3	33.9	-14.6
자본의증가	-5.9	8.5	0.0	17.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>21.8</b>	<b>47.3</b>	<b>-12.9</b>	<b>65.5</b>	<b>7.2</b>
기초현금	28.7	50.6	97.8	85.0	150.5
기말현금	50.6	97.8	85.0	150.5	157.7
Key Financial Data					
	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,985	7,262	7,541	8,970	10,791
EPS(지배주주)	297	444	254	371	627
CFPS	1,411	1,899	1,952	2,402	3,137
EBITDAPS	1,271	1,839	1,849	2,215	2,817
BPS	2,035	2,720	2,955	3,587	4,214
DPS	0	40	40	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.7	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.5	10.5	22.7	40.7	25.0
PCR	2.8	2.5	3.0	6.3	5.0
PSR	0.7	0.6	0.8	1.7	1.5
PBR	2.0	1.7	2.0	4.2	3.7
EBITDA	39.1	57.6	57.9	69.4	88.2
EV/EBITDA	4.4	4.3	5.8	9.2	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.7	18.7	9.0	11.3	16.1
EBITDA이익률	21.2	25.3	24.5	24.7	26.1
부채비율	72.9	123.8	139.9	121.3	99.3
금융비용부담률	1.2	1.9	2.9	2.6	2.1
이자보상배율(x)	13.1	10.3	5.6	5.9	7.6
매출채권회전율(x)	7.9	8.7	7.9	8.9	9.1
재고자산회전율(x)	13.9	16.0	13.4	12.1	11.6

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (4. 20)	35,000원
상승여력	-
KOSPI	1,031.88pt
시가총액	2,406억원
발행주식수	687만주
유동주식비율	57.10%
외국인비중	4.64%
52주 최고/최저가	51,246원/17,439원
평균거래대금	41.1억원
주요주주(%)	
에스에너지 외 3인	42.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-2.5	87.1
상대주가	-3.0	-22.1	15.7

### 주가그래프



## 2022년 수소 로드맵 건물용 연료전지 목표는 50MW

- 2022년 수소 로드맵 연료전지 구축 목표는 건물용 50MW를 설치할 계획
  - '20년말 건물용 연료전지 구축은 20MW(누적) 수준으로 '21, '22년 각각 15MW 구축이 필요
- 에스퓨얼셀은 국내 건물용 연료전지 점유율 50% 이상으로 수소 로드맵 이행에 대한 수혜를 전망

## PEMFC 어플리케이션 다변화

- PEMFC는 소형 제작, 고출력 밀도로 다양한 어플리케이션에 적용 가능
- 어플리케이션 다변화로 액화수소 드론, 수소지게차, 수소연료전지 선박 개발을 진행
  - 액화수소 드론 파워팩 개발 완료, 2H21 출시 예정으로 산업용 수요에 대응할 예정
  - 적용처 다각화를 위해 수소지게차와 수소연료전지 선박용 연료전지 파워팩 개발 추진 중

## 연료전지 시스템 전문기업

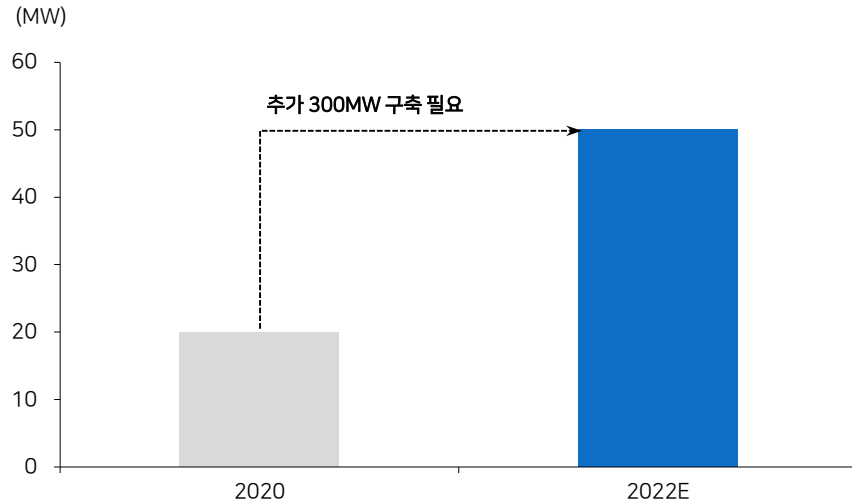
- '14년 GS칼텍스 연료전지 사업부에서 분사하여 설립된 연료전지 전문기업
- 건물용 연료전지(PEMFC)를 주력으로 생산(Capa: 7.5MW)
- 매출구성('20년): 건물용 92.2%, 발전용 3.6%, 기타 4.2%

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	20.3	3.3	2.8	660	116.6	1,431	-	-	1.0	60.0	195.2
2018	31.5	2.0	1.5	307	-53.5	5,106	97.4	5.9	76.2	8.2	87.2
2019	38.0	2.2	1.5	252	-18.0	5,416	66.7	3.1	41.8	4.8	118.0
2020	47.0	2.1	1.6	267	6.1	9,859	139.5	3.8	73.1	3.3	78.0
2021E	63.4	5.4	5.0	724	171.0	10,006	48.3	3.5	34.8	7.4	79.4

## 건물용 연료전지 시장 확대

- 2022년 수소 로드맵 연료전지 구축 목표는 발전용 1.5GW, 건물용 50MW를 설치할 계획
  - 연면적 1,000m<sup>2</sup> 이상의 공공건축물에 대하여 에너지 사용량의 공급의무비율('21년 31%) 이상을 신재생에너지로 공급토록 의무화한 제도에 따라 연료전지 설치 확대를 전망
  - '20년말 건물용 연료전지 구축은 20MW(누적) 수준으로 '21, '22년 각각 15MW 구축이 필요
  - 건물용 연료전지는 1MW당 매출액 100억원 수준으로 '21, '22년 각각 1,500억원 시장 규모
  - 국내 건물용 연료전지 주요 사업자는 에스퓨얼셀과 (주)두산이 과점하고 있어 수혜를 전망
- PEMFC 적용처 다변화를 위해 액화수소 드론, 수소지게차, 수소연료전지 선박 개발 중
  - 액화수소 드론 파워팩 개발 완료, 2H21 출시 예정으로 산업용(해상풍력 정비 등) 수요에 대응할 예정

## 수소 로드맵 건물용 연료전지 구축 목표



자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

## PEMFC 적용어플리케이션 다변화



자료: 에스퓨얼셀, 에이치엘비, 메리츠증권 리서치센터



Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	20.3	31.5	38.0	47.0	63.4
매출액증가율(%)	102.1	55.2	20.5	23.8	35.0
매출원가	13.6	24.2	26.0	32.9	44.4
매출총이익	6.8	7.3	12.0	14.1	19.0
판매비와관리비	3.5	5.3	9.8	12.0	13.6
영업이익	3.3	2.0	2.2	2.1	5.4
영업이익률(%)	16.2	6.2	5.7	4.5	8.5
금융손익	-0.0	-0.2	-0.5	-0.3	0.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.0
세전계속사업이익	3.2	1.8	1.6	1.6	5.4
법인세비용	0.4	0.3	0.1	0.1	0.4
당기순이익	2.8	1.5	1.5	1.6	5.0
지배주주지분 순이익	2.8	1.5	1.5	1.6	5.0
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
유동자산	17.2	54.5	60.0	99.1	107.0
현금및현금성자산	0.7	11.6	10.3	31.8	31.6
매출채권	12.6	19.9	27.2	27.2	31.7
재고자산	3.5	6.2	13.6	19.6	21.2
비유동자산	0.7	1.9	9.7	15.8	16.4
유형자산	0.3	0.2	4.2	11.7	12.0
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
투자자산	0.4	0.7	0.4	0.8	1.1
자산총계	17.9	56.4	69.7	114.8	123.4
유동부채	10.5	25.7	32.3	44.2	48.4
매입채무	5.5	18.8	14.6	17.9	21.2
단기차입금	2.0	3.2	13.6	15.3	15.3
유동성장기부채	0.8	0.8	0.7	0.3	0.0
비유동부채	1.3	0.6	5.4	6.1	6.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.1	0.3	5.0	4.4	4.4
부채총계	11.8	26.3	37.7	50.3	54.6
자본금	1.0	2.9	2.9	3.3	3.3
자본잉여금	0.3	20.5	20.5	50.7	50.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4.8	6.2	7.5	8.8	13.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6.1	30.1	32.0	64.5	68.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
영업활동현금흐름	-1.3	1.9	-19.7	4.4	3.6
당기순이익(손실)	2.8	1.5	1.5	1.6	5.0
유형자산감가상각비	0.2	0.1	0.3	0.4	0.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4.4	0.0	-21.4	0.7	-2.0
투자활동 현금흐름	-0.3	-13.4	4.0	-16.0	-3.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.1	-3.9	-2.6	-1.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-0.4	0.3	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	2.2	22.5	14.5	33.2	-0.8
차입금증감	2.2	0.4	15.1	1.6	-0.1
자본의증가	0.0	22.0	0.0	30.6	0.0
현금의증가(감소)	0.6	10.9	-1.3	21.6	-0.3
기초현금	0.1	0.7	11.6	10.3	31.8
기말현금	0.7	11.6	10.3	31.8	31.6
Key Financial Data					
	2017	2018	2019	2020	2021E
주당데이터(원)					
SPS	4,803	6,504	6,430	7,952	9,286
EPS(지배주주)	660	307	252	267	724
CFPS	840	544	477	730	884
EBITDAPS	812	423	416	431	884
BPS	1,431	5,106	5,416	9,859	10,006
DPS	0	49	49	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	97.4	66.7	139.5	48.3
PCR	0.0	55.0	35.2	51.1	39.6
PSR	0.0	4.6	2.6	4.7	3.8
PBR	0.0	5.9	3.1	3.8	3.5
EBITDA	3.4	2.1	2.5	2.5	6.0
EV/EBITDA	1.0	76.2	41.8	73.1	34.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	60.0	8.2	4.8	3.3	7.4
EBITDA이익률	16.9	6.5	6.5	5.4	9.5
부채비율	195.2	87.2	118.0	78.0	79.4
금융비용부담률	0.6	0.6	1.3	1.2	0.8
이자보상배율(x)	25.0	10.0	4.3	3.6	10.7
매출채권회전율(x)	2.0	1.9	1.6	1.7	2.2
재고자산회전율(x)	7.4	6.5	3.8	2.8	3.1

## Compliance Notice

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

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

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

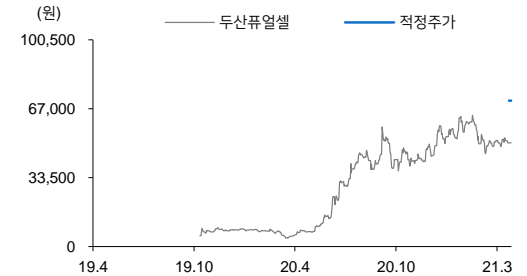
투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 두산퓨얼셀(336260)투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.21	산업분석	Buy	71,000	문경원	-	-	

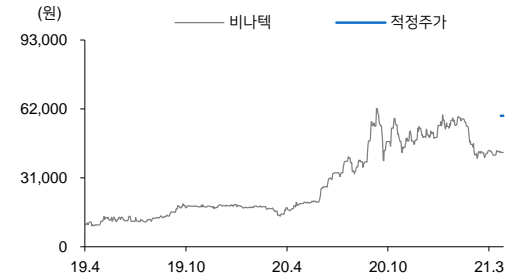


### 비나텍 (126340) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2021.04.21 산업분석 Buy 59,000 이상현 - -

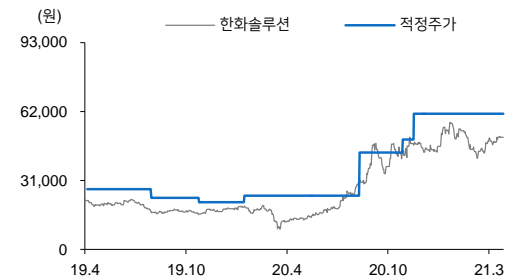


### 한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

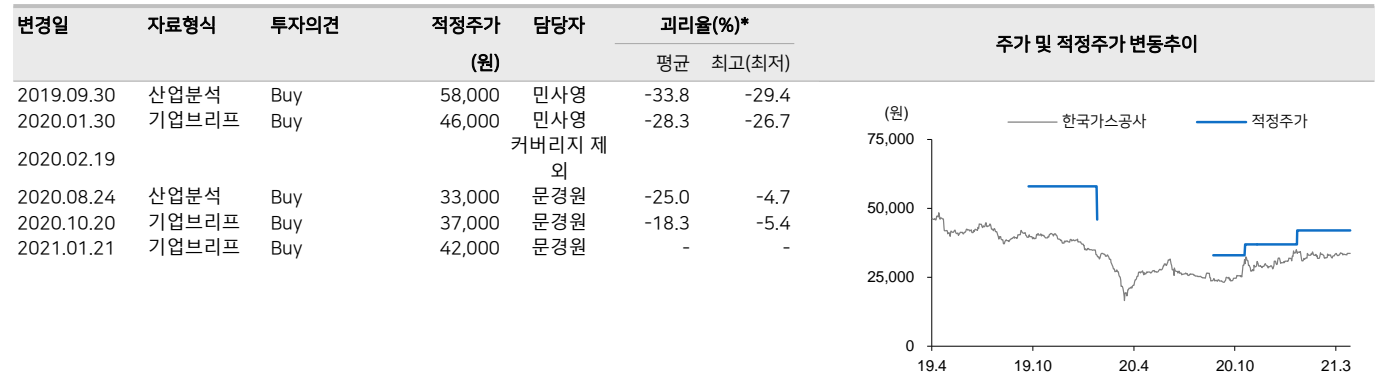
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2019.04.15 산업브리프 Buy 27,141 노우호 -24.4 -17.0  
 2019.08.07 기업브리프 Buy 23,264 노우호 -26.9 -21.9  
 2019.10.31 산업분석 Buy 21,325 노우호 -16.7 -9.1  
 2020.01.20 기업브리프 Buy 24,233 노우호 -27.8 28.2  
 2020.08.12 기업브리프 Buy 43,619 노우호 -9.0 9.4  
 2020.10.28 산업분석 Buy 49,435 노우호 -6.5 2.4  
 2020.11.17 산업분석 Buy 61,067 노우호 - -



### 한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 코오롱인더 (120110) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

