2021. 8. 30

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

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

# 비나텍 126340

## 탄소중립을 위한 친환경 아이템

- ✓ 2Q21 매출액 117억원, 영업이익 7억원으로 당사 예상치 하회
- ✓ 코로나19 영향으로 베트남 공장 가동률 하락과 증설에 따른 고정비 증가의 영향
- ✓ 3Q21 슈퍼커패시터 가동 정상화에 따른 실적 턴어라운드 전망
- ✓ 수소연료전지 보급 확대 대응을 위한 MEA 증설(2Q21 30만장 → 21.1월 100만장)
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 59,000원 → 66,000원으로 상향

**Buy**

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12 개월)** | **66,000 원** |
| **현재주가 (8.27)** | **54,300 원** |
| **상승여력** | **21.5%** |
| KOSDAQ | 1,023.51pt |
| 시가총액 | 2,793억원 |
| 발행주식수 | 514만주 |
| 유동주식비율 | 57.95% |
| 외국인비중 | 1.29% |
| 52주 최고/최저가 | 62,173원/35,400원 |
| 평균거래대금 | 38.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 성도경 외 10 인 | 35.26 |
| 미래에셋자산운용 | 5.21 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 16.8 | 17.8 | 20.1 |
| 상대주가 | 19.4 | 5.2 | -1.8 |

**주가그래프**

### 2Q21 Review: 코로나19 영향으로 실적 부진

2Q21 매출액 117억원(+1.5% YoY), 영업이익 7억원(-66.3% YoY)으로 당사 예상치를 하회했다. 베트남 지역 코로나19 확산으로 슈퍼커패시터 공장의 생산 차질 영향이다. 슈퍼커패시터 라인은 전년동기 대비 +37.5% 생산능력을 확대해 고정비 증가에 따라 영업이익률은 6.2%(2Q20 18.7%, 1Q21 13.3%)로 부진했다. 스마트팩토리 AGV(무인운반차)향 초도 물량 공급으로 신규 적용처를 확보해 3Q 가동률 회복에 따른 실적 정상화가 예상된다.

### 2H21 실적 턴어라운드

[슈퍼커패시터] 3Q21 베트남 공장 가동률 회복으로 슈퍼커패시터 실적 턴어라운드가 전망된다. 스마트미터기, 데이터센터, 자동차전장, AGV향 공급으로 2H21 슈퍼커패시터 매출액은 233억원(+20% YoY)을 예상한다.

[수소연료전지] 수소연료전지 핵심부품 MEA의 생산능력을 2Q21 30만장에서 '22년 1월 100만장으로 증설할 계획이다. 정부의 수소 로드맵 달성을 위해 '21~'22년 필요한 건물용 연료전지 MEA 예상 규모는 639만장으로 추정된다. 건물용 연료전지 구축 확대에 따른 수소연료전지 매출액은 2H21 34억원(+56.3% YoY), 2022년 162억원(+226.1% YoY)으로 가파른 성장이 전망된다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 59,000원 → 66,000원으로 상향

12M Fwd EPS(1,329원)에 적정 PER 49.6배를 적용해 적정주가를 66,000원으로 11.9% 상향한다. 적정 PER은 2차전지 부품과 수소연료전지 핵심 소재 멤브레인을 생산하는 상아프론테크의 12M Fwd PER 평균이다. 탄소중립 실현을 위한 신재생에너지와 수소연료전지 보급의 확대로 동사의 슈퍼커패시터와 MEA의 장기적인 실적 성장이 전망된다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019 | 42.8 | 6.0 | 4.4 | 1,007 | | 4,221 | 18.3 | 4.4 | 11.8 | 23.4 | 147.4 |
| 2020 | 46.7 | 6.4 | 4.6 | 992 | -1.5 | 8,439 | 55.0 | 6.5 | 29.8 | 14.8 | 85.6 |
| 2021E | 51.9 | 5.8 | 5.5 | 1,063 | 7.1 | 9,501 | 51.1 | 5.7 | 31.5 | 11.8 | 104.0 |
| 2022E | 74.5 | 10.3 | 9.3 | 1,722 | 62.1 | 10,299 | 31.5 | 5.3 | 20.4 | 17.3 | 109.6 |
| 2023E | 99.4 | 14.6 | 12.9 | 2,288 | 32.8 | 12,013 | 23.7 | 4.5 | 15.1 | 20.0 | 95.3 |

표1 비나텍 2Q21 실적 Review

| (십억원) | 2Q21P | 2Q20 | (% YoY) | 1Q21 | (% QoQ) | 당사예상치 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 11.7 | 11.5 | 1.5 | 11.6 | 0.6 | 11.9 | -1.9 |
| 영업이익 | 0.7 | 2.1 | -66.3 | 1.5 | -53.0 | 1.1 | -35.1 |
| 세전이익 | 0.5 | 1.7 | -72.9 | 2.6 | -81.5 | 1.1 | -58.2 |
| 지배주주순이익 | 0.4 | 1.7 | -77.6 | 2.4 | -84.3 | 1.0 | -61.7 |
| 영업이익률(%) | 6.2 | 18.7 | | 13.3 | | 9.4 | |
| 당기순이익률(%) | 3.2 | 14.4 | | 20.4 | | 8.1 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 비나텍 실적 추정치 변경 내역

| | 신규 | | | 기존 | | | 차이(%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 3Q21E | 2021E | 2022E | 3Q21E | 2021E | 2022E | 3Q21E | 2021E | 2022E |
| 매출액 | 12.9 | 51.9 | 74.5 | 13.6 | 54.5 | 72.1 | -5.1 | -4.7 | 3.3 |
| 영업이익 | 1.5 | 5.8 | 10.3 | 1.6 | 6.6 | 10.0 | -6.7 | -11.4 | 2.7 |
| 세전이익 | 1.3 | 6.1 | 10.3 | 1.6 | 7.3 | 10.2 | -14.4 | -17.2 | 0.7 |
| 지배주주순이익 | 1.2 | 5.5 | 9.3 | 1.4 | 6.6 | 9.2 | -16.2 | -17.2 | 0.7 |
| 영업이익률(%) | 11.8 | 11.3 | 13.9 | 12.0 | 12.1 | 13.9 | | | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 비나텍 실적 테이블

| (십억원) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21P | 3Q21E | 4Q21E | 2020 | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **12.2** | **11.5** | **11.2** | **11.8** | **11.6** | **11.7** | **12.9** | **15.7** | **46.7** | **51.9** | **74.5** |
| (% YoY) | | | | | -4.8 | 1.5 | 15.3 | 32.9 | 9.2 | 11.1 | 43.6 |
| (% QoQ) | | | | | -1.6 | 0.6 | 10.4 | 21.6 | | | |
| 슈퍼커패시터 | 11.4 | 10.3 | 9.9 | 9.5 | 10.0 | 9.9 | 10.8 | 12.5 | 41.1 | 43.1 | 54.4 |
| 수소연료전지 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 2.2 | 3.5 | 5.0 | 16.2 |
| 기타 | 0.2 | 0.5 | 0.2 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 2.1 | 3.8 | 3.9 |
| 제품별 비중(%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 슈퍼커패시터 | 93.4 | 89.5 | 88.6 | 80.4 | 85.9 | 84.7 | 83.6 | 79.6 | 88.0 | 83.1 | 73.0 |
| 수소연료전지 | 4.9 | 6.1 | 9.4 | 9.7 | 6.7 | 6.4 | 9.6 | 14.0 | 7.5 | 9.6 | 21.8 |
| 기타 | 1.6 | 4.4 | 2.1 | 9.8 | 7.5 | 8.9 | 6.8 | 6.4 | 4.5 | 7.3 | 5.2 |
| **영업이익** | **2.0** | **2.1** | **1.4** | **0.8** | **1.5** | **0.7** | **1.5** | **2.0** | **6.4** | **5.8** | **10.3** |
| 영업이익률(%) | 16.5 | 18.7 | 12.6 | 6.7 | 13.3 | 6.2 | 11.8 | 13.0 | 13.6 | 11.3 | 13.9 |
| (% YoY) | | | | | -23.5 | -66.3 | 7.7 | 158.5 | 6.0 | -8.1 | 76.6 |
| (% QoQ) | | | | | 94.9 | -53.0 | 109.9 | 34.5 | | | |
| **세전이익** | **3.1** | **1.7** | **0.9** | **-1.0** | **2.6** | **0.5** | **1.3** | **1.7** | **4.7** | **6.1** | **10.3** |
| **지배주주순이익** | **3.1** | **1.7** | **0.8** | **-1.0** | **2.4** | **0.4** | **1.2** | **1.6** | **4.6** | **5.5** | **9.3** |
| 지배주주순이익률(%) | 25.4 | 14.4 | 7.5 | -8.3 | 20.4 | 3.2 | 8.9 | 10.0 | 9.9 | 10.5 | 12.5 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

**표4 비나텍 적정주가 산정표**

| 구분 | 2021E | 비고 |
|---|---|---|
| EPS(원) | 1,329 | 12M Fwd EPS |
| 적정배수(배) | 49.6 | 상아프론테크 12M Fwd PER 평균 적용 |
| **적정주가(원)** | **66,000** | |
| 현재주가(원) | 54,300 | |
| 상승여력(%) | 21.5 | |

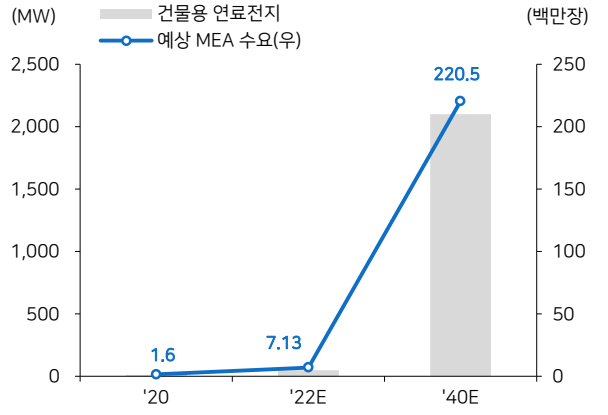
자료: 메리츠증권 리서치센터

**표5 수소경제 활성화 로드맵(2019.1)**

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

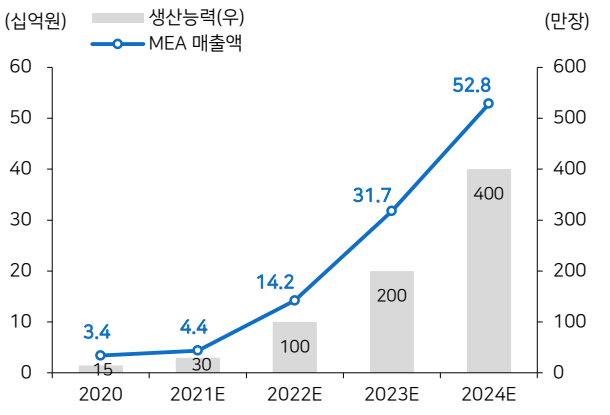
자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 수소로드맵 건물용 연료전지 목표 및 예상 MEA 수요**




주: 누적기준
자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 생산능력 확대에 따른 MEA 예상 매출액**




자료: 메리츠증권 리서치센터

# 비나텍 (126340)

## Income Statement

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **42.8** | **46.7** | **51.9** | **74.5** | **99.4** |
| 매출액증가율 (%) | | 9.2 | 11.1 | 43.6 | 33.4 |
| 매출원가 | 29.6 | 32.3 | 36.9 | 52.2 | 68.8 |
| 매출총이익 | 13.2 | 14.4 | 15.0 | 22.3 | 30.6 |
| 판매관리비 | 7.2 | 8.0 | 9.2 | 12.0 | 15.9 |
| **영업이익** | **6.0** | **6.4** | **5.8** | **10.3** | **14.6** |
| 영업이익률 | 14.0 | 13.6 | 11.3 | 13.9 | 14.7 |
| 금융손익 | -0.2 | -1.2 | 0.7 | -0.1 | -0.4 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.2 | -0.4 | -0.4 | 0.1 | 0.1 |
| 세전계속사업이익 | 6.0 | 4.7 | 6.1 | 10.3 | 14.4 |
| 법인세비용 | 1.6 | 0.1 | 0.6 | 1.0 | 1.4 |
| **당기순이익** | **4.4** | **4.6** | **5.5** | **9.3** | **12.9** |
| 지배주주지분 순이익 | 4.4 | 4.6 | 5.5 | 9.3 | 12.9 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **4.0** | **2.7** | **9.6** | **7.6** | **10.9** |
| 당기순이익(손실) | 4.4 | 4.6 | 5.5 | 9.3 | 12.9 |
| 유형자산상각비 | 2.2 | 2.5 | 3.1 | 3.9 | 4.8 |
| 무형자산상각비 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | -5.1 | -8.1 | 1.6 | -5.5 | -6.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-6.5** | **-33.6** | **-17.4** | **-13.2** | **-14.6** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -6.3 | -9.5 | -15.5 | -11.0 | -13.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -0.5 | -1.8 | -0.3 | -1.1 | -0.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **2.3** | **31.4** | **9.4** | **10.0** | **0.0** |
| 차입금의 증감 | 18.5 | 10.6 | 9.4 | 10.0 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 15.6 | 20.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -0.1 | 0.3 | 1.5 | 4.4 | -3.6 |
| 기초현금 | 1.5 | 1.3 | 1.7 | 3.2 | 7.6 |
| 기말현금 | 1.3 | 1.7 | 3.2 | 7.6 | 4.0 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 18.3 | 45.1 | 51.7 | 65.7 | 73.8 |
| 현금및현금성자산 | 1.3 | 1.7 | 3.2 | 7.6 | 4.0 |
| 매출채권 | 8.6 | 9.7 | 10.4 | 14.9 | 19.9 |
| 재고자산 | 4.9 | 7.4 | 9.3 | 12.7 | 18.1 |
| 비유동자산 | 28.3 | 35.5 | 48.0 | 56.1 | 64.9 |
| 유형자산 | 26.6 | 32.1 | 44.4 | 51.5 | 59.7 |
| 무형자산 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 투자자산 | 0.5 | 2.3 | 2.5 | 3.6 | 4.3 |
| **자산총계** | **46.6** | **80.6** | **99.7** | **121.8** | **138.7** |
| 유동부채 | 19.7 | 20.2 | 23.9 | 26.6 | 29.7 |
| 매입채무 | 3.9 | 2.1 | 5.8 | 8.3 | 11.0 |
| 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 | 38.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 5.6 | 14.1 | 24.1 | 34.1 | 34.1 |
| **부채총계** | **27.8** | **37.2** | **50.8** | **63.7** | **67.7** |
| 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 | 13.8 | 22.9 | 35.7 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **18.8** | **43.4** | **48.9** | **58.1** | **71.1** |

## Key Financial Data

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 9,778 | 10,035 | 10,088 | 13,824 | 17,604 |
| EPS(지배주주) | 1,007 | 992 | 1,063 | 1,722 | 2,288 |
| CFPS | 2,235 | 2,411 | 1,705 | 2,671 | 3,472 |
| EBITDAPS | 1,918 | 1,954 | 1,775 | 2,657 | 3,455 |
| BPS | 4,221 | 8,439 | 9,501 | 10,299 | 12,013 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 18.3 | 55.0 | 51.1 | 31.5 | 23.7 |
| PCR | 8.2 | 22.6 | 31.9 | 20.3 | 15.6 |
| PSR | 1.9 | 5.4 | 5.4 | 3.9 | 3.1 |
| PBR | 4.4 | 6.5 | 5.7 | 5.3 | 4.5 |
| EBITDA | 8.4 | 9.1 | 9.1 | 14.3 | 19.5 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 29.8 | 31.5 | 20.4 | 15.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 23.4 | 14.8 | 11.8 | 17.3 | 20.0 |
| EBITDA 이익률 | 19.6 | 19.5 | 17.6 | 19.2 | 19.6 |
| 부채비율 | 147.4 | 85.6 | 104.0 | 109.6 | 95.3 |
| 금융비용부담률 | 1.7 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| 이자보상배율(x) | 8.4 | 11.2 | 7.9 | 10.8 | 13.7 |
| 매출채권회전율(x) | 5.0 | 5.1 | 5.2 | 5.9 | 5.7 |
| 재고자산회전율(x) | 8.7 | 7.6 | 6.2 | 6.8 | 6.5 |

## Compliance Notice

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

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

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

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

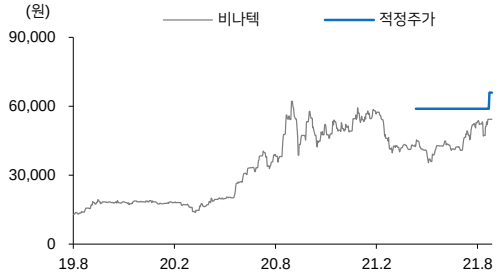
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 81.8% |
| 중립 | 18.2% |
| 매도 | 0.0% |

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

### 비나텍 (126340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.04.21 | 산업분석 | Buy | 59,000 | 이상현 | -24.3 | -8.0 |
| 2021.08.30 | 기업브리프 | Buy | 66,000 | 이상현 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이