

에스퓨얼셀(288620)

Not Rated

수소경제의 한 축, 연료전지

국내 최초, 최고의 수소에너지 전문기업

에스퓨얼셀은 건물용, 발전용 수소연료전지 제조 및 판매 전문업체이다. 연료전지 시장은 현재 초기 단계로서 시장 규모가 크지 않지만 미래 에너지원으로서 수소에너지 시스템이 전세계적으로 주목을 받게 됨에 따라 중장기적으로 시장의 성장과 궤를 같이 할 것으로 전망된다. 산업 초기 단계로 설치비용이 높은 상태이지만 정부의 신·재생에너지 확대 정책과 제품 제어, 관리기술을 비롯한 시스템 통합설계 핵심기술을 바탕으로 고성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

고효율, 친환경 그리고 3대 전략투자 사업 선정

수소연료전지의 경쟁력은 고효율과 친환경이다. 연료전지는 에너지 이용률이 30%에 불과한 기존의 중앙집중식 발전 시스템과는 달리 연소 과정에서의 에너지 손실을 최소화한다. 이에 따라 생성된 에너지의 대부분(80~90%)을 사용할 수 있어 효율성이 높다. 그뿐만 아니라 연료의 연소반응이 아닌 화학반응을 이용하기 때문에 질소산화물과 이산화탄소의 배출량이 기존 화력발전의 각각 1/38과 1/3 정도에 불과해 친환경적이다. 또한 연료전지는 대규모 송전시설 없이 분산발전이 가능하여 공간 제약으로부터 자유로워 확장성도 높다. 이에 더해 지난 8월 정부는 수소경제를 데이터 경제, 인공지능(AI)과 함께 혁신성장을 위한 3대 전략투자 사업으로 선정했다. 이에 따라 정부의 관련 예산도 2018년 422억원에서 2019년 1,400억원 수준으로 상향될 예정이며 향후 수소경제 5개년 계획의 구체화에 따라 에스퓨얼셀의 수혜도 점증할 것으로 전망된다.

에너지 패러다임 전환의 수혜주

2018년 매출액과 영업이익은 각각 329억원(+62.3% YoY), 37억원(+11.8% YoY, 영업이익률 11.2%)으로 예상된다. 현재 대부분의 매출은 건물용 연료전지에서 발생하고 있다. 매출 편중에 따른 리스크를 줄이기 위한 노력 끝에 전체 매출 중 건물용의 매출 비중은 2016년 99.0%에서 2017년 85.5%, 2018년 반기 기준 66.3%로 지속적으로 하락하고 있다. 포트폴리오 다변화를 위해 발전용 연료전지

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

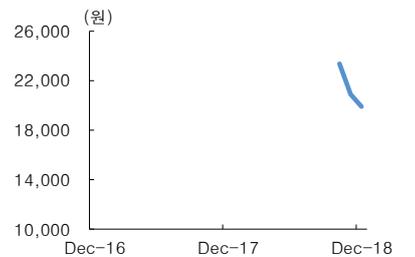
Stock Data

KOSPI(12/14)	2,069
주가(12/14)	19,900
시가총액(십억원)	114
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저(원)	33,750/19,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,198
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.7/0.2
주요주주(%)	에스에너지 외 2인 55.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.1)	-	-
KOSDAQ 대비(%p)	(16.3)	-	-

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2014A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0.0
2016A	10	1	1	313	NM	1	63.6	80.8	25.1	32.5	0.0
2017A	20	3	3	678	116.5	3	29.4	34.1	13.5	60.0	0.0

윤철환

chyoon@truefriend.com

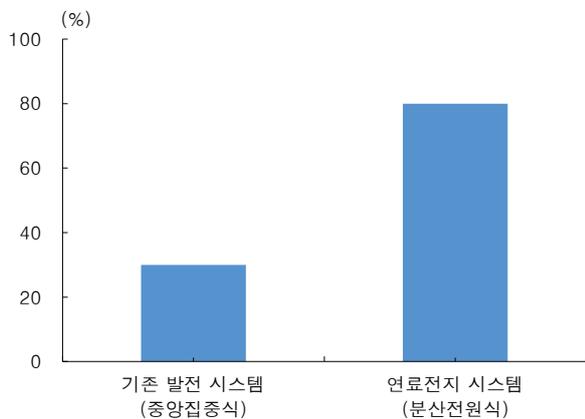
를 론칭하여 수익성은 다소 떨어졌지만 성장 기조는 이어갈 전망이다. 지난 10년간 글로벌 및 국내 연료전지 시장은 연평균 31%, 15% 성장했으며 지난 3년간 에스퓨얼셀의 매출액과 영업이익은 각각 100%, 128%의 연평균 증가율을 보였다. 정부의 신·재생에너지 의무사업 정책에 따라 향후 부문별로는 공공부문, 지역별로는 서울과 부산을 중심으로 연료전지의 성장이 확대될 전망이다.

[그림 1] 에너지 저장장치 비교

구분	양수발전, CAES	리튬이차전지	수소
저장 방식	기계식	전기화학식	전기화학식
장점	· 잉여전력 이용 가능	· 에너지 밀도 및 효율성 높음 · 10시간 이내, 10MWh 이하 소규모 저장에 유리	· 대용량 및 장기 저장 가능 · 1GWh~1TWh의 대용량 저장 및 장기간(1~1,000시간) 저장에 유리 · 가스 및 액체 형태로 수송 가능하며, 전력 대비 수송 손실은 1/10 수준
단점	· 설치지역 한계 · 낮은 변환 효율 · 환경파괴	· 저장 용량 한계 · 장기 저장 한계	· 높은 초기 비용 · 실증데이터 부족

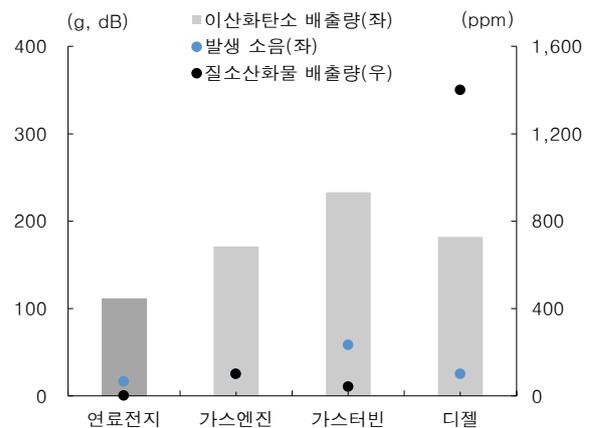
주: CAES(Compressed Air Energy Storage)는 압축공기에너지저장을 의미
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 2] 연료전지의 고효율성(에너지 이용률)



자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 3] 연료전지의 친환경성



주: 이산화탄소와 질소산화물은 1kW 발전시 배출량
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 4] 건물용 연료전지 시스템



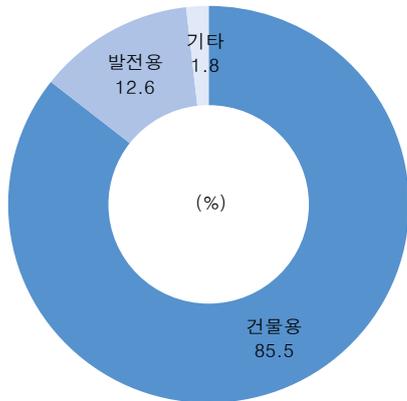
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 5] 발전용 연료전지 시스템



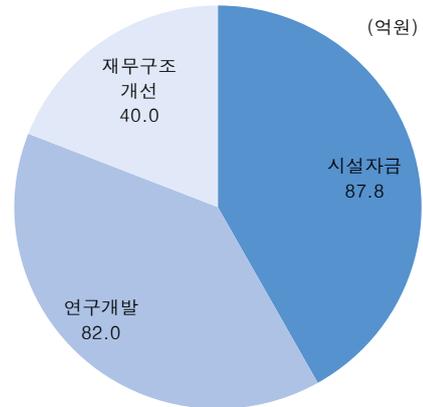
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 6] 매출 비중(2017년)



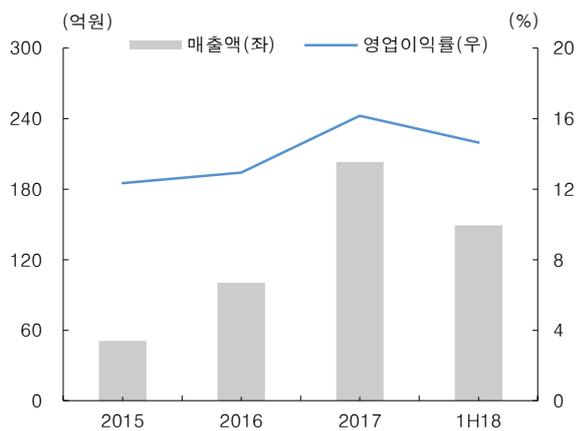
주: 건물용은 1Kw급, 5Kw급, 6Kw급, 10kW급, 발전용은 100kW급으로 구성
 자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 7] 공모자금 사용 계획



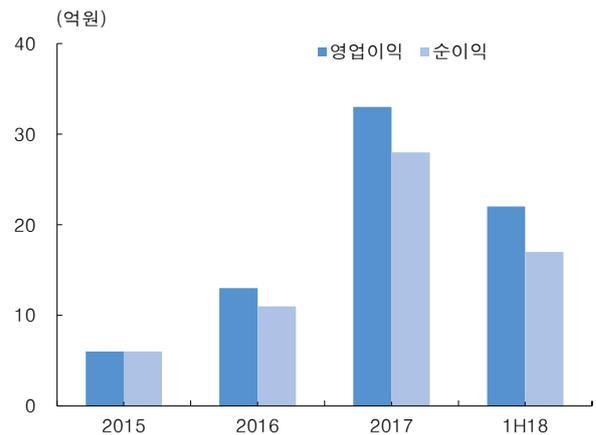
주: 시설자금은 발전용 연료전지 생산공장 Capex 투자 용도
 자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 8] 매출액 및 영업이익률 추이



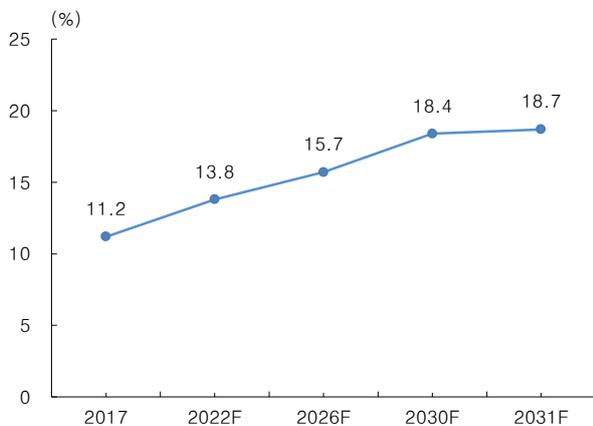
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 9] 영업이익 및 순이익 추이



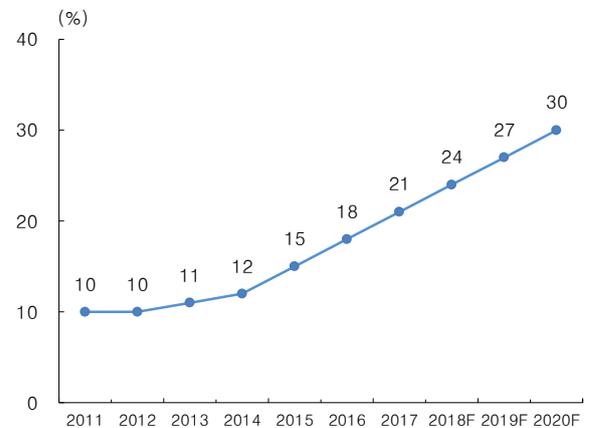
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 10] 8차 전력수급기본계획 중 분산형 발전의 비중



자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 11] 연도별 신재생에너지 공급의무비율(공공건물)



자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

〈표 1〉 주요 연혁

연도	주요 연혁
2001년	국내 최초 연료전지 전문기업 CETI 설립
2003년	국내 최초 1kW 급 가정용 연료전지 시스템 개발
2007년	국내 최초 5kW 급 수소발전 시스템(SPM) 개발
2009년	국내 최초 서울 소재 아파트에 연료전지 설치/운전
2014년	에스퓨얼셀 설립
	국내 최초 5kW 급 건물용 연료전지 설비 인증 획득
2015년	국내 최초 5kW 급 LPG 용 연료전지 설비 인증
2016년	국내 최초 연료전지 KS 인증 획득
2017년	모듈형 10kW 급 건물용 연료전지 시스템 출시
2018년	코스닥 상장(10월 15일)
	2,000kW 급 PAFC 타입 발전용 연료전지 공급계약 체결(150억원)

자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

에스퓨얼셀은 2014년에 설립되어 2018년 10월 코스닥에 상장된 연료전지 시스템 생산 및 판매 전문업체. 주요제품으로는 1kW, 5kW, 6kW, 10kW급 건물용 연료전지와 100kW급 발전용 연료전지. 최대주주는 태양 풍력 발전기 및 전기변환 장치 제조업을 영위 중인 에스에너지(59.8% 보유).

- 연료전지: 연료와 산화제가 가진 화학적 에너지를 전기적 에너지로 연속적으로 변환시키는 전기화학 장치
- 건물용 연료전지: 고분자 전해질 연료전지(PEMFC) 시스템
- 발전용 연료전지: 인산형 연료전지(PAFC) 시스템. 후지전기의 제품으로 에스퓨얼셀이 국내 독점공급 중
- 분산발전: 태양광이나 풍력과 같은 신·재생에너지 자원을 이용한 소규모 발전 설비를 지칭
- 가스켓: 금속이나 그 밖의 재료가 서로 접촉할 경우 접촉면에서 가스나 물이 새지 않도록 끼워 넣는 패킹
- 개질가스: 연료변환기에서 연료전지 셀스택으로 유입되는 유체
- 셀스택: 전기출력을 얻기 위해 직렬로 쌓은 단위전지(단위셀)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	NM	NM	NM	10	17
현금성자산	NM	NM	NM	0	1
매출채권및기타채권	NM	NM	NM	8	13
재고자산	NM	NM	NM	2	3
비유동자산	NM	NM	NM	0	1
투자자산	NM	NM	NM	0	0
유형자산	NM	NM	NM	0	0
무형자산	NM	NM	NM	0	0
자산총계	NM	NM	NM	11	18
유동부채	NM	NM	NM	7	10
매입채무및기타채무	NM	NM	NM	5	7
단기차입금및단기사채	NM	NM	NM	2	2
유동성장기부채	NM	NM	NM	0	1
비유동부채	NM	NM	NM	0	1
사채	NM	NM	NM	0	0
장기차입금및금융부채	NM	NM	NM	0	1
부채총계	NM	NM	NM	7	12
자본금	NM	NM	NM	1	1
자본잉여금	NM	NM	NM	0	0
기타자본	NM	NM	NM	0	0
이익잉여금	NM	NM	NM	2	5
자본총계	NM	NM	NM	3	6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동현금흐름	NM	NM	NM	(0)	(1)
당기순이익	NM	NM	NM	1	3
유형자산감가상각비	NM	NM	NM	0	0
무형자산상각비	NM	NM	NM	0	0
자산부채변동	NM	NM	NM	(2)	(4)
기타	NM	NM	NM	1	0
투자활동현금흐름	NM	NM	NM	(0)	(0)
유형자산투자	NM	NM	NM	(0)	(0)
유형자산매각	NM	NM	NM	0	0
투자자산순증	NM	NM	NM	0	(0)
무형자산순증	NM	NM	NM	0	0
기타	NM	NM	NM	0	0
재무활동현금흐름	NM	NM	NM	1	2
자본의증가	NM	NM	NM	0	0
차입금의순증	NM	NM	NM	0	2
배당금지급	NM	NM	NM	0	0
기타	NM	NM	NM	1	0
기타현금흐름	NM	NM	NM	0	0
현금의증가	NM	NM	NM	0	1

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

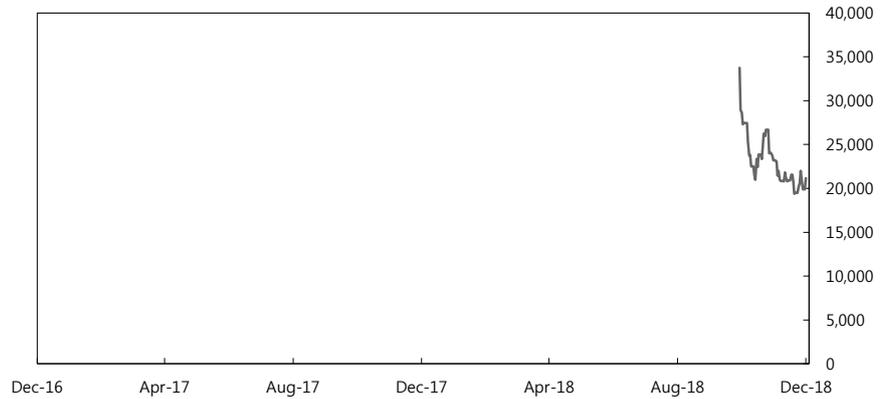
	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	NM	NM	NM	10	20
매출원가	NM	NM	NM	6	14
매출총이익	NM	NM	NM	4	7
판매관리비	NM	NM	NM	3	3
영업이익	NM	NM	NM	1	3
금융수익	NM	NM	NM	0	0
이자수익	NM	NM	NM	0	0
금융비용	NM	NM	NM	0	0
이자비용	NM	NM	NM	0	0
기타영업외손익	NM	NM	NM	(0)	(0)
관계기업관련손익	NM	NM	NM	0	0
세전계속사업이익	NM	NM	NM	1	3
법인세비용	NM	NM	NM	0	0
당기순이익	NM	NM	NM	1	3
기타포괄이익	NM	NM	NM	0	0
총포괄이익	NM	NM	NM	1	3
EBITDA	NM	NM	NM	1	3

주요투자지표

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	NM	313	678
BPS	NM	NM	NM	792	1,470
DPS	NM	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	NM	NM	NM	102.1
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM	152.5
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	163.4
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	116.5
EBITDA증가율	NM	NM	NM	NM	138.8
수익성(%)					
영업이익률	NM	NM	NM	12.9	16.2
순이익률	NM	NM	NM	10.5	13.7
EBITDA Margin	NM	NM	NM	14.3	16.9
ROA	NM	NM	NM	10.1	19.7
ROE	NM	NM	NM	32.5	60.0
배당수익률	NM	NM	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	NM	NM	NM	2	3
차입금/자본총계비율(%)	NM	NM	NM	52.4	64.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	63.6	29.4
PBR	NM	NM	NM	25.1	13.5
EV/EBITDA	NM	NM	NM	80.8	34.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
에스퓨얼셀 (288620)	2018.12.17	NR	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 17일 현재 에스퓨얼셀 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 에스퓨얼셀 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.