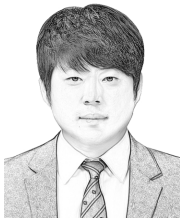


SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	29 억원
발행주식수	574 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,373 억원
주요주주	
에스에너지(외2)	52.00%

외국인지분률	1.50%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(20/02/27)	20,950 원
KOSDAQ	638.17 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	31,100 원
52주 최저가	14,350 원
60일 평균 거래대금	23 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

에스퓨얼셀 (288620/KQ | Not Rated)

수소경제 활성화의 원년, 건물용 연료전지 도입 증가 기대

- 건물용/가정용 등으로 주로 활용되는 PEMFC 전문 기업
- 본격적으로 시장에 진입한 2015 년 이후 매년 높은 매출 성장률 기록
- 수소경제 로드맵, 건물용 연료전지 시장 2018 년 7MW→2022 년 50MW 전망
- 공공기관 중심 친환경에너지 도입 의무 강화도 동사에게는 긍정적
- 소형 경량화 가능한 PEMFC, 수소모빌리티/휴대용 등 다양한 산업 확대 적용도 가능

국내 건물용 연료전지 대표기업

에스퓨얼셀은 건물용/가정용 등으로 주로 활용되는 PEMFC(고체고분자형 연료전지) 전문 기업이다. 2014 년 GS칼텍스 연구소로부터 연료전지 연구개발인력들의 Spin-off 형태로 분리 설립되었으며, PEMFC 핵심 기술 독자개발에 성공하였다. 본격적으로 PEMFC 시장에 진입한 2015 년부터 2018 년까지 매년 2 배에 가까운 매출 성장률 (CAGR 약 92%, 2015~2018 기준)을 기록한 바 있다. 수소경제 활성화 로드맵이 2019 년 1 월 발표되었지만 예산 편성 및 실무 부서/세부 추진 계획 수립 등에 걸리는 시간을 감안한다면, 2020 년이 수소산업 성장의 원년이 될 것으로 판단함에 따라 2020 년부터는 높은 성장률을 이어갈 것으로 예상된다.

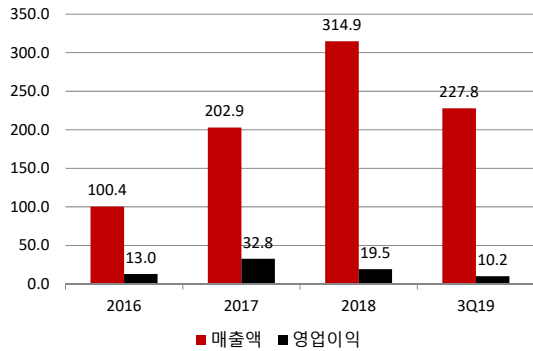
성장성+확장성 높은 PEMFC

2019 년 1 월 발표된 수소경제 활성화 로드맵에 따르면 2018 년 기준 약 7MW 수준에 불과한 가정용/건물용 연료전지 보급량을 2022 년까지 50MW, 2040 년까지 2,100MW로 확대할 계획이다. 저소음/저공해 등 친환경적 요소와 함께 효율적인 분산발전 등의 이점이 있는 연료전지의 특성상 건물용 연료전지의 도입은 크게 증가할 가능성이 높다는 판단이다. 특히 공공기관은 친환경에너지 도입 의무가 점점 강화될 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. PEMFC는 비교적 작동온도가 낮고, 발전 효율이 높으며, 소형 경량화가 가능하다는 점에서 가정용/건물용은 물론 이동용/수송용으로 많이 사용된다. 현재 수소연료전지차에 적용된 연료전지도 PEMFC 타입이 일반적이다. 이에 최근 관심을 받고 있는 수소 드론을 비롯한 수소모빌리티, 휴대용 연료전지 등으로의 확대 적용도 충분히 가능하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

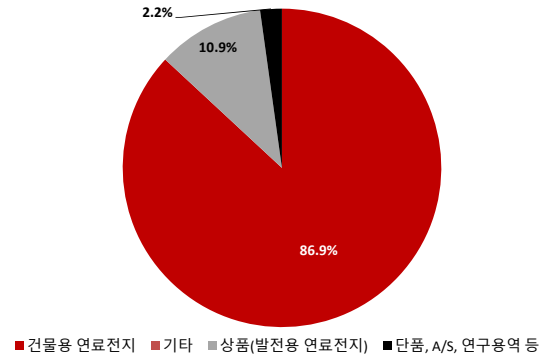
구분	단위	2017	2018
매출액	억원	203	315
yoy	%		55.2
영업이익	억원	33	19
yoy	%		-40.7
EBITDA	억원	34	20
세전이익	억원	32	18
순이익(지배주주)	억원	28	15
영업이익률%	%	16.2	6.2
EBITDA%	%	16.9	6.5
순이익률	%	13.7	4.7
EPS	원	678	316
PER	배		97.2
PBR	배		5.9
EV/EBITDA	배	1.0	76.3
ROE	%		8.2
순차입금	억원	33	-202
부채비율	%	195.2	87.2

에스퓨얼셀 실적 추이



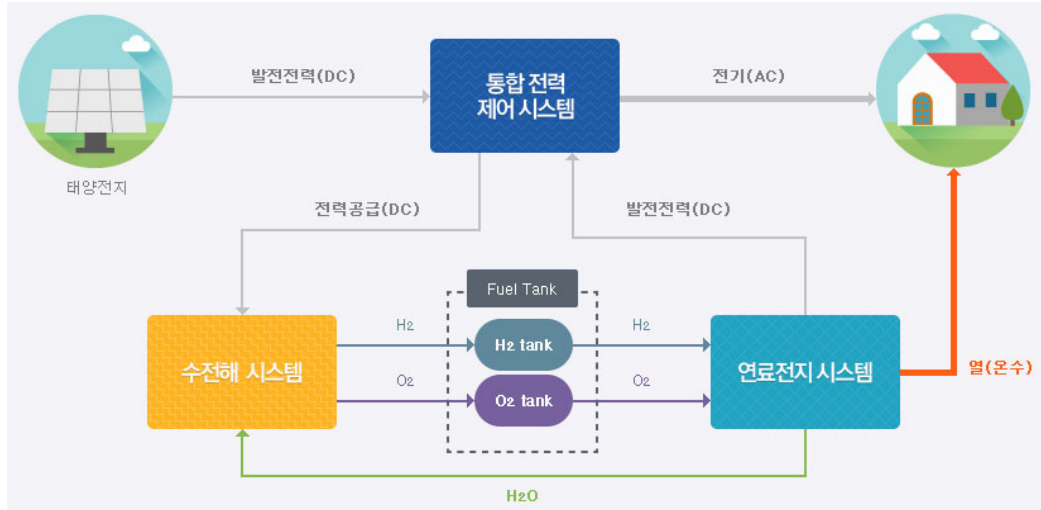
자료 : 에스퓨얼셀 SK 증권

주요 품목별 매출비중(3Q19 기준)



자료 : 에스퓨얼셀 SK 증권

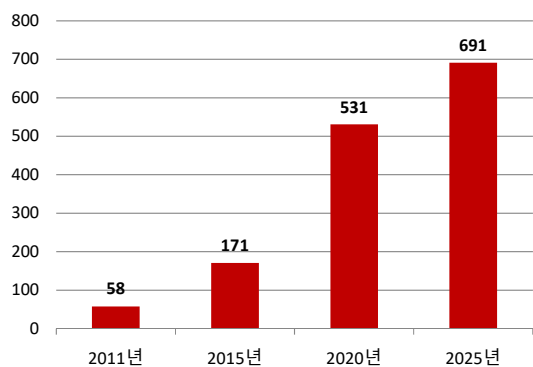
에스에너지 프리 에너지 플레닛(Free Energy Planet) 구성도



자료 : 에스에너지 SK 증권

국내 연료전지 보급량 전망

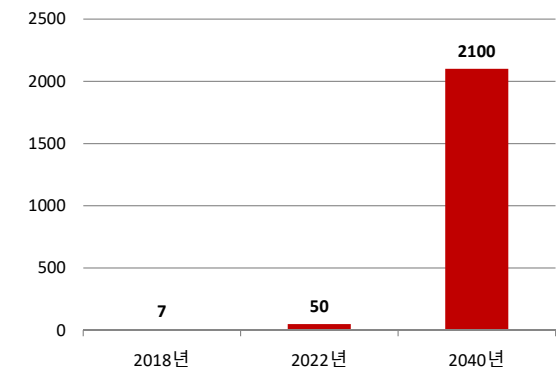
(단위: MW)



자료 : 산업통상자원부, 한국에너지공단, SK 증권

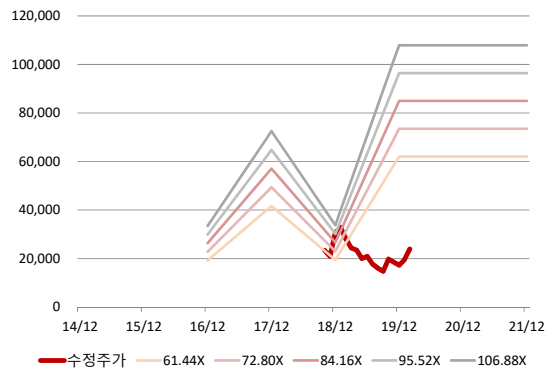
가정/건물용 연료전지 보급 계획

(단위: MW)



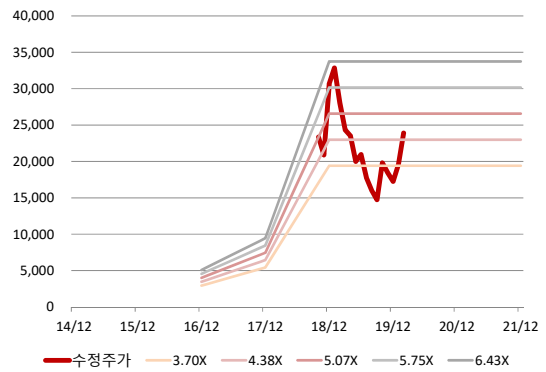
자료 : 수소경제 활성화 로드맵, 국회예산정책처, SK 증권

에스퓨얼셀 P/E Band Chart



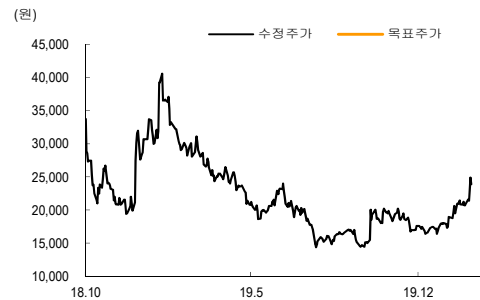
자료 : Quantwise, SK 증권

에스퓨얼셀 P/B Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2020.02.28	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 2 월 25 일 기준)

매수	85.92%	중립	14.08%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018
유동자산	172	545
현금및현금성자산	6	116
매출채권및기타채권	127	199
재고자산	35	62
비유동자산	7	19
장기금융자산	2	6
유형자산	3	2
무형자산	0	
자산총계	178	564
유동부채	105	257
단기금융부채	28	40
매입채무 및 기타채무	64	208
단기충당부채		
비유동부채	13	6
장기금융부채	11	3
장기매입채무 및 기타채무	1	1
장기충당부채	1	2
부채총계	118	263
지배주주지분	60	301
자본금	10	29
자본잉여금	3	205
기타자본구성요소		6
자기주식		
이익잉여금	47	62
비지배주주지분		
자본총계	60	301
부채외자본총계	178	564

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018
영업활동현금흐름	-13	19
당기순이익(손실)	28	15
비현금성항목등	8	11
유형자산감가상각비	1	1
무형자산감가상각비	0	0
기타	6	10
운전자본감소(증가)	-44	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-50	-72
재고자산감소(증가)	-15	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	137
기타	-94	-182
법인세납부	-3	-6
투자활동현금흐름	-3	-134
금융자산감소(증가)	-2	-133
유형자산감소(증가)	-2	-1
무형자산감소(증가)		
기타	2	0
재무활동현금흐름	22	225
단기금융부채증가(감소)		
장기금융부채증가(감소)	22	4
자본의증가(감소)		220
배당금의 지급		
기타		
현금의 증가(감소)	6	109
기초현금	1	6
기말현금	6	116
FCF	-63	22

자료 : 에스퓨얼셀 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018
매출액	203	315
매출원가	135	242
매출총이익	68	73
매출총이익률 (%)	33.3	23.1
판매비와관리비	35	53
영업이익	33	19
영업이익률 (%)	16.2	6.2
비영업손익	0	-2
순금융비용	1	1
외환관련손익	1	0
관계기업투자등 관련손익		
세전계속사업이익	32	18
세전계속사업이익률 (%)	15.9	5.6
계속사업법인세	4	3
계속사업이익	28	15
중단사업이익		
*법인세효과		
당기순이익	28	15
순이익률 (%)	13.7	4.7
지배주주	28	15
지배주주귀속 순이익률(%)	13.74	4.72
비지배주주		
총포괄이익	28	15
지배주주	28	15
비지배주주		
EBITDA	34	20

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018
성장성 (%)		
매출액		55.2
영업이익		-40.7
세전계속사업이익		-45.6
EBITDA		-40.3
EPS(계속사업)		-53.5
수익성 (%)		
ROE		8.2
ROA		4.0
EBITDA마진	16.9	6.5
안정성 (%)		
유동비율	164.1	212.0
부채비율	195.2	87.2
순차입금/자기자본	54.1	-66.9
EBITDA/이자비용(배)	26.1	10.5
주당지표 (원)		
EPS(계속사업)	678	316
BPS	1,470	5,246
CFPS	715	337
주당 현금배당금		50
Valuation지표 (배)		
PER(최고)		106.9
PER(최저)		61.4
PBR(최고)		6.4
PBR(최저)		3.7
PCR		91.0
EV/EBITDA(최고)	1.0	84.9
EV/EBITDA(최저)	1.0	44.6