SK COMPANY Analysis

SK securities

에스퓨얼셀 (288620/KQ | Not Rated)

도심 에너지 자립의 핵심 키워드

- 국내 건물용 연료전지 선두기업, 태양광 발전 전문업체 에스에너지가 최대주주
- 우리나라 건물용 연료전지 2020 년 11MW 보급, 2040 년 2,100MW 가 목표
- 지자체별 에너지 자립+비상발전 연료전지 대체+분산에너지 활성화 법안 수혜 예상
- 모회사와 더불어 그린수소 밸류체인 확보, 태양광 발전을 통한 그린수소 생산 가능
- P2G 비즈니스모델 선점 효과 기대, 도심형 그린수소 플랫폼 설계/구축 가능할 것

건물용 연료전지 선두주자

에스퓨얼셀은 PEMFC 를 기반으로 하는 건물용 연료전지 분야 선두 기업이다. MW 단위의 대규모 발전 분야와는 달리 1kW 에서 50kW 수준의 중소형 연료전지를 주로 다룬다. 정부는 2018 년 7MW 수준이었던 국내 가정용/건물용 연료전지 시장을 2022 년 50MW, 2040 년 2,100MW 수준까지 확대한다는 계획(수소경제 활성화 로드맵, 2019)을 발표한 바 있다. 하지만 2020 년 기준 국내 건물용 연료전지 보급은 10.9MW 수준에 그친 것으로 나타났는데, 에스퓨얼셀은 이 중 8.7MW 를 설치/관리하고 있는 것으로 파악된다. 가정용/건물용 연료전지의 보급이 더딘 가장 큰 원인은 결국 경제성이다. 현 수준의 전기 요금에 비하면 연료전지 활용 효율이 열위에 있는 것인데, 전기 요금 및 가스 요금의 현실적 조정이 이어진다면 가정용/건물용 연료전지 시장이 맞이하게 될 그리드패리티(Grid Parity) 속도는 더욱 빨라질 것으로 판단된다. 더불어 우리나라 지자체별 에너지 자립계획, 비상발전 시장의 친환경화, 분산에너지 활성화 법안 등의 수혜가 이어질 가능성도 높다.

그린수소를 현실화하는 SE Group

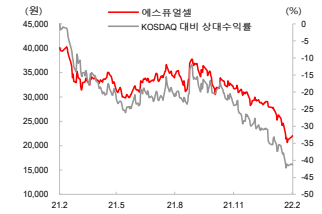
그린수소의 생산/활용이 점점 중요해지면서 국내 대기업들도 그린수소 밸류체인 확보에 적극적으로 나서는 상황이다. 하지만 에스퓨얼셀은 모회사 에스에너지(지분율 30.96%)와의 시너지를 통해 그린수소 플랫폼을 이미 확보하고 있다는 판단이다. 에스에너지가 태양광 발전을 통해 생산한 전력을 수전해를 거쳐 수소로 저장하고, 에스퓨얼셀의 연료전지를 통해 활용하는 형태다. P2G 비즈니스모델의 선점 효과가 기대된다.

Analyst
나승두
nsdoo@sks.co.kr
02-3773-8891

Company Data	
자본금	34 억원
발행주식수	687 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,516 억원
주요주주	
에스에너지(외7)	39.90%
외국인지분률	7.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data	
주가(22/02/15)	22,950 원
KOSDAQ	839.92 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	40,300 원
52주 최저가	20,650 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.4%	-9.0%
6개월	-36.3%	-26.0%
12개월	-45.0%	-41.3%

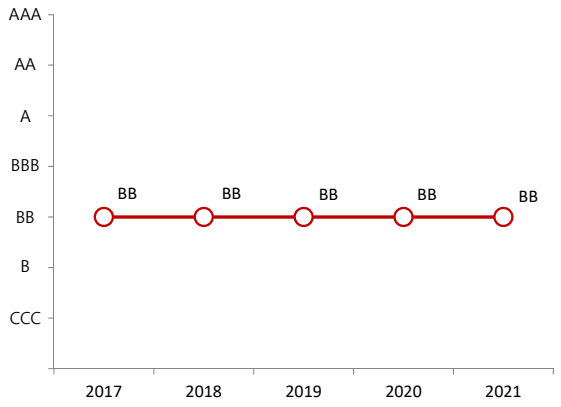
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020
매출액	억원	203	315	380	470
yoy	%		55.2	20.5	23.8
영업이익	억원	33	19	22	21
yoy	%		-40.7	12.0	-2.4
EBITDA	억원	34	20	25	25
세전이익	억원	32	18	16	16
순이익(지배주주)	억원	28	15	15	16
영업이익률%	%	16.2	6.2	5.7	4.5
EBITDA%	%	16.9	6.5	6.5	5.4
순이익률	%	13.7	4.7	3.9	3.4
EPS	원	661	308	252	268
PER	배		97.2	66.6	139.3
PBR	배		5.9	3.1	3.8
EV/EBITDA	배	1.0	76.3	41.9	84.7
ROE	%		8.2	4.8	3.3
순차입금	억원	33	-202	38	-287
부채비율	%	195.2	87.2	118.0	78.0

Analyst 나승두 nsdoo@sks.co.kr / 02-3773-8891

ESG 하이라이트

에스퓨얼셀 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
에스퓨얼셀 종합 등급	**BB**	N.A	N.A
환경(Environment)	10.37	N.A	N.A
사회(Social)	43.12	N.A	N.A
지배구조(Governance)	36.06	N.A	N.A
<비교업체 종합 등급>			
효성중공업	A	N.A	57.44
SK	BBB	B	33.88
상아프론테크	BB	N.A	N.A
일진다이아	BB	N.A	N.A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 에스퓨얼셀 ESG 평가

대표적인 친환경 비즈니스 모델을 보유한 에스에너지와 에스퓨얼셀은 계열사간 시너지를 통해 친환경 플랫폼 구축을 위한 준비를 하고 있다. 특히 건물/가정 등 소규모 단위의 분산된 친환경 에너지 활용을 위한 밸류체인을 구축했다.

자료: SK 증권

에스퓨얼셀 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N.A	N.A	N.A	N.A

자료: KRX, SK 증권

에스퓨얼셀 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.04.07.	지배구조(Governance)	SE 그룹, 자회사 에스에너지와 에스퓨얼셀 ESG 경영 위한 전문 감사 임원 선임

자료: 주요 언론사, SK 증권

가정용/건물용 연료전지도 역할이 있다

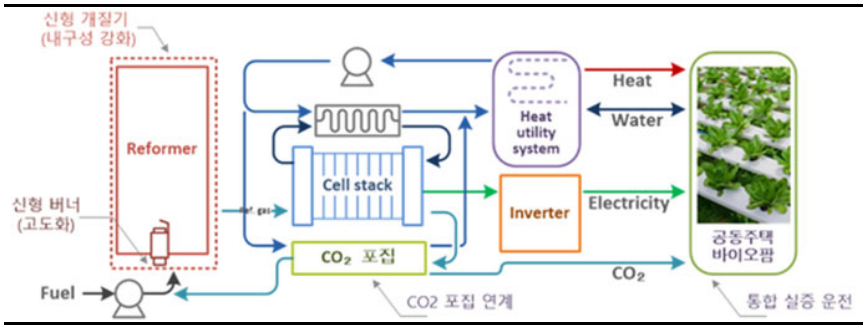
가정용/건물용 연료전지의 핵심은 경제성, 현재 400kWh 초과 전기 사용할 경우 연료전지가 더 경제성 있음

우리나라는 세계적으로 가장 많은 숫자의 수소연료전지 차량을 생산/판매한 국가이자, 가장 큰 규모의 발전용 연료전지 시장을 보유한 국가다. 하지만 이에 비해 가정용/건물용 연료전지 시장은 상대적으로 확산이 더딘 것이 사실이다. 정부는 2019 년 수소경제 활성화 로드맵을 발표하면서 2022 년까지 50MW, 2040 년가지 2,100MW 의 가정용/건물용 연료전지를 보급하겠다는 계획을 밝힌 바 있지만 현실적인 벽에 부딪힌 상태다. 핵심은 가정용/건물용 연료전지를 가동했을 때의 경제성인데, 지난해 산업통상자원부에서 파악한 바에 따르면 전기를 400kWh 이하로 사용할 경우에는 경제성이 열위에 있고, 400kWh 초과 사용할 경우부터 경제성이 있는 것으로 나타났다. 연료전지 전용 가스 요금이 신설되어 활용되고 있지만, 보다 현실적인 조정이 추가로 필요해 보인다.

① 지자체별 에너지 자립
② 비상발전기 연료전지 대체
③ 분산에너지 활성화 법안 등이 건물용 연료전지 시장 자극할 것

하지만 앞으로의 가정용/건물용 연료전지 시장은 더욱 빠르게 확대될 가능성이 크다는 판단이다. 첫째, 지자체별 에너지 자립계획, 둘째, 비상발전 시장의 친환경화, 셋째, 분산에너지 활성화 법안 등의 수혜가 예상되기 때문이다. 우리나라 지방자치단체들은 각각 에너지 자립 및 친환경 에너지 비율을 높이기 위한 정책들을 시행하고 있다. 서울의 경우 2025 년까지 에너지 자립률 24%를 목표로 내세웠는데, 이를 달성하기 위해서는 연료전지의 역할이 더욱 커질 전망이다. 또 비상발전 시장의 친환경화도 진행 중이다. 경유를 원료로 하는 비상발전기를 연료전지로 대체하고자 하는 움직임인데, 일본의 경우 재난에 대응하는 분산 발전 시스템으로 이미 수소 연료전지를 채택하여 보급을 확대하고 있음을 확인할 수 있다. 마지막으로 현재 국회에서 논의 중인 분산에너지 활성화 특별법도 기대해 볼만 하다. 가장 대표적인 분산 에너지 발전 수단이자, 공해/소음 없이 도심지 발전도 가능한 거의 유일한 수단으로 수소 연료전지가 거론되기 때문이다. 이 경우 도심지 분산 발전 경험이 풍부한 기업을 중심으로 수혜가 집중될 가능성이 크기 때문에 에스퓨얼셀의 최대 수혜가 예상된다.

에스퓨얼셀 블루수소 연료전지 개념도

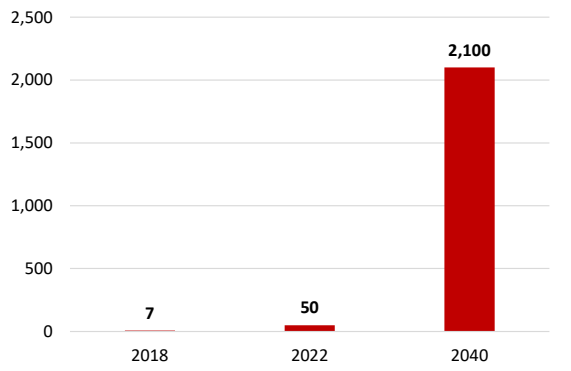


자료: 에스퓨얼셀, SK 증권

Analyst 나승두 nsdoo@sks.co.kr / 02-3773-8891

우리나라 가정용/건물용 연료전지 보급 계획

(단위: MW)



자료: 산업통상자원부(수소경제 활성화 로드맵 2019), SK 증권

주택용(1kW) 설비운전 경제성 비교('21.10.)

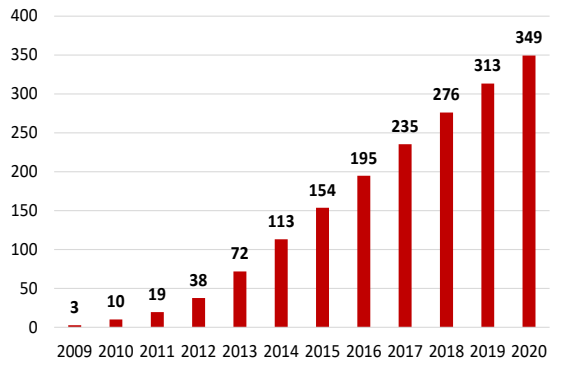
(단위: 원/kWh)

누진제 구간	전력요금	연료전지 가스요금	경제성 여부
200kWh 이하	88.3	153	없음
201~400kWh	182.9	153	운영상황에 따라 유동적
400kWh 초과	275.6	153	있음

자료: 산업통상자원부, SK 증권 / 주: 연료전지용 LNG 평균요금 환산 금액

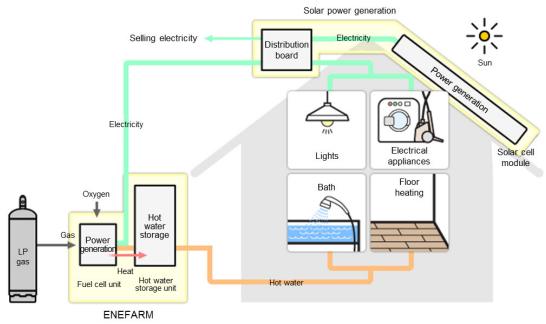
일본 에네팜 누적 보급 대수 추이

(단위: 천기)



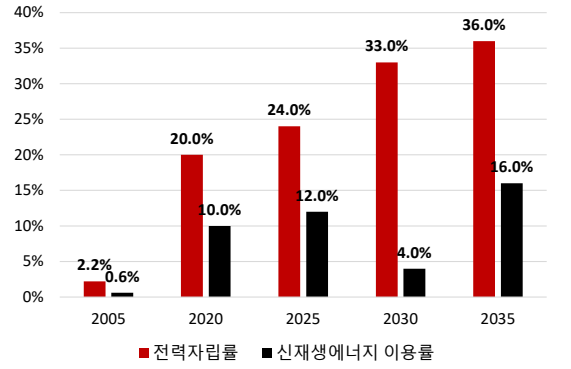
자료: 일본 경제산업성, SK 증권

일본 에네팜(ENE-FARM) 구조도



자료: 이토추에넥스, SK 증권

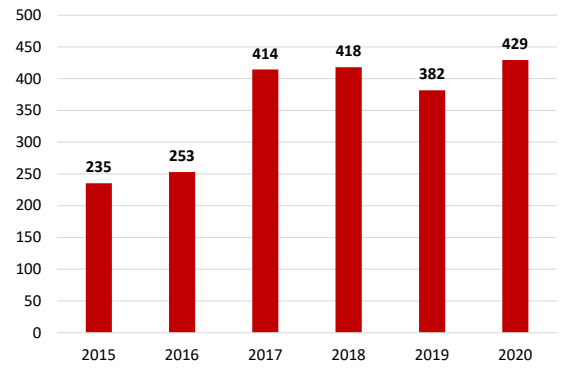
서울시 지역에너지 계획 2035



자료: 서울특별시(지역에너지계획 2015), SK 증권

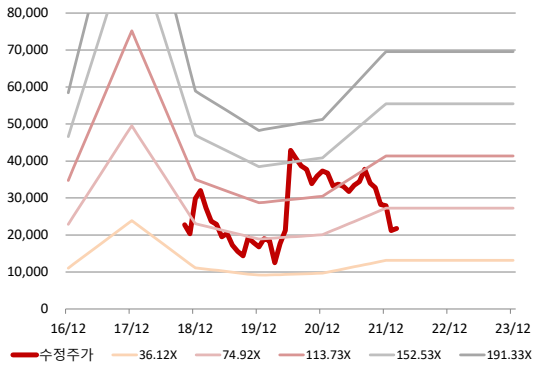
서울시 신재생에너지 발전현황 추이

(단위: GWh)



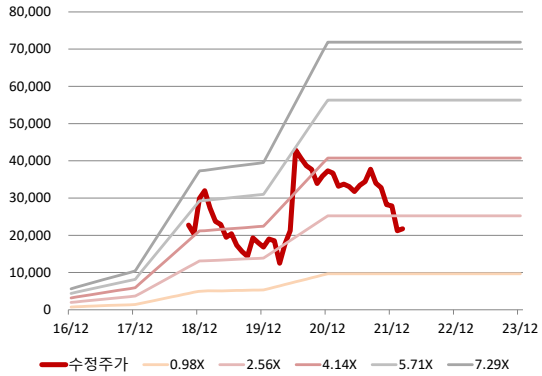
자료: 서울특별시, SK 증권 / 주: 태양,바이오매스,폐기물,연료전지,소수력 등

에스퓨얼셀 P/E Band Chart



자료: Quantiwise, SK 증권

에스퓨얼셀 P/B Band Chart



자료: Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2022.02.16	Not Rated				
2020.07.09	Not Rated				
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 기관투자가 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 (2022 년 2 월 16 일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%

Analyst 나승두 nsdoo@sks.co.kr / 02-3773-8891

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020
유동자산	172	545	600	991
현금및현금성자산	6	116	103	318
매출채권및기타채권	127	199	272	272
재고자산	35	62	136	196
비유동자산	7	19	97	158
장기금융자산	2	6		
유형자산	3	2	42	117
무형자산	0			1
자산총계	178	564	697	1,148
유동부채	105	257	323	442
단기금융부채	28	40	143	162
매입채무 및 기타채무	64	208	175	256
단기충당부채				
비유동부채	13	6	54	61
장기금융부채	11	3	51	47
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
장기충당부채	1	2	3	6
부채총계	118	263	377	503
지배주주지분	60	301	320	645
자본금	10	29	29	33
자본잉여금	3	205	205	507
기타자본구성요소		6	12	18
자기주식				
이익잉여금	47	62	74	88
비지배주주지분				
자본총계	60	301	320	645
부채와자본총계	178	564	697	1,148

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020
매출액	203	315	380	470
매출원가	135	242	259	329
매출총이익	68	73	120	141
매출총이익률 (%)	33.3	23.1	31.6	30.0
판매비와관리비	35	53	98	120
영업이익	33	19	22	21
영업이익률 (%)	16.2	6.2	5.7	4.5
비영업손익	0	-2	-6	-5
순금융비용	1	1	3	3
외환관련손익	1	0	-2	0
관계기업투자등 관련손익				
세전계속사업이익	32	18	16	16
세전계속사업이익률 (%)	15.9	5.6	4.2	3.5
계속사업법인세	4	3	1	0
계속사업이익	28	15	15	16
중단사업이익				
***법인세효과**				
당기순이익	28	15	15	16
순이익률 (%)	13.7	4.7	3.9	3.4
지배주주	28	15	15	16
지배주주귀속 순이익률(%)	13.74	4.72	3.92	3.36
비지배주주				
총포괄이익	28	15	15	16
지배주주	28	15	15	16
비지배주주				
EBITDA	34	20	25	25

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	-13	19	-197	44
당기순이익(손실)	28	15	15	16
비현금성항목등	8	11	13	27
유형자산감가상각비	1	1	3	4
무형자산상각비	0	0		0
기타	6	10	11	23
운전자본감소(증가)	-44	0	-214	6
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-50	-72	-110	-4
재고자산감소(증가)	-15	-27	-73	-60
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	137	-41	49
기타	-94	-182	-209	14
법인세납부	-3	-6	-9	-1
투자활동현금흐름	-3	-134	40	-160
금융자산감소(증가)	-2	-133	82	-125
유형자산감소(증가)	-2	-1	-39	-26
무형자산감소(증가)				-2
기타	2	0	3	8
재무활동현금흐름	22	225	145	332
단기금융부채증가(감소)				
장기금융부채증가(감소)	22	4	147	6
자본의증가(감소)		220		328
배당금의 지급			3	3
기타				
현금의 증가(감소)	6	109	-13	216
기초현금	1	6	116	103
기말현금	6	116	103	318
FCF	-63	22	-243	13

자료 : 에스퓨얼셀, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020
성장성 (%)				
매출액		55.2	20.5	23.8
영업이익		-40.7	12.0	-2.4
세전계속사업이익		-45.6	-8.9	1.6
EBITDA		-40.3	20.1	3.5
EPS(계속사업)		-53.5	-18.1	6.2
수익성 (%)				
ROE		8.2	4.8	3.3
ROA		4.0	2.4	1.7
EBITDA마진	16.9	6.5	6.5	5.4
안정성 (%)				
유동비율	164.1	212.0	185.7	224.0
부채비율	195.2	87.2	118.0	78.0
순차입금/자기자본	54.1	-66.9	11.9	-44.4
EBITDA/이자비용(배)	26.1	10.5	4.8	4.4
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	661	308	252	268
BPS	1,433	5,115	5,425	9,859
CFPS	697	329	300	339
주당 현금배당금		50	50	100
Valuation지표 (배)				
PER(최고)		106.8	156.8	191.3
PER(최저)		61.4	55.4	36.1
PBR(최고)		6.4	7.3	5.2
PBR(최저)		3.7	2.6	1.0
PCR		91.0	56.1	110.2
EV/EBITDA(최고)	1.0	84.9	96.5	107.6
EV/EBITDA(최저)	1.0	44.6	35.1	11.2