

2020. 7. 15



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

## Not Rated

적정주가 (12개월)	-원
현재주가 (7.14)	46,500 원
상승여력	-
KOSDAQ 시가총액	778.39pt
발행주식수	2,671억원
유동주식비율	574만주
외국인비중	49.20%
52주 최고/최저가	2.49%
평균거래대금	52,600원/9,930원
주요주주(%)	298.4억원
에스에너지 외 2인	46.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	45.3	159.8	125.7
상대주가	39.3	126.5	97.5

### 주가그래프



(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	100.4	13.0	10.6	313		792	0.0	0.0	1.1	32.5	223.5
2017	202.9	32.8	27.9	678	116.6	1,470	0.0	0.0	1.0	60.0	195.2
2018	314.9	19.5	14.9	316	-53.5	5,246	97.3	5.9	76.2	8.2	87.2
2019	379.5	21.8	14.9	259	-18.0	5,565	66.7	3.1	41.8	4.8	118.0
2020E	559.6	54.3	42.1	734	183.5	6,251	63.4	7.4	49.1	12.4	115.8

# 에스퓨얼셀 288620

## 그린 뉴딜: 수소 로드맵 달성을 위한 큰 걸음

- ✓ '14년 GS칼텍스 연료전지 사업부에서 분사한 연료전지 전문기업
- ✓ 매출 구성('19): 건물용 86.5%, 발전용 10.5%, 기타 3.0%
- ✓ 연간 생산능력 5MW + 2.5MW(4Q20) = 7.5GW로 증설
- ✓ 수소법과 그린 뉴딜 발표로 수소 로드맵 이행에 따른 실적 성장 수혜
- ✓ 중국업체와 JV로 중국 연료전지 시장 진출

### 연료전지 시스템 전문기업

'14년 GS칼텍스 연료전지 사업부에서 분사하여 설립된 연료전지 전문기업이다. 매출액 구성('19년)은 건물용 86.5%, 발전용 10.5%, 기타 3.0% 순이다. 건물용 연료전지는 PEMFC타입으로 핵심부품인 '연료전지스택'과 '수소추출기'의 기술을 확보하고 있다. 연간 생산능력은 5MW에서 4Q20 7.5MW로 증설이 예상된다.

### 정부 정책 수혜: 로드맵 → 수소법 → 그린 뉴딜

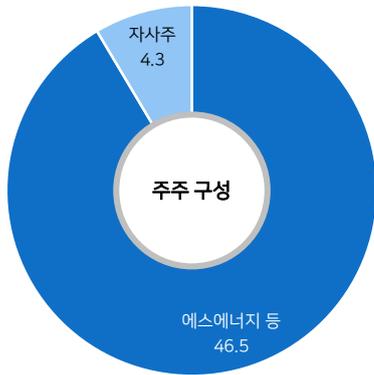
신재생에너지 산업은 자생적인 자립화가 어려워 정부의 정책적 지원이 필요하다. '19년 1월 『수소경제 활성화 로드맵』, '20년 2월 『수소경제 육성 및 수소 안전 관리에 관한 법률』 (이하 수소법), '20년 7월 『한국판 뉴딜』의 추진과제 '그린 뉴딜' 발표로 신재생에너지 산업의 수혜가 예상된다. 수소 로드맵 상 연료전지 구축은 '22년까지 발전용 1.5GW('19년 397MW), 건물용 50MW('19년 11MW)로 구축할 계획이다. 연내 『수소법』의 시행령과 시행규칙 등 하위법령의 마련과 신재생에너지 공급 의무비율, 발전사업자 의무 발전량 확대로 수소 로드맵 이행이 예상된다.

### JV를 통한 중국 연료전지 시장 진출

'19년 6월 중국의 '대련화성과일신에너지유한공사'와 JV 설립으로 중국 연료전지 시장에 진출했다. COVID19 영향으로 중국내 생산 공장 구축은 지연 중이나 1Q20 연료전지 시스템을 수출했다. '연료전지스택'과 '수소추출기'는 국내에서 제조, BOP(주변보조기기) 및 기타 부품은 중국 현지에서 조달하여 연료전지 시스템 구축 사업을 진행할 계획이다.

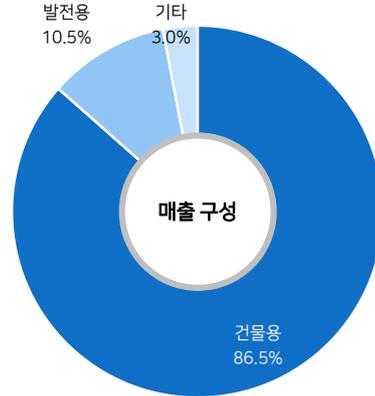
정부의 육성전략 및 지원 정책과 해외 시장 진출을 통해 지속적인 실적 성장을 예상된다.

그림1 주주 구성(2019)



자료: 에스퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출 구성(2019)



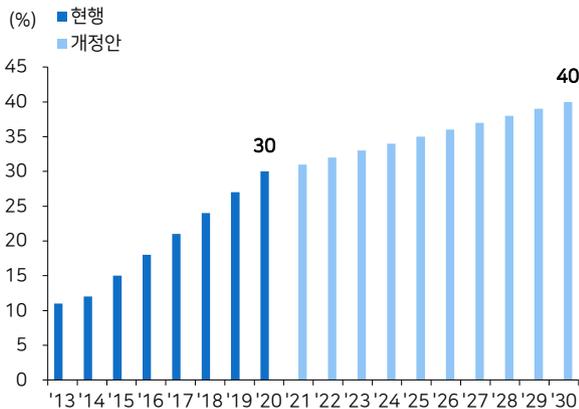
자료: 에스퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표1 수소경제 활성화 로드맵('19.1)

		2018		2022		2040
모빌리티	수소차	1800대		8.1만대		620만대
	승용차	1800대	핵심부품 국산화	7.9만대	전기차 가격수준	590만대
	버스	2대		2만대		6만대
	택시		10대 시범사업			12만대
	트럭		5톤 트럭 출시		핵심부품 국산화	12만대
	수소충전소	14개		310개		1200개
에너지(연료전지)	발전용	307MW	전용 LNG 요금 신설	1.5GW	발전단가 50%	15GW
	가정·건물용	7MW	설치비 1700만원/kW	50MW	설치비 60만원/kW	2.1GW
수소생산	연간공급량	13만t		47만t		526만t
수소가격	(원/kg)			6000원		3000원

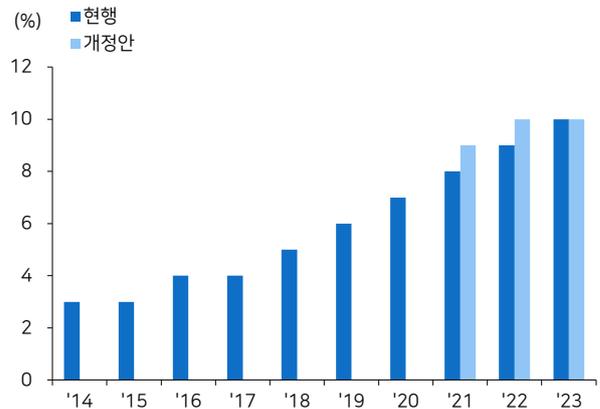
자료: 관계부처, 메리츠증권 리서치센터

그림3 공공건물 신재생에너지 공급의무 비율



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 발전사업자 신재생에너지 의무 공급량(RPS)



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

## 에스퓨얼셀 (288620)

## Income Statement

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>100.4</b>	<b>202.9</b>	<b>314.9</b>	<b>379.5</b>	<b>559.6</b>
매출액증가율 (%)		102.1	55.2	20.5	47.4
매출원가	60.3	135.5	242.1	259.5	363.7
매출총이익	40.1	67.5	72.8	120.1	195.8
판매관리비	27.1	34.7	53.3	98.3	141.5
<b>영업이익</b>	<b>13.0</b>	<b>32.8</b>	<b>19.5</b>	<b>21.8</b>	<b>54.3</b>
영업이익률	12.9	16.2	6.2	5.7	9.7
금융손익	-0.5	-0.4	-1.9	-4.7	-6.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.1	0.0	-1.0	0.0
세전계속사업이익	12.3	32.3	17.6	16.0	47.9
법인세비용	1.7	4.4	2.7	1.2	5.7
<b>당기순이익</b>	<b>10.6</b>	<b>27.9</b>	<b>14.9</b>	<b>14.9</b>	<b>42.1</b>
지배주주지분 순이익	10.6	27.9	14.9	14.9	42.1

## Balance Sheet

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>유동자산</b>	<b>100.7</b>	<b>171.7</b>	<b>545.2</b>	<b>600.2</b>	<b>673.6</b>
현금및현금성자산	0.6	6.5	115.6	102.7	47.9
매출채권	76.4	126.4	198.6	271.7	353.2
재고자산	20.0	35.0	62.1	135.6	162.7
비유동자산	4.7	6.8	19.0	96.7	101.2
유형자산	3.3	2.5	2.3	42.2	44.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	1.1	3.5	7.2	4.2	6.2
<b>자산총계</b>	<b>105.3</b>	<b>178.5</b>	<b>564.3</b>	<b>696.8</b>	<b>774.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>71.3</b>	<b>104.6</b>	<b>257.2</b>	<b>323.1</b>	<b>360.2</b>
매입채무	39.4	54.5	187.8	146.3	182.9
단기차입금	17.1	19.8	32.0	135.7	135.7
유동성장기부채	0.0	8.0	8.0	6.7	0.0
비유동부채	1.5	13.4	5.7	54.0	55.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	11.3	3.3	50.2	50.2
<b>부채총계</b>	<b>72.8</b>	<b>118.0</b>	<b>262.9</b>	<b>377.2</b>	<b>415.8</b>
<b>자본금</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>28.7</b>	<b>28.7</b>	<b>28.7</b>
자본잉여금	2.7	2.7	204.6	204.6	204.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19.6	47.5	62.4	74.5	113.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>32.6</b>	<b>60.5</b>	<b>301.4</b>	<b>319.7</b>	<b>359.1</b>

## Statement of Cash Flow

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-3.4</b>	<b>-13.2</b>	<b>18.5</b>	<b>-197.4</b>	<b>-23.9</b>
당기순이익(손실)	10.6	27.9	14.9	14.9	42.1
유형자산상각비	1.4	1.5	1.0	2.8	1.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-17.3	-44.4	0.1	-212.6	-67.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-133.9</b>	<b>39.9</b>	<b>-21.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1.5	-1.9	-0.8	-39.4	-4.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-2.5	-3.7	3.1	-2.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.1</b>	<b>22.1</b>	<b>224.5</b>	<b>144.6</b>	<b>-9.0</b>
차입금의 증감	17.1	22.1	4.2	150.7	-6.3
자본의 증가	13.0	0.0	220.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.6	5.8	109.1	-12.9	-54.8
기초현금	0.0	0.6	6.5	115.6	102.7
기말현금	0.6	6.5	115.6	102.7	47.9

## Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	2,969	4,936	6,683	6,607	9,741
EPS(지배주주)	313	678	316	259	734
CFPS	430	863	559	470	971
EBITDAPS	425	834	434	428	971
BPS	792	1,470	5,246	5,565	6,251
DPS	0	0	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	0.0	97.3	66.7	63.4
PCR	0.0	0.0	55.0	36.7	47.9
PSR	0.0	0.0	4.6	2.6	4.8
PBR	0.0	0.0	5.9	3.1	7.4
EBITDA	14.4	34.3	20.5	24.6	55.8
EV/EBITDA	1.1	1.0	76.2	41.8	49.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	32.5	60.0	8.2	4.8	12.4
EBITDA 이익률	14.3	16.9	6.5	6.5	10.0
부채비율	223.5	195.2	87.2	118.0	115.8
금융비용부담률	0.7	0.6	0.6	1.3	1.5
이자보상배율(x)	19.6	25.0	10.0	4.3	6.6
매출채권회전율(x)	1.3	2.0	1.9	1.6	1.8
재고자산회전율(x)	5.0	7.4	6.5	3.8	3.8

### 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.