

에스퓨얼셀(288620)

Not Rated

연료전지로 맞이하는 수소경제

수소 연료전지 전문업체

에스퓨얼셀은 수소 연료전지 시스템 제조 및 판매 전문업체이다. 수소 연료전지는 수소와 산소의 전기화학적 반응을 통해 전기를 생산하는 설비이다. 건물용 연료전지는 자체 제작하고 있으며, 발전용 연료전지는 일본 후지전기의 제품을 국내에 독점 유통하고 있다. 2018년 건물용 및 발전용의 매출액 비중은 각각 55.8%, 42.4%이다. 2019년 1분기 매출액 57억원(+2.6% YoY), 영업이익 5억원(-31.2% YoY, 영업이익률 9.0%)이다. 발전용 연료전지의 매출이 부재하여 건물용 연료전지 매출액 56억원(+83.8% YoY)만 실적에 반영되었고, 지급수수료, 주식보상비 등 판관비 증가로 인해 영업이익은 감소했다.

차별화된 기술력, 프로젝트 수주로 이어질 전망

에스퓨얼셀은 2013년 한국가스안전공사의 제품인증을 획득했으며, 2014년 건물용 연료전지로는 국내 최초로 한국에너지관리공단의 설비 인증을, 2016년 국내 연료전지로는 최초로 KS 인증을 받았다. 차별화된 기술력을 바탕으로 최근 연료전지 프로젝트 수주가 이어지고 있다. 지난 1월 지스퀘어 개발사업(32억원), 3월 제주 드림타워 신축공사(27억원), 5월 KT 송파지사 개발사업(21억원)을 수주했다. 5월 15일 기준 건물용 및 발전용 연료전지의 수주 잔고는 각각 64억원, 36억원이다. 2019년에는 수익성 높은 건물용 연료전지 시스템의 판매 호조가 원가율 개선으로 이어질 것으로 예상되어, 지난해 훼손된 이익률이 개선될 전망이다.

수소경제 개막, 우호적인 시장 환경 지속될 전망

국내 연료전지 시장은 초기 단계로서, 설비용량이 2018년 345MW(+36.9% YoY), 2019년 5월 37.3만kW(+27.0% YoY)를 기록하는 등 큰 폭으로 성장하고 있다. 지난 5월 주택건물용 연료전지 보급 확대 방안이 발표되는 등 올해 1월 정부의 수소경제 활성화 로드맵 발표 이후 우호적인 환경이 지속될 전망이다. 이에 더해 에스퓨얼셀은 2019년 7월 중국의 가스제조설비 기업과 합자회사를 설립하고 하반기부터 중국 건물용 연료전지 시장에 진출할 계획이다. 판매량이 확보된다면 원가절감과 수익성 개선으로 이어질 것으로 예상된다.

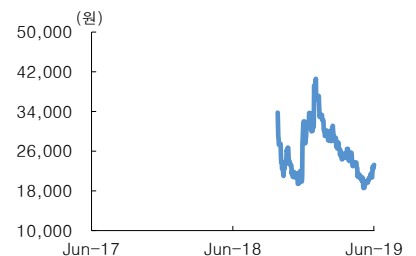
Stock Data

KOSPI(6/21)	2,126
주가(6/21)	23,250
시가총액(십억원)	134
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저(원)	40,600/18,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,315
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.7/0.5
주요주주(%)	에스에너지 외 2 인 55.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.7	(27.3)	-
KOSDAQ 대비(%p)	13.0	(34.6)	-

주가추이



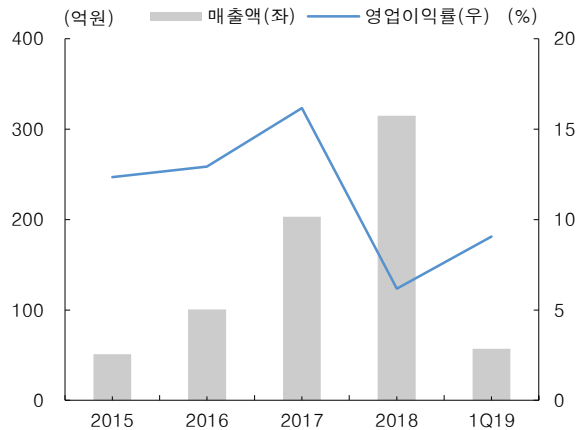
자료: FnGuide

윤철환

chyoon@truefriend.com

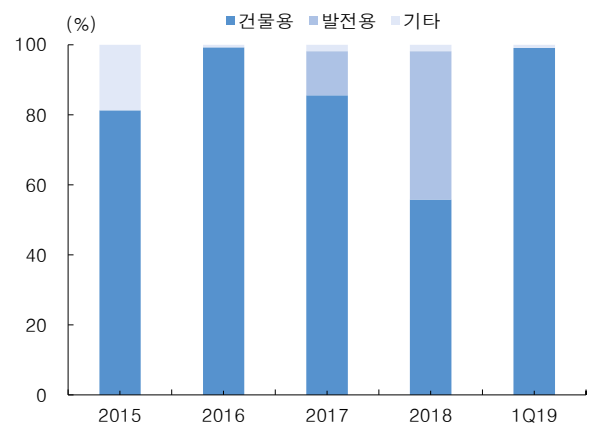
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	20	3	3	678	NM	3	NM	NM	NM	46.1	-
2018A	31	2	1	325	(52.1)	2	94.5	76.2	5.9	8.2	0.2

[그림 1] 매출액 및 영업이익률 추이



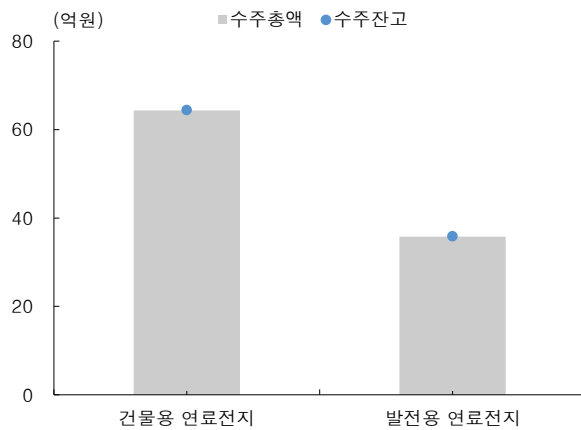
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 2] 매출액 비중 추이



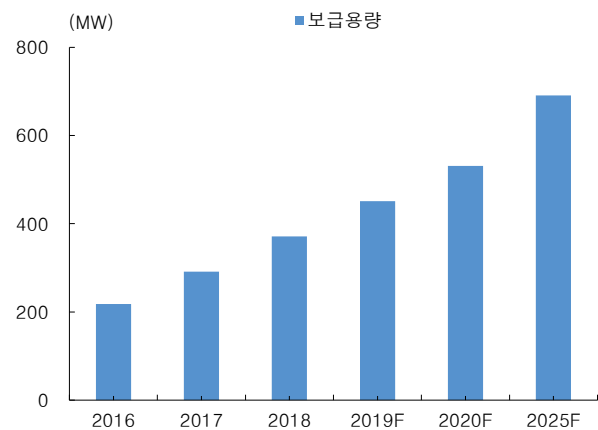
자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 3] 수주 잔고(19년 5월 15일 기준)



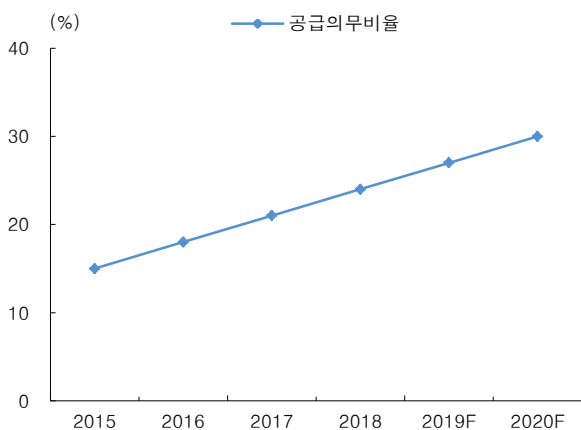
주: 1. 건물용 연료전지: 수주 잔고 64.4억원, 납기 2020년 9월 30일
 2. 발전용 연료전지: 수주 잔고 35.8억원, 납기 2019년 7월 30일
 자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 4] 국내 연료전지 시장 규모 및 전망



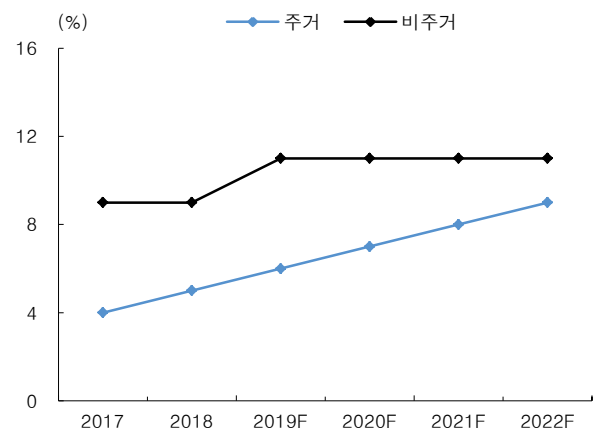
자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

[그림 5] 공공건물 신재생에너지 공급의무비율

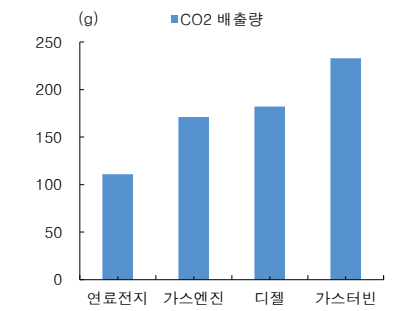


자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

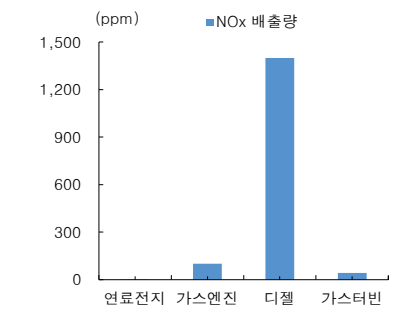
[그림 6] 서울시 신재생에너지 공급의무비율



주: 민간 건축물 대상
 자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

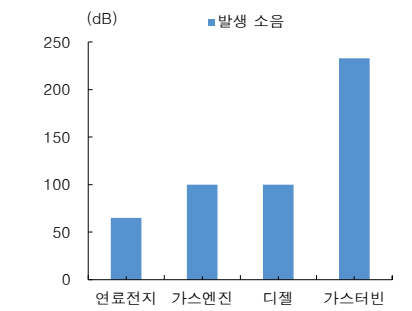
[그림 7] 1kW 발전시 CO₂ 배출량

자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 8] 1kW 발전시 NO_x 배출량

자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

[그림 9] 1kW 발전시 발생 소음



자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

〈표 1〉 건물용 연료전지 라인업

제품	6~10kW(모듈형) 연료전지 시스템	1~5kW(모듈형) 연료전지 시스템	수소발전 시스템
발전용량 (전기/열)	NG6Km 6kW(220V 단상60Hz), 8kW(온수 약60℃) NG10K 10kW(220V 단상60Hz), 14kW(온수 약60℃)	NG5K 5kW(220V 단상60Hz), 7.0kW(온수 약60℃) NG1K 1kW(220V 단상60Hz), 1.4kW(온수 약60℃)	1~10kW(220V 단상60Hz), 1.4~14kW(온수 약60℃)
연료 소비량	0.25m ³ /hr/kW(LNG), 0.13m ³ /hr/kW(LPG)		0.75m ³ /hr/kW
효율	전기효율 35% 이상(종합효율 90% 이상)		전기효율 50% 이상(종합효율 90% 이상)
특징	100% 수자립 시스템, 자동운전, Web 기반 운전, 부하추종 운전		빠른 기동시간(3분 이내), 저소음(45dB 이하), SO _x , NO _x CO 무 배출
운전방식	자동운전, 부하운전 (50, 75, 100%)		
시동시간	60분 이내		3분 이내
적용분야	상가, 빌딩, 오피스텔 및 일반가정 등 도시가스 공급이 가능한 건물		수소스테이션, 상업용 건물의 보조전원 및 비상용 발전장치

주: 1. NG5K는 건물용 연료전지로는 국내최초로 한국가스안전공사의 설계단계검사 합격증을 획득

2. NG6Km은 연료전지로는 국내최초로 KS인증을 획득

자료: 에스퓨얼셀, 한국투자증권

〈표 2〉 주요 연혁

연도	주요 연혁
2001년	연료전지 전문기업 CETI 설립
2003년	1kW 급 가정용 연료전지 시스템 개발
2007년	5kW 급 수소발전 시스템(SPM) 개발
2009년	서울 소재 아파트 연료전지 설치/운전
2014년	에스퓨얼셀 설립, GS 칼텍스 기술 라이선스 계약 체결 5kW 급 건물용 연료전지 설비 인증 획득(에너지관리공단)
2015년	5kW 급 LPG 용 연료전지 설비 인증(한국에너지공단)
2016년	연료전지 KS 인증 획득
2017년	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 태양풍력 발전기 및 전기변환 장치 제조업을 영위 중인 에스에너지(지분율 41.2%).

- 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 신재생에너지 자원을 이용한 소규모 발전 설비를 지칭

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산	NM	NM	NM	17	55
현금성자산	NM	NM	NM	1	12
매출채권및기타채권	NM	NM	NM	13	20
재고자산	NM	NM	NM	3	6
비유동자산	NM	NM	NM	1	2
투자자산	NM	NM	NM	0	1
유형자산	NM	NM	NM	0	0
무형자산	NM	NM	NM	0	0
자산총계	NM	NM	NM	18	56
유동부채	NM	NM	NM	10	26
매입채무및기타채무	NM	NM	NM	7	21
단기차입금및단기사채	NM	NM	NM	2	3
유동성장기부채	NM	NM	NM	1	1
비유동부채	NM	NM	NM	1	1
사채	NM	NM	NM	0	0
장기차입금및금융부채	NM	NM	NM	1	0
부채총계	NM	NM	NM	12	26
자본금	NM	NM	NM	1	3
자본잉여금	NM	NM	NM	0	20
기타자본	NM	NM	NM	0	1
이익잉여금	NM	NM	NM	5	6
자본총계	NM	NM	NM	6	30

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액	NM	NM	NM	20	31
매출원가	NM	NM	NM	14	24
매출총이익	NM	NM	NM	7	7
판매관리비	NM	NM	NM	3	5
영업이익	NM	NM	NM	3	2
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	3	2
법인세비용	NM	NM	NM	0	0
당기순이익	NM	NM	NM	3	1
기타포괄이익	NM	NM	NM	0	0
총포괄이익	NM	NM	NM	3	1
EBITDA	NM	NM	NM	3	2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동현금흐름	NM	NM	NM	(1)	2
당기순이익	NM	NM	NM	3	1
유형자산감가상각비	NM	NM	NM	0	0
무형자산상각비	NM	NM	NM	0	0
자산부채변동	NM	NM	NM	(4)	0
기타	NM	NM	NM	0	1
투자활동현금흐름	NM	NM	NM	(0)	(13)
유형자산투자	NM	NM	NM	(0)	(0)
유형자산매각	NM	NM	NM	0	0
투자자산순증	NM	NM	NM	(0)	(13)
무형자산순증	NM	NM	NM	0	0
기타	NM	NM	NM	0	0
재무활동현금흐름	NM	NM	NM	2	22
자본의증가	NM	NM	NM	0	22
차입금의순증	NM	NM	NM	2	0
배당금지급	NM	NM	NM	0	0
기타	NM	NM	NM	0	0
기타현금흐름	NM	NM	NM	0	0
현금의증가	NM	NM	NM	1	11

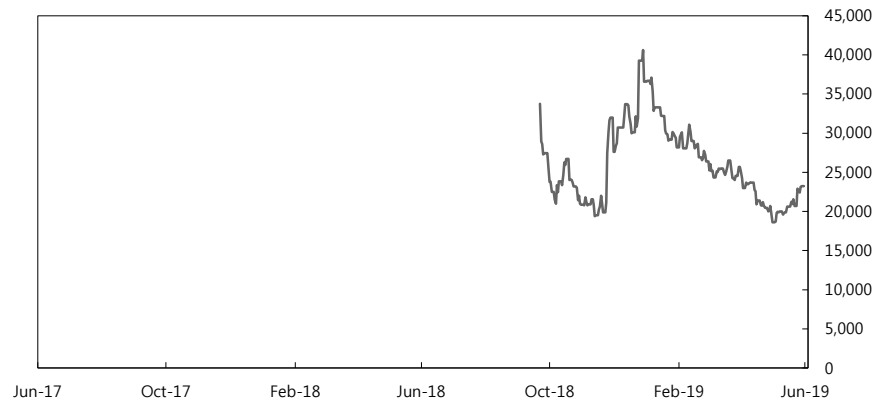
주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	NM	678	325
BPS	NM	NM	NM	1,470	5,247
DPS	NM	NM	NM	0	50
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	NM	NM	NM	55.2
영업이익증가율	NM	NM	NM	NM	(40.7)
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(46.7)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	(52.1)
EBITDA증가율	NM	NM	NM	NM	(40.3)
수익성(%)					
영업이익률	NM	NM	NM	16.2	6.2
순이익률	NM	NM	NM	13.7	4.7
EBITDA Margin	NM	NM	NM	16.9	6.5
ROA	NM	NM	NM	15.6	4.0
ROE	NM	NM	NM	46.1	8.2
배당수익률	NM	NM	NM	—	0.2
배당성향	NM	NM	NM	0.0	18.5
안정성					
순차입금(십억원)	NM	NM	NM	3	(20)
차입금/자본총계비율(%)	NM	NM	NM	64.8	14.4
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	NM	94.5
PBR	NM	NM	NM	NM	5.9
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	76.2

주: K-IFRS (개별) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 6월 24일 현재 에스퓨얼셀 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 주가등락 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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 높이 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.