

에스퓨얼셀 (288620)

본업 의존도 하락은 기업 가치 상승으로

2024년 8월 1일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	20,000 원 (유지)
✓ 상승여력	49.1%	✓ 현재주가 (7월 31일)	13,410 원

[신에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원

✉ cgh815@shinhan.com

신한생각 데이터 센터? 아파트? 지게차? 뭐든 빠른 성과가 중요

신에너지(수소) 관심 종목 유지. 에스퓨얼셀에게 가장 시급한 것은 사업 포트폴리오 다각화. 여전히 국내 건물용 연료전지 1위 업체지만 과거 대비 시장 점유율 하락(약 60% → 약 40~50%). 예상 대비 더딘 시장 성장, 경쟁 강도 심화에 기인. 신사업[데이터 센터, 아파트, CHPS(청정 수소 발전 의무화 제도), 수출, 지게차 등] 중 뭐든 빠른 성과가 나타나야 함. 신사업 성과 본격화를 통한 본업 의존도 하락은 기업 가치 상승으로 이어질 것

기존 사업 점검: 건물용 사업 제한적 회복과 발전용 사업 재고 소진

2024년 전사 기준 매출액 및 영업이익 각각 437억원(+34%, 이하 YoY), 12억원(흑자전환) 전망. 둔화된 국내 건설 경기 지속으로 건물용 매출액 357억원(+41%)의 제한된 회복 예상. 상품 재고 소진 지속으로 발전용 매출액 33억원(+63%) 예상. 원가 절감 관련 기술 개발 및 적용 본격화 등을 반영해 2024년을 포함한 중·장기 영업이익 눈높이는 소폭 상향 조정

신사업 점검: 2025~26년에는 유의미한 성과 창출 필요

25kW급, 50kW급, 200kW급 신제품을 통한 데이터 센터(580kW 누적 납품 레코드 보유), 아파트(기축), CHPS 시장(입찰 참여 중) 진출, 수출(지역 다변화), 모빌리티(지게차 등) 사업 등 신사업 성과가 2025~26년부터는 유의미한 수준이 돼야 성장에 대한 시장의 신뢰를 얻을 수 있을 것

Valuation & Risk

투자의견 '매수', 목표주가(EV/EBITDA 밸류에이션) 2만원 유지. 현재 12개월 선행 EV/EBITDA 19배 수준. 현재 핵심은 건물용 사업이나 향후에도 건물용 사업 의존 시 이는 밸류에이션 할인 요소로 작용할 것. 시스템 메이커에게 어플리케이션 확장이 성장성 증명에서 많은 비중을 차지하기 때문. 향후 전환사채, 신주인수권부사채 관련 매도 압력 발생 가능성 有

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	46.8	1.2	0.8	164.9	1.2	2.0	47.3	0.2
2023	32.5	(2.5)	(2.3)	-	(3.4)	1.7	-	0.3
2024F	43.7	1.2	0.1	1,862.1	0.1	1.4	19.5	0.4
2025F	50.9	2.2	0.9	104.3	1.3	1.3	18.1	0.4
2026F	59.7	4.1	2.3	41.4	3.2	1.3	10.8	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

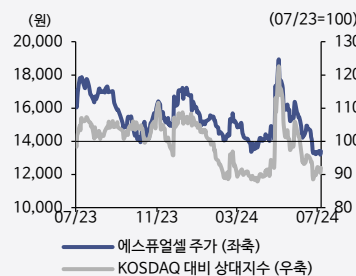
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

시가총액	93.6십억원
발행주식수(유동비율)	7.0백만주(61.2%)
52주 최고가/최저가	18,940 원/13,200 원
일평균 거래액 (60일)	4,412 백만원
외국인 지분율	2.7%

주요주주 (%)	
에스에너지 외 7인	38.8

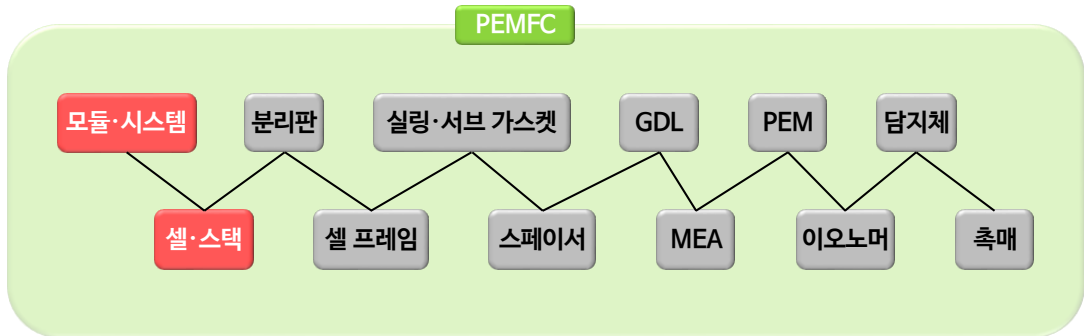
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(13.3)	(5.6)	(24.6)	(21.3)
상대	(9.2)	2.1	(12.2)	(13.9)

주가



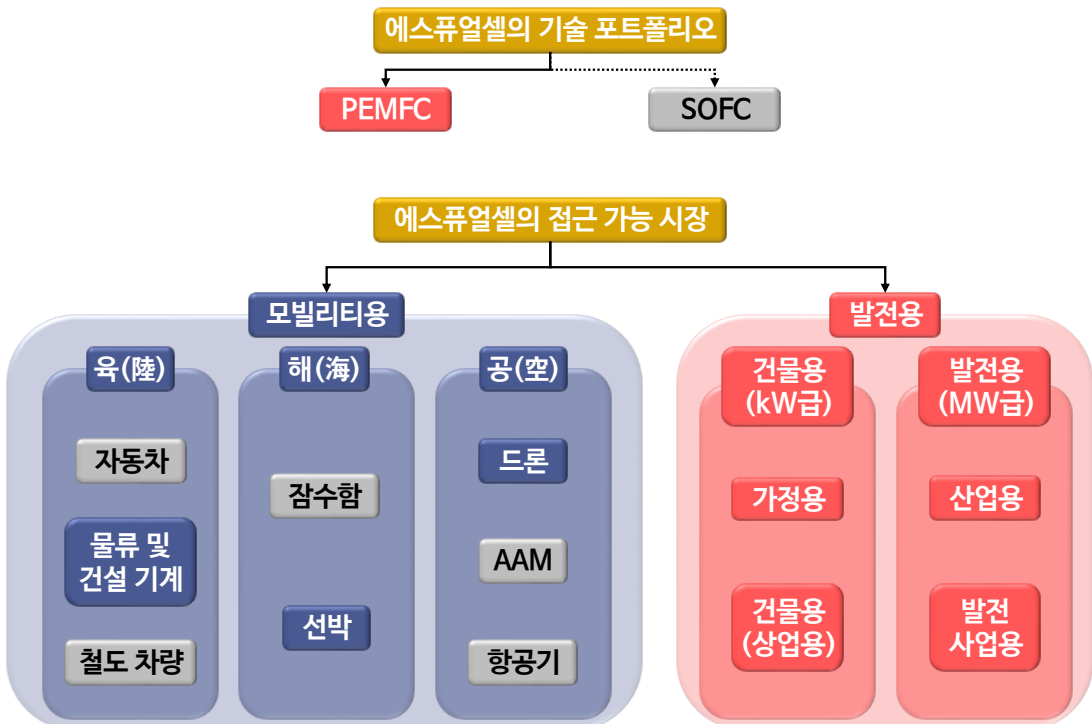
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

PEMFC Value Chain 내 에스퓨얼셀의 사업화 현황



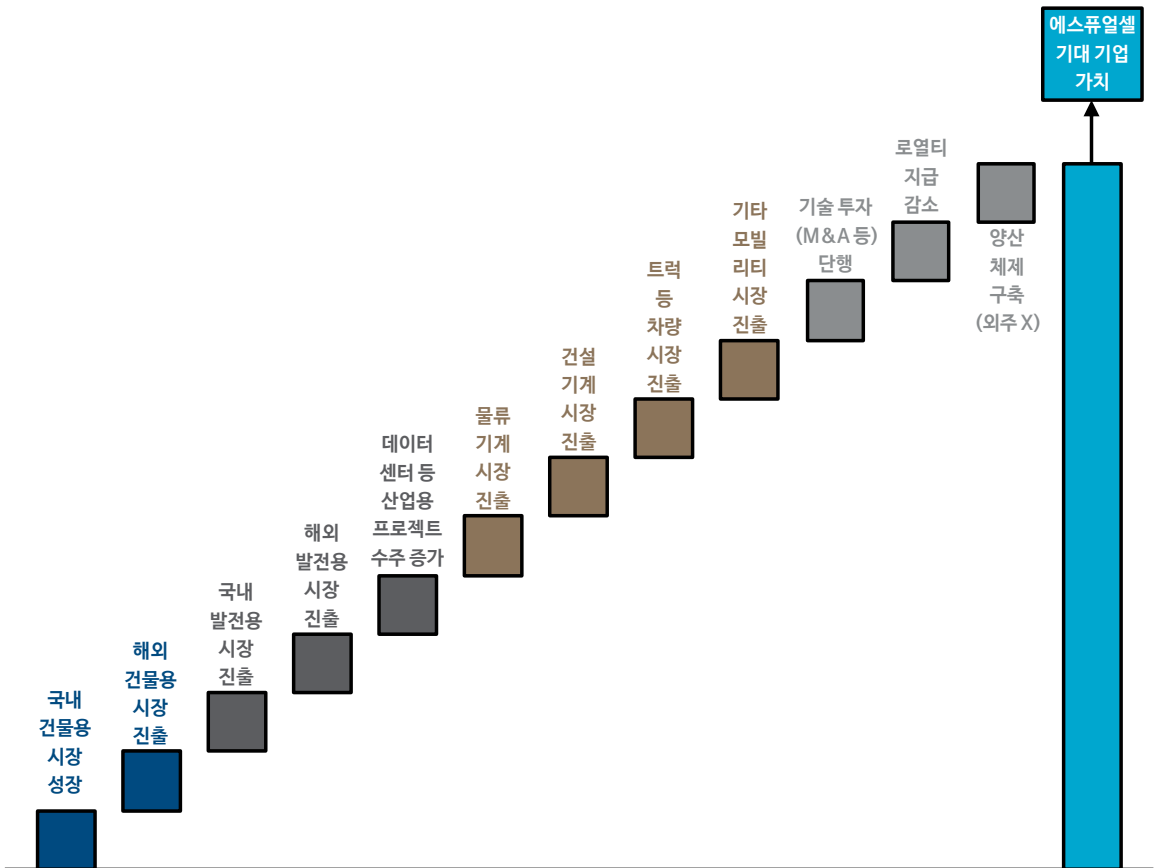
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

에스퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



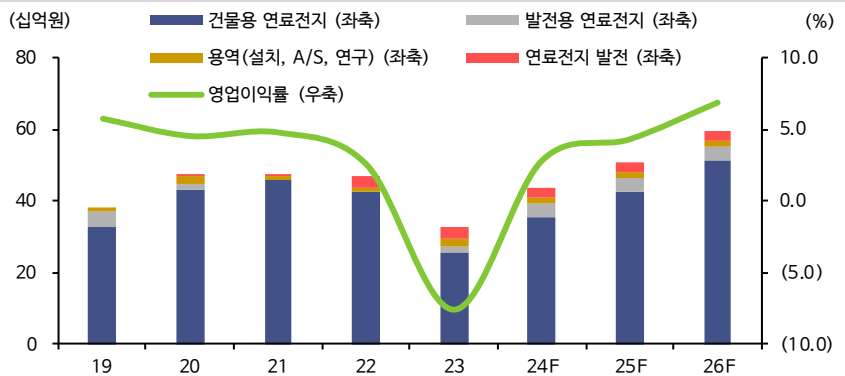
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 에스퓨얼셀이 현재 확보한 기술 포트폴리오는 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 에스퓨얼셀이 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

에스퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



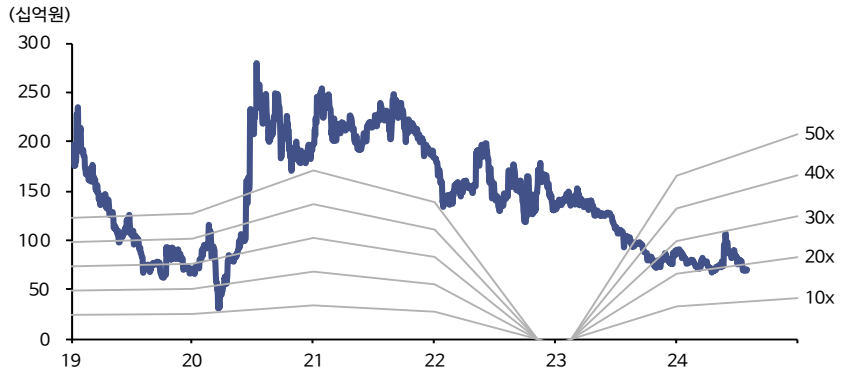
자료: 신한투자증권 추정/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 대한 영향력의 크기를 나타냄

에스퓨얼셀 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



에스퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	6.0	5.1	23.8	121.1	- 할인율[WACC(가중 평균 자본 비용)] 8% - 연료전지 동종 업체 2024년 예상 멀티플 평균
② 자산 가치				0.2	
③ 순 차입금				(18.4)	
목표 시가총액				139.8	(①+②-③)
발행 주식 수				6,979	자사주 제외
목표주가				20,000	
현재 주가				13,410	
상승 여력				49.1	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	47.0	47.3	46.8	32.5	43.7	50.9	59.7
YoY %	23.8	0.7	(1.1)	(30.5)	34.4	16.4	17.3
건물용 연료전지	43.3	45.7	42.5	25.3	35.7	42.6	51.1
YoY %	31.8	5.6	(7.0)	(40.4)	40.8	19.4	20.1
발전용 연료전지	1.7	0.0	0.0	2.1	3.3	3.5	3.8
YoY %	(57.1)	-	-	-	63.2	5.9	6.9
용역	2.0	1.0	1.2	2.1	1.8	1.8	1.9
연료전지 발전	0.0	0.6	3.1	3.1	2.9	2.9	2.9
영업이익	2.1	2.3	1.2	(2.5)	1.2	2.2	4.1
YoY %	(2.4)	6.2	(47.2)	적전	흑전	78.5	87.3
영업이익률	4.5	4.8	2.5	(7.6)	2.8	4.3	6.9
EBITDA	2.5	3.4	2.8	(0.5)	3.3	4.2	6.0
YoY %	3.5	34.3	(18.8)	적전	흑전	25.4	44.0
EBITDA 마진율	5.4	7.2	5.9	(1.5)	7.6	8.2	10.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀이 추진 중인 신사업(데이터 센터, 아파트, CHPS, 수출, 지게차) 기반 침투 가능한 시장 규모

국내 데이터 센터 전력 수요 현황 및 전망

(MW)	2023		2023F		2023F(허수 제거)
전국	1,986	→	77,684	→	23,305
수도권	1,300		56,149		16,845

- 체크 포인트**
- 기축(비상 발전기 대체, 보조 전원), 신축(비상 발전기, 보조 전원, 주 전원) 시장 침투 가능
 - 건설 전 데이터 센터 설계 단계부터 반영돼야 신축 시장 침투 가능 → 연료전지의 신뢰도(성능, 내구성 등) 향상 필요
 - 연료전지 활용 방식(발생 열 활용 냉각 시스템 구성, 잔여 에너지 판매 등) 관련 사업 모델 개발 필요

국내 기축 아파트 내 연료전지 설치 가정 시 창출 가능한 시장 규모 추정(전국 아파트 및 2023년 연간 기준)

동수(동)	전력 사용량 (GWh)	동당 전력 사용량 (MWh/동)	동당 연료전지 설치 규모(kW)	전체 연료전지 설치 규모(MW)	연간 가동 시간 [시간/가동률(%)]	연료전지 전력 생산량(MWh/동)	연료전지 전력 생산량 점유율(%)
185,940	53,786	289	5	930	8,000/91%	40	14
					6,000/68%	30	10
					4,000/46%	20	7
					2,000/23%	10	3
			6	1,116	8,000/91%	48	17
					6,000/68%	36	12
					4,000/46%	24	8
					2,000/23%	12	4
			10	1,859	8,000/91%	80	28
					6,000/68%	60	21
					4,000/46%	40	14
					2,000/23%	20	7
			25	4,649	8,000/91%	200	69
					6,000/68%	150	52
					4,000/46%	100	35
					2,000/23%	50	17
			50	9,297	8,000/91%	400	138
					6,000/68%	300	104
					4,000/46%	200	69
					2,000/23%	100	35

- 체크 포인트**
- 보조 전원, 기존 비상 발전기 대체 형태로 기축 아파트 시장 침투 가능 → 신축의 경우 주 전원으로도 활용될 가능성 있음
 - 열도 생산하기 때문에 냉·난방 수요 대응 가능 → 에너지(전기, 열) 거래 플랫폼 구축을 통해 잔여 에너지 수익화 모델 개발 필요

CHPS(일반 수소 + 청정 수소) 입찰 시장 규모

(MW)	2023	2024F	2025F
일반 수소	170~180	170~180	170~180
청정 수소	-	40~95 혹은 0	40~80 혹은 0

- 체크 포인트**
- 일반 수소 발전 입찰 시장은 연료전지 전용 시장 But 청정 수소 발전 입찰 시장은 기술 중립적
 - 청정 수소 발전 입찰 시장은 암모니아 혹은 수소 혼소가 시장 점유율이 높을 것으로 예상(연료전지 점유율 10~20% 가정)

글로벌 건물용 시장 규모 추이 및 전망

(MW)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
시장 규모	47	47	57	67	93	129	171	228	300	388	502	650

- 체크 포인트** 가스 가격이 전기 가격보다 저렴한 지역에서 시장 침투 활발히 일어날 것으로 기대

국내 지게차 시장 규모

신규 시장	신규 내수 판매 연간 1.5~2.0만대 → 이 중 전동식 지게차(7~9천대) 시장 침투 가능
대체 시장	현재 지게차 등록대수 약 21.7만대 → 내연기관 지게차 대체 시장 침투 가능
체크 포인트	- 수소 지게차 전용 충전 플랫폼과 이를 통한 충전 비용 하락 필요 - 수소 지게차 운영 관련 안전 관리 규정 등 법제화 필요

자료: 산업통상자원부, 한국전력공사, 국토교통부, H2Research, 대한건설기계협회, 한국건설기계산업협회, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	153.1	144.6	149.7	144.3	160.8
유동자산	127.8	123.2	130.3	125.7	142.1
현금및현금성자산	5.3	5.3	25.9	11.0	25.0
매출채권	23.7	18.3	29.1	25.5	37.3
재고자산	31.9	32.9	17.5	25.5	17.1
비유동자산	25.3	21.4	19.4	18.6	18.6
유형자산	20.7	15.8	14.8	14.1	13.8
무형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	82.7	75.3	80.6	74.7	89.3
유동부채	53.8	71.2	76.8	70.8	85.4
단기차입금	31.5	33.7	33.7	33.7	33.7
매입채무	15.6	10.9	24.3	17.0	29.9
유동성장기부채	2.1	10.5	10.5	10.5	10.5
비유동부채	29.0	4.0	3.8	3.9	3.9
사채	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	18.1	1.4	1.4	1.4	1.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	70.4	69.4	69.1	69.6	71.5
자본금	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	53.6	55.3	55.3	55.3	55.3
기타자본	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	13.1	10.5	10.2	10.7	12.6
지배주주지분	70.3	69.3	69.0	69.5	71.4
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
*총차입금	60.4	58.5	50.1	51.5	53.3
*순차입금(순현금)	(8.3)	(6.6)	(29.3)	(18.4)	(29.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(6.7)	(3.5)	23.1	(9.3)	12.9
당기순이익	0.8	(2.3)	0.0	0.9	2.2
유형자산상각비	1.5	1.9	2.0	1.9	1.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산손실손실(이익)	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(11.6)	(2.5)	21.0	(12.2)	8.8
(법인세납부)	0.0	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.6)
기타	2.5	(1.0)	0.1	0.3	0.6
투자활동으로인한현금흐름	(24.6)	3.3	6.1	(6.6)	(0.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.7)	(0.1)	(1.0)	(1.3)	(1.5)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자자산의감소(증가)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	0.1	0.0
기타	(23.9)	3.6	7.3	(5.4)	1.1
FCF	(2.4)	(4.2)	23.3	(9.9)	12.4
재무활동으로인한현금흐름	32.4	0.3	(8.7)	1.1	1.5
차입금의증가(감소)	33.6	(0.4)	(8.4)	1.4	1.9
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타	(0.5)	1.0	0.0	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.2	0.0	20.5	(14.9)	14.0
기초현금	4.1	5.3	5.3	25.9	11.0
기말현금	5.3	5.3	25.9	11.0	25.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	46.8	32.5	43.7	50.9	59.7
증감률 (%)	(1.1)	(30.5)	34.4	16.4	17.3
매출원가	32.2	24.7	30.5	34.4	39.3
매출총이익	14.6	7.8	13.2	16.5	20.4
매출총이익률 (%)	31.2	23.9	30.2	32.5	34.2
판매관리비	13.4	10.3	12.0	14.3	16.3
영업이익	1.2	(2.5)	1.2	2.2	4.1
증감률 (%)	(47.2)	적전	흑전	78.5	87.3
영업이익률 (%)	2.5	(7.6)	2.8	4.3	6.9
영업외손익	(1.0)	(2.0)	(1.2)	(1.1)	(1.3)
금융손익	(0.6)	0.1	(0.6)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(0.3)	(2.1)	(0.6)	(0.8)	(1.0)
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.2	(4.5)	0.1	1.1	2.8
법인세비용	(0.5)	(2.2)	0.0	0.2	0.6
계속사업이익	0.8	(2.3)	0.0	0.9	2.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.8	(2.3)	0.0	0.9	2.2
증감률 (%)	(84.5)	적전	흑전	1,685.1	152.3
순이익률 (%)	1.6	(7.0)	0.1	1.7	3.7
(지배주주)당기순이익	0.8	(2.3)	0.1	0.9	2.3
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)
총포괄이익	0.8	(2.3)	0.0	0.9	2.2
(지배주주)총포괄이익	0.8	(2.3)	0.1	0.9	2.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)
EBITDA	2.8	(0.5)	3.3	4.2	6.0
증감률 (%)	(18.8)	적전	흑전	25.4	44.0
EBITDA 이익률 (%)	5.9	(1.5)	7.6	8.2	10.0

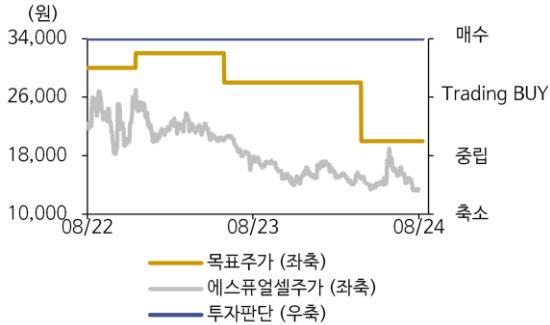
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	109	(329)	7	125	316
EPS (지배순이익, 원)	123	(337)	7	129	324
BPS (자본총계, 원)	10,242	9,941	9,898	9,973	10,239
BPS (지배지분, 원)	10,231	9,921	9,878	9,957	10,231
DPS (원)	50	50	50	50	50
PER (당기순이익, 배)	185.9	-	1,911.6	107.1	42.4
PER (지배순이익, 배)	164.9	-	1,862.1	104.3	41.4
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (배)	47.3	-	19.5	18.1	10.8
배당성향 (%)	40.6	-	694.3	38.9	15.4
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.9	(1.5)	7.6	8.2	10.0
영업이익률 (%)	2.5	(7.6)	2.8	4.3	6.9
순이익률 (%)	1.6	(7.0)	0.1	1.7	3.7
ROA (%)	0.6	(1.5)	0.0	0.6	1.4
ROE (지배순이익, %)	1.2	(3.4)	0.1	1.3	3.2
ROIC (%)	9.2	(5.8)	4.3	3.9	6.3
안정성					
부채비율 (%)	117.5	108.5	116.6	107.4	125.0
순차입금비율 (%)	(11.9)	(9.5)	(42.4)	(26.4)	(40.6)
현금비율 (%)	9.9	7.5	33.7	15.5	29.3
이자보상배율 (배)	0.8	(0.7)	0.4	0.7	1.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.3	0.8	1.3	1.8	1.9
재고자산회수기간 (일)	222.3	363.2	210.2	153.9	129.9
매출채권회수기간 (일)	194.5	235.4	197.9	195.7	191.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

에스퓨얼셀(288620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 27일	매수	30,000	(20.9)	0.0
2022년 10월 28일		6개월경과	(22.6)	(12.3)
2022년 11월 16일	매수	32,000	(31.2)	(19.8)
2023년 05월 17일		6개월경과	(36.6)	(35.9)
2023년 05월 30일	매수	28,000	(39.2)	(25.9)
2023년 12월 01일		6개월경과	(44.7)	(38.5)
2024년 03월 27일	매수	20,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 30일 기준)

매수 (매수)	92.97%	Trading BUY (중립)	5.08%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------