



에스퓨얼셀

| Bloomberg Code (288620 KS) | Reuters Code (288620.KQ)

2024년 3월 27일

[연료전지 시스템]

최규현, CFA 선임연구원

☎ 02-3772-2665

✉ cgh815@shinhan.com

2023년 Review: 빠른 다각화 필요!



매수
(유지)



현재주가 (3월 26일)
14,850 원



목표주가
20,000 원 (하향)



상승여력
34.7%

- ◆ 부진했던 2023년, 회복은 예상되나 아직은 아쉬운 2024년
- ◆ 전사적인 다각화를 통한 본업 의존도 감소가 기업 가치 상승의 핵심
- ◆ 시장에 성장성에 대한 신뢰를 다시 심어 나갈 필요가 있다

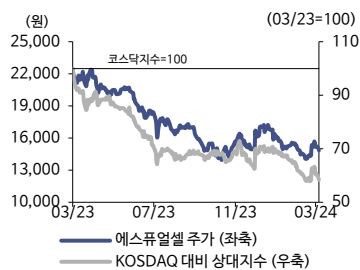


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	103.6십억원
발행주식수	7.0백만주
유동주식수	4.3백만주(61.2%)
52 주 최고가/최저가	22,400 원/13,950 원
일평균 거래량 (60 일)	31,042 주
일평균 거래액 (60 일)	498 백만원
외국인 지분율	2.62%
주요주주	
에스에너지 외 7 인	38.77%

절대수익률	
3개월	-8.4%
6개월	-6.5%
12개월	-31.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-15.2%
6개월	-15.5%
12개월	-38.0%

주가



2023년: 건물용 부진으로 큰 폭의 역성장 기록

2023년 전사 기준 매출액 및 영업이익은 각각 325억원(-30%, 이하 YoY), -25억원(적자전환)을 기록했다. 주요 사업부인 건물용 외형은 253억원(-40%), 발전용 외형은 21억원을 기록했다. 2023년 실적 부진은 건물용 외형 감소에 기인한다. 고금리 환경이 지속되며 국내 건설 경기가 악화되며 건물용 연료전지 납품이 지연된 영향이 컸다.

2024년: 회복은 예상되나 건설 경기 악화 영향 지속 예상

2024년 전사 기준 매출액 및 영업이익은 455억원(+40%), 7억원(흑자 전환)을 기록할 전망이다. 2023년 부진의 원인이었던 건물용 외형은 372억원(+47%)으로 회복하겠으나 건설 경기 악화 영향이 지속되며 2020~22년 수준(400억원 이상) 달성은 어려울 것으로 예상된다. 이로 인해 이익 개선도 제한적일 전망이다. 발전용 외형은 보유 중인 PAFC 상품 재고 소진이 지속되며 33억원(+63%) 달성이 기대된다.

매출 발생의 사업 및 지역 포트폴리오 다각화 시급

현재 시급한 과제는 본업 의존도를 낮춰줄 수 있는 전사적 다각화다.

사업 포트폴리오 측면에서의 다각화를 위해서는 모빌리티 파워팩 신사업(자회사 에스모빌리티)이 빨리 올라와줘야 한다. 에스모빌리티는 적은 규모(5억원)지만 2023년 처음으로 매출이 발생하며 사업 본격화가 시작했다. 지게차부터 시작해 향후 중장비, 트럭으로 확장할 계획이며 2025~26년부터 본격 성장 구간에 돌입할 것으로 예상된다.

지역 포트폴리오 측면에서의 다각화를 위해서는 건물용 해외(유럽, 일본 등) 시장 진출과 관련된 성과가 빠르게 가시권으로 들어와야 한다. 현재 진행 중인 제품 인증 획득, 영업망 구축 등 사업 인프라 구축이 완료된 후 2025~26년부터 제품 매출이 발생할 것으로 기대된다.

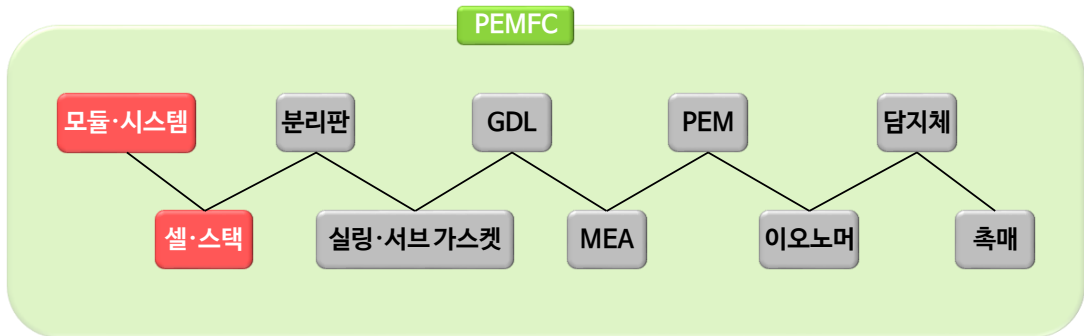
다각화를 통한 본업 의존도 감소 필요성은 점점 증가 중

투자의견은 '매수' 유지, 목표주가는 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 2만원으로 하향한다. 본업의 부진이 지속될수록 다각화는 더욱 시급해지고 있다. 상기 다각화 잠재력 고려 시 중·장기 관점에서의 접근은 여전히 유효하나 성장성을 보다 확실히 증명할 필요가 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2022	46.8	1.2	0.8	123	10,231	164.9	47.3	2.0	1.2	(11.9)
2023	32.5	(2.5)	(2.3)	(337)	9,921	-	-	1.7	(3.4)	(9.5)
2024F	45.5	0.7	(0.3)	(44)	9,827	-	34.6	1.5	(0.4)	(13.3)
2025F	51.9	1.6	0.3	45	9,822	329.8	27.3	1.5	0.5	(8.3)
2026F	61.1	3.7	1.9	269	9,991	55.2	17.9	1.5	2.7	(1.7)

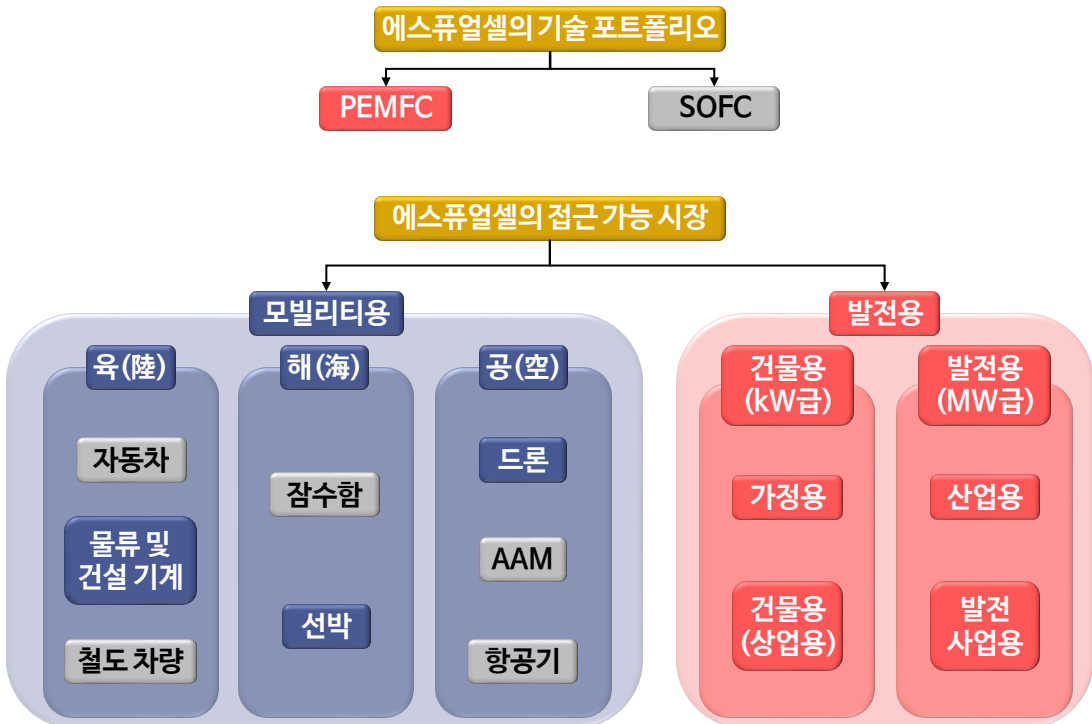
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PEMFC Value Chain 내 에스퓨얼셀의 사업화 현황



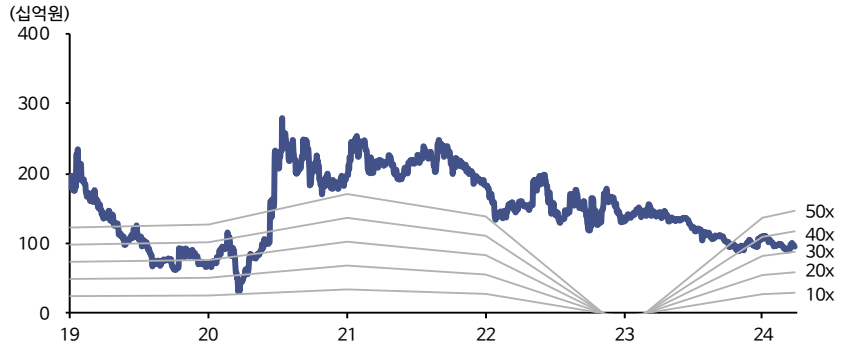
자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

에스퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



자료: 각 사, 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 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	5.7	4.9	25.1	122.6	할인율(WACC) 8% / 2024F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				0.2	
③ 순 차입금				(16.7)	
목표 시가총액				139.5	(①+②-③)
발행 주식 수				6,979	자사주 제외
목표주가				20,000	
현재 주가				14,850	
상승 여력				34.7	

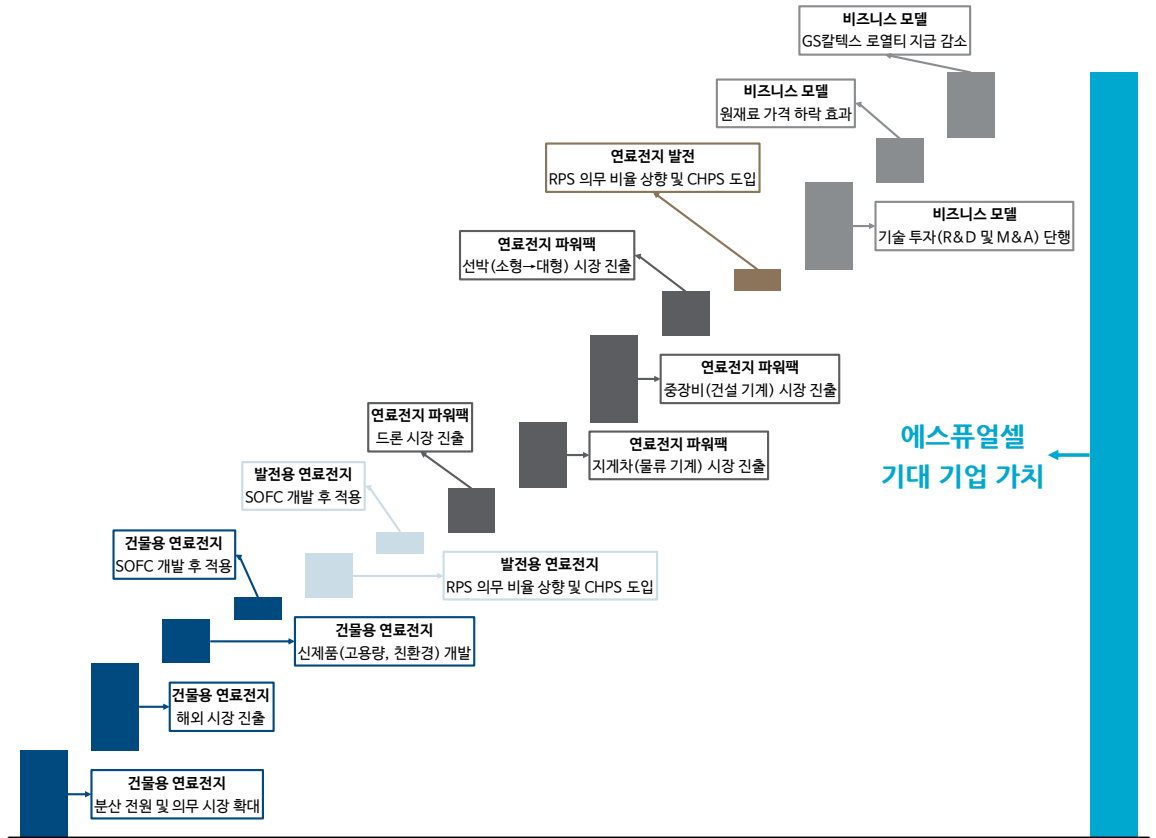
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	47.0	47.3	46.8	32.5	45.5	51.9	61.1
YoY 증감률	23.8	0.7	(1.1)	(30.5)	40.0	14.0	17.6
건물용 연료전지	43.3	45.7	42.5	25.3	37.2	43.4	52.3
YoY 증감률	31.8	5.6	(7.0)	(40.4)	46.8	16.6	20.5
발전용 연료전지	1.7	0.0	0.0	2.1	3.3	3.5	3.8
YoY 증감률	(57.1)	-	-	-	63.2	5.9	6.9
용역	2.0	1.0	1.2	2.1	1.9	1.9	1.9
연료전지 발전	0.0	0.6	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
영업이익	2.1	2.3	1.2	(2.5)	0.7	1.6	3.7
YoY 증감률	(2.4)	6.2	(47.2)	적전	흑전	133.2	135.2
영업이익률	4.5	4.8	2.5	(7.6)	1.5	3.0	6.1
EBITDA	2.5	3.4	2.8	(0.5)	2.7	3.6	5.7
YoY 증감률	3.5	34.3	(18.8)	적전	흑전	31.2	59.8
EBITDA 마진율	5.4	7.2	5.9	(1.5)	6.0	6.9	9.4
세전이익	1.6	1.9	0.2	(4.5)	(0.4)	0.4	2.3
지배주주 순이익	1.6	4.9	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

에스퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



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

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	153.1	144.6	148.5	152.7	160.4
유동자산	127.8	123.2	128.4	132.7	140.0
현금및현금성자산	5.3	5.3	11.5	13.1	14.5
매출채권	23.7	18.3	24.2	27.2	31.4
재고자산	31.9	32.9	33.7	37.5	43.1
비유동자산	25.3	21.4	20.1	20.0	20.5
유형자산	20.7	15.8	15.3	15.3	15.8
무형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	82.7	75.3	79.8	84.0	90.6
유동부채	53.8	71.2	75.8	80.1	86.6
단기차입금	31.5	33.7	35.7	37.7	39.7
매입채무	15.6	10.9	19.9	23.1	27.8
유동성장기부채	2.1	10.5	10.5	10.5	10.5
비유동부채	29.0	4.0	4.0	4.0	4.0
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	68.7	68.7	69.8
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	9.8	9.8	10.9
지배주주지분	70.3	69.3	68.6	68.6	69.7
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
*총차입금	60.4	58.5	54.1	55.1	57.0
*순차입금(순현금)	(8.3)	(6.6)	(9.2)	(5.7)	(1.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(6.7)	(3.5)	3.7	(1.2)	(1.3)
당기순이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.8
유형자산상각비	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(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)	2.0	(3.5)	(5.2)
(법인세납부)	0.0	(0.3)	0.1	(0.1)	(0.5)
기타	2.5	(1.0)	(0.1)	0.1	0.6
투자활동으로인한현금흐름	(24.6)	3.3	7.2	2.1	1.5
유형자산의증가(CAPEX)	(0.7)	(0.1)	(1.5)	(2.0)	(2.5)
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)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	(23.9)	3.6	8.7	4.1	4.0
FCF	(2.4)	(4.2)	2.8	(2.3)	(2.8)
재무활동으로인한현금흐름	32.4	0.3	(4.8)	0.7	1.2
차입금의증가(감소)	33.6	(0.4)	(4.4)	1.0	1.9
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.7)
기타	(0.5)	1.0	(0.1)	(0.0)	0.0
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	6.2	1.6	1.4
기초현금	4.1	5.3	5.3	11.5	13.1
기말현금	5.3	5.3	11.5	13.1	14.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	46.8	32.5	45.5	51.9	61.1
증감률 (%)	(1.1)	(30.5)	40.0	14.0	17.6
매출원가	32.2	24.7	32.0	35.5	40.4
매출총이익	14.6	7.8	13.5	16.5	20.7
매출총이익률 (%)	31.2	23.9	29.7	31.7	33.8
판매관리비	13.4	10.3	12.8	14.9	17.0
영업이익	1.2	(2.5)	0.7	1.6	3.7
증감률 (%)	(47.2)	적전	흑전	133.2	135.2
영업이익률 (%)	2.5	(7.6)	1.5	3.0	6.1
영업외손익	(1.0)	(2.0)	(1.1)	(1.2)	(1.4)
금융손익	(0.6)	0.1	(1.1)	(1.2)	(1.4)
기타영업외손익	(0.3)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.2	(4.5)	(0.4)	0.4	2.3
법인세비용	(0.5)	(2.2)	(0.1)	0.1	0.5
계속사업이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.8
증감률 (%)	(84.5)	적전	적지	흑전	497.7
순이익률 (%)	1.6	(7.0)	(0.7)	0.6	3.0
(지배주주)당기순이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.9
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
총포괄이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.8
(지배주주)총포괄이익	0.8	(2.3)	(0.3)	0.3	1.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
EBITDA	2.8	(0.5)	2.7	3.6	5.7
증감률 (%)	(18.8)	적전	흑전	31.2	59.8
EBITDA 이익률 (%)	5.9	(1.5)	6.0	6.9	9.4

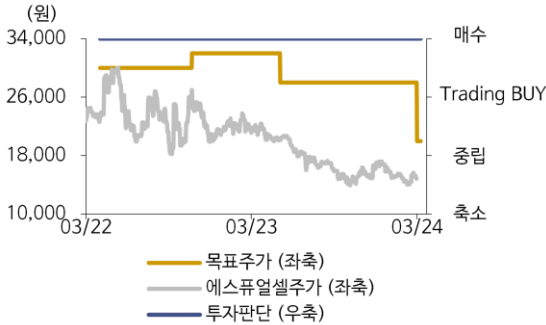
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	109	(329)	(43)	43	260
EPS (지배순이익, 원)	123	(337)	(44)	45	269
BPS (자본총계, 원)	10,242	9,941	9,848	9,842	10,001
BPS (지배지분, 원)	10,231	9,921	9,827	9,822	9,991
DPS (원)	50	50	50	50	50
PER (당기순이익, 배)	185.9	-	-	341.6	57.2
PER (지배순이익, 배)	164.9	-	-	329.8	55.2
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA (배)	47.3	-	34.6	27.3	17.9
배당성향 (%)	40.6	(14.9)	(112.6)	111.1	18.6
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.9	(1.5)	6.0	6.9	9.4
영업이익률 (%)	2.5	(7.6)	1.5	3.0	6.1
순이익률 (%)	1.6	(7.0)	(0.7)	0.6	3.0
ROA (%)	0.6	(1.5)	(0.2)	0.2	1.2
ROE (지배순이익, %)	1.2	(3.4)	(0.4)	0.5	2.7
ROIC (%)	9.2	(5.8)	2.4	2.3	4.5
안정성					
부채비율 (%)	117.5	108.5	116.1	122.4	129.8
순차입금비율 (%)	(11.9)	(9.5)	(13.3)	(8.3)	(1.7)
현금비율 (%)	9.9	7.5	15.2	16.4	16.7
이자보상배율 (배)	0.8	(0.7)	0.2	0.4	1.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.3	0.8	1.1	1.2	1.3
재고자산회수기간 (일)	222.3	363.2	266.9	250.3	240.7
매출채권회수기간 (일)	194.5	235.4	170.4	180.6	175.1

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 정확하게 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 투자자의 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 03월 25일 기준)

매수 (매수)	92.34%	Trading BUY (중립)	5.96%	중립 (중립)	1.70%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------