



ACTIVE ESG

- Part I Active ESG의 부상
- Part II E - Eco
- Part III E - Energy
- Part IV E - Energy Carrier



정의로운 투자는 수익성이 좋은가?

이미 선진국을 중심으로 ESG 투자가 확대되고 있고, 2021년 이후에는 국내에서도 본격적으로 도입될 것으로 전망된다. 이 자료는 '정의로운 투자가 수익성이 좋을까?' 라는 의문에서 시작하며, ESG와 관련된 Value Chain 중에서 실제로 수익을 낼 수 있는 사업 영역이 어디인가에 대한 결론으로 마무리된다. 환경 개선과 에너지의 효율적인 사용을 위한 정부와 기업의 노력들을 수처리, 폐기물처리, 태양광, 풍력, 수소를 중심으로 살펴보았다.

ESG 투자는 단순히 ESG점수가 낮은 기업에 대한 투자를 배제하는 네거티브 전략에서, 환경을 개선시키면서도 시장의 성장과 수익성 개선을 동시에 도모할 수 있는 업체에 대해 집중하는 Active ESG 전략으로 확장될 것이다.



건설 건자재/부동산
Analyst 박형렬
02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr



정유/화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
woho.rho@meritz.co.kr



유틸리티/철강
Analyst 문경원
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr



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

Contents

Summary	8	기업분석 한화솔루션(009830)	224
Part I Active ESG의 부상	9	씨에스윈드 (112610)	228
Part II E - Eco	25	한국가스공사 (036460)	237
수처리	29	두산퓨얼셀(336260)	241
폐기물	49	EMC홀딩스 [비상장]	245
Part III E - Energy	83	TSK코퍼레이션 [비상장]	248
태양광	99	인선이엔티(060150)	250
풍력	137	와이엔텍(067900)	252
Part IV E - Energy Carrier	163	미코(059090)	254
Upstream - 수소 생산	174	에스퓨얼셀(288620)	259
Mid & Downstream - 수소 저장, 유통, 활용	187	제이엔케이히터(126880)	262

Summary

I Active ESG의 부상

- 글로벌 금융시장 내 ESG 투자는 이미 주요 투자 트렌드로 자리매김. 특히 ESG 요소와 재무 성과를 함께 고려하는 'ESG 통합 전략', 일정 점수 이상의 기업과 산업에만 투자하는 '포지티브 스크리닝' 방식이 급성장
- 반면 ESG 요소와 재무 성과를 통합하여 분석한 자료는 부족. ESG 관련주 내 수익성이 좋은 산업 및 기업 스크리닝 필요
- E, S, G 중 '돈을 버는 가치'에 가장 근접한 'E'에 집중. 최근 정부 및 산업계의 친환경 투자 확대로 수익 창출 기회 풍부

II E - Eco

- 환경 관련 사업 중 우리 생활과 가장 밀접하게 움직이는 물 관련 또는 쓰레기 처리 사업은 최근 3년간 가장 급격한 변화를 보임
- COVID19 이전에도 각국의 쓰레기 수입규제 강화, 수요자의 환경에 대한 눈높이 상향, 민원 등으로 처리비용이 증가하기 시작했고, COVID19 이후에는 발생량이 급증하면서 환경관리 업체들의 실적이 급증하기 시작
- 향후 1) 민영화 2) 진입장벽 강화 3) 수질 및 폐기물 처리 과정에 대한 환경기준 강화 4) 과점화 과정에서 초대형 환경사업자가 등장할 것으로 전망

III E - Energy

- 신재생에너지는 RPS, FIT 등 각국 정부의 지원책에 힘입어 급성장. 이에 따라 전력구조는 중앙집중형에서 분산형전원으로 변화할 전망이며, ESS 역할 역시 부각
- 태양광은 보조금 없이도 원가 하락과 개선되는 효율성으로 수익성 확보가 가능한 신재생에너지원. 소재와 지역별 선호도는 (1) 셀/모듈(효율성), (2) 미국 주거용 태양광(수익률 17%)
- 풍력 시장은 터빈 대형화를 통한 수익성 개선 지속. 이는 상위 업체의 점유율 상승으로 연결. 수소 등 기술 발전에 힘입어 향후 성장 동력은 육상→해상(고정)→해상(부유식)으로 변화할 전망

IV E - Energy Carrier

- 재생에너지의 높은 출력 변동성, 지역적 편중 문제를 해결하기 위해서는 'Energy Carrier'로서의 수소가 필요
- 신재생에너지 발전 활성화는 결국 잉여전력 발생으로 이어져 Green 수소의 경제성 확보 가능
- 수소 생산보다 운송 등 Mid-Downstream의 역할 부각
- 수소 저장, 운송의 핵심은 체적 에너지밀도 향상과 규모의 경제를 통한 경제성 확보 → 암모니아 등 액체수소 활용도 높아질 전망
- 발전용 연료전지는 정부 지원 정책 감안 시 충분한 경제성 존재. 수소충전소는 모빌리티 보급률에 대한 의존도 높아 수익성 불확실



기업분석

Top Picks	투자판단	적정주가	관심 종목	투자판단	적정주가
한화솔루션(009830)	Buy	51,000원	두산퓨얼셀(336260)	Not Rated	-
씨에스윈드 (112610)	Buy	140,000원	TSK코퍼레이션 [비상장]	-	-
한국가스공사 (036460)	Buy	37,000원	인선이엔티(060150)	Not Rated	-
EMC홀딩스 [비상장]	-	-	와이엔텍(067900)	Not Rated	-
미코(059090)	Not Rated	-	에스퓨얼셀(288620)	Not Rated	-
			제이엔케이히터(126880)	Not Rated	-

Buy

적정주가 (12개월)	51,000원	
현재주가 (10.27)	44,150원	
상승여력	15.5%	
KOSPI	2,330.84pt	
시가총액	70,580억원	
발행주식수	15,986만주	
유동주식비율	62.33%	
외국인비중	19.60%	
52주 최고/최저가	49,250원/9,410원	
평균거래대금	2,584.3억원	
주요주주(%)		
한화 외 5 인	37.42	
국민연금	10.62	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	25.6	22.8
6개월	204.5	151.2
12개월	160.5	133.3
주가그래프		



신재생에너지 발전과 에너지 플랫폼 사업자로의 중장기 사업 포트폴리오 전환

- 20.10월 한화솔루션은 김동관 대표이사 체제로 출범하며 신재생 사업 포트폴리오로 전환 가속화
- 그린뉴딜을 관통하는 동사의 신규 성장 동력은 기존 사업부문간 협업을 통한 시너지 창출
 - 케미칼: 2022년 태양광 기반의 알칼라인 수전해 공법(기존 전해조 설비 이용)으로 Green수소 생산 계획
 - 첨단소재: 탄소섬유를 이용한 수소저장탱크 생산 계획
 - 태양광: Green수소 생산을 위한 동사의 태양광 역할론과 다운스트림 사업 확장의 수직계열화
- 동사는 태양광 발전과 수소 생산을 기반으로 분산형 발전 사업을 영위, GELI-SwitchDin 투자의 성과는 가상발전소(VPP) 사업 모델로 변화 에너지 토탈 솔루션 기업으로 변화하는 만큼 경쟁사 대비 주가 재평가 필요

2020년 COVID 19 Shock를 극복해가는 이익 체력 부각, 3Q20 역시 컨센서스 상향 중

- 3Q20 영업이익은 2,126억원으로 시장 예상치를 상회할 전망
당분기 이익 호조는 케미칼(영업이익 1,496억원)이 주도

태양광 발전과 수소 경제의 대장주인 동사를 업종 최선호주로 제시

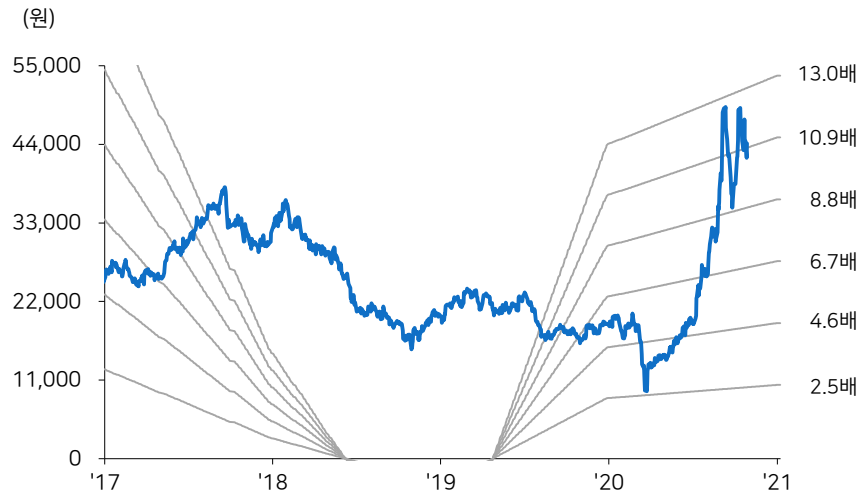
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	9,046.0	354.4	186.7	1,139	-80.7	37,081	17.7	0.5	10.0	3.1	144.6
2019	9,503.3	378.3	-237.6	-1,469	-257.2	35,228	-12.8	0.5	8.7	-4.0	170.1
2020E	8,226.7	714.1	544.3	3,392	-327.8	39,039	13.0	1.1	9.6	9.1	163.4
2021E	8,802.2	869.2	659.9	4,126	28.7	42,938	10.7	1.0	9.8	10.0	154.3
2022E	9,914.6	986.3	720.9	4,508	11.2	47,217	9.8	0.9	10.7	9.9	148.2

한화솔루션 (009830) Preview 테이블 및 밴드차트

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,000.9	2,441.2	-18.0	1,956.4	2.3	2,236.4	-10.5
영업이익	212.6	152.5	39.4	136.6	55.6	194.0	9.6
세전이익	207.1	136.0	52.3	189.9	9.1	203.3	1.9
순이익(지배주주)	157.1	113.4	38.5	148.1	6.1	145.3	8.1
영업이익률(%)	10.6	6.2		7.0		8.7	
순이익률(%)	7.9	4.6		7.6		6.5	

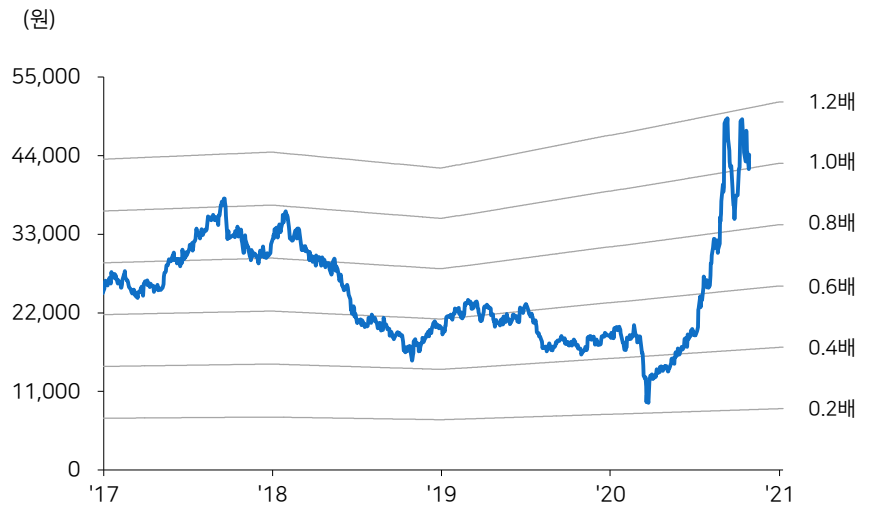
자료: 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션(009830) 분기별 실적추정 내역

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,248.4	1,956.4	2,000.9	2,021.0	9,503.2	8,226.7	8,802.3
케미칼	845.9	911.1	923.2	846.3	830.4	781.1	960.5	944.4	3,526.5	3,516.4	3,995.1
첨단소재	191.7	212.0	204.0	200.4	190.5	149.2	187.7	184.4	808.1	711.8	729.0
리테일	161.6	166.4	127.6	138.0	95.9	109.8	140.2	165.0	593.6	510.9	683.4
태양광	794.8	789.1	922.3	1,049.1	905.7	742.8	856.0	881.7	3,555.3	3,386.3	4,022.9
기타	242.2	295.6	264.3	217.9	225.9	173.8	220.4	209.4	1,020.0	829.1	827.1
영업이익	98.3	97.5	152.5	30.0	159.0	136.6	212.6	205.8	378.3	714.0	869.1
%OP	4.4%	4.1%	3.6%	2.8%	4.0%	7.0%	10.6%	10.2%	4.0%	8.7%	9.9%
케미칼	53.7	50.2	75.6	-4.6	55.9	92.8	149.6	141.1	174.9	447.1	483.0
첨단소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-5.7	-8.2	-1.9	1.8	-30.7	-12.5	-9.9
리테일	7.1	-6.7	-0.8	8.0	-5.1	-3.8	3.9	6.6	7.6	1.6	3.7
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	100.9	52.4	51.4	66.1	223.5	274.5	370.2
기타	13.1	20.9	10.5	-5.7	7.4	-4.7	12.0	-6.6	38.8	8.9	19.9
세전이익	157.0	44.0	136.0	-555.0	51.2	189.9	207.1	231.7	-218.0	679.9	962.0
순이익(지배주주)	118.0	25.4	113.4	-494.4	64.8	148.1	157.1	174.4	-237.6	544.4	659.9
% YoY											
매출액	7.7	5.5	5.6	1.8	0.5	-17.6	-18.0	-17.6	5.1	-13.4	7.0
영업이익	-42.9	-47.1	62.6	흑전	61.7	40.1	39.4	586.0	6.7	88.7	21.7
세전이익	-57.2	-83.1	흑전	적지	-67.4	346.1	52.3	흑전	적전	흑전	41.5
순이익(지배)	-60.2	-86.3	흑전	적지	-45.1	483.1	38.5	흑전	적전	흑전	21.2
%QoQ											
매출액	-7.1	6.2	2.8	0.4	-8.3	-13.0	2.3	1.0			
영업이익	흑전	-0.8	56.4	-80.3	430.0	-14.1	55.6	-3.2			
세전이익	흑전	-72.0	209.1	적전	흑전	283.3	9.1	11.9			
순이익(지배)	흑전	-78.5	346.5	적전	흑전	128.5	6.1	11.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,503.3	8,226.7	8,802.2	9,914.6
매출액증가율(%)	-3.2	5.1	-13.4	7.0	12.6
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,317.9	6,670.2	7,506.0
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,908.8	2,132.0	2,408.7
판매비와관리비	1,233.1	1,392.8	1,194.7	1,262.8	1,422.3
영업이익	354.4	378.3	714.0	869.1	986.3
영업이익률(%)	3.9	4.0	8.7	9.9	9.9
금융손익	-135.6	-198.2	-207.6	-212.2	-218.7
중속/관계기업관련손익	417.8	213.8	181.3	265.8	293.3
기타영업외손익	-348.2	-611.4	14.4	41.0	40.0
세전계속사업이익	288.3	-217.4	679.9	962.0	1,100.9
법인세비용	127.9	31.4	117.5	240.5	296.8
당기순이익	160.4	-248.9	562.4	721.6	802.4
지배주주지분 손이익	186.7	-237.6	544.4	659.9	720.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.7	5,692.7	5,891.1	6,235.3
현금및현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,910.9	1,603.3	1,467.4
매출채권	1,651.9	1,504.5	1,350.5	1,546.2	1,731.8
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,719.7	1,968.9	2,205.4
비유동자산	10,219.0	10,358.5	11,074.8	12,048.3	13,184.6
유형자산	6,684.1	6,594.0	7,075.9	7,631.8	8,371.7
무형자산	479.4	421.2	417.0	406.9	397.6
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,985.2	3,412.9	3,818.6
자산총계	15,231.5	15,681.1	16,767.5	17,939.4	19,419.9
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,976.7	6,231.6	6,470.8
매입채무	1,158.9	1,207.3	1,066.1	1,220.6	1,367.2
단기차입금	2,238.7	2,675.3	3,426.9	3,376.9	3,326.9
유동성장기부채	654.8	709.3	446.0	446.0	446.0
비유동부채	3,871.9	4,044.3	4,426.1	4,653.6	5,124.6
사채	1,122.8	1,330.1	1,777.0	1,977.0	2,477.0
장기차입금	1,872.2	1,654.0	1,436.1	1,336.1	1,186.1
부채총계	9,004.4	9,875.3	10,402.7	10,885.1	11,595.4
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	787.4	787.4	787.4
기타포괄이익누계액	-81.3	-70.5	52.5	52.5	52.5
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,634.2	5,261.9	5,950.6
비지배주주지분	137.1	77.7	80.0	141.7	223.2
자본총계	6,227.1	5,805.9	6,364.8	7,054.3	7,824.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	726.7	1,206.1	747.8	1,036.9	916.5
당기순이익(손실)	160.4	-248.9	562.4	721.6	802.4
유형자산감가상각비	426.5	528.7	574.0	444.1	260.1
무형자산상각비	13.6	32.5	20.6	10.1	9.4
운전자본의 증감	-146.8	285.4	-487.1	-86.9	-82.5
투자활동 현금흐름	-434.6	-1,110.7	-227.6	-1,141.9	-1,094.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-720.1	-1,165.3	-1,030.9	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	614.8	158.5	41.4	-161.9	-112.5
재무활동 현금흐름	-69.6	-42.6	297.5	-202.7	42.5
차입금증감	1,462.8	718.3	853.8	63.3	312.6
자본의증가	19.5	-52.5	-17.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	219.1	60.4	826.4	-307.7	-135.9
기초현금	805.0	1,024.1	1,084.5	1,910.9	1,603.3
기말현금	1,024.1	1,084.5	1,910.9	1,603.3	1,467.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	55,269	58,687	51,292	55,061	62,019
EPS(지배주주)	1,139	-1,469	3,392	4,126	4,508
CFPS	5,073	6,786	8,182	8,535	8,105
EBITDAPS	4,854	5,802	8,160	8,278	7,855
BPS	37,081	35,228	39,039	42,938	47,217
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.0	1.1	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	17.7	-12.8	13.1	10.8	9.9
PCR	4.0	2.8	5.4	5.2	5.5
PSR	0.4	0.3	0.9	0.8	0.7
PBR	0.5	0.5	1.1	1.0	0.9
EBITDA	794.4	939.5	1,308.7	1,323.4	1,255.8
EV/EBITDA	10.0	8.7	9.6	9.8	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-4.0	9.1	10.0	9.9
EBITDA이익률	8.8	9.9	15.9	15.0	12.7
부채비율	144.6	170.1	163.4	154.3	148.2
금융비용부담률	1.8	2.4	2.8	2.7	2.4
이자보상배율(x)	2.2	1.7	3.1	3.7	4.1
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	5.8	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	6.9	6.4	5.1	4.8	4.8

씨에스윈드 (112610) 풍력 안에서도 성장이 돋보인다

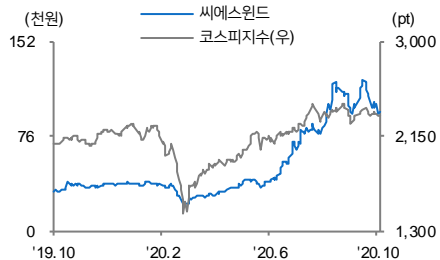
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	140,000원
현재주가 (10월 27일)	96,300원
상승여력	45.4%
KOSPI	2,330.84pt
시가총액	16,646억원
발행주식수	1,729만주
유동주식비율	41.15%
외국인비중	8.58%
52주 최고/최저가	121,000원/19,700원
평균거래대금	453.9억원

주요주주(%)		
김성권 외 21 인	52.38	
국민연금공단	9.74	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	2.2	-0.1
6개월	207.2	153.4
12개월	192.7	162.2

주가그래프



글로벌 1위 풍력 타워 업체

- 동사는 2000년대 초반부터 풍력 타워 사업 영위. 현재 글로벌 1위 업체(2020년 연말 기준 MS 16%)
- 중국 외 아시아 내 점유율이 특히 높아 신흥국이 성장을 이끄는 현 풍력 시장 추세에 적합

지역적으로, 사업적으로, 확장에 확장을 거듭 중

- 동사는 미국, 국내 등 다양한 지역에서 신규 생산 법인 설립을 검토 중. CAPA 증설은 매출 발생으로 직결
- 타워 높이 상승, 제작 난이도 증가에 따라 1위 업체에 수주가 몰리고 있는 현상으로 해석
- 타워 외 시장으로 확장 지속. 씨에스베어링 2021년 영업이익 30% 이상 성장. 하부구조물에도 진출 검토 중.

가파른 성장 대비 매력적인 밸류에이션

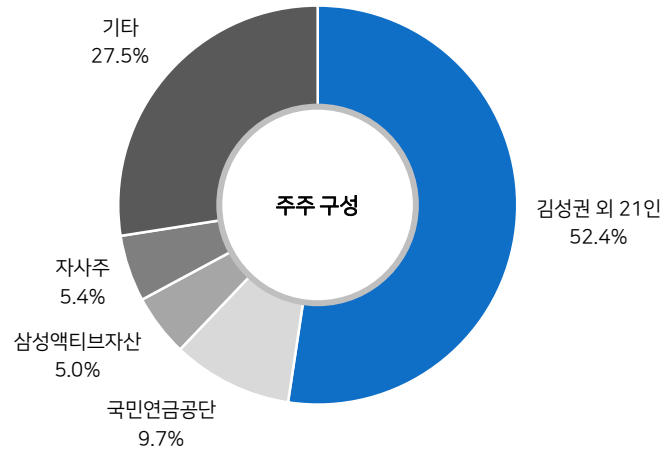
- 동사는 Peer 평균과 유사한 2021년 PER 20.6배에 거래 중. 반면 '19~22E EPS 성장률은 Peer 대비 두 배 이상
- 2021년 PER 30배 적용하여 투자의견 Buy, 목표주가 140,000원 제시. 주가 상승 촉매는 CAPA 증설. 현실화될 경우 실적 컨센서스 역시 상향될 전망. 리스크는 미 대선 등 정책 불확실성과 자금 조달

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	502.2	32.7	5.9	343	-81.9	17,476	80.5	1.6	12.8	2.0	90.4
2019	799.4	60.1	31.9	1,846	391.5	19,726	20.6	1.9	10.1	9.9	98.9
2020E	1,043.4	94.4	64.7	3,744	96.9	22,939	25.7	4.2	15.0	17.5	107.0
2021E	1,243.2	114.0	80.4	4,654	22.7	27,158	20.7	3.5	11.8	18.6	110.9
2022E	1,383.0	135.2	94.8	5,487	17.9	32,210	17.6	3.0	9.6	18.5	121.5

글로벌 1위 풍력 타워 업체

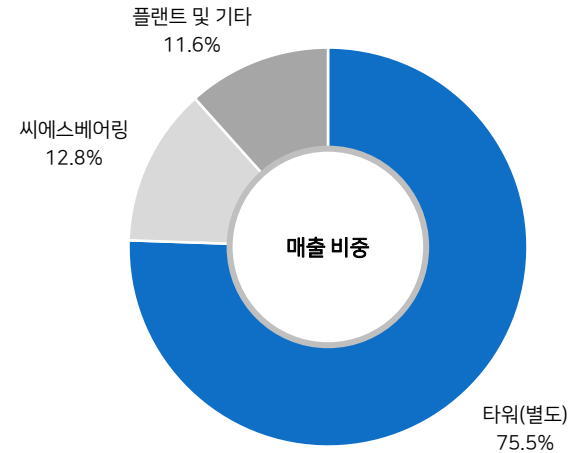
- 동사는 글로벌 점유율 16%(2020년 회사 측 계산)의 풍력 타워 1위 업체
- 전신은 1984년 설립된 중산정공. 글로벌 신재생 산업이 태동하던 2000년도 초부터 풍력 타워 사업 영위. 조선, 철강 등 舊경제 산업에서 사업을 전환한 타 풍력 부품 업체들 대비 긴 업력 보유
- 2018년 씨에스베어링 인수하며 사업 분야를 베어링으로 확장. 매출 비중은 타워 75.5%, 베어링 12.8%, 플랜트 11.6%.

씨에스윈드 주주 구성



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 제품별 매출 비중

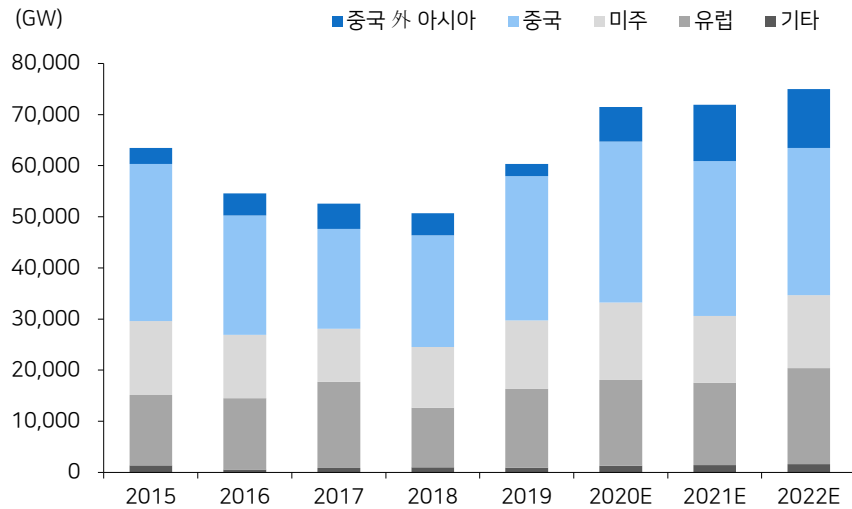


주: 2019년 기준. 자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

동사는 아시아 신흥국 내 점유율이 높고, 글로벌 터빈 3사와 밀접한 관계 유지 중

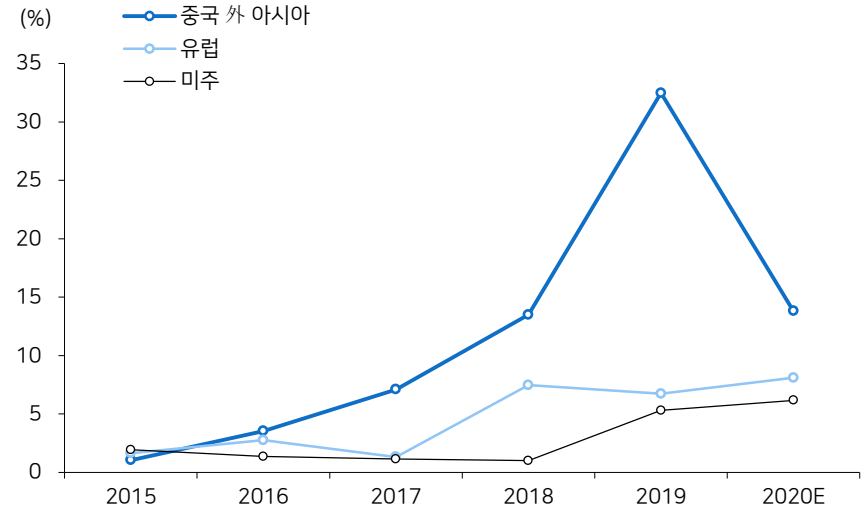
- 동사는 베트남(유럽 向), 말레이시아(미국 向) 등 신흥국 내에 생산 법인 보유
- GE, Vestas, Siemens Gamesa 등 세계 3대 풍력 터빈 업체와 밀접한 관계 유지 중. 이들로의 매출이 80% 이상을 차지
- 유럽, 미국 시장 대비 중국 외 아시아 내에서 점유율이 높아 아시아 성장이 가파르면 수혜를 보는 구조
→ 신흥국 위주의 성장이 예상되는 현 풍력 시장 흐름이 긍정적으로 작용
- 특히 대만법인은 해상풍력 타워를 전문적으로 공급. 대만 해상풍력 확대 시 수혜

지역 풍력 신규 설치량 추이 및 전망



자료: GWEC, 메리츠증권 리서치센터

지역별 점유율 추이 추정



주: 해당 점유율은 당사의 추정치(금액 기준 계산)로 씨에스윈드 측 계산과 다를 수 있음
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 1) 증설 전에 투자하자

미국, 국내 등 증설 검토 중

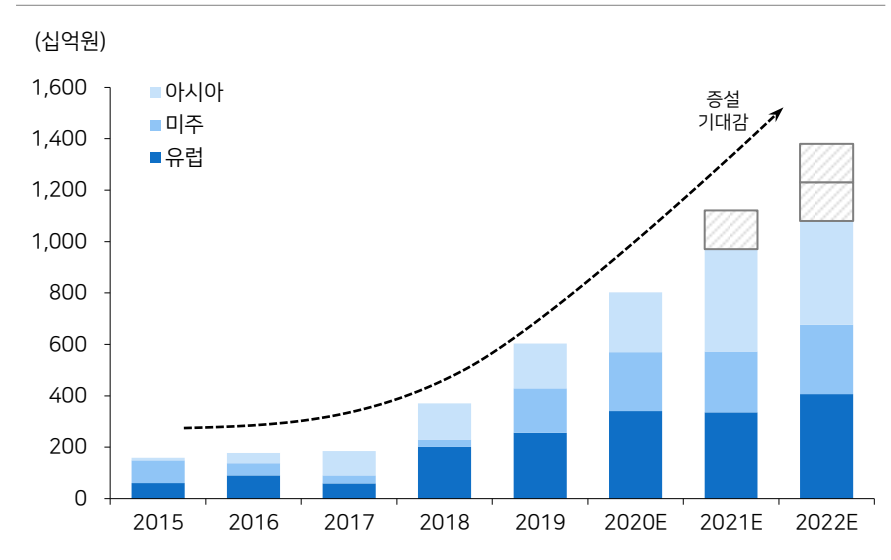
- 동사는 미국, 국내 등 다양한 지역에 신규 생산법인 설립 검토 중. 선주문을 일부분 받고 증설을 시작하는 사업의 특성 상 증설은 즉각적인 호재로 해석 가능
- 기존 2~5MW에서 8MW에서 최대 12MW의 터빈이 등장하면서 타워가 대형화되고 제작 난이도도 상승 → 1위 업체로 수주 집중. 시장 대비 고성장 가능한 원동력
- 삼강엠앤티와의 제휴로 향후 타워 및 하부구조물을 공동 공급. 점유율 상승에 긍정적 요인

생산법인별 CAPA 및 2Q20 기준 현황

법인	CAPA (십억원)	현황
베트남	4,500	[2배증설] 역대최고 생산성 달성, 美AD 반사이익, 계획대비 판가 ↑
말레이시아	2,500	[3배증설] 미국向 전담, 수주단가 ↑, 코로나로 임가공비 ↑, GE비중 ↑
대만	1,000	[신설] LC Rule, 금년 1Q부터 매출인식, Dep 정책 전진적용 검토
CS베어링 & 베트남	1,250	[VN신설] VN법인 1월 Open, 단일 Price, SGRE(금년), Vestas(내년)
중국	1,500	중터빈사 수주확대: Goldwind(유럽向, 베트남向), Envision(중국向)
터키	500	LC Rule, 2020년 수주량 증가 추이

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

지역별 매출 추이 및 전망



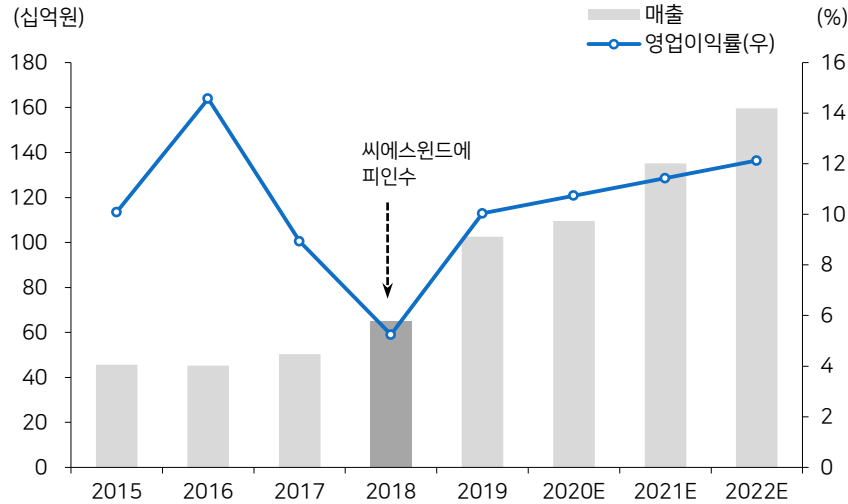
자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 2) 타워 밖으로의 확장

글로벌 1위 풍력 타워 업체

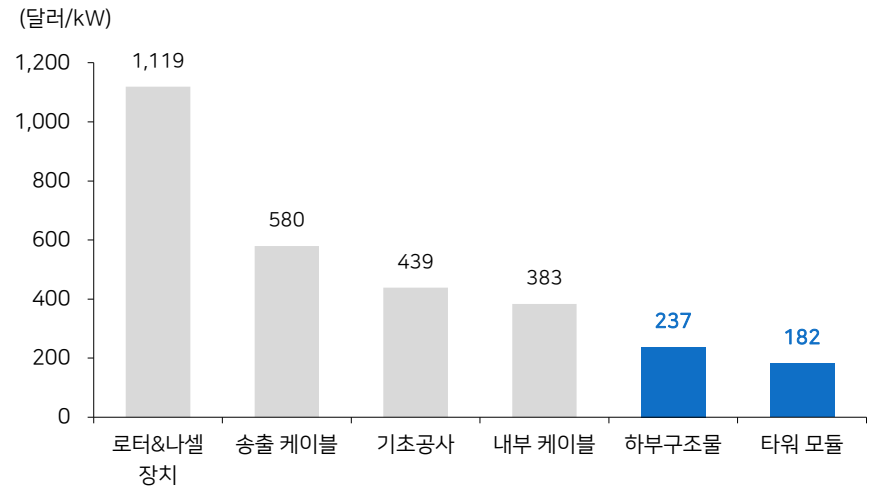
- 동사는 타워 시장 내 지배력을 활용하여 풍력 터빈 시스템 내 타 부품으로 확장 중
- 2018년 인수한 자회사 씨에스베어링은 동사의 네트워크 활용하여 고객사를 기존 GE에서 Vestas, Siemens Gamesa 등으로 확장 중. 또한 현재 부지의 절반만 활용 중인 베트남 공장 내 증설 효과 기대
- 해상풍력타워 하부구조물 시장으로의 진출도 지속 검토 중. 1MW 당 매출이 타워 대비 30% 높은 시장

씨에스베어링 실적 추이 및 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

풍력 부품별 단위 당 CAPEX 비교



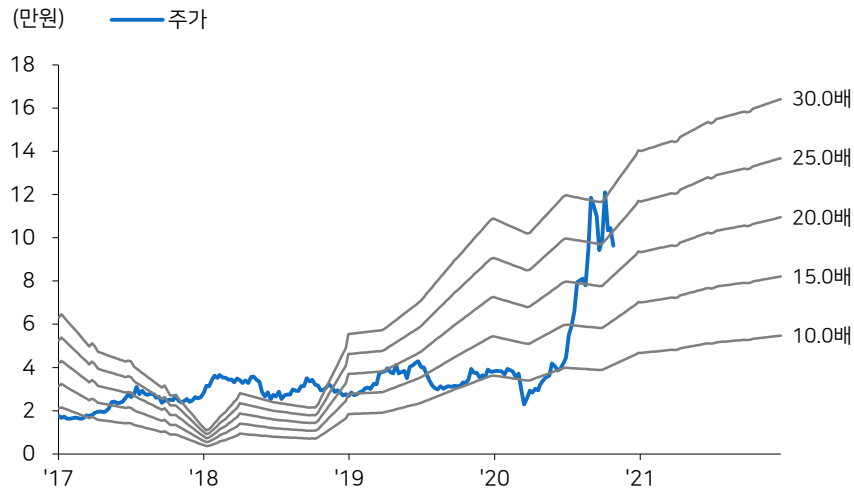
자료: NREL, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 - 빠른 실적 성장과 함께 급속한 밸류에이션 확장

동사의 가파른 성장은 최근 밸류에이션 확장을 정당화

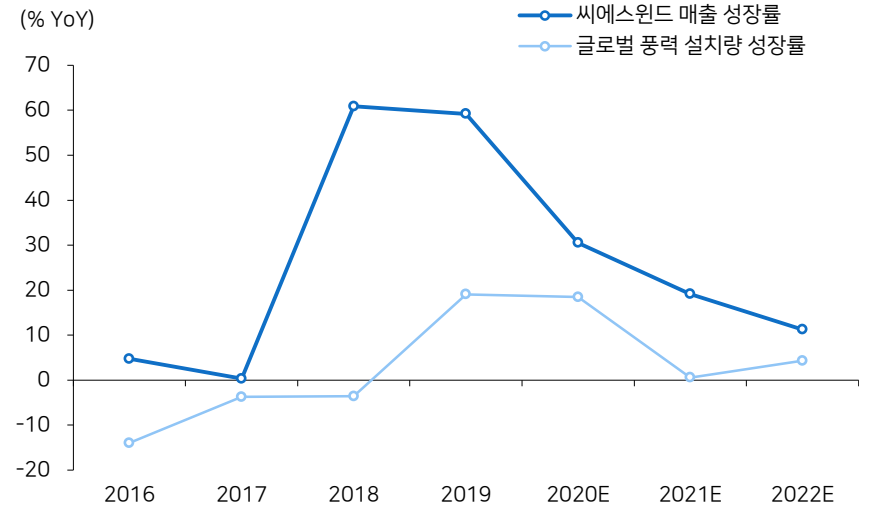
- 동사의 12개월 선행 PER은 과거 10~15배 수준에서 최근 25~30배 수준으로 급격히 확장
- '그린딜', '그린뉴딜' 등 산업 환경 개선과 동사의 점유율 증가가 겹쳐진 결과라는 판단
- 지난 5년 간 동사의 매출은 매년 시장 성장을 크게 상회, 이러한 흐름은 향후에도 지속될 전망
→ 성장이 밸류에이션 확장을 정당화

씨에스윈드 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 풍력 설치량 vs 씨에스윈드 매출 성장률



자료: GWEC, 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 - 투자의견 Buy 제시

투자의견 Buy, 적정주가 140,000원 제시하며 분석 개시

- 동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원 제시하며 분석 개시
- 적정 주가는 2021년 지배순이익에 밴드 상단인 30배의 멀티플을 적용하여 산출. 글로벌 풍력시장 Peer 평균 대비 +38% 할증된 수치이나 두 배 이상 가파른 EPS 성장('19~'22E) 감안 시 정당화 가능
- 주가 촉매는 CAPA 증설 결정, 리스크는 미 대선 결과는 정책 불확실성과 자금 조달 계획

씨에스윈드 적정주가 산출내역

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	80.4	2021년 예상
타겟 P/E(배)	30.0	지난 3년간 PER 밴드의 상단 적용 피어 평균 대비 38% 할증한 수준
적정 시가총액(십억원)	2,413	지배순이익*P/E
발행 주식수(백만주)	17,286	기간 평균
적정 주가(원)	140,000	2021년 기준 30배, 2022년 기준 25배
현재 주가(원)	96,300	10/27 종가
상승 여력(%)	45.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 풍력 기업 Peer Valuation

	P/E		P/B		EPS CAGR		ROE	
	'20E	'21E	'20E	'21E	'18~'21E	'19~'22E	'20E	'21E
Orsted	36.8	43.1	4.7	4.4	-18.4	14.4	12.9	11.2
Vestas	46.2	28.4	7.6	5.1	13.8	15.4	16.0	22.3
Siemens Gamesa	N/A	46.2	3.1	3.0	62.6	13.9	-1.9	4.6
Xinjiang Goldwind	10.9	9.4	1.1	1.0	5.5	24.2	10.2	10.9
Broadwind	N/A	9.7	N/A	N/A	N/A	N/A	1.4	8.6
Titan Wind	13.5	11.8	2.1	1.9	38.5	23.3	16.1	16.0
AB SKF	23.4	14.1	2.3	2.1	-5.9	9.1	11.4	15.9
CS베어링	31.8	18.5	4.5	3.6	63.7	28.6	15.3	21.9
삼강엠엔티	19.9	16.0	3.1	2.6	N/A	N/A	15.0	17.5
TPI Composites	N/A	20.4	3.5	3.0	119.3	N/A	-17.6	26.8
CS 윈드	25.9	20.6	4.2	3.5	138.8	43.8	17.7	18.6
Peer 평균	26.1	21.7	3.6	3.0	34.9	18.4	7.9	15.6

자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

씨에스윈드 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출	181.0	240.6	329.2	292.5	210.5	287.9	320.6	424.3	502.2	799.4	1,043.4	1,243.2
매출 성장률(% YoY)	3.4	0.4	76.8	47.4	16.2	19.7	-2.6	45.0	60.8	59.2	30.5	19.2
별도	141.8	185.4	256.3	218.8	164.9	225.8	239.0	341.5	370.4	603.9	802.3	971.2
씨에스베어링	24.6	24.1	29.5	31.3	30.4	29.7	36.4	38.6	0.0	102.6	109.5	135.2
플랜트 및 기타	14.6	31.1	43.4	42.5	15.2	32.4	45.1	44.2	131.9	92.9	131.6	136.9
영업이익	16.2	24.2	30.8	23.2	12.2	32.2	28.4	41.2	32.7	60.1	94.4	114.0
영업이익률(%)	9.0	10.1	9.3	7.9	5.8	11.2	8.9	9.7	6.5	7.5	9.0	9.2
영업이익 성장률(% YoY)	19.7	91.4	68.5	48.1	-25.1	33.1	-7.7	77.9	-7.5	83.7	57.0	20.8
별도	10.5	11.8	25.6	17.0	5.7	18.8	22.5	34.1	-3.7	42.7	65.0	81.1
씨에스베어링	2.6	2.7	3.1	3.4	3.2	3.3	3.8	4.2	0.0	0.0	11.8	15.5
플랜트 및 기타	3.1	9.7	2.0	2.8	3.2	10.1	2.1	2.9	36.4	17.5	17.6	18.3
금융손익	2.1	-2.6	-2.1	-2.3	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-3.1	-9.9	-4.9	-9.5
기타손익	-1.2	-1.7	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	-22.4	-10.2	-2.3	1.3
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.1	-0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	-0.5	-0.2	0.3	1.6
세전이익	17.1	19.4	29.4	21.6	10.6	30.6	26.8	39.5	6.8	39.9	87.5	107.4
법인세비용	3.6	4.4	6.5	4.8	2.3	6.7	5.9	8.7	-0.3	5.2	19.2	23.6
당기순이익	13.5	15.0	22.9	16.9	8.2	23.8	20.9	30.8	7.1	34.7	68.3	83.8
순이익률(%)	7.4	6.2	7.0	5.8	3.9	8.3	6.5	7.3	1.4	4.3	6.5	6.7
순이익 성장률(% YoY)	16.2	146.5	97.2	214.8	-38.9	58.6	-8.8	82.7	-81.9	391.5	96.9	22.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	502.2	799.4	1,043.4	1,243.2	1,383.0
매출액증가율(%)	60.8	59.2	30.5	19.2	11.2
매출원가	420.8	685.8	882.6	1,048.4	1,157.9
매출총이익	81.4	113.6	160.8	194.8	225.1
판매비와관리비	48.7	53.5	66.4	80.8	89.9
영업이익	32.7	60.1	94.4	114.0	135.2
영업이익률(%)	6.5	7.5	9.0	9.2	9.8
금융손익	-3.1	-9.9	-4.9	-9.5	-11.4
중속/관계기업관련손익	-0.5	-0.2	0.3	1.6	1.6
기타영업외손익	-22.4	-10.2	-2.3	1.3	1.3
세전계속사업이익	6.8	39.9	87.6	107.4	126.7
법인세비용	-0.3	5.2	19.3	23.6	27.9
당기순이익	7.1	34.7	68.3	83.8	98.8
지배주주지분 손이익	5.9	31.9	64.7	80.4	94.8

Balance Sheet

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	386.7	426.7	470.5	581.4	804.1
현금및현금성자산	40.1	83.9	12.7	16.0	149.4
매출채권	143.3	156.1	179.5	206.4	237.4
재고자산	148.1	118.9	178.4	214.1	256.9
비유동자산	219.7	308.9	412.2	478.9	511.7
유형자산	176.0	227.9	323.7	383.0	414.1
무형자산	22.4	22.2	21.2	19.9	18.6
투자자산	11.8	13.4	19.9	28.6	31.6
자산총계	606.4	735.6	882.8	1,060.3	1,315.8
유동부채	225.8	276.3	394.3	491.0	653.6
매입채무	59.1	91.5	137.3	205.9	308.9
단기차입금	107.0	129.5	149.2	149.2	199.2
유동성장기부채	14.0	13.1	9.5	9.5	9.5
비유동부채	62.1	89.5	62.0	66.6	68.2
사채	35.0	37.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	19.0	24.3	24.3	24.3
부채총계	287.9	365.8	456.3	557.5	721.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	182.1	184.1	181.6	181.6	181.6
기타포괄이익누계액	-12.5	-1.1	4.4	4.4	4.4
이익잉여금	170.6	195.8	245.8	318.7	406.0
비지배주주지분	16.4	28.9	30.0	33.3	37.3
자본총계	318.5	369.8	426.5	502.8	594.0

Statement of Cash Flow

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-20.5	85.7	56.3	129.1	179.6
당기순이익(손실)	7.1	34.7	68.3	83.8	98.8
유형자산감가상각비	14.3	20.0	31.7	47.5	54.4
무형자산상각비	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3
운전자본의 증감	-66.3	10.2	-50.3	-2.4	26.3
투자활동 현금흐름	-61.7	-66.4	-143.7	-120.6	-89.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.4	-87.7	-129.2	-106.9	-85.5
투자자산의 감소(증가)	-2.6	-1.6	-6.5	-8.7	-3.0
재무활동 현금흐름	79.3	23.4	14.6	-5.2	43.3
차입금증감	145.7	50.8	23.1	2.3	50.8
자본의증가	8.0	2.0	-2.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.8	43.8	-71.2	3.3	133.4
기초현금	44.9	40.1	83.9	12.7	16.0
기말현금	40.1	83.9	12.7	16.0	149.4

Key Financial Data

(원,%,배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	29,053	46,246	60,362	71,922	80,008
EPS(지배주주)	343	1,846	3,744	4,654	5,487
CFPS	2,982	4,895	7,781	9,634	11,188
EBITDAPS	2,784	4,722	7,381	9,424	11,046
BPS	17,476	19,726	22,939	27,158	32,210
DPS	400	460	460	460	460
배당수익률(%)	1.4	1.2	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	80.5	20.6	25.7	20.7	17.6
PCR	9.3	7.8	12.4	10.0	8.6
PSR	0.9	0.8	1.6	1.3	1.2
PBR	1.6	1.9	4.2	3.5	3.0
EBITDA	48.1	81.6	127.6	162.9	191.0
EV/EBITDA	12.8	10.1	15.0	11.8	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	9.9	17.5	18.6	18.5
EBITDA이익률	9.6	10.2	12.2	13.1	13.8
부채비율	90.4	98.9	107.0	110.9	121.5
금융비용부담률	1.0	1.3	1.1	1.0	1.0
이자보상배율(x)	6.8	5.7	8.4	9.4	9.5
매출채권회전율(x)	4.4	5.3	6.2	6.4	6.2
재고자산회전율(x)	4.7	6.0	7.0	6.3	5.9

한국가스공사 (036460) 가장 확실한 수소 수혜주

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	37,000원
현재주가 (10월 27일)	29,400원
상승여력	25.9%
KOSPI	2,330.84pt
시가총액	27,140억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.14%
외국인비중	8.72%
52주 최고/최저가	40,950원/16,600원
평균거래대금	121.3억원

주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	6.39

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	23.5	20.8
6개월	9.1	-10.0
12개월	-26.9	-34.5

주가그래프



단기적으로 수소제조용 LNG 수요 상승, 장기적으로 수소 유통 사업 기대

- 연료전지, 수소충전소 등에서 2030년까지 540만톤, 2040년까지 767만톤의 신규 가스 수요 발생 예상(vs 2019년 판매량 3,358만톤). 직도입 확대 우려를 상쇄하고도 남는 수준
- 장기적으로 '수소유통전담업체'로서 수소 파이프라인 구축 및 해외 그린수소 도입 사업을 주도
- LNG와 달리 수소 사업에서는 수소충전소, 연료전지 발전소 운영 등 소매 사업에도 진출

2021년 순이익 정상화 기대

- 제한적인 유가 하락 가능성, 신규 프로젝트 부재 등 감안했을 시 2021년 손상차손 규모 크게 줄어들 전망
- 2021년 DPS 1,350원(배당수익률 4.3%) 수준의 배당이 가능. 손상차손의 그늘에서 벗어나는 원년이 될 것

수소 기대감은 밸류에이션에 이제 반영되기 시작

- 수소 사업이 비규제 사업으로 분류될 경우 동사와 수소 관련주들의 주가 흐름이 동조화될 전망
- 최근 주가 상승에도 불구하고 2021년 0.38배 수준의 PBR은 여전히 역사적 평균 하회. 낮아진 유가는 주가에 기반영. 수소 관련주 내 가장 가파른 수혜는 아니지만, 가장 확실한 수혜

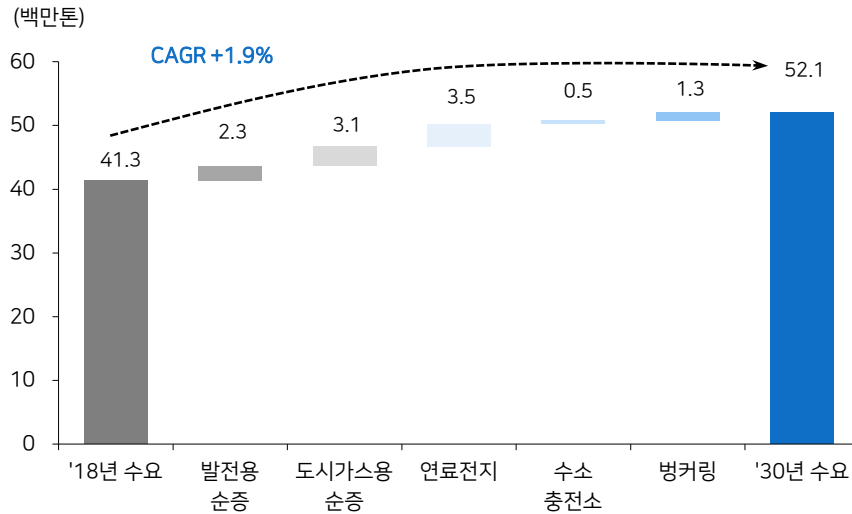
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	26,185.0	1,276.9	509.4	5,518	-144.2	88,751	8.7	0.5	10.0	6.4	367.0
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020E	20,332.2	887.8	-241.9	-2,620	-504.3	80,608	-11.2	0.4	11.2	-3.2	375.8
2021E	18,039.1	1,100.9	302.7	3,279	-229.8	82,632	9.0	0.4	10.2	4.0	341.7
2022E	16,723.7	1,210.7	430.5	4,663	42.2	86,040	6.3	0.3	9.6	5.5	328.2

2021년부터 배당 매력 & 장기 성장성 동시 부각

발전용 연료전지와 신규 사업 모두 매력적

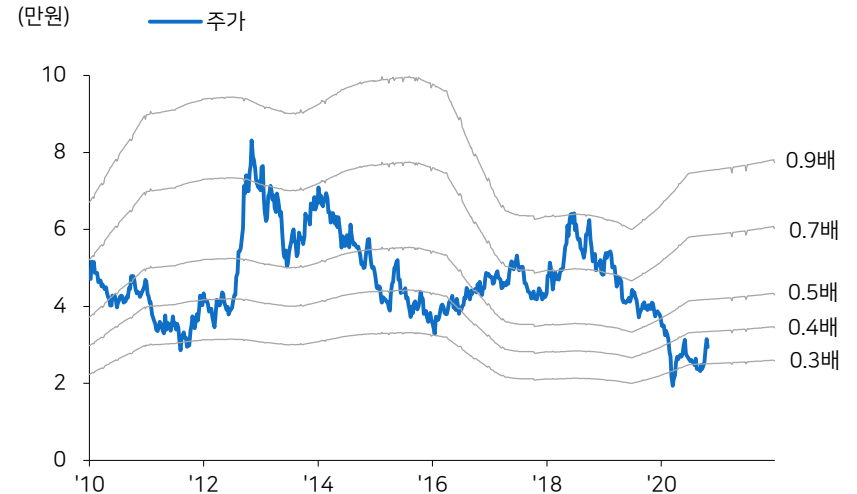
- 수소 제조용 수요를 반영할 경우 2030년까지의 가스 수요 순증은 총 1,080만톤, 연간 성장률은 +1.9% (vs 2019년 한국가스공사 판매량 3,358만톤)
- 장기적으로 수소 배관 설치, 해외 그린수소 도입 등 국내 수소 유통을 전담할 예정
- 가파른 수혜는 아니지만 PBR 0.38배의 저평가를 받고 있다는 동사로서는 성장한다는 사실 자체 만으로도 주가 상승의 명분이 될 수 있다는 판단

수소 제조용 수요를 반영한 국내 LNG 수요 예측



자료: 에너지경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,967.8	4,094.6	3,008.9	5,261.0	6,427.0	3,789.6	3,263.3	4,559.2	26,185.0	24,982.6	20,332.2	18,039.1
매출액 증가율(% YoY)	-8.4	-16.0	-33.4	-23.6	-19.3	-7.4	8.5	-13.3	18.1	-4.6	-18.6	-11.3
가스도매판매	7,654.5	3,962.8	2,732.1	5,085.3	6,221.7	3,599.1	3,004.9	4,311.4	24,331.4	23,645.6	19,434.7	17,137.1
해외주요사업	350.4	463.1	294.6	201.8	265.8	263.7	311.7	316.7	1,417.5	1,351.4	1,310.0	1,157.8
기타 및 연결조정	-37.1	-331.3	-17.9	-26.1	-60.5	-73.2	-53.2	-68.9	436.1	-14.4	-412.5	-255.8
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,125.5	4,833.7	5,380.5	3,658.3	3,297.8	4,064.1	24,508.5	23,227.1	18,955.5	16,400.6
매출총이익	1,066.0	0.0	-116.6	427.3	1,046.5	131.4	-34.5	495.1	1,676.5	1,755.5	1,376.7	1,638.5
판관비	107.0	96.8	158.5	126.7	85.0	197.6	145.5	109.6	399.6	421.0	488.9	537.6
영업이익	959.0	-96.7	-275.1	300.6	961.5	-66.2	-180.0	385.5	1,276.9	1,334.5	887.8	1,100.9
영업이익 증가율(% YoY)	10.3	적전	적확	-28.5	0.3	적축	적축	28.2	23.3	4.5	-33.5	24.0
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-9.1	5.7	15.0	-1.7	-5.5	8.5	4.9	5.3	4.4	6.1
가스도매판매	941.4	-82.8	-230.0	336.6	948.6	-78.0	-198.1	361.8	1,108.7	1,185.8	965.2	1,034.2
해외자원개발	53.5	71.6	-35.1	-3.7	46.9	46.1	55.5	58.8	236.0	256.4	86.3	207.3
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	20.3	19.0	18.4	16.1	13.7	16.2	46.3	80.1	78.5	64.4
이라크 주바이르	27.3	17.2	11.1	15.7	21.2	21.3	21.4	21.3	82.5	79.7	71.3	85.2
이라크 바드라	2.5	33.3	-0.6	-0.1	1.5	1.5	5.0	5.0	13.9	15.2	35.2	13.0
호주 GLNG	28.6	30.7	-25.9	-8.4	13.4	14.6	15.8	16.5	93.3	85.7	25.0	60.2
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-40.0	-30.0	-7.6	-7.4	-0.4	-0.2	0.0	-4.3	-123.7	-15.6
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 및 연결조정	-35.8	-85.6	-10.0	-32.3	-33.9	-34.2	-37.4	-35.1	-67.8	-107.6	-163.7	-140.6
금융손익	-229.4	-178.1	-172.7	-169.6	-172.7	-171.8	-167.6	-163.7	-743.3	-802.1	-749.9	-675.8
기타영업외손익	1.9	-434.8	-37.0	-111.8	-40.8	-47.8	-17.0	-94.1	-89.1	-520.8	-581.7	-199.6
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	35.4	47.7	48.2	49.5	50.3	48.4	204.5	104.7	113.7	196.3
세전이익	712.5	-660.0	-449.4	66.8	796.2	-236.3	-314.3	176.1	649.0	116.4	-330.0	421.7
법인세비용	170.7	-159.9	-123.6	18.4	219.0	-65.0	-86.4	48.4	95.5	58.1	-94.4	116.0
법인세율(%)	24.0	24.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	14.7	49.9	28.6	27.5
연결 당기순이익	541.8	-500.1	-325.8	48.5	577.3	-171.3	-227.9	127.7	526.7	58.3	-235.6	305.7
지배주주순이익	537.2	-504.5	-322.6	48.0	571.5	-169.6	-225.6	126.4	509.4	38.8	-241.9	302.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	26,185.0	24,982.6	20,332.2	18,039.1	16,723.7
매출액증가율(%)	18.1	-4.6	-18.6	-11.3	-7.3
매출원가	24,508.5	23,227.1	18,955.5	16,400.6	14,927.0
매출총이익	1,676.5	1,755.5	1,376.7	1,638.5	1,796.7
판매비와관리비	399.7	421.0	488.9	537.6	586.0
영업이익	1,276.9	1,334.5	887.8	1,100.9	1,210.7
영업이익률(%)	4.9	5.3	4.4	6.1	7.2
금융손익	-743.3	-802.1	-749.9	-675.8	-641.4
중속/관계기업관련손익	204.5	104.7	113.7	196.3	194.6
기타영업외손익	-89.1	-520.8	-581.7	-199.7	-164.2
세전계속사업이익	649.0	116.4	-330.0	421.7	599.8
법인세비용	95.5	58.1	-94.4	116.0	164.9
당기순이익	526.7	58.3	-235.6	305.8	434.8
지배주주지분 손이익	509.4	38.8	-241.9	302.7	430.5

Balance Sheet

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	9,924.9	9,232.8	7,919.7	6,797.1	7,539.2
현금및현금성자산	239.8	257.1	1,047.2	838.2	1,628.5
매출채권	5,171.1	4,973.9	3,800.1	3,293.2	3,266.4
재고자산	3,168.6	2,645.3	2,021.0	1,751.4	1,737.2
비유동자산	29,764.8	30,079.1	28,829.6	28,162.8	27,714.4
유형자산	24,764.1	24,377.4	23,694.5	23,250.7	22,814.1
무형자산	1,771.9	1,746.6	1,734.0	1,734.0	1,734.0
투자자산	2,053.5	2,316.3	1,832.4	1,609.3	1,597.6
자산총계	39,689.7	39,311.9	36,749.3	34,959.9	35,253.6
유동부채	9,871.2	8,900.5	6,785.0	7,008.5	6,993.9
매입채무	1,628.5	1,483.2	1,133.2	982.0	974.1
단기차입금	3,682.8	3,800.3	3,172.1	4,172.1	4,172.1
유동성장기부채	2,595.2	2,346.9	1,540.1	1,040.1	1,040.1
비유동부채	21,320.5	22,264.8	22,239.9	20,037.1	20,026.4
사채	17,255.5	17,766.7	18,058.6	16,058.6	16,058.6
장기차입금	265.3	476.5	484.6	484.6	484.6
부채총계	31,191.7	31,165.3	29,024.9	27,045.6	27,020.3
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.8	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	8.8	78.2	-7.4	-7.4	-7.4
이익잉여금	5,497.9	5,397.7	5,121.1	5,308.0	5,622.6
비지배주주지분	305.2	293.2	283.3	286.3	290.7
자본총계	8,498.0	8,146.5	7,724.5	7,914.3	8,233.3

Statement of Cash Flow

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	57.1	1,985.8	3,017.8	2,120.5	1,857.5
당기순이익(손실)	526.7	58.3	-235.6	305.8	434.8
유형자산상각비	1,802.7	1,735.3	1,567.7	1,466.4	1,433.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2,112.7	-671.2	1,099.5	344.7	24.3
투자활동 현금흐름	-1,275.2	-1,397.0	-513.4	-794.3	-949.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,193.8	-1,223.2	-901.0	-1,022.6	-996.4
투자자산의 감소(증가)	-67.2	-262.8	447.0	219.3	46.4
재무활동 현금흐름	994.2	-581.9	-1,721.2	-1,535.2	-117.7
차입금증감	1,889.5	470.6	-1,112.0	-1,535.2	-1.9
자본의증가	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-201.5	17.3	790.1	-208.9	790.3
기초현금	441.3	239.8	257.1	1,047.2	838.2
기말현금	239.8	257.1	1,047.2	838.2	1,628.5

Key Financial Data

(원,%배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	283,655	270,630	220,253	195,413	181,163
EPS(지배주주)	5,518	420	-2,620	3,279	4,663
CFPS	34,883	35,066	27,195	27,814	28,593
EBITDAPS	33,360	33,254	26,600	27,810	28,638
BPS	88,751	85,073	80,608	82,632	86,040
DPS	1,360	380	0	1,350	1,350
배당수익률(%)	2.8	1.0	0.0	4.6	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	8.7	90.1	-11.2	9.0	6.3
PCR	1.4	1.1	1.1	1.1	1.0
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	3,079.6	3,069.8	2,455.5	2,567.3	2,643.7
EV/EBITDA	10.0	9.9	11.2	10.2	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	0.5	-3.2	4.0	5.5
EBITDA이익률	11.8	12.3	12.1	14.2	15.8
부채비율	367.0	382.6	375.8	341.7	328.2
금융비용부담률	3.0	3.2	3.7	3.9	4.0
이자보상배율(x)	1.6	1.7	1.2	1.6	1.8
매출채권회전율(x)	5.0	4.9	4.6	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	11.1	8.6	8.7	9.6	9.6

두산퓨얼셀(336260) 발전용 연료전지 그 이상

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (10월 27일)	39,550원
상승여력	-
KOSPI	2,330.84pt
시가총액	21,948억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	45.01%
외국인비중	11.12%
52주 최고/최저가	58,185원/4,101원
평균거래대금	1,071.2억원
주요주주(%)	
두산 외 29인	54.98

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.8	1.4
6개월	440.3	345.7
12개월	457.5	399.4

주가그래프



구체화된 발전용 연료전지 시장 성장

- 정부는 2040년까지 연료전지 8GW 내수, 7GW 수출 설치 목표. 내수 용량의 가시성은 상당히 높은 상황
- HPS 제도 신설 및 원료비 하락으로 발전사들의 연료전지 설치 유인 급증했기 때문
- 발전용 연료전지 시장 내 동사의 점유율은 70%. 최근 블룸SK퓨얼셀이 신규 진입하며 완만한 하락 예상

발전용 연료전지 외 사업 진출 매력적

- 연료전지 사용처는 발전용 그 이상. 운송용 및 수소충전소, 수소 생산까지 적용
- 수소충전소용 Tri-Gen 모델은 2021년 하반기부터 매출 발생. 사이트 당 40~60억원의 매출 예상
- 해외 확장을 위해 유틸리티 사업자들과 컨택 지속 중

2~3년 내 실적으로 계산할 수 없는 '꿈의 크기'

- 유상증자 반영한 현 시가총액은 2023년 기준 PER 30배 수준. LTSA 수주잔고 감안 시 장기 성장 가시성 ↑
- 미 대선 결과에 따른 투자 심리 변화, 연말 오버행 리스크는 부담이지만, 연말 이후 매수 접근 유효

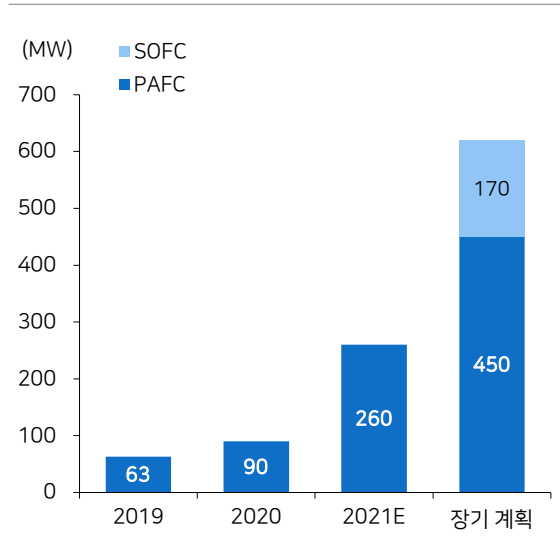
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016											
2017											
2018											
2019	221.2	19.5	11.9	850		2,321	10.3	3.8	25.0	7.1	197.3

발전용 연료전지 공격적 증설 & 신규 사업 진출

발전용 연료전지와 신규 사업 모두 매력적

- 2020년 90MW → 2021년 260MW의 공격적 연료전지 CAPA 증설 계획. 최근 50MW 규모의 SOFC 생산 설비 투자 결정
- 기존 발전용 연료전지 외에도 대형 모빌리티용 연료전지, 수소충전소, 수소생산 등 다양한 신규 사업에 진출할 예정
- 가장 가시적인 사업은 수소충전소용 Tri-Gen Model 공급으로, 2021년 상반기 개발을 완료하여 하반기부터 공급을 시작. 사이트 하나 당 40~60억원 가량의 매출 발생

두산퓨얼셀 CAPA 증설 계획



자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 신규 사업 진출 타임라인

	2020	2021	2022	2023	2024
발전용 연료전지	SOFC 시스템 개발 및 Ceres Power와 기술 도입 계약 체결	PAFC 대규모 증설 (90MW→260MW) SOFC 공장 착공 (50MW, 향후 170 MW로 확대)		SOFC 기술 개발 완료 및 공장 완공	
수소 충전소	Tri-Gen 모델 국책과제 개발	상반기 Tri-Gen 모델 개발 완료 및 하반기 납품 시작	매출 본격화		
수전해 수소 생산		Multi-MW급 PEM 수전해 설비 개발	파일럿 프로젝트 실증 완료	양산 체계 구축, 트랙레코드 확보	
운송용 연료전지 (버스, 트럭)		상반기 Feasibility 실시 및 OEM사와 개발 협업 체제 구축			양산체계 구축 및 현지 파트너십 검토
운송용 연료전지 (선박)	선사, 조선사 등과 연료전지 개발 협의	AIP 승인 취득, 국제기관 인증 등			선박용 시스템 선박 적용 및 시장 진출

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 장기 실적 전망

(십억원)	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35	'36	'37	'38	'39	'40
연료전지 설치량(GW)	0.20	0.30	0.40	0.60	0.60	0.70	0.75	0.80	0.80	0.85	0.90	0.90	0.85	0.80	0.80	0.80	0.75	0.70	0.70	0.70	0.70
연료전지 누적 설치량(GW)	0.60	0.90	1.30	1.90	2.50	3.20	3.95	4.75	5.55	6.40	7.30	8.20	9.05	9.85	10.65	11.45	12.20	12.90	13.60	14.30	15.00
점유율(%)	70.0	68.0	66.0	64.0	62.0	60.0	58.0	57.0	56.0	55.0	54.0	53.0	52.0	51.0	50.0	49.0	48.0	47.0	46.0	45.5	45.0
수주량(GW)	0.14	0.20	0.26	0.38	0.37	0.42	0.44	0.46	0.45	0.47	0.49	0.48	0.44	0.41	0.40	0.39	0.36	0.33	0.32	0.32	0.32
단위 당 수주금액(십억원/MW)	4.3	4.1	4.0	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4
수주금액(십억원)	602	836	1,056	1,467	1,384	1,522	1,535	1,568	1,500	1,525	1,544	1,476	1,332	1,198	1,144	1,092	976	869	829	798	769
기기 매출액(십억원)	450	766	990	1,344	1,409	1,481	1,531	1,558	1,520	1,517	1,538	1,496	1,375	1,238	1,160	1,107	1,011	901	841	807	778
영업이익률(%)	6.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
기기 영업이익(십억원)	29	54	69	94	99	104	107	109	106	106	108	105	96	87	81	78	71	63	59	57	54
LTSA 매출액(십억원)	50	97	157	239	326	416	510	605	698	790	884	976	1,060	1,136	1,206	1,274	1,336	1,391	1,442	1,492	1,489
영업이익률(%)	2.0	5.0	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
LTSA 영업이익(십억원)	1	5	24	48	65	83	102	121	140	158	177	195	212	227	241	255	267	278	288	298	298
전사 매출(십억원)	500	863	1,147	1,583	1,734	1,897	2,041	2,163	2,218	2,308	2,423	2,472	2,435	2,374	2,366	2,381	2,347	2,292	2,283	2,299	2,267
LTSA 비중(%)	10.0	11.2	13.7	15.1	18.8	21.9	25.0	28.0	31.5	34.3	36.5	39.5	43.5	47.8	51.0	53.5	56.9	60.7	63.2	64.9	65.7
전사 영업이익(십억원)	30	58	93	142	164	187	209	230	246	264	285	300	308	314	322	332	338	341	347	355	352
전사 영업이익률(%)	6.1	6.8	8.1	9.0	9.4	9.9	10.2	10.6	11.1	11.5	11.7	12.1	12.7	13.2	13.6	14.0	14.4	14.9	15.2	15.4	15.5
전사 영업이익 성장률(% YoY)		93.3	58.9	52.8	15.4	14.1	11.9	10.0	6.9	7.5	7.7	5.4	2.8	1.8	2.8	3.1	1.7	1.0	1.8	2.2	-0.7
유형자산 상각비(십억원)	7.3	11.2	14.3	16.6	18.8	20.9	23.0	24.9	25.6	24.5	23.5	22.6	21.8	21.0	20.3	19.7	19.1	18.5	18.0	17.6	17.1
유형자산(십억원)	42	134	171	199	226	251	276	299	307	294	282	271	261	252	244	236	229	222	216	211	206
CAPEX(십억원)	11.6	100.0	48.1	42.2	43.3	44.3	45.4	46.4	33.2	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
유지(십억원)	1.6	3.7	6.1	7.2	8.3	9.3	10.4	11.4	12.2	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
신규(십억원)	10.0	119.0	42.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단위 당 신규 CAPEX(십억원/MW)	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CAPA(연말)(MW)	90	260	320	370	420	470	520	570	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600
CAPA(연중)(MW)	77	175	290	345	395	445	495	545	585	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600
순운전자본증감(십억원)	40.0	36.3	28.5	43.6	15.1	16.2	14.4	12.2	5.5	9.0	11.5	5.0	-3.7	-6.2	-0.7	1.5	-3.4	-5.5	-0.9	1.6	-3.2
법인세율(%)	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5
두산퓨얼셀 NOPAT(십억원)	21.9	42.4	67.4	102.9	118.7	135.5	152	167	178	192	206	217	223	227	234	241	245	247	252	257	255
두산퓨얼셀 FCF(십억원)	-22	-83	5	34	79	96	115	133	165	195	206	223	236	242	242	247	255	259	258	261	263

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액					221.2
매출액증가율(%)					
매출원가					195.5
매출총이익					25.7
판매비와관리비					6.2
영업이익					19.5
영업이익률(%)					8.8
금융손익					-2.3
종속/관계기업관련손익					-1.6
기타영업외손익					0.4
세전계속사업이익					16.0
법인세비용					4.1
당기순이익					11.9
지배주주지분 순이익					11.9
Balance Sheet					
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산					408.4
현금및현금성자산					133.3
매출채권					95.3
재고자산					77.7
비유동자산					87.4
유형자산					42.7
무형자산					28.6
투자자산					4.4
자산총계					495.8
유동부채					225.3
매입채무					43.2
단기차입금					0.0
유동성장기부채					1.4
비유동부채					103.7
사채					98.8
장기차입금					0.0
부채총계					329.0
자본금					7.2
자본잉여금					148.5
기타포괄이익누계액					0.5
이익잉여금					10.6
비지배주주지분					0.0
자본총계					166.8

Statement of Cash Flow					
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름					121.7
당기순이익(손실)					11.9
유형자산감가상각비					1.3
무형자산상각비					0.3
운전자본의 증감					94.1
투자활동 현금흐름					-22.8
유형자산의 증가(CAPEX)					-0.2
투자자산의 감소(증가)					-6.0
재무활동 현금흐름					0.4
차입금증감					101.1
자본의증가					155.7
현금의증가(감소)					99.3
기초현금					34.0
기말현금					133.3
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당데이터(원)					
SPS					15,839
EPS(지배주주)					850
CFPS					1,992
EBITDAPS					1,513
BPS					2,321
DPS					0
배당수익률(%)					0.0
Valuation(Multiple)					
PER					10.3
PCR					4.4
PSR					0.6
PBR					3.8
EBITDA					21.1
EV/EBITDA					25.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)					7.1
EBITDA이익률					9.5
부채비율					197.3
금융비용부담률					0.6
이자보상배율(x)					15.0
매출채권회전율(x)					2.3
재고자산회전율(x)					2.8

기업개요

수처리 시장의 성장과 M&A를 통해서 1위 사업자로 도약

- '97년 설립, 환경관리공단 자회사로 시작
- '11년 코오롱그룹에 인수, 코오롱워터에너지로 사명변경
- '16년 2대주주였던 어퍼마캐피탈에 인수되며 EMC홀딩스로 사명변경, 이후 4년간 6개 업체를 추가로 인수하며 종합환경업체로 성장
- 현재 전국 950여개의 하·폐수처리시설 및 소각장 4곳, 매립장 1곳 운영

2020년 SK건설로 인수, 환경 사업의 전략에 주목

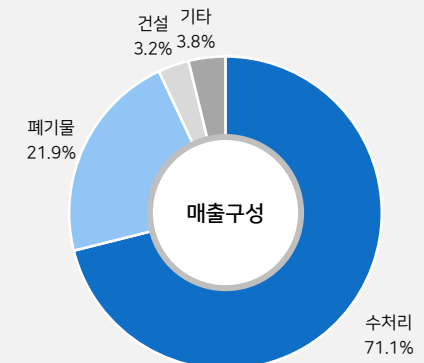
- '20년 SK건설이 어퍼마캐피탈로부터 지분 100%를 1조원 수준에 인수
 - 1) SK그룹 내 수처리 및 폐기물 처리 시장 진출
 - 2) 안정적인 현금흐름을 바탕으로 폐기물 처리 사업 확장 및 M&A 추진 전망
 - 3) SK그룹 차원에서의 환경 사업 확대 기조 등에 대한 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	영업이익률 (%)	순이익률 (%)	부채비율 (%)
2016	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2017	233.1	13.0	3.1	5.6	1.3	175.4
2018	345.3	41.3	4.8	11.9	-0.9	195.3
2019	380.9	45.3	22.2	11.9	3.9	344.6

주요 주주구성



매출구성 (2019년 기준)

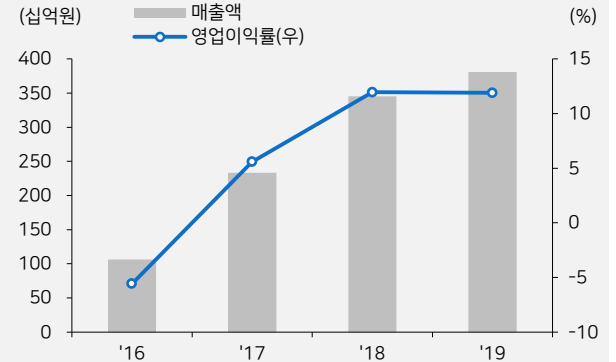


자료: EMC홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

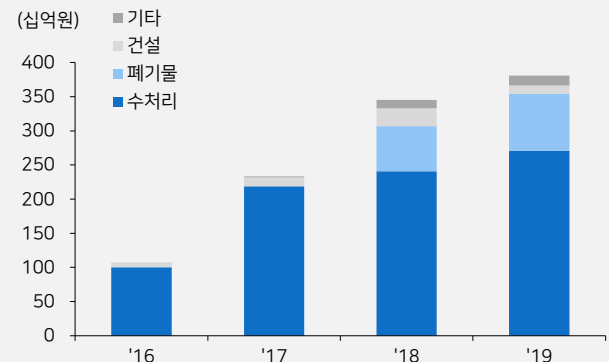
EMC 홀딩스 성장배경

- 인수를 통한 종합환경업체 성장
 - '17년 5월 충청환경에너지(소각사업) 지분 100% 인수
 - '17년 12월 경기환경에너지(소각사업) 지분 100% 인수
와이에스텍(매립사업) 지분 70% 인수
 - '18년 1월 서남환경에너지(폐유처리사업) 지분 56% 인수
 - '19년 2월 경인환경에너지 지분 100% 인수
 - 향후에도 소각/매립시설 M&A를 통한 확장은 계속될 전망

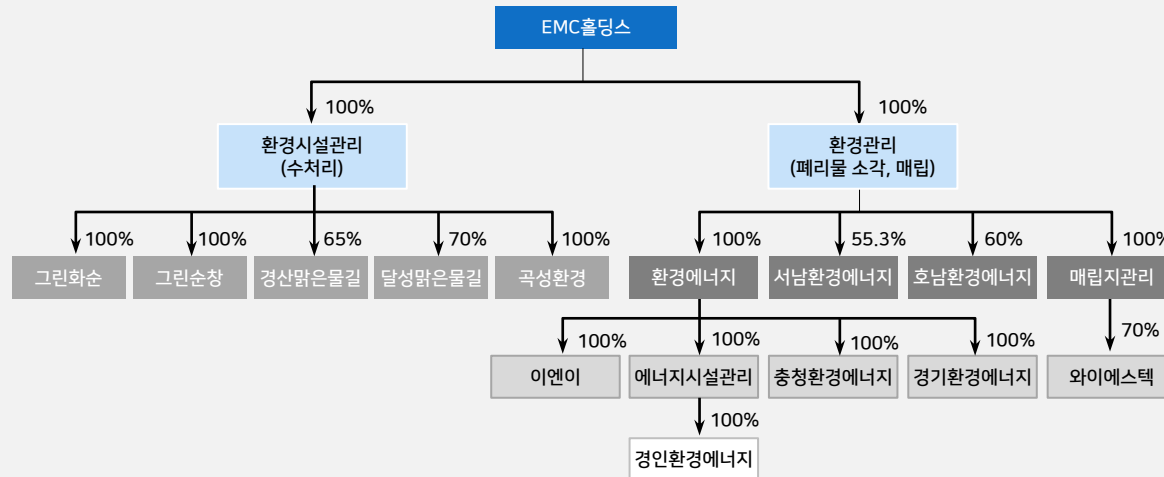
매출액 및 영업이익률 추이



구성별 매출액 추이

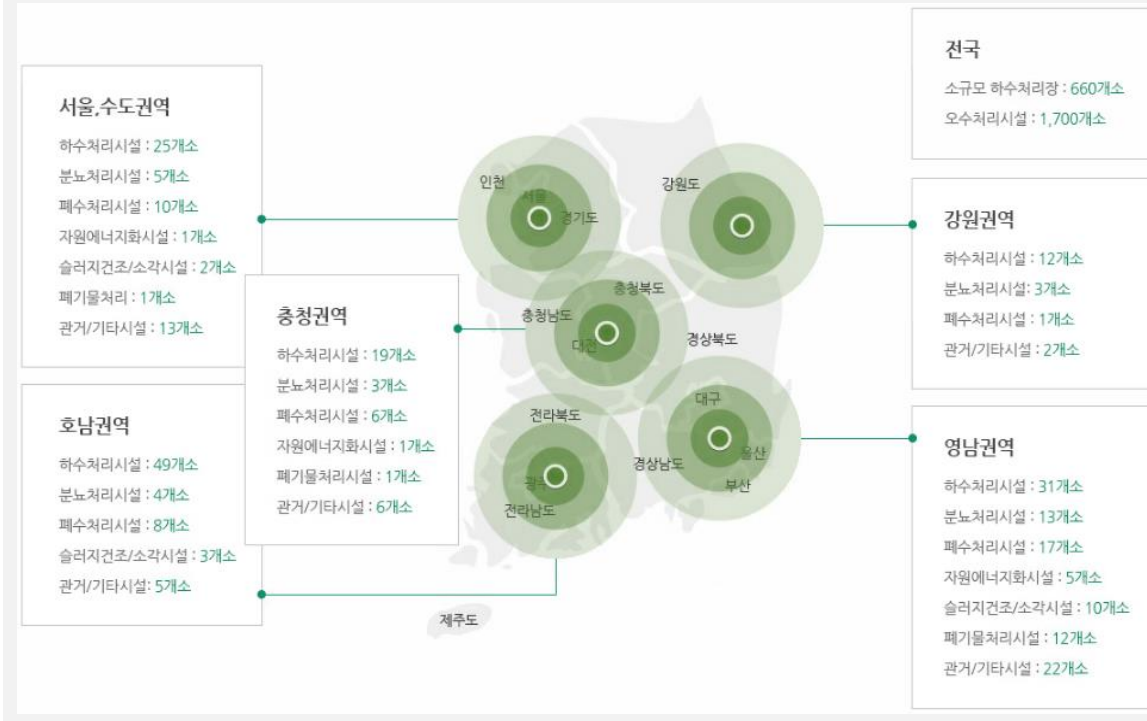


자료: EMC홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

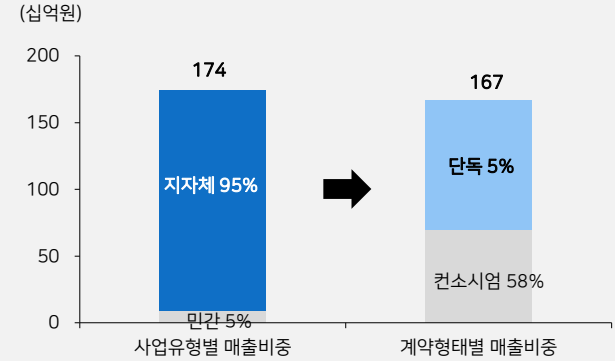


하수 및 폐수 처리시설 운영현황

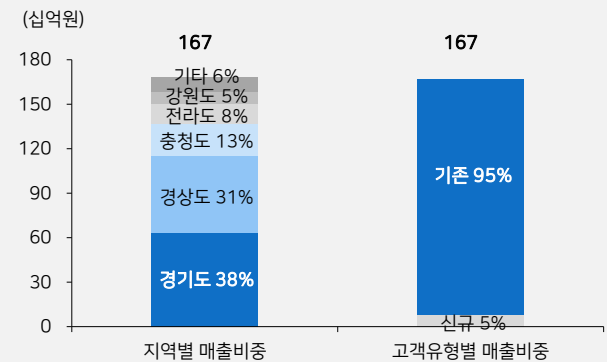
- 전국 지자체 네트워크 및 타사 협력 기반 높은 수주 경쟁력 확보
- 지역적으로 고른 매출 비중 보유
- 기보유 프로젝트의 재계약을 통한 안정적인 매출 발생



사업 유형 및 계약 형태별 매출 비중



구성별 매출액 추이



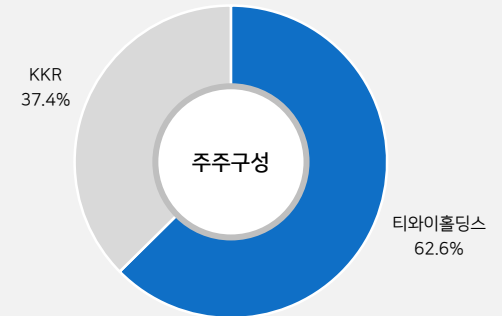
자료: EMC홀딩스, 메리츠증권권 리서치센터

기업개요

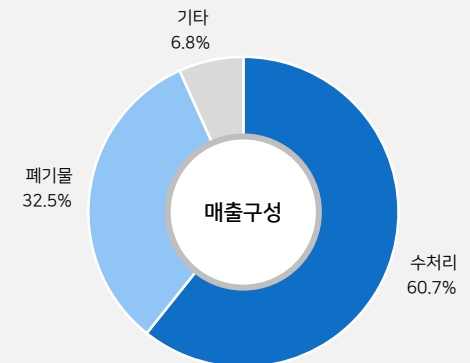
- 태영그룹과 SK그룹의 합작사로 국내 선도적인 종합 폐기물 서비스 제공 업체
- '04년 설립, 수처리 사업을 기반으로 사업시작
- '10년 태영건설과 SK그룹의 합작사업약정체결
- '11년 종합환경사업으로 사업영역을 확대하며, TSK워터로 법인명 변경
- '12년 폐기물처리사업, '13년 고품연료제조 사업 진출 이후, 적극적인 사업다각화 및 M&A 전략을 전개
- 현재는 폐기물 처리, 폐수처리를 포함한 전반적인 환경 관련 서비스 제공
- '20년 10월 SK건설, 휴비스, SK디스커버리의 TSK 총보유지분 37.4%를 KKR이 인수
- 2025년까지 기업가치 3조원 달성 목표
 - 프랑스 베올리아와 같은 글로벌 환경 업체와의 제휴 확대
 - 폐기물 처리과정에서 생산되는 에너지를 활용한 전기 생산 등 기존 사업을 통한 사업다각화

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	영업이익률 (%)	순이익률 (%)	부채비율 (%)
2016	378.1	36.6	15.2	9.7	4.0	186.5
2017	421.9	51.2	19.5	12.1	4.6	157.2
2018	504.4	83.9	33.8	16.6	6.7	127.6
2019	654.4	110.1	28.0	16.8	4.3	103.3

주요 주주구성



매출구성 (2019년 기준)

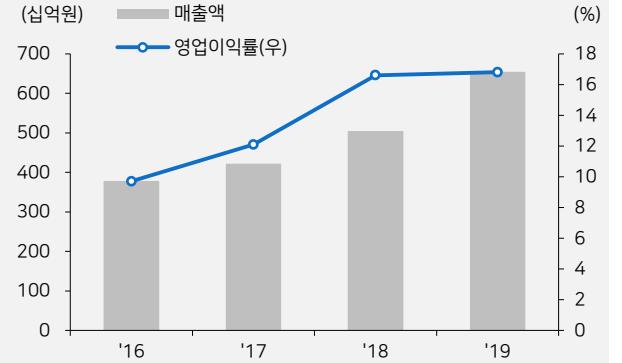


자료: TSK홀딩스, 메리츠증권리서치센터

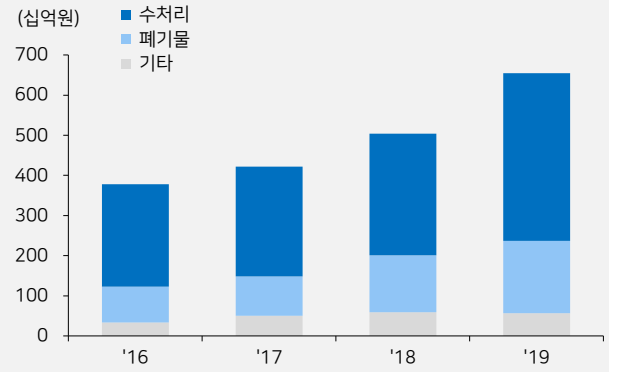
TSK코퍼레이션 성장배경

- **인수를 통한 종합환경업체 성장**
 - '10년: 태영건설, SK그룹 합작사업약정 체결
 - '12년: TSK그린바이로 인수(폐기물 매립사업)
 - '13년: TSK이엔이(폐기물 매립사업)인수, TSK그린에너지(폐기물 연료화 및 스팀사업) 인수, SK케미칼 수처리제 사업 영업양수
 - '14년: TSK그린바이로 기업 분할을 통한 폐기물 사업 확장
 - TSK에스앤더블유(토양정화사업), 그린바이로(폐기물 최종매립), 에코시스템(폐기물 중간처리 및 최종처분업) 인수
 - '15년: 센트로 중부권 매립장 확보, 울산이앤피 스팀 공급사업 확장
 - '16년: TSK에스앤더블유 흡수합병
 - '18년: 에코시스템: TSK이엔이, 그린바이로 통합 법인 설립, TSK M&S 분할신설 법인 설립, TSK워터 분할신설 법인설립, TSK코퍼레이션 법인명 변경
 - '19년: 휴비스워터(수처리 엔지니어링) 인수, 디에스프리텍(도시광산업체) 인수

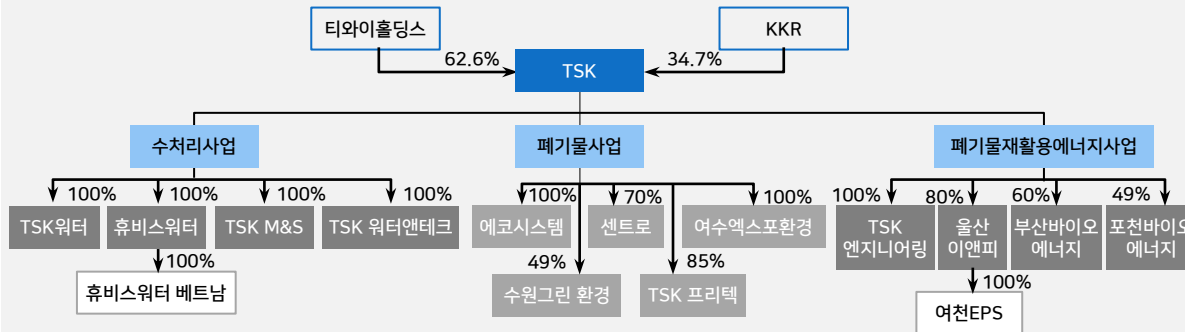
매출액 및 영업이익률 추이



구성별 매출액 추이



자료: TSK코퍼레이션, 메리츠증권증권 리서치센터

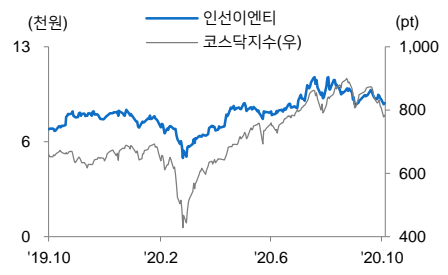


Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10.27)	9,000원
상승여력	-
KOSPI	783.73pt
시가총액	3,455억원
발행주식수	4,646만주
유동주식비율	45.41%
외국인비중	3.70%
52주 최고/최저가	10,750원/5,290원
평균거래대금	188.7억원
주요주주(%)	
아이에스동서 외 1 인	54.55

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.5	4.6
6개월	24.7	2.9
12개월	23.5	2.8

주가그래프



국내 1위 건설폐기물 업체

- 비계구조물 해체에서부터 건설폐기물 수집/운반, 중간처리 및 최종처리까지 폐기물 일괄처리
- 일산에 위치하여, 건설폐기물이 가장 많이 발생하는 수도권 건설폐기물 45%의 점유율 차지
- 건설폐기물은 '15년까지 지속적으로 처리단가가 상승하였으나, 최근 건설경기 침체로 다소 상승세가 부진

'19년 매출비중 10%였던 매립사업부문 성장 기대

- 지정폐기물을 처리하는 광양매립장은 '03~'09년 바다유출문제로 중단된 후, '19년 8월부터 재가동 - 향후 3년간 매립 가능한 용량이며, 매립장 사용이 종료되면 이후 주변 매립장 인허가 및 가동 기대
- 일반폐기물을 처리하는 사천매립장의 경우 '19년 하반기부터 가동된 신규 매립장으로 사용연한 10년 이상

M&A를 통한 사업확장 - 파주비엔알, 영흥산업

- 건폐물 중간처리업체 파주비엔알(230억원), 건폐물 중간처리 소기업체 영흥산업(530억원) 지분 100% 인수
- 인수자금은 아이에스동서를 대상으로 진행한 유상증자와 자기자금으로 조달
- M&A 효과와 규모의 경제 확대로 실적 개선 이어질 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	95.3	7.9	-1.6	-47	-66.7	4,238	-127.3	1.4	24.6	-1.1	101.1
2016	135.5	18.1	0.4	13	-126.7	4,239	504.7	1.5	14.1	0.3	106.7
2017	160.3	21.9	3.0	84	549.3	4,593	85.3	1.6	12.5	1.8	75.8
2018	176.0	23.9	15.3	422	376.0	4,983	15.0	1.3	9.9	8.4	68.8
2019	184.0	29.6	16.7	441	3.3	5,361	18.9	1.6	9.7	8.1	68.2

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	95.3	135.5	160.3	176.0	184.0
매출액증가율(%)	41.9	42.2	18.3	9.8	4.5
매출원가	72.6	101.5	121.4	135.5	137.7
매출총이익	22.7	34.1	38.9	40.5	46.2
판매비와관리비	14.8	16.0	17.0	16.6	16.6
영업이익	7.9	18.1	21.9	23.9	29.6
영업이익률(%)	8.3	13.3	13.7	13.6	16.1
금융손익	-6.0	-5.3	-5.1	-2.3	-5.6
중속/관계기업관련손익	-3.8	0.6	-5.6	-0.3	-0.1
기타영업외손익	-0.8	-5.8	-8.6	-1.2	0.4
세전계속사업이익	-2.6	7.5	2.7	20.0	24.4
법인세비용	-0.8	6.1	-0.5	4.5	7.7
당기순이익	-1.8	0.5	3.2	15.5	16.6
지배주주지분 손이익	-1.6	0.4	3.0	15.3	16.7

Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	47.1	55.9	54.2	69.1	78.6
현금및현금성자산	3.1	3.9	5.7	24.1	27.2
매출채권	22.5	28.1	27.6	27.2	31.6
재고자산	12.7	16.0	13.2	11.7	10.5
비유동자산	244.5	245.2	244.2	246.5	268.6
유형자산	210.0	208.9	220.2	229.8	252.1
무형자산	4.8	2.7	2.4	2.1	3.0
투자자산	9.7	9.0	9.2	2.7	2.4
자산총계	291.5	301.1	298.4	315.6	347.2
유동부채	84.1	111.5	76.5	112.1	83.4
매입채무	8.7	11.4	9.4	13.4	13.0
단기차입금	64.2	55.8	34.9	40.9	57.8
유동성장기부채	4.6	35.4	25.8	49.7	4.3
비유동부채	62.5	43.9	52.1	16.6	57.4
사채	30.5	13.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.5	10.7	36.9	0.0	35.2
부채총계	146.6	155.4	128.6	128.7	140.8
자본금	17.1	17.1	17.9	18.3	19.2
자본잉여금	36.3	35.4	50.9	53.9	60.2
기타포괄이익누계액	0.2	0.9	1.2	0.5	0.4
이익잉여금	91.2	91.6	94.4	109.7	126.1
비지배주주지분	0.4	0.8	5.4	4.6	0.5
자본총계	145.0	145.7	169.8	186.9	206.4

Statement of Cash Flow

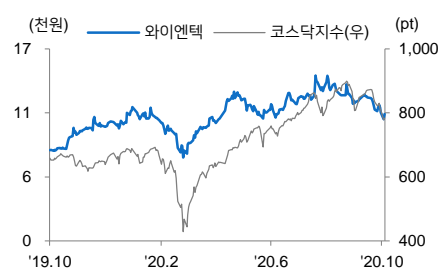
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	-6.6	8.7	9.3	32.8	29.1
당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감가상각비	4.6	5.4	6.0	6.1	10.0
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1
운전자본의 증감	-16.5	-10.1	-17.6	2.0	-7.7
투자활동 현금흐름	-2.5	-6.9	-7.6	-7.0	-27.1
유형자산의 증가(CAPEX)	6.9	7.9	15.3	14.6	23.9
투자자산의 감소(증가)	-5.7	0.9	-4.3	-6.2	-0.3
재무활동 현금흐름	12.0	-1.2	-0.6	-6.7	1.2
차입금증감	-13.5	24.7	-32.9	31.6	-28.4
자본의증가	18.3	-18.0	8.4	-34.8	41.3
현금의증가(감소)	2.8	0.8	1.8	18.4	3.2
기초현금	0.3	3.1	3.9	5.7	24.1
기말현금	3.1	3.9	5.7	24.1	27.2

Key Financial Data

(원,%배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당데이터(원)					
SPS	2,794	3,971	4,558	4,848	4,869
EPS(지배주주)	-47	13	84	422	441
CFPS	532	777	1,011	927	1,026
EBITDAPS	376	697	802	835	1,052
BPS	4,238	4,239	4,593	4,983	5,361
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-127.3	504.7	85.3	15.0	18.9
PCR	11.3	8.4	7.1	6.8	8.1
PSR	2.2	1.6	1.6	1.3	1.7
PBR	1.4	1.5	1.6	1.3	1.6
EBITDA	12.8	23.8	28.2	30.3	39.7
EV/EBITDA	24.6	14.1	12.5	9.9	9.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.1	0.3	1.8	8.4	8.1
EBITDA이익률	13.5	17.6	17.6	17.2	21.6
부채비율	101.1	106.7	75.8	68.8	68.2
금융비용부담률	6.5	3.8	2.3	2.2	1.5
이자보상배율(x)	1.3	3.5	6.0	6.1	10.5
매출채권회전율(x)	5.0	5.4	5.8	6.4	6.3
재고자산회전율(x)	9.9	9.5	11.0	14.1	16.5

Not Rated

적정주가 (12개월)	-	
현재주가 (10.27)	11,100원	
상승여력	-	
KOSPI	783.73pt	
시가총액	2,020억원	
발행주식수	1,820만주	
유동주식비율	53.22%	
외국인비중	1.42%	
52주 최고/최저가	14,450원/7,300원	
평균거래대금	66.9억원	
주요주주(%)		
박용하 외 4인	46.21	
한국투자밸류자산운용	5.57	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.6	-5.8
6개월	4.2	-14.0
12개월	39.4	16.1
주가그래프		



매립과 소각을 모두 완비한 경쟁력 높은 업체

- 여수산업단지를 중심으로 전라남도 지역의 사업장 폐기물을 처리하는 영남 최대규모 폐기물 처리 업체
- 수집/운반에서부터 중간처리, 최종처리까지 폐기물 일괄처리가 가능하여 지역 내 높은 경쟁력 보유

안정적인 매립사업의 신규 매립용량 확보, 소각사업 확대 계획

- 매립사업은 6매립장(일반폐기물), 7매립장(지정폐기물)의 사용이 곧 종료될 예정이며, 새롭게 개시될 8매립장의 사용연한은 20년으로 향후 안정적인 매출 유지 가능
- 소각은 '15년 용량 증대 이후 90%의 가동률을 유지하며 매년 일정한 소각 처리량을 유지 (신설 및 증설 가능성 존재)
- 최근 소각공정에서 발생하는 스팀사업을 시행하고 있으며, 꾸준한 단가 상승으로 수익성 개선 예상

환경 외의 사업도 안정적 - 해운, 레미콘, 골프장

- 매출의 45%를 차지하는 해운의 경우 고객사의 큰 변동이 없기 때문에 GP마진 10~15% 안정적으로 가능
- 레미콘과 골프장도 안정적인 실적을 보일 것으로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016	58.1	9.4	5.6	356	0.0	5,280	9.7	0.7	7.5	5.8	78.7
2017	75.2	12.5	11.5	632	83.2	5,909	6.6	0.7	6.7	10.7	75.1
2018	76.1	14.9	9.0	496	-22.0	6,406	9.0	0.7	6.7	7.7	79.4
2019	98.6	26.2	18.4	1,012	104.0	7,405	10.3	1.4	7.5	13.7	80.2

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액		58.1	75.2	76.1	98.6
매출액증가율(%)		0.0	29.6	1.1	29.6
매출원가		45.4	58.8	58.5	69.3
매출총이익		12.7	16.5	17.6	29.3
판매비와관리비		3.4	4.0	2.7	3.2
영업이익		9.4	12.5	14.9	26.2
영업이익률(%)		16.1	16.7	19.6	26.5
금융손익		-1.4	-1.4	-1.2	-0.9
종속/관계기업관련손익		0.0	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익		-1.3	3.6	-1.7	-1.1
세전계속사업이익		6.7	14.8	12.1	24.2
법인세비용		1.2	3.3	3.1	5.8
당기순이익		5.5	11.6	9.0	18.4
지배주주지분 손이익		5.6	11.5	9.0	18.4

Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산		18.8	17.7	22.1	33.1
현금및현금성자산		9.5	8.5	14.3	21.8
매출채권		8.2	8.6	7.0	8.9
재고자산		0.1	0.1	0.1	0.1
비유동자산		154.5	170.6	187.0	209.7
유형자산		146.8	162.7	179.5	202.1
무형자산		3.4	3.4	3.4	3.4
투자자산		4.3	4.5	4.1	4.3
자산총계		173.3	188.3	209.1	242.9
유동부채		24.9	35.6	41.6	58.6
매입채무		6.8	7.6	7.3	9.5
단기차입금		8.2	17.2	19.0	23.5
유동성장기부채		7.3	6.8	12.0	19.5
비유동부채		51.4	45.1	50.9	49.5
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		44.3	38.2	44.3	41.8
부채총계		76.3	80.7	92.6	108.1
자본금		8.9	8.9	9.1	9.1
자본잉여금		23.7	23.7	23.7	23.7
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금		63.6	75.1	83.9	102.1
비지배주주지분		0.9	0.0	0.0	0.0
자본총계		97.0	107.6	116.6	134.8

Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름		9.3	16.5	17.2	30.5
당기순이익(손실)		5.5	11.6	9.0	18.4
유형자산감가상각비		5.8	6.7	6.5	7.8
무형자산상각비		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-3.1	-0.7	0.4	0.5
투자활동 현금흐름		-17.1	-29.7	-23.2	-31.5
유형자산의 증가(CAPEX)		15.0	30.4	23.6	29.9
투자자산의 감소(증가)		4.3	0.4	-0.4	0.2
재무활동 현금흐름		9.7	12.3	11.9	8.5
차입금증감		10.0	0.8	4.5	14.8
자본의증가		51.4	-6.3	5.8	-1.5
현금의증가(감소)		1.9	-1.1	5.9	7.5
기초현금		7.6	9.5	8.5	14.3
기말현금		9.5	8.5	14.3	21.8

Key Financial Data

(원,%배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당데이터(원)					
SPS		3,673	4,134	4,180	5,419
EPS(지배주주)		356	632	496	1,012
CFPS		1,158	1,605	1,245	2,024
EBITDAPS		960	1,058	1,175	1,867
BPS		5,280	5,909	6,406	7,405
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		9.7	6.6	9.0	10.3
PCR		3.0	2.6	3.6	5.2
PSR		0.9	1.0	1.1	1.9
PBR		0.7	0.7	0.7	1.4
EBITDA		15.2	19.3	21.4	34.0
EV/EBITDA		7.5	6.7	6.7	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		5.8	10.7	7.7	13.7
EBITDA이익률		26.1	25.6	28.1	34.4
부채비율		78.7	75.1	79.4	80.2
금융비용부담률		2.0	2.1	1.8	2.0
이자상배율(x)		8.2	7.9	11.0	13.1
매출채권회전율(x)		14.2	9.0	9.7	12.4
재고자산회전율(x)		1,055.6	791.9	845.2	939.2

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (10월 27일)	14,300원
상승여력	-
KOSDAQ	783.73pt
시가총액	4,478억원
발행주식수	3,132만주
유동주식비율	78.64%
외국인비중	4.73%
52주 최고/최저가	19,700원 / 4,925원
평균거래대금	513.7억원
주요주주(%)	
전선규 외 6인	18.45

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-13.9	-11.2
6개월	57.8	30.3
12개월	158.1	114.9

주가그래프



2021년 SOFC 연료전지 사업 본격화

- '19년 SOFC 1MW 생산라인 구축, '21년 8kW 시스템 상용화로 연료전지 사업 진출 본격화
- SOFC는 고온에서 작동하여 부품의 내구성 확보가 중요
- 핵심 부품인 '연료전지 스택'의 내재화로 경쟁업체 대비 기술적 우위를 확보
- 수소 로드맵에 따른 연료전지 시장 확대('18년 314MW → '22년 1,550MW) 수혜를 전망

반도체 소재 · 부품 국산화 수혜

- 세라믹 히터와 ESC의 일본업체 점유율이 95%로 고객사의 국산화 요구가 큼
- 세라믹 히터의 장비 1대당 탑재량 증가와 ESC 공급 레퍼런스를 기반으로 고객사내 점유율 확대를 예상
- '21년 DRAM 업황 개선 및 fab 투자에 따른 실적 성장을 전망

세라믹 소재 · 부품 전문기업

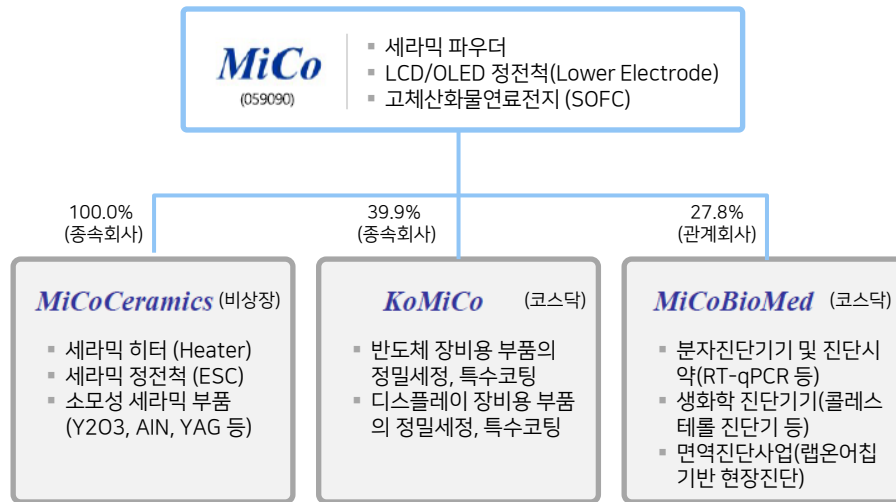
- 세라믹 소재 및 부품 전문기업으로 반도체 공정용 부품과 세정사업을 영위
- '20년 1월 '미코'와 '미코세라믹스'로 물적분할을 통해 사업부문별 전문화를 통한 핵심사업 역량 강화
- 매출구성('19년): 세정사업 71.0%, 부품사업 29.0%

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	141.0	18.6	1.3	48	-21.5	2,149	64.7	1.5	4.8	2.4	111.7
2017	183.9	29.1	9.1	297	202.5	2,035	13.5	2.0	4.4	14.7	72.9
2018	227.4	45.4	13.9	444	66.3	2,720	10.5	1.7	4.3	18.7	123.8
2019	236.2	38.2	8.0	254	-32.0	2,955	22.7	2.0	5.8	9.0	139.9
2020E	259.1	42.8	11.5	368	31.0	3,284	38.9	4.4	7.9	11.8	122.8

반도체 부품 및 세정업체 연료전지(SOFC) 사업 진출

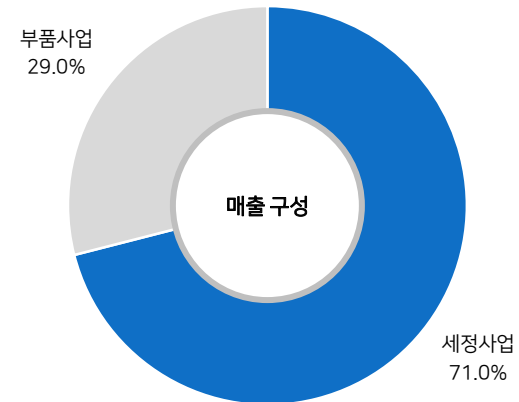
- 미코는 세라믹 소재 및 부품 전문기업으로 반도체 부품과 세정사업을 영위
- '20년 1월 '미코'와 '미코세라믹스'로 물적분할을 통해 사업부문별 전문화를 통한 핵심사업 역량 강화
- 미코: 반도체 세라믹 부품 및 세정사업의 핵심 소재인 '세라믹 파우더'와 디스플레이용 정전척을 생산
국내 최초 SOFC 연료전지를 개발하여 1MW 규모의 생산라인 확보
- 미코세라믹스: 반도체 CVD용 세라믹 히터, Etcher용 정전척(ESC, Electro Static Chuck)을 생산
- 코미코(중속회사): 반도체 공정 중 오염이 발생한 장비 부품의 세정·코팅 사업을 영위

미코 및 계열회사 사업 영역



자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

매출 구성(2019)



자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

- 반도체 소재 · 부품 국산화 수혜**
- 세라믹은 금속에 비해 내식성, 내플라즈마성, 내열성, 유전율이 우수하여 반도체 공정 고단화, 미세화 등에 따른 수요 증가를 전망
 - 세라믹 히터와 ESC의 시장 규모는 각각 5천억원, 8천억원 수준이며 일본업체의 점유율이 95%로 고객사의 국산화 요구가 큼
 - 세라믹 히터의 장비 1대당 탑재량 증가와 ESC 공급 레퍼런스를 기반으로 고객사내 점유율 확대를 예상

주요 세라믹 파우더 및 특성

소재	특성	관련 제품
AlN(Aluminium nitride)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 우수한 열전도성 ▪ 탁월한 절연특성 ▪ 높은 내부식성 	Ceramic Heater
Y ₂ O ₃ (Yittria)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 탁월한 내열성 ▪ 넓은 투과성 ▪ 화학적 안정성 	Ceramic ESC
YAG	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 우수한 내플라즈마성 ▪ 외력에 강한 기계적 강도 ▪ 뛰어난 가공효율 	Ceramic Parts
Al ₂ O ₃ (Alumina)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 우수한 경도 ▪ 높은 내마모성 ▪ 높은 연삭효율 	Ceramic Parts

자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

세라믹히터, ESC 기능 및 특성

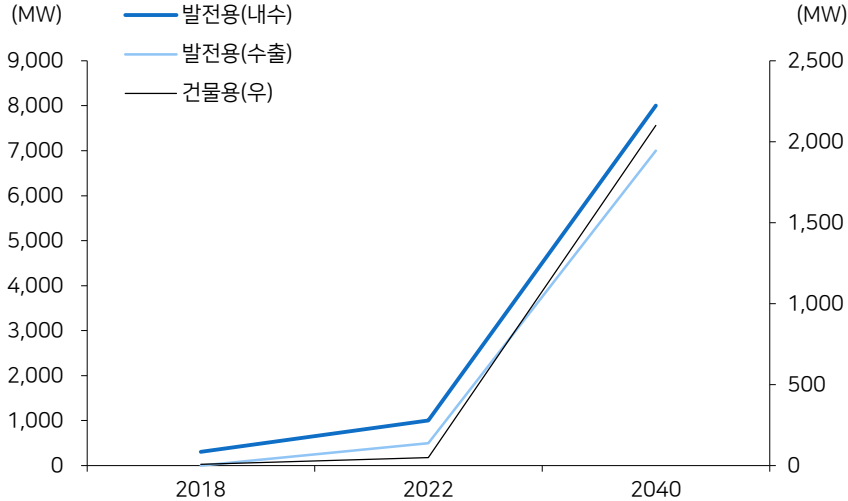
세라믹히터		ESC	
			
기능	박막 증착을 위하여 Wafer에 균일하게 열을 전달하는 부품	기능	Chamber에서 Wafer를 정전기를 통해 고정해주는 고기능성 부품
관련 장비	PECVD, ALD CVD	관련 장비	Etcher
특징	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국내 유일의 AlN Ceramic Heater 양산 능력 및 레퍼런스 보유 ▪ 전제품 Customizing으로 높은 진입 장벽 ▪ 경쟁사 대비 짧은 납기 	특징	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Metal대비 Plasma 내식성, 물리적 내구성, 전압 내구성 높음 ▪ 파티클 방출 감소 및 수율 향상 ▪ 다양한 소재의 ESC 제작 기술 확보

자료: 미코, 메리츠증권 리서치센터

수소 로드맵에 따른 연료전지 확대 수혜를 전망

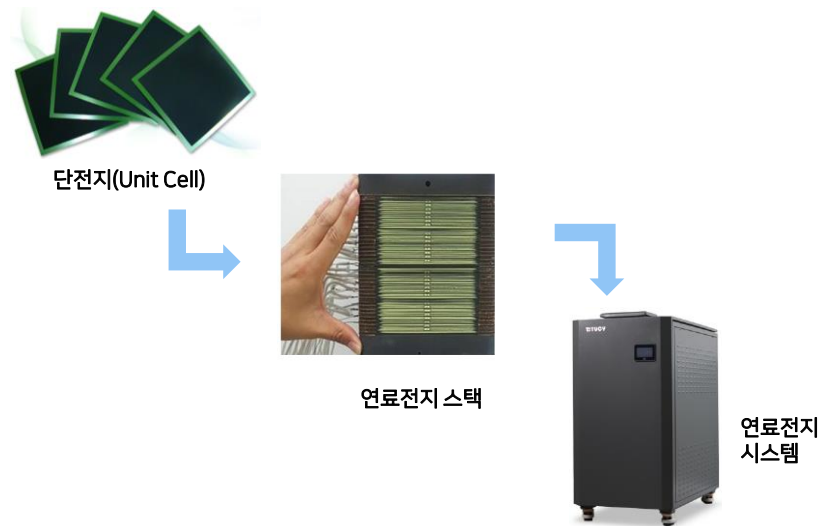
- '08년 세라믹 가공을 통한 SOFC 단전지 제조기술 개발을 시작으로 '19년 1MW 생산라인 구축, '21년 8kW 시스템 상용화로 매출 가시화를 예상
- SOFC 연료전지의 가동온도는 700°C~1,000°C로 핵심 부품 '연료전지 스택'의 내구성 확보가 중요
- 연료전지 스택의 내재화 및 시스템 생산으로 수직계열화를 통한 기술적 우위를 확보
- Capa(1MW → 10MW) 확대 및 '23년까지 50kW 개발을 목표하고 있어 연료전지 시장 확대의 수혜를 전망

수소 연료전지 로드맵(누적 기준)



자료: 수소경제 활성화 로드맵, 메리츠증권 리서치센터

미코 SOFC 수직 계열화



자료: 미코파워, 메리츠증권 리서치센터

미코(059090)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	141.0	183.9	227.4	236.2	259.1
매출액증가율(%)	16.0	30.5	23.7	3.8	9.7
매출원가	77.7	100.1	121.7	126.8	138.6
매출총이익	63.3	83.9	105.8	109.3	120.5
판매비와관리비	44.7	54.8	60.4	71.1	77.7
영업이익	18.6	29.1	45.4	38.2	42.8
영업이익률(%)	13.2	15.8	19.9	16.2	16.5
금융손익	-6.5	-3.1	-3.7	-3.9	-5.7
중속/관계기업관련손익	0.0	-2.8	-2.4	-3.5	2.0
기타영업외손익	-1.3	2.3	0.2	-2.2	-2.0
세전계속사업이익	10.9	25.5	39.4	28.7	37.0
법인세비용	5.3	6.4	7.1	6.8	8.3
당기순이익	5.6	19.1	32.3	22.0	28.8
지배주주지분 손이익	1.3	9.1	13.9	8.0	11.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	72.4	91.0	158.3	168.1	215.2
현금및현금성자산	28.7	50.5	97.7	84.9	124.0
매출채권	23.0	23.5	28.6	30.9	33.9
재고자산	14.7	11.8	16.6	18.7	20.6
비유동자산	94.6	111.1	173.8	236.9	222.3
유형자산	82.2	96.1	154.9	209.9	195.7
무형자산	4.2	3.4	5.6	8.2	6.7
투자자산	3.2	6.1	10.2	13.0	13.9
자산총계	167.0	202.1	332.1	405.0	437.4
유동부채	56.4	57.4	69.1	107.4	110.4
매입채무	6.0	6.6	5.8	8.1	8.9
단기차입금	24.8	20.9	35.7	47.2	47.2
유동성장기부채	14.8	12.3	6.4	4.7	4.7
비유동부채	31.7	27.9	114.6	128.8	130.7
사채	0.0	0.0	33.9	11.6	31.6
장기차입금	17.6	12.5	48.5	74.2	54.2
부채총계	88.1	85.2	183.7	236.2	241.1
자본금	14.0	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	73.0	65.4	73.9	73.9	73.9
기타포괄이익누계액	-1.0	-3.3	-4.4	-3.6	-3.6
이익잉여금	-5.0	6.8	20.9	27.4	37.7
비지배주주지분	18.6	53.1	63.2	76.3	93.5
자본총계	78.9	116.9	148.4	168.8	196.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동현금흐름	10.7	36.0	34.6	44.8	58.6
당기순이익(손실)	5.6	19.1	32.3	22.0	28.8
유형자산감가상각비	8.2	9.5	11.6	18.7	29.1
무형자산상각비	0.4	0.4	0.6	1.0	1.5
운전자본의 증감	-10.2	0.1	-14.7	-6.8	-0.8
투자활동 현금흐름	-8.2	-38.1	-90.6	-91.3	-18.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.7	-31.6	-71.1	-64.7	-15.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-2.9	-4.1	-2.8	-0.9
재무활동 현금흐름	-3.7	25.5	102.5	32.3	-1.0
차입금증감	-9.5	-11.6	97.6	45.3	0.3
자본의증가	9.3	-5.9	8.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-1.0	21.8	47.3	-12.9	39.0
기초현금	29.8	28.7	50.6	97.8	85.0
기말현금	28.7	50.6	97.8	85.0	124.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,151	5,985	7,262	7,541	8,273
EPS(지배주주)	48	297	444	254	368
CFPS	1,085	1,411	1,899	1,952	2,342
EBITDAPS	995	1,271	1,839	1,849	2,342
BPS	2,149	2,035	2,720	2,955	3,284
DPS	0	0	40	40	40
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.9	0.7	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	64.7	13.5	10.5	22.7	38.9
PCR	2.9	2.8	2.5	3.0	6.1
PSR	0.6	0.7	0.6	0.8	1.7
PBR	1.5	2.0	1.7	2.0	4.4
EBITDA	27.2	39.1	57.6	57.9	73.3
EV/EBITDA	4.8	4.4	4.3	5.8	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	14.7	18.7	9.0	11.8
EBITDA이익률	19.3	21.2	25.3	24.5	28.3
부채비율	111.7	72.9	123.8	139.9	122.8
금융비용부담률	2.6	1.2	1.9	2.9	3.0
이자보상배율(x)	5.0	13.1	10.3	5.6	5.5
매출채권회전율(x)	7.4	7.9	8.7	7.9	8.0
재고자산회전율(x)	10.9	13.9	16.0	13.4	13.2

에스퓨얼셀(288620) 건물용 연료전지의 강자

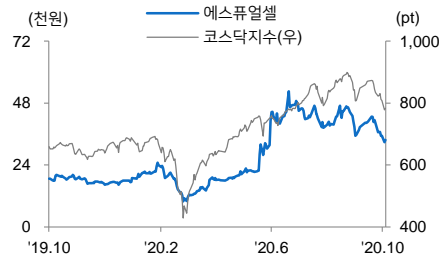
Analyst 이상현 02. 6454-4877
Sang-hyun.lee@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (10월 27일)	33,650원
상승여력	-
KOSDAQ	783.73pt
시가총액	1,933억원
발행주식수	574만주
유동주식비율	53.38%
외국인비중	2.79%
52주 최고/최저가	52,600원 / 9,930원
평균거래대금	140.2억원
주요주주(%)	
에스에너지 외 2인	46.47

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.6	-2.7
6개월	83.4	51.4
12개월	80.4	50.2

주가그래프



정책 지원으로 가속화될 수소 로드맵 이행

- 연료전지 산업은 개별요금제 적용, 공공건물 신재생에너지 공급의무비율 등 정책의 지원으로 수소 로드맵 이행 달성을 전망
- 수소 로드맵 상 연료전지 구축은 2022년까지 발전용 1.5GW('19년 397MW), 건물용 50MW('19년 11MW)를 설치할 계획

JV를 통한 중국 연료전지 시장 진출

- '19년 6월 중국의 '대련화성과일신에너지유한공사'와 JV 설립으로 중국 연료전지 시장에 진출
- 코로나19 영향으로 중국내 생산 공장 구축은 지연 → '21년 생산 공장 완공 예정
- 핵심 부품인 '연료전지 스택'과 '수소추출기'를 국내에서 제조 → 중국에서 조립 및 연료전지 시스템을 생산·구축에 따른 해외 매출 성장을 전망

연료전지 시스템 전문기업

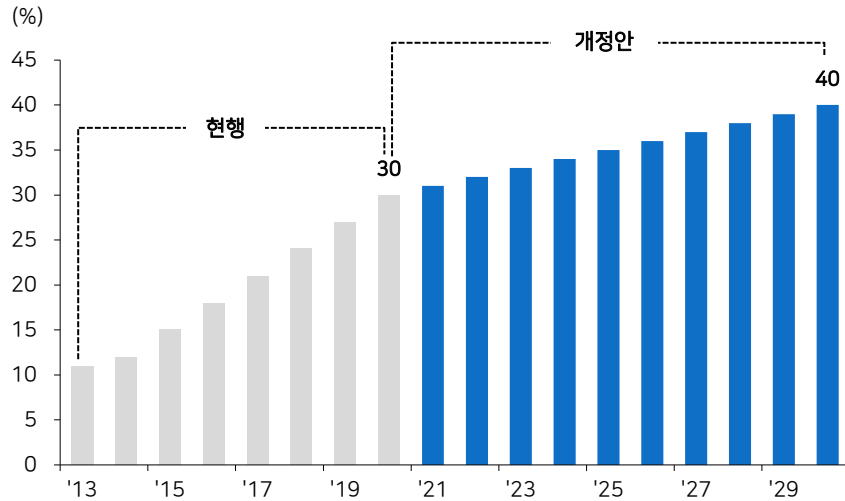
- '14년 GS칼텍스 연료전지 사업부에서 분사하여 설립된 연료전지 전문기업
- 건물용 연료전지(PEMFC)를 주력으로 생산(Capa: 7.5MW)
- 매출구성('19년): 건물용 86.5%, 발전용 10.5%, 기타 3.0%

(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	6,249	45.9	5.4	35.9	12.4	115.8

건물용 연료전지 시장 확대

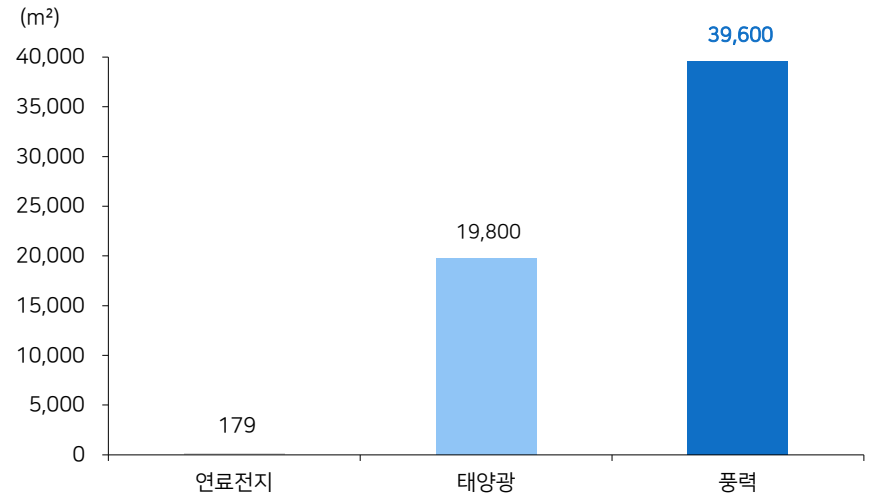
- 국내 연료전지 시장은 신재생에너지 의무사업에 따라 지속적인 성장을 전망
- 연료전지는 옥외, 지하, 옥상 등 설치 조건에 제약이 없으며, 1kW당 약 0.18m²로 공간효율이 우수하여 건축물에 설치되는 신재생에너지는 연료전지가 가장 적합
- 연면적 1,000m² 이상의 공공건축물에 대하여 예상 에너지 사용량의 공급의무비율('20년 30%) 이상을 신재생에너지로 공급토록 의무화한 제도에 따라 연료전지 설치 확대를 전망

공공건축물 신재생에너지 공급의무비율



주: 연면적 1,000m² 이상의 건축물
자료: 한국에너지공단, 메리츠증권 리서치센터

신재생에너지 1MW 기준 설치면적



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	100.4	202.9	314.9	379.5	559.6
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
판매비와관리비	27.1	34.7	53.3	98.3	141.5
영업이익	13.0	32.8	19.5	21.8	54.3
영업이익률(%)	12.9	16.2	6.2	5.7	9.7
금융손익	-0.5	-0.4	-1.9	-4.7	-6.4
종속/관계기업관련손익	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
당기순이익	10.6	27.9	14.9	14.9	42.1
지배주주지분 순이익	10.6	27.9	14.9	14.9	42.1

Balance Sheet

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	100.7	171.7	545.2	600.2	673.5
현금및현금성자산	0.6	6.5	115.6	102.7	47.8
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
자산총계	105.3	178.5	564.3	696.8	774.7
유동부채	71.3	104.6	257.2	323.1	360.2
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
부채총계	72.8	118.0	262.9	377.2	415.8
자본금	10.3	10.3	28.7	28.7	28.7
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	113.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	32.6	60.5	301.4	319.7	358.9

Statement of Cash Flow

(십원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동현금흐름	-3.4	-13.2	18.5	-197.4	-24.0
당기순이익(손실)	10.6	27.9	14.9	14.9	42.1
유형자산감가상각비	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	-67.6
투자활동 현금흐름	-2.1	-3.1	-133.9	39.9	-21.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.5	-1.9	-0.8	-39.4	-4.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	-2.5	-3.7	3.1	-2.0
재무활동 현금흐름	6.1	22.1	224.5	144.6	-9.0
차입금증감	17.1	22.1	4.2	150.7	-6.3
자본의증가	13.0	0.0	220.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.6	5.8	109.1	-12.9	-54.9
기초현금	0.0	0.6	6.5	115.6	102.7
기말현금	0.6	6.5	115.6	102.7	47.8

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019	2020E
주당데이터(원)					
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	6,249
DPS	0	0	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	97.3	66.7	45.9
PCR	0.0	0.0	55.0	36.7	34.7
PSR	0.0	0.0	4.6	2.6	3.5
PBR	0.0	0.0	5.9	3.1	5.4
EBITDA	14.4	34.3	20.5	24.6	55.8
EV/EBITDA	1.1	1.0	76.2	41.8	35.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	32.5	60.0	8.2	4.8	12.4
EBITDA이익률	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

제이엔케이히터(126880) 수소추출기 국산화로 수소 인프라 확대 수혜

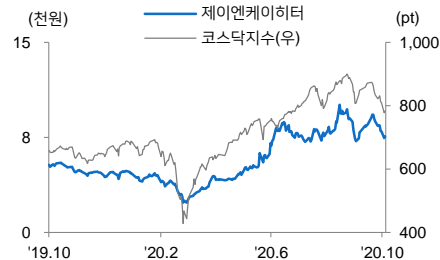
Analyst 이상현 02. 6454-4877
Sang-hyun.lee@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (10월 27일)	7,680원
상승여력	-
KOSDAQ	783.73pt
시가총액	1,782억원
발행주식수	2,320만주
유동주식비율	82.65%
외국인비중	0.66%
52주 최고/최저가	10,200원 / 2,370원
평균거래대금	341.0억원
주요주주(%)	
김방희 외 3인	17.19

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	5.2	8.5
6개월	80.7	49.1
12개월	46.3	21.8

주가그래프



수소 인프라 확충을 위한 수소추출기 공급 확대

- 수소추출기를 국산화하여 수소충전소 및 수소생산기지 구축 사업에 진출
- 수소 로드맵 상 수소충전소는 '20년 1월 기준 34개 → '22년까지 310개소 구축을 계획(누적 기준)
- 초기 수소 시장은 수요가 충분치 않아 천연가스를 활용한 추출수소를 핵심 공급원으로 사용
- 전국 LNG 공급망을 활용하여 추출을 통한 수소 인프라 구축이 예상되어 수소추출기 공급 확대를 전망

산업용 가열로 및 수소충전소 구축 전문기업

- '98년 대림엔지니어링 히터사업부에서 분사하여 설립된 산업용 가열로 및 수소충전소 구축 전문기업
- 산업용 가열로는 정유 및 석유화학 플랜트의 핵심설비로 플랜트 설비 투자 규모의 약 3% 수준을 차지
- 글로벌 산업용 가열로 업체는 13개로 제이엔케이히터, 허티페트로캠(프랑스), ITT(이탈리아)가 시장을 과점하고 있음
- 산업용 가열로의 핵심기술은 설계와 시공능력, 가격 경쟁력으로 300여 개 이상의 프로젝트 경험과 Lummus(미국)와 기술협약을 통한 특허 기술 확보, 구매채널 다양화로 가격경쟁력을 확보
- 매출구성('19년): 산업용 가열로 83.4%, 임대료 수입 16.6%

(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,435.4	25.6	-17.5	-137	-147.7	4,781	-26.5	0.8	16.7	-2.7	134.9
2017	1,194.2	11.0	-143.9	-971	723.0	3,854	-3.6	0.9	27.1	-22.5	142.5
2018	1,504.6	48.7	-77.2	-472	-59.9	3,081	-11.0	1.7	20.8	-14.1	284.9
2019	2,255.3	172.9	70.3	355	-189.9	4,014	13.6	1.2	6.0	10.1	98.4
2020E	1,781.9	79.0	41.8	185	-48.0	3,931	41.6	2.0	17.7	4.7	77.8

투자포인트

수소추출기를 활용한 수소인프라 구축

- 소소 로드맵 상 수소차 보급 확대에 요구되는 수소충전소의 절대적인 규모를 감안하여, 수소충전소를 2022년에는 310개소 → 2040년에는 1,200개소 구축하는 것을 목표로 설정함
- 수소 조달이 제한적인 지역은 On-site방식의 수소충전소 구축으로 수소추출기 공급 및 충전소 구축사업에 따른 실적 증가를 전망
- 전국 LNG 공급망 4개의 인수기지와 정압관리소 142개소에 추출기 설치를 통한 수소 생산 및 공급기지 구축 계획으로 수소추출기 공급 물량 증가를 예상

제이엔케이히터 수소추출기



자료: 제이엔케이히터, 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 LNG 생산기지 운영현황



자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	1,435.4	1,194.2	1,504.6	2,255.3	1,781.9
매출액증가율(%)	-16.3	-16.8	26.0	49.9	-21.0
매출원가	1,266.9	1,075.4	1,347.7	1,963.8	1,585.9
매출총이익	168.5	118.8	156.9	291.5	196.0
판매비와관리비	142.9	107.8	108.2	118.5	117.0
영업이익	25.6	11.0	48.7	172.9	79.0
영업이익률(%)	1.8	0.9	3.2	7.7	4.4
금융손익	-6.9	30.6	-76.3	-38.1	-7.8
종속/관계기업관련손익	-0.1	-7.9	-1.1	2.6	0.0
기타영업외손익	-28.3	-211.3	-6.7	-28.8	-10.0
세전계속사업이익	-9.8	-177.5	-35.3	108.8	61.2
법인세비용	7.4	-13.0	37.4	29.5	14.1
당기순이익	-17.2	-164.5	-72.7	79.2	47.1
지배주주지분 손이익	-17.5	-143.9	-77.2	70.3	41.8
Balance Sheet					
(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	1,142.8	813.3	1,335.2	1,026.0	938.0
현금및현금성자산	308.4	81.5	252.2	250.3	304.9
매출채권	286.2	426.8	335.2	446.1	365.8
재고자산	6.5	0.8	584.6	16.8	20.2
비유동자산	627.4	611.4	712.3	741.0	729.0
유형자산	459.0	215.8	250.6	273.8	300.0
무형자산	16.2	16.4	16.7	15.9	15.5
투자자산	97.2	228.0	183.1	189.0	151.1
자산총계	1,770.2	1,424.7	2,047.5	1,767.0	1,667.0
유동부채	785.2	789.7	1,227.2	856.1	710.1
매입채무	180.3	260.3	190.1	241.8	157.2
단기차입금	446.9	315.3	341.2	247.1	247.1
유동성장기부채	0.0	60.0	40.5	6.8	0.0
비유동부채	231.4	47.5	288.4	20.5	19.4
사채	100.0	0.0	263.0	0.0	0.0
장기차입금	126.2	43.2	5.4	5.2	5.2
부채총계	1,016.6	837.2	1,515.6	876.6	729.5
자본금	74.1	74.1	84.4	108.4	108.4
자본잉여금	384.0	384.0	462.1	721.7	721.7
기타포괄이익누계액	-6.0	3.2	1.4	1.6	1.6
이익잉여금	313.7	167.0	5.3	72.9	114.7
비지배주주지분	44.8	16.3	11.6	19.9	25.2
자본총계	753.6	587.5	531.9	890.4	937.5

Statement of Cash Flow					
(억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동현금흐름	-199.3	-85.7	152.4	112.2	65.9
당기순이익(손실)	-17.2	-164.5	-72.7	79.2	47.1
유형자산감가상각비	26.5	23.6	11.2	15.3	23.8
무형자산상각비	1.0	0.6	0.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	-220.4	-148.3	76.2	-50.5	-5.4
투자활동 현금흐름	-16.2	-134.6	-117.6	-51.3	-4.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-67.2	-5.1	-42.3	-31.5	-50.0
투자자산의 감소(증가)	49.5	-130.8	45.0	-5.9	37.9
재무활동 현금흐름	228.0	-14.4	136.0	-61.9	-6.3
차입금증감	56.8	-153.1	121.3	-299.4	-6.3
자본의증가	164.9	0.0	88.5	283.6	0.0
현금의증가(감소)	10.0	-226.9	170.7	-1.9	54.6
기초현금	298.3	308.4	81.5	252.2	250.3
기말현금	308.4	81.5	252.2	250.3	304.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018	2019	2020E
주당데이터(원)					
SPS	11,265	8,056	9,202	11,383	7,865
EPS(지배주주)	-137	-971	-472	355	185
CFPS	352	514	462	920	411
EBITDAPS	416	237	370	952	455
BPS	4,781	3,854	3,081	4,014	3,931
DPS	50	50	0	0	0
배당수익률(%)	1.4	1.4	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-26.5	-3.6	-11.0	13.6	41.6
PCR	10.3	6.8	11.3	5.2	18.7
PSR	0.3	0.4	0.6	0.4	1.0
PBR	0.8	0.9	1.7	1.2	2.0
EBITDA	53.1	35.1	60.5	188.6	103.1
EV/EBITDA	16.7	27.1	20.8	6.0	17.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.7	-22.5	-14.1	10.1	4.7
EBITDA이익률	3.7	2.9	4.0	8.4	5.8
부채비율	134.9	142.5	284.9	98.4	77.8
금융비용부담률	1.4	1.6	3.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	1.2	0.6	1.0	6.4	4.2
매출채권회전율(x)	5.0	3.3	3.9	5.8	4.4
재고자산회전율(x)	61.7	323.0	5.1	7.5	96.4

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 하시기를 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.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션(009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

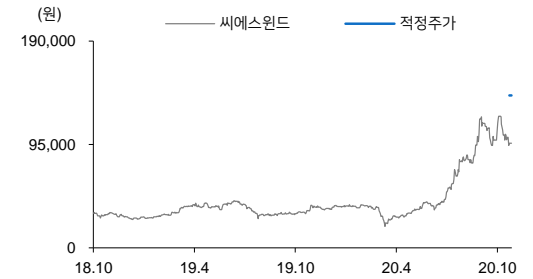
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.31	산업분석	Buy	45,000	노우호	-55.3	-42.4	
2018.11.13	산업분석	Buy	25,000	노우호	-19.2	-7.2	
2019.02.21	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-22.7	-15.0	
2019.08.07	기업브리프	Buy	24,000	노우호	-26.9	-21.9	
2019.10.31	산업분석	Buy	22,000	노우호	-16.7	-9.1	
2020.01.20	기업브리프	Buy	25,000	노우호	-27.8	28.2	
2020.08.12	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-9.0	9.4	
2020.10.28	산업분석	Buy	51,000	노우호	-	-	

씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2020.10.28 산업분석 Buy 140,000 문경원 - -



한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2019.09.30 산업분석 Buy 58,000 민사영 -33.8 -29.4
 2020.01.30 기업브리프 Buy 46,000 민사영 -28.3 -26.7
 2020.02.19 커버리지 제외
 2020.08.24 산업분석 Buy 33,000 문경원 -25.0 -4.7
 2020.10.20 기업브리프 Buy 37,000 문경원 - -

