

# 범한퓨얼셀 (382900)

## Plug Power와 Bloom Energy가 섞인...!

2024년 6월 24일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	28,000 원 (유지)
✓ 상승여력	19.9%	✓ 현재주가 (6월 21 일)	23,350 원

### 신한생각 국가대표 Full-Cycle Player가 될 잠재력 보유

신에너지(수소) Top Pick 유지. 사업 확장 구도 여전히 매우 매력적. 범한퓨얼셀은 Plug Power와 같은 PEMFC 기반 Full-Cycle Player이며 Bloom Energy와 같은 SOFC/EC 확보 중. 기존 사업 펀더멘털 강화 및 신사업 성과 본격화 시 국가대표 Full-Cycle Player가 될 수 있을 것으로 기대

### 키워드를 통해 살펴본 기존 사업 및 신사업 추진 현황

<기존 사업> [잠수함용 PEMFC] 신규 수요(장보고-III 6번함까지 수주 완료, 9번함까지 잔여 물량 有, 고객사의 해외 프로젝트 수주 가능성 有), 교체 수요(장보고-II용 국산화로 2024~25년부터 수주 예상, 장보고-III용 교체 주기도 2026~27년부터 도래), 무인 잠수정(2030년 전력화 예정, 2027년부터 발주 예상, 낮은 P But 많은 Q 기대) / [건물용 PEMFC] 시장 점유율 확대(원가 개선, 수소 모델 출시, 대용량화로 발전용 시장 진출 준비 중) / [수소 충전소] 기체식(모회사를 통한 수소 압축기 내재화, 디스펜서 등 개발 중), 액체식(핵심 부품 공급사와 협력으로 시장 진출 준비 완료)

<신사업> [SOFC] 개발 완료(2024년 시제품 제작, 2025년 건물용 및 향후 대용량화 통해 발전용 시장 진출, SOEC로의 확장 계획) / [수소 버스] 개발 중(2026~27년 시장 진출, 범한자동차 등 계열사와 협력) / [선박용 연료전지] 연료 다변화(액화 수소, 암모니아 기반 PEMFC 시스템 DNV AIP 인증 획득, 2026년 이후 시장 진출) / [MEA 내재화] 원가 절감 효과 극대화(범한머티리얼즈 통해 잠수함용부터 범용 및 수전해전지용으로 확대)

### Valuation

투자이전 '매수', 목표주가(EV/EBITDA Valuation) 2.8만원 유지. 현재 12MF EV/EBITDA 약 51배 수준. 시장이 원하는 것은 "성장(매출액 성장률 CAGR +30% 이상)"이며 Valuation 부담의 빠른 완화는 이에 달려있음

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	50.7	1.3	2.3	90.1	2.1	2.1	63.2	-
2023	30.5	(5.2)	(2.4)	-	(2.3)	1.7	-	-
2024F	47.9	0.8	(0.2)	-	(0.2)	2.0	70.5	-
2025F	60.1	2.2	(1.2)	-	(1.1)	2.0	40.0	-
2026F	74.2	4.6	0.5	427.5	0.5	2.0	27.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [신에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원  
✉ cgh815@shinhan.com

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	204.6십억원
발행주식수(유동비율)	8.8백만주(45.0%)
52주 최고가/최저가	30,250 원/17,020 원
일평균 거래액 (60 일)	10,744 백만원
외국인 지분율	1.4%
주요주주 (%)	
범한산업	51.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	21.0	27.5	(22.8)	12.8
상대	20.1	35.2	(20.7)	16.3



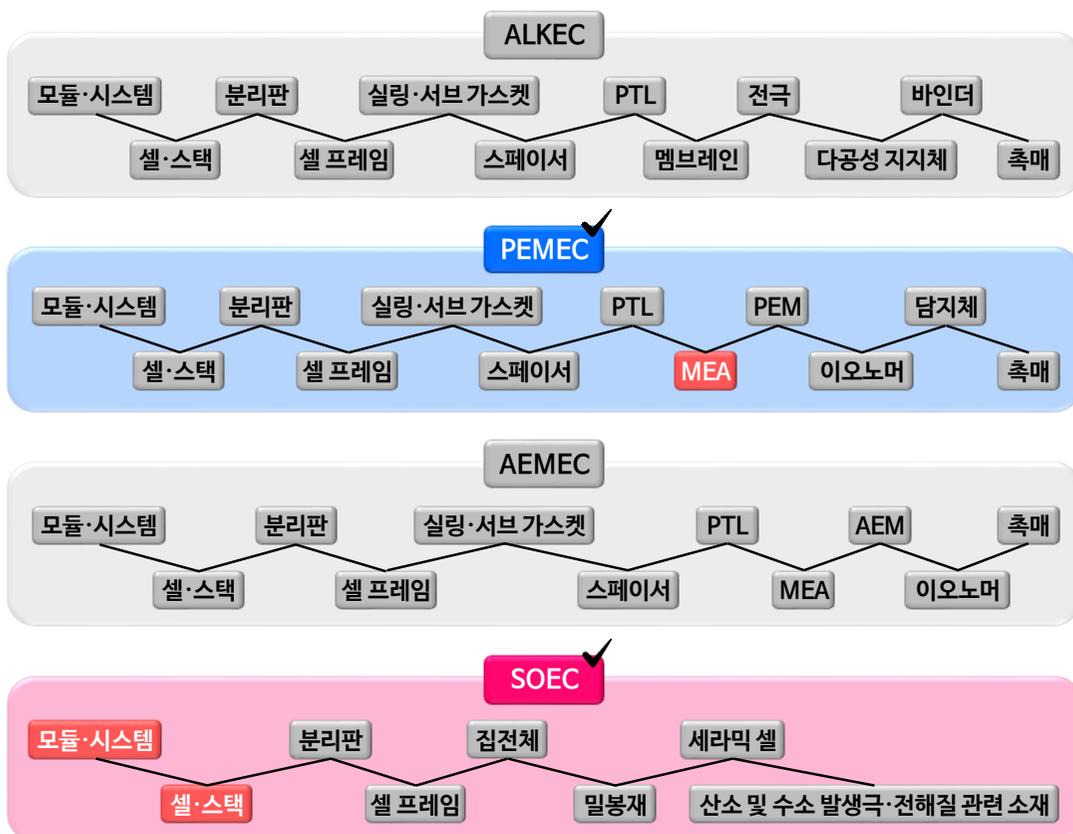
### <수전해전지 관련 사업 추진 현황>

#### 범한퓨얼셀의 수전해전지 기술 포트폴리오 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 범한퓨얼셀이 현재 확보한 수전해전지 기술은 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리

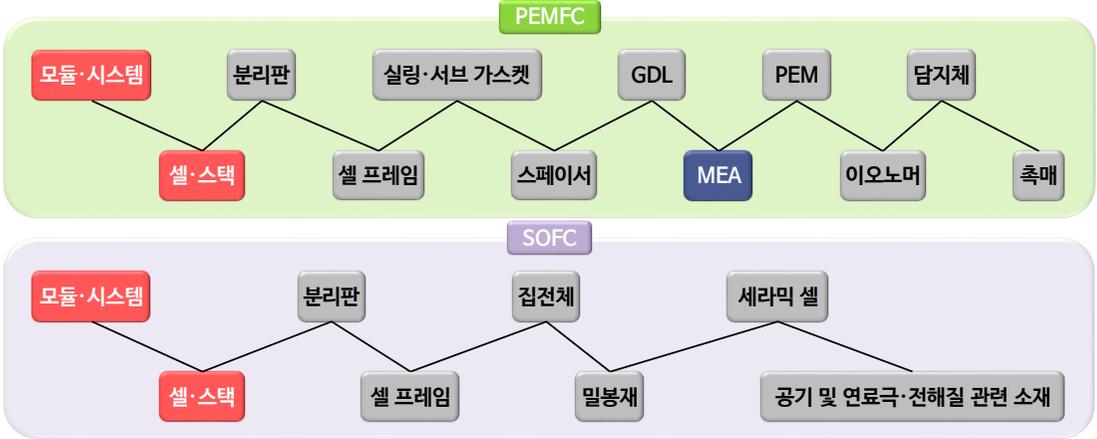
#### 수전해전지 기술별 Value Chain 내 범한퓨얼셀의 사업화 현황



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)

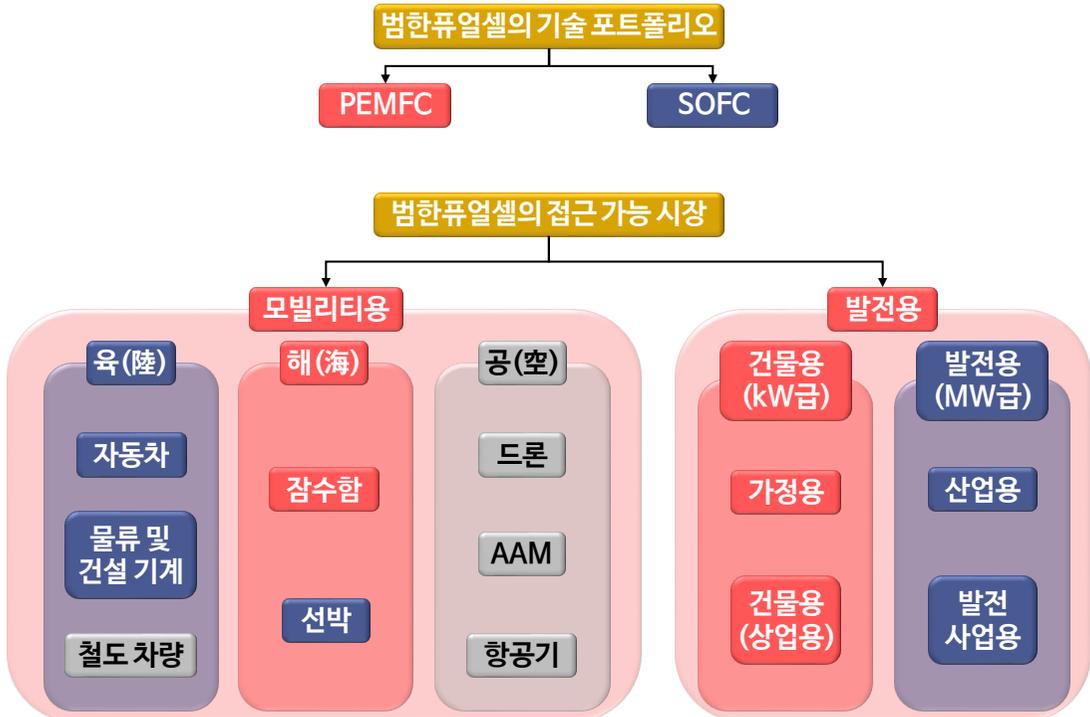
### <연료전지 관련 사업 추진 현황>

#### PEMFC 및 SOFC Value Chain 내 범한퓨얼셀의 사업화 현황



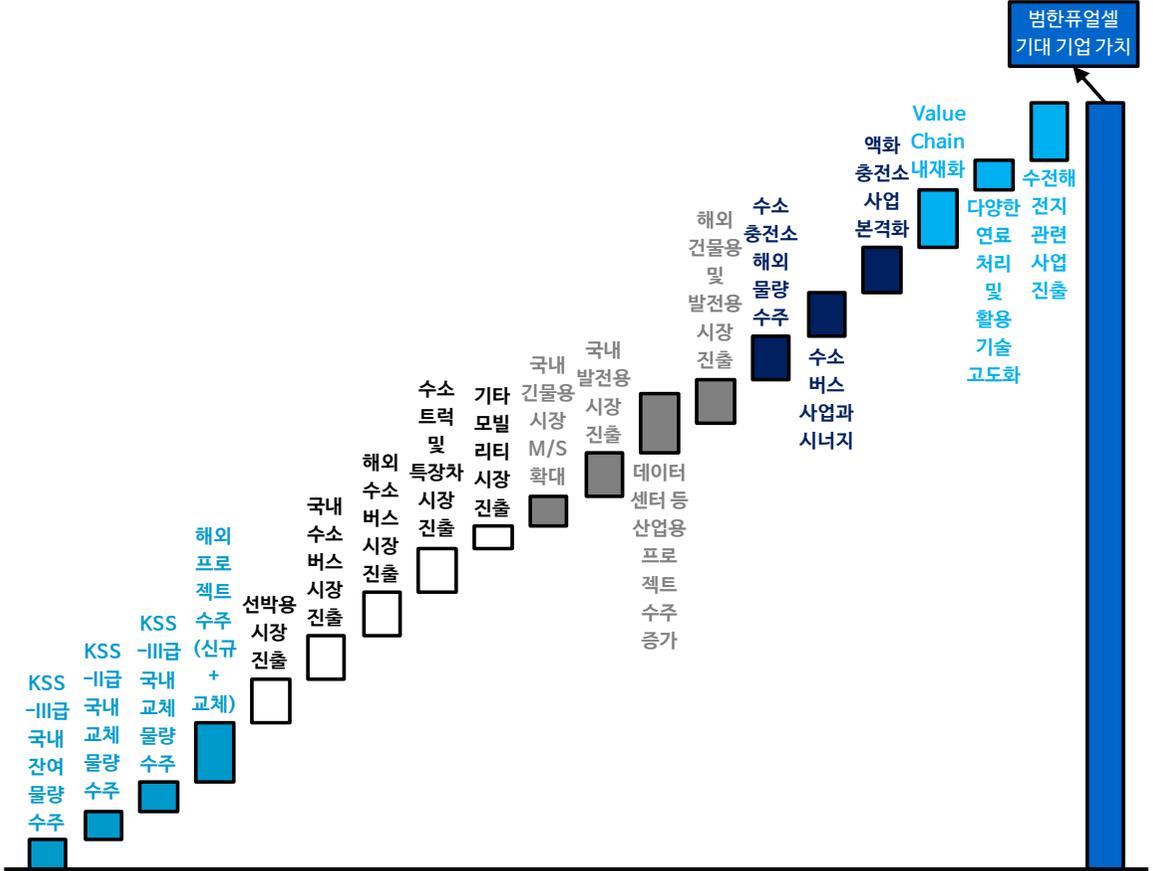
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

#### 범한퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



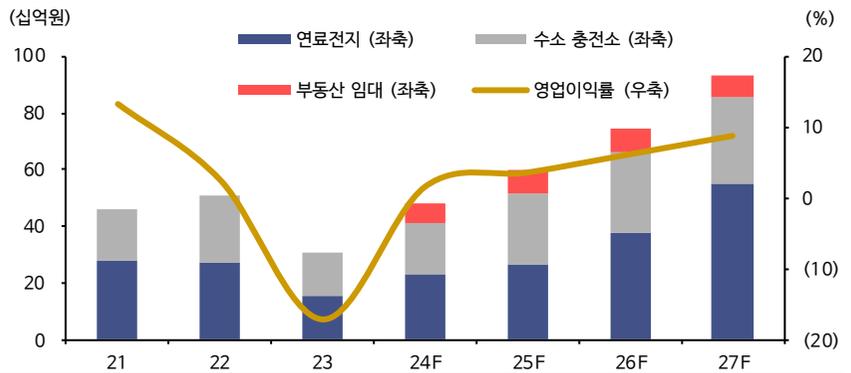
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 범한퓨얼셀이 현재 확보한 기술 포트폴리오는 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 범한퓨얼셀이 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

범한퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



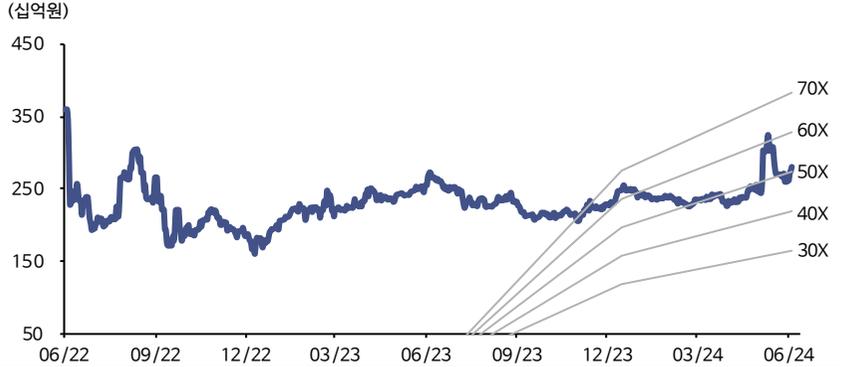
자료: 신한투자증권 추정/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 미치는 영향력의 크기를 나타냄

범한퓨얼셀 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2027F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	15.4	12.1	27.0	326.1	할인율(WACC) 9% / 2024F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				3.5	
③ 순 차입금				88.8	
목표 시가총액				240.8	(①+②-③)
발행 주식 수				8,582.5	자사주 제외
목표주가				28,000	
현재 주가				23,350	
상승 여력				19.9	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	46.1	50.7	30.5	47.9	60.1	74.2	93.6
YoY %	44.4	10.0	(39.8)	57.0	25.4	23.6	26.1
연료전지	28.3	27.6	15.3	23.4	26.7	37.8	54.9
YoY %	6.5	(2.2)	(44.7)	53.2	14.0	41.6	45.2
수소 충전소	17.8	23.0	15.2	17.6	25.1	28.2	30.4
YoY %	230.8	29.7	(33.9)	15.7	42.7	12.1	8.1
부동산 임대	17.8	23.0	15.2	6.9	8.2	8.2	8.2
YoY %	230.8	29.7	(33.9)	-	20.0	0.0	0.0
영업이익	6.2	1.3	(5.2)	0.8	2.2	4.6	8.3
YoY %	22.1	(78.8)	적전	흑전	176.6	111.0	78.7
영업이익률	13.4	2.6	(17.2)	1.7	3.7	6.3	8.9
EBITDA	7.1	2.5	(3.6)	3.9	7.2	10.7	15.4
YoY %	26.0	(64.6)	적전	흑전	83.3	48.2	44.2
EBITDA 마진율	15.4	4.9	(11.9)	8.2	12.0	14.4	16.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>129.7</b>	<b>123.6</b>	<b>220.1</b>	<b>218.1</b>	<b>230.3</b>
유동자산	103.8	89.0	58.3	50.6	52.9
현금및현금성자산	23.0	26.7	18.1	11.8	14.6
매출채권	2.2	4.7	6.0	6.7	7.4
재고자산	10.9	16.5	12.0	13.4	14.8
비유동자산	25.9	34.6	161.8	167.6	177.4
유형자산	9.3	13.7	140.8	146.0	155.2
무형자산	2.8	2.7	2.9	3.4	4.1
투자자산	9.3	9.9	9.9	9.9	9.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>23.3</b>	<b>17.7</b>	<b>114.4</b>	<b>113.7</b>	<b>125.4</b>
유동부채	17.0	10.6	19.0	18.4	30.0
단기차입금	3.0	5.0	6.0	8.0	11.0
매입채무	5.3	2.9	8.7	5.0	12.4
유동성장기부채	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	6.3	7.1	95.3	95.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.6	4.1	92.1	92.1	92.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>106.4</b>	<b>105.9</b>	<b>105.7</b>	<b>104.5</b>	<b>105.0</b>
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	98.1	98.1	98.1	98.1	98.1
기타자본	(5.5)	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	9.4	7.0	6.8	5.7	6.2
<b>지배주주지분</b>	<b>106.4</b>	<b>103.9</b>	<b>103.7</b>	<b>102.5</b>	<b>103.0</b>
비지배주주지분	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
*총차입금	6.1	9.3	98.4	100.5	103.5
*순차입금(순현금)	(70.5)	(46.8)	70.9	82.2	85.5

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(18.9)</b>	<b>12.7</b>	<b>(0.4)</b>	<b>12.7</b>
당기순이익	2.3	(2.4)	(0.2)	(1.2)	0.5
유형자산상각비	0.9	1.3	2.9	4.8	5.8
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
외화환산손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(16.1)	(18.3)	9.7	(4.3)	6.1
(법인세납부)	(1.1)	(0.1)	0.0	0.3	(0.1)
기타	1.3	0.2	0.0	(0.3)	0.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(58.9)</b>	<b>20.0</b>	<b>(110.3)</b>	<b>(7.8)</b>	<b>(12.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(2.8)	(7.3)	(130.0)	(10.0)	(15.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(3.5)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.9)
투자자산의감소(증가)	(0.8)	1.5	0.0	(0.0)	0.0
기타	(51.8)	26.1	20.1	3.0	3.0
<b>FCF</b>	<b>N/A</b>	<b>(23.1)</b>	<b>(117.0)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>0.6</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>78.1</b>	<b>2.7</b>	<b>89.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>
차입금의 증가(감소)	(0.5)	2.9	89.1	2.1	3.1
자기주식의처분(취득)	5.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	73.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>6.7</b>	<b>3.8</b>	<b>(8.6)</b>	<b>(6.2)</b>	<b>2.7</b>
기초현금	16.2	23.0	26.7	18.1	11.8
기말현금	23.0	26.7	18.1	11.8	14.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>50.7</b>	<b>30.5</b>	<b>47.9</b>	<b>60.1</b>	<b>74.2</b>
증감률 (%)	N/A	(39.8)	57.0	25.4	23.6
<b>매출원가</b>	<b>45.6</b>	<b>32.2</b>	<b>43.0</b>	<b>53.2</b>	<b>64.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>5.1</b>	<b>(1.7)</b>	<b>4.9</b>	<b>6.8</b>	<b>10.2</b>
매출총이익률 (%)	10.0	(5.5)	10.2	11.4	13.8
<b>판매관리비</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.6</b>	<b>5.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>(5.2)</b>	<b>0.8</b>	<b>2.2</b>	<b>4.6</b>
증감률 (%)	N/A	적전	흑전	176.6	111.0
영업이익률 (%)	2.6	(17.2)	1.7	3.7	6.3
<b>영업외손익</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(4.0)</b>
금융손익	1.3	2.1	(0.9)	(3.6)	(3.9)
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2.4</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>0.6</b>
법인세비용	0.1	(0.9)	(0.0)	(0.3)	0.1
계속사업이익	2.3	(2.4)	(0.2)	(1.2)	0.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2.3</b>	<b>(2.4)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>0.5</b>
증감률 (%)	N/A	적전	적지	적지	흑전
순이익률 (%)	4.5	(8.0)	(0.4)	(2.0)	0.7
(지배주주)당기순이익	2.3	(2.4)	(0.2)	(1.2)	0.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>2.5</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>0.5</b>
(지배주주)총포괄이익	2.5	(2.4)	(0.2)	(1.2)	0.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>2.5</b>	<b>(3.6)</b>	<b>3.9</b>	<b>7.2</b>	<b>10.7</b>
증감률 (%)	N/A	적전	흑전	83.3	48.2
EBITDA 이익률 (%)	4.9	(11.9)	8.2	12.0	14.4

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	290	(277)	(20)	(136)	56
EPS (지배순이익, 원)	290	(271)	(19)	(133)	55
BPS (자본총계, 원)	12,146	12,087	12,068	11,931	11,987
BPS (지배지분, 원)	12,146	11,860	11,840	11,707	11,762
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	90.1	-	-	-	417.8
PER (지배순이익, 배)	90.1	-	-	-	427.5
PBR (자본총계, 배)	2.1	1.7	1.9	2.0	1.9
PBR (지배지분, 배)	2.1	1.7	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA (배)	63.2	-	70.5	40.0	27.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	4.9	(11.9)	8.2	12.0	14.4
영업이익률 (%)	2.6	(17.2)	1.7	3.7	6.3
순이익률 (%)	4.5	(8.0)	(0.4)	(2.0)	0.7
ROA (%)	1.7	(1.9)	(0.1)	(0.5)	0.2
ROE (지배순이익, %)	2.1	(2.3)	(0.2)	(1.1)	0.5
ROIC (%)	N/A	(13.6)	0.6	1.0	2.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	21.9	16.8	108.2	108.7	119.4
순차입금비율 (%)	(66.3)	(44.2)	67.1	78.7	81.4
현금비율 (%)	134.7	251.1	95.2	64.4	48.7
이자보상배율 (배)	7.1	(15.3)	0.3	0.5	1.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전을 (회)	3.7	1.5	2.1	3.0	3.8
재고자산회수기간 (일)	78.7	164.0	108.5	76.9	69.3
매출채권회수기간 (일)	15.7	41.1	40.7	38.5	34.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 12월 27일	매수	34,000	(17.6)	(8.4)
2023년 06월 19일	매수	40,000	(42.9)	(24.4)
2023년 11월 17일	매수	28,000	(32.8)	(24.8)
2024년 05월 18일		6개월경과	-	-

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

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 06월 21일 기준)

매수 (매수)	93.75%	Trading BUY (중립)	4.30%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------