



범한퓨얼셀

| Bloomberg Code (382900 KS) | Reuters Code (382900.KQ)

2023년 11월 17일

[연료전지 시스템]

최규현, CFA 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

신사업 파트너 확보, 내재화, 그리고 보릿고개



매수
(유지)



현재주가 (11월 16일)
17,480 원



목표주가
28,000 원 (하향)



상승여력
60.2%

- ◆ 신사업 파트너 확보를 통해 탄력 받을 SOFC/EC 신사업 추진
- ◆ MEA 내재화를 통한 원가 경쟁력이 만들어 낼 이익 퀄리티를 기대
- ◆ 아쉬운 실적, 증가하는 비용...이 보릿고개를 빠르게 넘겨야 한다!

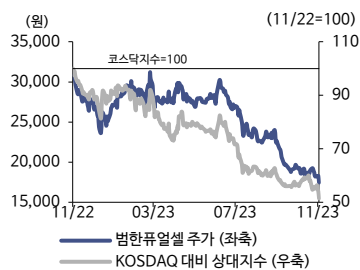


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	153.1 십억원
발행주식수	8.8 백만주
유동주식수	3.9 백만주 (45.0%)
52 주 최고가/최저가	31,150 원/17,480 원
일평균 거래량 (60 일)	28,074 주
일평균 거래액 (60 일)	570 백만원
외국인 지분율	2.06%
주요주주	
범한산업	51.36%

절대수익률	
3 개월	-23.5%
6 개월	-35.1%
12 개월	-43.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-17.2%
6 개월	-34.7%
12 개월	-48.1%

주가



〈신사업 파트너 확보〉 엘코젠과 함께 할 SOFC/EC 신사업

범한퓨얼셀은 3년 전부터 개발한 SOFC의 시제품을 2024년에 제작하고 KS, KGS 인증을 획득한 후 본격 판매에 나설 예정이다. 10월 12일 SOFC/EC 세라믹 셀·스택·모듈 제조 업체인 엘코젠(elcogen)과 지난 2년간의 협업을 바탕으로 SOFC/EC 신사업 관련 MOU를 체결했다. 엘코젠의 세라믹 셀은 중·저온(600~800℃)에서 작동이 가능해 긴 수명, 저가 소재 활용 가능, 높은 출력 밀도 등의 특성을 보인다.

엘코젠은 10월 11일 HD한국조선해양으로부터 4.5천만유로(약 640억 원) 규모의 투자 유치를 통해 신규 생산 설비 투자금을 마련했다. HD현대가 참전하며 SK-블룸 에너지, 두산-세레스 파워, HD현대-엘코젠의 경쟁 구도가 형성됐다. HD한국조선해양과 경쟁 관계라는 것이 범한퓨얼셀에게 위협 요인으로 작용할 수 있겠지만 긍정적인 부분도 있다. 엘코젠이 증설을 통해 누릴 규모의 경제 효과는 범한퓨얼셀의 원가 절감 효과로 이어질 것이다. HD현대 그룹이 제품 경쟁력을 증명할 경우 범한퓨얼셀의 제품 경쟁력 증명도 수월해질 것이다. 수전해전 지인 SOEC 사업까지 확장 가능하다. 위협 요인만 있는 것은 아니다.

〈내재화〉 범한머티리얼즈 설립을 통해 만들어 갈 원가 경쟁력

10월 4일 범한퓨얼셀은 이사회 결의를 통해 범한머티리얼즈 설립(보통주 990만주(지분율 70.71%), 49.5억원 현금 취득)을 결정했다. 범한머티리얼즈는 MEA 내재화를 위한 법인이다. 보통 PEMFC 시스템의 원가 중 30~40%는 스택이 차지하고 그 중에서 50~70%는 MEA가 차지한다. 핵심 부품이기에 내재화 성공 시 기대되는 원가 절감 효과는 매우 크다. 잠수함용 MEA를 시작으로 건물용, 모빌리티용, 수전해 전지인 PEMEC용 MEA 등으로 제조 역량을 확대해 나갈 계획이다.

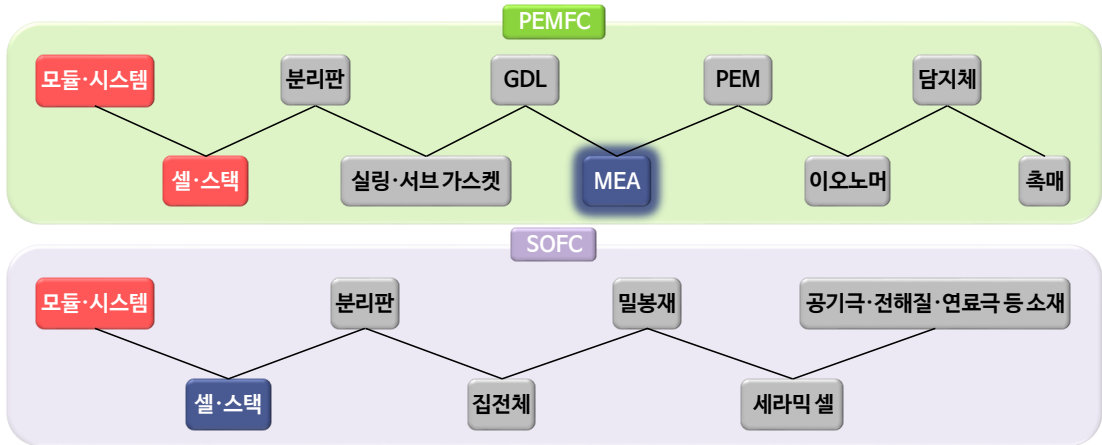
시스템 메이커 Top Pick 유지…보릿고개를 넘어가고 있는 중

투자의견은 ‘매수’ 유지, 목표주가는 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 2.8만원으로 하향한다. 잠수함용 수주 지연, 충전소 수주 부진으로 2023년 전사 외형 및 이익은 각각 36% 역성장, 적자전환이 예상된다. 신사업 추진 비용(R&D, 인력 등) 또한 증가 중이다. 당장의 실적은 매우 아쉽지만 사업 확장 구도 고려 시 2~3년 후의 실적은 여전히 기대해 볼 만하다. 이 보릿고개는 가능한 빠르게 넘어가야 한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순자임금비용 (%)
2021	46.1	6.2	3.3	498	3,756	-	-	-	72.1	(46.5)
2022	50.7	1.3	2.3	290	12,146	90.1	63.2	2.1	3.4	(66.3)
2023F	32.6	(4.3)	(2.0)	(224)	11,921	-	-	1.5	(1.9)	(55.0)
2024F	46.5	0.9	2.0	232	12,153	75.5	26.6	1.4	1.9	(58.6)
2025F	65.5	3.1	3.7	423	12,576	41.3	14.0	1.4	3.4	(48.8)

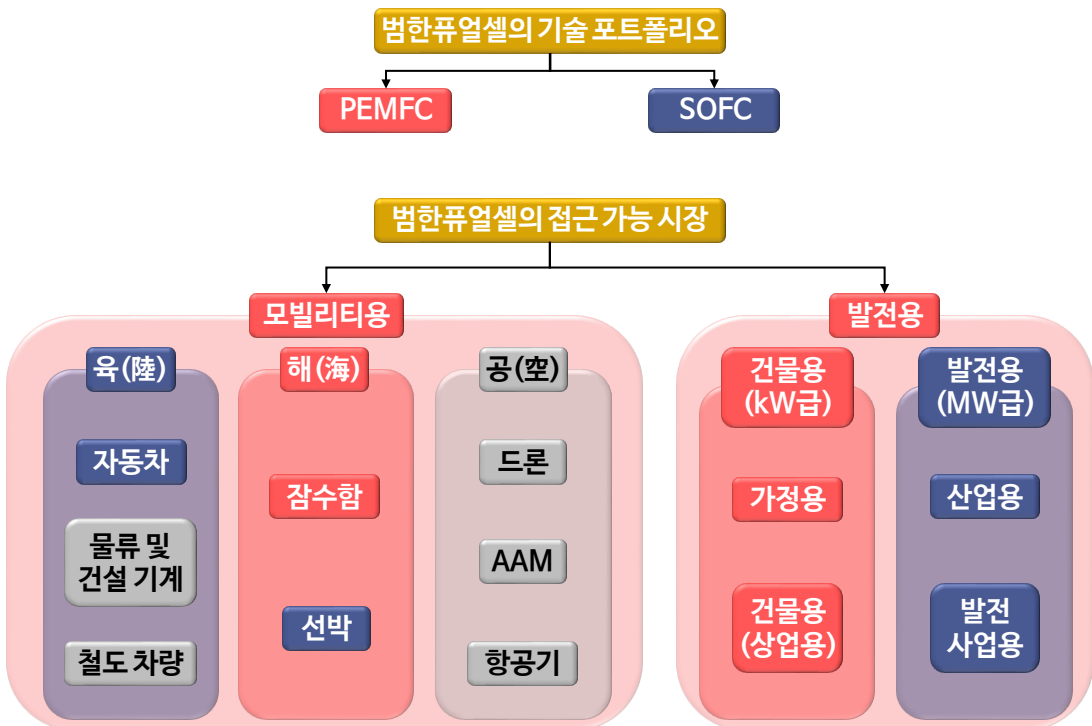
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PEMFC 및 SOFC Value Chain 내 범한퓨얼셀의 사업화 현황



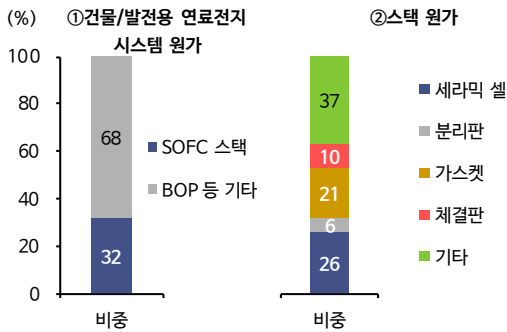
자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

범한퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



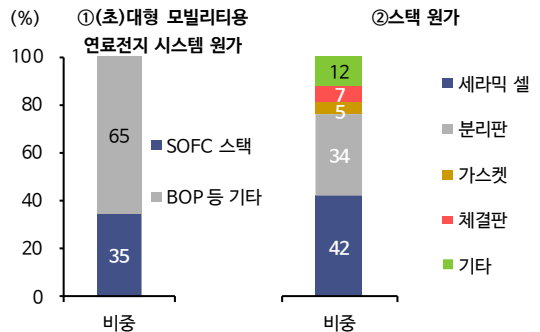
자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 범한퓨얼셀이 현재 확보한 기술 포트폴리오는 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 범한퓨얼셀이 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

건물/발전용 연료전지 시스템 및 스택 원가 비중



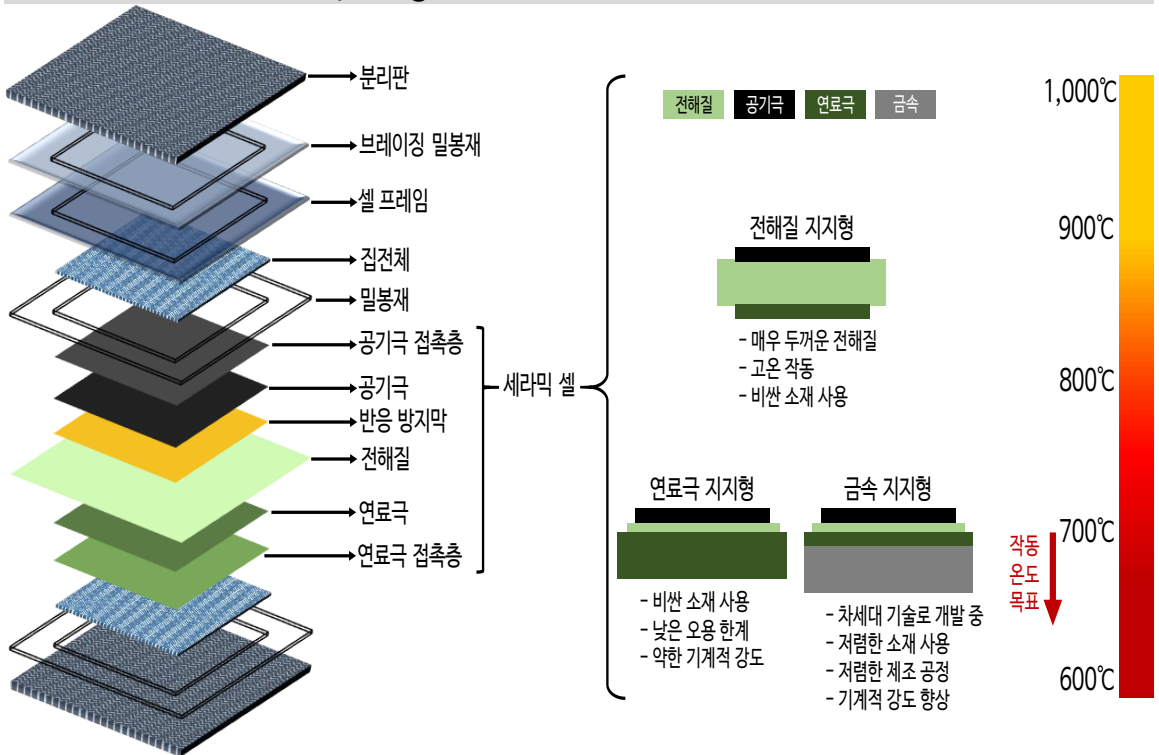
자료: 산업 자료, DOE, 신한투자증권/주: 1kW급은 1천, 5kW급 이상은 100시스템/년 기준 수치의 평균 값 사용

(초)대형 모빌리티용 연료전지 시스템 및 스택 원가 비중



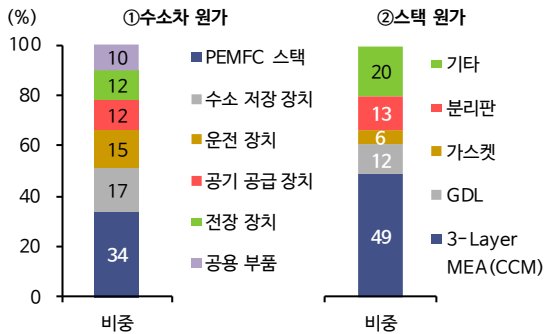
자료: 산업 자료, DOE, 신한투자증권/주: 용량별 100시스템/년 기준 수치의 평균 값 사용

SOFC 평판형 단위 셀(RU: Repeating Unit) 구조



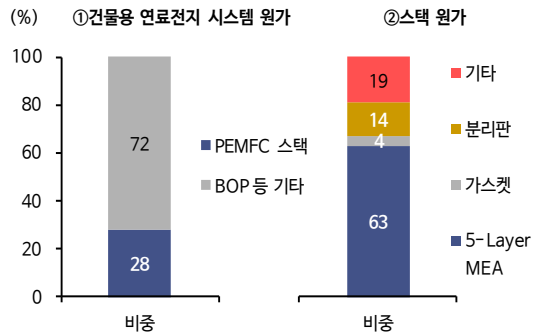
자료: 산업 자료, 신한투자증권/주: SOFC는 평판형(Planar Type), 원통형(Tubular Type), 평관형(Flat Tubular Type)으로 스택 제조 가능

수소차 및 스택 원가 비중



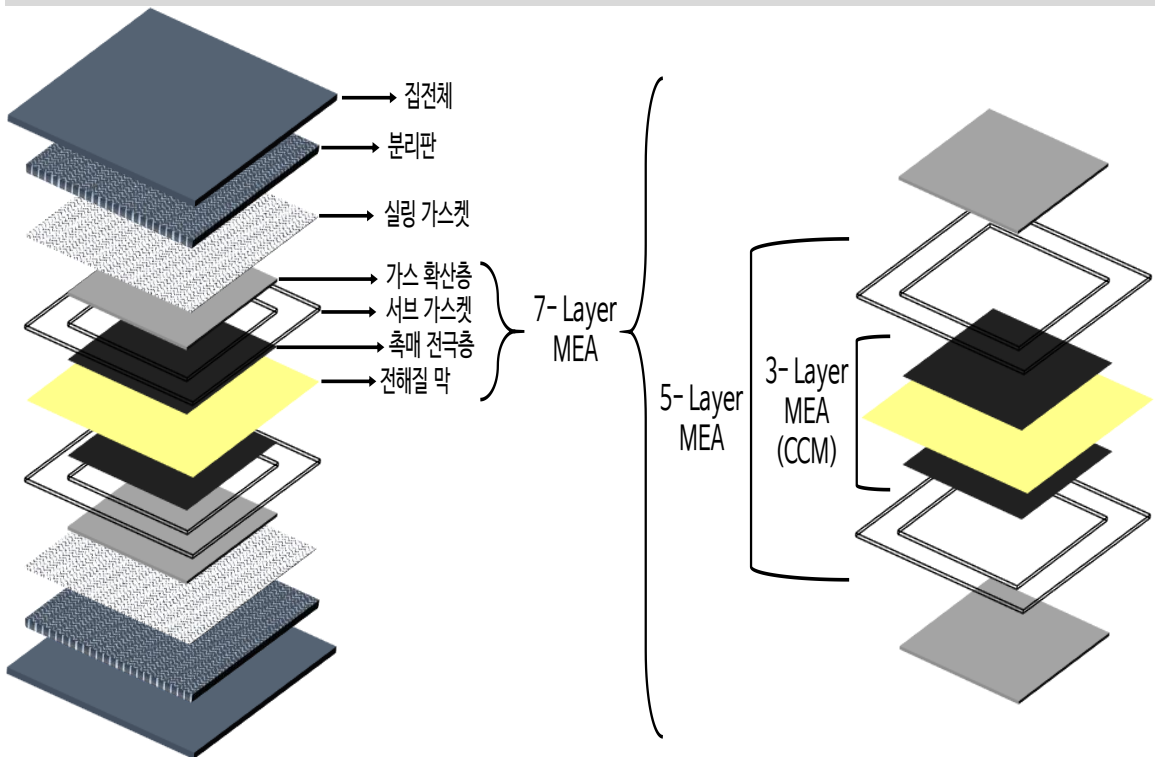
자료: 산업 자료, DOE, 신한투자증권/주: LDV는 1만, MD/HDV는 500시스템/년 생산 기준 수치의 평균 값 사용

건물용 연료전지 시스템 및 스택 원가 비중



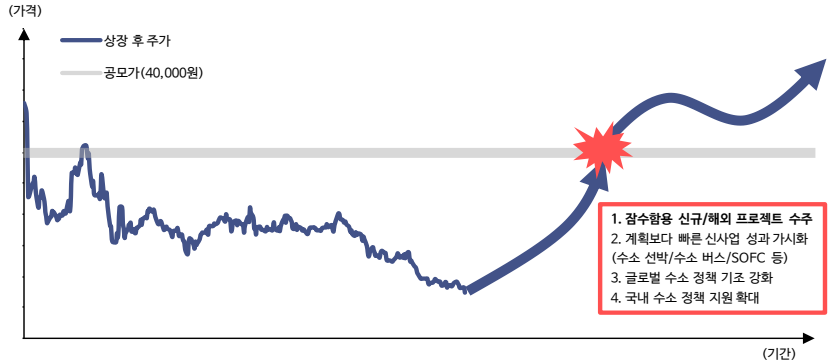
자료: 산업 자료, DOE, 신한투자증권/주: 1kW급은 1천, 5kW급 이상은 100시스템/년 생산 기준 수치의 평균 값 사용

PEMFC 단위 셀 구조



자료: 산업 자료, 신한투자증권

범한퓨얼셀 주가 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	12.2	9.8	19.6	191.4	할인율(WACC) 12% / 2023~24F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				3.5	
③ 순 차입금				(45.6)	
목표 시가총액				240.5	(①+②-③)
발행 주식 수				8,585.0	자사주 제외
목표주가				28,000	
현재 주가				17,480	
상승 여력				60.2	

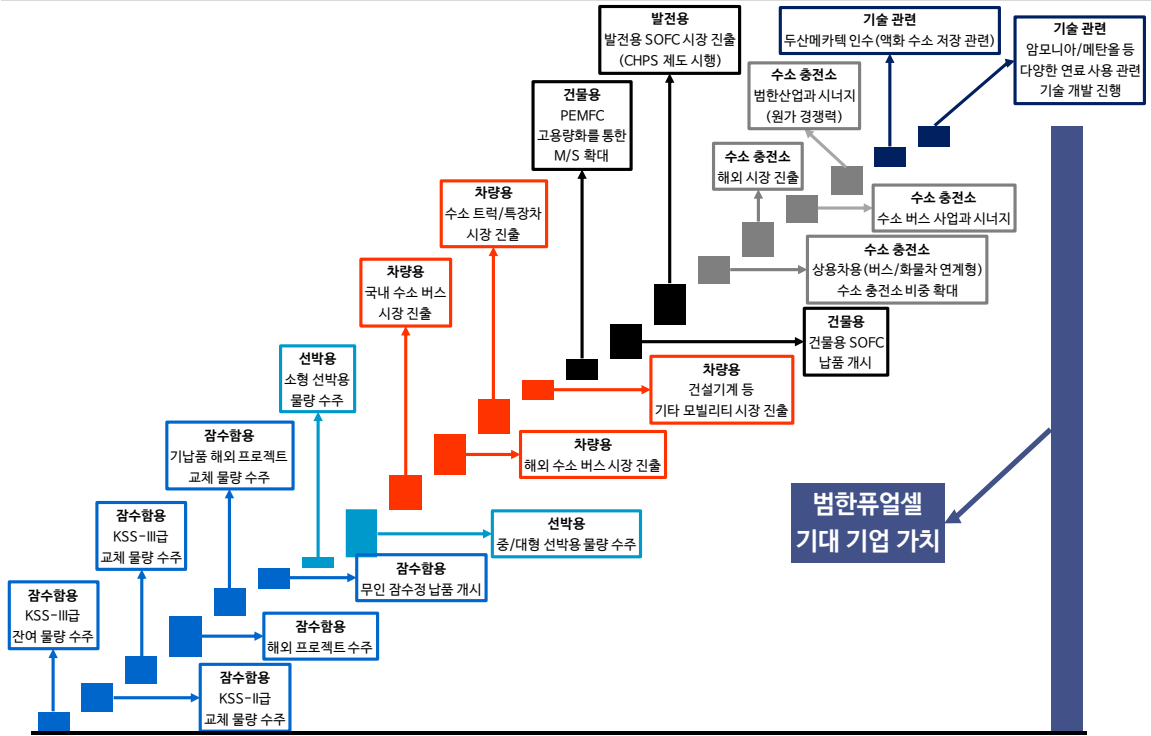
자료: 범한퓨얼셀, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	46.1	50.7	32.6	46.5	65.5	83.6
YoY %	44.4	10.0	(35.6)	42.5	41.0	27.6
연료전지	28.3	27.6	16.3	24.7	36.1	49.3
YoY %	6.5	(2.2)	(41.1)	51.5	46.3	36.8
수소 충전소	17.8	23.0	15.2	21.8	29.4	34.3
YoY %	230.8	29.7	(34.0)	43.4	35.0	16.3
영업이익	6.2	1.3	(4.3)	0.9	3.1	6.2
YoY %	22.1	(78.8)	적전	흑전	240.4	97.8
영업이익률	13.4	2.6	(13.3)	2.0	4.8	7.4
EBITDA	7.1	2.5	(2.6)	3.4	7.1	12.2
YoY %	26.0	(64.6)	적전	흑전	108.6	71.8
EBITDA 마진율	15.4	4.9	(7.8)	7.3	10.9	14.6
세전이익	4.3	2.4	(2.5)	2.6	4.8	7.5
당기순이익	3.3	2.3	(2.0)	2.0	3.7	5.9

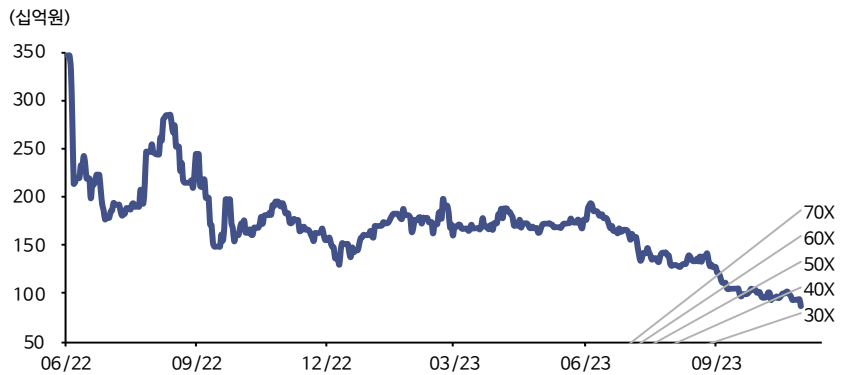
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

범한퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



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

범한퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	56.3	129.7	128.5	129.8	137.0
유동자산	37.8	103.8	98.8	91.8	88.0
현금및현금성자산	16.2	23.0	14.5	24.5	20.9
매출채권	3.2	2.2	5.4	4.6	6.5
재고자산	4.7	10.9	16.3	5.8	8.2
비유동자산	18.5	25.9	29.7	37.9	48.9
유형자산	6.4	9.3	12.8	20.6	32.0
무형자산	1.9	2.8	3.1	3.5	3.1
투자자산	6.8	9.3	9.3	9.3	9.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	31.5	23.3	24.0	23.3	26.8
유동부채	25.6	17.0	18.7	17.4	20.6
단기차입금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매입채무	4.0	5.3	2.6	3.6	5.4
유동성장기부채	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.9	6.3	5.3	5.9	6.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	24.8	106.4	104.4	106.5	110.2
자본금	3.3	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	14.6	98.1	98.1	98.1	98.1
기타자본	0.0	(5.5)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	6.9	9.4	7.5	9.5	13.2
지배주주지분	24.8	106.4	104.4	106.5	110.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	6.6	6.1	5.7	5.8	5.8
*순차입금(순현금)	(11.5)	(70.5)	(57.4)	(62.4)	(53.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	16.8	(12.4)	(7.6)	15.7	6.4
당기순이익	3.3	2.3	(2.0)	2.0	3.7
유형자산상각비	0.7	0.9	1.5	2.2	3.6
무형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
외환환산손실(이익)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	10.7	(16.1)	(7.4)	11.2	(1.3)
(법인세납부)	(1.4)	(1.1)	0.6	(0.6)	(1.0)
기타	3.3	1.3	(0.6)	0.6	1.1
투자활동으로인한현금흐름	(6.1)	(58.9)	(0.6)	(5.7)	(10.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.5)	(2.8)	(5.0)	(10.0)	(15.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(4.3)	(3.5)	(0.5)	(0.7)	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.9)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	(51.8)	4.9	5.0	5.0
FCF	14.3	(16.1)	(12.9)	3.7	(10.3)
재무활동으로인한현금흐름	(0.1)	78.1	(0.4)	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	5.5	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	73.1	0.0	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)	10.5	6.7	(8.5)	10.0	(3.5)
기초현금	5.7	16.2	23.0	14.5	24.5
기말현금	16.2	23.0	14.5	24.5	20.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	46.1	50.7	32.6	46.5	65.5
증감률 (%)	44.4	10.0	(35.6)	42.5	41.0
매출원가	37.6	45.6	33.9	41.9	57.4
매출총이익	8.5	5.1	(1.3)	4.6	8.1
매출총이익률 (%)	18.4	10.0	(3.9)	9.8	12.4
판매관리비	2.3	3.8	3.1	3.6	5.0
영업이익	6.2	1.3	(4.3)	0.9	3.1
증감률 (%)	24.4	(78.8)	적전	흑전	240.4
영업이익률 (%)	13.4	2.6	(13.3)	2.0	4.8
영업외손익	(1.9)	1.1	1.8	1.7	1.6
금융손익	(1.8)	1.3	2.0	1.9	1.8
기타영업외손익	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.3	2.4	(2.5)	2.6	4.8
법인세비용	1.0	0.1	(0.6)	0.6	1.0
계속사업이익	3.3	2.3	(2.0)	2.0	3.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.3	2.3	(2.0)	2.0	3.7
증감률 (%)	(5.0)	(31.2)	적전	흑전	82.7
순이익률 (%)	7.1	4.5	(6.0)	4.4	5.7
(지배주주)당기순이익	3.3	2.3	(2.0)	2.0	3.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	3.5	2.5	(2.0)	2.0	3.7
(지배주주)총포괄이익	3.5	2.5	(2.0)	2.0	3.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	7.1	2.5	(2.6)	3.4	7.1
증감률 (%)	26.5	(64.6)	적전	흑전	108.6
EBITDA 이익률 (%)	15.4	4.9	(7.8)	7.3	10.9

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	498	290	(224)	232	423
EPS (지배순이익, 원)	498	290	(224)	232	423
BPS (자본총계, 원)	3,756	12,146	11,921	12,153	12,576
BPS (지배지분, 원)	3,756	12,146	11,921	12,153	12,576
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	90.1	-	75.5	41.3
PER (지배순이익, 배)	0.0	90.1	-	75.5	41.3
PBR (자본총계, 배)	0.0	2.1	1.5	1.4	1.4
PBR (지배지분, 배)	0.0	2.1	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	-	63.2	-	26.6	14.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	4.9	(7.8)	7.3	10.9
영업이익률 (%)	13.4	2.6	(13.3)	2.0	4.8
순이익률 (%)	7.1	4.5	(6.0)	4.4	5.7
ROA (%)	6.3	2.4	(1.5)	1.6	2.8
ROE (지배순이익, %)	72.1	3.4	(1.9)	1.9	3.4
ROIC (%)	45.7	8.4	(10.9)	2.1	6.1
안정성					
부채비율 (%)	127.2	21.9	23.0	21.9	24.3
순차입금비율 (%)	(46.5)	(66.3)	(55.0)	(58.6)	(48.8)
현금비율 (%)	63.4	134.7	77.5	140.7	101.6
이자보상배율 (배)	2.1	7.1	(25.1)	5.5	18.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	14.4	8.5	1.9	3.1	6.2
재고자산회수기간 (일)	40.0	56.3	152.4	86.9	39.0
매출채권회수기간 (일)	37.4	19.4	42.6	39.6	31.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

범한퓨얼셀(382900)



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	-	-

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 (2023년 11월 15일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------