

## 범한퓨얼셀 (382900.KQ)

### 장기적으로 더 주목받을 잠수함용 연료전지

잠수함용 연료전지 수주로 흑자전환. 국내 조선사들의 잠수함 해외 수출, 기존 국내 잠수함 내 탑재된 연료전지 국산화는 중장기 매출 기회 요인. 단기적으로는 액화수소충전소 수주 여부가 25년 매출 변수

Analyst 정연승  
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

Jr. Analyst 곽재혁  
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## Not Rated

현재가 (24/12/23)	12,870원
업종	일반전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2435.93 / 684.36
시가총액(보통주)	114.8십억원
발행주식수(보통주)	8.8백만주
52주 최고가('24/05/28)	28,500원
최저가('24/12/09)	11,310원
평균거래대금(60일)	497백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	2.3%
주요주주	
범한산업	51.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-18.3	-41.4	-28.5
상대수익률 (%p)	-11.7	-26.2	-10.3

	2022	2023	2024E	2025F
매출액	50.7	30.5	36.0	45.0
증감률	10.0	-39.8	18.0	25.0
영업이익	1.3	-5.0	3.1	4.3
증감률	-78.8	적전	흑전	37.0
영업이익률	2.6	-16.5	8.7	9.5
(지배지분)순이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
EPS	289.6	-255.8	183.4	237.0
증감률	-53.1	적전	흑전	29.2
PER	90.1	N/A	71.4	55.3
PBR	2.1	1.7	1.1	1.1
EV/EBITDA	62.9	N/A	9.4	9.5
ROE	3.4	-2.1	1.5	1.9
부채비율	21.9	16.5	110.2	105.8
순차입금	-71.4	-44.1	65.9	63.6

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 수출, 국산화 프로젝트를 고려하면, 잠수함용 연료전지 기회 충분

동사는 잠수함용, 건물용 연료전지 및 수소충전소 건설 사업영위. PEMFC(고분자전해질연료전지) 방식의 연료전지 제작하며, SOFC(고체산화물연료전지)와 액화수소충전소로도 사업 영역을 확대. 잠수함용 연료전지 모듈 제작에 특화

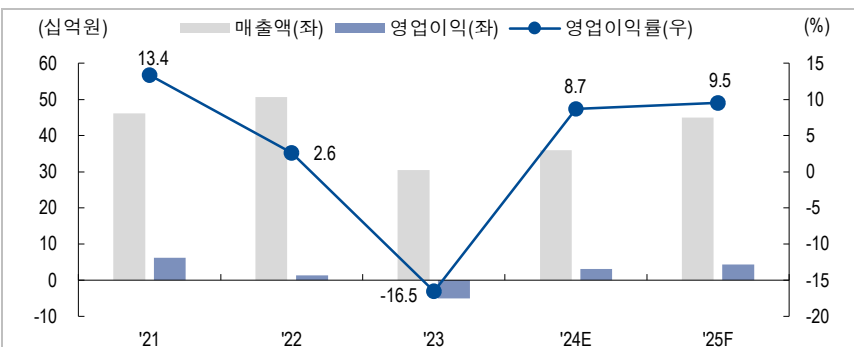
현재 장보고3 배치2 관련 잠수함 3척에 대한 연료전지 제작 매출 반영 중. 25년 에도 연간 200억원 내외의 잠수함용 연료전지 매출 예상. 25년 하반기에는 기존 장보고2급 연료전지 국산화 프로젝트를 관련 신규 수주 기회도 존재. 2027년부터는 장보고3 배치3 잠수함(총 3척 예상), 캐나다를 필두로 해외 수출 시도 중인 3,000톤급 잠수함 수출이 확정될 경우, 동사의 연료전지 매출 추가 확대 가능

### 25년 단기 매출은 액화수소충전소 수주가 변수

공공기관 내 의무 설치 규제로 인해 건물용 연료전지 시장 규모가 커지고는 있으나, 경제성에는 한계가 있어, 성장률은 낮음. 동사의 24년 건물용 연료전지 매출은 연간 70~80억원 수준이며, 25년에도 해당 수준의 매출 유지 예상

정부는 기체 방식보다는 액화수소충전소 보급에 집중. 액화수소충전소 입찰에는 범한퓨얼셀, SK E&S, 효성중공업으로 3개 기업만 의미있게 참여. 25년 연간 매출의 핵심 변수가 액화수소충전소 수주 규모로 판단. 기당 약 90억원 정도 매출을 고려하였을 때, 25년 추정치에는 현재 연간 1기 정도 수주 및 실적 반영

### 범한퓨얼셀 연간 매출, 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

범한퓨얼셀은 2019년 12월 범한산업으로부터 물적 분할하여 설립. 사업부문은 잠수함용, 건물용 연료전지(매출 비중 55.2%, 이하 '23년 3분기 기준), 수소전기차량에 수소를 주입하는 수소충전소(매출 비중 44.8%)으로 구성. 동사는 연료전지 부문에서 선박용, 발전용 연료전지 분야로 판매 확장 계획

### Share price drivers/Earnings Momentum

- 당사 연료전지 PEMFC의 소형화 용이성에 따른 수소 모빌리티 탑재 적합성
- 정부의 수소경제 활성화 로드맵, 미국 IRA 등 수소 산업 성장 가속화
- 해군 전력 국산화에 따른 당사 연료전지 점유율 확대

### Downside Risk

- 수소충전소 구축사업의 경쟁 심화
- 백금, 철광석 등 원자재 가격 급등에 따른 수익성 악화

Cross valuations		(단위: 배, %)				
Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
범한퓨얼셀	71.4	55.3	1.1	1.1	1.5	1.9
두산퓨얼셀	172.0	51.2	2.7	2.6	1.3	4.1
에스퓨얼셀	N/A	N/A	1.0	1.0	-1.8	-1.2
Bloom Energy	365.5	56.0	11.5	9.4	0.0	11.1
Plug Power	N/A	N/A	0.7	0.9	-30.1	16.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations				(단위: 배, %)	
Valuations	2021	2022	2023	2024E	2025F
PER	N/A	90.1	N/A	71.4	55.3
PBR	N/A	2.1	1.7	1.1	1.1
PSR	N/A	4.0	5.8	3.2	2.5
ROE	-73.2	3.4	-2.1	1.5	1.9
ROIC	29.0	7.1	-12.4	2.5	2.1

자료: NH투자증권 리서치본부

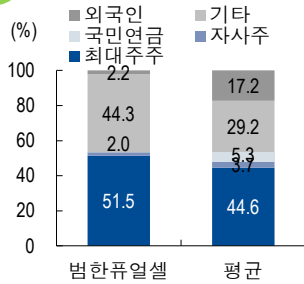
Historical Key financials		(단위: 십억원, %)								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액		N/A	N/A	N/A	N/A	0	32	46	51	31
영업이익		N/A	N/A	N/A	N/A	0	5	6	1	-5
영업이익률(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15.5	13.4	2.6	-16.5
세전이익		N/A	N/A	N/A	N/A	0	4	4	2	-3
순이익		N/A	N/A	N/A	N/A	0	3	3	2	-2
지배지분순이익		N/A	N/A	N/A	N/A	0	3	3	2	-2
EBITDA		N/A	N/A	N/A	N/A	0	6	7	3	-3
CAPEX		N/A	N/A	N/A	N/A	0	5	2	3	4
Free Cash Flow		N/A	N/A	N/A	N/A	0	-6	15	-15	-23
EPS(원)		N/A	N/A	N/A	N/A	0	735	617	290	-256
BPS(원)		N/A	N/A	N/A	N/A	1,039	-2,376	3,756	12,146	11,875
DPS(원)		N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0	0	0
순차입금		N/A	N/A	N/A	N/A	0	-1	-12	-71	-44
ROE(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	-73.2	72.1	3.4	-2.1
ROIC(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29.0	36.2	7.1	-12.4
배당성향(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)		N/A	N/A	N/A	N/A	6.0	3.5	-50.0	-67.1	-42.4

자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부

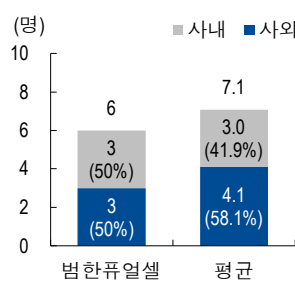
# ESG Index & Event

G

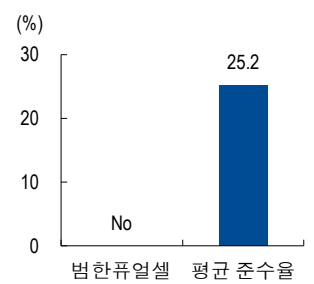
## 주주 구성



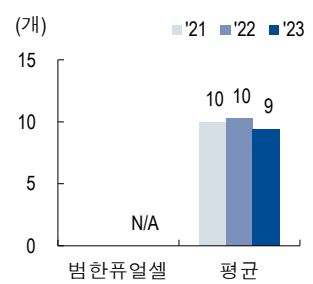
## 이사회 구성



## 이사회 의장과 대표이사 분리 여부



## 기업지배구조 핵심지표 준수



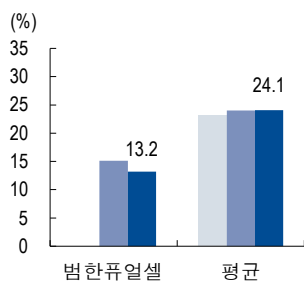
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

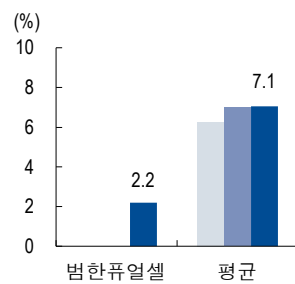
자료: 범한퓨얼셀, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

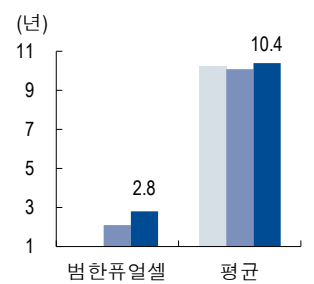
## 여성 임직원 비율



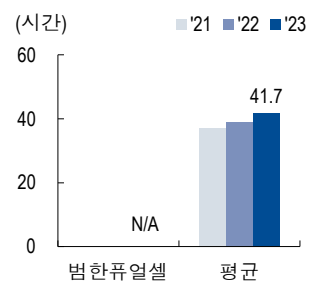
## 계약직 비율



## 근속연수



## 인당 교육시간

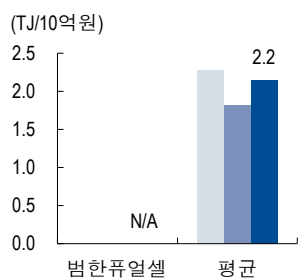


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 192개사 대상

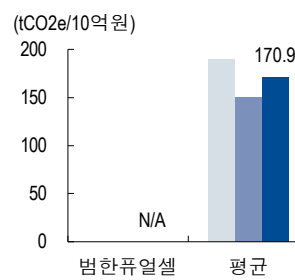
자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부

E

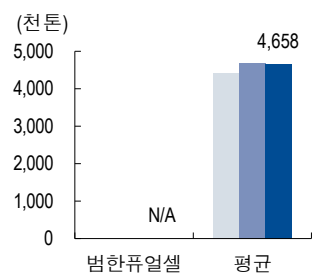
## 에너지 사용량



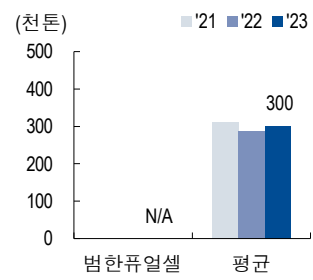
## 온실가스 배출량



## 용수 재활용량



## 폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 192개사 대상

자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부

## ESG Event

E	2022.11	- 삼성중공업과 공동연구를 통해 '액화수소 연료전지 선박 추진 시스템' 개발 성공
S	2022.12	- 문화예술 지원으로 사회 공헌을 실천한 기업과 리더에게 수여하는 '경남메세나 대상' 수상
G	2022.6	- 코스닥시장 상장

자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부

표1. 범한퓨얼셀 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022	2023	2024E	2025F
매출액	50.7	30.5	36.0	45.0
영업이익	1.3	-5.0	3.1	4.3
영업이익률	2.6	-16.5	8.7	9.5
EBITDA	2.5	-3.5	19.2	18.9
(지배지분)순이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
EPS	290	-256	183	237
PER	90.1	N/A	71.4	55.3
PBR	2.1	1.7	1.1	1.1
EV/EBITDA	62.9	N/A	9.4	9.5
ROE	3.4	-2.1	1.5	1.9

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 주요 수소 연료전지 Peer Valuation Table

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명	범한퓨얼셀	두산퓨얼셀	에스퓨얼셀	Bloom Energy	Plug Power	Ballard Power	ITM Power
주가(12/23 원, 달러)	12,870	16,790	9,250	24.1	2.6	1.6	34.7
시가총액 (십억원, 백만달러)	114.8	1,123.2	65.1	5,513.3	2,332.7	485.1	269.4
PER	2023	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	2024E	71.4	172.0	N/A	365.5	N/A	N/A
	2025F	55.3	51.2	N/A	56.0	N/A	N/A
PBR	2023	1.7	3.7	1.7	6.6	0.9	1.1
	2024E	1.1	2.7	1.0	11.5	0.7	0.9
	2025F	1.1	2.6	1.0	9.4	0.9	1.0
ROE	2023	-2.1	-1.6	-3.4	-71.7	-39.3	-16.5
	2024E	1.5	1.3	-1.8	0.0	-30.1	-17.1
	2025F	1.9	4.1	-1.2	11.1	-16.5	-16.8
EV/EBITDA	2023	N/A	112.6	N/A	N/A	N/A	N/A
	2024E	9.4	39.6	23.4	55.1	N/A	N/A
	2025F	9.5	22.5	19.6	30.7	N/A	N/A

주: 국내 기업은 원화, 해외기업은 달러 기준으로 작성, 해외기업 종가는 12월 20일 기준

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12A	2024/12E	2025/12F
매출액	50.7	30.5	36.0	45.0
증감률 (%)	10.0	-39.8	18.0	25.0
매출원가	45.6	32.2	27.0	34.2
매출총이익	5.1	-1.7	9.0	10.8
Gross 마진 (%)	10.0	-5.5	25.0	24.0
판매비와 일반관리비	3.8	3.4	5.9	6.5
영업이익	1.3	-5.0	3.1	4.3
증감률 (%)	-78.8	적전	흑전	37.0
OP 마진 (%)	2.6	-16.5	8.7	9.5
EBITDA	2.5	-3.5	19.2	18.9
영업외손익	1.1	1.9	-1.0	-1.6
금융수익(비용)	1.3	2.1	-1.0	-2.1
기타영업외손익	-0.2	-0.2	0.0	0.5
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	2.4	-3.2	2.1	2.7
법인세비용	0.1	-0.9	0.5	0.7
계속사업이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
당기순이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
증감률 (%)	-31.2	적전	흑전	29.2
Net 마진 (%)	4.5	-7.3	4.5	4.6
지배주주지분 순이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	2.5	-2.3	1.6	2.1

## Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12A	2024/12E	2025/12F
PER(X)	90.1	N/A	71.4	55.3
PBR(X)	2.1	1.7	1.1	1.1
PCR(X)	46.4	-62.0	6.0	5.9
PSR(X)	4.0	5.8	3.2	2.5
EV/EBITDA(X)	62.9	N/A	9.4	9.5
EV/EBIT(X)	120.0	N/A	57.7	41.6
EPS(W)	290	-256	183	237
BPS(W)	12,146	11,875	12,058	12,295
SPS(W)	6,498	3,483	4,110	5,138
자기자본이익률(ROE, %)	3.4	-2.1	1.5	1.9
총자산이익률(ROA, %)	2.4	-1.8	0.9	0.9
투자자본이익률(ROIC, %)	7.1	-12.4	2.5	2.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-67.1	-42.4	62.4	59.0
총부채/자기자본(%)	21.9	16.5	110.2	105.8
이자발생부채	6	9	109	106
유동비율(%)	608.8	823.3	306.4	320.7
총발행주식수(mn)	9	9	9	9
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	26,100	20,250	13,100	13,100
시가총액(십억원)	229	177	115	115

## Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12A	2024/12E	2025/12F
현금및현금성자산	23.0	26.6	24.2	32.5
매출채권	2.2	4.7	4.1	5.1
유동자산	103.8	85.1	69.7	74.5
유형자산	9.3	10.7	128.9	119.6
투자자산	9.3	14.7	17.4	21.7
비유동자산	25.9	36.2	152.4	147.2
자산총계	129.7	121.2	222.1	221.7
단기성부채	3.5	5.1	18.2	18.2
매입채무	5.3	2.9	2.3	2.6
유동부채	17.0	10.3	22.7	23.2
장기성부채	2.6	3.9	90.8	87.8
장기충당부채	1.2	0.3	0.3	0.3
비유동부채	6.3	6.9	93.7	90.7
부채총계	23.3	17.2	116.5	113.9
자본금	4.4	4.4	4.4	4.4
자본잉여금	98.1	98.1	98.1	98.1
이익잉여금	9.4	7.1	8.7	10.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.4	104.0	105.6	107.7

## Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12A	2024/12E	2025/12F
영업활동 현금흐름	-12.4	-19.0	22.4	11.7
당기순이익	2.3	-2.2	1.6	2.1
+ 유/무형자산상각비	1.2	1.6	16.1	14.6
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	4.4	-2.9	19.2	19.4
- 운전자본의증가(감소)	-16.1	-18.5	4.7	-5.0
투자활동 현금흐름	-58.9	20.0	-128.6	-0.4
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2.8	-4.3	-134.0	-5.0
+ 투자자산의매각(취득)	-2.5	-5.4	-2.7	-4.3
Free Cash Flow	-15.2	-23.2	-111.6	6.7
Net Cash Flow	-71.3	1.0	-106.2	11.3
재무활동현금흐름	78.1	2.7	99.9	-3.0
자기자본 증가	84.6	0.0	0.0	0.0
부채증감	-6.6	2.7	99.9	-3.0
현금의증가	6.7	3.7	-2.4	8.3
기말현금 및 현금성자산	23.0	26.6	24.2	32.5
기말 순부채(순현금)	-71.4	-44.1	65.9	63.6

## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 9월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.0%	15.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '범한퓨얼셀'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제공하지 않습니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.