

# 범한퓨얼셀 (382900.KQ)

## 뚜렷한 외형 성장 방향성

Company Comment | 2022. 12. 29

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

잠수함, 건물용 연료전지 납품 확대, 2023년에는 원가경쟁력을 보유한 수소충전소 수주 확대에 외형 성장 목표. 수소충전소 관련 경쟁심화는 부담 요인이나, 잠수함용 연료전지 매출 성장으로 점진적인 이익 개선 기대

### 잠수함용 연료전지 사업 레벨업 기대

범한퓨얼셀은 잠수함용, 건물용 연료전지 및 수소충전소 건설 사업을 영위. PEMFC(고분자전해질연료전지) 방식의 연료전지 제작 및 잠수함용 연료전지를 납품하고 있으며, 소형 발전용(건물용) 연료전지로도 사업 확장 중

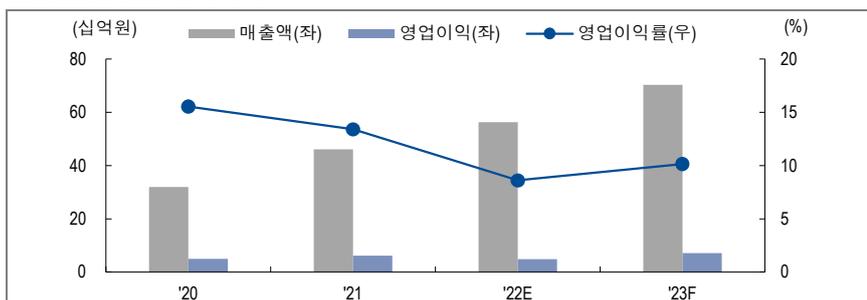
범한퓨얼셀은 독일의 지멘스 이후, 세계에서 2번째로 잠수함용 연료전지 상용화. 2018년 장보고-3 사업(한국형 잠수함, 총 9척)에 연료전지 모듈을 납품. 현재 장보고-3 사업에서 4~6번함을 수주하였고, 향후 순차적으로 9번함까지 수주 예정. 추가적으로 기존 장보고-2 사업은 독일의 지멘스 연료전지가 적용되어 있으나, 교체 주기(8년)에 맞춰, 모듈 국산화를 추진 중임. 현재 국책과제를 수행 중이며, 2024년부터 잠수함 관련 매출 레벨업 기대. 이외에도 해외 사업 확장, 무인 잠수정에도 사업 확장 가능성 존재

### 수소충전소 사업 확대, 경쟁 심화는 우려 요인

2022년 11월 기준, 국내 수소충전소 208기 구축. 기존 2022년 목표인 310기 대비 미달. 이에 사업자간 경쟁 심화. 하지만, 수소충전소의 부품 원가의 50%를 차지하는 공기압축기를 모회사인 범한산업에서 국산화하여 원가 경쟁력 보유. 수소충전소 수주 단가 하락에도 원가 경쟁력을 기반으로 이익 창출 가능. 추가적으로 상대적으로 단가가 높은 상용차용 수소충전소 수주(진해신항 화물차용 수소충전소 수주)로 사업 영역 확장 중

잠수함, 건물용 연료전지 사업 확장, 수소충전소 수주 확대를 통해 외형 성장 방향성은 명확. 다만 국산화 사업, 건물용 연료전지 시장 확대까지는 다소 시간이 소요되며, 수소충전소의 경우, 경쟁 심화로 예상 수익성이 하락이 불가피하므로 이익 개선 속도는 점진적으로 나타날 전망

### 범한퓨얼셀 연간 실적 추이



자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부 전망

## Not Rated

현재가 (22/12/28)	26,200원
업종	일반전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2,332.79 / 704.19
시가총액(보통주)	222.5십억원
발행주식수(보통주)	8.8백만주
52주 최고가('22/06/17)	47,950원
최저가('22/12/28)	23,650원
평균거래대금(60일)	4.4십억원
배당수익률(2022E)	0.00%
외국인지분율	2.9%
주요주주	
범한산업	51.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.8	-27.4	0.0
상대수익률 (%p)	-10.5	-20.6	0.0

	2020	2021	2022E	2023F
매출액	31.9	46.1	56.2	70.3
증감률	N/A	44.4	22.0	25.0
영업이익	5.0	6.2	4.8	7.1
증감률	N/A	24.4	-21.5	47.5
영업이익률	15.5	13.4	8.6	10.2
(지배지분)순이익	3.5	3.3	2.1	4.0
EPS	735	617	268	456
증감률	N/A	-16.1	-56.6	70.1
PER	N/A	N/A	94.78	55.75
PBR	N/A	N/A	8.28	7.21
EV/EBITDA	N/A	N/A	33.1	23.9
ROE	N/A	72.1	8.1	13.8
부채비율	N/A	127.2	114.4	101.3
순차입금	-0.5	-12.4	-4.8	-1.5

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



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

Summary

범한퓨얼셀은 2019년 12월 범한산업으로부터 물적 분할하여 설립. 사업부문은 잠수함용, 건물용 연료전지(매출 비중 62.0%, 이하 '22년 3분기 기준), 수소전기차량에 수소를 주입하는 수소충전소(매출 비중 38.0%)으로 구성. 동사는 연료전지 부문에서 선박용, 발전용 연료전지 분야로 판매 확장 계획. 수소충전소의 경우 정부의 수소 인프라 확대 사업 진행에 따라 당사의 충전소 수주 및 수주잔고 증가 추세

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	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
두산퓨얼셀	94.7	55.7	8.2	7.2	8.0	13.8
에스퓨얼셀	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
상아프론테크	44.5	37.8	2.5	2.4	5.6	6.3
비나텍	17.5	25.6	3.8	3.3	21.7	13.0
제이엔케이히터	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	N/A	94.7	55.7	42.7
PBR	N/A	N/A	8.2	7.2	6.1
PSR	N/A	N/A	3.5	3.1	2.5
ROE	-73.1	72.1	8.0	13.8	15.5
ROIC	29.0	36.2	27.6	27.1	27.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액								32	46
영업이익								5	6
영업이익률(%)								15.5	13.4
세전이익								4	4
순이익								3	3
지배지분순이익								3	3
EBITDA								6	7
CAPEX								5	2
Free Cash Flow								-6	15
EPS(원)								735	617
BPS(원)								-2,376	3,756
DPS(원)								0	0
순차입금								-1	-12
ROE(%)								-73.2	72.1
ROIC(%)								29.0	36.2
배당성장률(%)								0.0	0.0
배당수익률(%)								N/A	N/A
순차입금 비율(%)								3.5	-50.0

자료: 범한퓨얼셀, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.  
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. 범한퓨얼셀 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2020	2021	2022E	2023F
매출액	31.9	46.1	56.2	70.3
영업이익	5.0	6.2	4.8	7.1
영업이익률(수정 후)	15.5	13.4	8.6	10.2
EBITDA	5.6	7.1	6.6	9.2
(지배지분)순이익	3.5	3.3	2.1	4.0
EPS	735.4	617.29	267.99	455.64
PER	N/A	N/A	94.78	55.75
PBR	N/A	N/A	8.28	7.21
EV/EBITDA	N/A	N/A	33.10	23.90
ROE	-73.17	72.13	8.09	13.83

자료: DART, 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(12/28 원, 달러)	26,200	30,450	21,000	17.64	11.72	4.78	1.07
시가총액 (십억원, 백만달러)	222	1,994	144	3,164	6,831	1,425	660
PER	2022E	94.7	270.4	N/A	N/A	N/A	N/A
	2023F	55.7	62.6	N/A	111.9	N/A	N/A
	2024F	42.7	40.0	N/A	21.8	N/A	N/A
PBR	2022E	8.2	4.6	N/A	6.5	1.7	1.3
	2023F	7.2	4.4	N/A	6.0	1.8	1.4
	2024F	6.1	4.0	N/A	4.3	1.8	1.6
ROE	2022E	8.0	1.7	N/A	-18.7	-15.7	-16.0
	2023F	13.8	7.0	N/A	5.3	-9.1	-15.1
	2024F	15.5	10.0	N/A	19.5	-1.4	-15.0
EV/EBITDA	2022E	33.1	117.5	N/A	891.3	N/A	N/A
	2023F	23.9	36.5	N/A	30.4	N/A	N/A
	2024F	19.5	25.0	N/A	14.3	N/A	N/A

주: 국내 기업은 원화, 해외기업은 달러 기준으로 작성

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. 연료전지 세대 및 유형별 세부 특성

종류	PAFC	MCFC	PEMFC	SOFC
운전 온도	저온형(150~200℃)	고온형(600~650℃)	저온형(50~100℃)	고온형(500~1,100℃)
에너지 효율	40~50%	40~50%	45~50%	50~60%
장점	낮은 연료 순도 민감도	내부 개질 가능	소형화 용이, 높은 응답성	높은 효율, 복합발전 가능
단점	부식, 인산 유출	부식, 독성물질 유출	고순도 수소 필요	큰 부피, 낮은 기술 완성도
대표기업	두산퓨얼셀	N/A	범한퓨얼셀 현대모비스 Ballard Power	블룸에너지

자료: 범한퓨얼셀, NH 투자증권 리서치본부

표 4. 잠수함용 연료전지 사업의 경쟁력

업체	범한퓨얼셀	S사(독일)	N사(프랑스)	K사(러시아)	D사(인도)
개발 시기 및 현황	2014년 개발 완료 세계 2번째 상용화	2004년 개발 완료 세계 최초 상용화	2003년~진행중		
잠항일수	00일(최장 잠항)	00일	-	-	-
주요 탑재장비	수소저장합금 액화산소 PEMFC 연료전지(000kW)	수소저장합금 액화산소 PEMFC 연료전지(000kW)	개질 타입 수소 생산 산소+질소 혼합 공급 PEMFC 연료전지(250kW)	-	-
잠수함 운용여부	O (장보고-III)	O (장보고-II)	X	X	X

자료: 범한퓨얼셀, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2020/12A	2021/12A	2022/12E	2023/12F
매출액	32	46	56	70
증감률 (%)	N/A	44.4	22.0	25.0
매출원가	25	38	48	59
매출총이익	7	8	8	11
Gross 마진 (%)	21.4	18.4	14.0	15.5
판매비와 일반관리비	2	2	3	4
영업이익	5	6	5	7
증감률 (%)	N/A	24.4	-21.5	47.5
OP 마진 (%)	15.5	13.4	8.6	10.2
EBITDA	6	7	7	9
영업외손익	-1	-2	-2	-2
금융수익(비용)	-1	-2	-2	-2
기타영업외손익	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	4	3	5
법인세비용	1	1	1	1
계속사업이익	3	3	2	4
당기순이익	3	3	2	4
증감률 (%)	N/A	-5.0	-36.4	91.1
Net 마진 (%)	10.8	7.1	3.7	5.7
지배주주지분 손이익	3	3	2	4
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	3	3	2	4

Valuation / Profitability / Stability				
	2020/12A	2021/12A	2022/12E	2023/12F
PER(X)	0.0	0.0	94.8	55.7
PBR(X)	0.0	0.0	8.3	7.2
PCR(X)	0.0	0.0	30.1	24.1
PSR(X)	0.0	0.0	3.5	3.2
EV/EBITDA(X)	-0.1	-1.8	33.1	23.9
EV/EBIT(X)	-0.1	-2.0	45.0	31.0
EPS(W)	735	617	268	456
BPS(W)	-2,376	3,756	3,068	3,524
SPS(W)	6,786	8,661	7,210	8,020
자기자본이익률(ROE, %)	-73.2	72.1	8.1	13.8
총자산이익률(ROA, %)	10.4	6.3	3.7	6.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	29.0	36.2	27.6	27.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	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(%)	3.5	-50.0	-17.9	-5.0
총부채/ 자기자본(%)	-404.7	127.2	114.4	101.3
이자발생부채	42	7	6	5
유동비율(%)	58.2	147.8	138.0	133.3
총발행주식수(mn)	7	7	9	9
액면가(W)	5,000	500	500	500
주가(W)	0	0	26,200	26,200
시가총액(십억원)	0	0	223	223

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2020/12A	2021/12A	2022/12E	2023/12F
현금및현금성자산	6	16	8	4
매출채권	6	3	6	7
유동자산	34	38	34	34
유형자산	6	6	10	13
투자자산	5	7	8	10
비유동자산	14	18	23	28
자산총계	48	56	58	62
단기성부채	38	4	3	3
매입채무	2	4	4	4
유동부채	58	26	25	25
장기성부채	3	3	3	3
장기충당부채	2	2	2	2
비유동부채	6	6	6	6
부채총계	63	32	31	31
자본금	2	3	3	3
자본잉여금	-21	15	15	15
이익잉여금	3	7	9	13
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	-16	25	27	31

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2020/12A	2021/12A	2022/12E	2023/12F
영업활동 현금흐름	-1	17	-1	4
당기순이익	3	3	2	4
+ 유/무형자산상각비	1	1	2	2
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	7	8	7	9
- 운전자본의증가(감소)	-8	11	-5	-2
투자활동 현금흐름	-6	-6	-7	-7
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-5	-2	-5	-5
+ 투자자산의매각(취득)	-3	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-6	15	-6	-1
Net Cash Flow	-7	11	-8	-3
재무활동현금흐름	12	0	-1	0
자기자본 증가	-25	37	0	0
부채증감	38	-37	-1	0
현금의증가	5	11	-8	-4
기말현금 및 현금성자산	6	16	8	4
기말 순부채(순현금)	-1	-12	-5	-2

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

- 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 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2022년 12월 23일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
84.1%	15.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 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.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 당사는 최근 1년간 '범한퓨얼셀'의 대표 상장 주관 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**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 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 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.