

KIB
플러그에너지
(015590)

박장욱 Jangwook.Park@dashin.com

투자의견 N/R

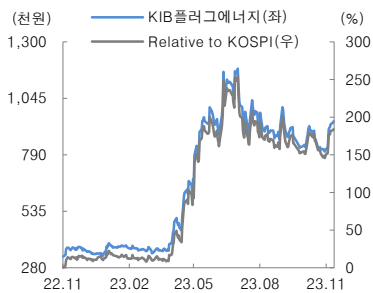
6개월 목표주가 N/R

현재주가 941

(23.11.21) 스몰캡업종

KOSPI	2,488.18
시가총액	2,168억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	1,185억원
52주 최고/최저	1,179원 / 334원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	1.30%
주요주주	케이아이비패밀리블라인드 외 5인 23.26%
	케이아이비큐로인수목적제2차 13.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	1.7	12.0	147.3
상대수익률	1.8	3.2	11.6	146.2



Company Report

수소밸류체인을 향해

- 열교환기 제조업체, 정유화학 투자 및 그린수소 암모니아 투자 수혜
- 범한자동차 인수 및 수소연료전지 사업 진출 따른 수소밸류체인 확장
- 24년 E P/E 13.4 배로 신사업 가치 고려 시, 저평가 구간

열교환기 전문 제조 업체

동사는 열교환기를 주로 제조해서 납품하고 있는 화공기기업체. 열교환기는 정유, 화학 등 플랜트 투자시 들어가는 필수 화공기자재

Linde로부터 그린/블루수소용 암모니아 제조용 열교환기 납품. 수소용 열교환기는 화공용 대비 더 비싼 가격으로 판매 중. 수소부문 매출 확장에 따른 수혜 예상

수소 밸류체인으로 밸류 애드 업 !

범한자동차 인수 통해 전기버스 납품 시작. 향후 수소버스 납품까지 확대 될 예정. 내년부터 전기버스 부문 지분법 손익 인식 예정

페플라스틱 활용 수소연료전지사업도 입찰. 25년부터 본격 실적 반영 예정

신사업 가치 고려 시, 저평가 구간 판단

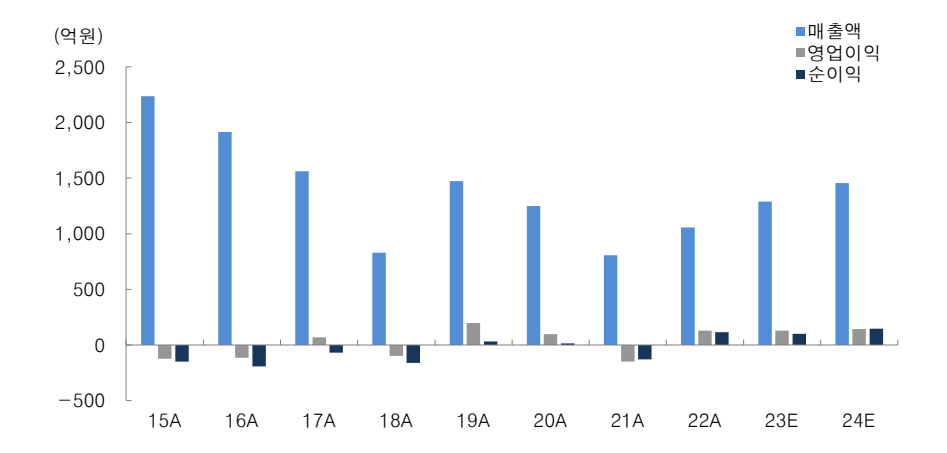
열교환기 부문만 봤을 때, 24년 E P/E : 20배, 범한자동차 지분법 손익 반영 시, 24년 E P/E : 15 배 수준으로 신사업 가치 고려시 저평가 구간 으로 판단

동사 가이던스 별도기준 24년 매출액 : 1,500억원, 영업이익 : 150억원

영업실적 및 주요 투자지표	(단위: 억원, 원, %)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,249	807	1,057	1,274	1,455
영업이익	96	-150	129	119	143
세전순이익	21	-142	104	101	131
총당기순이익	13	-130	113	88	112
지배지분순이익	13	-130	113	88	112
EPS	6	-57	49	38	47
PER	107.2	NA	7.0	21.7	17.3
BPS	482	425	475	517	558
PBR	1.3	1.1	1.7	1.6	1.5
ROE	1.3	-12.7	10.9	7.6	8.8

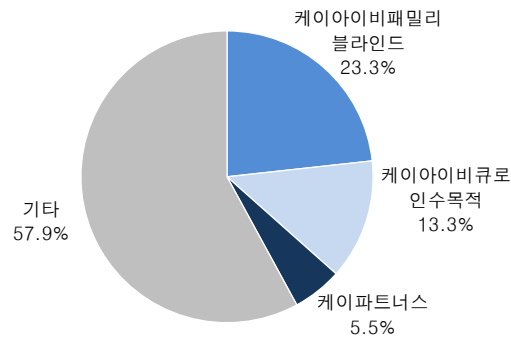
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: KIB플러그에너지, 대신증권 Research Center

그림 136. 연도별 매출액 및 영업이익 추이



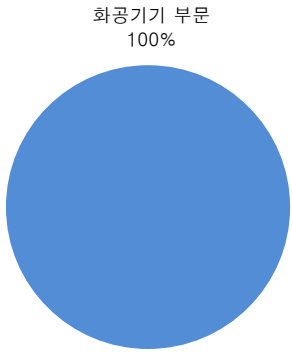
자료: KIB플러그에너지, 대신증권 Research Center

그림 137. 주요 주주 현황



주: 3Q23 기준
자료: KIB플러그에너지, 대신증권 Research Center

그림 138. 매출 구성



주: 3Q23 기준
자료: KIB플러그에너지, 대신증권 Research Center

열교환기 그린 수소 밸류체인으로 Level Up ~

열교환기 -
기존 화공용뿐 아니라
수소 암모니아용
프로젝트 수혜 예상

동사의 매출은 현재 100% 화공기기부문에서 발생하고 있다. 동사의 주력 제품은 열교환기로 열교환기는 한 물질에서 다른 물질로 열을 효율적으로 교환하거나 전달하도록 설계된 장치로 일반적으로 온도가 높은 물체에서 낮은 물체로 이동시키는 역할을 한다.

열교환기는 정유공장, 발전소, 석유화학공장 등에서 필수적으로 사용되는 주요 기계장치다. 가열과 냉각을 반복하는 석유화학공정의 경우 제품의 생산원가 절감을 위해 가해진 열에너지 재활용이 중요하다. 열교환기는 효율적인 열전달로 열에너지 재생력을 높여주는 장치로 중요한 화공기기에 속한다. 또, 원유의 온도를 높이고 석유 제품의 온도를 낮춰 저장을 쉽게 해주는 기능으로 정유공장의 필수 설비 중 하나로 꼽힌다.

동사는 23년 7월 Linde로부터 블루/그린 수소 부문 프로젝트로 열교환기를 110억 가량 수주한 바 있다. Linde의 블루/그린 수소 프로젝트는 블루/그린 수소 제작 후, 하버-보쉬법을 통해 암모니아 형태로 수소를 이송하기 위한 것이다. 기존의 암모니아와 생산방식이 다르지 않다.

수소 프로젝트용 열교환기는 기존 프로젝트 대비 해서 단가가 2 ~ 5배 가량 비싼 것으로 알려져 있어, 수소 관련 프로젝트가 더 많이 진행될수록 동사의 매출도 자연스럽게 증가할 것으로 예상된다.

그린수소 기반의 수소 인프라 투자가 이뤄짐에 따른 동사의 수혜가 예상된다.

그림 139. 열교환기 Shell & Tube Heat Exchanger



자료: KB플러그에너지, 대신증권 Research Center

그림 140. 다양한 열교환기 : Pressure Vessel



자료: KB플러그에너지, 대신증권 Research Center

전기 & 수소 버스 사업 : 범한자동차 지분 인수

범한자동차 인수 따른
지분법 손익 발생
예상

동사는 9월에 168억원에 범한자동차 지분 50%를 취득하였다. 범한자동차는 경상남도에 위치한 전기버스를 제조하는 업체다.

전기 버스의 대당 매출액은 3 ~ 3.5억 이며, 전기 버스 한 대당 보조금은 2억 정도 지급 된다. 동사는 내년 전기 버스 매출 300대를 목표로 하고 있는 상황이다.

전국버스운송사업조합연합회에 따르면, 경남조합에 등록된 버스 대수는 약 3,000대 가량 이며, 경북 조합의 경우는 약 2,000대 가량으로 경남,경북에 등록된 버스 대수는 약 5,000대 가량으로 기존 버스의 전기버스로 전환에 따른 중장기적인 손해가 예상된다.

범한자동차의 경우, 동사 지분율이 50%인 관계로 지분율의 변화가 없다면, 내년도에 지 분법 손익 형태로 실적에 반영될 예정이다.

동사는 전기 버스를 통해서 매출을 발생 이후, 점차적으로 수소버스 매출로 사업을 확대 할 예정인데, 수소버스의 경우는 대당 6 ~ 7억원으로 전기버스 대비 2배 가량 가격이 비 싸 수소버스 매출 발생시, 더 큰 규모의 매출 확장이 기대된다.

다만, 아직까지 수소버스는 연구개발 단계로 구체적인 매출 발생까지는 시일이 소요될 예정이다.

그림 141. 범한자동차 전기버스



자료: 범한자동차, 대신증권 Research Center

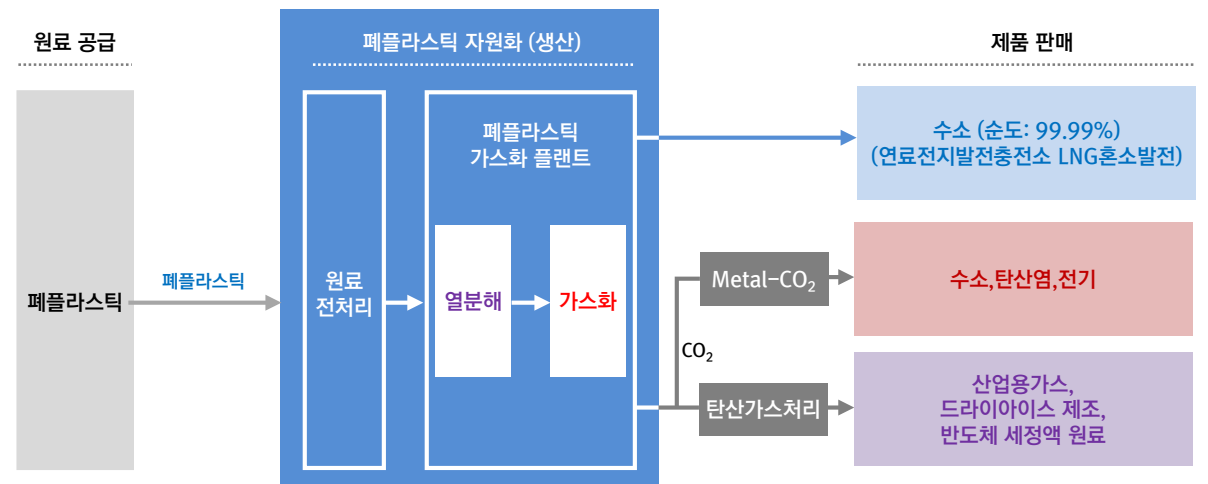
수소연료전지 발전시설로 만들어가는 수소 밸류체인

페플라스틱 활용 수소
연료전지 발전 사업
준비 중

동사는 페플라스틱을 활용한 수소연료전지 사업을 준비하고 있다. 수소연료전지 발전시설을 운영하여 전력을 생산 및 판매하는 사업이다. 연료전지 생산시설은 2025년까지 100MW 규모로 확대할 계획이며, 20MW 당 약 350억원의 매출과 73억원의 영업이익, 20억원 수준의 순이익을 기대하고 있으며, 동사는 올해 ~ 내년 20 ~ 60MW의 연료전지 생산시설을 착공을 준비하고 있다.

실제 착공이 이루어지게 되면, 준공 후 본격적인 실적 반영은 내후년부터 이뤄질 것으로 예상된다.

그림 142. 페플라스틱 이용, 수소연료전지 사업



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

II. 밸류에이션

실적 추정 및 밸류에이션

동사 투자포인트

- 1.열교환기 매출 성장
- 2.범한자동차
전기버스 손익반영
- 3.수소연료전지발전
사업 추진

동사의 투자 포인트는 크게 세 가지로 나눠서 볼 수 있다. 주력 사업부문인 열교환기부문의 매출 성장이 기대된다. 이는 화공부문의 투자에 따른 실적개선뿐 아니라 좀 더 매출이 높은 수소 - 암모니아향 프로젝트 발주에 따른 영향이다.

둘 째, 범한자동차 인수에 따른 전기버스 부문 지분법 손익 인식이다. 동사는 전기버스 제조업체인 범한자동차를 인수함에 따라 전기버스 부문 손익이 기대된다. 범한자동차는 향후, 수소 버스 개발 및 납품을 통해 수소부문 밸류체인을 갖추어 나갈 예정이다.

셋 째, 연료전지사업부문의 실적 개선이다. 동사는 폐플라스틱을 활용한 수소 연료전지 발전 사업을 추진 중에 있다. 폐플라스틱을 이용해 수소를 제조. 이 수소를 활용해 향후, 수소버스에 활용하는 형태로의 밸류체인을 완성하는 것을 구상하고 있다.

당장 실적이 기대되는 부문은 열교환기 부문과 범한자동차 인수에 따른 전기버스 부문으로 전방 업황이 좋은 상황으로 꾸준한 실적 성장이 나타날 것으로 예상된다.

그림 143. KIB 플러그에너지 주가추이



자료: dataguide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,249	807	1,057	1,274	1,455
매출원가	1,063	731	892	1,010	1,157
매출총이익	186	76	165	265	298
판매비와관리비	91	226	35	146	156
영업이익	96	-150	129	119	143
영업이익률	7.7	-18.5	12.2	9.3	9.8
EBITDA	121	-127	150	139	163
영업외손익	-74	7	-25	-18	-12
관계기업손익	0	0	-2	0	0
금융수익	6	14	17	14	22
외환관련이익	43	60	101	95	95
금융비용	-41	-23	-21	-13	-15
외환관련손실	11	1	8	3	3
기타	-39	16	-19	-19	-19
법인세비용차감전순손익	21	-142	104	101	131
법인세비용	-1	1	-1	-22	-29
계속사업순손익	20	-141	103	78	102
중단사업순손익	-7	11	10	10	10
당기순이익	13	-130	113	88	112
당기순이익률	1.1	-16.1	10.7	6.9	7.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	13	-130	113	88	112
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	13	2	5	5	5
포괄순이익	27	-128	118	93	151
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	27	-128	118	93	151

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
EPS	6	-57	49	38	47
PER	107.2	NA	7.0	21.7	17.3
BPS	482	425	475	517	558
PBR	1.3	1.1	1.7	1.6	1.5
EBITDAPS	54	-55	65	59	69
EV/EBITDA	148	NA	11.5	12.3	10.5
SPS	561	350	457	543	614
PSR	1.1	1.3	1.8	1.5	1.3
CFPS	55	9	51	0	10
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-15.1	-35.4	30.9	20.6	14.2
영업이익 증가율	-51.6	적전	흑전	-8.4	20.3
순이익 증가율	-57.9	적전	흑전	-21.9	26.7
수익성					
ROIC	10.3	-18.1	17.3	11.2	13.6
ROA	4.7	-8.2	7.2	5.9	6.6
ROE	1.3	-12.7	10.9	7.6	8.8
안정성					
부채비율	84.1	69.2	75.4	72.3	68.2
순차입금비율	30.6	-5.4	-19.4	-19.0	-17.3
이자보상배율	3.3	-6.6	10.2	11.7	11.9

자료: KB 플러그에너지, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
유동자산	1,184	938	1,309	1,401	1,416
현금및현금성자산	189	221	124	100	16
매출채권 및 기타채권	744	508	542	601	653
재고자산	6	7	119	143	164
기타유동자산	245	202	524	556	583
비유동자산	793	721	618	689	809
유형자산	618	608	508	510	512
관계기업투자금	0	0	18	38	58
기타비유동자산	175	113	92	142	239
자산총계	1,977	1,659	1,927	2,090	2,224
유동부채	839	625	800	909	988
매입채무 및 기타채무	269	266	473	506	534
차입금	382	231	224	218	211
유동성채무	36	1	1	48	48
기타유동부채	152	127	102	137	195
비유동부채	64	54	29	-31	-86
차입금	4	3	3	-45	-93
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	51	26	14	7
부채총계	903	678	829	877	902
자배지분	1,074	980	1,098	1,213	1,322
자본금	1,136	1,156	1,156	1,185	1,185
자본잉여금	47	61	63	63	63
이익잉여금	-116	-239	-120	-32	80
기타지분변동	7	2	-1	-3	-5
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,074	980	1,098	1,213	1,322
순차입금	328	-53	-213	-230	-228
현금흐름표	(단위: 억원)				
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	180	10	143	-102	-71
당기순이익	13	-130	113	88	112
비현금항목의 가감	110	151	5	-88	-87
감가상각비	26	23	21	21	21
외환손익	46	-41	28	-74	-74
지분법평가손익	0	0	2	0	0
기타	39	169	-47	-35	-34
자산부채의 증감	80	-5	38	-78	-71
기타현금흐름	-24	-6	-12	-24	-25
투자활동 현금흐름	7	209	-185	-282	-325
투자자산	-43	1	-5	-70	-118
유형자산	-8	198	-22	-22	-22
기타	58	11	-158	-190	-185
재무활동 현금흐름	-4	-187	-55	26	-50
단기차입금	-58	-151	-6	-6	-6
사채	55	0	-48	-48	-48
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	141	17	-4	29	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-141	-54	3	51	4
현금의 증감	182	32	-97	-24	-84
기초 현금	5	189	221	124	100
기말 현금	187	221	124	100	16
NOPLAT	89	-148	128	92	111
FCF	105	-135	127	91	110