이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

KIB플러그에너지(015590)

에너지 중심의 미래 사업구조로 플러그온!

2023년 8월 17일

김선주 이사
02-3019-9118
sunjukim@kibplugenergy.com

COMPANY DATA	(2023-08-16)
주가	900원
시가총액	2,132억원
52주 범위	309원 ~ 1,230원
All Time High	1.230원

PART1 회사 현황

기업개요

√ 울산 소재의 42년 업력의 화공기기 생산업체
√ 열교환기 주력으로 세계 수위권의 제작 능력과 경험 보유
√ 수출중심의 사업구조로 최근 원달러 환율 상승 효과로 매출 증가
√ KIB PE로 최대주주 변경

산업현황

√ 글로벌 경기 변동에 따라 수주실적, 매출이 높은 변동성 보이는 산업
√ 2010년 이후 저조한 사업흐름에서 코로나 영향에서 세계경제 회복되며 대형인프라 발주 재개될 전망
√ 당사 집중하고 있는 열교환기 시장 역시 수요증가에 따라 경쟁 강도 완화될 전망

KIB 플러그에너지 사업현황

√ 2021년 코로나로 저하되었던 수익성은 2022년 이후 빠른 속도로 회복
√ 2023년 2분기 기준 매출은 작년동기 대비 +51%, 영업이익은 +50% 상승
√ 올해 수주목표는 1,300억원으로 진행중인 수주 스케쥴 감안하면 하반기 90%이상 달성 가능할 것으로 전망

PART2 향후 사업구조 개편

에너지생산 부문

√ 수소연료전지 발전시설을 운용하여 전력을 생산하는 사업을 운영할 계획
√ 연료전지 생산시설은 2025년까지 100MW 규모로 확대할 계획
√ 향후 고효율 폐플라스틱 펠렛을 활용한 열교환 방식의 수소 생산방식으로 확장할 계획. 수소 원자재를 이용하여 수익성 개선시킬 계획

에너지상용 부문

√ 전기차 및 내연기관차 부품사를 통해 상용전기차, 수소차 시장 진출 계획
√ 시내버스 사업으로의 선제적 진입을 검토

Valuation

√ 사업구조 개편, 기존·신규 사업 효율화 및 안정화, 적극적인 투자자 커뮤니케이션 등을 통해 적정가치를 찾아가고자 노력
√ 업종 평균 멀티플 25배 수준 목표. 이후 수소산업 40~60배 P/E 타겟

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

PART Ⅰ

KIB플러그에너지 개요(에너지장치 부문)

울산 소재, 42년 업력의 화공기기 생산업체

KIB플러그에너지(이하 "당사")는 석유화학산업 등에 필요한 열교환기, 압력용기, 저장탱크 등을 생산하는 화공기기 제작산업을 영위하고 있습니다. 1981년 설립 이후 42년간 안정적으로 사업을 발전시키고 있으며, 1989년 한국거래소 유가증권시장에 상장하였습니다. 본사와 생산공장은 울산에 위치하고 있으며, 신사업과 금융기관 IR등을 담당하는 서울사무소를 두고 있습니다.

열교환기 주력으로 세계 수위권의 제작업체

당사는 현재 열교환기를 주력으로 생산하는 화공기기 단일 사업부문으로 구성되어 있습니다. 열교환기 세계 수위권의 제작업체로 자체 설계능력을 바탕으로 다양한 고객 수요에 대응하고 있습니다. 40여년간의 긴 업력과 우수한 대외신인도를 바탕으로 해외 시장에서 공고한 위치를 점하고 있습니다. 최근 코로나로 미뤄졌던 글로벌 석유화학 프로젝트 재개 및 글로벌 전반의 자체 생산능력 확보를 위한 신규 발주에 발맞춰, 향후 당사의 수주 역시 확대될 것으로 기대하고 있습니다.

수출 중심의 매출 구조

2023년 2분기 기준, 당사 매출은 소액의 내수매출을 제외하고 대부분 수출(99%)로 구성되어 있습니다. 또한 2분기 기준, 2022년 매출(1,056억원)의 1.1배(1,125억원) 수준의 충분한 수주 잔고를 보유하고 있습니다. 추가수주 역시 안정적으로 증가하고 있습니다. 실제로 지난 7월18일 113억원 규모의 화공플랜트 기자재를 추가 수주하기도 했습니다. 거래 상대방은 세계 최대 산업용 가스회사 Linde*로 최근 평택 투자 계획을 밝히기도 했습니다.

* **Linde Plc**
NYSE상장, (2023년8월17일 기준) Market Cap 약 USD 184Bil,
S&P 신용등급 A0 (Cf) (SK Innovation:BBB- / GS Caltex: BBB)

KIB PE로 최대주주 변경

당사는 2023년 7월 13일 큐로 그룹에서 KIB PE 계열로 최대주주가 변경되었습니다. 인수 이후 KIB PE는 동사의 사명을 케이아이비 플러그에너지로 변경하고, 에너지 중심으로 사업구조를 재편할 계획입니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

산업현황

1. 화공장치 제작산업

국내 화공장치 제조기업은 대부분 대형 EPC(Engineering, Procurement, Construction) 위주로 발주되는 플랜트건설 프로젝트에 대하여 Procurement(조달) 부문을 EPC 기업으로부터 재수주 받아 기자재를 납품하고 있습니다. 일반적으로 EPC 기업이 수주한 프로젝트에 대한 단발성 계약이 많아 1년 이상 안정적으로 납품할 수 있는 장기 수주계약 비중이 높지 않습니다. 이에 따라 단기적인 수주실적의 변동이 수주잔고 및 매출실적에 비교적 크게 영향을 미치고 있으며, 글로벌 경기 변동 등의 영향으로 수주잔고는 높은 변동성을 보이고 있습니다.

실제로 2000년대 중반 이후 중동 국가들의 정유, 가스처리, 석유화학 등 산업설비와 담수, 발전 등 기반시설에 대한 투자가 확대되면서 세계 플랜트 산업 규모가 크게 성장하였습니다. 이에 따라 당시 국내 기자재 제조기업 역시 외형성장과 수익성 개선을 이뤘습니다.

하지만 2010년대 중반, 미국의 셰일혁명 등으로 유가가 급락한 이후 EPC 시장에 불황이 찾아왔고, 화공장치 제조업체들도 구조조정에 돌입하였습니다. 주요 업체들은 대기업 계열로 인수되기도 하였고, 전반적으로 사업규모 축소가 진행되었습니다.

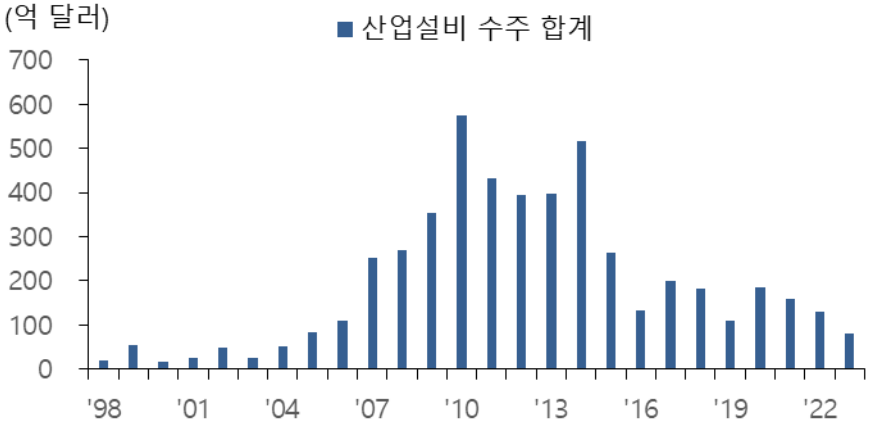
코로나 이후 수주변동성이 보다 확대된 가운데, 원재료가 상승 및 프로젝트 지연 등의 영향으로 업종 전반의 수익성이 저하되었습니다. 또한 중국 등 신규경쟁업체들의 진입으로 경쟁강도가 높아진 가운데, 각 계약 건이 입찰 방식으로 납품되고 있어 상대적으로 발주처에 대한 가격교섭력이 제한적인 상황입니다.

다만 코로나 영향에서 세계경제가 회복하면서 업황이 회복되는 모습입니다. 2023년 상반기 다소 주춤한 모습을 보였던 초대형 EPC 프로젝트들이 최근 들어 본격적으로 재개되고 있습니다. 상대적으로 일반규모의 프로젝트 진행에는 문제가 없었지만 금리 상승과 인플레이션 영향으로 초대형 프로젝트에 대한 최종 투자결정이 지연되었던 영향으로 분석됩니다. 지난 2년간 유가가 70불/배럴 이상으로 유지되는 등 발주환경이 개선되는 추세로 에너지, 대형인프라 프로젝트 발주 재개될 전망입니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

한국 업체 해외수주(산업설비) 추이

→'04~'10년 크게 성장, '14년 이후 이전 수준 대비 레벨 다운됨



자료: 해외건설통합정보서비스

주: 2023/6/30 기준. 발전소, 정유공장, 화학공장, 가스처리시설 등 합계

2. 열교환기 시장

열교환기는 한 물질에서 다른 물질로 열을 효율적으로 교환하거나 전달하도록 설계된 장치로 일반적으로 온도가 높은 물체에서 낮은 물체로 열을 이동시킵니다. 주로 화학 산업, 전력 산업, 식품 및 음료 산업과 같은 다양한 분야에서 활용되고 있습니다.

열교환기는 정유공장, 발전소, 석유화학공장 등에 필수적인 주요 기계장치로 볼 수 있습니다. 특히 가열과 냉각을 반복해야 하는 석유화학공정의 경우 제품의 생산원가 절감을 위해 한번 가해진 열에너지를 어떻게 재활용할 것인가가 쟁점입니다. 따라서 효율적인 열 전달로 열에너지 재생력을 높여주는 장치는 해당 산업에서 상당히 중요한 요소입니다. 또한 원유의 온도를 높이고 석유 제품의 온도를 낮춰 저장을 쉽게 해주는 기능으로 정유공장의 필수 설비 중 하나로 꼽힙니다.

열교환기는 타 화공기기 대비 관리해야 하는 파트가 많아서 노하우와 경험이 보다 더 중요합니다. 또한 고부가가치 제품의 경우 난이도가 높고, 후발 업체들은 납품 경력이 필요하기 때문에 신규 벤더 등록이 어려운 상황입니다. 상기 사항을 모두 고려했을 때 당사는 Vessel 및 Column 대비하여 열교환기가 공간이나 Ton 당 수익성 면에서 보다 우수한 것으로 판단하고 있습니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

기존 열교환기 시장은 소수의 글로벌 기업과 각 지역의 로컬 기업들이 지배적인 구조로 경쟁이 매우 치열했습니다. 그러나 세계적으로 열교환기에 대한 수요가 증가하면서 전반적인 경쟁의 강도가 완화될 전망이며, 신흥 시장의 등장으로 경쟁이 분산될 것으로 보입니다.

2020년 주요 기업 글로벌 시장 점유율 조사에 따르면, 1위는 스웨덴의 Alfa Laval사, 2위는 독일의 Kelvion Holding GmbH사, 3위는 덴마크의 Danfoss사가 차지했으며 이 중 Alfa Laval사와 Danfoss사는 한국에도 지사를 두고 있습니다.

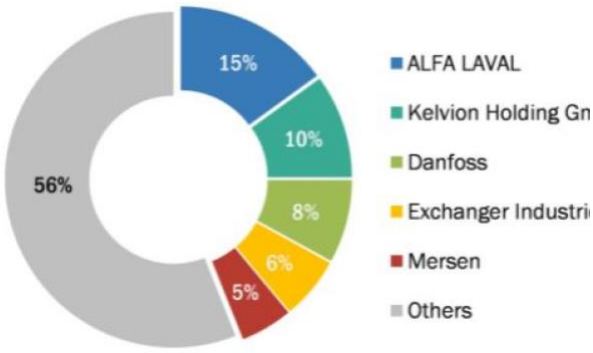
글로벌 시장의 열교환기 소비 산업별 규모

→ '21~'26년 화학, 에너지 섹터에서 연 5% 내외의 성장 예상

	Chemical	Energy	HVACR	Food & Beverage	Power	Paper & Pulp	Others
2021	4,215	3,743	3,068	1,511	1,069	779	1,216
2026	5,400	4,923	4,011	1,893	1,334	914	1,435
CAGR (2021-2026)	5.1%	5.6%	5.5%	4.6%	4.5%	3.3%	3.4%

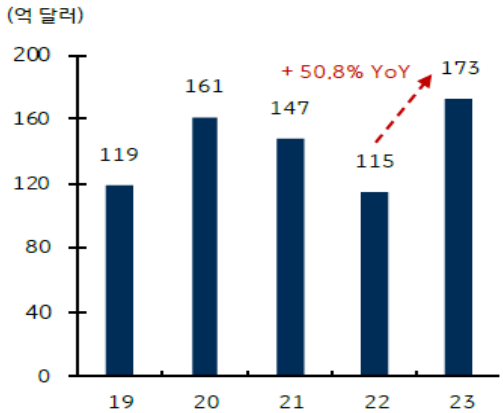
자료: MnM Knowledge Store, KOTRA (KOTRA 쿠웨이트 열교환기 시장동향 22.08.30)

2020년 전세계 열교환기 시장 기업별 점유율



자료: MnM Knowledge Store, KOTRA
(KOTRA 쿠웨이트 열교환기 시장동향 22.08.30)

국내 EPC사 연도별 해외수주 추이 (상반기 누적)



자료: 해외건설협회, KB증권

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

화공장치 제품

→ 당사는 대용량 열교환기에서 반응기, 압력용기 등 다양한 화공기기 생산 경험과 능력 보유

▶ Shell & Tube Heat Exchanger

▶ Shell & Tube Heat Exchanger

▶ Reactor

▶ Reactor

▶ Reactor

▶ Pressure Vessel

자료: 당사

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

3. 국내 화공장치 제조기업 현황

국내 화공기기 주요 생산업체는 상위권 업체의 시장점유율이 높습니다. 매출 3,000억원 이하의 중견기업들로 구성되어 있으며, 구조조정 기간을 거치면서 업체별 주력시장 및 주력 생산품에 다소간의 차이가 존재합니다. 열교환기, 반응기, 압력용기, 저장용 탱크 등의 화공장치 제품 외에도 화공장치와 유사하거나 동일한 설비 및 생산기술을 활용하여 제작할 수 있는 보일러, HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수보일러), Steam Drum, 조선기기 및 철탑 등의 사업을 병행하고 있습니다.

2000년대 초반 고유가로 인해 사업이 확장되면서 국내 화공장치 제조기업은 설비 투자 규모를 확대하였습니다. 이후 발생한 2008년 금융위기 및 KIKO 자금유출 등으로 인해 상당수가 도산되거나 구조조정을 겪었습니다. 이 과정에서 다수의 업체가 대기업 계열 등으로 편입 되었습니다. 성진지오텍(2013년 포스코플렌텍과 합병), 디케이티(현 GS엔텍)는 2010년 각각 POSCO. GS계열로 편입되었고, 두산메카텍은 두산건설과 합병되었다가 범한그룹으로 2022년 매각되었습니다.

당사도 지분변동을 겪고 새로운 도전을 준비중입니다. 2007년 워크아웃 과정에서 큐캐피탈로 인수되었다. 이후 대경기계기술에서 큐로로 사명을 변경하였습니다. 2023년 KIB PE 계열로 지배주주가 변경되고 수소관련 사업 포트폴리오를 추가하면서 사명도 KIB플러그에너지로 변경하였습니다.

유사 산업군 내 주권 상장사는 당사를 포함해서 유가증권 상장사인 세원이앤씨, SNT에너지, 코스닥 상장사인 비에이치아이 등이 존재합니다.

<유사산업군 상장사 현황>

구분	KIB플러그에너지	SNT에너지	비에이치아이	세원이앤씨
시장	유가증권	유가증권	코스닥	유가증권
최초상장일	1989.05	2000.03	2005.12	2006.07
시가총액	2,322억원	1,727억원	2,228억원	548억원
주가	980원	23,000원	7,200원	거래정지
PER	16.07배	7.68배	n/a	n/a

주: 2023 년 8 월 11 일 기준. 계산시 EPS 는 최근 12 개월 합산 순이익 기준 (23 년 1 분기 LTM)

자료: Naver

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

KIB플러그에너지 사업현황

1. 주요 사업 소개

당사는 화공기기 고정장치(Heat Exchanger, Reactor, Tower & Column, Tank, Pressure Vessel 등) 중 열교환기(Heat Exchanger)에 집중하는 사업구조를 가지고 있습니다. Vessel이나 Tower&Column 대비 Ton당 가치가 우수한 열교환기에 집중한 결과입니다.

당사는 2018년 이후 열교환기 해외 시장에 집중하여 경쟁사 대비 우월한 경쟁력을 가지고 있습니다. 국내 소규모 업체, 해외 후발 업체와의 경쟁이 심한 노동집약적 시장보다는 당사가 강점을 보유한 시장에 집중하고 있습니다. 수십년간 열교환기 사업에 집중하면서 제작의 숙련도가 높고, 공정관리에 능숙하여 납기 준수율이 타사 대시 월등합니다. 또한 수년간 납기 및 품질 준수로 고객사의 만족도가 높습니다.

2. 손익현황 / 수익성

2021년 코로나로 저하되었던 수익성은 2022년 이후 빠른속도로 회복되고 있습니다. 판매비와관리비의 안정화, 매출원가율 하락에 힘입어 수익성이 개선되었습니다. 2023년 2분기 기준 매출은 작년동기 대비 +51%, 영업이익은 +50% 상승하였습니다. 같은 기간 순이익은 작년 동기 대비 13.8% 성장한 117억원을 기록하며 사상 최대 실적을 달성하였습니다.

매출원가율 역시 올해 들어 역대급 우수한 수준이 유지되고 있습니다. 1분기, 2분기 각각 74%, 78%로 80% 이하의 매우 우수한 수익률을 보이고 있습니다. 2023년 상반기 수익성이 우수한 프로젝트가 진행되면서 매출 반영됨에 따라 원가율이 하락한 영향으로 분석됩니다.

또한 생산 증가에 따라 생산 효율이 증가되면서 영업레버리지 효과가 발생 하였습니다. 추가로 작년 동기 대비 원달러 환율이 상승하면서 해외 수출 비중이 높은 당사의 경우 매출에 긍정적인 효과 집중되었습니다. 내부적으로 당기 매출의 약 20% 정도의 개선효과 가져온 것으로 분석하고 있습니다.

2013년 이후 1,000억원대에서 등락을 거듭하던 수주잔고는 2022년 대규모 신규 수주에 따라 2022년말 1,369억원으로 증가하였습니다. 하반기 수주예정인 금액 및 수주 진행중인 프로젝트 감안하면 이전대비 높은 수준의 수주잔고를 유지할 수 있을 것으로 예상하고 있습니다(구체적인 수주내역은 확정 이후 공시 예정). 수주잔고 증가는 향후 매출 증대와 추가적인 수익성 개선으로 이어질 것으로 예상됩니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

3. 재무현황

당사는 운전자본 부담에도 불구하고 적절한 현금흐름 관리를 통해 지속적으로 양의 FCF*를 창출하고 있습니다. 분기간에는 운전자본 증가의 영향으로 다소간 FCF 적자가 발생하기도 하지만 연간 단위로는 현금흐름을 안정적으로 관리하고 있습니다.

*FCF(잉여현금흐름)
기업이 사업으로 벌어들인 돈 중 세금과 영업비용, 설비투자액 등을 제외하고 남은 현금을 의미

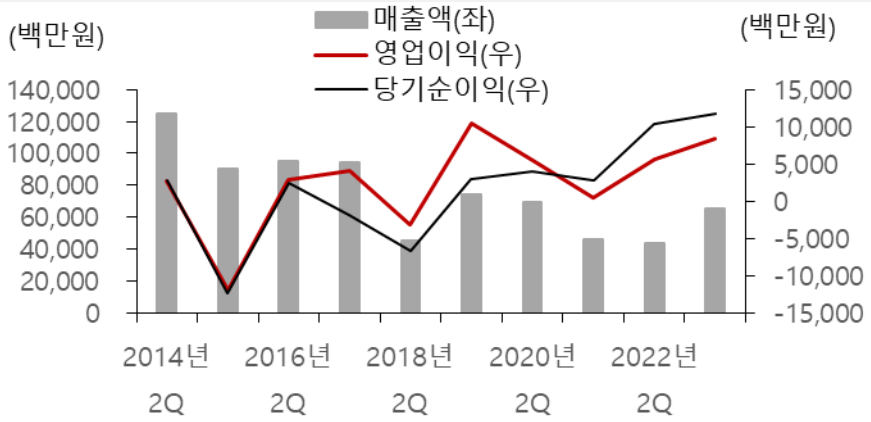
2023년 2분기 기준 총차입금 229억원, 현금성자산(금융자산 포함) 583억원으로 354억원의 순현금 상태를 유지하고 있습니다. 매출 증가 등에 따른 운전자본 증가에도 충분히 대응할 수 있는 유동성 여력을 보유하고 있습니다. 부채비율도 50.53%로 아주 안정적인 재무구조를 가지고 있습니다.

4. 수주계획

당사의 올해 수주목표는 1,300억원으로 진행중인 수주 스케쥴 감안하면 하반기 90%이상 달성 가능할 것으로 전망하고 있습니다. 상반기 다소 부진했던 수주가 7월부터 재개되면서 대규모로 수주잔고가 증가하고 있습니다. 하반기 수익성 양호한 프로젝트 중심으로 수주잔량 증가시키면서 매출과 수익성 개선세 이어나갈 계획입니다.

매출액 및 영업이익률 추이 (반기 누적 추이)

→ 지난 2년간 상반기, 영업이익, 당기순이익 개선세

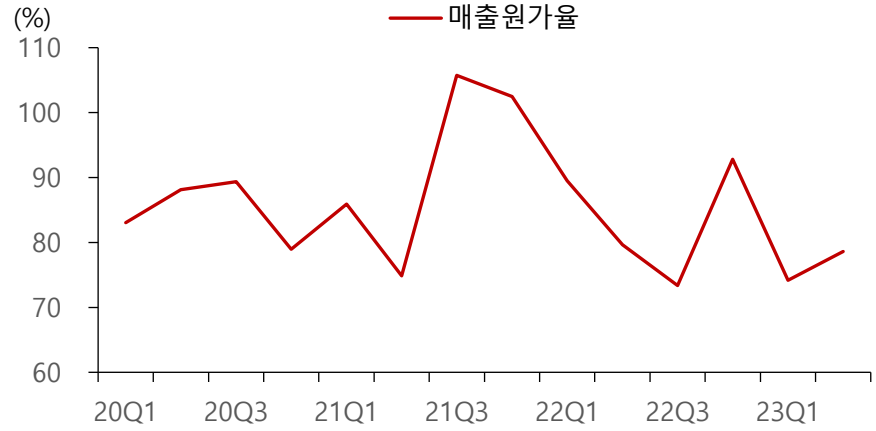


자료: 당사

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

매출원가율 추이

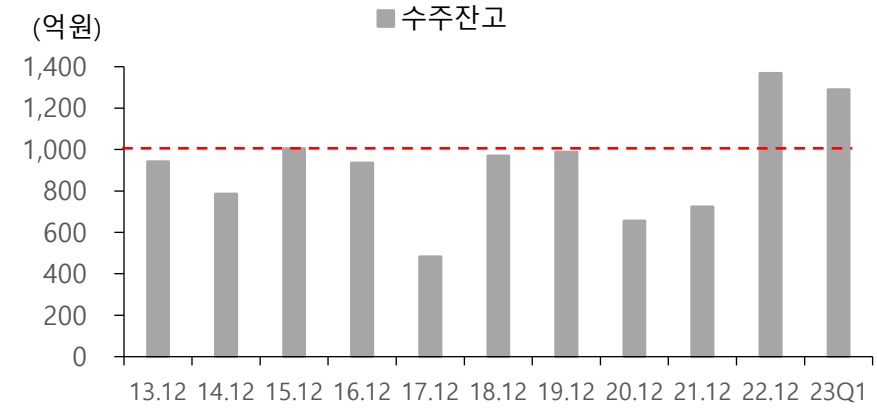
→ 2023년 매출원가율 하향 안정세



자료: 당사

수주잔고 추이

→ 이전 대비 높은 수준의 수주 잔고



자료: 당사

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

PART Ⅱ

향후 사업구조 개편 계획의 배경

1. 에너지, 수소사업 중심의 사업구조로의 개편

왜 에너지인가?

세계는 에너지 대 전환기에 있습니다. 화석연료가 가지는 효율성에도 불구하고 온난화 등 환경문제 및 자원 고갈 이슈로 인해서 탈 화석연료 움직임이 활발하게 일어나고 있습니다. 또한 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 기존의 에너지 공급 체계의 문제가 생기면서 세계 각국은 에너지 안보차원에서 자국내 에너지 밸류체인 확보에 총력을 기울이고 있습니다.

왜 수소인가?

세계적으로 탄소중립을 위한 경제적, 사회적 정책이 강화되고 있습니다. 국내에도 정부를 필두로 기업, 개인까지 무탄소 재생에너지로의 전환을 위한 노력을 확대하고 있는 상황입니다. EU와 미국은 탄소국경세를 부과할 예정이며, 이에 따라 애플과 구글같은 글로벌 기업들은 공급체인 내 탄소배출기업 퇴출계획을 발표하는 등 글로벌 전반으로 탄소중립에 대한 관심과 노력이 강화되고 있습니다.

최근 탄소중립을 위한 새로운 에너지 대안으로 수소에 대한 관심이 뜨겁습니다. 국내의 경우에도 정부는 "청정수소 공급망 구축 및 세계 1등 수소산업 육성"이라는 국정과제를 발표하고 3대 성장 전략을 발표하였습니다. 1. 규모·범위의 성장, 2. 인프라·제도의 성장, 3.산업·기술의 성장을 정책방향으로 삼고 정책을 집행할 계획입니다.

수소경제 성장을 위한 3UP 전략

→ 새정부 수소경제위원회, 국정과제 달성을 위한 3大 수소경제 성장전략(3UP) 제시

자료: 산업통상자원부

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

왜 KIB플러그에너지인가?

장기간에 걸친 제조과정에서 축적된 기존 사업 노하우를 바탕으로 빠르게 성장할 것으로 기대되는 수소 산업으로 진출하여 회사 성장의 새로운 전기를 마련하고자 합니다.

기존 화공기기 산업의 경우 세계 경기 변동 및 유가, 정부 정책의 영향으로 시클리컬 한 성격을 보이고 있습니다. 이에 당사의 매출과 손익구조도 큰 변동성을 보여 장기간 안정적인 성장을 이룩하는데 어려움이 존재합니다.

이에 당사는 화공기기 산업에서 오랜 업력과 글로벌 시장에서 우수한 시장지위 및 명성을 바탕으로 신사업으로 진출하고자 합니다. 당사는 장기간에 걸친 사업경험으로 열, 유체, 에너지 관리장치의 생산과 운용에 상당한 노하우를 가지고 있습니다. 이는 수소발전, 충전, 유통 등에 직접적으로 연관되는 분야로 판단하고 있어 당사가 신규 사업으로 진출하려는 에너지생산, 에너지상용 부분에서 시너지 효과가 발생할 것으로 판단하고 있습니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

사업 부문별 상세 내용

1. 에너지생산 부문

당사의 에너지생산 부문은 수소연료전지 발전시설을 운용하여 전력을 생산하는 사업을 운영할 계획입니다. 우선 사업의 첫단계에서는 연료전지 생산시설을 갖추고, 이후 원재료인 수소생산 시설까지 사업규모를 확장하는 계획을 가지고 있습니다. 당사가 보유할 수소 생산시설에서 생산된 수소를 원료로 사용하여 사업성이 우수한 전력사업자 지위를 확보하는 것을 목적으로 합니다.

연료전지 생산시설은 2025년까지 100MW 규모로 확대할 계획입니다. 20MW 규모로 5개 Site로 추진하며, 2023년 중 시범 프로젝트 하나, 본 프로젝트 하나, 총 두 개 프로젝트가 진행중입니다. 추가적으로 2024년 3개 프로젝트 신규로 진행할 예정입니다. 단기적으로는 총 5개 프로젝트 100MW 규모로 계획하고 있습니다. 건설기간은 시운전을 포함하여 16개월~18개월로 예상하고 있어, 최초 프로젝트가 상업개시하는 2025년 이후부터 점진적으로 사업수익이 확대되는 일정으로 진행될 예정입니다.

총 사업비 1,100억원 기준으로, 110억은 Equity, 990억은 FI(인프라펀드)로 조달할 계획입니다(프로젝트별로 총 사업비 다소 변동될 수 있음). 당사의 목표 지분율은 60%로 잔여지분의 30%는 발전자회사, 10%는 EPC 업체가 참여하는 구조입니다. 따라서 프로젝트별로 당사는 총사업비의 10%인 Equity의 60%인 66억원 자금이 소요되고, 관련하여 향후 2년간 5개 프로젝트 총 330억원 가량의 투자가 진행될 예정입니다.

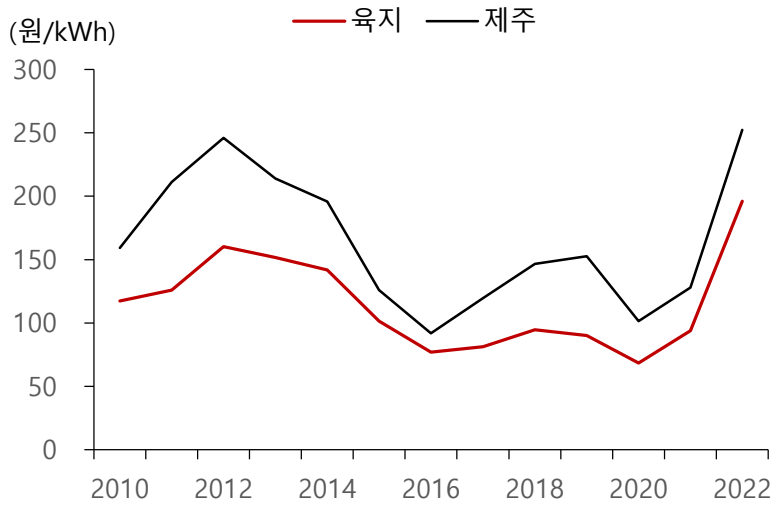
20MW 각 사업지별로 정상가동시 약 350억원의 매출과 73억원의 영업이익, 20억원 수준의 순이익을 기대하고 있습니다. 100MW 완공시 기준으로는 매출 1,750억원, 영업이익 365억원, 순이익 100억원 수준으로 ROI는 약 18%(100억원*60% / 330억원)으로 우수할 것으로 예상됩니다.

러시아-우크라이나 전쟁 등으로 인한 가스 가격 상승으로 SMP 가격은 매우 빠르게 상승하였습니다. SMP 가격 상승은 비중앙급전발전기인 당사에게 유리한 상황이지만 REC 정산 계약을 통해 일정부분 상쇄될 것으로 예상됩니다. 당사는 안정적인 매출, 이익 창출을 위해 SMP매출과 REC매출의 합을 일정하게 유지할 수 있는 계약으로 사업을 추진할 계획입니다. 용량요금 변동이나 기타 원가 변동에 대한 리스크는 최대한 헷지하는 구조로 진행하는 구조입니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

연도별 SMP 가격 추이

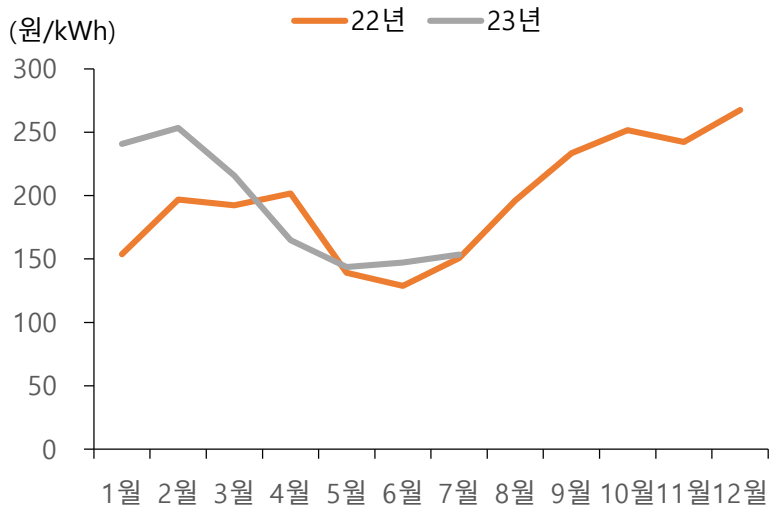
→ 2022년 이후 SMP 가격 급상승



자료: 전력거래소

2022년, 2023년 월별 SMP 가격 추이

→ 2022년 가스가격 상승에 따른 영향은 2023년에 줄어들 것으로 예상



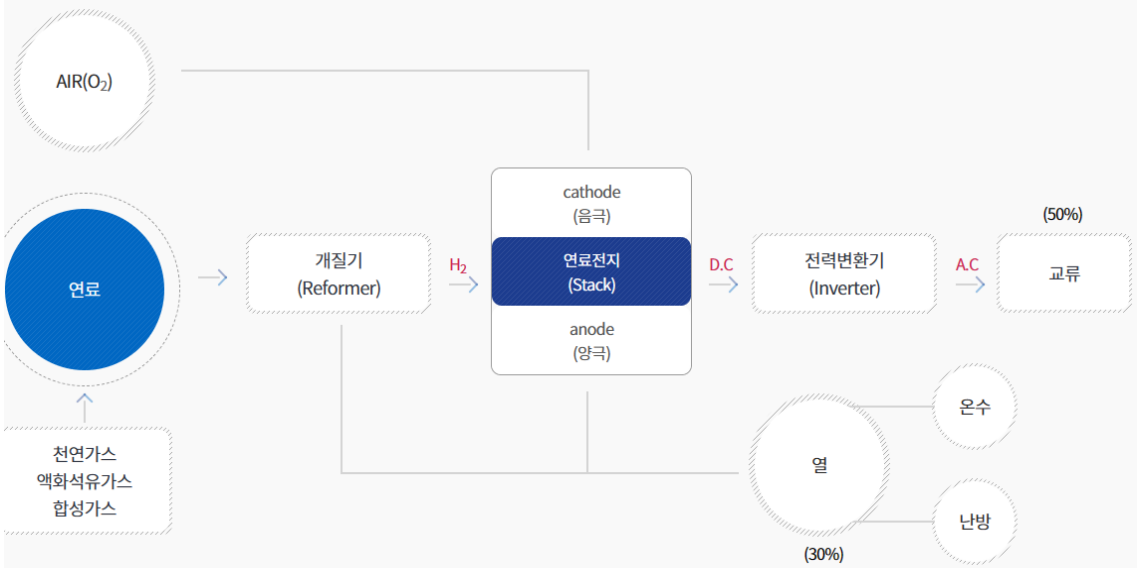
자료: 전력거래소

현재 추진중인 시범 프로젝트, 본 프로젝트 하나는 도시가스 원료의 수소연료전지 사업입니다. 당사는 향후 고효율 폐플라스틱 펠렛을 활용한 열교환 방식의 수소 생산방식으로 확장할 계획입니다. 이를 통해 생산된 수소는 연료전지 발전의 원료로 사용되어 수익성 향상에 기여할 것으로 예상됩니다. 또한 연료전지 운용 경험을 바탕으로 각 지역 산업 단지 등 독자전력이 필요한 시설에 당사의 발전운용체계 도입을 추진하여 적극적으로 외형성장 추진하는 부분도 준비하고 있습니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

연료전지 발전원리

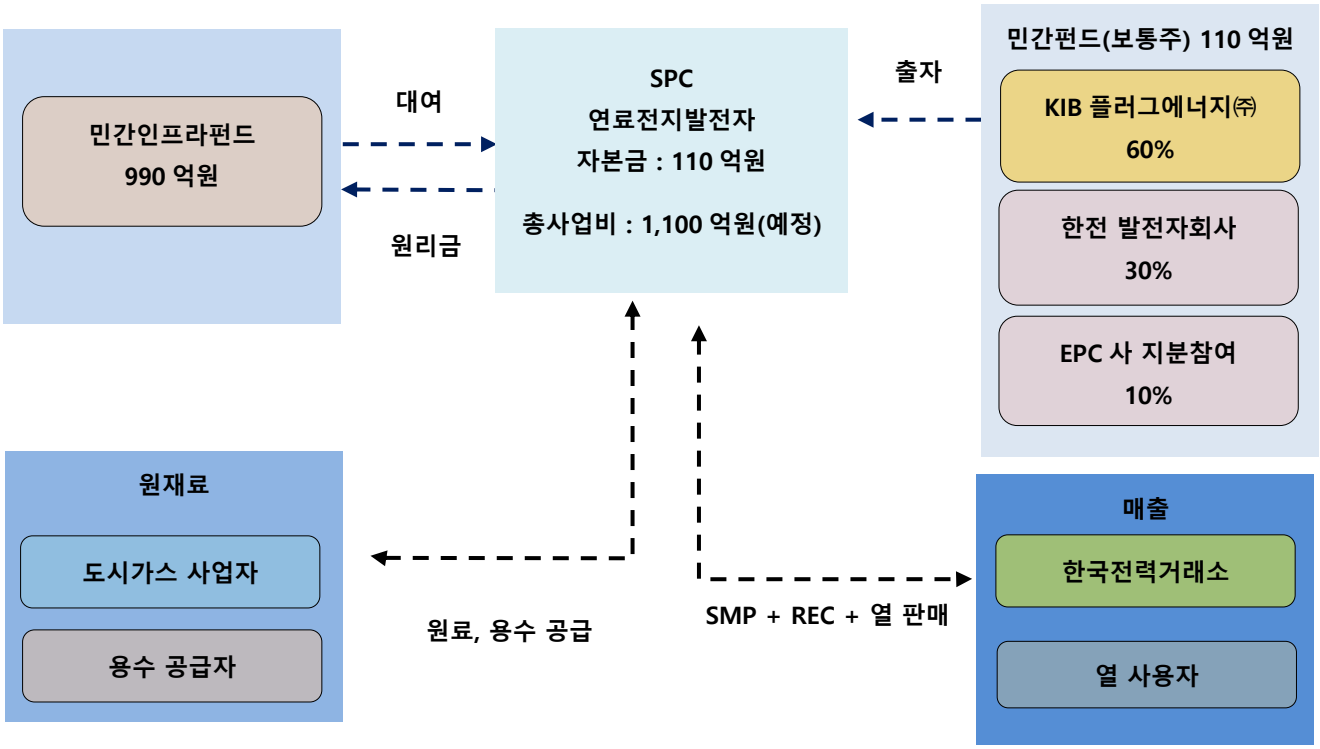
→ 수소와 산소의 화학반응으로 생기는 화학에너지를 직접 전기에너지로 변환시키는 발전방식



자료: 한국서부발전

연료전지 발전소 사업구조 (예시)

→ 당사가 60% 출자하여 주요 주주로 참여하는 구조로 추진할 계획



자료: 당사

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

발전사업 진행의 노하우를 빠르게 축적한 이후, 당사의 에너지 장치부문이 MBOP(Mechanical Balance of Plant) 기자재 공급자 및 EPC 사업자로 참여하여 각 부분내 시너지 효과를 강화시킬 계획입니다. (관련된 추정 내용은 3. 에너지 장치 부문에서 후술)

2. 에너지 상용 부문

당사는 전기차 및 내연기관차량 부품회사부터 상용 전기차 및 수소차 시장까지 에너지 상용 사업에 진출할 예정입니다. 현재 영업중인 외형을 갖춘 회사를 M&A하고 효율화 함으로써, 빠르게 시장에 진입할 계획입니다.

폐플라스틱 펠렛을 활용한 열교환 방식으로 생산된 수소를 활용할 수 있는 수소전기차를 공급할 계획입니다. 우선은 전기차 방식의 상용차 공급과 충전을 위한 소규모 연료전지 발전 패키지 공급에서 향후 수소특장차와 수소 원료 공급 패키지 방향으로 사업을 성장시키고자 합니다.

단기적으로 SKD(Semi Knock Down)나 CKD(Complete Knock Down) 방식으로 전기자동차를 생산하고 있는 업체에 대한 M&A를 추진할 계획입니다. 이를 통해 정부 정책지원이 이어지고 있는 시내버스 사업으로의 선제적 진입을 검토하고 있습니다. 전기차 시내버스 제작 사업에서 향후 수소버스 개발 및 상용화를 진행하고, 청소차와 도로청소차와 같은 수소특장차에 대한 익스포져를 확대하는 방향으로 진행하고자 합니다.

전기버스 시장은 2017 년 본격 형성되기 시작하였고 시내버스 시장을 중심으로 급성장하여 최근 5 년간('17~'22 년) CAGR 84%를 기록 중입니다. 규칙적인 경로 및 단거리 운행이 특징인 시내버스시장에서 우선적으로 전기버스를 보급 중이며 향후 나머지 시장으로 확장 전개될 것으로 전망됩니다.

<친환경차 도입 목표(제 4 차 친환경자동차 기본계획>

구분		2020	2025	2030
친환경차		82만대	283만대	785만대
	전기차	13.5만디	113만대	300만대
	수소차	1.1만대	20만대	85만대
	하이브리드	67.4만대	150만대	400만대
전체차량 중 비중		3%	11%	30%

자료: 제 4 차 친환경자동차 기본계획(2021~2025)

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

3. 에너지 장치

기존 사업 외 에너지 생산 부문 사업 진행에 따라 추가적인 매출 증가 효과를 기대하고 있습니다. MBOP(Mechanical Balance of Plant) 기자재 공급자 및 EPC 사업자로 참여하여 사업 외형 확대하는 계획입니다. MBOP는 연료전지에 수소, 산소를 공급하는 열교환기, 가습기, 개질기 등으로 구성됩니다.

아래 표를 참고하면 Fuel Supply, Water Supply, Fuel processor, Heat recovery, Assembly comp 등 BOP의 약 59% 원가 부분이 에너지 장치부분에서 소화할 수 있을 것으로 추정됩니다. 1,100억원 사업비 중 BOP비용은 약 230억원으로 추정되고, 이의 59%인 약 136억원, 5개 프로젝트 기준 총 680억원의 매출 증가 시너지 가능할 수 있을 것으로 보입니다. 총 100억원 내외의 영업이익 증가가 가능할 것으로 추정됩니다.

추가로 M&A를 통한 외형확장도 추진할 계획입니다. 매출 1,000억원 내외의 경쟁 업체 인수하고, 효율성 개선 작업을 통해 원자재 조달 능력 개선 및 수주 경쟁력 강화를 추진할 계획입니다.

발전용 연료전지 형식에 따른 균등화 발전비용 분석

→ PEMFC 분석 감안시, 당사 접근 가능 BOP 59%로 추정

		100 kW (100 units/year)	250 kW (50,000 units /year)
Stack	MEA	69%	63%
	Anode/cooling gasket	2%	3%
	Cathode gasket	1%	1%
	Anode bipolar plate	10%	14%
	Cathode bipolar plate	9%	12%
	End plates	1%	0%
	Assembly hardware	3%	4%
	Assembly labor	1%	2%
	Test and conditioning	5%	2%
	Total	100%	100%
BOP	Fuel supply	5%	4%
	Water supply	2%	1%
	Fuel processor	28%	28%
	Air supply	6%	6%
	Heat recovery	19%	19%
	Power electronics	25%	25%
	Control and instrumentation	1%	1%
	Assembly comp	7%	7%
	Additional work estimate	8%	8%
	Total	100%	100%

자료: KHNES. Analysis of Levelized Cost of Electricity for Type of Stationary Fuel Cells

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

4. 2025년 합산 손익 추정

2025년 이후 당사의 투자계획이 계획대로 정상적으로 진행되면 매출은 +104%, 영업이익은 +311%, 순이익은 +134% 증가할 것으로 예상하고 있습니다.

사업진행 상황, 지분구조 등에 따라 매출인식 시점 및 방식 등에 변동이 발생할 수 있습니다. 사업 진행상황에 대한 부분은 추후 주기적으로 업데이트 할 계획입니다.

<2025 년 합산 손익 추정>

부문(단위: 억원)	매출	영업이익	순이익	비고
에너지생산*	1,750	365	100	연결 가정
에너지상용	940	80	65	
에너지장치(기존)	1,300	160	130	
에너지장치(추가)	200	40	30	
합계(A)	4,190	645	325	*
합계(B)	3,490	499	285	**
증가비율(A/C-1)	228%	311%	156%	*
증가비율(B/C-1)	174%	218%	124%	**
2023.06 LTM(C)	1,276	157	127	

* 에너지생산: 시설 5 개소 정상가동 가정(사업 진행에 따라 시기 변동 가능). 지배권 보유, 손익 100% 인식 가정

** 에너지생산: 시설 5 개소 정상사동 가정. 관계(공동)기업 편입, 손익 60% 인식 가정

자료: 각 사업별 사업평가보고서 등

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

Valuation

현재 당사는 우선 업종인 기계장치 분야의 업종 평균 멀티플 25배 수준을 목표로, 장차 수소생산 및 발전, 전기차 및 차량부품시장의 평균 멀티플인 약 40~60배 수준까지 개선하는 것을 목표로 하고 있습니다. 시장에서 수소업종의 기업으로 자리매김하는 과정이 필요할 것으로 보고 있습니다.

사업구조 개편, 기존·신규 사업 효율화 및 안정화, 적극적인 투자자 커뮤니케이션 등을 통해 당사의 적정가치를 찾아가는 과정을 기존 주주 및 신규 투자자분들과 함께 진행할 계획입니다.

<동종업종 Global 주요 상장사 현황>

회사명	시장	Market Cap(USD)	Forward P/E
Linde	NYSE	185B	27.7
Plug Power	Nasdaq	5.3B	n/a
Bloom Energy	NYSE	3.4B	833
Air Products	NYSE	63B	22.94
Fusion Fuel Green PLC	Nasdaq	32M	n/a

자료: Yahoo Finance

<동종업종 Valuation>

표 5. 수소 업체 Peer Valuation (십억원, %, 배)

회사명		티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
연료전지 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	1,670	471	771	24	49	3.2	6.2	3.5	2.2	40.1	25.2	4.2	2.5
	플러그 파워	PLUG US	9,151	1,657	2,530	(666)	(180)	(13.8)	(7.9)	5.6	3.7	-	38.7	4.9	3.2
	블룸 에너지	BE US	4,736	1,883	2,428	(118)	21	(21.7)	18.2	2.6	2.0	60.2	21.6	3.0	2.3
	발라드 파워	BLDP US	1,728	117	186	(212)	(200)	(15.0)	(17.9)	15.0	9.4	-	-	5.6	3.5
	세레스 파워	CWR LN	1,142	75	88	(61)	(48)	(13.2)	(7.8)	15.3	13.0	-	-	11.3	9.6
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	1,115	167	240	(151)	(130)	(15.5)	(16.2)	6.7	4.6	-	-	5.5	3.8
	PowerCell	PCELL SS	618	41	59	(9)	(5)	(26.8)	(23.7)	15.0	10.6	-	-	14.5	10.3
	평균		2,880	630	900	-170	-70	-14.7	-7.0	9.1	6.5	50.2	28.5	7.0	5.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자자 고지 사항

본 자료는 KIB플러그에너지에 의해 작성되었으며, 투자자 여러분의 편의를 위해 작성된 자료로서, 추후 그 내용 중 일부가 달라질 수 있음을 양지하시길 바랍니다. 회사는 본 자료에 서술된 경영실적의 정확성과 완벽성에 대해 보장하지 않으며, 자료 작성일 현재의 사실을 기술한 내용에 대해 향후 갱신 관련 책임을 지지 않습니다.

또한, 본 자료는 미래에 대한 예측정보를 포함하고 있습니다. 이러한 예측 정보는 이미 알려진 또는 알려지지 않은 위험과 시장 상황, 기타 불확실한 사정 또는 당초 예상하였던 사정의 변경에 따라 영향을 받을 수 있고, 이에 기재되거나 암시된 내용과 실제 결과 사이에는 중대한 차이가 있을 수 있으며, 시장 환경의 변화와 전략 수정 등에 따라 예고 없이 달라질 수 있습니다.

이 자료는 투자자 여러분의 투자 판단을 위한 참고자료로 작성된 것으로 당사 및 당사의 임직원들은 이 자료와 관련하여 투자자 여러분들께 어떠한 보증도 제공하지 않으며, 과실 및 기타의 경우를 포함하여 그 어떠한 책임도 부담하지 않음을 알려 드립니다.

당사는 동 예측정보 작성시점 이후에 발생하는 위험 또는 불확실성을 반영하기 위하여 예측정보에 기재한 사항을 수정하여 게재할 의무는 없습니다.