

두산퓨얼셀(336260)

정권 관계없이 수소산업 육성 기조 유지

2022.11.15

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **65,000**원(유지)

현재주가: 36,250원(11/14)

시가총액: 2,374.1(십억원)

정권 변화에도 수소산업 육성 정책 유지 확정

윤석열정부는 첫 번째 수소경제위원회를 개최해서 수소산업 본격 성장을 위한 정책방향을 제시했다. 청정수소 공급망 구축과 세계 1등 수소산업 육성이라는 목표하에 수소 생산과 유통의 인프라를 구축하고, 7대 전략분야를 육성해 국내 수소기업들이 해외시장을 선점하게 한다는 정책이다. 문재인정부 말기부터 지속되어오던 수소산업 육성 지속여부에 대한 논란이 종료된 것이다.

내년 상반기 수소발전 입찰시장 개설, 발전용 연료전지 해외 진출 촉진

정부는 내년 상반기부터 수소발전 입찰시장을 개설하고, 전력수급기본계획, 국가온실가스감축목표를 고려해 연도별로 수소발전량을 입찰한다. 그동안 수소발전은 RPS 제도하에서 재생에너지와 경쟁하면서 서로에게 부정적인 영향을 미쳤으나 의무화 제도로 도입으로 독자적인 플랫폼 하에서 성장하게 된 것이다. 또한 이번 정책에는 발전용 연료전지, 수소모빌리티, 수소충전소, 액화수소충전소, 수전해 시스템 5대 유망분야에 대해 국내 실증 역량을 통해 해외 시장을 선점하는 것이 포함되어있다. 두산퓨얼셀의 해외 프로젝트에 대한 기대가 높아질 것이다.

단기 실적 부진 불구 중장기 성장 전망 유지

동사의 단기 실적은 정책 공백에 따른 수주 지연 때문에 좋지 못하다. 하지만, 보수정권하에서도 수소산업을 육성하는 것이 확정되었다는 것이 중요하다. 향후 정치 지형의 변화에도 수소산업의 국가 육성 기조가 지속될 것이기 때문이다. 우리보다 육성이 늦었던, 유럽, 미국, 중국이 경쟁적으로 수소산업 전체에 막대한 국가 예산을 투입하기 시작한 것도 향후 정책의 지원 강도를 높이는 데 타당성을 제시할 것이다. 두산퓨얼셀의 향후 기업가치는 국내에서 쌓은 기반을 바탕으로 해외에서 어떤 사업 모델을 확보하느냐에 따라 크게 달라질 것이다. 두산퓨얼셀의 3분기 매출은 296억원, 영업이익 29억원으로 8억원으로 컨센서스(1,094억원, 48억원 흑자)를 크게 미달했다. 예상보다 수주가 늦어지면서 3분기에는 주기기 납품이 거의 없었다. 올 해 수주는 현재까지 44MW에 불과하지만, 연간 수주목표 240MW의 가이던스는 유지했다. RPS와 CHPS 하의 국내 물량 중 상당 부분이 연내에 확정될 것으로 회사는 파악하고 있다. 또한 국내 시장보다 더 큰 규모로 성장 중인 중국형 수주도 연내에 확정될 것으로 가이던스를 주고 있다. PAFC 이외에 SOFC, PEMFC 관련 사업도 내년부터 작은 성과라도 가시화될 것으로 판단된다. 국내외 수소 육성 기조가 강해지고 있기 때문에 대표주인 동사에 대한 기존의 목표주가 65,000원을 유지한다.

발행주식수(천주)	65,494
52주 최고가(원)	54,000
최저가(원)	23,650
52주 일간 Beta	2.36
90일 일평균거래대금(억원)	17,232
외국인 지분율(%)	14.8
배당수익률(2022F,%)	1.0

주주구성	
두산에너지빌리티 (외 15인)	37.8
국민연금공단 (외 1인)	6.5
두산퓨얼셀우리스주 (외 1인)	0.8

(단위: %)	1M	6M	12M
주가상승률	43.3	-2.9	-30.4
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	65,000	65,000	-
영업이익(22)	-2.1	18.5	▼
영업이익(23)	30.3	57.1	▼

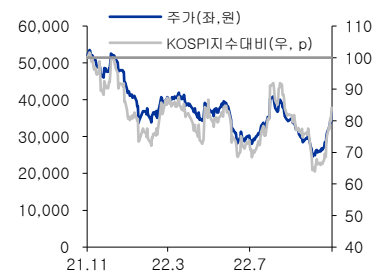


도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22F	2021A	2022F	2023F
매출액	72.0	55.6	122.7	131.2	51.2	74.1	29.6	150.0	381.4	305.0	660.4
증감율	258.8%	-49.5%	-29.5%	-16.8%	-28.8%	33.4%	-75.9%	14.3%	-17.4%	-20.0%	116.5%
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	27.5	48.1	3.3	121.0	287.2	199.9	524.0
장기유지 보수서비스	21.2	21.2	27.1	24.8	23.749	26.008	26.274	29	94.2	105.0	136.4
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	50.9	64.9	23.4	131.3	333.2	270.5	588.3
매출원가율	90.4%	87.2%	85.9%	87.1%	99.4%	87.6%	79.1%	87.5%	87.4%	88.7%	89.1%
매출총이익	6.9	7.1	17.2	17.0	0.3	9.2	6.2	18.8	48.2	34.5	72.1
판관비	6.6	6.0	9.6	8.0	9.0	8.4	9.1	10.1	30.2	36.5	41.8
판관비율	9.1%	10.9%	7.8%	6.1%	17.5%	11.3%	30.7%	6.7%	7.9%	12.0%	6.3%
영업이익	0.3	1.0	7.6	9.0	-8.6	0.8	-2.9	8.7	18.0	-2.1	30.3
증감율	-106.8%	-91.7%	-38.9%	60.1%	적자전환	-22.7%	-138.2%	-3.8%	-30.9%	적자전환	흑자전환
영업이익률	0.4%	1.9%	6.2%	6.9%	-16.8%	1.1%	-9.8%	5.8%	4.7%	-0.7%	4.6%
영업외손익	1.7	-0.4	1.5	-2.1	4.3	-1.3	4.1	-2.0	0.6	5.1	-2.0
세전이익	2.0	0.6	9.1	6.9	-4.3	-0.5	1.2	6.7	18.6	3.0	28.3
법인세	6.3	0.2	2.4	1.1	-1.4	-0.6	0.1	1.5	9.9	-0.4	6.5
법인세율	309.8%	30.2%	26.2%	15.6%	31.9%	115.7%	8.0%	22.0%	53.3%	-13.3%	22.9%
당기순이익	-4.3	0.4	6.7	5.8	-2.9	0.1	1.1	5.2	8.7	3.4	21.8

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	221.2	461.8	381.4	305.0	660.4	1,072	1,522
증감율		108.8%	-17.4%	-20.0%	116.5%	62.3%	42.1%
연료전지 주기기	210.0	395.1	287.2	199.9	524.0	915	1,326
장기유지보수서비스	11.2	66.8	94.2	105.0	136.4	156.5	196.3
매출원가	195.5	411.2	333.2	270.5	588.3	944	1,338
매출원가율	88.4%	89.0%	87.4%	88.7%	89.1%	88.1%	87.9%
매출총이익	25.6	50.6	48.2	34.5	72.1	127.1	183.9
판관비	6.2	24.6	30.2	36.5	41.8	45.0	47.8
판관비율	2.8%	5.3%	7.9%	12.0%	6.3%	4.2%	3.1%
영업이익	19.5	26.0	18.0	-2.1	30.3	82.1	136.1
증감율	0.0%	33.6%	-30.9%	-111.5%	-1560.7%	170.8%	65.7%
영업이익률	8.8%	5.6%	4.7%	-0.7%	4.6%	7.7%	8.9%
영업외손익	0.0	-7.7	0.6	5.1	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	16.0	18.3	18.6	3.0	28.3	80.4	134.2
법인세	4.1	4.1	9.9	-0.4	6.5	18.7	30.5
법인세율	25.9%	22.3%	53.3%	-13.3%	22.9%	23.3%	22.7%
당기순이익	11.9	14.2	8.7	3.4	21.8	61.7	103.7

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 윤석열정부의 청정수소 생태계 조성 방안

대규모 수소 수요 창출 (수송/발전/산업 부문)	
수소버스/트럭 보급규모 확대	수소 버스 정부 보조금 상향 - 시내버스: 1.5억 → 2.1억(23~) - 광역버스: 2.0억 → 2.6억(23~)
수소 50%, 암모니아 20% 이상 혼소발전 목표	27년까지 실증 완료 후 28년부터 단계적 혼소발전 확산 - 실증대상 발전소 선정(23) - 혼소 핵심부품 개발(~25) - 유형별 실증(26~27)
연료전지 보급 확산 및 분산자원 다양화	에너지슈퍼스테이션 활용 연료전지 보급 확산 소형수소터빈, 수소엔진 개발로 분산자원 다양화
기간산업 수소활용	수소환원제철 기초기술 개발(~25) 석유화학설비연료 수소전환(~30)
수소유통 인프라 구축	
액화수소 플랜트, 액화충전소 건설	액화수소 플랜트(연 4만톤) 선제적 구축 후 액화충전소 보조금 확대 및 기술개발 지원
암모니아 인수기지, 액화수소 인수기지 구축	연 400만톤급 암모니아 인수기지 건설(석탄발전소 밀집 지역, ~30) 연 10만톤급 액화수소 인수기지 건설(LNG 발전소 밀집 지역, ~30) 수소 전용 배관망 구축(당진-오성 - 동탄 - 분당 - 안양 - 인천 - 부천)
수소항만 구축전략 수립	국내/외 수소유통 및 수소 활용한 항만운영 목표
국내외 청정수소 공급망 구축	
국내 그린/블루 수소 생산	고효율 대량생산기술력 확보해 그린수소 생산 확대 CO2 해외이송 지원해 블루수소 생산기반 확보
해외 청정수소 생산 시범사업 추진	시범사업 안 - 국가: (블루) 중동, (그린) 동남아 - 규모: (블루) 20만톤, (그린) 60만톤 - 사업자: 민간, 공기업, 정부 공동
해상운송 실험을 위한 운반선 건조	친환경 암모니아 추진 운반선(~26) 액화수소 운반선(~29)
청정수소시장 촉진위한 제도적 기반 마련	
수소발전 입찰시장 개설	전력수급기본계획, 국가온실가스감축목표등 고려한 연도별 수소발전량 입찰시스템 구축 발전사업자(연료전지, 석탄/암모니아 혼소, 수소터빈, 수소엔진 등) - 입찰시장 - 구매자(한전, 구역전기 사업자, RE100 기업)의 구조
수소거래시장 개설	수송용 개설 후 발전/산업용으로 확대 전국 충전소와 연계하여 판매가격 등 실시간 정보 제공
수소사업법 제정	유통단계별 사업자 정의 및 수송/발전 등 분야별 수급계획 수립
청정수소 인증제 도입	청정수소 기준, 인증제 운영방안 마련(~23) 한국형 청정수소 인증제 도입(~24)

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

도표 4. 글로벌 수소 생산량 급증 예상

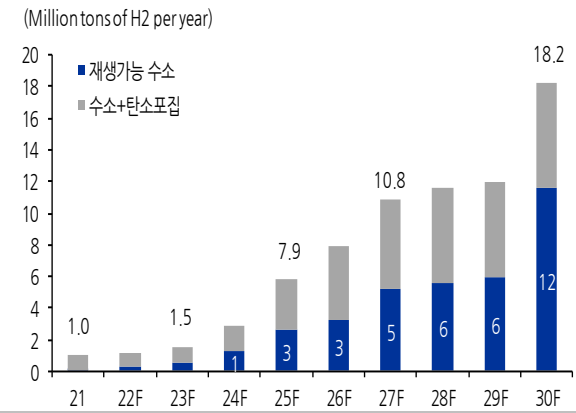
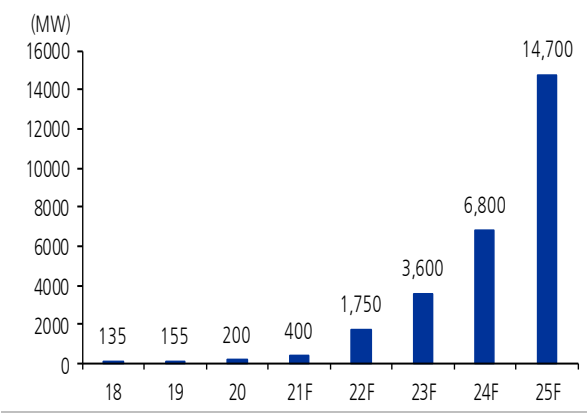


도표 5. 수소 생산 위한 수전해 설비 설치 급증 예상



두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	652	498	683	772	799
현금성자산	393	187	362	351	303
매출채권	119	67	101	185	250
재고자산	112	209	185	200	210
비유동자산	138	201	246	257	268
투자자산	59	72	77	80	83
유형자산	51	91	128	131	135
무형자산	28	37	41	45	50
자산총계	790	699	929	1,029	1,067
유동부채	265	78	235	295	311
매입채무	80	29	156	185	201
단기차입금	100	3	33	63	63
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	103	160	211	212
사채맞장기차입금	1	82	132	182	182
기타비유동부채	12	21	26	27	29
부채총계	278	181	395	505	523
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	479	478	478	478	478
자본조정	0	1	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	24	32	48	37	58
자본총계	513	518	534	523	544
총차입금	101	85	166	246	246
순차입금(순현금)	(292)	(102)	(196)	(106)	(58)
투자자본	218	413	336	415	484

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	122	(76)	(140)	177	(27)
당기순이익	12	14	9	16	22
유무형자산상각비	2	7	9	16	20
기타비현금순익가감	3	2	45	19	1
운전자본의변동	94	(131)	(202)	125	(70)
매출채권감소(증가)	(38)	23	41	(43)	(84)
재고자산감소(증가)	94	(36)	(97)	24	(15)
매입채무증가(감소)	(13)	32	(57)	127	29
기타	51	(150)	(90)	17	0
투자활동현금흐름	(23)	(255)	42	9	(10)
단기투자자산처분(취득)	(20)	20	0	66	20
장기투자증권처분(취득)	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	(0)	(13)	(35)	(45)	(21)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(0)	(1)	(5)	(6)	(6)
재무활동현금흐름	0	331	(28)	55	47
차입금증가(감소)	(0)	(1)	(26)	79	80
자본증가(감소)	0	332	0	(25)	(33)
배당금지급	0	0	0	25	33
현금의 증가(감소)	99	(1)	(126)	241	10
기초현금	34	133	132	6	247
기말현금	133	132	6	247	257
Gross Cash flow	28	55	62	51	42
Gross Investment	(91)	406	160	(68)	100
Free Cash Flow	122	(76)	(140)	177	(27)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	461.8	381.4	305.0	660.4	1,071.5
증가율(%)	108.8	(17.4)	(20.0)	116.5	62.3
매출총이익	50.6	48.2	34.5	72.1	127.1
매출총이익율(%)	11.0	12.6	11.3	10.9	11.9
판매비와관리비	24.6	28.5	36.5	41.8	45.0
증가율(%)	299.2	16.0	28.1	14.4	7.7
영업이익	26.0	18.0	(2.1)	30.3	82.1
증가율(%)	33.6	(30.9)	적전	흑전	170.8
EBITDA	33.4	26.6	14.1	49.9	101.9
증가율(%)	57.9	(20.1)	(47.1)	254.1	104.3
영업외손익	(7.8)	(12.0)	5.1	(2.0)	(1.7)
이자수익	2.5	1.1	1.6	3.2	5.2
이자비용	5.0	5.8	3.7	6.9	9.6
외화관련손익	(2.4)	3.8	1.3	0.0	0.0
지분법손익	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.5)	1.4	5.9	1.6	2.7
세전계속사업손익	18.3	18.6	3.0	28.3	80.4
법인세비용	4.1	9.9	(0.4)	6.5	18.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.2	8.7	3.4	21.8	61.7
증가율(%)	19.5	(39.0)	(60.9)	431.7	182.3
당기순이익률(%)	3.1	2.3	1.1	3.3	5.8
EPS(원)	245.4	132.2	62.7	333.6	941.6
증가율(%)	16.7	(46.1)	(60.9)	431.7	182.3
완전희석EPS(원)	245.4	57.3	(37.1)	208.7	791.8
증가율(%)	16.7	(76.7)	적전	흑전	279.4

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	210	245	132	63	334
BPS	2,287	6,262	6,331	6,526	6,393
DPS	0	0	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	40.9	218.1	234.6	494.2	92.9
PBR	3.8	8.5	4.9	4.8	4.8
PCR	22.5	72.3	40.8	49.3	59.7
EV/EBITDA	20.5	96.3	78.6	142.0	42.9
배당수익률	0.0	0.0	1.0	1.3	1.6
수익성(%)					
영업이익율	8.8	5.6	4.7	(0.7)	4.6
EBITDA이익율	9.5	7.2	7.0	4.6	7.6
순이익율	5.4	3.1	2.3	1.3	3.3
ROE	-	4.2	1.7	0.8	4.1
ROIC	-	12.2	2.7	(0.4)	6.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(31.3)	(56.9)	(19.8)	(36.7)	(20.2)
유동비율	1.8	2.5	6.4	2.9	2.6
이자보상배율	15.0	5.3	3.1	(0.6)	4.4
활동성(회)					
총자산회전율	-	0.7	0.5	0.4	0.7
매출채권회전율	-	3.3	4.1	3.6	4.6
재고자산회전율	-	4.9	2.4	1.5	3.4
매입채무회전율	-	7.0	7.0	3.3	3.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 한병화	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2020-11-26	Buy	61,000	1년	-13.3	2.5		
2020-12-14	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5		
2020-12-28	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5		
2021-01-07	Buy	61,000	1년	-8.8	2.5		
2021-01-11	Buy	61,000	1년	-9.4	2.5		
2021-01-25	Buy	75,000	1년	-40.0	-14.9		
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-40.5	-14.9		
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-40.5	-14.9		
2021-04-23	Buy	75,000	1년	-42.2	-25.1		
2021-04-28	Buy	75,000	1년	-42.3	-25.1		
2021-05-31	Buy	75,000	1년	-42.1	-25.1		
2021-07-07	Buy	75,000	1년	-42.8	-25.1		
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-43.1	-25.1		
2021-07-28	Buy	75,000	1년	-43.3	-25.1		
2021-09-28	Buy	75,000	1년	-45.2	-25.1		
2021-10-29	Buy	75,000	1년	-46.7	-25.1		
2022-02-09	Buy	75,000	1년	-52.3	-44.1		
2022-03-02	Buy	75,000	1년	-52.4	-44.1		
2022-03-10	Buy	75,000	1년	-52.7	-44.1		
2022-03-23	Buy	75,000	1년	-53.4	-44.1		
2022-03-24	Buy	75,000	1년	-53.4	-44.1		
2022-03-28	Buy	75,000	1년	-53.6	-44.9		
2022-04-28	Buy	75,000	1년	-55.4	-47.3		
2022-05-06	Buy	75,000	1년	-55.7	-47.3		
2022-05-06	Buy	75,000	1년	-55.7	-47.3		
2022-06-28	Buy	75,000	1년	-60.4	-58.2		
2022-07-28	Buy	65,000	1년	-50.2	-37.1		
2022-08-08	Buy	65,000	1년	-50.4	-37.1		
2022-08-16	Buy	65,000	1년	-51.2	-38.4		
2022-10-11	Buy	65,000	1년	-56.4	-43.6		
2022-10-20	Buy	65,000	1년	-54.6	-43.6		
2022-11-10	Buy	65,000	1년	-43.6	-43.6		
2022-11-14	Buy	65,000	1년				