

두산퓨얼셀(336260)

채워지는 수주, 높아지는 재성장 기대

2022.11.22

News Comment

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

현재주가: 36,900원(11/22)

시가총액: 2,416.7(십억원)

중국 시장 진출 확정

동사는 중국업체에 105MW(계약금액 3,469억원 규모)의 수소연료전지 공급 계약을 체결했다. 50MW는 국내에서 수출하고, 55MW는 중국 파트너와 JV를 설립해서 부품을 공급하게 된다. 이번 수주 금액에는 유지보수 매출이 포함되지 않았고, 55MW를 JV에 부품으로 공급하는 것으로 책정되어 있다. 유지보수 계약이 추후 확정되고, JV의 매출까지 최종 포함하면 전체 수주 규모가 과거 동사의 계약들과 유사한 수준인 것으로 판단된다. 본 수주는 동사의 세계 최대 잠재 시장에 대한 진출 스토리가 확정된 의미 있는 계약이었다. 중국은 정부가 수소 국가 로드맵을 발표한 후 성별로 조 단위의 투자가 시작되고 있다. 수소의 모든 영역에 있어 2~3년내에 세계 최대의 시장으로 성장할 것이 확실하다. 발전용 수소연료전지 사업도 2025년까지 1GW 이상의 시장이 형성될 것으로 업계는 보고 있다. 특히 전력과 함께 열 공급이 동시에 가능한 동사의 PAFC 기술이 발전 부문에서는 선호되고 있는 것으로 파악된다.

국내 수소발전 입찰시장에도 열 발생 가산점 부여

정부가 내년 상반기부터 시작될 수소발전 입찰시장 가격 결정에 열을 비가격지표에 포함할 것으로 보도되고 있다. 이는 동사와 경쟁하고 있는 SOFC 대비 낮은 전력 생산 효율을 상쇄할 수 있는 기준이다. 내년도에는 RPS와 입찰 시장이 동시에 존재하게 되는데, 입찰은 가격 지표와 비가격지표로 나누어서 최종 낙찰자를 선택하게 된다. 동사의 PAFC 기술의 정부가 보호 육성하려는 의지가 제도에 투영되고 있다.

2023년 턴어라운드 가능성 점증

올 해 동사의 실적은 국내 정책 전환에 따른 공백으로 부진하다. 하지만, 연간 수주전망은 240MW로 유지하고 있고, 중국 수주가 확정되면서 현재까지 149MW를 확보했다. 연내에 100MW 이상의 수주가 추가될 가능성이 높다고 판단된다. 또한 내년에는 의무 제도에 입찰이 시작되고, 올 해 내내 사업자들을 괴롭히던 높은 천연가스 가격이 레벨 다운 될 가능성이 높기 때문에 사업 환경은 개선될 것으로 판단된다. 2023년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 6,604억원, 304억원으로 올해 영업적자에서 턴어라운드가 예상된다. 세계 최대 시장인 중국에 진입했고, PAFC 이외에 SOFC, PEMFC 관련 사업도 내년부터 작은 성과라도 가시화될 것이다. 동사에 대한 목표주가 65,000원을 유지한다.

발행주식수(천주)	65,494
52주 최고가(원)	53,500
최저가(원)	23,650
52주 일간 Beta	2.35
90일 일평균거래대금(억원)	16,647
외국인 지분율(%)	15.1
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	42.2	-0.1	-27.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	65,000	65,000	-
영업이익(22)	-2.1	-2.1	-
영업이익(23)	30.3	30.3	-

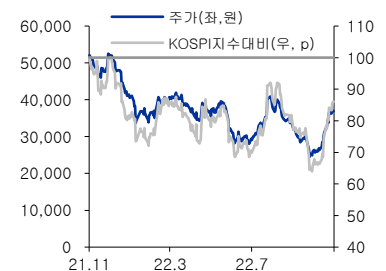


도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(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

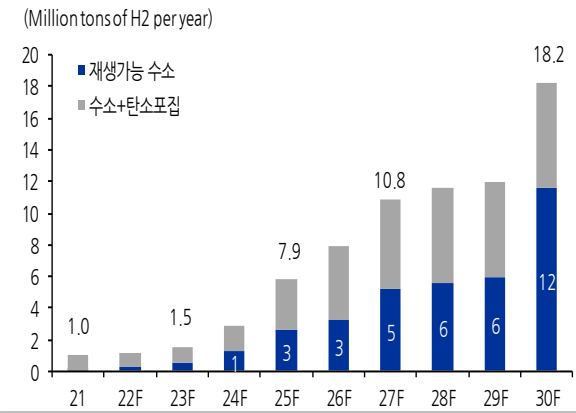
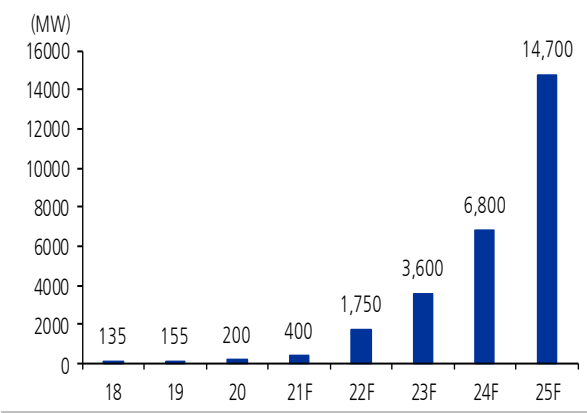


도표 5. 수소 생산 위한 수전해 설비 설치 급증 예상



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
사채및장기차입금	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
배당수익율	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	-49.8	-37.1		
2022-08-08	Buy	65,000	1년	-49.9	-37.1		
2022-08-16	Buy	65,000	1년	-50.6	-38.4		
2022-10-11	Buy	65,000	1년	-54.1	-42.8		
2022-10-20	Buy	65,000	1년	-52.0	-42.8		
2022-11-10	Buy	65,000	1년	-43.6	-42.8		
2022-11-15	Buy	65,000	1년	-43.1	-42.8		
2022-11-22	Buy	65,000	1년				