

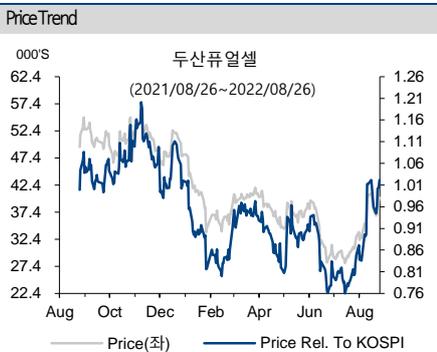
# 두산퓨얼셀 (336260)

## NR

액면가	100 원
종가(2022/08/26)	40,050 원

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	6,549만주
시가총액	2,623십억원
외국인지분율	16.5%
52 주 주가	28,000~56,200 원
60 일평균거래량	554,386 주
60 일평균거래대금	19.7십억원

주요이익률(%)	1M	3M	6M	12M
영업이익률	30.9	9.6	9.7	-18.9
순이익률	28.1	14.6	17.0	1.8



FY	2018	2019	2020	2021
매출액(십억원)	-	221	462	381
영업이익(십억원)	-	19	26	18
순이익(십억원)	-	12	14	9
EPS(원)	-	188	187	106
BPS(원)	-	2,321	6,262	6,331
PER(배)	-	45.7	277.8	451.8
PBR(배)	-	3.7	8.5	7.6
ROE(%)	-	-	4.2	1.7
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	24.5	111.6	129.9

주K-IFRS 별도 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

# CHPS 시행 수혜로 성장성 가시화

## 발전용 연료전지 전문 업체

수소법 개정안의 수혜가 가능할 것으로 예상됨에 따라 내년부터 해를 거듭할수록 매출 성장할 듯

기존의 신재생발전 의무화제도(RPS)와 별개로 정부가 수소발전으로 생산된 전기를 의무적으로 구매하는 청정수소 발전의무화 제도(CHPS, Clean Hydrogen Portfolio Standards)를 도입 등을 포함한 수소경제 육성 및 수소 안전관리에 관한 법률(수소법) 개정안은 올해 5월 국회 본회의를 통과하였으며 지난 6월 10일 공포됨에 따라 6개월 후부터 본격적으로 시행될 예정이다.

이러한 수소법 개정안에는 일부 전기사업자는 수소연료전지나 수소가스터빈 등을 통해 수소를 연료로 하여 생산된 전기를 일정 부분 구매 또는 공급해야 하는 의무를 부담해야 하며, 수소의 생산·수입 과정에서 온실가스가 배출되는 정도에 따라, 무탄소수소-저탄소수소-저탄소수소화합물로 구분하는 청정수소 인증제 도입 뿐만 아니라 수소충전소와 같은 수소연료공급시설의 운영자와 수소를 원료 또는 연료로 사용하는 사업자는 수소 판매량 또는 사용량의 일정 비율 이상을 청정수소로 판매하거나 사용해야 되는 청정수소 판매·사용 의무 부과 등이 포함되어 있다.

수소발전량 구매·공급 의무는 공포 후 6개월이 경과한 날부터 시행되지만, 청정수소 인증제도 및 청정수소 판매·사용 의무에 관한 규정은 청정수소의 상업생산 가능 시점 등을 고려하여 공포 후 5년 이내에 시행된다.

이에 따라 정부에서는 12월 이전에 대통령령을 개정하여 수소발전량 구매·공급 의무의 대상자 및 의무량 뿐만 아니라 청정기준의 인증기준, 청정수소 판매·사용 의무 등의 내용을 보다 구체화할 예정이다.

이와 같이 수소법 개정안이 본격 시행되면 발전용 연료전지 시장규모는 빠르게 확대될 것으로 예상됨에 따라 동사 수혜가 가능해 지면서 내년부터 해를 거듭할수록 매출성장이 가속화 될 것으로 전망된다.

## 수소 밸류체인 내 사업영역 확장으로 성장성 가시화 될 듯

동사는 수소용복합충전소에 적용 가능한 Tri-gen 모델을 실증을 거쳐 상용화 할 예정이며, 향후 수소경제의 급격한 확대로 다양한 사업기회가 발생할 것으로 예상됨에 따라 선박용 연료전지, 모빌리티 파워팩 등 신사업 진출을 추진하고 있다.

이에 따라 기존의 PAFC(인산형 연료전지) 기술 외에 SOFC(고체산화물 연료전지) 기술의 확보를 추진하고 있다. SOFC의 생산설비의 경우 2023년까지 1,437억원을 투자하여 50MW 규모로 구축할 예정으로, 발전용과 선박용을 각각 오는 2024년, 2025년 상업화할 예정이다.

표15. 국내 수소 관련 정책 타임라인

주요 정책	발표일	주요 내용
수소경제 로드맵	19.01	- 수소경제 의미, 중요성, 중장기 추진방안 마련
3차 에너지 기본계획	19.06	- 스마트 에너지 산단 구축 - 연료전지용 요금 신설 - 수요지 인근 분산형 전원발전량 비중 '40까지 30% 확대
수소경제법	20.01	- 수전해 설비 등 저압 수소용품 및 수소연료사용시설에 대한 안전확보를 위한 법적 근거 - 국무총리가 위원장으로 관계 부처 장관이 위원으로 참여하여 수소경제 컨트롤 타워 역할을 수행할 수소경제위원회 구성 및 운영 - 수소경제 이행 추진체계 마련 및 수소 산업 기반조성 위한 법적 근거 확보
5차 집단에너지 공급 기본계획	20.02	- 국내 지역난방 공급 2023년까지 2018년 대비 31% 증대 - LNG 발전소를 수도권 등 수요지 인근 열병합으로 유도 및 소규모 택지개발과 연계 - 기존 사업장 연료전지 추진 시 인허가 패스트트랙 도입 - 열 활용에 대한 추가지원 방안 검토
한국판 뉴딜 종합계획 발표	20.07	- 그린뉴딜 및 디지털 뉴딜을 양대축으로 사회 안전망 강화 - 탄소중립(Net-zero)을 향한 경제 및 사회의 녹색 전환을 통해, 사람 환경 성장이 조화를 이루며 국제사회에 책임을 다하는 '그린선도 국가' 목표 - 녹색 인프라(국비 12.1조), 신재생에너지(국비 24.3조), 녹색산업 육성(국비 6.3조) 등에 집중투자
2차 수소경제위원회	20.10	- 기존의 신재생 발전 의무화 제도(RPS) 와 별개로 수소발전 의무화 제도(CHPS) 도입 - 추출수소 경쟁력 확보를 위한 수소제조 사업자 중심의 천연가스 공급체계 허용 - 수소도시 육성을 위한 수소도시법 입법예정
2050 탄소중립 추진전략	20.12	- 탄소중립, 경제성장, 삶의 질 향상 동시 달성을 목표로 3대 정책방향과 탄소중립 제도기반 강화라는 3+1의 전략을 추진 - 환경차 가격/충전/수요 혁신을 통해 수소, 전기차 생산 및 보급 확대, 도시·거점별 수소 충전소 구축 - 그린수소 적극 활성화하여 2050년 수소에너지 전체의 80% 이상을 그린수소로 전환
수소경제법 시행	21.02	- 수소전문기업 확인제도(수소사업 관련 매출액 또는 수소사업 관련 R&D 등 투자금액 비중이 일정 기준에 해당하는 기업에 R&D 실증 및 해외진출 지원 등 행정적, 재정적 지원) - 수소생산부터 수급계획과 충전소, 연료전지 설치대상, 수소특화단지 지정 등 수소경제 생태계 조성을 위한 세부적인 내용 구체화
3차 수소경제위원회	21.03	- 2030년까지 수소 생산, 유통, 저장, 활용 등 수소경제 민간 분야에 43.4조원 규모의 투자 추진 계획 - 제1차 수소경제위원회에서 지정된 수소경제전담기관 본격적으로 사업 개시하여 수소 경제로의 전환 가속화
한국판 뉴딜 2.0 발표	21.07	- 안전망 강화를 휴먼 뉴딜로 대폭 확대 및 개편하여 사람투자 강화, 불평등 격차 해소 등 - 25년까지 누적 총사업비 규모를 기존 뉴딜 1.0 160조원에서 220조원 수준으로 대폭 - '탄소중립 추진기반 구축'을 신설하여, 2030 NDC 이행을 위한 온실가스 측정 평가 시스템 정비 및 산업계 탄소감축 체제 구축 - 저탄소 경제구조로의 전환을 효율적으로 지원할 수 있도록 그린뉴딜 사업의 범위 규모
대통령직인수위원회	22.04	- 원전과 신재생에너지의 합리적 조화 - 공급 확대 정책에서 수요 정책 강화로의 전환 - 실현 가능한 탄소중립 정책 - 시장 기반의 수요 효율화 - 수소 위주의 신성장동력 육성 - 자원안보 및 지역 균형 발전
수소법 개정안	22.05	- 청정수소인증제 및 청정수소발전의무화제도(CHPS) 도입 - 청정수소, 수소발전, 수소발전사업자, 수소가스터빈 등의 규정 신설 - 국가와 지자체 책무에 청정수소의 개발·생산·보급 명시 수소경제 이행 기본계획에 청정수소의 개발·생산·보급 촉진에 관한 사항과 산업부문의 탄소 중립 실현을 위한 수소경제로의 전환에 관한 사항 포함 - 등급별 청정수소 인증 및 인증취소에 관한 사항 규정

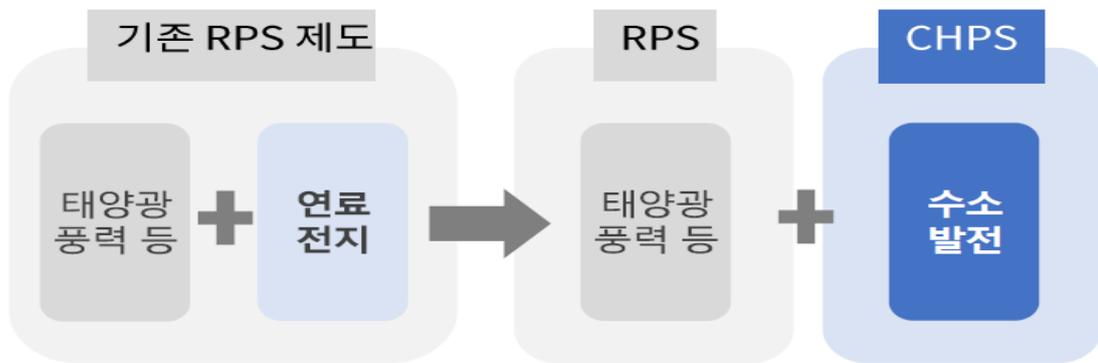
자료: 산업통상자원부, 기획재정부, 언론, 하이투자증권

표16. 수소경제 활성화 로드맵 비전 및 주요 추진 목표

구분	2018년	2022년	2040년
수소차	1.8천대	8.1만대	620만대
발전용 연료전지	307MW	1.5GW	15GW
가정 건물용 연료전지	7MW	50MW	2.1GW
수소공급	13만톤/1년	47만톤/1년	526만톤 이상/1년
수소 가격	-	6,000원/KG	3,000원/KG

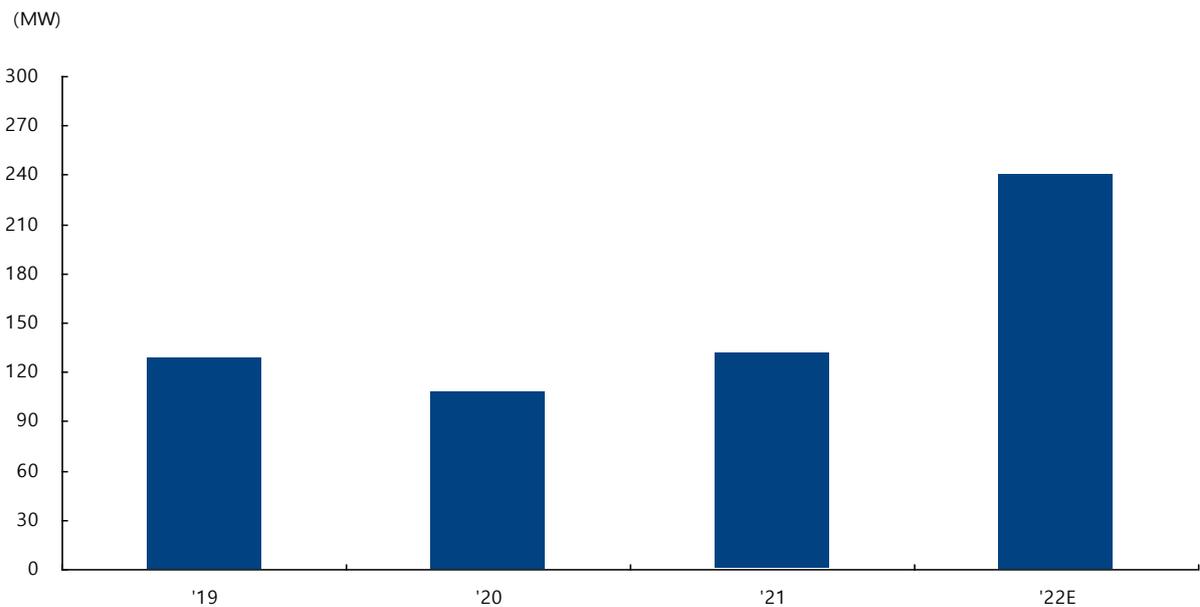
자료: 산업통상자원부, 하이투자증권

그림63. 청정수소 발전의무화 제도(CHPS, Clean Hydrogen Portfolio Standards)



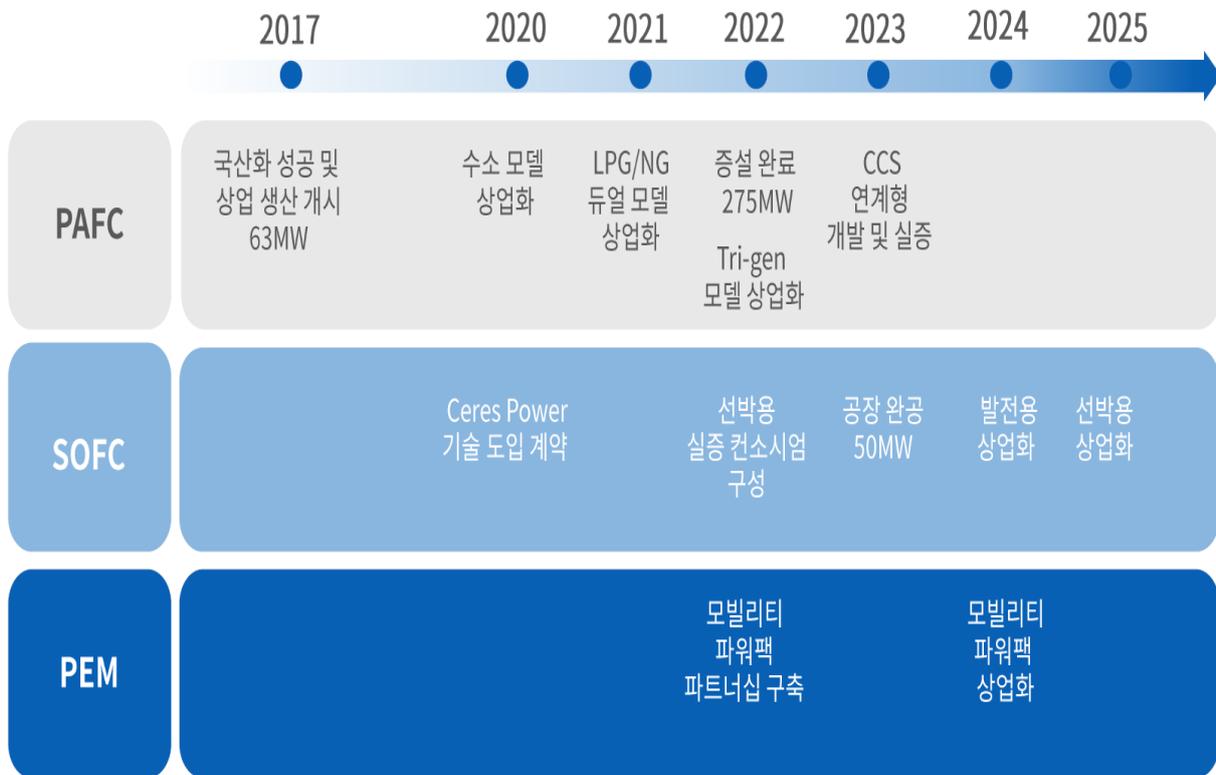
자료: 두산퓨얼셀, 하이투자증권

그림64. 두산퓨얼셀 수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하이투자증권

그림65. 두산퓨얼셀 기술별 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 하이투자증권

표17. 주요 국가별 수소 에너지 활성화 정책 및 영향

구분	세부내용
유럽	- '20년 7월 유럽연합 집행위원회(EC)는 '24년까지 6GW의 수전해 시설로부터 100만 톤, '30년까지 40W의 수전해 시설로부터 1,000만 톤의 청정수소 생산을 목표로 하는 수소 전략 발표
	- 독일: 독일은 국가수소전략을 발표하고, 2030년까지 14TWh 그린수소 생산 목표 수립과 분야별(생산, 운송, 산업, 난방, 인프라, 연구개발, 국제협력 등) 38개의 세부 이행계획을 발표('20.6)
	- 프랑스: 프랑스 정부는 '국가 청정수소 개발 전략'을 발표했으며, 2030년까지 10년 동안 수소 인프라 구축 및 기술개발에 70억 유로 투입을 발표('20.9)
	- 영국: 영국은 2050년까지 온실가스 감축목표를 세계 최초로 법제화한 국가로, 감축 이행 방안으로 그린수소를 수송 및 산업부문에 활용하기 위한 노력 지속 중이며, 2020년 8월 수소 TF 발표 수소경제 영향 평가 보고서에 따르면 영국은 수소 에너지를 통해 2035년까지 180억 파운드 규모의 부가가치 및 7만 4000개의 고용 창출을 전망
일본	- 제4차 에너지기본계획('14년), 수소·연료전지 로드맵('16년), 수소기본전략('17년), 제5차 에너지기본계획('18년), 수소·연료전지 전략로드맵 개정안('19년)을 순차적으로 발표하며 수소 경제 선도국가로 도약하기 위한 기반을 다지는 중
	- 10MW급 수소생산 시설을 갖춘 후쿠시마 수소에너지 연구단지(FH2R)를 구축하는 등 자국 내 재생에너지를 활용한 그린 수소생산 실증사업도 추진
	- '25년까지 20만대, '30년까지 80만대의 수소전기차 보급 목표
미국	- 에너지부 주관으로 수소 프로그램(Hydrogen Program)을 발표('20.11)하였으며, 바이든 대통령은 대선 기간 중 그린 수소 생산을 포함한 새로운 기술 발전을 위해 4,000억 달러를 투자하겠다고 공약한 바 있음
	- '30년까지 자국 수소 수요를 1,700만 톤으로 확대하고, 자급률100%를 달성하기 위해 수전해설비 등 수소 생산기술 혁신에 투자
	- '21년 미국 에너지부 수소연료전지기술국(HFTO)은 천연가스 배관망을 통해 수소를 운송하는 HyBlend 계획을 발표
호주	- 호주 연방정부는 「호주국가수소전략」을 발표하며 수소생산, 저장, 운송 및 활용 정책목표와 수소 공급가격 목표 제시
	- '30년까지 CO2-free 수소 기반 내수? 수출 산업 육성을 통한 ① 추가 경제성장, ② 일자리 창출, ③ 재생에너지-수소 통합, ④ 수입연료 의존도 감소, ⑤ CO2 배출량 감축을 위한 단계별 이행과정을 제시함
중국	- 국가발전개혁위원회와 사법부가 발표한 '녹색생산 및 소비에 대한 규제 및 정책'에서 2021년까지 수소 산업의 육성에 집중 지원 의사를 밝힘('20, 3)
	- '중국제조2025'는 신에너지자동차를 핵심 사업으로 선정, 국제연료전지차 대회를 통해 차이나 수소 이니셔티브를 선언하는 등 수소전기차 중심의 수소굴기 추진
	- 3060 탄소중립목표에 따라 지방정부 중심의 수소 산업 투자 활발. 광둥성은 수소 생산규모 약 8만 톤 확대 계획을 밝혔으며, 허베이성은 해상풍력 연계 수소생산과 수소산업 시범도시 건설을 추진

자료: 과학기술정보통신부, KOTRA, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2018	2019	2020	2021	(단위:십억원, %)	2018	2019	2020	2021
유동자산	-	408	652	498	매출액	-	221	462	381
현금 및 현금성자산	-	133	132	6	증가율(%)	-	-	108.8	-17.4
단기금융자산	-	20	0	0	매출원가	-	196	411	333
매출채권	-	95	72	29	매출총이익	-	26	51	48
재고자산	-	78	112	209	판매비와관리비	-	6	25	30
비유동자산	-	87	138	201	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	-	43	51	91	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	-	29	28	37	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	-	496	790	699	영업이익	-	19	26	18
유동부채	-	225	265	78	증가율(%)	-	-	33.6	-30.9
매입채무	-	43	74	17	영업이익률(%)	-	8.8	5.6	4.7
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	0	3	0
유동성장기부채	-	1	100	3	이자비용	-	1	5	5
비유동부채	-	104	13	103	지분법이익(손실)	-	-2	2	0
사채	-	99	-	75	기타영업외손익	-	0	-2	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-	16	18	19
부채총계	-	329	278	181	법인세비용	-	4	4	10
자배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	-	7.2	4.0	4.9
자본금	-	7	8	8	당기순이익	-	12	14	9
자본잉여금	-	149	479	479	순이익률(%)	-	5.4	3.1	2.3
이익잉여금	-	11	24	32	자배주주구속 순이익	-	-	-	-
기타자본항목	-	0	0	-1	기타포괄이익	-	-1	0	-1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-	11	14	8
자본총계	-	167	513	518	자배주주구속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	-	122	-76	-140	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS		188	187	106
유형자산감가상각비	-	1	6	7	BPS		2,321	6,262	6,331
무형자산상각비	-	0	1	2	CFPS				
지분법관련손실(이익)	-	-2	2	0	DPS		-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-23	-255	42	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER		45.7	277.8	451.8
무형자산의 처분(취득)	-	0	1	5	PBR		3.7	8.5	7.6
금융상품의 증감	-	-2	2	0	PCR		-	-	38.5
재무활동 현금흐름	-	0	331	-28	EV/EBITDA		24.5	111.6	129.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-24	ROE			4.2	1.7
자본의증감	-	1	332	-	EBITDA 이익률		9.5	7.2	7.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율		197.3	54.2	34.9
현금및현금성자산의증감	-	99	-1	-126	순부채비율		-	-31.9	-6.3
기초현금및현금성자산	-	34	133	132	매출채권회전율(x)		-	4.6	5.5
기말현금및현금성자산	-	133	132	6	재고자산회전율(x)		-	5.7	4.9

자료 : 두산퓨얼셀, 하이투자증권 리서치본부

**두산퓨얼셀**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2020-07-13 NR



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-06-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.9%	2.1%	-