

● 연료전지 발전부터 수소 생산까지

기업개요

- 발전용 PAFC(인산염 연료전지) 전문 기업, PAFC는 현재 상용화가 가장 활발히 진행된 대표적인 모델
- 최근 점유율 증가 중인 SOFC(고체산화물 연료전지)와 비교했을 때 단순 발전 효율은 낮지만, 발생하는 열(熱)을 포함한 복합효율은 경쟁 우위에 있는 것으로 평가

투자포인트

- PAFC에 적용되는 화석연료 개질 시스템을 활용한 수소 생산 시스템 Tri-gen 모델의 상용화 추진, On-site 형태의 수소 생산 가능하며 우리나라 인프라 여건 감안했을 때 가장 현실적인 수소 생산 방법 중 하나
- CHPS(청정수소 발전의무화 제도) 도입으로 순수 수소 활용한 발전설비(PAFC) 수요 증가 예상
- PEM 수전해 설비, 선박용 SOFC 등 사업 포트폴리오 다변화 추진, 두산퓨얼셀파워, 두산모빌리티이노베이션 등 그룹 차원의 시너지도 가능

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률														
자본금	82 억원	주가(21/09/07)	53,900 원	<div><div>(원)</div><div><div><div></div><div></div></div><div><div>두산퓨얼셀</div><div>KOSPI 대비 상대수익률</div></div><div><div>0%</div><div>-1%</div><div>-2%</div><div>-3%</div><div>-4%</div><div>-5%</div><div>-6%</div></div><div><div>70,000</div><div>65,000</div><div>60,000</div><div>55,000</div><div>50,000</div><div>45,000</div><div>40,000</div><div>35,000</div><div>30,000</div><div>25,000</div><div>20,000</div></div><div><div>20.9</div><div>20.12</div><div>21.3</div><div>21.6</div></div></div></div>														
발행주식수	8,184 만주	KOSPI	3,187.42 pt															
자사주	0 만주	52주 Beta	1.33															
액면가	100 원	52주 최고가	63,800 원															
시가총액	35,301 억원	52주 최저가	36,844 원	<table><tr><th>주가상승률</th><th>절대주가</th><th>상대주가</th></tr><tr><td>1개월</td><td>8.1%</td><td>9.3%</td></tr><tr><td>6개월</td><td>-3.5%</td><td>-7.0%</td></tr><tr><td>12개월</td><td>19.1%</td><td>-10.8%</td></tr></table>			주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	8.1%	9.3%	6개월	-3.5%	-7.0%	12개월	19.1%	-10.8%
주가상승률	절대주가	상대주가																
1개월	8.1%	9.3%																
6개월	-3.5%	-7.0%																
12개월	19.1%	-10.8%																
주요주주		60일 평균 거래대금	559 억원															
두산중공업	38.45%																	
국민연금공단	6.31%																	
외국인지분률	14.00%																	
배당수익률																		

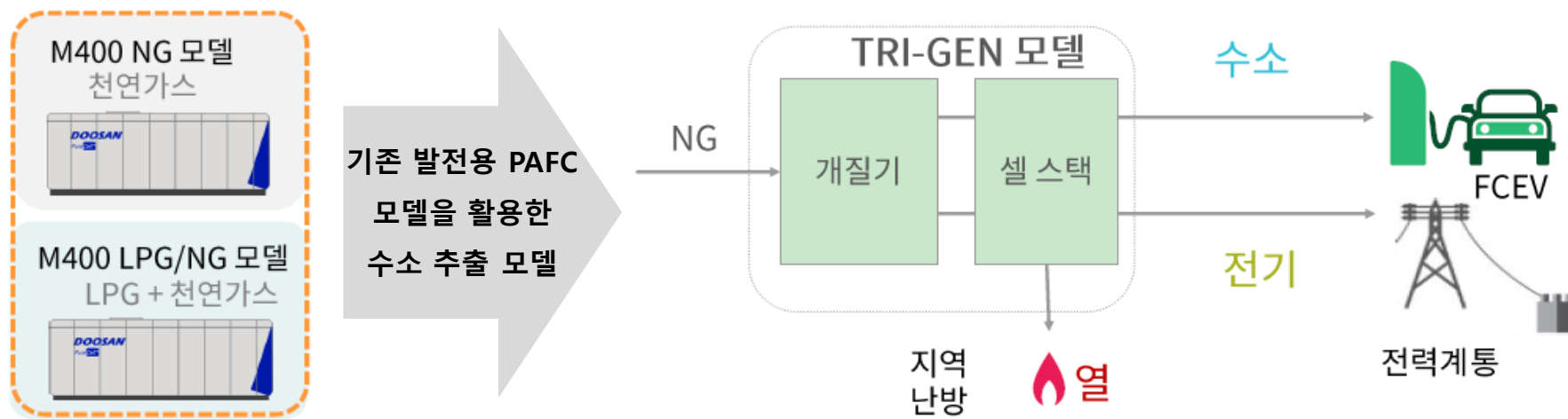
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	억원				2,212	4,618
yoy	%					108.8
영업이익	억원				195	260
yoy	%					33.6
EBITDA	억원				211	334
세전이익	억원				160	183
순이익(지배주주)	억원				119	142
영업이익률%	%				8.8	5.6
EBITDA%	%				9.6	7.2
순이익률	%				5.4	3.1
EPS	원				188	187
PER	배				45.7	285.8
PBR	배				3.9	8.5
EV/EBITDA	배				25.0	103.8
ROE	%					4.2
순차입금	억원				-522	-2,916
부채비율	%				197.3	54.2

● 수소 생산 사업으로의 확장을 위한 **TRI-GEN 모델**

- 기존 발전용 연료전지 PAFC 모델을 활용한 수소 추출 모델, 구조적 큰 차이는 없기 때문에 안정적 수소 생산 가능
- 천연가스 투입 후 내부 개질을 통해 수소 추출하여 발전하는 기존 PAFC 모델
- 내부 개질 통해 추출되는 수소 별도로 사용할 수 있도록 하는 형태 TRI-GEN 모델(수소차 일 50여대 충전 수준 생산 가능)
- 두 가지의 특징점을 가질 수 있음, 우리나라 현 상황에 가장 적합한, 검증 완료된 분산형 수소 생산 모델로 자리매김 가능
- 수소 생산 뿐만 아니라 여유 수소 생산 시 PAFC 발전을 통해 전력으로 변환하여 사용도 가능



TRI-GEN 모델의 구성



● CHPS(청정수소 발전의무화 제도)의 도입도 긍정적

- 2020년 10월, 제2차 수소경제위원회에서 HPS(수소 발전 의무화 제도) 도입방안 논의
- 기존 RPS(신재생에너지 공급 의무화 제도)에서 연료전지 부문은 별도로 분리
- 2021년 3월, 제3차 수소경제위원회에서는 청정수소에 관한 인센티브 및 의무 부여를 위한 청정수소 인증제 도입 논의
- HPS에서 청정수소 활용 더욱 강조, CHPS(청정수소 발전 의무화 제도) 도입계획 발표
- 청정수소 활용 및 에너지 복합효율 높을 시 REC 가중치 부여 예정, 두산퓨얼셀의 또 다른 기회로 작용할 전망

신재생에너지원별 가중치 개정안(신재생에너지 공급 의무화 제도 관리/운영지침 개정안 행정예고, 2021.07.)

현행		개정		비고	두산퓨얼셀 순수 수소 발전 모델 및 구축 사례(대산그린에너지)
가중치	세부기준	가중치	세부기준		
1.0	수력, 육상풍력	1.2	육상풍력	<신설> 29. 연료전지 가중치의 경우 부생 수소를 사용할 경우 0.1의 추가 가중치를 부여할 수 있고, 에너지 효율이 65% 이상인 경우 0.2%의 추가 가중치를 부여 할 수 있으며, 생산된 열(증기 또는 온수)은 수요처에 열(증기 또는 온수)로서 공급되어야 한다. 에너지 효율의 계산 방법을 포함한 가중치 적용을 위한 세부사항은 공급 인증기관의 장이 정하는 세부 기준을 따른다.	 
1.0~2.5	지열, 조력(방조제 무)	1.5	수력, 미이용 산림바이오매스		
1.5	수열, 미이용 산림바이오매스	1.8	조력(방조제 무, 고정형)		
2.0	연료전지, 조류	2.0	연료전지, 조류, 지열(고정형)		
2.0	해상풍력 연계거리 5km 이하	2.0	해상풍력 연안해상(간석지 및 방조제 내측)		
2.5	해상풍력 연계거리 5~10km	2.5	해상풍력 연계거리 5km 이하, 수심 20m 이하		
3.0	해상풍력 연계거리 10~15km	2.9	해상풍력 연계거리 5~10km, 수심 20~25m 이하		
3.5	해상풍력 연계거리 15km 초과	3.3	해상풍력 연계거리 10~15km, 수심 25~30m 이하		
		3.7	해상풍력 연계거리 15km 초과, 수심 30m 초과		

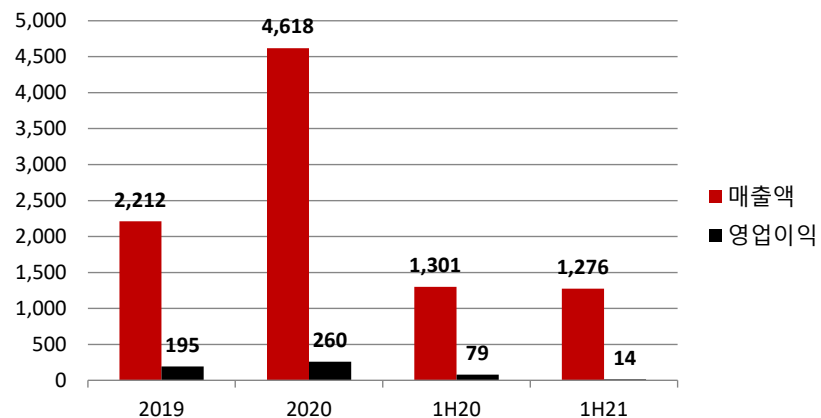
자료: 산업통상자원부, SK증권

두산퓨얼셀(336260/KSI Not Rated)



두산퓨얼셀 실적 추이

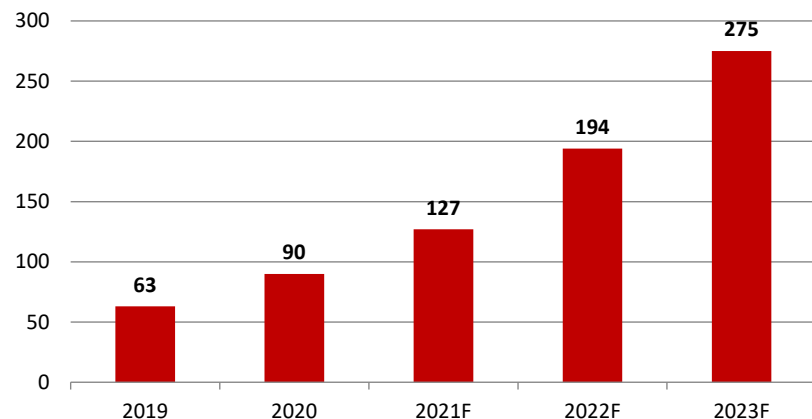
(단위: 억원)



자료: 두산퓨얼셀, SK증권

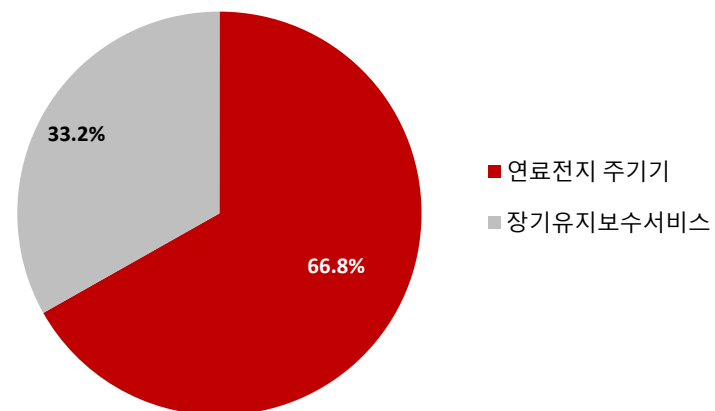
연료전지 생산 CAPA 추이 및 전망

(단위: MW)



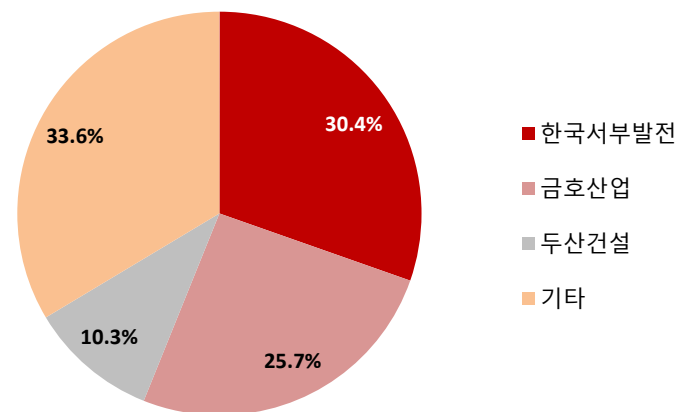
자료: 두산퓨얼셀, SK증권

주요 사업부문별 매출 비중(1H21 기준)



자료: 두산퓨얼셀, SK증권

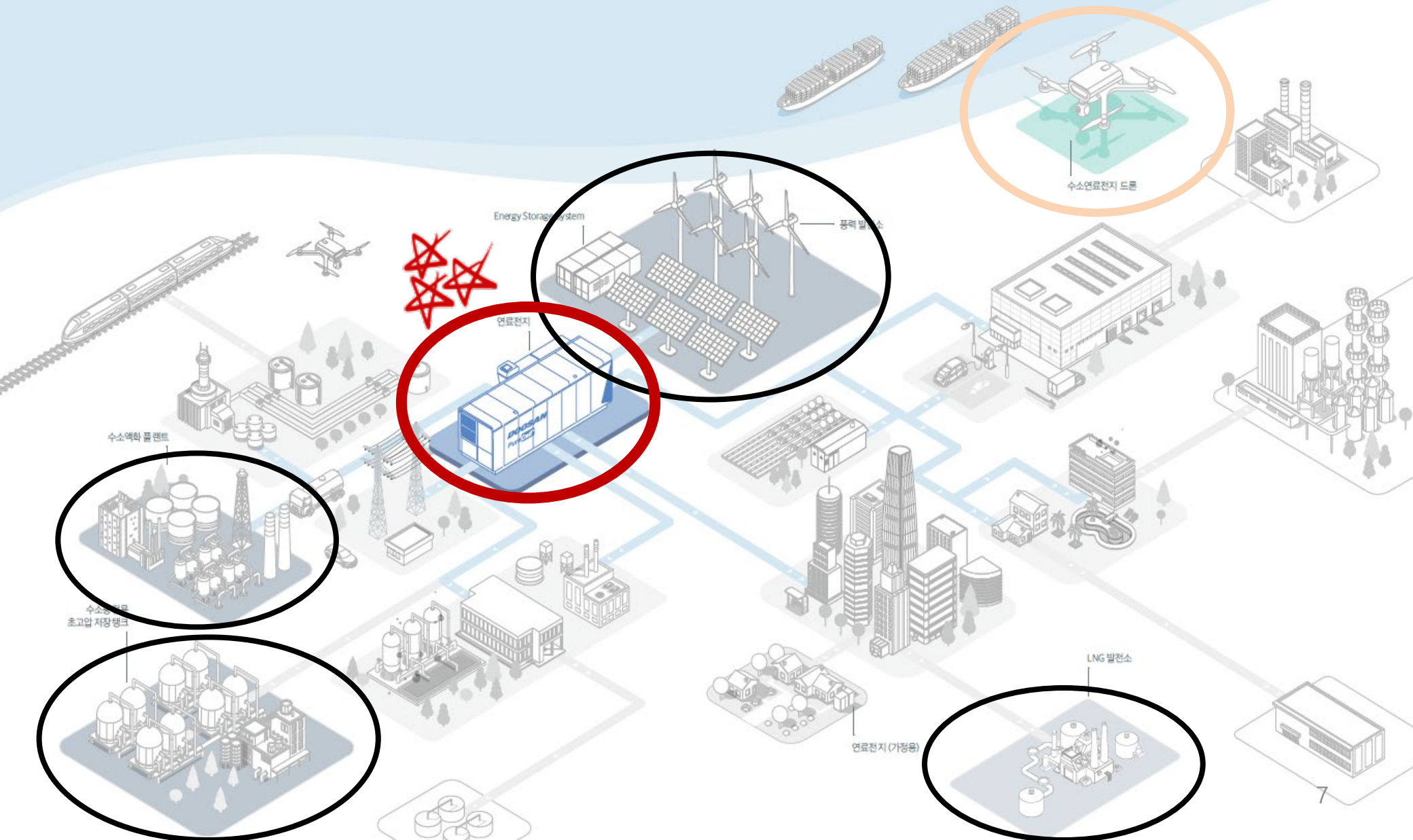
주요 매출처별 매출 비중(1H21 기준)



자료: 두산퓨얼셀, SK증권

※ 두산그룹 미래에너지 조감도

● 두산퓨얼셀 ● 두산중공업 ● 두산모빌리티 이노베이션 ● (여)두산 퓨얼셀 파워



재무상태표

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산				4,084	6,520
현금및현금성자산				1,333	1,324
매출채권및기타채권				1,593	1,194
재고자산				777	1,122
비유동자산				874	1,382
장기금융자산				29	48
유형자산				427	513
무형자산				286	280
자산총계				4,958	7,902
유동부채				2,253	2,646
단기금융부채				14	1,003
매입채무 및 기타채무				521	796
단기충당부채				46	166
비유동부채				1,037	131
장기금융부채				997	9
장기매입채무 및 기타채무				0	1
장기충당부채				12	93
부채총계				3,290	2,776
지배주주지분				1,668	5,125
자본금				72	82
자본잉여금				1,485	4,794
기타자본구성요소				0	0
자기주식				0	0
이익잉여금				106	245
비지배주주지분					
자본총계				1,668	5,125
부채와자본총계				4,958	7,902

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액				2,212	4,618
매출원가				1,955	4,112
매출총이익				256	506
매출총이익률 (%)				11.6	11.0
판매비와관리비				62	246
영업이익				195	260
영업이익률 (%)				8.8	5.6
비영업손익				-35	-78
순금융비용				12	24
외환관련손익				-11	-24
관계기업투자등 관련손익				-16	16
세전계속사업이익				160	183
세전계속사업이익률 (%)				7.2	4.0
계속사업법인세				41	41
계속사업이익				119	142
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익				119	142
순이익률 (%)				5.4	3.1
지배주주				119	142
지배주주귀속 순이익률(%)				5.37	3.07
비지배주주					
총포괄이익				119	142
지배주주				119	142
비지배주주					
EBITDA				211	334

현금흐름표

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름				1,217	-760
당기순이익(손실)				119	142
비현금성항목등				159	407
유형자산감가상각비				13	60
무형자산상각비				3	13
기타				143	334
운전자본감소(증가)				939	-1,310
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-384	233
재고자산감소(증가)				942	-360
매입채무 및기타채무의 증가(감소)				-129	320
기타				-258	-1,037
법인세납부					
투자활동현금흐름				-228	-2,555
금융자산감소(증가)				-200	200
유형자산감소(증가)				-2	-128
무형자산감소(증가)				-2	-8
기타					2,989
재무활동현금흐름				4	3,306
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)				-2	-13
자본의증가(감소)				6	3,319
배당금의 지급					
기타				0	
현금의 증가(감소)				993	-9
기초현금				340	1,333
기말현금				1,333	1,324
FCF				-940	-772

자료: 두산퓨얼셀, SK증권 추정

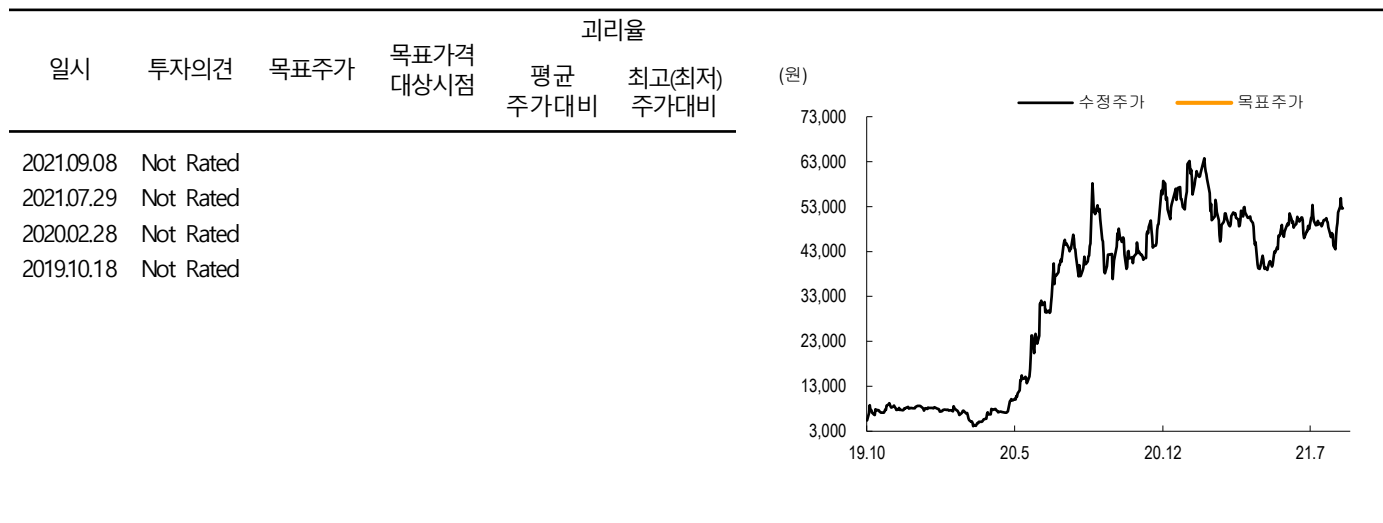
주요 투자지표

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020
성장성 (%)					
매출액					108.8
영업이익					33.6
세전계속사업이익					14.1
EBITDA					57.9
EPS(계속사업)					-0.5
수익성 (%)					
ROE					4.2
ROA					2.2
EBITDA 마진				9.6	7.2
안정성 (%)					
유동비율				181.3	246.4
부채비율				197.3	54.2
순차입금/자기자본				-31.3	-56.9
EBITDA/이자비용(배)				16.3	6.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				188	187
BPS				2,209	6,263
CFPS				214	284
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)				49.1	313.6
PER(최저)				28.7	21.9
PBR(최고)				4.2	9.4
PBR(최저)				2.5	0.7
PCR				40.2	188.6
EV/EBITDA(최고)				27.0	110.4
EV/EBITDA(최저)				15.4	-0.7

두산퓨얼셀(336260/KS | Not Rated)



두산퓨얼셀 (336260/KS)



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 9월 8일 기준)

매수	88.1 %	중립	11.9 %	매도	0 %
----	--------	----	--------	----	-----