

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	82 억원
발행주식수	8,184 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	32,059 억원
주요주주	
두산중공업(외16)	38.45%
국민연금공단	6.31%
외국인지분률	12.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/07/28)	48,900 원
KOSPI	3236.86 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	63,800 원
52주 최저가	36,844 원
60일 평균 거래대금	558 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.5%	2.7%
6개월	-20.0%	-22.7%
12개월	10.4%	-24.3%

두산퓨얼셀 (336260/KS | Not Rated)

수소경제 방향성은 굳건하다

- 2Q21 매출액 556 억원(YoY -49.5%), 영업이익 10 억원(-91.7%) 기록
- 수주 공백으로 인한 실적 감소, 하반기부터 수주량 회복 및 실적 반등 전망
- CHPS 도입 과정에서의 과도기 지나는 중, REC 가중치 개정안도 긍정적
- 수소경제 트렌드에 발맞춰 비즈니스 모델 업그레이드
- 트라이젠 모델 상용화 추진 + 선박용 SOFC 개발 + PEM 수전해 설비 개발 주목

발전용 PAFC 전문 업체

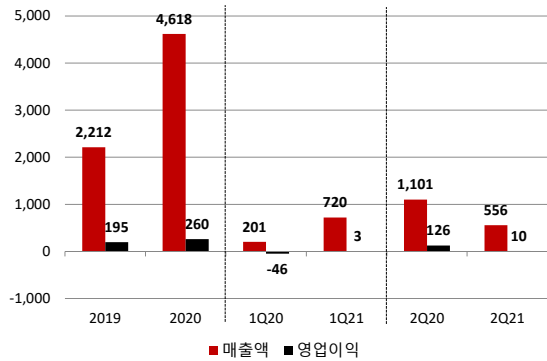
두산퓨얼셀은 발전용 연료전지 전문 기업이다. 현재 상용화가 가장 활발하게 진행된 인산형 연료전지(PAFC)를 주로 활용한다. PAFC는 여러 타입의 연료전지 중 가장 오랜시간 연구되어 왔기 때문에 안정적인 관리가 가능하다는 장점이 있다. 전기 생산 과정에서 발생하는 열(熱)을 추가적으로 활용할 경우 에너지 복합효율은 80~90%에 달한다. 우리나라에서 발전용 연료전지로 PAFC가 가장 많은 선택을 받고 있는 이유다. 올해 2분기 매출액은 556 억원(YoY -49.5%), 영업이익은 10 억원(-91.7%)을 기록했다. 지난해 발생한 수주 공백으로 인해 실적이 감소했지만, 하반기부터는 수주량 회복 및 실적 반등세를 이어갈 전망이다. CHPS(청정수소발전의무화제도) 도입 과정에서의 과도기가 지나가고 있고, 6월 30일 발표된 신재생에너지 공급 의무화제도 일부개정안 행정예고의 세부 내용을 살펴봐도 연료전지 발전에 더욱 유리한 환경이 조성되고 있기 때문이다.

수소경제 트렌드에 발맞춰 진화 중

두산퓨얼셀은 PAFC를 중심으로 안정적인 비즈니스 모델을 보유하고 있지만, 수소경제 트렌드에 발맞춰 새로운 타입의 연료전지 개발에 집중하고 있다. **첫째, 수소생산 연료전지 시스템 트라이젠(Tri-gen) 모델의 상용화 추진이다.** PAFC에 적용되는 화석연료 개질 시스템을 활용하여 사용처에서 바로 수소를 생산(on-site 방식)하는 모델이다. 수소 충전소 등에 주로 적용 가능할 것으로 예상되며, 2022년 상업화를 목표로 올해 테스트를 마무리한다는 계획이다. **둘째, 선박용 연료전지 SOFC의 개발이다.** SOFC는 발전효율이 우수하지만 작동온도가 높다는 점에서 가동에 필요한 리드타임이 길다는 특징이 있다. 이에 친환경 선박 등에 SOFC가 적용될 것으로 보인다. 두산퓨얼셀은 영국의 세레스파워와 SOFC의 핵심 부품인 셀/스택 양산 및 생산 설비 개발 협력을 진행 중이며, 한국조선해양과 친환경 선박용 연료전지 공동개발을 진행 중이다. 이르면 내년 중 기술 개발을 완료하고 SOFC 전용 생산 라인 구축이 가능할 전망이다. **셋째, 그린수소 생산을 위한 PEM 수전해 설비 개발이다.** 부생수소는 별도의 화학 공정에서 발생하는 부산물인 수소를 포집하여 사용하는 방식이지만, 사용량이 제한적이라는 단점이 있다. 개질수소는 우리나라처럼 도시가스 공급망이 잘 갖춰진 곳에서 유용하게 활용될 수 있지만 탄소가 배출된다는 점에서 궁극적으로 그린 수소로의 전환이 필요하다. 결국 친환경에너지를 활용한 수전해 방식의 수소 생산 도입 비율이 높아질 전망이다. PEM 수전해 방식은 여타 수전해 방식에 비해 높은 에너지 효율을 보인다는 점에서 핵심 기술로 자리매김할 가능성이 크다. 동사는 수전해 관련 정책과제 수행을 시작으로 2023년 상용화를 계획 중이다. 우리나라 수소경제 선도기업으로써의 기대감이 점점 높아지고 있다.

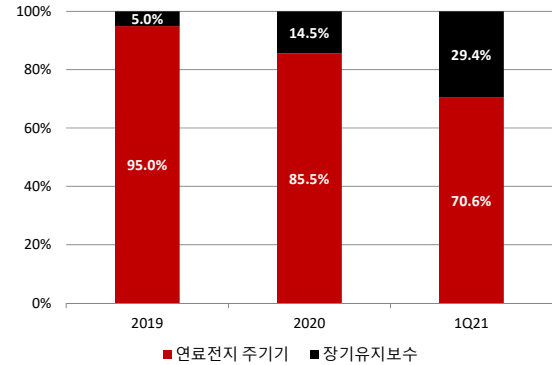
두산퓨얼셀 실적 추이

(단위: 억원)



자료: 두산퓨얼셀 SK 증권

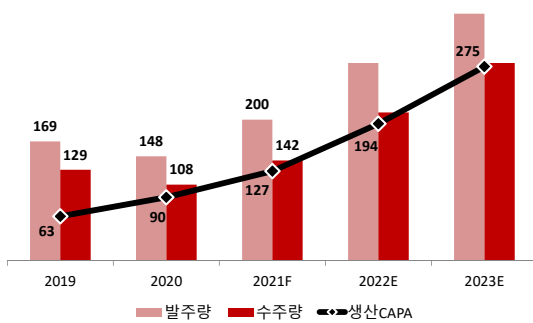
주요 사업 부문별 매출 비중 추이



자료: 두산퓨얼셀 SK 증권

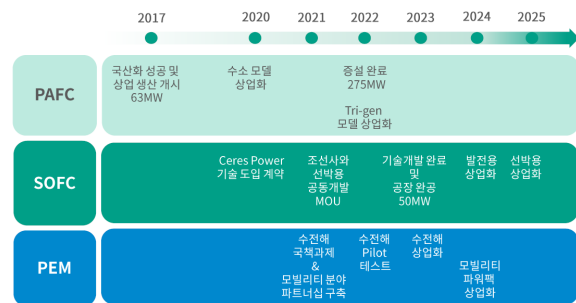
발전용 연료전지 시장 추이 및 전망

(단위: MW)



자료: 두산퓨얼셀 SK 증권

연료전지 Type 별 사업 계획



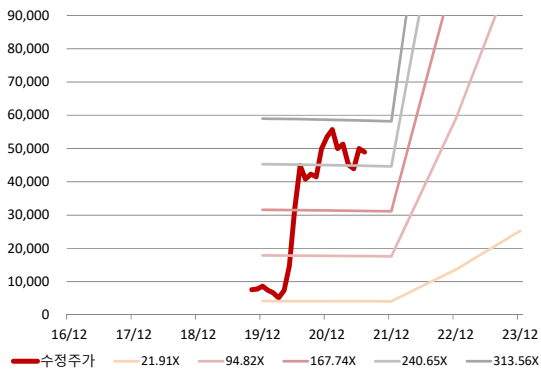
자료: 두산퓨얼셀 SK 증권

신재생에너지원별 가중치 개정안

현행		개정		비고
가중치	세부기준	가중치	세부기준	
1.0	수력, 육상풍력	1.2	육상풍력	<신설> 29. 연료전지 가중치의 경우 부생수소를 사용할 경우 0.1의 추가 가중치를 부여할 수 있고, 에너지 효율이 65% 이상인 경우 0.2%의 추가 가중치를 부여할 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 공급인증기관의 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	

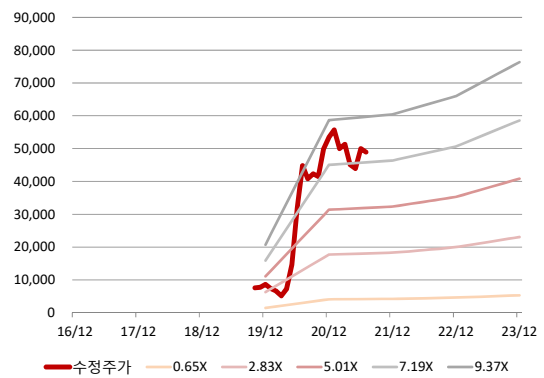
자료: 산업통상자원부(신재생에너지 공급의무화제도 관리/운영지침 개정안 행정예고), SK 증권

두산퓨얼셀 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

두산퓨얼셀 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2021.07.29	Not Rated			
2020.02.28	Not Rated			
2019.10.18	Not Rated			



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 7 월 29 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(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
부채외자본총계				4,958	7,902

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름				1,217	-760
당기순이익(손실)				119	142
비현금성항목등				159	407
유형자산감가상각비				13	60
무형자산감가상각비				3	13
기타				143	334
운전자본감소(증가)				939	-1,310
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-384	233
재고자산감소(증가)				942	-360
매입채무 및 기타채무의 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 : 투산퓨얼셀 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(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

주요투자지표

월 결산(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
EBITDA마진				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