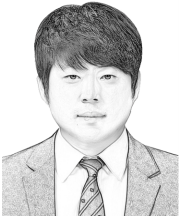


SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	82 억원
발행주식수	8,184 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	22,694 억원
주요주주	
두산중공업(외16)	38.45%
국민연금공단	6.31%
외국인지분률	13.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/02/15)	33,850 원
KOSPI	2676.54 pt
52주 Beta	1.48
52주 최고가	63,800 원
52주 최저가	33,700 원
60일 평균 거래대금	267 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.7%	-8.9%
6개월	-28.4%	-16.1%
12개월	-42.7%	-34.3%

두산퓨얼셀 (336260/KS | 매수(신규편입) | T.P 55,000 원(신규편입))

2022 년은 영역 확장하며 발돋움하는 해

- 국내 발전용 연료전지 시장, 2040 년 15GW 달성 위해 보다 공격적인 행보 예상
- 발전용 연료전지 모델별 경쟁보다 시장 자체의 성장에 주목해야 할 시점
- CHPS 포함한 수소법 개정안 올해 통과 전망, 청정수소+복합효율 모델 수혜
- 거점/분산 수소 생산 가능한 Tri-gen 모델 출사+해외 수출 물량 확대 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 55,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

제품 + 시장 영역의 확장

두산퓨얼셀은 올해 크게 두 영역에서의 외형 확장이 기대된다. 첫째, 제품 영역의 확장이다. 특히 Tri-gen 모델의 매출 발생 가능성이 주목한다. Tri-gen 모델은 거점/분산 수소 생산이 가능한 수소 생산 모듈로써, On-Site 형 수소충전소 및 분산형 수소 발전소 등에서 활용가치가 매우 높을 것으로 판단된다. 둘째, 시장/고객 영역의 확장이다. 두산퓨얼셀은 지난해 우리나라 최초로 1.8MW 규모의 PAFC 발전용 연료전지를 중국에 수출한 바 있다. 2020 년 시진핑 주석의 공식적인 탄소 중립 선언 이후 에너지 전환 과도를 맞고 있는 중국은 복합효율(전기+열) 높고 검증된 기술력을 보유한 동사의 연료전지에 대한 선호도가 커질 가능성이 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000 원 제시

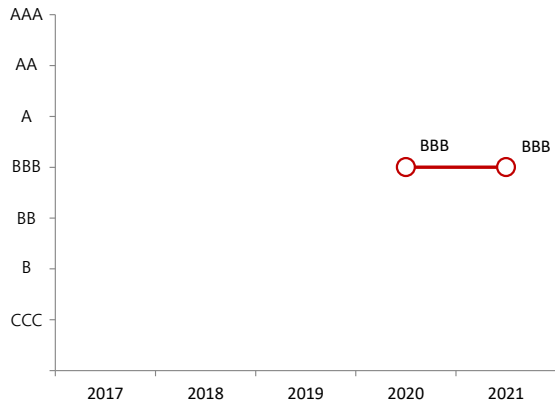
투자의견 매수, 목표주가 55,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 현금흐름할인법(DCF)을 활용하여 산출했다. 지난해 대규모 프로젝트 수주가 연말에 집중되면서 전년동기 대비 소폭 하락한 실적을 기록했지만, 올해부터는 다시금 높은 성장률을 이어갈 것으로 판단한다. 우선 지난해 이연된 대규모 프로젝트 관련 매출 등이 올해 본격적으로 반영되기 시작할 예정이다. 또 해외 수출 규모 증가 및 Tri-gen 모델의 신규 매출 기여가 예상되고, 무엇보다도 청정수소발전의무화제도(CHPS) 기반의 PAFC 발전용 연료전지 수요 회복이 기대된다. 글로벌 Peer 그룹 대비 가장 안정적인 실적을 기록 중인 가운데 올해부터 실적 성장률이 다시금 가파르게 나타날 가능성이 높은 상황에서 연초 이후 약 26% 하락한 현재 주가 수준은 매우 매력적이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	2,212	4,618	3,814	7,446	10,180
yoy	%	0.0	108.8	-17.4	95.2	36.7
영업이익	억원	195	260	180	431	560
yoy	%	0.0	33.6	-30.9	139.4	29.9
EBITDA	억원	211	334	270	548	705
세전이익	억원	160	183	170	390	525
순이익(지배주주)	억원	119	142	76	303	411
영업이익률%	%	8.8	5.6	4.7	5.8	5.5
EBITDA%	%	9.6	7.2	7.1	7.4	6.9
순이익률	%	5.4	3.1	2.0	4.1	4.0
EPS(계속사업)	원	188	187	93	371	502
PER	배	45.7	285.8	516.4	93.5	69.0
PBR	배	3.9	8.5	7.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	배	-2.4	103.9	117.0	42.3	34.6
ROE	%	7.1	4.2	1.5	5.7	7.2
순차입금	억원	-522	-2,916	-2,359	-1,454	-295
부채비율	%	197.3	54.2	67.6	100.2	120.5

ESG 하이라이트

두산퓨얼셀 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
두산퓨얼셀 종합 등급	BBB	NA	25.21
환경(Environment)	12.00	NA	8.53
사회(Social)	55.65	NA	36.84
지배구조(Governance)	55.63	NA	51.79
<비교업체 종합 등급>			
효성중공업	A	NA	57.44
SK	BBB	B	33.88
상아프론테크	BB	NA	NA
일진다이아	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 두산퓨얼셀 ESG 평가

두산퓨얼셀은 두산 그룹이 친환경 수소 전문 기업으로 탈바꿈하
는데 가장 앞장서고 있다. 기존 PAFC 연료전지 외 SOFC 연료전지
기술도 개발 중이며, 블루/그린 수소 생산을 위한 이산화탄소 포
집 및 수전해 기술 개발에도 집중하는 중이다. 친환경 밸류체인
구축에 가장 중추적인 역할을 담당한다.

자료: SK 증권

두산퓨얼셀 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
2021.09.16.	녹색채권	75,000	3.81

자료: KRX, SK 증권

두산퓨얼셀 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.31.	ESG 종합	모회사 두산중공업, MSCI ESG 정기 평정에서 B 등급 부여, 2 년간의 구조조정이 부정적 영향
2021.12.15.	ESG 종합	한국기업지배구조원의 두산퓨얼셀 항목별 ESG 평가, 환경 B, 사회 A, 지배구조 A 로 평가
2021.09.10.	ESG 종합	녹색채권으로 발행된 첫 공모채 발행 수요예측 대성공

자료: 주요 언론사, SK 증권

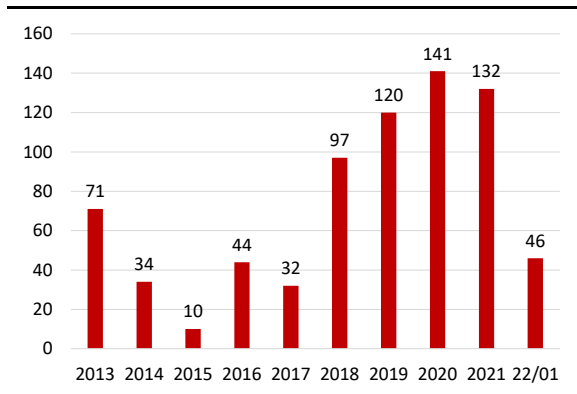
발전용 연료전지 시장의 전통 강자

2022년 주요포인트

- 첫째, 발전용 연료전지 시장 자체의 높은 성장률
- 둘째, 정책적 뒷받침
- 셋째, 신규 제품 출시 및 해외 시장 개척

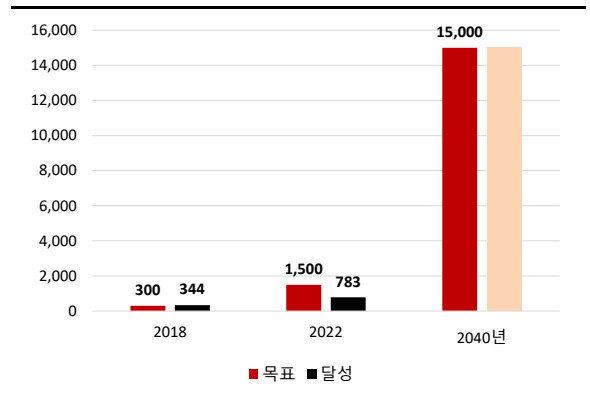
지난해 우리나라 연료전지 발전설비의 신규 발주는 212MW 로 추정되며, 2020년 대비 연료전지 발전설비 순증 규모는 132MW 를 기록했다. 지난해 두산퓨얼셀은 총 131MW 의 신규 수주를 기록하며 여전히 국내 발전용 연료전지 시장에서의 높은 점유율을 차지하고 있다. 올해부터는 크게 3가지 포인트를 주목해야 한다. **첫째, 발전용 연료전지 시장 자체의 높은 성장률**이다. 발전용 SOFC 의 점유율 확대 등 경쟁이 점점 치열해지고 있는 것은 사실이지만, 발전용 연료전지 시장 자체의 규모 확대로 인해 두산퓨얼셀의 절대적인 수주 규모는 꾸준히 우상향 할 수 있을 것으로 전망한다. 수소경제 활성화 로드맵(2019)을 근간으로 하는 발전용 연료전지는 2040년 누적 15GW 수준까지 증가할 것으로 예상되기 때문(2021년 기준 누적 737MW)이다. **둘째, 정책적 뒷받침**이다. 우리나라는 2019년 수소경제 활성화 로드맵을 발표한 이후 2020년에는 세계 최초로 수소법이 시행되었고, 지난해 11월에는 수소경제이행기본계획이 수립되기도 했다. 특히 지난해 발의된 수소법 개정안에서는 청정수소 인증제/청정수소발전 구매 의무화제도(CHPS) 등이 담겼는데, 올해 수소법 개정안의 국회 통과가 기대된다. CHPS가 통과되면 순수 수소를 활용하는 연료전지의 수요를 자극할 가능성이 높기 때문에 올해 하반기 두산퓨얼셀의 신규 수요 증가로 이어질 것으로 전망한다. **셋째, 신규 제품 출시와 해외 시장 개척**이다. 올해 실증 테스트를 마무리한 Tri-gen 모델의 매출 기여가 시작될 전망이다. 거점 수소 생산에 매우 적합한 모델인 Tri-gen은 수소 충전소 및 발전소 등에서 높은 관심을 보일 것으로 전망한다. 또 두산퓨얼셀은 지난해 9월 중국 포산시에 PAFC 연료전지 1.8MW 를 수출하는데 성공했다. 국내 연료전지 기술이 해외에서도 인정받게 된 첫 번째 사례다. 중국은 2020년 11월 시진핑 국가 주석이 공식적으로 탄소 중립을 선언하면서 에너지원으로써 수소에 대한 관심이 높아지고 있다는 점이 고무적이다. 올해 추가적인 수출 소식이 이어질 가능성이 높다.

연료전지 발전설비 연간 순증 추이 (단위: MW)



자료: 전력통계정보시스템 SK 증권

발전용 연료전지 시장 목표 (단위: MW)



자료: 산업통상자원부(수소경제 활성화 로드맵), SK 증권

밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 55,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식을 활용하여 산출했다. 국내 발전용 연료전지 시장의 경쟁은 치열해질 전망이다. CHPS 도입 등의 효과로 향후 2~3 년간은 PAFC 가 여전히 발전용 연료전지 시장을 주도할 것으로 예상된다. 그럼에도 두산퓨얼셀의 잉여현금흐름(FCF)는 2024 년을 기점으로 뚜렷한 개선세를 보일 전망이다. 2023 년까지는 신규 생산 라인 CAPA 증설 및 SOFC 개발 등이 이어질 예정이기 때문이다. 두산퓨얼셀의 WACC 은 7.8%, 영구성장률은 우리나라 GDP 5년 평균성장률 2.28%를 적용했다. CoE 계산을 위한 무위험이자율은 국고채 10년물 평균 금리 2.47%를 적용했으며, Market Risk Premium 은 NYU 에서 제시한 Korea Equity Risk Premium 4.73%를 활용했다. CoD 는 지난해 9월 발행한 녹색채권의 YTM 을 적용하였다. 이를 토대로 산출한 두산퓨얼셀의 목표주가는 55,000 원이며, 2/15 종가(33,850 원)대비 상승여력은 62.5%다.

두산퓨얼셀 목표주가 산출(DCF)

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
매출액	3,814	7,446	10,180	16,146	21,055	25,066	31,430	38,300	46,160	53,120	61,250	76,000
성장률(%)	-17.4%	95.2%	36.7%	58.6%	30.4%	19.1%	25.4%	21.9%	20.5%	15.1%	15.3%	24.1%
영업이익	180	432	560	888	1,219	1,429	1,792	2,183	2,631	3,028	3,491	4,332
NOPAT	134	336	438	689	937	1,107	1,388	1,692	2,039	2,347	2,706	3,357
잉여현금흐름(FCF)	-73	-449	-606	553	954	1,351	1,790	1,876	1,942	2,431	2,811	3,719
현가계수(PVIF)	0.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.62	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41
PV of FCF		-414	-516	433	690	901	1,101	1,064	1,016	1,173	1,251	1,526
Terminal FCF		3,719										
Growth rate(%)		2.28										
WACC(%)		7.78										
Terminal Value		69,168										
PV of Terminal Value		28,378										
Sum of PV of FCF		6,701										
기업가치(a)		35,079										
순차입금(b)		-2,910										
우선주(c)		1,988										
기업가치(a-b-c)		36,001										
발행주식 수(만주)		6,549										
주당 가치(원)		54,968										
목표주가(원)		55,000										
현재주가(원, 2/15 기준)		33,850										
상승여력(%)		62.5										

자료: SK 증권 추정

두산퓨얼셀 매출 추정

(단위: 억원 MW)

구분	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
매출액	7,446	10,180	16,146	21,055	25,066	31,430	38,300	46,160	53,120	61,250	76,000
국내 연료전지 신규발주	400	500	600	700	800	900	1,000	1,100	1,250	1,400	1,600
국내 신규수주	240	280	350	400	410	450	500	550	625	700	800
시장점유율	60.0%	56.0%	58.3%	57.1%	51.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
해외 신규수주	6	15	30	50	80	110	140	170	200	230	300

자료: SK 증권 추정 / 주: Tri-gen 은 별도 반영

WACC(가중평균자본비용) 산출

(단위: %)

구분	값	비고
Risk free rate (Rf)	2.47	국고채 10년 연중 최고/최저 평균
Beta	1.48	두산퓨얼셀 52주 Beta
Market Risk Premium	4.73	Korea Equity Risk Premium(NYU)
Cost of Equity	9.47	Rf+b(Rm-Rf)
Cost of Debt	3.76	두산퓨얼셀2(녹) YTM
WACC	7.78	CoE(We) + CoD(Wd)(1-t)
Terminal Growth (g)	2.28	우리나라 GDP 5년 평균성장률

자료: SK 증권

WACC 및 영구수익률 변화에 따른 목표주가 민감도 분석

(단위: 원)

구분		영구수익률(g)				
		2.08%	2.18%	2.28%	2.38%	2.48%
WACC	5.8%	94,300	96,600	99,000	101,600	104,300
	6.8%	69,100	70,400	71,700	73,100	74,600
	7.8%	53,400	54,200	55,000	55,800	56,700
	8.8%	42,100	42,600	43,100	43,600	44,200
	9.8%	34,200	34,500	34,900	35,200	35,600

자료: SK 증권

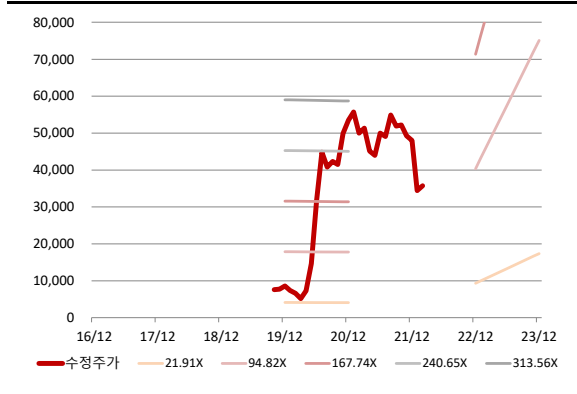
글로벌 Peer Group Valuation

(단위: 백만 GBP, 백만달러)

구분	매출액			영업이익			P/E			P/B		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Bloom Energy	942	1,210	1,527	-118	-34	47	N/A	N/A	51.7	13.7	15.2	13.4
Fuelcell Energy	146	173	253	-76	-62	-55	N/A	N/A	N/A	3.4	6.4	N/A
Plug Power	497	914	1,403	-292	-136	-22	N/A	N/A	N/A	2.8	2.9	2.9
ITM Power	21	65	132	-27	-33	-29	N/A	N/A	N/A	4.3	4.8	4.8
Ceres Power	32	35	38	-20	-19	-16	N/A	N/A	N/A	4.4	4.7	4.9
Fusion Fuel Green	1	30	128	-30	-28	0	N/A	N/A	N/A	3.0	0.8	0.7

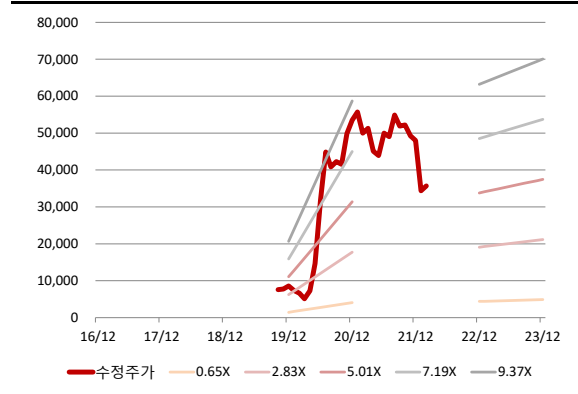
자료: Bloomberg, SK 증권

두산퓨얼셀 P/E Band Chart



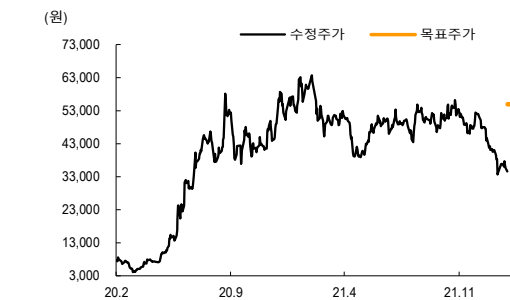
자료: Quantwise, SK 증권

두산퓨얼셀 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.16	매수	55,000원	6개월		
2021.09.08	Not Rated				
2021.07.29	Not Rated				
2020.02.28	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 3자에게 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 (2022년 2월 16일 기준)

매수	94.07%	중립	5.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,084	6,520	6,633	8,378	9,823
현금및현금성자산	1,333	1,324	637	928	464
매출채권및기타채권	1,593	1,194	1,002	1,663	2,533
재고자산	777	1,122	1,211	1,877	2,786
비유동자산	874	1,382	2,052	2,600	3,177
장기금융자산	29	48	48	48	48
유형자산	427	513	722	806	760
무형자산	286	280	339	331	327
자산총계	4,958	7,902	8,685	10,978	13,000
유동부채	2,253	2,646	2,583	3,368	4,217
단기금융부채	14	1,003	1,040	1,057	1,057
매입채무 및 기타채무	521	796	834	1,209	1,654
단기충당부채	46	166	163	253	346
비유동부채	1,037	131	921	2,126	2,888
장기금융부채	997	9	792	1,970	2,665
장기매입채무 및 기타채무	0	1	4	8	8
장기충당부채	12	93	78	121	181
부채총계	3,290	2,776	3,504	5,494	7,105
지배주주지분	1,668	5,125	5,181	5,484	5,895
자본금	72	82	82	82	82
자본잉여금	1,485	4,794	4,776	4,776	4,776
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	106	245	321	624	1,035
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,668	5,125	5,181	5,484	5,895
부채외자본총계	4,958	7,902	8,685	10,978	13,000

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,176	-801	-345	-644	-1,014
당기순이익(손실)	119	142	76	303	411
비현금성항목등	118	367	368	245	294
유형자산감가상각비	13	60	71	90	119
무형자산상각비	3	13	19	28	25
기타	59	247	262	-13	-13
운전자본감소(증가)	939	-1,310	-761	-1,076	-1,604
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-384	233	290	-661	-869
재고자산감소(증가)	942	-360	-93	-666	-909
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-129	320	8	375	444
기타	510	-1,503	-966	-124	-269
법인세납부	0	0	-29	-116	-115
투자활동현금흐름	-204	-2,536	-1,153	-187	-88
금융자산감소(증가)	-200	200	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2	-128	-221	-173	-74
무형자산감소(증가)	-2	-8	-21	-21	-21
기타	0	-2,600	-911	6	7
재무활동현금흐름	4	3,306	719	1,122	638
단기금융부채증가(감소)	0	0	27	17	0
장기금융부채증가(감소)	-2	-13	739	1,179	695
자본의증가(감소)	6	3,319	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-46	-74	-58
현금의 증가(감소)	993	-9	-686	290	-464
기초현금	340	1,333	1,324	637	928
기말현금	1,333	1,324	637	928	464
FCF	-214	-755	-347	-815	-1,116

자료 : 두산퓨얼셀 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,212	4,618	3,814	7,446	10,180
매출원가	1,955	4,112	3,308	6,605	9,050
매출총이익	256	506	506	841	1,130
매출총이익률 (%)	11.6	11.0	13.3	11.3	11.1
판매비와관리비	62	246	326	410	570
영업이익	195	260	180	431	560
영업이익률 (%)	8.8	5.6	4.7	5.8	5.5
비영업손익	-35	-78	-10	-41	-35
순금융비용	12	24	56	71	51
외환관련손익	-11	-24	27	11	-2
관계기업투자등 관련손익	-16	16	6	6	6
세전계속사업이익	160	183	170	390	525
세전계속사업이익률 (%)	7.2	4.0	4.5	5.2	5.2
계속사업법인세	41	41	94	86	115
계속사업이익	119	142	76	303	411
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	119	142	76	303	411
순이익률 (%)	5.4	3.1	2.0	4.1	4.0
지배주주	119	142	76	303	411
지배주주귀속 순이익률(%)	5.37	3.07	1.99	4.08	4.04
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	119	142	76	303	411
지배주주	119	142	76	303	411
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	211	334	270	548	705

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	0.0	108.8	-17.4	95.2	36.7
영업이익	0.0	33.6	-30.9	139.4	29.9
세전계속사업이익	0.0	14.1	-7.0	129.2	34.9
EBITDA	0.0	57.9	-19.1	103.3	28.5
EPS(계속사업)	0.0	-0.5	-50.3	298.8	35.4
수익성 (%)					
ROE	7.1	4.2	1.5	5.7	7.2
ROA	2.4	2.2	0.9	3.1	3.4
EBITDA마진	9.6	7.2	7.1	7.4	6.9
안정성 (%)					
유동비율	181.3	246.4	256.8	248.7	232.9
부채비율	197.3	54.2	67.6	100.2	120.5
순차입금/자기자본	-31.3	-56.9	-45.5	-26.5	-5.0
EBITDA/이자비용(배)	16.3	6.7	4.4	7.1	12.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	188	187	93	371	502
BPS	2,208	6,262	6,330	6,701	7,203
CFPS	214	284	203	514	679
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	49.1	313.6	686.3	129.5	95.6
PER(최저)	28.7	21.9	418.5	90.9	67.1
PBR(최고)	4.2	9.4	10.1	7.2	6.7
PBR(최저)	2.5	0.7	6.2	5.0	4.7
PCR	40.2	188.6	237.0	67.4	51.1
EV/EBITDA(최고)	-2.4	114.2	158.9	59.2	47.7
EV/EBITDA(최저)	-2.4	-8.7	95.0	41.1	33.6