



## Not Rated

주가(11/30): 33,600원

시가총액: 22,006억원

철강금속/유틸리티 Analyst 이종형  
leejh@kiwoom.comRA 김소정  
sojung.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/30)	2,472.53pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	52,500원	24,450원
등락률	-36.0%	37.4%
수익률	절대	상대
1M	27.3%	16.8%
6M	-12.3%	-5.3%
1Y	-29.6%	-14.2%

## Company Data

발행주식수	65,494 천주
일평균 거래량(3M)	478천주
외국인 지분율	14.9%
배당수익률(2021)	0.0%
BPS(2021)	6,331원
주요 주주	두산에너빌리티 외 14 인
	37.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020	2021
매출액	0.0	221.2	461.8	381.4
영업이익	0.0	19.5	26.0	18.0
EBITDA	0.0	21.1	33.4	26.6
세전이익	0.0	16.0	18.3	18.6
순이익	0.0	11.9	14.2	8.7
자체주지분순이익	0.0	11.9	14.2	8.7
EPS(원)	643	193	106	
증감률(%YoY)	NA	NA	-70.1	-44.8
PER(배)	13.4	277.8	451.8	
PBR(배)	3.78	8.54	7.58	
EV/EBITDA(배)	25.0	103.8	123.4	
영업이익률(%)	0.0	8.8	5.6	4.7
ROE(%)		7.1	4.2	1.7
순부채비율(%)	0.0	0.0	-56.9	-19.8

## Price Trend



## Company Update

## 두산퓨얼셀 (336260)

## 길었던 인고의 시간, 끝이 보인다



동사는 국내 발전용 연료전지 1위 업체로써, 인산형 연료전지(PAFC)에서 강점을 갖고 있습니다. 동사는 11/21 중국향 첫 대규모 수출을 공시했으며, 중국 업체와 함께 중국 내 연료전지 공장도 건설할 계획입니다. 한편 CHPS 시행을 앞두고 올해 일시적으로 부진했던 실적도 내년부터는 개선될 전망입니다. 중국과 한국의 정책 모멘텀은 동사의 중장기 성장성에 긍정적일 것으로 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 국내 발전용 연료전지 1위 업체, PAFC에 강점

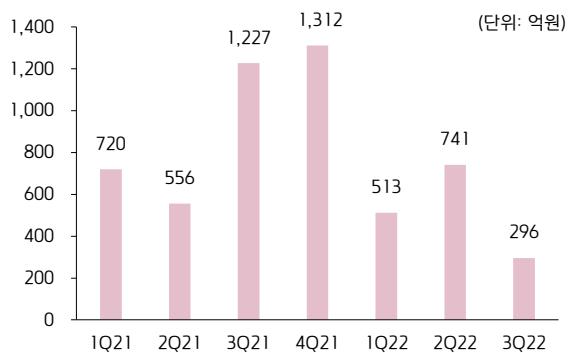
동사는 2019년 10월에 (주)두산으로부터 연료전지 사업을 인적분할하여 상장한 업체로써, 연료전지 제조 판매 및 장기유지보수서비스 사업을 영위하고 있다. 국내 발전용 연료전지 업체 중 1위를 차지하고 있으며, 2021년 기준 시장 점유율 62%를 기록하였다. 동사는 특히 인산형 연료전지(PAFC)에서 강점을 갖고 있는데, 동사의 PAFC는 전기와 열을 동시에 공급할 수 있으며 높은 국 산화율 및 복합 효율을 갖추고 있다. 또한, 수소 모델로의 전환이 용이하여 내년부터 시행되는 CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standard, 청정수소발 전의무화제도) 등 국가 정책 방향성에 부합한다는 특징을 지닌다.

## &gt;&gt;&gt; 중국향 대규모 수출 공시, 중국과 한국 정책 모멘텀 기대

동사는 11/21 중국향 105MW 규모(3,469억원)의 첫 대규모 수출을 공시했는데, 50MW는 올해부터 2024년에 걸쳐 완제품으로, 55MW는 2025년부터 2026년 말까지 부품 형태로 수출될 계획이다. 또한 동사는 이번 계약 상대인 ZKRG와 현지 JV를 설립 추진 중이며 중국 내 연료전지 공장을 건설하고자 한다. 해당 계약으로 동사는 높은 기술력을 입증하였으며, 추가 수출에 대한 가능성을 가시화했다고 판단한다. 중국 국가발전개혁위원회는 올해 3월 '수소 에너지 산업 중장기 계획(2021~2035)'을 통해 2035년까지 모든 산업 영역에서 수소를 적용하겠다고 밝혔으며, 중국 지방정부는 올해 8월말 기준, 12개의 성급 이상 행정구역이 2025년까지 연료전지 보급을 통해 최대 1.6GW의 시장을 형성하겠다고 발표하였다(2022년 예상 설치량 808.5MW).

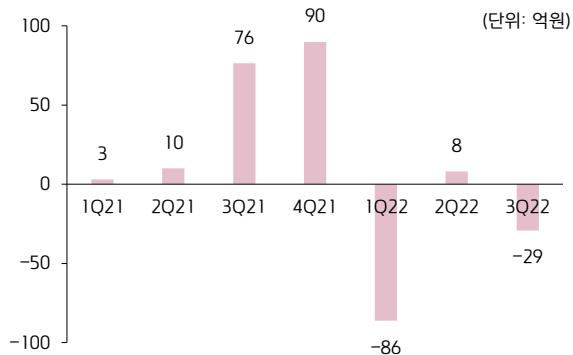
동사는 해당 계약으로 2022년 누적 수주 149MW를 달성하였고, 연내 100MW 이상의 수주가 추가될 가능성이 높아 11월 말 현재 240MW의 연간 가이던스를 유지하고 있다. 동사의 3분기까지 누계 실적은 매출액 1,549억원, 영업손실 107억원을 기록해 부진했는데, 내년부터 시행될 CHPS를 앞둔 일시적 수주 지연으로 인해 매출액이 감소하며 고정비 및 원재료비 부담이 지속되었기 때문이다. 그러나 CHPS 세부안이 12월 발표 및 내년 시행 예정이어서 발전용 연료전지 수요 증가와 함께 동사의 내년 실적 개선을 이끌 것으로 예상한다. 이러한 중국과 한국의 정책 모멘텀은 동사의 중장기 성장성에 긍정적일 것으로 판단한다.

## 두산퓨얼셀 분기 매출액 추이



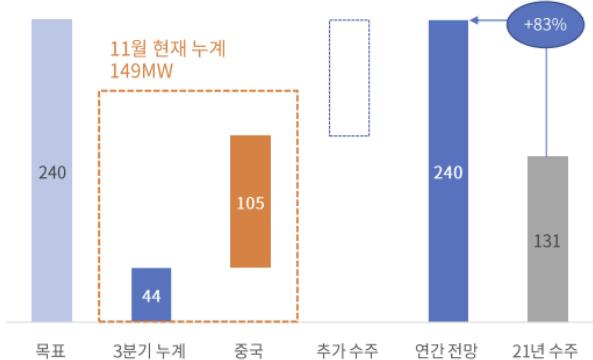
자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 두산퓨얼셀 분기 영업이익 추이



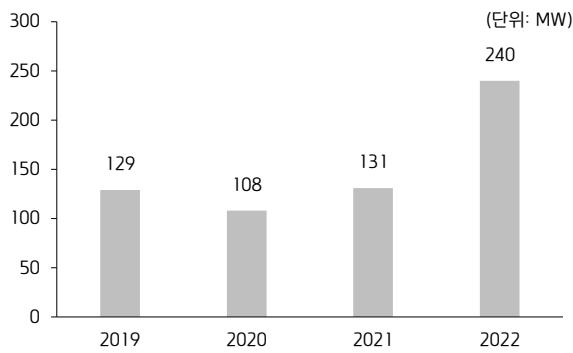
자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 두산퓨얼셀 2022년 수주 현황 및 전망



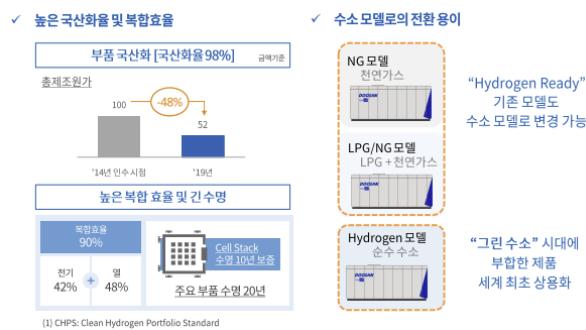
자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 두산퓨얼셀 연간 신규 수주 내역 및 목표



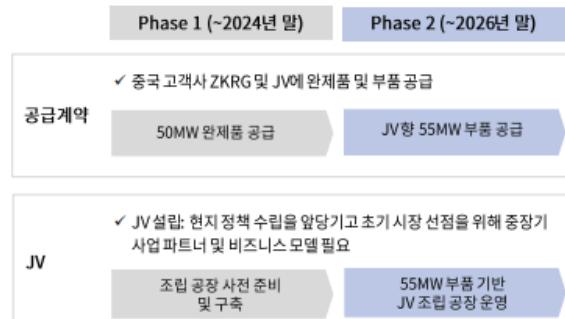
자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 두산퓨얼셀 PAFC 강점



자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 두산퓨얼셀 중국 수주 및 합작회사(JV) 개요



자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

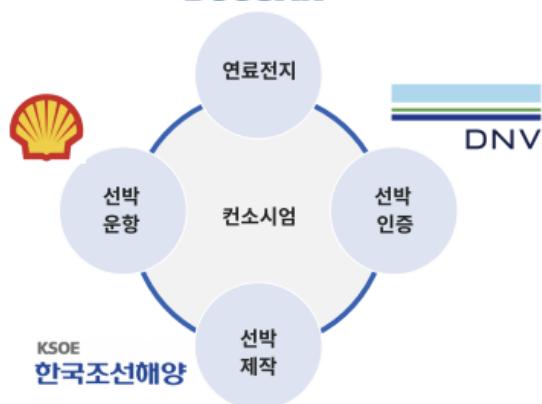
## 두산퓨얼셀 11/21 첫 대규모 수출 공시

## 두산퓨얼셀 선박용 연료전지 실증 컨소시엄 구성

1. 판매·공급계약 구분	기타 판매·공급계약 연료전지 공급 계약	
- 체결계약명		
	계약금액(원)	
	346,900,000,000	
2. 계약내역	최근매출액(원)	
	381,400,000,000	
	매출액대비(%)	
	90.95	
	대규모법인여부	
	미해당	
3. 계약상대	ZKRG Smart Energy Technology (Foshan) Co. Ltd. (이하 "ZKRG")	
- 회사와의 관계	-	
4. 판매·공급지역	중국	
5. 계약기간	시작일 종료일	2022-11-18 2026-12-31
6. 주요 계약조건	-	
7. 계약(수주)일자	2022-11-18	
8. 공시유보 관련내용	유보사유 유보기한	- -
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		

자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

**DOOSAN**

## 두산퓨얼셀 기술별 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 키움증권

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	0.0	0.0	221.2	461.8	381.4
매출원가	0.0	0.0	195.5	411.2	333.2
매출총이익	0.0	0.0	25.6	50.6	48.2
판관비	0.0	0.0	6.2	24.6	30.2
영업이익	0.0	0.0	19.5	26.0	18.0
EBITDA	0.0	0.0	21.1	33.4	26.6
영업외손익	0.0	0.0	-3.5	-7.8	0.6
이자수익	0.0	0.0	0.1	2.5	0.2
이자비용	0.0	0.0	1.3	5.0	5.0
외환관련이익	0.0	0.0	4.3	14.0	16.8
외환관련손실	0.0	0.0	5.3	16.4	11.8
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-1.6	1.6	-0.2
기타	0.0	0.0	0.3	-4.5	0.6
법인세차감전이익	0.0	0.0	16.0	18.3	18.6
법인세비용	0.0	0.0	4.1	4.1	9.9
계속사업순손익	0.0	0.0	11.9	14.2	8.7
당기순이익	0.0	0.0	11.9	14.2	8.7
지배주주순이익	0.0	0.0	11.9	14.2	8.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	NA	108.8	-17.4
영업이익 증감율	NA	NA	NA	33.3	-30.8
EBITDA 증감율	NA	NA	NA	58.3	-20.4
지배주주순이익 증감율	NA	NA	NA	19.3	-38.7
EPS 증감율	NA	NA	NA	-70.1	-44.8
매출총이익율(%)	0.0	0.0	11.6	11.0	12.6
영업이익률(%)	0.0	0.0	8.8	5.6	4.7
EBITDA Margin(%)	0.0	0.0	9.5	7.2	7.0
지배주주순이익률(%)	0.0	0.0	5.4	3.1	2.3

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	121.7	-76.0	-140.1
당기순이익	0.0	0.0	11.9	14.2	8.7
비현금항목의 가감	0.0	0.0	15.9	54.2	53.5
유형자산감가상각비	0.0	0.0	1.3	6.0	7.0
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.3	1.3	1.6
지분법평가손익	0.0	0.0	-1.6	-1.6	-0.2
기타	0.0	0.0	15.9	48.5	45.1
영업활동자산부채증감	0.0	0.0	94.1	-132.6	-187.9
매출채권및기타채권의감소	0.0	0.0	-38.4	23.3	41.4
재고자산의감소	0.0	0.0	94.2	-36.0	-96.9
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	-12.9	32.0	-57.1
기타	0.0	0.0	51.2	-151.9	-75.3
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.2	-11.8	-14.4
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	-22.8	-255.5	42.1
유형자산의 취득	0.0	0.0	-0.2	-12.8	-34.9
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	-0.2	-0.8	-5.3
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	-5.9	-1.9	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	-20.0	-240.5	79.4
기타	0.0	0.0	3.5	0.5	3.0
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	0.4	330.6	-28.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	-24.3
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	331.9	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.4	-1.3	-4.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	0.0	99.3	-0.9	-126.4
기초현금 및 현금성자산	0.0	0.0	34.0	133.3	132.4
기말현금 및 현금성자산	0.0	0.0	133.3	132.4	6.0

자료: 키움증권

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
유동자산	0.0	0.0	408.4	652.0	498.2
현금 및 현금성자산	0.0	0.0	133.3	132.4	6.0
단기금융자산	0.0	0.0	20.0	260.5	181.1
매출채권 및 기타채권	0.0	0.0	159.4	119.4	67.3
재고자산	0.0	0.0	77.7	112.2	209.0
기타유동자산	0.0	0.0	18.0	27.5	34.8
비유동자산	0.0	0.0	87.4	138.2	200.6
투자자산	0.0	0.0	4.4	7.9	7.8
유형자산	0.0	0.0	42.7	51.3	90.9
무형자산	0.0	0.0	28.6	28.0	37.3
기타비유동자산	0.0	0.0	11.7	51.0	64.6
자산총계	0.0	0.0	495.8	790.2	698.9
유동부채	0.0	0.0	225.3	264.6	77.6
매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	79.9	89.4	37.4
단기금융부채	0.0	0.0	1.4	100.3	2.9
기타유동부채	0.0	0.0	144.0	74.9	37.3
비유동부채	0.0	0.0	103.7	13.1	103.1
장기금융부채	0.0	0.0	99.7	0.9	81.8
기타비유동부채	0.0	0.0	4.0	12.2	21.3
부채총계	0.0	0.0	329.0	277.6	180.7
자자지분	0.0	0.0	166.8	512.5	518.2
자본금	0.0	0.0	7.2	8.2	8.2
자본잉여금	0.0	0.0	148.5	479.4	477.6
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.5	0.5	0.6
이익잉여금	0.0	0.0	10.6	24.5	31.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	0.0	166.8	512.5	518.2

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표(원)					
EPS			643	193	106
BPS			2,276	6,262	6,331
CFPS			1,507	928	760
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER			13.4	277.8	451.8
PER(최고)			15.7		
PER(최저)			6.5		
PBR			3.78	8.54	7.58
PBR(최고)			4.44		
PBR(최저)			1.83		
PSR			0.72	8.53	10.30
PCFR			5.7	57.6	63.1
EV/EBITDA			25.0	103.8	123.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)			0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금)			0.0	0.0	0.0
ROA			2.4	2.2	1.2
ROE			7.1	4.2	1.7
ROIC			9.6	9.3	2.1
매출채권회전율			2.8	3.3	4.1
재고자산회전율			5.7	4.9	2.4
부채비율			197.3	54.2	34.9
순차입금비율			-31.3	-56.9	-19.8
이자보상배율			15.0	5.3	3.6
총차입금			101.1	101.2	84.7
순차입금			0.0	-52.2	-102.4
NOPLAT			0.0	21.1	33.4
FCF			0.0	105.9	-123.7

**Compliance Notice**

- 당사는 11월 30일 현재 '두산퓨얼셀(336260)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)**

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%