

# 미래산업/미드스몰캡

## 대한민국 수소 산업, 전환점 다가온다

SK증권 리서치센터



Analyst  
나승두

nsdoo@sk.com.kr  
3773-8891

증시에서 '수소'라는 키워드를 다시금 들여다볼 시점이 다가오고 있습니다. 수소 강국임을 자부하는 우리나라가 정책적 불확실성 속에서 지난 2~3 년을 잃어버린 가운데, 글로벌 주요 국가들은 수소라는 에너지원에 진심인 모습을 보여주었기 때문입니다. 수소 강국임을 자부했던 우리나라지만, 사실상 수소 에너지원에 대한 주도권은 이미 놓쳤다고 생각합니다. 그럼에도 지금 다시 증시에서 '수소'를 살펴봐야 한다고 주장하는 이유는 크게 세 가지입니다.

**첫째, 수소발전 입찰 시장이 개설되고 입찰이 진행 중입니다.** 물론 아직 가야 할 길은 남아있습니다. 특히 청정수소에 대한 기준을 빠르게 확립하고 청정수소발전 입찰 시장이 개설되어야만 수소연료전지 발전 사업을 영위하고자 하는 사업자들이 보다 적극적인 의사결정을 할 수 있을 것입니다. 하지만 일반수소 발전 입찰 시장의 개시만으로도 발전용 연료전지 발주 시장을 자극하고 있는 것도 사실입니다.

**둘째, 수소 산업을 지원하는 예산도 크게 줄어들지 않았습니다.** 정부가 발표한 2024 년 예산안(정부안)을 살펴보면, 수소의 역할은 연료전지만 국한되지 않고 수소 혼소까지 확대될 것으로 예상됩니다. 수소연료전지차(승용+상용)의 보급과 수소 충전소의 확충도 지속될 것으로 보입니다. 하지만 전기차 산업을 통해 배울 수 있었던 것처럼 소비자들이 접근할 수 있는 가격과 충전 인프라의 확충은 계속해서 뜨거운 감자로 자리매김할 전망입니다.

**셋째, 수소에 진심인 국가들이 늘어나고 있습니다.** 우리나라는 청정수소가 무엇인지 아직 모르지만, 해외에서는 이미 경제성을 갖춘 그린수소가 등장하고 있습니다. 하지만 이것을 두려워할 필요는 없습니다. 수소 산업의 저변이 넓어지면 늘어날수록 어플리케이션 부문에서 강점을 보이는 우리나라에게는 새로운 기회가 될 것이기 때문입니다.

내년 초 개최 예정인 CES 2024 에서 수소 관련 사업을 영위하는 기업들의 혁신상 수상 소식이 전해지고 있습니다. 미래 기술 방향성을 확인할 수 있는 글로벌 행사에 수소의 등장 비중이 커지고 있다는 것만으로도 수소의 글로벌 관심이 제고되고 있음을 확인할 수 있습니다. 지정학적 갈등이 더욱 심화되면서 자주 국방력을 강화하기 위한 움직임이 나타났지만, 이어 에너지 및 식량 안보의 확립은 새로운 시대정신으로 자리매김할 가능성이 큼니다. 따라서 수소 산업의 중장기적 성장 방향성은 굳건하다고 판단됩니다.

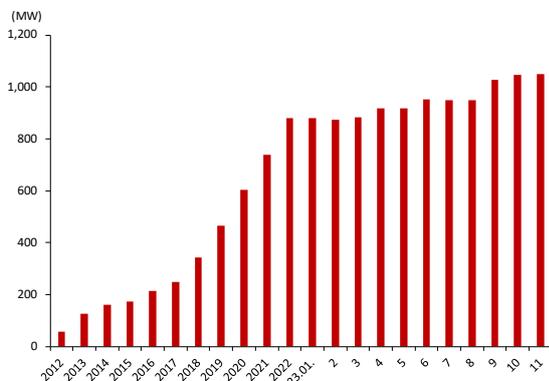
## 우리나라 수소 에너지원 주도권 놓쳤다

수소 강국 자부했던 우리나라, 확실한 의사 결정과 추진력 보이지 못했던 몇 년 사이 주도권 놓치고 있는 것 사실, 발전설비 다시 증가 중이지만 수소차 판매량은 급감

여전히 '수소'라는 키워드는 논쟁의 대상이다. 수소차와 전기차 중 양자택일에 관한 논쟁이 가장 대표적이다. 하지만 '수소'라는 에너지 매개체의 중요성과 필요성은 모빌리티를 움직이기 위한 역할에만 국한되지 않는다. 수소는 에너지 안보 확립을 위한 신재생에너지 확대 정책에 있어 발생하는 간헐적 전력 생산 및 한계 용량 초과 문제를 해소할 수 있는 중요한 에너지 매개체다. 글로벌 수소 강국임을 자부했던 우리나라가 확실한 의사 결정과 강한 추진력을 보이지 못했던 최근 몇 년 사이, 수소 에너지원의 주도권을 놓치고 있는 것이 사실이다. 현재 상황을 냉정하게 복기해보고, 앞으로의 전략을 확실히 세우는 것이 중요한 시점이다.

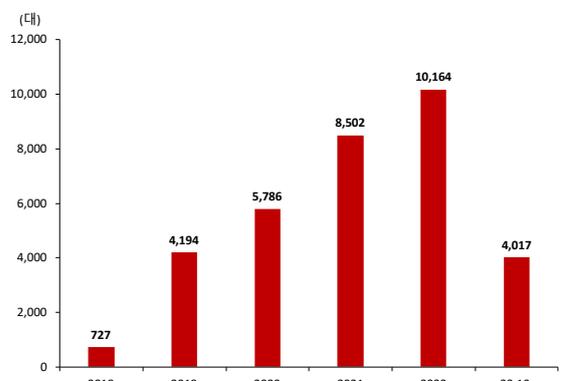
2023년 9월을 기점으로 우리나라 수소연료전지 발전 설비는 누적 1,000MW를 넘어섰다. 2022년말 56MW 수준이었음을 감안한다면 10년 사이 큰 폭의 성장을 기록한 것은 사실이다. 하지만 2022년을 기점으로 발전 설비 증가 속도가 크게 둔화된 것도 사실이다. 수소연료전지차의 판매량 추이도 비슷하다. 2022년 한 해 동안 1만대 이상 판매되었던 우리나라 수소연료전지차는 2023년 10월까지 누적 판매량 약 4천대 수준에 그치고 있다. 수소연료전지차 구매에 필요한 보조금 수준이 크게 달라지지 않았음을 감안한다면 충격적인 결과다. 수소충전소 등 소비자의 편의성을 제고할 수 있는 요인들이 부족했던 것이 주요한 원인으로 풀이된다.

국내 수소연료전지 누적 발전설비 추이



자료: 전력통계정보시스템, SK 증권

국내 수소연료전지차 연간 판매 추이



자료: 현대차, SK 증권

## 수소발전 입찰시장 개설됐지만

일반수소 발전시장 경쟁입찰 시작, 하지만 청정수소 발전시장 입찰 시점은 여전히 오리무중, 입찰 시작된 것만으로도 큰 의의

2022년 이후 정체기를 맞이했던 수소연료전지 발전 설비 규모는 9월을 기점으로 누적 1,000MW를 넘어서며 소폭이나마 반등을 시작하는 모습이다. 코로나 19 팬데믹이 한창이던 2020년과 2021년에도 증가했던 연료전지 발전 설비가 2022년 왜 정체기를 맞이했고, 올해 9월부터는 왜 다시 반등하기 시작했는지에 대한 고민이 필요하다. 이는 곧 우리나라 수소연료전지 발전 시장이 대외 환경보다는 국내 수소 관련 정책의 영향을 크게 받음을 의미한다. 우리나라는 2020년 세계 최초로 '수소법'이 제정되었고, 2022년 6월에는 법 개정을 통해 CHPS(청정수소발전의무화제도) 제도 등을 마련했다. 하지만 이 과정에서 세부 기준들이 명확하게 확립되지 않음에 따라 수소연료전지 발전 사업자들의 선택에 혼선을 준 것도 사실이다.

하지만 올해 8월을 기점으로 우선 일반수소 발전시장 경쟁입찰이 시작되었고, 이는 수소연료전지 발전 사업을 수행하고자 하는 사업자들의 의사 결정을 유도하면서 수소연료전지 발전 설비 시장을 다시금 자극하기 시작했다. 물론 현재의 입찰 시장이 당장의 발전설비 확충을 뜻하는 것은 아니지만, 향후 2년내 수소연료전지 발전 설비가 새롭게 증가할 것으로 예상된다는 점 자체가 고무적이다. 연료전지 사업을 영위하는 기업들의 연료전지 신규 수주가 증가할 개연성이 크기 때문이다. 하지만 여전히 청정수소 발전시장 입찰 시점은 오리무중이다.

구분	상반기 (8/9)	하반기 (11/14)
개설물량	650 GWh	650 GWh
접수물량	3,878 GWh	3,084 GWh
참여기업	43개사 / 73개 사업	23개사 / 88개 사업
경쟁률	5.97 vs 1	4.74 vs 1
낙찰물량	715 GWh	GWh

자료: 전력거래소, SK 증권

구분	일반수소 발전시장	청정수소 발전시장
특징	분산형 전원 확대 기여 (개질/부생수소 참여 가능) 연료전지 발전 중심	청정수소 사용 온실가스 감축 LNG-수소, 석탄-암모니아 혼소발전 중심
입찰 시기	23년 6월 첫 개설 23년만 상/하반기 각 1회 개설	24년 상반기 첫 개설 (23년 청정수소 인증제 마련 후 개설 예정)
물량	매년 1.3 TWh (200MW)	30년 13 TWh 목표(누적)

자료: 산업통상자원부, SK 증권

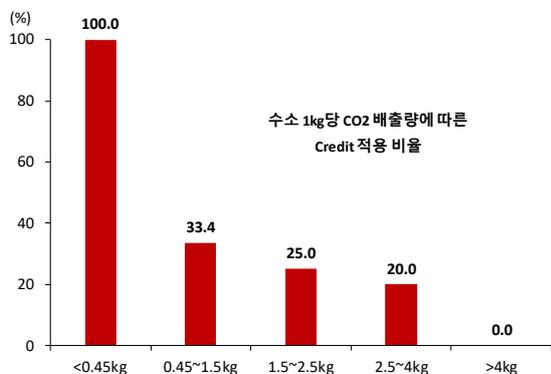
## 청정수소, 왜 그렇게 중요할까?

청정수소, 발전 사업자들의  
사업장 입지와 연료전지 모델,  
내부수익률 선정에 꼭 필요한  
선행조건, 기준 빨리 확립되어야

청정수소에 대해 강조하는 이유는 단순히 블루수소/그린수소의 활용 때문은 아니다. 청정수소가 어떻게 정의되느냐에 따라 수소연료전지 발전 사업을 위한 입지 및 연료전지 모델의 선정, 수익성 추정 등이 완전 달라지기 때문이다. 우리나라가 청정수소에 대한 정의를 미루는 동안 에너지 패러다임 전환을 주도하는 글로벌 국가들은 청정수소/그린수소 시장에 적극적으로 참여하고 있다. 미국은 IRA 를 통해 수소 1kg 생산 과정에서 발생하는 이산화탄소의 양을 기준으로 하는 청정수소 지원 범위를 제시했고, 유럽/일본/중국 등에서도 청정수소(또는 저탄소수소, 그린수소)에 대한 정의가 확립되고 있다.

우리나라도 해외 사례를 참고하여 청정수소 기준을 확립할 것으로 보이지만, 문제는 시간이 너무 늦어지고 있다는 점이다. 청정수소의 기준이 무엇인지 모르는 상황에서는 부생수소를 활용할 것인지, 블루수소를 활용할 것인지, 그린수소만을 활용해야 하는지, 또는 우리나라 현실에 맞춰 일정기간 그레이수소를 활용할 수 있는지에 대한 의사 결정을 할 수 없다. 당연히 뒤이어 어떤 연료전지 모델을 활용해야 가장 높은 복합 효율을 창출 할 수 있는지에 대한 의사결정을 할 수 없고, 이는 곧 수소연료전지 발전 사업을 영위함으로써 어느 정도의 수익을 창출할 수 있을지에 대한 불확실성으로 연결된다. 청정수소에 대한 기준이 빨리 확립되어야 하는 이유다.

미국 IRA Section 45V 청정수소 Credit 적용 범위



자료: IRA 2022, SK 증권

색상으로 구분하는 수소의 종류

색상	원료	공정	결과물
화이트	-	자연발생	수소
블랙/브라운	석탄	증기 개질	수소+이산화탄소 (방출)
그레이	천연가스	증기 개질	수소+이산화탄소
블루	천연가스	증기 개질	수소+탄소(고체)
청록	천연가스	열 분해	수소+산소
레드	원자력 열	열 화학 촉매분해	수소+산소
퍼플	원자력 열 + 전기	열 화학+전기분해	
핑크	원자력 전기 + 열	전기분해	
옐로	전력망 전기	전기분해	
그린	신재생에너지	전기분해	

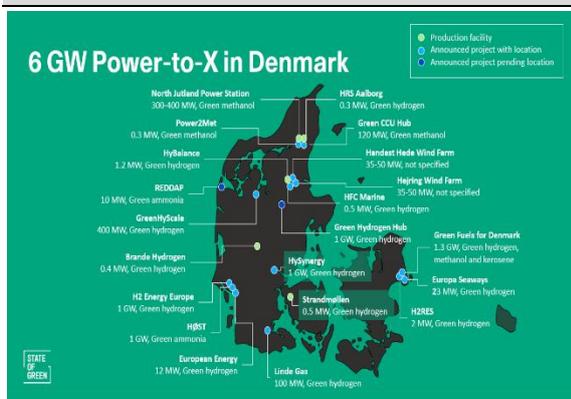
자료: H2 Bulletin, SK 증권

## 수소가 현실이 되는 곳

우리나라 주춤한 사이 빠른 에너지 안보 확립 필요한 국가들은 경제성 갖춘 그린수소 선보이기 시작, 수소 생태계 확장은 우리나라에 긍정적 요인

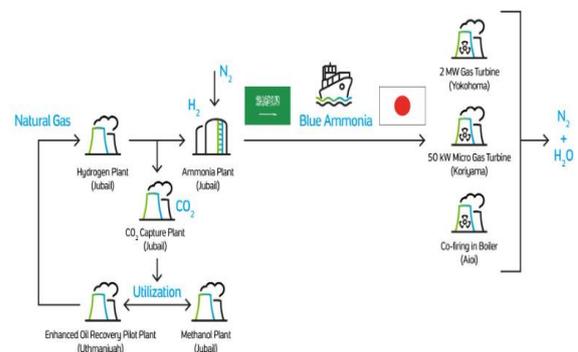
우리나라가 주춤한 사이 빠른 에너지 안보 확립이 필요한 국가들을 중심으로 수소를 에너지 저장 및 운송 매개체로 쓰기 위한 움직임이 활발하게 나타나고 있다. 장기화 되는 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 러시아 에너지 의존도를 낮추고 싶어하는 유럽 국가들, 산유국으로써 글로벌 에너지 질서를 주도했던 중동 국가들, 탈세계화 및 자국 우선주의를 주도하는 미국과 중국 등이 그렇다. 이 중에서도 신재생에너지 원 확보가 용이한 국가들을 중심으로 수소 에너지원에 대한 관심은 더 크게 나타난다. 풍력 에너지원이 풍부한 유럽, 특히 북유럽 국가들의 경우 그린수소 생산 단가가 빠르게 떨어지는 중이다. 향후 5년 내 그린수소 1kg 생산 가격이 2달러 미만으로 떨어질 가능성이 언급되는 중이다. 영국의 경우에는 천연가스 가격이 꾸준히 상승했던 2021년, 그레이수소보다 그린수소 가격이 더 낮아지는 현상을 확인한 바 있다. 태양광 에너지원이 풍부한 중동은 산유국에서 산수국으로의 진화가 예상된다. 특히 2030 엑스포 및 2034년 월드컵 유치를 준비 중이고 중동의 새로운 패러다임을 제시하고자 하는 사우디의 경우 일본과 블루암모니아 공급을 위한 실증 연구를 추진 중이다. 결국 신재생에너지를 기반으로 경제성을 갖춘 그린수소 생산이 가능한 국가들은 새로운 에너지 강국으로 자리매김할 가능성이 크다는 것을 의미한다. 이렇게 생산된 그린수소는 암모니아 또는 메탄올 형태의 화학 합성물 형태로 운반되어 새로운 에너지 패러다임을 주도할 것으로 예상된다.

덴마크의 P2X 프로젝트



자료: Brintbranchen, SK 증권

사우디와 일본의 블루암모니아 실증



자료: Aramco, SK 증권

## CES 2024, 기폭제 될 수 있을까

CES에 등장하기 시작한 수소, 우리나라 기업도 CES 2024에서 혁신상 수상, 수소 산업에 대한 글로벌 국가 및 기업들의 관심도 확인 할 수 있을 것

매년 초 미국 라스베이거스에서 열리는 세계 최대 전자제품 전시회인 CES는 그 시대를 관통하는 최고의 기술력을 뽐내는 자리라는 점에서 전세계인이 주목하는 매우 중요한 행사다. 당초 가전제품을 중심으로 기술 혁신을 자랑하는 무대였지만, 최근에는 단순 가전을 넘어 모빌리티, 메타버스 등 새로운 패러다임을 제시할 수 있는 기술력들이 많이 등장하고 있다. 다가오는 CES 2024에서도 새롭고 다양한 기술들이 전시될 것으로 예상되는데 로봇, 헬스케어 분야와 더불어 수소도 새로운 축으로 자리매김할 것으로 기대된다. Coplanar Technologies는 CES 2024에서 3,000W 수준의 출력을 낼 수 있는 독립형 이동식 수소연료전지 파워팩을 선보이며 혁신상을 수상했다. kg 당 33.6kWh의 에너지 밀도를 자랑하는 반면 무게는 30kg 수준에 불과해 이동식 수소연료전지 파워팩의 새로운 방향성을 제시한 것으로 평가받는다. 건물용, 비상발전용, 캠핑용 등 다양한 활용가치 있을 것으로 예상된다. 우리나라 기업인 하이드로릭스는 수소합금형태의 수소저장탱크를 선보이며 마찬가지로 CES 2024 혁신상을 수상했다. 기존 수소탱크의 기술장벽으로 작용했던 높은 압력과 관련된 부분을 합금 형태를 활용한 수소 저장 형식으로 바꿈으로써 안전성과 에너지 저장밀도를 높였다는 평가를 받는다. CES에 수소라는 키워드가 본격적으로 등장하기 시작했다는 것만으로도 앞으로 수소 산업에 대한 전반적인 기대감을 높이기 충분하다.

Coplanar의 Stand-alone Hydrogen Power Generator



자료: Coplanar Technologies, SK 증권

하이드로릭스의 수소합금저장탱크



자료: 하이드로릭스, SK 증권

## 수소, 지금 투자하기 적절한가

수소, 에너지를 저장하고  
운송하는데 있어 가장 효율적  
수단이라는 점에 공감대

수소 관련 기업들 조정 받은  
상태에서 정책적 이벤트 요소들  
많은 지금이 비중 늘려도 부담  
없는 구간

수소 강국임을 자부하는 우리나라가 관련 정책을 수립하고 시행하는데 꽤 많은 시간을 허비함으로써, 국내 수소 산업 밸류체인이 전반적으로 더디게 성장하고 있음은 분명하다. 반대로 우리나라를 제외한 글로벌 주요국가들은 탈세계화 시대를 맞아 에너지 안보 확립의 차원에서라도 신재생에너지에 대한 관심을 높이는 중이고, 이는 수소 산업 내에서도 새로운 기회들을 창출하는 결과로 이어지고 있다. 그동안 글로벌 수소 산업을 우리나라가 주도했다면, 이제는 우리나라가 세계 시장에 발맞춰 쫓아가야 하는 상황이라고 판단된다. 하지만 수소 산업 생태계 안에서 여전히 우리나라가 경쟁 우위를 차지하고 있는 분야도 분명 있다. 대표적인 부분이 바로 발전용 연료전지 설비, 그리고 수소연료전지차와 관련된 부분이다. 지리적, 환경적 영향으로 경제성 있는 그린수소를 확보하는데 다소 어려움이 있을지라도, 우리나라는 그런 수소를 활용할 수 있는 어플리케이션 부분에서는 여전히 경쟁력이 있다. 따라서 글로벌 수소 시장이 빠르게 성장한다는 것은 우려할 부분이 아니라 우리에게 새로운 기회가 찾아온다고 해석하는 것이 맞을 것이다.

수소라는 매개체가 에너지를 저장하고 운송하는데 있어 가장 효율적 수단 중 하나라는 점은 많은 사람들이 공감한다. 때마침 동시 다발적인 지정학적 갈등 심화는 자주 국방력의 강화, 에너지 안보의 실현으로 이어지고 있다. 특히 글로벌 증시 주변 환경이 개선되고 있다는 점도 긍정적이다. 다시금 성장주에 대한 관심이 고조되는 가운데, 우리나라를 비롯한 글로벌 수소 관련 기업들의 주가는 충분히 조정을 받은 상태다. 한 번의 정책적 이벤트만으로도 충분히 차익실현을 할 수 있는 환경이 조성된 것이다. 중장기적 확신을 가질 수 있는 산업과 기업일수록 단기적 매수/매도 기회가 반복될 가능성이 높다. 지금은 비중을 늘려도 부담 없는 구간이라 판단한다.

# Company Analysis

# 두산퓨얼셀 (336260/KS)

## 연료전지 발전 시장 반등시그널

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 31,600 원(하향)

현재주가: 20,800 원

상승여력: 51.9%



Analyst  
나승두

nsdoo@sk.com  
3773-8891

#### Company Data

발행주식수	6,549 만주
시가총액	13,623 억원
주요주주	
두산에너지빌리티(와14)	37.84%
국민연금공단	6.48%

#### Stock Data

주가(23/11/23)	20,800 원
KOSPI	2,514.96 pt
52주 최고가	36,750 원
52주 최저가	16,080 원
60일 평균 거래대금	74 억원

#### 주가 및 상대수익률



### 긴 터널의 끝이 보인다

수소연료전지 발전 사업의 반등이 조금씩 감지된다. 우리나라 수소연료전지 발전 설비는 2022 년을 끝으로 크게 증가하지 못했지만, 올해 9 월을 기점으로 다시금 설비 규모가 증가하고 있기 때문이다. ① 글로벌 금리 인상이 어느정도 마무리 단계에 접어들면서 연료전지 발전 사업에 따른 목표 수익률 불확실성이 제거되고, ② 전세계적으로 에너지 안보 확립에 대한 수요가 커지고 있으며, ③ 수소발전 입찰 시장이 열린 효과가 반영되기 시작했다는 판단이다. 물론 청정수소 발전 입찰 시장이 열리는 시점은 아직 미지수다. 하지만 올해 상반기와 하반기 일반수소 발전 입찰 시장이 열리면서 답보 상태에 빠졌던 연료전지 발전 시장에 조금씩 활기를 불어넣고 있다는 점만으로도 긍정적이라 할 수 있다. 청정수소 발전 입찰 시장이 열리면 발전용 연료전지 시장은 더욱 가파른 회복세를 보일 것으로 기대된다.

### 탄소중립 vs 안정적 전기공급 = 연료전지

탄소중립을 실천한다는 것은 비단 국가에만 해당되는 사항이 아니다. 이미 유럽에서는 탄소국경제도 본격 도입을 위한 첫걸음을 시작한만큼 기업들도 탄소중립을 실천하지 못하면 사업의 지속가능성을 유지하기 어려워질 것이라는 점은 분명하다. 따라서 전력 소비가 큰 사업을 영위하는 기업일수록 친환경적이면서도 안정적인 전력 공급처를 확보하는 것이 중요한데, 이를 충족시켜줄 수 있는 대표적인 에너지 수단이 바로 수소 연료전지다. 이는 곧 연료전지의 수요처가 발전 사업을 영위하는 기업 외 일반 기업들까지 확대될 개연성이 있음을 의미한다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가는 하향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 45,000 원에서 31,600 원으로 하향 조정(-29.8%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 미래현금흐름 할인법을 사용하였으나, 정책적 불확실성으로 인해 신규 수주 기대 물량이 최소 1 년씩 지연되었음을 반영하였다. 하지만 2024 년 정부 예산안에 따르면 수소를 비롯한 신산업 인프라 투자 확대의 지가 강하고, 연료전지 발전 클러스터 조성 및 소규모 수소 생산기지 구축 등의 사업이 추진될 것으로 예상됨에 따라 조금씩 투자 비중을 늘려가야 할 시기라 판단한다.

#### 영업실적 및 투자지표

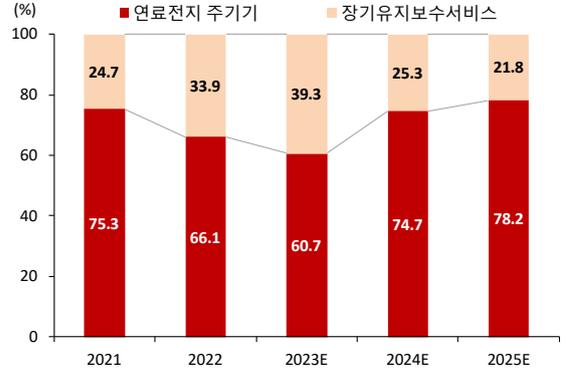
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	4,618	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071
영업이익	억원	260	180	72	113	198	345
순이익(지배주주)	억원	142	87	39	81	159	279
EPS	원	173	106	47	99	194	341
PER	배	308.6	451.8	621.7	209.6	107.0	61.0
PBR	배	8.5	7.6	4.6	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	배	103.8	123.4	118.1	64.9	47.4	33.7
ROE	%	4.2	1.7	0.7	1.5	3.0	5.0

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



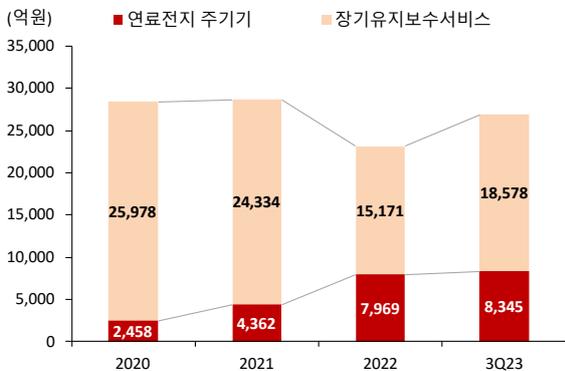
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

두산퓨얼셀 실적 추정치 변경 내용

기존(억 원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Valuation
매출액	3,814	3,121	3,951	7,030	9,188	Terminal FCF (억 원)
연료전지주기기	2,872	2,062	2,759	5,761	7,644	Growth Rate (%)
장기유지보수서비스	942	1,059	1,192	1,269	1,544	WACC (%)
영업이익	180	72	133	248	405	PV of Terminal Value (억 원)
(OPM, %)	(4.7)	(2.3)	(3.4)	(3.5)	(4.4)	Sum of PV of FCF (억 원)
신규(억 원)						Net Debt (억 원)
매출액	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071	Enterprise Value (억 원)
연료전지주기기	2,872	2,062	1,842	3,745	5,530	Shares Outstanding (만주)
장기유지보수서비스	942	1,059	1,192	1,269	1,541	목표주가 (원)
영업이익	180	72	113	198	345	현재주가 (원, 11/23)
(OPM, %)	(4.7)	(2.3)	(3.7)	(3.9)	(4.9)	상승여력 (%)

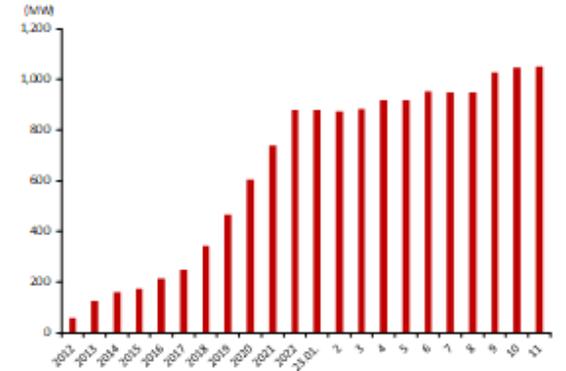
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

수주잔고 추이



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권

국내 수소연료전지 발전설비 추이



자료: 전력통계정보시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	4,982	6,757	6,171	7,159	8,970
현금및현금성자산	60	319	349	530	1,442
매출채권 및 기타채권	673	1,712	951	1,220	1,367
재고자산	2,090	4,307	4,398	4,881	5,565
<b>비유동자산</b>	2,006	3,512	4,243	5,083	5,411
장기금융자산	49	72	72	83	95
유형자산	909	1,763	2,431	2,941	3,114
무형자산	373	360	354	351	351
<b>자산총계</b>	6,989	10,269	10,414	12,242	14,382
<b>유동부채</b>	776	3,127	3,040	5,001	7,038
단기금융부채	29	1,446	1,406	2,323	3,276
매입채무 및 기타채무	289	1,242	1,208	1,996	2,814
단기충당부채	161	171	166	275	387
<b>비유동부채</b>	1,031	1,912	2,062	1,770	1,594
장기금융부채	818	1,337	1,449	1,124	875
장기매입채무 및 기타채무	18	17	17	17	17
장기충당부채	193	554	610	640	711
<b>부채총계</b>	1,807	5,039	5,102	6,771	8,632
<b>지배주주지분</b>	5,182	5,231	5,312	5,471	5,750
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	4,776	4,775	4,775	4,775	4,775
기타자본구성요소	-0	-2	-2	-2	-2
자기주식	-0	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	318	373	454	613	892
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,182	5,231	5,312	5,471	5,750
<b>부채외자본총계</b>	6,989	10,269	10,414	12,242	14,382

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,345	-2,542	851	516	651
당기순이익(손실)	87	39	81	159	279
비현금성항목등	535	787	185	214	240
유형자산감가상각비	70	96	129	153	153
무형자산상각비	16	27	24	21	20
기타	449	664	32	39	66
운전자본감소(증가)	-1,879	-3,306	674	298	291
매출채권및기타채권의감소(증가)	414	-1,186	760	-269	-146
재고자산의감소(증가)	-969	-2,263	-90	-484	-683
매입채무및기타채무의증가(감소)	-571	706	-35	788	819
기타	-753	-563	39	262	302
법인세납부	-88	-61	51	-22	-39
<b>투자활동현금흐름</b>	423	948	-648	-904	-412
금융자산의감소(증가)	819	1,604	179	-6	-2
유형자산의감소(증가)	-349	-738	-797	-663	-327
무형자산의감소(증가)	-53	-23	-18	-18	-20
기타	7	105	-12	-217	-63
<b>재무활동현금흐름</b>	-316	1,854	72	592	704
단기금융부채의증가(감소)	0	665	-41	917	953
장기금융부채의증가(감소)	-259	1,246	112	-325	-249
자본의증가(감소)	-19	-0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-39	-56	-0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,264	258	30	181	913
기초현금	1,324	60	319	349	530
기말현금	60	319	349	530	1,442
FCF	-1,694	-3,279	54	-147	324

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

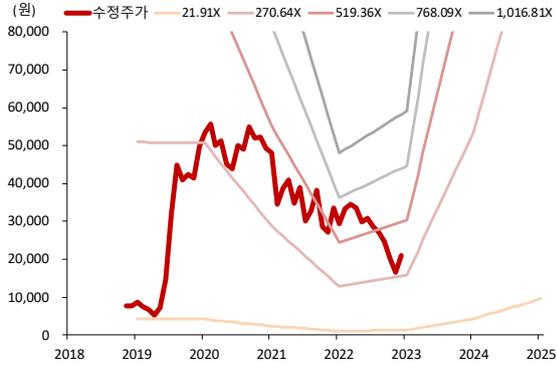
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071
<b>매출원가</b>	3,332	2,675	2,550	4,225	5,911
<b>매출총이익</b>	482	447	484	789	1,160
매출총이익률(%)	12.6	14.3	16.0	15.7	16.4
<b>판매비와 관리비</b>	302	375	371	591	815
<b>영업이익</b>	180	72	113	198	345
영업이익률(%)	4.7	2.3	3.7	3.9	4.9
<b>비영업손익</b>	6	-29	-83	-17	-27
순금융손익	-49	-31	-157	-150	-136
외환관련손익	50	43	57	116	92
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	186	43	30	181	319
세전계속사업이익률(%)	4.9	1.4	1.0	3.6	4.5
<b>계속사업법인세</b>	99	4	-51	22	39
<b>계속사업이익</b>	87	39	81	159	279
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	87	39	81	159	279
순이익률(%)	2.3	1.2	2.7	3.2	3.9
<b>지배주주</b>	87	39	81	159	279
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	1.2	2.7	3.2	3.9
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	75	51	81	159	279
<b>지배주주</b>	75	51	81	159	279
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	266	196	266	373	518

주요투자지표

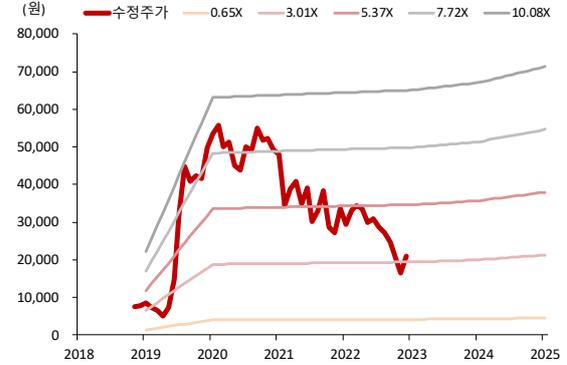
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.4	-18.2	-2.8	65.3	41.0
영업이익	-30.9	-59.9	56.8	74.8	74.5
세전계속사업이익	2.0	-77.0	-29.3	499.0	76.0
EBITDA	-20.1	-26.6	36.0	40.1	39.1
EPS	-38.7	-55.6	110.2	95.9	75.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	1.2	0.4	0.8	1.4	2.1
ROE	1.7	0.7	1.5	3.0	5.0
EBITDA마진	7.0	6.3	8.8	7.4	7.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	641.9	216.1	203.0	143.2	127.5
부채비율	34.9	96.3	96.1	123.8	150.1
순차입금/자기자본	-19.8	43.5	47.0	53.0	46.8
EBITDA/이자비용(배)	5.3	4.0	1.6	2.4	3.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	106	47	99	194	341
BPS	6,332	6,394	6,494	6,688	7,029
CFPS	212	198	286	408	552
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	451.8	621.7	209.6	107.0	61.0
PBR	7.6	4.6	3.2	3.1	3.0
PCR	226.4	148.3	72.7	51.0	37.6
EV/EBITDA	123.4	118.1	64.9	47.4	33.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

두산퓨얼셀 PER 밴드 차트



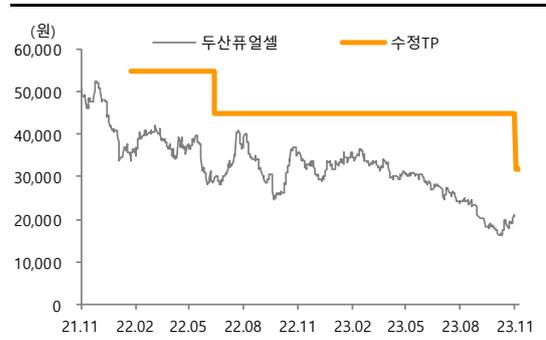
자료: Quantwise, SK 증권

두산퓨얼셀 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.24	매수	31,600원	6개월		
2022.07.06	매수	45,000원	6개월	-34.29%	-9.11%
2022.02.16	매수	55,000원	6개월	-33.01%	-23.73%
2021.07.29	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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 24일 기준)

매수	93.44%	중립	6.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 일진하이솔루스 (271940/KS)

## 상용 시장 확대 준비 착착

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 38,600 원(하향)

현재주가: 23,400 원

상승여력: 65.0%



Analyst  
나승두

nsdoo@sk.com  
3773-8891

#### Company Data

발행주식수	3,631 만주
시가총액	8,497 억원
주요주주	
일진다이아몬드	59.56%
도레이첨단소재	10.44%

#### Stock Data

주가(23/11/23)	23,400 원
KOSPI	2,514.96 pt
52주 최고가	34,950 원
52주 최저가	19,200 원
60일 평균 거래대금	10 억원

#### 주가 및 상대수익률



### 수소연료전지차 판매 둔화에 따른 영향

올해 10월까지 국내 수소연료전지차(승용) 누적 판매 대수는 약 4천대 수준이다. 작년 한 해 동안 1만대 이상의 수소연료전지차가 판매되었음을 감안한다면 올해 연간 누적 판매대수는 작년 대비 절반 수준에도 미치지 못할 것으로 보인다. 수소연료전지차 구매 시 지급되는 보조금의 규모는 크게 달라지지 않았지만 ① 부족한 수소 충전 인프라, ② 소비자의 선택권이 보장되지 않는 단조로운 모델, ③ 여전히 비싼 가격 등으로 인해 소비자의 선택을 받지 못한 것으로 판단된다. 이에 따라 당연히 수소연료전지차에 탑재되는 수소 용기 매출은 줄어들 수밖에 없었다. 하지만 2024년 정부 예산안에 따르면 2024년 최소 1.1만대의 수소연료전지차(승용+상용)를 공급하고, 수소충전소도 최소 60기 이상 신규 구축될 전망이다. 동사의 고객사이자 국내 유일 수소연료전지차 생산 업체도 상용차 중심 보급 확대, 신규 승용 모델 출시 등을 계획하고 있는 만큼 연간 실적 부진은 올해 1회성에 그칠 가능성이 크다.

### 상용 차량 증가 수혜 본격화

올해 3분기까지 상용 수소저장용기 관련 누적 매출액 249억 원을 기록하면서 작년 연간 매출액 164억 원을 이미 크게 웃돌고 있다. 상용 시장에서 보다 강점을 갖는 수소모빌리티의 특성상 상용차량에 탑재되는 수소저장용기 수요는 더욱 가파르게 증가할 것으로 예상되며, 조심스럽지만 오는 2025년을 기점으로 승용과 상용 수소저장용기 매출 비중이 뒤바뀔 가능성도 있어 보인다. 국내 유일 양산 및 상용화에 성공한 Type 4 수소저장용기 기술을 보유했다는 점은 당분간 강력한 진입 장벽 역할을 할 것이다.

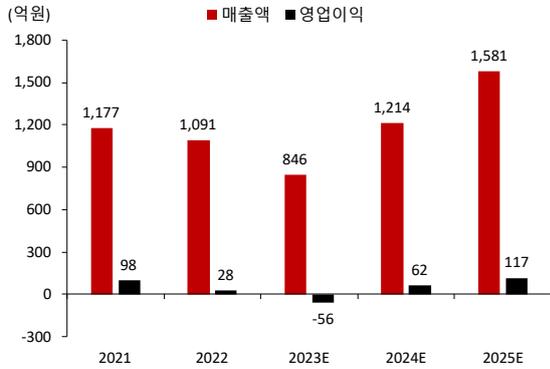
### 투자의견 매수, 목표주가는 하향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 55,000 원에서 38,600 원으로 하향 조정(-29.8%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 미래현금흐름 할인법을 사용하였으나, 승용 수소연료전지차의 판매 부진 영향을 반영하였다. 다행인 점은 수소연료전지차 관련 보조금이 크게 줄어들지는 않을 것으로 예상된다는 점이다. 오히려 보조금 지급 체계를 명확하게 하기 위한 움직임이 나타나고 있는 만큼 오히려 보조금 지급 대상은 더욱 확대될 가능성도 있다. 과도한 우려는 새로운 투자 기회가 될 수 있다

#### 영업실적 및 투자지표

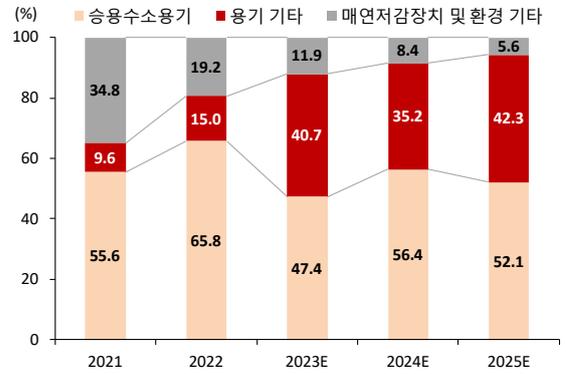
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	1,135	1,177	1,091	846	1,214	1,581
영업이익	억원	151	98	28	-56	62	117
순이익(지배주주)	억원	156	90	70	43	85	142
EPS	원	536	247	194	118	234	390
PER	배	0.0	220.8	153.9	198.1	99.9	60.0
PBR	배	0.0	6.4	3.4	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	배	-1.4	118.4	99.8	-2,154.2	51.7	34.3
ROE	%	34.3	5.0	2.3	1.4	2.6	4.2

일진하이슬루스 실적 추이 및 전망



자료: 일진하이슬루스, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



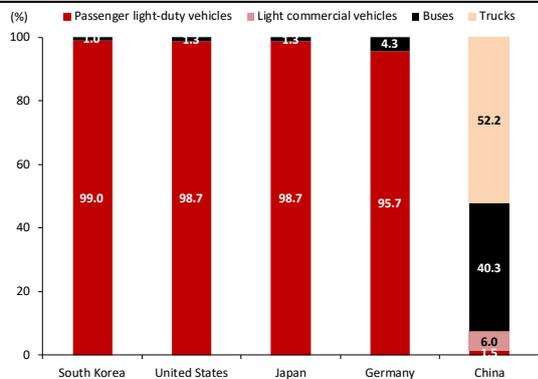
자료: 일진하이슬루스, SK 증권 추정

일진하이슬루스 실적 추정치 변경 내용

기존(억 원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Valuation	
매출액	1,177	1,091	1,246	1,514	2,147	Terminal FCF (억 원)	1,272
승용수소용기	654	717	829	1,014	1,455	Growth Rate (%)	2.28
용기 기타	113	164	236	334	561	WACC (%)	8.81
매연저감장치 및 환경 기타	410	210	181	166	131	PV of Terminal Value (억 원)	9,528
영업이익	98	28	50	106	196	Sum of PV of FCF (억 원)	1,893
신규(억 원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Net Debt (억 원)	-2,600
매출액	1,177	1,091	846	1,214	1,581	Enterprise Value (억 원)	14,021
승용수소용기	654	717	401	685	824	Shares Outstanding (만주)	3,631
용기 기타	113	164	344	427	669	목표주가 (원)	38,600
매연저감장치 및 환경 기타	410	210	101	102	88	현재주가 (원, 11/23)	23,400
영업이익	98	28	-56	62	117	상승여력 (%)	64.9

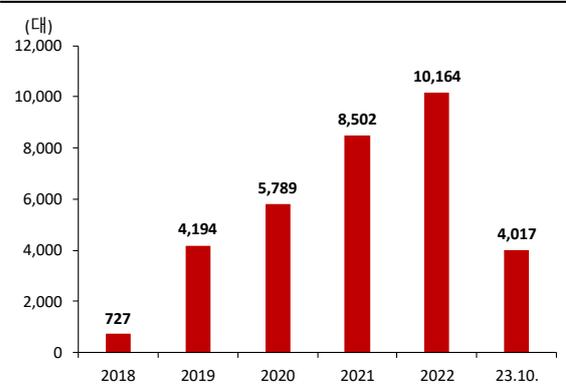
자료: 일진하이슬루스, SK 증권 추정

글로벌 수소연료전지차 종류별 비중 - 2022년 기준



자료: IEA, SK 증권

국내 수소연료전지차 연간 판매 추이



자료: 현대차, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	3,046	2,938	2,951	3,053	3,211
현금및현금성자산	775	137	333	356	325
매출채권 및 기타채권	76	109	102	105	112
재고자산	220	164	152	157	168
<b>비유동자산</b>	390	487	513	527	540
장기금융자산	6	8	14	20	26
유형자산	308	411	429	433	438
무형자산	51	46	47	51	54
<b>자산총계</b>	3,435	3,425	3,464	3,580	3,751
<b>유동부채</b>	314	237	237	265	293
단기금융부채	2	3	2	3	4
매입채무 및 기타채무	213	183	194	206	217
단기충당부채	7	8	6	9	12
<b>비유동부채</b>	49	41	38	40	42
장기금융부채	3	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	8	5	7	6	7
장기충당부채	6	4	4	4	5
<b>부채총계</b>	364	278	274	305	335
<b>지배주주지분</b>	3,072	3,147	3,190	3,275	3,417
자본금	182	182	182	182	182
자본잉여금	2,651	2,651	2,651	2,651	2,651
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	239	315	358	443	585
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,072	3,147	3,190	3,275	3,417
<b>부채외자본총계</b>	3,435	3,425	3,464	3,580	3,751

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	41	-84	121	161	202
당기순이익(손실)	90	70	43	85	142
비현금성항목등	40	17	40	48	54
유형자산감가상각비	38	47	47	46	45
무형자산상각비	8	7	6	5	4
기타	-6	-38	-13	-3	5
운전자본감소(증가)	31	-84	23	22	9
매출채권및기타채권의감소(증가)	-14	-29	8	-3	-7
재고자산의감소(증가)	-34	42	11	-5	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	30	-31	11	12	11
기타	49	-66	-8	18	16
법인세납부	-30	-18	-5	-15	-25
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,974	-640	95	-138	-232
금융자산의감소(증가)	-1,860	-540	176	-70	-168
유형자산의감소(증가)	-109	-155	-66	-50	-49
무형자산의감소(증가)	-9	-2	-7	-9	-7
기타	4	56	-8	-9	-8
<b>재무활동현금흐름</b>	-4	-4	-1	1	1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-1	1	1
장기금융부채의증가(감소)	-4	-3	0	0	0
자본의증가(감소)	2,452	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2,453	-0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	628	-638	196	23	-31
기초현금	147	775	137	333	356
기말현금	775	137	333	356	325
FCF	-68	-239	55	111	153

자료 : 일진하이솔루스, SK증권

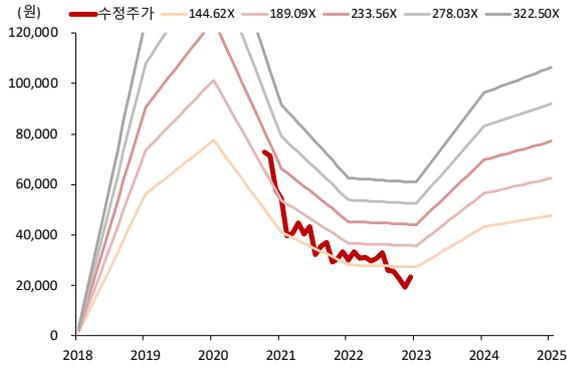
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	1,177	1,091	846	1,214	1,581
<b>매출원가</b>	869	856	740	924	1,169
<b>매출총이익</b>	308	235	106	290	412
매출총이익률(%)	26.2	21.6	12.6	23.9	26.0
<b>판매비와 관리비</b>	210	207	162	229	295
<b>영업이익</b>	98	28	-56	62	117
영업이익률(%)	8.3	2.5	-6.6	5.1	7.4
<b>비영업손익</b>	9	59	104	39	50
순금융손익	11	59	20	21	22
외환관련손익	-0	0	-2	-3	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	107	86	48	100	166
세전계속사업이익률(%)	9.1	7.9	5.7	8.3	10.5
<b>계속사업법인세</b>	17	16	5	15	25
<b>계속사업이익</b>	90	70	43	85	142
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	90	70	43	85	142
순이익률(%)	7.6	6.5	5.1	7.0	9.0
<b>지배주주</b>	90	70	43	85	142
지배주주귀속 순이익률(%)	7.6	6.5	5.1	7.0	9.0
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	87	76	43	85	142
<b>지배주주</b>	87	76	43	85	142
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	144	82	-3	112	166

주요투자지표

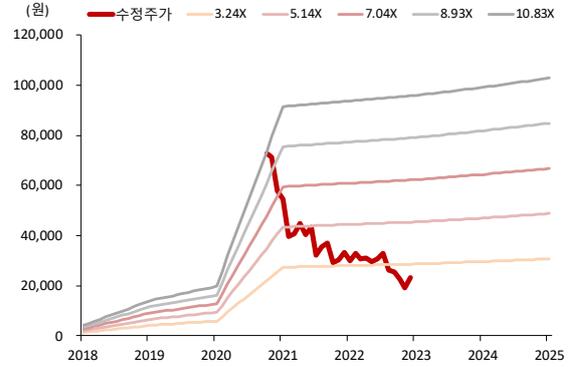
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.7	-7.3	-22.4	43.4	30.3
영업이익	-35.0	-71.7	적전	흑전	89.8
세전계속사업이익	-30.6	-19.0	-44.2	107.9	66.0
EBITDA	-21.6	-43.0	적전	흑전	47.4
EPS	-54.0	-21.4	-39.1	98.3	66.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.2	2.1	1.2	2.4	3.9
ROE	5.0	2.3	1.4	2.6	4.2
EBITDA마진	12.2	7.5	-0.3	9.3	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	968.8	1,240.3	1,247.0	1,151.5	1,095.1
부채비율	11.8	8.8	8.6	9.3	9.8
순차입금/자기자본	-89.2	-84.0	-83.5	-84.2	-84.7
EBITDA/이자비용(배)	797.2	327.3	-22.6	881.8	1,013.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	247	194	118	234	390
BPS	8,459	8,667	8,785	9,019	9,409
CFPS	373	344	265	374	525
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	2208	1539	198.1	99.9	60.0
PBR	6.4	3.4	2.7	2.6	2.5
PCR	145.9	86.8	88.3	62.5	44.6
EV/EBITDA	118.4	99.8	-2,154.2	51.7	34.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일진하이솔루스 PER 밴드 차트



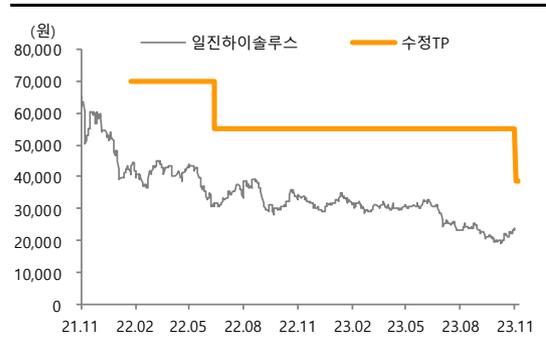
자료: Quantwise, SK 증권

일진하이솔루스 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.24	매수	38,600원	6개월		
2022.07.06	매수	55,000원	6개월	-45.63%	-28.73%
2022.02.16	매수	70,000원	6개월	-42.49%	-35.71%
2021.09.08	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(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 24일 기준)

매수	93.44%	중립	6.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------