유진투자증권

두산퓨얼셀(336260)

수소법 통과, 정책 혼란 마무리 국면

2022.05.06
News Comment
투자의견: BUY(유지)
목표주가: 75,000원(유지)
현재주가: 34,800원(05/04)
시가총액: 2,279(십억원)

수소법 해당 소위 통과, 본회의 통과는 무난

수소 경제 육성 및 수소 안전관리에 관한 법률 일부 개정 법률안(이하 수소법)이 산자위 해당 소위를 통과했다. 법제사법위원회의 형식적인 심사를 거치면 본회의 의결만 남는다. 절대 다수당인 민주당이 주도했기 때문에 이변 없이 최종 법률로 공표될 것으로 판단된다. 시행일은 공포 후 6개월 후부터이다. 국내 수소발전 관련 시장은 올 해에는 RPS 제도 하에서 운용되지만, 내년부터는 수소법에 따른 공급비율제와 입찰 시장으로 운영된다.

청정수소 기반 공급 비율제 도입, 행정부 정책 의지 반영 커질 것

수소법의 주요 정책은 **① 수소발전용 천연가스 별도 요금제 도입 ② 청정수소 판매사용 의무제 ③ 전기사업자의 수소발전량 구매 공급제 ④ 수소발전 입찰 시장 도입** 등이다(도표 1번 참조). 청정수소 확보를 위한 준비기간에는 천연가스 개질 수소사용을 허용하되, 청정수소 사용을 중장기적으로 의무화하고 이에 대한 재정지원을 하도록 했다. 또한 일정 규모 이상의 전기사업자들은 발전량의 일부를 수소발전으로 채워야 하고 이에 대한 비율은 대통령령에 의해 결정한다. 전기사업자들의 이로 인한 비용부담 증가는 전기요금에 반영해 회수할 수 있게 했다. 또한 산업부장관은 위의 판매사용의무자가 미이행시에는 징벌적 과징금을 부과할 수 있다. 수소법의 기본 골격은 청정수소를 기반으로 수소발전을 늘리는 것인데, 특히 행정부에서 많은 권한을 가지고 세부사항들을 정할 수 있게 되어있다. 수소산업을 글로벌 최강으로 육성하겠다는 차기 정부 정책기조를 감안하면, 국내 수소발전 산업의 성장세는 더 강해질 것으로 판단된다.

정책 혼란으로 인한 펀더멘탈 훼손 종료

두산퓨얼셀의 주가하락과 실적부진은 수소법의 지연 때문이었다. 조만간 통과가 확정되면 내년 초부터는 발전사업자들이 수소발전 공급량을 채우기 위한 입찰시장이 개설된다. 올 해에는 기존의 RPS 제도로 운영될 예정이다. 입찰시장을 염두해 둔 수소 논의가 지난해부터 시작되었기 때문에, 올 해 물량은 물론 내년 이후부터의 수주도 순조롭게 확보될 것으로 판단된다. 또한 동사의 PAFC 기술은 청정수소를 이용한 발전이 상대적으로 용이해서 발전사업자의 높은 선호도가 유지될 것으로 보인다. 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원을 유지한다.

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	57,000원
최저가	32,150원
52주 일간 Beta	1.7
90일 일평균거래대금	163.7억원
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(2022F)	-%
주주구성	
두산중공업 (외 16인)	37.8%
국민연금공단	7.7%

	1M	6M	12M
주가상승률	-13.6%	-35.3%	-11.3%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(22)	32.1	32.1	-
영업이익(23)	57.1	57.1	-

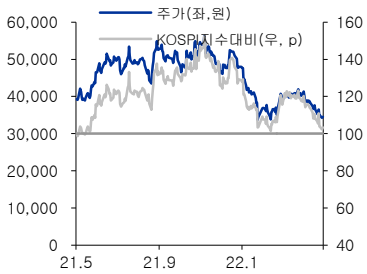


도표 1. 수소 경제 육성 및 수소 안전관리에 관한 법률 개정안

구분	내용
산업 정의	수소발전산업 영역에 연료전지와 수소 가스터빈 사업 추가
	청정수소는 무탄소수소/저탄소수소/저탄소화합물로 분류
주요 정책	수소발전용 천연가스 요금제 도입(개질용 천연가스 별도 요금제)
	청정수소 사용 촉진 위해 등급별 인증제 도입하고 생산/사용에 대해 행정적, 재정적 지원 가능
	청정수소 판매 사용 의무제 도입(수소 연료 공급 시설 운용자, 수소를 원료 또는 연료로 사용하는 자)
	수소 공급비율제 도입으로 인한 비용 전기요금에 반영하여 회수 가능
	수소발전 입찰 시장 도입
	산업통산자원부장관은 판매 사용의무자가 의무 미이행시 징벌적 과징금 부과 가능
시행일	개정법률안 공표 후 6 개월 이후

자료: 산업통산자원부, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	652	498	669	766	805
현금성자산	393	187	291	346	309
매출채권	119	67	158	185	250
재고자산	112	209	185	200	210
비유동자산	138	201	240	263	287
투자자산	59	72	75	78	82
유형자산	51	91	115	123	132
무형자산	28	37	50	62	73
자산총계	**790**	**699**	**909**	**1,029**	**1,092**
유동부채	265	78	235	295	311
매입채무	80	29	156	185	201
단기차입금	100	3	33	63	63
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	103	154	205	206
사채및장기차입금	1	82	132	182	182
기타비유동부채	12	21	22	22	23
부채총계	**278**	**181**	**389**	**499**	**517**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	479	478	478	478	478
자본조정	0	1	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	24	32	34	44	89
자본총계	**513**	**518**	**520**	**530**	**575**
총차입금	101	85	165	245	245
순차입금(순현금)	(292)	(102)	(126)	(101)	(64)
투하자본	218	413	391	426	507

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	**461.8**	**381.4**	**594.1**	**880.4**	**1,301.5**
증가율(%)	108.8	(17.4)	55.8	48.2	47.8
매출총이익	**50.6**	**48.2**	**69.3**	**95.6**	**153.8**
매출총이익율(%)	11.0	12.6	11.7	10.9	11.8
판매비와관리비	24.6	28.5	37.2	38.5	40.6
증가율(%)	299.2	16.0	30.5	3.4	5.5
영업이익	**26.0**	**18.0**	**32.1**	**57.1**	**113.2**
증가율(%)	33.6	(30.9)	78.2	78.0	98.4
EBITDA	**33.4**	**26.6**	**48.0**	**75.9**	**133.3**
증가율(%)	57.9	(20.1)	80.0	58.2	75.7
영업외손익	(7.8)	(12.0)	2.2	(2.0)	(1.7)
이자수익	2.5	1.1	3.1	4.6	6.2
이자비용	5.0	5.8	3.2	6.0	8.4
외화관련손익	(2.4)	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)
기타영업외손익	(4.5)	1.4	4.6	1.6	2.6
세전계속사업손익	**18.3**	**18.6**	**34.3**	**55.1**	**111.5**
법인세비용	4.1	9.9	7.6	12.6	25.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.2**	**8.7**	**26.7**	**42.5**	**85.7**
증가율(%)	19.5	(39.0)	208.9	58.8	101.8
당기순이익률(%)	3.1	2.3	4.5	4.8	6.6
EPS(원)	**245.4**	**132.2**	**408.3**	**648.3**	**1,308.4**
증가율(%)	16.7	(46.1)	208.9	58.8	101.8
완전희석EPS(원)	245.4	57.3	308.4	523.5	1,158.6
증가율(%)	16.7	(76.7)	438.6	69.7	121.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	**(76)**	**(140)**	**106**	**51**	**50**
당기순이익	14	9	27	42	86
유무형자산상각비	7	9	16	19	20
기타비현금손익가감	2	45	3	3	3
운전자본의변동	(131)	(202)	61	(13)	(59)
매출채권감소(증가)	23	41	(91)	(27)	(65)
재고자산감소(증가)	(36)	(97)	24	(15)	(10)
매입채무증가(감소)	32	(57)	127	29	16
기타	(150)	(90)	0	0	0
투자활동현금흐름	**(255)**	**42**	**(26)**	**(17)**	**(51)**
단기투자자산처분(취득)	20	0	32	26	(5)
장기투자증권처분(취득)	0	0	(2)	(2)	(2)
설비투자	(13)	(35)	(38)	(24)	(26)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(5)	(15)	(15)	(15)
재무활동현금흐름	**331**	**(28)**	**55**	**47**	**(41)**
차입금증가(감소)	(1)	(26)	80	80	0
자본증가(감소)	332	0	(25)	(33)	(41)
배당금지급	0	0	25	33	41
현금의 증가(감소)	**(1)**	**(126)**	**135**	**81**	**(42)**
기초현금	133	132	6	141	223
기말현금	132	6	141	223	181
Gross Cash flow	55	62	45	64	109
Gross Investment	406	160	(3)	57	105
Free Cash Flow	**(352)**	**(98)**	**48**	**8**	**4**

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	245	132	408	648	1,308
BPS	6,262	6,331	6,356	6,475	7,022
DPS	0	300	400	500	600
밸류에이션(배,%)					
PER	218.1	265.6	86.0	54.1	26.8
PBR	8.5	5.5	5.5	5.4	5.0
PCR	72.3	46.2	63.2	44.7	26.4
EV/EBITDA	96.3	89.3	49.1	31.9	18.6
배당수익율	0.0	0.9	1.1	1.4	1.7
수익성(%)					
영업이익율	5.6	4.7	5.4	6.5	8.7
EBITDA이익율	7.2	7.0	8.1	8.6	10.2
순이익율	3.1	2.3	4.5	4.8	6.6
ROE	4.2	1.7	5.2	8.1	15.5
ROIC	12.2	2.7	6.2	10.8	18.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(56.9)	(19.8)	(24.2)	(19.1)	(11.1)
유동비율	2.5	6.4	2.8	2.6	2.6
이자보상배율	5.3	3.1	9.9	9.5	13.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.7	0.9	1.2
매출채권회전율	3.3	4.1	5.3	5.1	6.0
재고자산회전율	4.9	2.4	3.0	4.6	6.3
매입채무회전율	7.0	7.0	6.4	5.2	6.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2020-11-26	Buy	61,000	1년	-13.3	2.5
2020-12-14	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2020-12-28	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2021-01-07	Buy	61,000	1년	-8.8	2.5
2021-01-11	Buy	61,000	1년	-9.4	2.5
2021-01-25	Buy	75,000	1년	-34	-14.9
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-34.9	-14.9
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-34.9	-14.9
2021-04-23	Buy	75,000	1년	-38.8	-25.1
2021-04-28	Buy	75,000	1년	-39.1	-25.1
2021-05-31	Buy	75,000	1년	-38.7	-25.1
2021-07-07	Buy	75,000	1년	-39.2	-25.1
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-39.4	-25.1
2021-07-28	Buy	75,000	1년	-39.6	-25.1
2021-09-28	Buy	75,000	1년	-41.3	-25.1
2021-10-29	Buy	75,000	1년	-42.7	-25.1
2022-02-09	Buy	75,000	1년	-49.1	-44.1
2022-03-02	Buy	75,000	1년	-48.3	-44.1
2022-03-10	Buy	75,000	1년	-48.5	-44.1
2022-03-23	Buy	75,000	1년	-49.2	-44.1
2022-03-24	Buy	75,000	1년	-49.3	-44.1
2022-03-28	Buy	75,000	1년	-49.7	-44.9
2022-04-28	Buy	75,000	1년	-53.8	-53.5
2022-05-06	Buy	75,000	1년		

두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

