



HI 176th **지주회사** Brief & Note

두산(000150)

연료전지라는 성장 아이টে임을 품에 넣다

지주회사/스몰캡
이상현 (2122-9198)
value3@hi-ib.com

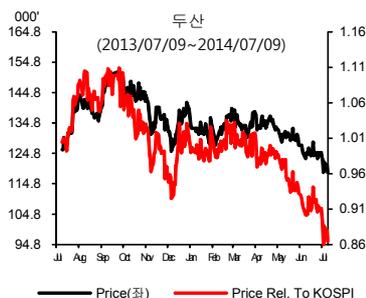
Buy (Maintain)

목표가(6M) **173,000원**
증가(2014/07/09) **118,500원**

Stock Indicator

자본금	134.8십억원
발행주식수	2,667만주
시가총액	2,831십억원
외국인지분율	12.50%
배당금(2013)	3,500원
EPS(2014E)	6,914원
BPS(2014E)	132,192원
ROE(2014E)	5.8%
52주 주가	118,500~152,000원
60일평균거래량	34,573주
60일평균거래대금	4.4십억원

Price Trend



■ 퓨얼셀파워 합병으로 연료전지사업부문의 성장성 부각될 듯

동사는 어제 이사회에서 연료전지 업체인 퓨얼셀파워를 합병하기로 결정하였으며 합병비율은 퓨얼셀파워 주식 1주당 두산 주식 0.115주다. 따라서 동사는 연료전지사업부문을 자체사업 포트폴리오에 신규로 편입하게 된다.

2001년 설립된 퓨얼셀파워는 가정 및 건물용 연료전지 시스템을 제작하여 판매할 뿐만 아니라, 개질기/스택/전력변환기 등 핵심요소의 기술이 내재화 되어 있다. 연료전지는 수소와 산소의 전기화학적 반응을 통해 전기 및 열을 생산하는 신재생에너지이다. 퓨얼셀파워는 PEMFC(고분자전해질 연료전지) 원천 기술을 보유하여 국내 주택용 연료전지 시장의 80%를 점유하면서 지난해 매출 170억원, 영업이익 37억원을 달성하였다.

지난해 기준 1조원 규모인 세계 주택용 및 중소건물용 연료전지 시장은 오는 2023년까지 17조원 규모로 성장할 전망이다. 국내 시장의 경우도 연료전지 그린홈 보급 및 RPS 의무사용 확대 정책에 따라 성장이 예상된다. 이러한 환경하에서 퓨얼셀파워는 1kW급 가정용 연료전지에 편중된 제품믹스를 1~20kW급 건물용 제품까지 확대하여 향후 성장세를 이어갈 것으로 예상된다.

한편, 정부는 2035년 발전량의 15% 이상을 분산형 전원으로 공급하기로 하였다. 분산형 전원은 수요지에 인접하면서도 소용량으로 지역배전망을 통하여 전력을 공급하는 것으로 자체적으로 해당지역에서 전력을 생산하여 사용되는 형태이다. 분산형 전원의 현재 비중이 5%에 불과하므로 향후 연료전지가 분산형으로 재평가 되면서 급성장할 것으로 예상된다. 따라서 동사의 경우도 계열사와의 협력을 통하여 연료전지를 분산형 전원에까지 확대 적용하여 성장성을 높여나갈 것이다. 동사는 기존 사업부문 외에 신규로 연료전지사업을 확보함에 따라 향후 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

■ 연료전지 성장성, 주주 친화 정책 및 실적 턴어라운드 등이 동사 주가 상승 원동력

그동안 동사의 주가는 성장 모멘텀 부재 및 자회사 실적 약화 등으로 부진하였다. 그러나 동사가 퓨얼셀파워와의 합병을 통하여 연료전지라는 성장 아이টে임을 신규 자체사업으로 구축함으로써 향후 성장 모멘텀을 확보할 수 있을 것이다. 또한 자체사업의 실적 턴어라운드 및 투자지분 매각 등으로 현금창출능력이 향상되면서 지속적인 주주 친화 정책의 기반을 만들 수 있을 것이다. 이는 곧 동사 주가를 그동안의 부진에서 탈피시키면서 상승할 수 있는 원동력을 마련할 것이다.

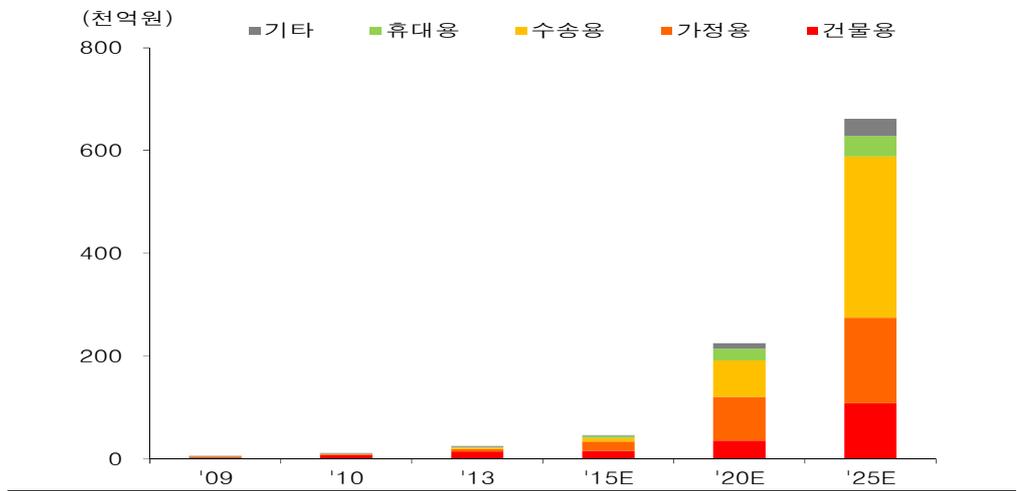
또한 동사 주력 주력 자손회사의 올해 실적 턴어라운드 가시화 등은 자산가치를 부각시킬 수 있는 계기가 될 것이다.



FY	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액(억원)	38,338	219,365	221,754	228,856	238,623
영업이익(억원)	2,049	11,549	11,927	12,579	12,831
순이익(억원)	1,098	1,302	2,387	2,523	2,765
지배기업순이익(억원)	838	1,236	1,817	2,053	2,294
EPS(원)	3,031	4,703	6,914	7,812	8,730
PER(배)	42.6	29.7	17.1	15.1	13.5
BPS(원)	119,948	124,714	132,192	140,619	150,037
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	2.7	4.3	5.8	6.2	6.5

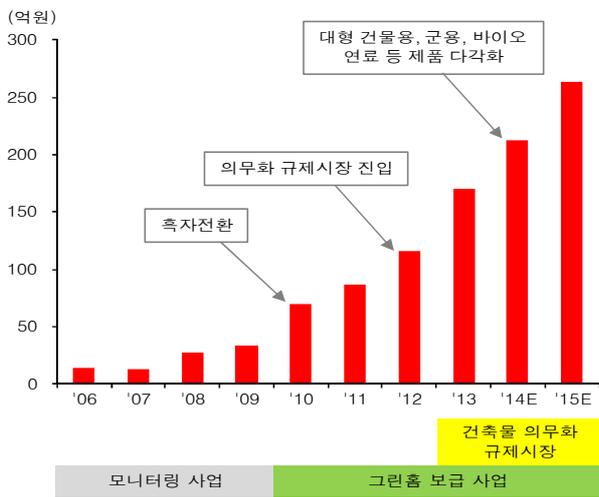
자료: 하이투자증권, 두산

<그림 1> 세계 연료전지 적용처별 시장규모 추이



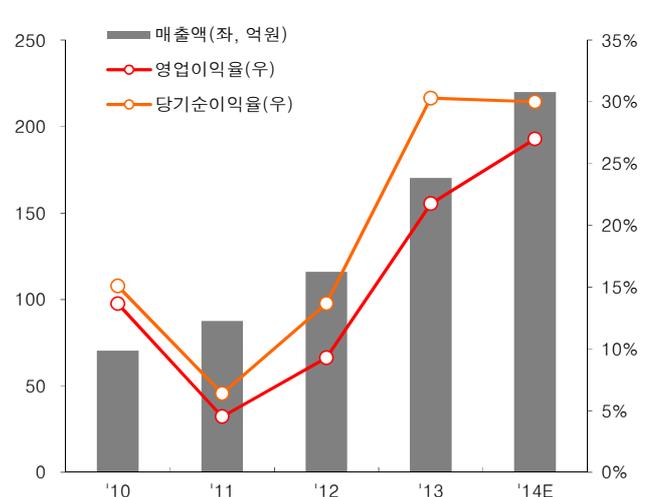
자료: 후지경제, 하이투자증권

<그림 2> 퓨얼셀파워 매출추이



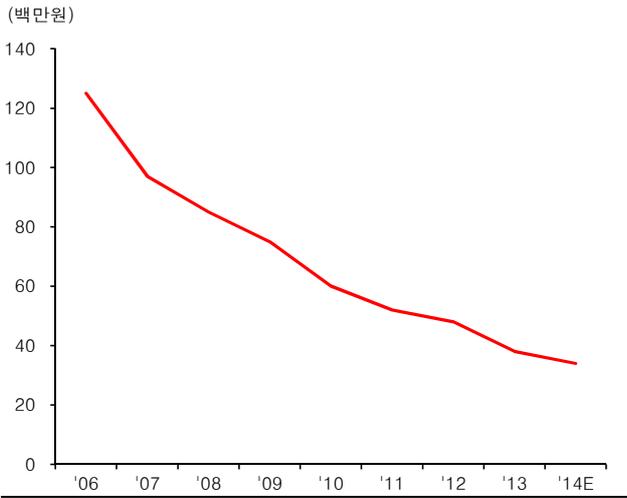
자료: 퓨얼셀파워, 하이투자증권

<그림 3> 퓨얼셀파워 실적추이



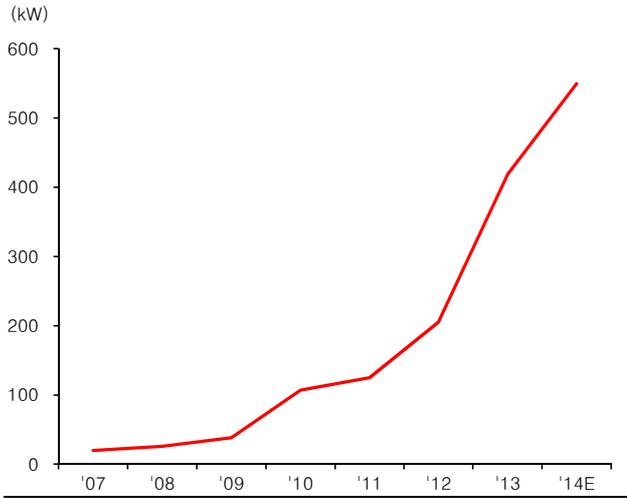
자료: 퓨얼셀파워, 하이투자증권

<그림 4> 퓨얼셀파워 주택용 연료전지 kW 당 판매가 추이



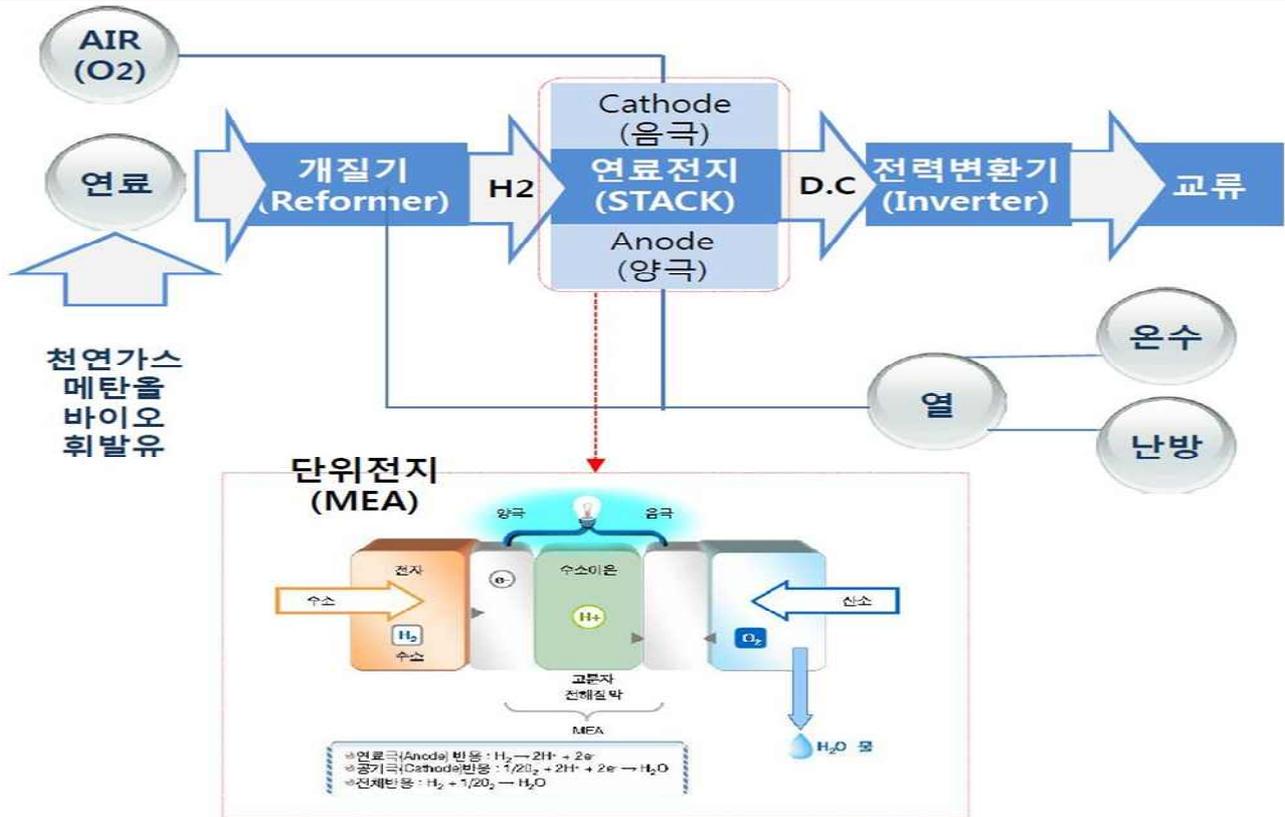
자료: 퓨얼셀파워, 하이투자증권

<그림 5> 퓨얼셀파워 주택용 연료전지 판매 추이



자료: 퓨얼셀파워, 하이투자증권

<그림 6> 연료전지 시스템 구성 개념도



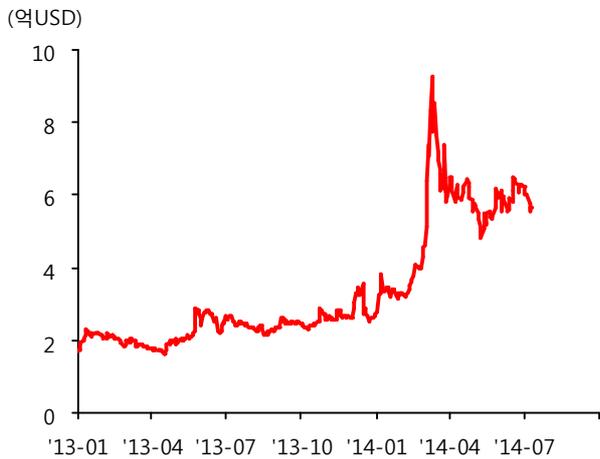
자료: 퓨얼셀파워, 하이투자증권

〈표 1〉 연료전지의 종류

종류/특징	고온형 연료전지		저온형 연료전지			
	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)	인산염 연료전지 (PAFC)	알칼리 연료전지 (AFC)	고분자 전해질막 연료전지 (PEMFC)	직접메탄올 연료전지 (DMFC)
작동온도	550~700°C	600~1,000°C	150~250°C	50~120°C	50~100°C	50~100°C
주 촉매	Perovskites	니켈	백금	니켈	백금	백금
전해질의 상태	Li/K alkali carbonates mixture	YSZ GDC	H ₃ PO ₄	KOH	이온교환막	이온교환막
전해질 지지체	immobilized liquid	Solid	immobilized liquid	-	Solid	Solid
전하전달 이온	CO ₃ ²⁻	O ²⁻	H ⁺	OH ⁻	H ⁺	H ⁺
가능한 연료	H ₂ , CO (천연, 석탄가스)	H ₂ , CO (천연, 석탄가스)	H ₂ , CO (메탄올, 석탄가스)	H ₂	H ₂ (메탄올, 석탄가스)	메탄올
외부연료 개질기의 필요성	X	X	O	O	O	O
효율 (%LHV)	50~60	50~60	40~45	-	40 이하	-
주용도	대규모발전, 중소사업소 설비	대규모발전, 중소사업소 설비, 이동체용전원	중소사업소설비, biogas plant	우주발사체 전원	수송용 전원, 가정용 전원, 휴대용 전원	휴대용 전원
특징	발전효율 높음, 내부개질 가능, 열병합대응 가능	발전효율 높음, 내부개질 가능, 복합발전 가능	CO 내구성 큼, 열병합대응 간음	-	저온작동 고출력밀도	저온작동 고출력밀도
과제	재료부식, 용융염취산	고온열화, 열파괴	재료부식, 인산유출	전해질에서 누수현상 방지	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음 (고가의 촉매/전해질), 낮은 효율 (30~50%)	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 메탄올 크로스 오버

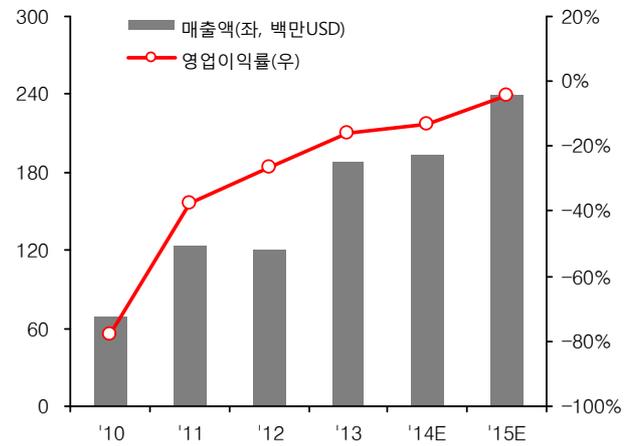
자료: 에너지관리공단, 하이투자증권

〈그림 7〉 FuelCell Energy 시가총액 추이



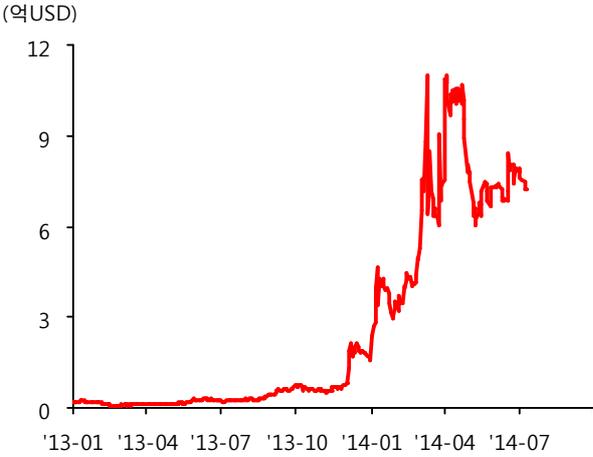
자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈그림 8〉 FuelCell Energy 실적 추이



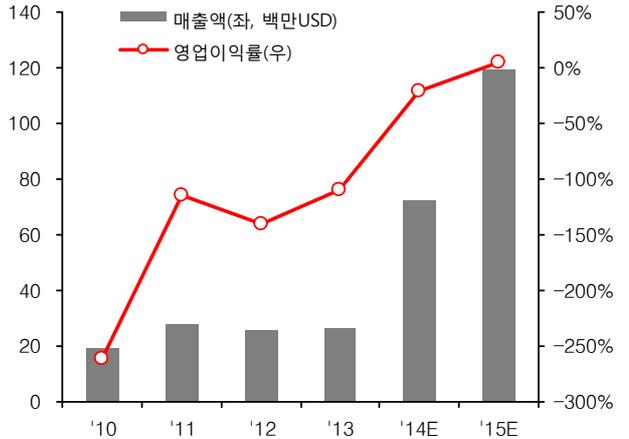
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 9> Plug Power 시가총액 추이



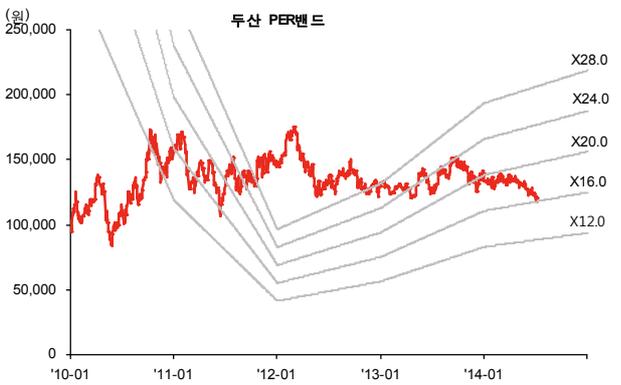
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 10> Plug Power 실적 추이



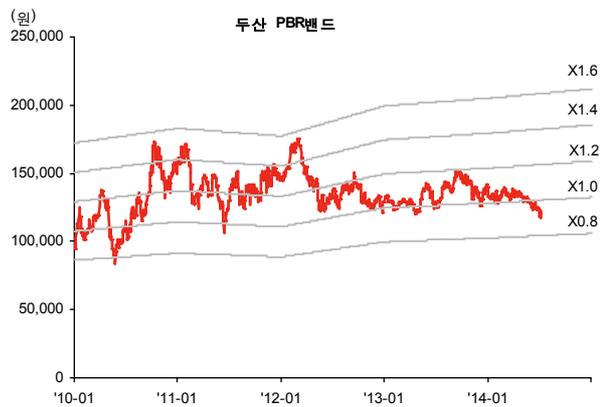
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 11> 두산 PER 밴드



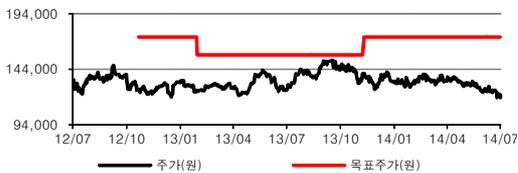
자료: 하이투자증권

<그림 12> 두산 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

주가와 목표주가의 추이



당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-11-18	Buy	173,000						
2013-02-06	Buy	157,000						
2012-10-29	Buy	173,000						

1. 중목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 중목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)

-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight (비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

