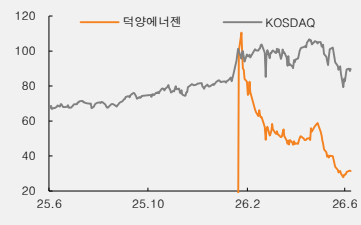


Not Rated

목표주가	-
현재주가(26/6/17)	10,940원
상승여력	-

영업이익(26F,십억원)	-
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-
EPS 성장률(26F,%)	-
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	-
KOSDAQ	1,031.96
시가총액(십억원)	272
발행주식수(백만주)	25
유동주식비율(%)	32.3
외국인 보유비중(%)	1.9
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	9,720
52주 최고가(원)	38,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-28.5 0.0 0.0
상대주가	-21.7 0.0 0.0



[운송플랫폼/에너지]
류제현
jay.ryu@miraeasset.com

덕양에너지

수소 업스트림의 최강자

기업 소개: 국내 1위의 산업용 수소 전문 기업

덕양에너지는 2020년 덕양에서 인적분할로 신설된 국내 1위 산업용 부생수소 정제 및 공급 전문기업으로, 25년 이상의 운영 노하우를 보유하고 있다.

여수·군산 국가산단을 중심으로 한 기존 생산 능력(70,000 Nm³/h)에 울산의 사힌 프로젝트(92,000 Nm³/h, JV)가 더해지며, 파이프라인 인프라 선점 효과가 극대화 될 전망이다.

최근에는 DKME 공동인수 38.54% 발표로 시공(민컴퍼니), 장비제조(DKME), 운영(덕양에너지) 수직계열화를 진행하고 있다. 사힌 프로젝트 JV 물량을 감안시 생산능력 기준 점유율은 32.6%로 확대되며 국내 최대 수소 생산업체로 도약할 전망이다.

신재생에너지법 개정과 함께 가속화될 수소 시장

글로벌 수소 시장은 '23년 9,700만톤에서 '50년 5.3억톤(CAGR('23~'30E) +9.2%)으로 확대될 것으로 추정된다. 한국 시장 역시 '20년 22만톤에서 '30년 390만톤(18배)으로 글로벌 평균 상회 성장을 기대하고 있다. 최근 신재생에너지법 개정으로 수소 역시 독자적인 규제 체계 안에 성장의 틀을 마련하고 있다.

국내 부생수소 시장은 파이프라인 인프라, 장기 계약, 운영 경험을 모두 갖춘 기업이 제한적이라는 점에서 진입장벽이 높다. 당사는 상위 4개 고객사가 주요 대기업으로 매출 비중의 70%이다. 제한적인 경쟁과 장기 계약은 비교적 안정적인 수익 창출의 기반이 될 것으로 기대된다.

실적 및 향후 주요 이슈: 사힌 프로젝트, DKME 시너지

최근 2년간 연간 매출 평균 성장률은 +5.3%, 영업이익 성장률은 +15.8%로 영업 레버리지 효과가 서서히 나타나고 있다. 1Q26 연결 기준 영업이익은 14억원으로 전년 동기 대비 118% 증가했다. 별도 영업이익 역시 +182% YoY 증가하였다. 상장에 따른 신규자금 750억 유입으로 부채비율 역시 55.3%로 하락하면서 재무 구조도 안정화되었다. 향후 관전 포인트는 단기적으로 1) 7월 말 보호 예수 해제 효과, 2) 유가/환율 상승에 따른 원가 상승 압력 영향이다. 중장기적으로는 1) 케이앤디에너지 울산 공장의 이익 창출, 2) DKME 인수 종결 및 시너지 효과 창출 여부가 주가 상승을 좌우할 전망이다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	70	112	129	137	143
영업이익 (십억원)	4	4	9	6	7
영업이익률 (%)	5.7	3.6	7.0	4.4	4.9
순이익 (십억원)	3	2	6	3	5
EPS (원)	193	147	355	168	251
ROE (%)	108.5	24.9	34.3	10.5	11.4
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

I. 기업 개요

1. 회사 개요·연혁

주식회사 덕양에너지는 전남 여주시 산단중앙로 233에 본사를 둔 국내 산업용 고순도 수소 정제·공급 전문기업으로, 2020년 11월 (주)덕양으로부터 인적분할 신설된 법인이다. PSA·DEOXO·DRYER 통합 정제 공정을 거쳐 99.99% 이상(4N급) 고순도 수소로 정제한 후, 산업단지 내 파이프라인 및 튜브트레이일러를 통해 고객사에 공급한다.

표 1. 덕양에너지 기업 연혁

시점	주요 연혁
2004	여수공장 설립
2009.09	H ₂ Train 1·2 준공 및 본격 생산 개시
2013	군산공장 준공 + 지백 PSA 설비
2017	Train 3 증설
2020.11	(주)덕양 (현 어프로티움)으로부터 인적분할 후 설립
2024.02	S-OIL 사힌 SHC-1 수주 (92,000 Nm ³ /h)
2025.05	울산 황성동 부지 계약
2026.01.30	코스닥 상장 (청약경쟁률 1,354:1)
2026	DKME 공동인수 38.54% 발표

자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

2. 주주 구성 및 보호 예수: 7월말 유통 주식수 증가

26년 3월 말 기준 최대주주인 김기철 대표(23.6%)를 비롯한 특수관계인의 지분율은 66.2%다. 6월 17일 현재 덕양에너지의 유통가능 물량은 7,778,643주로, 유통가능비율은 31.3% 수준이다. 6월 25일 CB 전환청구권 행사 물량 577,767주가 추가 상장될 경우 유통가능 물량은 8,356,410주, 유통가능비율은 32.8%로 상승할 예정이다. 이후 7월 30일에는 6개월 보호예수 및 기관 청약 물량 7,003,336주가 해제되며 유통가능비율은 60.3%까지 확대되고, 7월 31일 우리사주조합 의무예탁 물량 해제 이후에는 61.0% 수준까지 상승할 전망이다. 7월 말 이후 남게 되는 주요 유통제한 물량은 최대주주 및 일부 특수관계인의 30개월 보호예수 물량 9,924,237주다.

표 2. 유통제한 물량 해제에 따른 유통가능비율 변화

기준일	주요 이벤트	발행주식총수	유통제한 물량	유통가능 물량	유통가능비율
2026.06.17 현재	신주인수권 행사 100,000주 상장 반영	24,891,195	17,112,552	7,778,643	31.30%
2026.06.25 예상	CB 전환청구권 행사 577,767주 상장 예정	25,468,962	17,112,552	8,356,410	32.80%
2026.07.30 예상	6개월 보호예수 및 기관 청약 물량 해제	25,468,962	10,109,216	15,359,746	60.30%
2026.07.31 예상	우리사주조합 의무예탁 물량 해제	25,468,962	9,924,237	15,544,725	61.00%
2028.07.30 예상	30개월 보호예수 물량 해제	25,468,962	-	25,468,962	100.00%

주1: 2026년 6월 17일 현재 기준

주2: 6월 25일 이후 수치는 CB 전환청구권 행사 물량 577,767주 상장 예정분을 반영

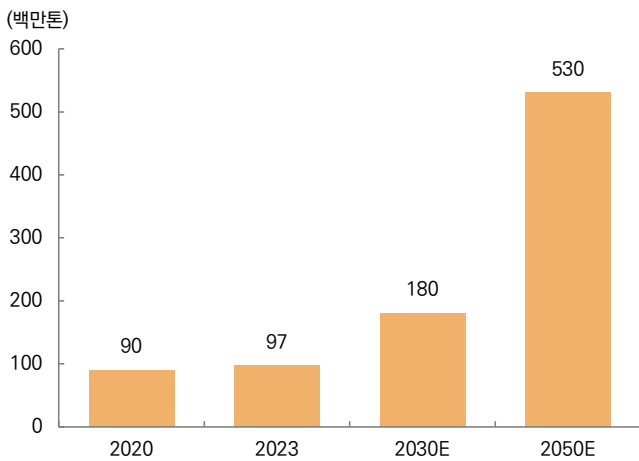
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 산업 분석

1. 수소 산업 전반

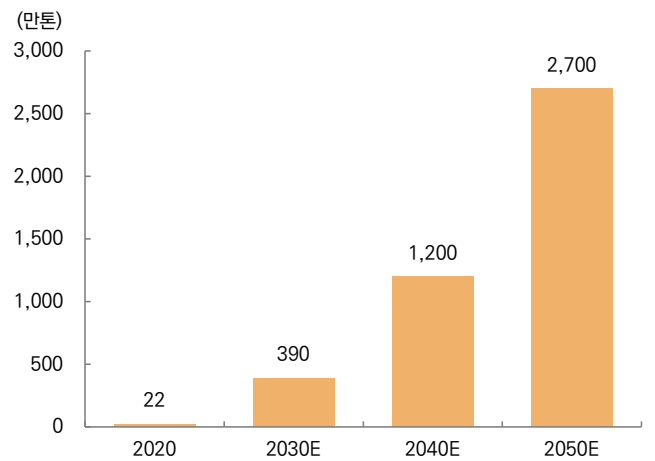
수소는 단위 질량당 에너지 밀도가 가장 높은 청정 에너지원이며, 산업적으로 정유 공정의 탈황·수소화 반응, 암모니아·메탄올 합성 등 화학 공정의 핵심 원료로 사용되어 왔다. IEA Hydrogen Review 2024에 따르면 글로벌 수소 수요는 2023년 9,700만톤에서 2050년 5.3억톤으로 확대될 전망이다. 한국의 경우 2020년 22만톤 → 2030년 390만톤(18배) 성장이 목표이다.

그림 1. 글로벌 수소 수요



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 국내 수소 수요



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

2. 정책 환경

국내 수소 정책은 2019년 1월 「수소경제 활성화 로드맵」 발표 이후 7년간 일관된 방향으로 강화되어 왔다. 2026년 3월 신재생에너지법 개정으로 수소·연료전지가 분리되었다. 제1차 재생에너지 기본계획을 계기로 수소는 독자적인 규제 안에 성장할 수 있는 기반을 마련하고 있다.

표 3. 국내 수소 정책 주요 일지

시점	정책/법령	주요 내용
2019.01	수소경제 활성화 로드맵	수소차·연료전지 보급 목표
2020.02	수소법 제정	수소경제 법적 근거
2021.11	제1차 수소경제 이행 기본계획	2030년 390만톤 목표
2022.05	청정수소 인증제 (CHPS)	CHPS 시장 설계
2026.03	신재생에너지법 개정	수소·연료전지 분리
2026.05	제1차 재생에너지 기본계획	수소는 별도 트랙

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 경쟁 구조: 사힌 프로젝트로 1위로 도약

글로벌 수소 생산은 에어리퀴드, 린데, 에어프로덕츠 등 Top3 (Linde/Air Liquide/에어프로덕츠)가 70% 이상을 과점하고 있다. 막대한 투자비용, 인프라 선점 효과, 장기 계약 기반의 영업 등이 주요 요인이다. 국내 수소 생산 시장 역시 소수 상위 업체들의 과점 시장의 성격을 가지고 있다. 현재 생산능력(CAPA)기준 덕양에너지는 시간당 7만 Nm³으로 3위 수준이나, 케이앤디에너지(사힌 프로젝트 JV)이 본격 가동하면 시간당 16.2만 Nm³ (14.6톤)으로 1위 업체로 도약할 전망이다. 그 외 업체로는 어프로티움, SPG 수소 등이 경쟁하고 있다.

그림 3. 국내 수소 생산 CAPA 점유율 — 사힌 이전

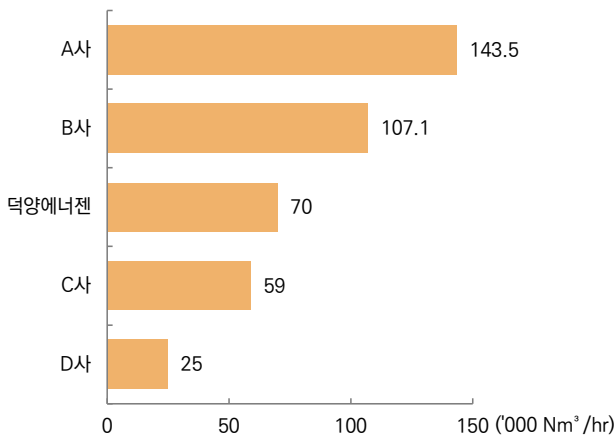
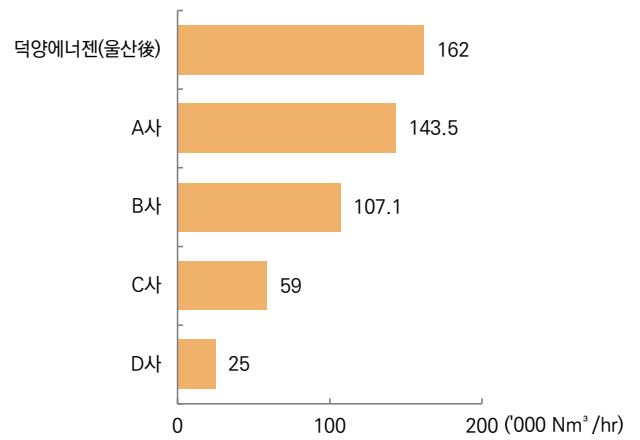


그림 4. 국내 수소 생산 CAPA 점유율 — 사힌 이후



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

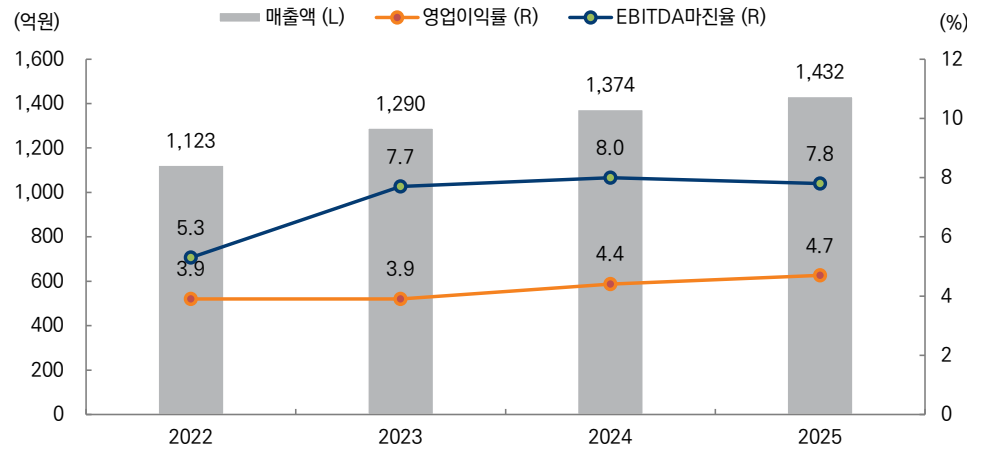
자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

III. 영업 구조

1. 매출 구조

동사의 매출 구조는 공급 방식에 따라 파이프라인과 튜브트레일러로 나뉘며, 최근 EPC 전문사인 민컴퍼니 인수로 EPC 매출이 본격 발생하기 시작했다. 파이프라인은 수요처와 당사 생산시설 간 고정된 파이프라인을 통해 수소를 연속 공급하여 발생하며, 튜브 트레일러는 고압 튜브 트레일러(특수 트럭)을 활용하여 수소를 압축, 이송하며 발생한다. 파이프라인은 수년단위의 장기계약 위주로 안정적이나 판매단가는 상대적으로 낮은 특성이 있으며 대규모 수요처 중심으로 이루어진다.

그림 5. 매출액 및 수익성 추이



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 사업부문별 매출 추이

구분	2022	2023	2024	2025
Pipeline (억 원)	1,054	1,179	1,237	1,150
TubeTrailer	62	101	133	169
EPC	-	-	-	110
기타	7	10	4	3
합계	1,123	1,290	1,374	1,432

자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

2. 신규 공장·프로젝트 파이프라인

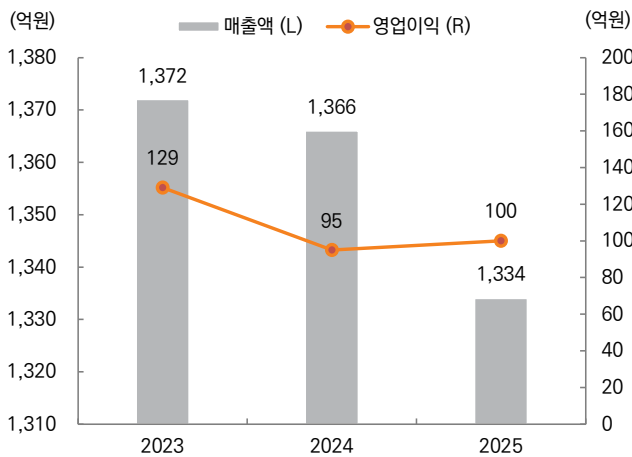
덕양에너지는 중장기적인 신규 프로젝트를 동시 진행 중이다. 각 프로젝트는 단기·중기·장기로 시점이 분산되어 있으나, 핵심 가시화 시점이 모두 '26 하반기~'27 상반기에 집중된다는 점이 특징이다.

(1) 울산 출하센터 — 회사가 100% 단독 투자하는 프로젝트로, 울산 미포국가산단 황성동에 부지 계약 후 '25.11 착공, 26년 말 준공을 목표로 한다. 2,400 Nm³/h)의 수소 공급능력을 통해 울산과 영남권 수소 공급망 역량이 강화될 전망이다. 기존 출하센터는 5,200 Nm³ 기준 매출 133억원(24년)이 발생하였으며, 28년 이후 출하 능력은 2배 이상 증가 전망이다.

(2) 사힌 SHC-1 (케이앤디에너지 JV) — S-OIL 사힌 프로젝트(9.3조원 규모)에 92,000 Nm³/h 수소 단독 공급 계약을 24년 2월 수주하였으며, 덕양에너지와 극동유화 50:50 JV인 케이앤디에너지가 사업 주체이다. 28년 하반기 수소공급이 시작될 전망이며, 본격 영업 개시 후 15년 이상 장기 수소 공급 예정이다.

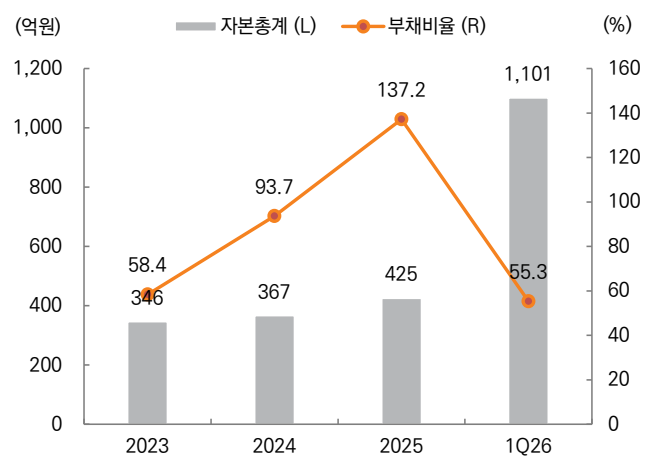
(3) DKME 통합 — 동사는 최근 수소 생산 장비(열교환기 제조) 업체인 DKME를 인수하였다. 1981년 설립된 45년 업력의 화공기기·열교환기 전문기업으로, 25년 매출 1,334억원, 영업이익 100억원을 시현하며 Aramco·Shell 등 글로벌 EPC 고객사를 보유하고 있다. 인수 후 '시공(민컴퍼니) → 장비제조(DKME) → 운영(덕양에너지)'의 3단 Value Chain이 그룹 내에서 일원화시켜, 향후 프로젝트 수주 경쟁력을 확보했다는 평가다. 지분구조는 덕양에너지와 올프가 각각 19.27%(총 38.54%)를 보유하게 된다.

그림 6. DKME 매출·영업이익



자료: DKME, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 덕양에너지 재무구조 변화



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

3. S-OIL 사힌 프로젝트

1) 사힌 프로젝트 개요 — TC2C 세계 최초 상업화

S-OIL 사힌(Shaheen) 프로젝트는 사우디 아람코(Aramco)의 100% 자회사인 S-OIL이 추진하는 국내 최대 단일 석유화학 투자 프로젝트이다. 정식 명칭은 TC2C(Thermal Crude-to-Chemical)로, 정제 공정에서 발생하는 중질유를 직접 스팀크래커(NCC)에 투입해 에틸렌·프로필렌 등 기초 석유화학 원료를 생산하는 세계 최초 상업적 적용 기술이다.

총 사업비는 약 9.3조원으로 단일 석유화학 투자로는 역대 최대 규모이며, 위치는 울산 온산 S-OIL 부지이다. 핵심 시설은 (i) 스팀크래커(NCC, 에틸렌 180만톤 — 국내 최대), (ii) 폴리에틸렌(PE) 132만톤(LLDPE 88만+HDPE 44만), (iii) MTBE·부텐-1 등 다양한 화학 제품 라인이다. 2023년 3월 EPC 계약 체결, 2026~2027년 시운전이 목표로, 시운전부터 본격 가동까지 단계적으로 수소 수요가 발생한다.

S-OIL 사힌 프로젝트가 덕양에너지에 중요한 이유는 '한국 단일 사업장 최대 수소 수요'이기 때문이다. SHC-1(Shaheen Hydrogen Center 1) 단독 수요만 92,000 Nm³/h로, 이는 현재 덕양에너지 본업(여수+군산 통합 70,000 Nm³/h)을 단일 사업장 하나가 1.3배 상회하는 규모이다. 향후 SHC-2 등 추가 사업장 확장 시 추가 수소 기회도 열려 있다.

2) 케이앤디에너지 — JV 구조 및 단독 공급 계약

사힌 SHC-1 수소 공급의 주체는 케이앤디에너지(K&D Energen)으로, 덕양에너지와 극동유화가 50:50 공동 출자한 합작법인(Joint Venture)이다. 2024년 2월 S-OIL과 SHC-1 수소 단독 공급 계약을 체결하였다. 이는 매출 및 수익의 안정적 증가라는 점에서 긍정적이다. 케이앤디에너지의 관계기업투자 장부가는 덕양에너지 1Q26 별도 재무제표 기준 399억원이며, 26년 하반기 가동과 함께 이익 인식이 시작될 전망이다. 케이앤디에너지의 연간 매출액은 단가와 가동률에 따라 달라지겠지만, 연간 현재 동사의 매출액과 생산능력(70,000 Nm³/h)과 가동률(70%대)을 감안시 의미있는 수익 증가가 가능하다.

그림 8. 사힌 SHC-1 수소 공급 CAPA

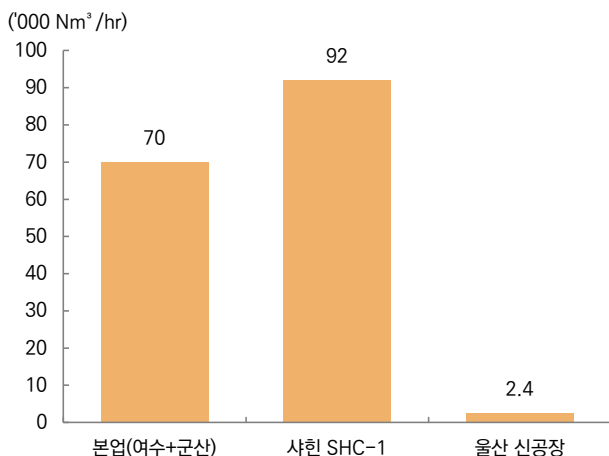
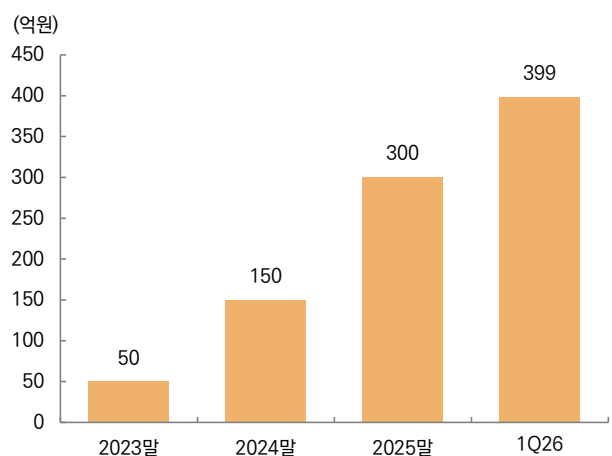


그림 9. 케이앤디에너지 장부가 추이



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

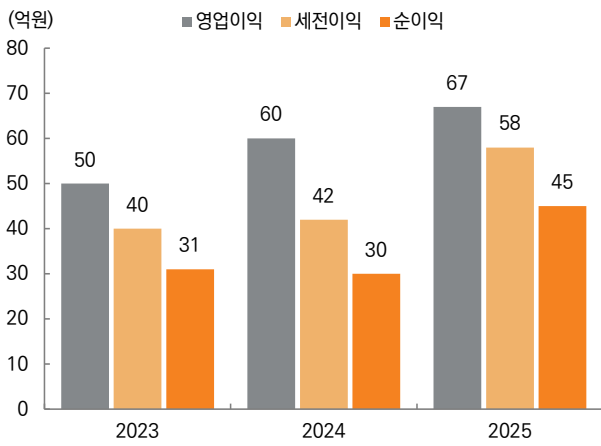
자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 실적 분석

민컴퍼니 인수효과가 나타난 2025년

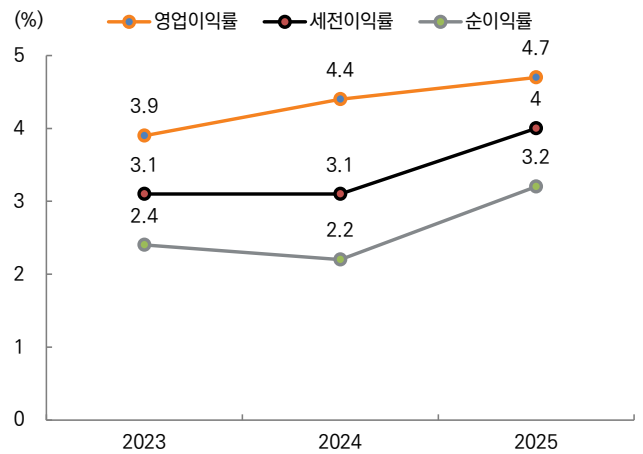
덕양에너지의 매출액은 2022년 1,123억원에서 2024년 1,374억원으로 증가했고, 같은 기간 영업이익은 44억원에서 60억원으로 확대됐다. 2025년에는 매출액이 1,432억원, 영업이익 67억원을 기록했다. 별도 기준으로는 매출액과 영업이익이 감소했으나, 민컴퍼니 인수로 외형과 이익 증가에 성공했다. 매출액중 최대 비중을 차지하는 파이프라인의 매출 비중은 80%로 감소한 반면, EPC(민컴퍼니)의 매출 비중은 8%를 차지하였다.

그림 10. 연도별 연결 손익 추이



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 연도별 마진 추이



자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 연결 손익계산서

구분	2023	2024	2025
매출액 (억원)	1,290	1,374	1,432
영업이익 (억원)	50	60	67
세전이익 (억원)	40	42	58
지배주주순이익 (억원)	31	30	45
영업이익률 (%)	3.9%	4.4%	4.7%
세전이익률 (%)	3.1%	3.1%	4.0%
지배주주순이익률 (%)	2.4%	2.2%	3.2%

자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

수익성 개선과 재무구조 개선을 동시에

1Q26 매출액은 370억원으로 전년 동기(300억원)대비 23% 증가하였고, 별도 기준으로도 소폭(4% YoY) 증가에 성공했다. 1분기 수소 생산 가동률이 75.1% (2025년 연간 70.4%)로 상승하며, 수익성도 개선되었다. 영업이익률은 3.8%로 전년 동기(2.1%) 대비 개선되었고, 별도 영업이익률은 5.8%로 더 큰 개선에 성공하였다. 1Q26 IPO 자금 유입으로 인해 재무구조도 크게 개선되었는데, 연결 기준 부채비율은 55.4%로 2025년 말(186%) 대비 크게 개선되었다.

표 6. 재무상태 변화

항목	2023	2024	2025	1Q26 (연결)
유동자산 (억원)	242	204	268	881
자산총계	548	710	1,008	1,710
부채총계	202	344	583	609
자본총계	346	367	425	1,101
부채비율 (%)	58.4%	93.7%	137.2%	55.3%

자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

V. 밸류에이션

덕양에너지와 사업 구조가 동일한 상장 동종업체를 국내에서 찾기는 쉽지 않다. 국내 직접 경쟁사인 어프로티움·SPG수소·창신화학은 비상장이며, 수소 밸류체인 내 상장 기업들은 수전해 장비, 연료전지 시스템, 고압 탱크 등 덕양에너지와 사업 방향이 다르다. 특히 수전해·연료전지 분야 기업 대부분은 현재 영업적자 구조인 경우가 많다.

다만, 글로벌 산업가스 3사(에어리퀴드, Linde, 에어 프로덕츠)는 장기공급계약, 설비 기반 공급 인프라, 수소 노출도 측면에서 덕양에너지의 사업모델과 유사하다. 이들 글로벌 산업가스 3사의 26F/27F EV/EBITDA 평균은 각각 15.7배, 14.6배임은 참고할 만하다.

향후, 관전 포인트는 단기적으로 1) 유가/환율 상승에 따른 원가 상승 압력 영향 중장기적으로는 2) 케이앤디에너지 울산 공장의 준공 및 이익 창출, 3) DKME 인수 종결 및 시너지 효과 창출 여부가 될 전망이다.

표 7. Global Peer Valuation

	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
		26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
에어리퀴드	187,612	49,466	51,784	10,702	11,692	15	15	3.8	3.6	13.5	12.5	4.2	4.0
Linde PLC	361,408	55,941	58,836	16,672	17,966	21	22	6.7	6.3	18.5	17.3	7.3	7.0
에어 프로덕츠 앤드 케미칼스	94,529	19,358	20,574	4,815	5,453	18	18	4.9	4.6	15.1	14.0	6.5	6.1
Average	214,516	41,588	43,731	10,729	11,704	18	18	5.1	4.9	15.7	14.6	6.0	5.7
효성중공업	35853	4658	5474	1086	1489	29.2	31.5	5.1	4.3	31.0	22.9	5.2	4.4
제이엔케이글로벌	76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

주: 효성중공업·제이엔케이글로벌은 IPO 당시 공모가 산정 비교기업으로, 글로벌 산업가스와 구분하여 참고
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 공모가 및 현재주가 기준 Implied Valuation

구분	내용
확정공모가	10,000원
공모 후 주식수	24,791,195주
공모가 기준 시가총액	2,479억원
현재 상장주식수	24,891,195주
2025A EBITDA	111억원
IPO 전 순차입금	107억원
IPO 전 기준 EV	2,586억원
IPO 전 기준 EV/EBITDA	23.3배
신주모집 자금 유입	675억원
Pro-forma EV (공모가)	약 1,911억원
Pro-forma EV/EBITDA (공모가)	약 17.2배
현재주가 (26/06/17)	10,940원
현재주가 기준 시가총액	약 2,723억원
Pro-forma EV (현재주가)	약 2,155억원
Pro-forma EV/EBITDA (현재주가)	약 19.4배

주: Pro-forma EV = 시가총액 + IPO 전 순차입금 - 신주모집 유입자금 (단순 반영 기준)
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

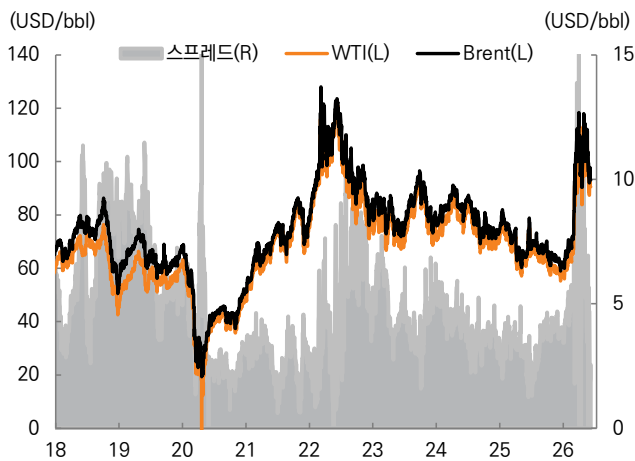
VI. 리스크 및 관전 포인트

매크로 환경: 원가 상승 압력 완화 여부에 주목

첫째, 원/달러 환율 변동은 양면적 영향을 미친다. 회사의 매출은 대부분 원화 결제이나, 일부 원료(천연가스 등)와 DKME의 글로벌 수주 가격은 달러 베이스다. 환율이 최근 달러 당 1,500원 이상으로 상승하면서 원료 조달 비용이 부담이 될 수 있다.

둘째, 국제유가는 정유사 가동률과 수소 수요에 직결된다. 두바이유가 70~85\$/bbl 범위에서 안정될 경우 고객 정유사의 수익성·가동률이 양호하나, 60\$ 이하 급락 시 정유사 감소가 부생수소 공급량 자체에 영향을 줄 수 있다.

그림 12. WTI & 브렌트유 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 정제마진 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

정책: 청정수소 등장에 따른 우선순위

첫째, 수소경제 정책 우선순위 변경 리스크다. '21.11 발표된 제1차 수소경제 이행 기본계획은 '30년까지 390만톤의 수소 공급 목표를 명시했다. '25.10 발표 예정이었으나 지연 중인 제2차 기본계획에서 부생수소와 청정수소(블루/그린) 사이에 정책 가중치 조정 가능성이 있다. 특히 CHPS 시장에서 청정수소 발전이 우대받을 경우 부생수소의 상대적 경쟁력이 장기적으로 약화될 수 있다.

둘째, 청정수소 인증제(CHPS) 운영 방식도 주목해야 한다. 현재 부생수소는 '회색수소'로 분류되어 CHPS 인증에서 제외되나, 향후 청정 수소가 정부 보조금 우대를 받을 경우 부생수소 가격이 상대적으로 압박받을 수 있다. 단, 부생수소의 원가 우위는 단기적으로는 유지될 전망이다.

셋째, 그린·블루수소 전환 속도가 장기 정책 리스크이다. 한국 수소 로드맵상 '30년 청정수소 비중 50%+, '50년 100%로의 전환이 명시되어 있다. 5~10년 호라이즌에서 부생수소 사업의 시장 점유율은 점진 축소가 불가피하며, 회사가 그린수소 EPC(DKME)·암모니아 크래킹 등 청정수소 가치사슬로 사업을 확장할 수 있는지가 장기 전환 핵심이다.

표 9. 정책 리스크 요약

정책 리스크	내용	시점	잠재 영향
수소경제 정책 변경	제2차 기본계획 '25.10(지연 중)	단기	정책 가중치 조정
CHPS 운영 변경	청정수소 보조금 우대	중기	부생수소 가격 ±5~10%
청정수소 전환	Blue·Green 보급 가속	장기	시장 점유 점진 축소
SAF·RFS 의무	'27 SAF 1% / '30 RFS 5%	중기	그린수소 수요 ↑
ETS 가격 강화	탄소배출권 가격 상승	중기	청정수소 인센티브 ↑

자료: 미래에셋증권 리서치센터

덕양에너지 (0001A0)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	112	129	137	143
매출원가	106	118	129	130
매출총이익	6	11	8	13
판매비와관리비	2	2	2	6
조정영업이익	4	9	6	7
영업이익	4	9	6	7
비영업손익	-1	-1	-2	-1
금융손익	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-2
세전계속사업손익	3	8	4	6
계속사업법인세비용	1	2	1	1
계속사업이익	2	6	3	5
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2	6	3	5
지배주주	2	6	3	5
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	3	4
지배주주	0	0	3	4
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	6	10	11	11
FCF	-1	5	4	-1
EBITDA 마진율 (%)	5.4	7.8	8.0	7.7
영업이익률 (%)	3.6	7.0	4.4	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	4.7	2.2	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	22	24	20	27
현금 및 현금성자산	2	1	7	11
매출채권 및 기타채권	10	12	12	14
재고자산	1	1	0	1
기타유동자산	9	10	1	1
비유동자산	9	13	51	74
관계기업투자등	0	3	22	40
유형자산	8	8	24	29
무형자산	0	0	1	1
자산총계	30	37	71	101
유동부채	15	16	29	54
매입채무 및 기타채무	6	6	5	8
단기금융부채	7	7	20	42
기타유동부채	2	3	4	4
비유동부채	0	0	5	5
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	5	5
부채총계	15	16	34	58
지배주주지분	15	21	37	42
자본금	0	0	9	9
자본잉여금	9	9	0	3
이익잉여금	6	12	28	31
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	15	21	37	42

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	4	7	9	8
당기순이익	2	6	3	5
비현금수익비용가감	2	1	8	7
유형자산감가상각비	2	1	5	4
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	0	0	3	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-1	0	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-2	0	1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-1	0	1
법인세납부	0	0	-2	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	-11	-7	-14	-27
유형자산처분(취득)	-4	-1	-5	-9
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-9	-1	9	0
기타투자활동	2	-5	-18	-18
재무활동으로 인한 현금흐름	8	0	12	22
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	14	21
자본의 증가(감소)	9	0	0	3
배당금의 지급	-1	0	-1	-1
기타재무활동	1	0	-1	-1
현금의 증가	1	0	6	3
기초현금	1	2	1	7
기말현금	2	1	7	11

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (원)	147	355	168	251
CFPS (원)	238	437	609	626
BPS (원)	871	1,198	1,983	2,416
DPS (원)	28	45	32	0
배당성향 (%)	20.2	12.8	19.6	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	59.8	14.9	6.5	4.2
EBITDA증가율 (%)	-14.0	69.1	9.4	2.0
조정영업이익증가율 (%)	14.7	102.3	-32.2	10.9
EPS증가율 (%)	-23.6	141.2	-52.8	49.7
매출채권 회전율 (회)	11.2	11.6	11.5	10.9
재고자산 회전율 (회)	218.7	203.3	235.3	272.5
매입채무 회전율 (회)	20.8	22.4	25.4	22.0
ROA (%)	9.8	18.5	5.6	5.3
ROE (%)	24.9	34.3	10.5	11.4
ROIC (%)	32.0	56.1	18.9	15.3
부채비율 (%)	98.6	76.1	93.7	137.3
유동비율 (%)	144.4	150.7	70.3	49.8
순차입금/자기자본 (%)	-23.4	-19.3	35.7	73.1
조정영업이익/금융비용 (x)	17.5	26.8	8.6	7.7

자료: 덕양에너지, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 덕양에너지의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.