

두산퓨얼셀
(336260)

이동현 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

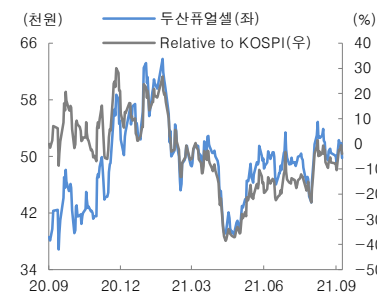
투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 66,000
유지

현재주가 49,750
(21.10.01)
가계업종

KOSPI	3,019.18
시가총액	3,530십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	63,800원 / 36,844원
120일 평균거래대금	524억원
외국인지분율	13.44%
주요주주	두산중공업 외 16 인 38.45% 국민연금공단 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	-0.9	-3.4	17.6
상대수익률	0.5	7.7	-1.2	-9.3



수출까지 열린다

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 66,000원 유지

- 목표주가는 22E, 23E SPS 12,044원에 타깃 PSR 5.4배를 적용
- 타깃 PSR은 글로벌 비교업체인 블루에너지와 린데의 2022년 평균치 적용
- 동사는 글로벌 발전용 연료전지 시장에서 블루에너지와 함께 양대축을 형성, 실적은 이미 흑자기조를 실현, 다양한 성장 모멘텀이 지속적으로 부각되 전망

3Q21 Preview 미뤄지는 수주와 실적

- 3Q 실적은 매출액 1,148억원(-34% yoy), 영업이익 34억원(-72% yoy) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 -7%, 영업이익 -55% 하회(컨센 영업이익 75억원)
- 4Q20 수주 물량(48MW) 매출인식되나 일부 지연, 2021년 수주 예정물량은 대부분 4분기에 집중, 매출 감소에 따른 영업이익 감소
- 2021년 연간으로 매출액 5,155억원(+11% yoy), 영업이익 309억원(+19% yoy)으로 성장, CAPA 확대에 따라 본격적인 성장은 22~23E 전망
- 90% 이상의 높은 국산화율로 진입장벽을 형성, 원가절감으로 흑자 기조 유지

수출까지 열린다

- 최근 중국에 첫 수출을 시작, 시범사업 성격이나 확대 가능성 충분, 신재생 발전과 화석연료 공급 부족으로 전력난이 심화되며 전력원 분산 투자 필요
- CAPA는 90MW에서 127MW로 상향 투자, 23년 말까지 275MW까지 증설
- 수소, 열, 전기를 동시에 생산하는 트라이젠 모델 상용화 추진
- 선박용 연료전지 생산을 위해 조선사, 해운사와 MOU 체결
- 수전해시설 국책과제 선정, SOFC 기술 개발
- 수소발전 의무화제도(HPS) 도입, 정부의 로드맵은 2040년 연료전지 보급량 8GW를 목표로 20년간 25조원의 투자 창출 계획
- 수소 발전의 모든 영역에서 동사와의 협업이 진행, 수소산업 발전의 중심 기업

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	직전추정	당사추정	3Q21(F)			4Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	174	56	115	115	-34.0	106	124	273	73.2	137.9
영업이익	13	1	4	3	-72.9	22.3	8	26	366.3	672.4
순이익	7	0	1	1	-81.8	218.9	5	22	1,855	1,506

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	221	462	516	773	1,198
영업이익	19	26	31	51	97
세전순이익	16	18	26	43	84
총당기순이익	12	14	19	32	62
자배지분순이익	12	14	19	32	62
EPS	644	193	233	390	761
PER	13.3	277.5	213.3	127.5	65.4
BPS	9,049	6,963	6,496	6,886	7,646
PBR	0.9	7.7	7.7	7.2	6.5
ROE	14.2	4.2	3.7	5.8	10.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	516	773	516	773	0.0	0.0
판매비와 관리비	27	43	27	48	0.0	10.7
영업이익	31	51	31	51	0.0	-0.9
영업이익률	6.0	6.6	6.0	6.6	0.0	-0.1
영업외손익	-5	-8	-5	-8	적자유지	적자유지
세전순이익	26	44	26	43	0.0	-1.1
지배지분순이익	19	32	19	32	0.0	-1.1
순이익률	3.7	4.2	3.7	4.1	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	233	395	233	390	0.0	-1.1

자료: 두산퓨얼셀, 대산증권 Research Center

두산퓨얼셀 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	221	462	516	773	20	110	174	158	72	56	115	273
yoy(%)		108.8	11.6	50.0					258.8	-49.5	-34.0	73.2
제품/상품	210	395	422	648	3	90	161	140	51	34	91	246
용역	11	67	93	125	17	16	17	17	21	21	24	27
매출원가	196	411	458	675	19	93	156	143	65	48	103	241
원가율(%)	88.4	89.0	88.8	88.8	97.1	84.3	89.5	90.8	90.4	87.2	89.5	88.4
매출총이익	26	51	58	98	1	17	18	15	7	7	12	32
영업이익	19	26	31	51	-5	13	13	6	0	1	3	26
yoy(%)		33.6	18.8	64.5					흑전	-91.7	-72.9	366.3
opm(%)	8.8	5.6	6.0	6.6	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	1.9	3.0	9.6
세전이익	16	18	26	43	-4	12	10	1	2	1	2	21
당기순이익	12	14	19	32	-3	9	7	1	-4	0	1	22
수주잔고	2,274	2,844	3,014	3,357	2,550	2,622	2,448	2,844	2,828	2,772	2,878	3,014
제품/상품	216	246	224	172	377	356	199	246	217	183	187	224
용역	2,059	2,598	2,790	3,185	2,173	2,266	2,249	2,598	2,610	2,589	2,692	2,790
신규수주	0	1,031	686	1,116	295	178	4	553	56	0	221	409
제품/상품	0	425	400	596	164	69	4	187	22	0	95	283
용역	0	606	286	520	131	109	0	366	34	0	127	126

자료: 두산퓨얼셀, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	221	462	516	773	1,198
매출원가	196	411	458	675	1,043
매출총이익	26	51	58	98	156
판매비와관리비	6	25	27	48	59
영업이익	19	26	31	51	97
영업외수익	8.8	5.6	6.0	6.6	8.1
EBITDA	21	33	38	59	105
영업외손익	-3	-8	-5	-8	-13
관계기업손익	-2	2	2	2	2
금융수익	4	16	15	16	17
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7	-22	-17	-18	-19
외환평가손실	5	16	13	14	15
기타	0	-4	-4	-7	-12
법인세비용차감전순이익	16	18	26	43	84
법인세비용	-4	-4	-7	-11	-22
계속사업순이익	12	14	19	32	62
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	14	19	32	62
당기순이익	5.4	3.1	3.7	4.1	5.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	12	14	19	32	62
매도기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	11	14	19	32	62
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	11	14	0	0	0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	408	652	754	820	944
현금및현금성자산	133	132	170	148	183
매출채권및기타채권	159	119	123	149	135
재고자산	78	112	125	188	291
기타유동자산	38	288	335	336	336
비유동자산	87	138	146	153	160
유형자산	43	51	58	64	69
관계기업투자지급	1	3	5	6	8
기타비유동자산	43	84	83	83	83
자산총계	496	790	901	974	1,104
유동부채	225	265	348	389	457
매입채무및기타채무	80	89	98	139	207
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	1	100	0	0	0
기타유동부채	144	75	250	250	250
비유동부채	104	13	21	21	21
차입금	99	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	13	21	21	21
부채총계	329	278	369	410	478
자본부분	167	513	532	564	626
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	149	479	479	479	479
이익잉여금	11	24	44	76	138
기타자본변동	0	0	0	0	0
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	167	513	532	564	626
순차입금	-52	-292	-430	-408	-442

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	644	193	233	390	761
PER	13.3	277.5	213.3	127.5	65.4
BPS	9,049	6,963	6,496	6,886	7,646
PBR	0.9	7.7	7.7	7.2	6.5
EBITDAPS	1,146	453	465	715	1,287
EV/EBITDA	25.0	103.8	81.5	53.3	29.3
SPS	12,000	6,274	6,299	9,446	14,642
PSR	0.7	8.5	7.9	5.3	3.4
CFPS	1,509	746	704	922	1,428
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	na	108.8	11.6	50.0	55.0
영업이익 증감률	na	33.6	18.8	64.5	90.8
순이익 증감률	na	19.5	34.5	67.2	94.9
수익성					
ROIC	38.5	18.6	27.2	74.0	82.5
ROA	7.9	4.0	3.7	5.4	9.3
ROE	14.2	4.2	3.7	5.8	10.5
안정성					
부채비율	197.3	54.2	69.4	72.8	76.4
순차입금비율	-31.3	-56.9	-80.9	-72.3	-70.6
이자보상배율	15.0	5.3	9.6	15.7	30.0

자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	122	-76	-97	-121	-65
당기순이익	12	14	19	32	62
비현금성항목의가감	16	41	38	44	55
감가상각비	2	7	7	8	8
외환손익	2	4	-1	-1	-1
자본평가손익	2	-2	-2	-2	-2
기타	11	31	34	39	49
자산부채의증감	94	-119	-144	-183	-157
기타현금흐름	0	-12	-10	-14	-25
투자활동 현금흐름	-23	-255	-14	-14	-14
투자자산	-2	-2	-2	-2	-2
유형자산	0	-13	-13	-13	-13
기타	-20	-241	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	331	-102	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	156	332	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-155	-1	-102	-1	-1
현금의증감	99	-1	38	-22	34
기초 현금	0	133	132	170	148
기말 현금	99	132	170	148	183
NOPLAT	14	20	23	38	72
FCF	16	14	17	33	67