

두산퓨얼셀(336260)

성장 가시성 여전히 높아

2021.10.29

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **75,000**원(유지)

현재주가: 50,600원(10/28)

시가총액: 3,314(십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

3분기 예상 하회했지만, 연간 가이던스 유지

두산퓨얼셀의 3분기 매출과 영업이익은 1,226억원, 76억원으로 컨센서스 (1,355억원, 100억원)를 하회했다. 누적수주가 28MW에 불과해 지난해 연간 108MW대비 부진한 상태이기 때문에 분기 실적이 역성장을 보이고 있다. 하지만, 동사는 연간 수주와 실적 가이던스를 유지했다. 미뤄져 오던 수주가 연내에 확정되어서 142MW의 가이던스를 달성할 수 있다고 판단하고 있기 때문이다. 수주부진의 원인이 정부가 준비 중인 청정수소발전의무화제도(CHPS)의 법제화 지연임으로 고객사들과의 사전협의는 사실상 확정된 것으로 판단된다. 이를 감안하면 올 4분기의 매출액은 2,328억원으로 전년대비 48% 증가할 것으로 추정된다.

기대감 높아질 수소 충전소 구축 사업

수소, 전기, 열 생산을 동시에 하는 Tri-gen 모델을 이용해 수소충전소 구축을 하는 사업을 추진하고 있다. SK에너지와 MOU를 맺고 주유소 네트워크에 Tri-gen 설비를 이용한 수소충전소를 건설할 것으로 보인다. 기존 튜브트레이러 방식대비 30~40%의 수소공급 단가를 낮출 수 있어서 관련 사업자들의 수요가 커질 수 있다. 연내에 정부시범 사업으로 첫 충전소 설치가 있을 예정이어서, 동사가 계획하던 생산단가를 달성할 수 있을지 파악할 수 있을 것이다.

최대 시장의 최대 업체, 해외업체들 대비 매력적인 밸류에이션

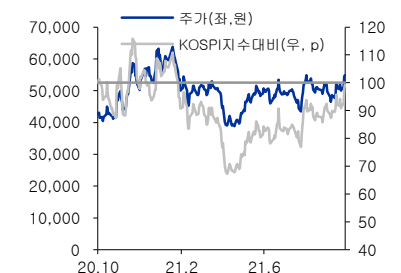
세계 최대의 수소연료전지 발전 시장은 대한민국이다. 플러그 파워, 블루에너지 등 글로벌 업체들이 국내에 대규모 생산기지를 건설할 예정이어서 대한민국은 글로벌 수소연료전지의 생산 허브가 된다. 탄소중립을 위해 상설될 고용을 수소연료전지 산업의 신규고용으로 일정부분을 상쇄할 수 있다. 정책지원의 정당성이 강화될 수 있는 것이다. SK 에코플랜트의 투자로 블루에너지의 기업가치가 단기간에 40% 이상 급등했다. 경쟁대상이자 비교대상인 두산퓨얼셀의 저평가 매력이 부각될 수 있는 것이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000 원을 유지한다.

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	65,400원
최저가	38,200원
52주 일간 Beta	1.19
90일 일평균거래대금	49,370억원
외국인 지분율	15.3%
배당수익률(2021F)	0.6%

주주구성	
두산중공업 (외 16인)	38.5%
국민연금공단	6.3%

	1M	6M	12M
주가상승률	-2.1%	10.2%	17.9%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(21)	25.3	29.4	▼
영업이익(22)	76.5	82.4	▼



(단위: 십억원, %)	3Q21P					4Q21F			2020	2021F		2022F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	122.7	151.5	-19.0	135.5	-9.5	232.8	89.8	47.6	461.8	483.0	4.6	904.5	87.3
영업이익	7.6	11.7	-34.6	10.0	-23.6	16.3	114.1	191.2	26.0	25.3	-2.6	76.5	201.6
세전이익	9.1	11.8	-22.6	8.4	8.6	14.3	57.3	2,583.3	18.3	26.1	42.9	74.9	186.8
순이익	6.7	8.8	-23.8	6.9	-2.4	11.2	66.2	913.7	14.2	14.1	-0.7	57.6	308.8
영업이익률	6.2	7.7	-1.5	7.4	-1.2	7.0	0.8	3.5	5.6	5.2	-0.4	8.5	3.2
순이익률	5.5	5.8	-0.3	5.1	0.4	4.8	-0.7	4.1	3.1	2.9	-0.2	6.4	3.4
EPS(원)	411	540	-23.8	337	22.0	683	66.2	855.8	245	215	-12.3	879	308.8
BPS(원)	6,298	6,324	-0.4	7,931	-20.6	6,435	2.2	2.7	6,262	6,435	2.7	6,838	6.3
ROE(%)	6.5	8.5	-2.0	4.3	2.3	10.6	4.1	9.5	4.2	2.7	-1.5	10.6	7.9
PER(X)	123.0	93.8	-	150.0	-	74.0	-	-	218.1	235.3	-	57.6	-
PBR(X)	8.0	8.0	-	6.4	-	7.9	-	-	8.5	7.9	-	7.4	-

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21P	4Q21F	2020A	2021F	2022F
매출액	20.1	110.1	174.0	157.7	72.0	55.6	122.7	232.8	461.8	483.0	904.5
증감율					258.8%	-49.5%	-29.5%	47.6%	108.8%	4.6%	87.3%
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.2	140.5	50.8	34.6	100.7	211.0	395.1	396.9	807.0
장기유지보수서비스	16.7	16.1	16.8	17.20	21.171	21	22	21.8	66.8	86.1	97.5
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	65.1	48.4	108.5	209.8	411.2	431.9	801.3
매출원가율	97.1%	84.3%	89.5%	90.8%	90.4%	87.0%	88.5%	90.1%	89.0%	89.4%	88.6%
매출총이익	0.6	17.3	18.2	14.5	6.9	7.2	14.1	23.0	50.6	51.2	103.2
판관비	5.2	4.7	5.7	8.9	6.6	6.2	6.5	6.7	24.6	25.8	26.7
판관비율	26.0%	4.3%	3.3%	5.7%	9.1%	11.2%	5.3%	2.9%	5.3%	5.3%	3.0%
영업이익	-4.6	12.6	12.5	5.6	0.3	1.0	7.6	16.3	26.0	25.3	76.5
증감율						-91.8%	-38.9%	191.2%	33.6%	-2.6%	201.6%
영업이익률	-23.1%	11.4%	7.2%	3.6%	0.4%	1.8%	6.2%	7.0%	5.6%	5.2%	8.5%
영업외손익	0.5	-0.8	-2.4	-5.1	1.7	-0.4	1.5	-2.0	-7.7	0.8	-1.6
세전이익	-4.1	11.8	10.1	0.5	2.0	0.6	9.1	14.3	18.3	26.1	74.9
법인세	-0.7	2.6	2.7	-0.6	6.3	0.2	2.4	3.2	4.1	12.0	17.3
법인세율	16.6%	22.3%	26.8%	-106.5%	309.8%	29.0%	26.2%	22.0%	22.3%	46.0%	23.1%
당기순이익	-3.4	9.1	7.4	1.1	-4.3	0.4	6.7	11.2	14.2	14.1	57.6

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	221.2	461.8	483.0	904.5	1,383.3	1,601.5	1,820.3
증감율		108.8%	4.6%	87.3%	52.9%	15.8%	13.7%
연료전지 주기기	210.0	395.1	396.9	807.0	1,264	1,445	1,624
장기유지보수서비스	11.2	66.8	86.1	97.5	119.3	156.5	196.3
매출원가	195.5	411.2	431.9	801.3	1,222.1	1,412.9	1,602.4
매출원가율	88.4%	89.0%	89.4%	88.6%	88.3%	88.2%	88.0%
매출총이익	25.6	50.6	51.2	103.2	161.2	188.6	217.9
판관비	6.2	24.6	25.8	26.7	28.6	31.0	33.2
판관비율	2.8%	5.3%	5.3%	3.0%	2.1%	1.9%	1.8%
영업이익	19.5	26.0	25.3	76.5	132.6	157.6	184.7
증감율	-	33.6%	-2.6%	201.6%	73.5%	18.8%	17.2%
영업이익률	8.8%	5.6%	5.2%	8.5%	9.6%	9.8%	10.1%
영업외손익	0.0	-7.7	0.8	-1.6	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	16.0	18.3	26.1	74.9	130.6	155.9	182.8
법인세	4.1	4.1	12.0	17.3	29.8	36.2	41.7
법인세율	25.9%	22.3%	46.0%	23.1%	22.8%	23.2%	22.8%
당기순이익	11.9	14.2	14.1	57.6	100.8	119.7	141.1

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 글로벌 수소관련주들 Valuation 비교

	두산퓨얼셀	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	BALLARD POWER	PLUG POWER	POWERCELL	NEL ASA	MCPHY ENERGY
국가	SOUTH KOREA	UNITED STATES	BRITAIN	BRITAIN	CANADA	UNITED STATES	SWEDEN	NORWAY	FRANCE
2021-10-28	50,600	27.6	6.6	16.8	16.2	34.4	21.6	2.1	27.8
통화	KRW	USD	GBp	GBp	USD	USD	SEK	NOK	EUR
시가총액(백만달러, 십억원)	3,313.9	4,833.9	3,623.4	3,200.4	4,806.5	19,763.6	1,128.7	3,014.4	776.2
PSR(배)									
FY19A	15.0	6.2	605.2	161.6	45.5	85.9	159.5	51.1	60.9
FY20A	7.2	6.1	869.4	115.0	46.3	-212.0	100.0	48.9	49.6
FY21F	6.9	5.0	112.0	74.4	46.5	39.8	74.9	31.3	45.6
FY22F	3.7	3.9	38.5	65.9	32.7	24.3	55.2	21.3	26.9
PBR(배)									
FY19A	3.8	-	3.2	3.0	6.7	7.4	14.1	5.7	3.9
FY20A	8.5	61.1	13.3	18.7	7.3	10.6	37.1	7.5	4.9
FY21F	7.9	15.4	23.8	-	4.5	4.0	-	4.9	3.7
FY22F	7.4	8.8	26.6	-	3.8	4.1	-	5.3	4.1
매출액(백만달러, 십억원)									
FY19A	221.2	785.2	6.0	19.8	105.7	230.0	7.1	59.0	12.7
FY20A	461.8	794.2	4.2	27.8	103.9	-93.2	11.3	61.7	15.6
FY21F	483.0	967.8	32.3	43.0	103.4	496.2	15.1	96.3	17.0
FY22F	904.5	1,232.2	94.1	48.6	146.9	813.0	20.4	141.3	28.8
영업이익(백만달러, 십억원)									
FY19A	19.5	-232.8	-12.0	-10.2	-25.4	-47.6	-8.4	-28.8	-7.3
FY20A	26.0	-80.8	-37.5	-19.0	-39.8	-584.2	-10.9	-44.2	-10.3
FY21F	25.3	-68.0	-34.7	-	-71.0	-193.6	-	-61.4	-14.7
FY22F	76.5	16.1	-27.5	-	-62.7	-72.7	-	-54.0	-18.8
영업이익률(%)									
FY19A	8.8	-29.6	-200.5	-51.4	-24.1	-20.7	-118.9	-48.9	-57.5
FY20A	5.6	-10.2	-898.8	-68.2	-38.3	626.6	-96.3	-71.7	-65.9
FY21F	5.2	-7.0	-107.4	-	-68.6	-39.0	-	-63.8	-86.3
FY22F	8.5	1.3	-29.3	-	-42.7	-8.9	-	-38.2	-65.4
순이익(백만달러, 십억원)									
FY19A	11.9	-304.4	-12.3	-6.3	-39.1	-83.7	46.3	-30.7	-7.0
FY20A	14.2	-157.6	-37.4	-16.9	-51.4	-596.2	-12.7	134.5	-10.7
FY21F	14.1	-107.7	-33.1	-26.4	-76.0	-241.6	-12.4	-138.1	-15.8
FY22F	57.6	-28.1	-30.0	-23.6	-64.2	-119.0	-13.2	-49.7	-19.1

자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주: 두산퓨얼셀은 당사추정치

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	652	700	821	978	1,056
현금성자산	393	376	387	395	340
매출채권	119	153	201	256	321
재고자산	112	143	205	299	367
비유동자산	138	175	203	224	242
투자자산	59	61	64	66	69
유형자산	51	85	110	127	142
무형자산	28	29	30	31	32
자산총계	790	874	1,024	1,202	1,299
유동부채	265	327	393	453	470
매입채무	80	121	156	185	201
단기차입금	100	121	151	181	181
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	21	71	122	123
사채및장기차입금	1	5	55	105	105
기타비유동부채	12	16	17	17	18
부채총계	278	348	464	575	592
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	479	479	479	479	479
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	24	39	72	140	218
자본총계	513	527	560	628	706
총차입금	101	125	205	285	285
순차입금(순현금)	(292)	(250)	(181)	(109)	(55)
투하자본	218	268	370	509	642

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	(76)	2	(4)	(3)	21
당기순이익	14	14	58	101	120
유무형자산상각비	7	11	14	17	19
기타비현금순이익가감	2	10	(2)	(2)	(1)
운전자본의변동	(131)	(33)	(74)	(119)	(116)
매출채권감소(증가)	23	(36)	(48)	(55)	(65)
재고자산감소(증가)	(36)	(31)	(62)	(94)	(68)
매입채무증가(감소)	32	40	35	29	16
기타	(150)	(7)	1	1	1
투자활동현금흐름	(255)	(44)	6	2	(42)
단기투자자산처분(취득)	20	60	47	39	(7)
장기투자증권처분(취득)	0	1	2	2	2
설비투자	(13)	(37)	(38)	(34)	(32)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
재무활동현금흐름	331	20	55	47	(41)
차입금증가(감소)	(1)	20	80	80	0
자본증가(감소)	332	0	(25)	(33)	(41)
배당금지급	0	0	25	33	41
현금의 증가(감소)	(1)	(23)	58	47	(62)
기초현금	133	132	110	167	214
기말현금	132	110	167	214	152
Gross Cash flow	55	35	70	117	137
Gross Investment	406	137	115	156	151
Free Cash Flow	(352)	(102)	(45)	(39)	(14)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	461.8	483.0	904.5	1,383.3	1,601.5
증가율(%)	108.8	4.6	87.3	52.9	15.8
매출총이익	50.6	51.2	103.2	161.2	188.6
매출총이익율(%)	11.0	10.6	11.4	11.7	11.8
판매비와관리비	24.6	25.8	26.7	28.6	31.0
증가율(%)	299.2	5.1	3.3	7.1	8.4
영업이익	26.0	25.3	76.5	132.6	157.6
증가율(%)	33.6	(2.6)	201.6	73.5	18.8
EBITDA	33.4	35.9	90.9	150.1	176.8
증가율(%)	57.9	7.7	152.9	65.2	17.8
영업외손익	(7.8)	0.8	(1.6)	(2.0)	(1.7)
이자수익	2.5	2.6	5.3	6.7	8.0
이자비용	5.0	2.8	2.7	4.3	5.7
외화관련손익	(2.4)	2.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	2.2	2.2	2.2	2.2
기타영업외손익	(4.5)	(3.5)	(6.4)	(6.6)	(6.2)
세전계속사업손익	18.3	26.1	74.9	130.6	155.9
법인세비용	4.1	12.0	17.3	29.8	36.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.2	14.1	57.6	100.8	119.7
증가율(%)	19.5	(0.7)	308.8	75.0	18.7
당기순이익율(%)	3.1	2.9	6.4	7.3	7.5
EPS(원)	245.4	215.1	879.2	1,539.0	1,827.4
증가율(%)	16.7	(12.3)	308.8	75.0	18.7
완전희석EPS(원)	245.4	140.2	779.4	1,414.2	1,677.6
증가율(%)	16.7	(42.9)	455.9	81.5	18.6

주요투자지표

	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	245	215	879	1,539	1,827
BPS	6,262	6,435	6,838	7,670	8,632
DPS	0	300	400	500	600
밸류에이션(배,%)					
PER	218.1	235.3	57.6	32.9	27.7
PBR	8.5	7.9	7.4	6.6	5.9
PCR	72.3	119.1	58.8	35.5	30.1
EV/EBITDA	96.3	92.0	37.2	23.3	20.1
배당수익율	0.0	0.6	0.8	1.0	1.2
수익성(%)					
영업이익율	5.6	5.2	8.5	9.6	9.8
EBITDA이익율	7.2	7.4	10.0	10.9	11.0
순이익율	3.1	2.9	6.4	7.3	7.5
ROE	4.2	2.7	10.6	17.0	17.9
ROIC	12.2	5.6	18.5	23.3	21.0
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	(56.9)	(47.6)	(32.4)	(17.4)	(7.7)
유동비율	2.5	2.1	2.1	2.2	2.2
이자보상배율	5.3	9.1	28.3	30.8	27.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	1.0	1.2	1.3
매출채권회전율	3.3	3.5	5.1	6.1	5.6
재고자산회전율	4.9	3.8	5.2	5.5	4.8
매입채무회전율	7.0	4.8	6.5	8.1	8.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 제3자에게 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 당사에 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: 12개월 (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	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)

