

두산퓨얼셀 (336260)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **66,000**
유지

현재주가 **50,600**
(21.10.28)

가계업종

상반기 공백이 반영, 단지 속도의 문제

투자의견 매수(BUY), 목표주가 66,000원 유지

- 목표주가는 22E, 23E 평균 SPS 12,044원에 타깃 PSR 5.4배를 적용
- 타깃 PSR은 글로벌 비교업체인 블룸에너지와 린데의 2022년 평균치
- 당사는 글로벌 발전용 연료전지 시장에서 블룸에너지와 함께 양대 축을 형성. 실적은 이미 흑자기조를 실현. 다양한 성장 모멘텀이 지속적으로 부각될 전망

3Q21 Review 상반기 공백이 반영

- 3Q21 실적은 매출액 1,227억원(-29% yoy), 영업이익 76억원(-39% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -7%, 영업이익 -8% 하회(컨센 83억원)
- 매출액은 4Q20 수주건 반영. 2021년 상반기 수주 공백으로 전년비 감소
- 영업이익률 6.2%(-1.0%p yoy), 매출감소에 따른 영업이익 감소, 원자재가 부담은 크지 않음
- 3분기 누적 수주는 28MW로 연간 목표 142MW 대비 20%에 그침. 4Q에 집중

단지 정책에 대한 속도의 문제

- 트라이젠(Tri-gen) 모델을 충전소에 적용하기 위해 연내 상용화, 내년 본격화
- 중국 포산시에 첫 해외수출 시작. 중국의 탄소중립 정책으로 수요 증가 기대
- 최근 단일 연료전지발전소 규모는 78MW(신인천 빛드림)까지 증가. 프로젝트 대형화로 환경평가, 인허가 기간이 길어지며 수주 및 실적 변동성 확대
- 여전히 흑자 기조가 유지되고 있으며 청정수소발전의무화제도(CHPS)가 시행되면 2022년부터는 안정적인 수주가 이어질 것. 방향은 맞고 단지 속도의 문제

(단위: 십억원 %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21		3Q21			4Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	174	56	115	123	-29.5	120.7	132	265	68.2	116.3
영업이익	13	1	3	8	-38.9	628.9	8	22	290.6	187.1
순이익	7	0	1	7	-8.5	1,503.1	6	16	1,365.1	139.4

자료: 두산퓨얼셀 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

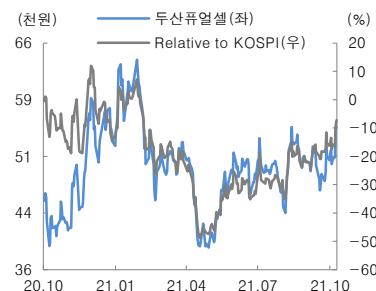
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	221	462	516	775	1,202
영업이익	19	26	31	54	97
세전순이익	16	18	26	46	84
총당기순이익	12	14	19	34	62
자배분순이익	12	14	19	34	62
EPS	644	193	233	420	762
PER	13.3	277.5	235.3	130.8	72.0
BPS	9,049	6,963	6,496	6,915	7,678
PBR	0.9	7.7	8.5	7.9	7.2
ROE	14.2	4.2	3.7	6.3	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

KOSPI	3025.49
시가총액	3,314십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	63,800원 / 38,900원
120일 평균거래대금	520억원
외국인지분율	15.27%
주요주주	두산중공업 외 16 인 38.45% 국민연금공단 7.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	12.2	13.1	38.8
상대수익률	8.7	19.8	20.2	6.9



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	516	773	516	775	0.0	0.3
판매비와 관리비	27	48	27	46	0.0	-4.0
영업이익	31	51	31	54	0.0	6.8
영업이익률	6.0	6.6	6.0	7.0	0.0	0.4
영업외손익	-5	-8	-5	-8	적자유지	적자유지
세전순이익	26	43	26	46	0.0	7.6
지배지분순이익	19	32	19	34	0.0	7.6
순이익률	3.7	4.1	3.7	4.4	0.0	0.3
EPS(지배지분순이익)	233	390	233	420	0.0	7.6

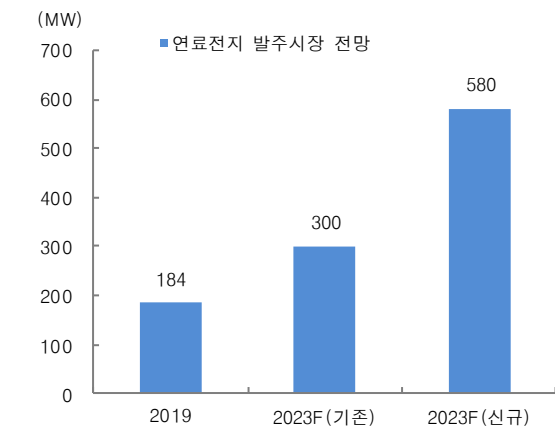
자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

표 1. 두산퓨얼셀 분기 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	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
매출원가	196	411	458	679	19	93	156	143	65	51	104	238
원가율(%)	88.4	89.0	88.8	88.8	97.1	84.3	89.5	90.8	90.4	91.1	90.5	87.2
매출총이익	26	51	58	94	1	17	18	15	7	5	11	35
영업이익	19	26	31	51	-5	13	13	6	0	1	4	26
yoy(%)		33.6	18.8	66.0					흑전	-91.6	-69.9	359.7
opm(%)	8.8	5.6	6.0	6.6	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	1.9	3.3	9.4
세전이익	16	18	26	44	-4	12	10	1	2	-1	2	22
당기순이익	12	14	19	32	-3	9	7	1	-4	0	1	22

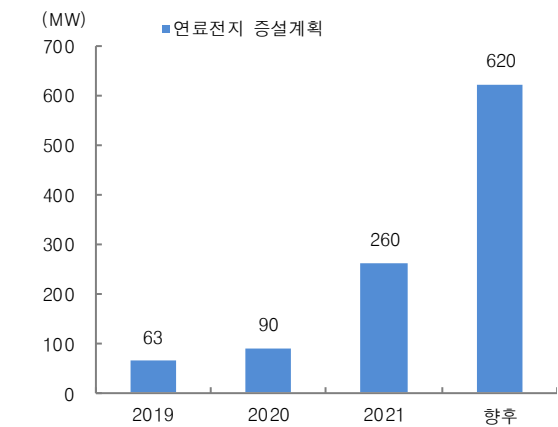
자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

그림 1. 연료전지 발주시장 전망



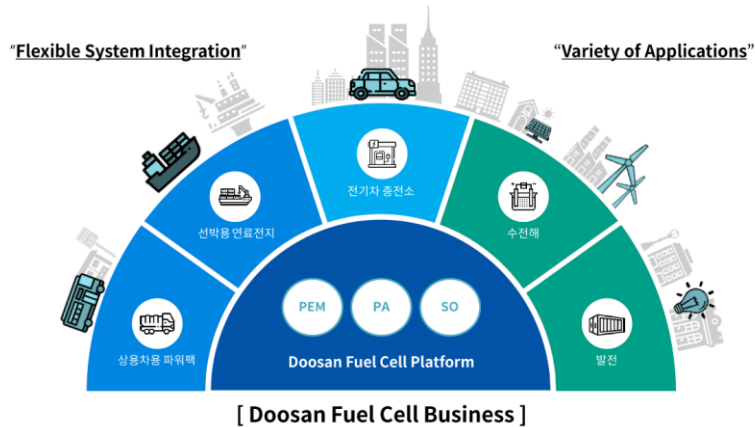
자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

그림 2. 두산퓨얼셀 연료전지 증설계획



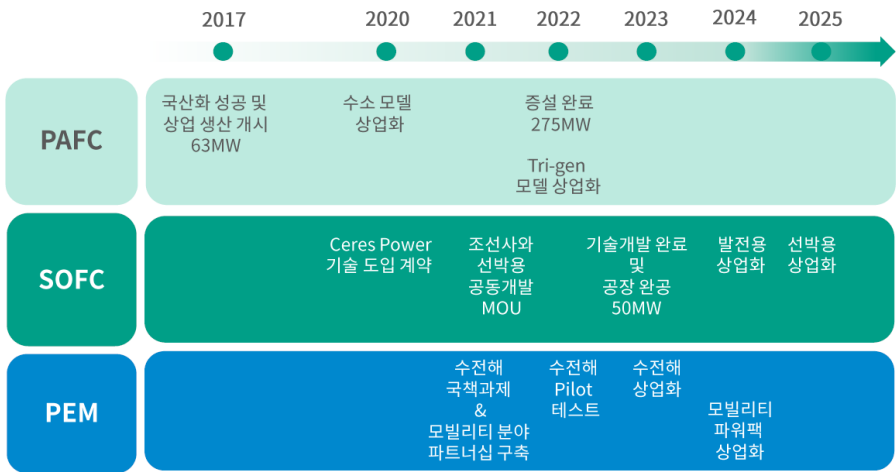
자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

그림 3. 두산퓨얼셀 기술 플랫폼



자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

그림 4. 두산퓨얼셀 사업전략 Focus



자료: 두산퓨얼셀, 대신증권 Research Center

표 2. Global Peer

회사명		DOOSAN FUEL CELL CO LTD	FUELCELL ENERGY INC	LINDE PLC	BLOOM ENERGY CORP- A	HYOSUNG HEAVY INDUSTRIES COR
코드		336260 KS	FCEL US	LIN GY	BE US	298040 KS
현재주가(USD)		44.6	30.3	177.7	20.5	5.7
시가총액(십억원, USDmn)		2,921	208	37,969	3,562	1,845
매출액 (십억원, USDmn)	20A	392	40	88,279	794	71
	21C	453	n/a	101,478	972	72
	22C	676	n/a	106,969	1,212	120
매출액 yoy (%)	20A	106.5	22.4	-2.8	1.2	16.7
	21C	15.6	n/a	15.0	22.4	1.3
	22C	49.3	n/a	5.4	24.7	67.6
영업이익 (십억원, USDmn)	20A	22	2	2,033	-81	-39
	21C	29	n/a	6,196	-63	-61
	22C	46	n/a	6,774	12	-51
영업이익 yoy (%)	20A	32.1	-3.5	-34.3	적지	적지
	21C	29.2	n/a	204.8	적지	적지
	22C	61.7	n/a	9.3	흑전	적지
OPM (%)	20A	5.6	4.5	2.3	-10.2	-55.3
	21C	6.3	n/a	6.1	-6.5	-85.2
	22C	6.8	n/a	6.3	1.0	-42.8
PER (배)	20A	263.5	132.3	35.1	n/a	n/a
	21C	203.9	n/a	8.5	n/a	n/a
	22C	106.3	n/a	7.6	191.8	n/a
PBR (배)	20A	6.9	3.8	0.6	61.1	17.3
	21C	8.0	n/a	0.8	20.9	8.3
	22C	7.4	n/a	0.7	16.7	81.7
PSR (배)	20A	96.4	84.7	16.0	n/a	n/a
	21C	81.4	n/a	10.5	62.9	n/a
	22C	41.5	n/a	9.7	29.6	n/a
EV/EBITDA (배)	20A	n/a	3.3	1.6	n/a	-70.6
	21C	4.0	n/a	8.4	-82.7	-36.9
	22C	7.9	n/a	8.6	61.9	-159.8
ROE (%)	20A	0.2	0.2	4.6	-1.1	-0.4
	21C	0.2	n/a	21.2	-0.6	-0.3
	22C	0.5	n/a	23.8	-0.1	-0.2
EPS (USD, 원)	20A	7.2	9.1	316.6	0.5	0.6
	21C	5.6	n/a	236.5	1.0	0.7
	22C	6.1	n/a	254.7	1.2	0.1
BPS (USD, 원)	20A	44.6	30.3	177.7	20.5	5.7
	21C	2,921	208	37,969	3,562	1,845
	22C	392	40	88,279	794	71

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

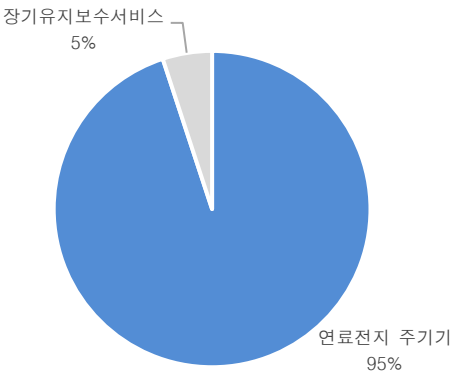
- (주)두산 연료전지 사업부문에서 인접분할되어 설립
- 발전용 연료전지 기자재 공급 및 연료전지 발전소에 대한 장기유지보수 서비스를 제공, 국내 발전용 연료전지 시장 누적점유율 1위
- 자산 8,673억원 부채 3,588억원 자본 5,085억원
- 발행주식 수: 65,493,726주 / 자기주식수: 3,915주

주가 변동요인

- 국내 수소연료전지 확대 정책 발표
- 전력수급계획 중 신재생에너지 비중 확대

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 6월 기준
자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

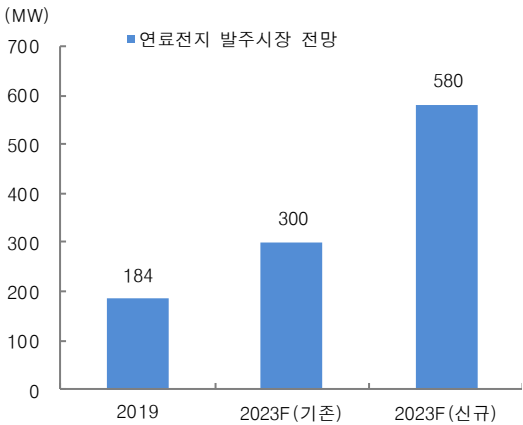
매출 비중 추이



자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

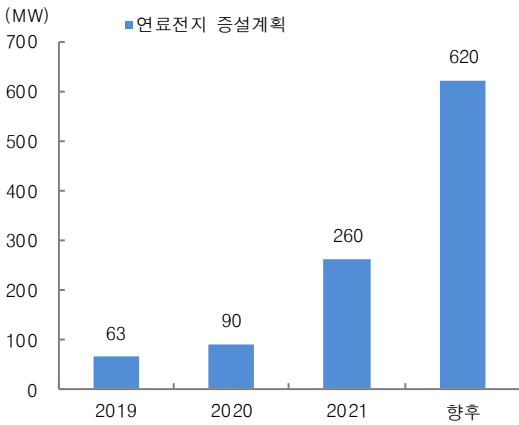
2. Earnings Driver

발주시장 전망



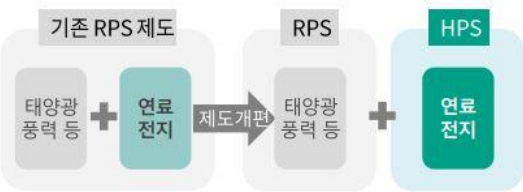
자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

두산퓨얼셀 연료전지 증설 계획



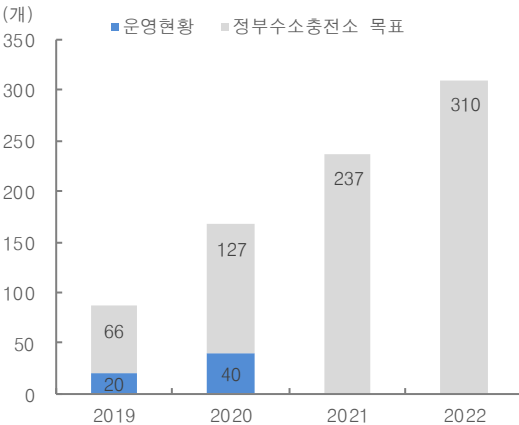
자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

수소발전의무화제도(HPS) 도입



자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

수소충전소 보급 현황



자료: 두산퓨얼셀 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	221	462	516	775	1,202
매출원가	196	411	458	675	1,046
매출총이익	26	51	58	100	156
판매비와관리비	6	25	27	46	59
영업이익	19	26	31	54	97
영업외수익	88	56	60	7.0	8.1
EBITDA	21	33	38	62	106
영업외손익	-3	-8	-5	-8	-13
관계기업손익	-2	2	2	2	2
금융수익	4	16	15	16	17
외환보편이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7	-22	-17	-18	-19
외환보편손실	5	16	13	14	15
기타	0	-4	-4	-7	-12
법인세비용차감전순이익	16	18	26	46	84
법인세비용	-4	-4	-7	-12	-22
계속사업순이익	12	14	19	34	62
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	14	19	34	62
당기순이익률	5.4	3.1	3.7	4.4	5.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	12	14	19	34	62
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	11	14	19	34	62
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	11	14	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	644	193	233	420	762
PBR	13.3	277.5	235.3	130.8	72.0
BPS	9,049	6,963	6,496	6,915	7,678
PBR	0.9	7.7	8.5	7.9	7.2
EBITDAPS	1,146	453	465	758	1,290
EV/EBITDA	25.0	103.8	90.6	55.9	32.5
SPS	12,000	6,274	6,299	9,475	14,686
PSR	0.7	8.5	8.7	5.8	3.7
CFPS	1,509	746	704	962	1,432
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	na	108.8	11.6	50.4	55.0
영업이익 증/감	na	33.6	18.8	75.6	79.2
순이익 증/감	na	19.5	34.5	79.9	81.6
수익성					
ROIC	38.5	18.6	27.2	78.6	82.2
ROA	7.9	4.0	3.7	5.8	9.3
ROE	14.2	4.2	3.7	6.3	10.4
안정성					
부채비율	197.3	54.2	69.4	72.5	76.2
순채무금비율	-31.3	-56.9	-80.9	-72.4	-70.7
이자보상비율	15.0	5.3	9.6	16.8	30.1

자료: 두산퓨얼셀 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	408	652	754	823	947
현금및현금성자산	133	132	170	150	185
매출채권 및 기타채권	159	119	123	149	135
재고자산	78	112	125	188	292
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	977	1,107
유동부채	225	265	348	390	458
매입채무 및 기타채무	80	89	98	140	208
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	411	479
자본부분	167	513	532	566	628
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	149	479	479	479	479
이익잉여금	11	24	44	78	140
기타자본변동	0	0	0	0	0
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	167	513	532	566	628
순차입금	-52	-292	-430	-410	-444

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	122	-76	-97	-120	-65
당기순이익	12	14	19	34	62
비현금성항목의기감	16	41	38	44	55
감가상각비	2	7	7	8	8
외환손익	2	4	-1	-1	-1
지분법평가손익	2	-2	-2	-2	-2
기타	11	31	34	40	50
자산부채의증감	94	-119	-144	-183	-157
기타현금흐름	0	-12	-10	-15	-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	-20	34
기초 현금	0	133	132	170	150
기말 현금	99	132	170	150	185
NOPLAT	14	20	23	40	72
FCF	16	14	17	35	68

[Compliance Notice]

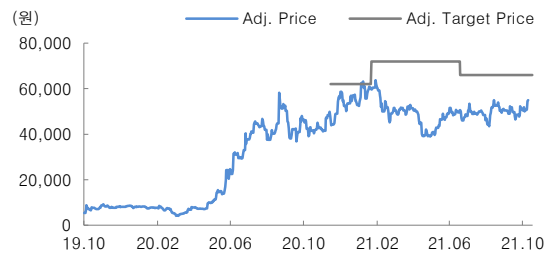
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며, 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산퓨얼셀(336260) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.10.29	21.10.07	21.07.30	21.07.06	21.02.08	21.01.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	66,000	66,000	66,000	66,000	72,000	62,000
과다율(평균%)		(24.39)	(24.74)	(25.67)	(32.25)	(11.49)
과다율(최대/최소%)		(16.82)	(16.82)	(19.09)	(11.39)	1.94
제시일자	20.12.02					
투자의견	Buy					
목표주가	62,000					
과다율(평균%)	(16.70)					
과다율(최대/최소%)	(5.32)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211025)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.8%	7.8%	0.5%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상