



하나금융그룹

2020년 5월 7일 | Equity Research

두산퓨얼셀 (336260)

계절성에 의한 영업적자

목표주가 10,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 10,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 영업실적은 컨센서스에 부합했다. 계절적 비수기였기 때문에 전분기대비 부진한 실적을 기록했지만 2분기 실적은 2019년 하반기 수주 프로젝트의 본격적인 진행으로 회복이 기대된다. 최근 생산능력을 상회한 수주잔고 증가는 당분간 공정효율화와 교대근무 확대 등을 통해서 대응할 전망이다. 향후 프로젝트가 증가하는 경우 신규 라인 확대 등의 Capa 증설에 대한 고민이 필요할 것으로 예상된다. 2020년 기준 PER 44.5배, PBR 2.9배다. 글로벌 연료전지 제조업체들의 PSR이 1배를 상회하는 점을 감안하면 저평가로 판단된다.

1Q20 영업이익 -46억원(적자지속)으로 컨센서스 부합

1분기 매출액은 201억원을 기록하며 전년대비 36.5% 감소했다. 예산 집행 이슈로 발주처가 요구하는 납품 스케줄은 대부분 연말에 집중되어 있다. 1분기는 그에 따른 계절적인 비수기로 외형감소가 불가피했다. 영업이익은 -46억원으로 전년대비 적자를 지속했다. 매출액 감소에 따른 고정비 부담 때문에 비수기 영업적자를 이어갔다. 다만 올해 수주한 신규 프로젝트들 중 2021년 1분기에 납품될 예정인 물량이 많기 때문에 계절적 변동성은 점차 완화될 전망이다.

4월 말 기준 연간 수주목표 142MW 대비 42% 달성

2020년 연간 수주 목표는 142MW다. 1분기 40MW를 수주 했고 4월 들어 20MW를 추가로 수주하면서 연간 목표치의 42%를 달성했다. 농업진흥청 스마트팜 적용 사업화 계약이 연내 기대되고 있다. 또한 LNG/LPG 겸용모델 실증완료 후 실제 투자비 집행이 예상되고 있어 나머지 수주목표 달성을 충분히 가능한 상황으로 판단된다. 한국가스공사 등 LNG 인수기지 보유 업체들을 대상으로 증발가스를 활용한 사업 검토를 진행 중이다. 국가 주도의 수소경제 활성화 정책의 수혜는 수주실적으로 꾸준히 확인될 것이다.

Update

BUY

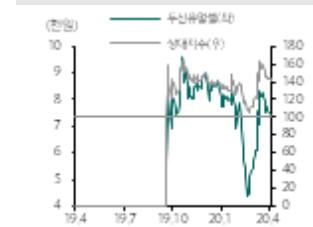
| TP(12M): 10,000원 | CP(5월 6일): 7,260원

Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,928.76		
52주 최고/최저(원)	9,410/4,180	469.1	564.1
시가총액(십억원)	402.9	25.1	32.5
시가총액비중(%)	0.03	13.9	20.5
발행주식수(천주)	55,493.7		
60일 평균 거래량(천주)	1,744.0	193	285
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9	BPS(원)	2,493
20년 배당금(예상, 원)	0	2,779	
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	3.87		
주요주주 지분율(%)			
두산 외 29 인	65.08		

주가상승률	1M	6M	12M
절대	23.1	(1.6)	0.0
상대	14.3	9.4	0.0

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	0.0	221.2	480.4	542.2	606.1
영업이익	십억원	0.0	19.5	25.3	33.7	41.5
세전이익	십억원	0.0	16.0	15.8	27.1	34.4
순이익	십억원	0.0	11.9	11.7	20.3	25.8
EPS	원	0	656	163	283	359
증감률	%	N/A	N/A	(75.2)	73.6	26.9
PER	배	N/A	13.35	44.46	25.63	20.20
PBR	배	N/A	3.77	2.92	2.62	2.32
EV/EBITDA	배	N/A	25.03	12.91	9.76	7.74
ROE	%	0.00	7.12	6.80	10.78	12.19
BPS	원	0	2,322	2,485	2,768	3,128
DPS	원	0	0	0	0	0

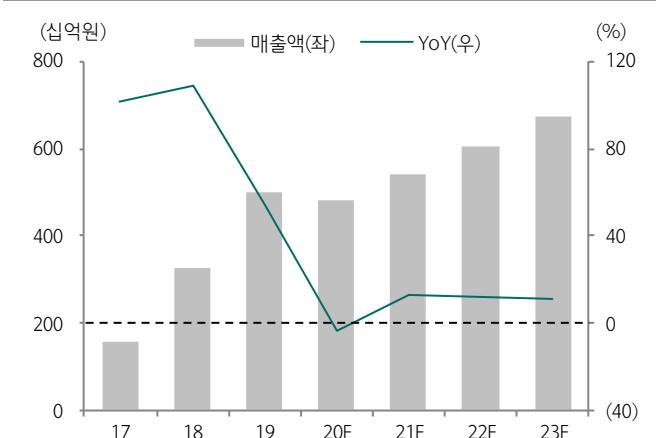


Analyst 유재선

02-3771-8011

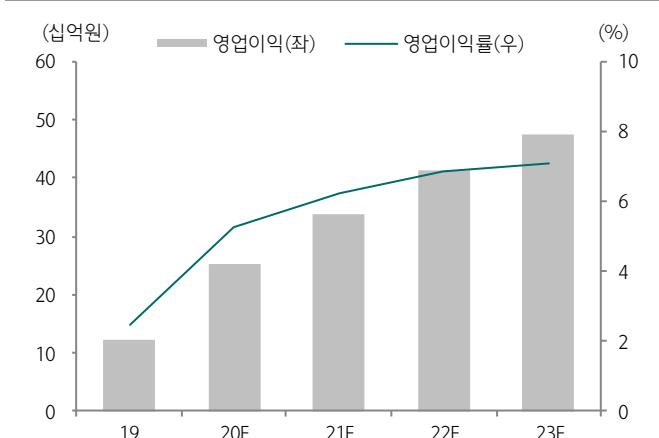
jaeseon.yoo@hanafn.com

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



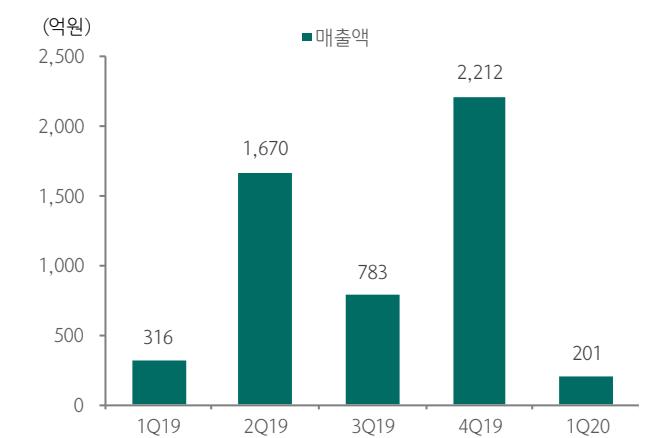
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



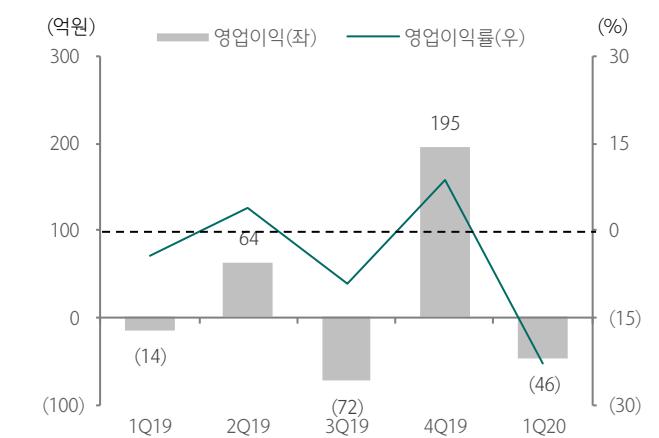
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 3. 분기별 매출액 추이



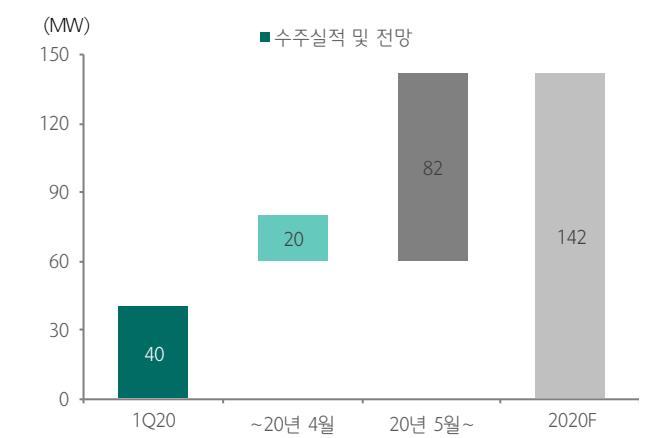
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 4. 분기별 영업이익 추이



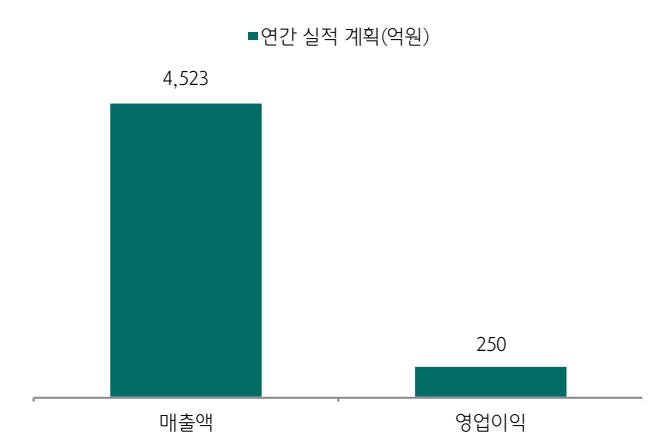
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 5. 2020년 수주실적 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 6. 2020년 경영계획



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

추정 재무제표

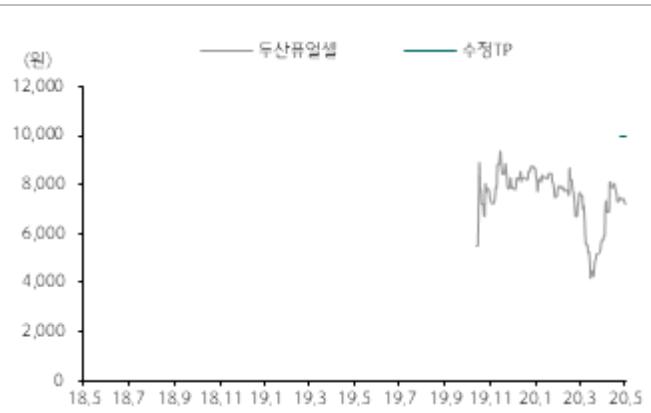
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	0.0	221.2	480.4	542.2	606.1	
매출원가	0.0	195.5	430.5	483.8	540.0	
매출총이익	0.0	25.7	49.9	58.4	66.1	
판관비	0.0	6.2	24.6	24.6	24.6	
영업이익	0.0	19.5	25.3	33.7	41.5	
금융순익	0.0	(2.3)	(5.5)	(6.0)	(6.5)	
종속/관계기업순익	0.0	(1.6)	(1.0)	2.4	2.4	
기타영업외순익	0.0	0.4	(3.0)	(3.0)	(3.0)	
세전이익	0.0	16.0	15.8	27.1	34.4	
법인세	0.0	4.1	4.0	6.8	8.6	
계속사업이익	0.0	11.9	11.7	20.3	25.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	0.0	11.9	11.7	20.3	25.8	
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	0.0	11.9	11.7	20.3	25.8	
지배주주지분포괄이익	0.0	10.7	11.7	20.3	25.8	
NOPAT	0.0	14.4	18.8	25.3	31.1	
EBITDA	0.0	21.1	31.5	40.3	48.4	
성장성(%)						
매출액증가율	N/A	N/A	117.2	12.9	11.8	
NOPAT증가율	N/A	N/A	30.6	34.6	22.9	
EBITDA증가율	N/A	N/A	49.3	27.9	20.1	
영업이익증가율	N/A	N/A	29.7	33.2	23.1	
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	(1.7)	73.5	27.1	
EPS증가율	N/A	N/A	(75.2)	73.6	26.9	
수익성(%)						
매출총이익률	N/A	11.6	10.4	10.8	10.9	
EBITDA이익률	N/A	9.5	6.6	7.4	8.0	
영업이익률	N/A	8.8	5.3	6.2	6.8	
계속사업이익률	N/A	5.4	2.4	3.7	4.3	
투자지표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS	0	656	163	283	359	
BPS	0	2,322	2,485	2,768	3,128	
CFPS	0	1,538	435	584	675	
EBITDAPS	0	1,168	439	561	674	
SPS	0	12,229	6,687	7,547	8,437	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	N/A	13.3	44.5	25.6	20.2	
PBR	N/A	3.8	2.9	2.6	2.3	
PCFR	N/A	5.7	16.7	12.4	10.8	
EV/EBITDA	N/A	25.0	12.9	9.8	7.7	
PSR	N/A	0.7	1.1	1.0	0.9	
재무비율(%)						
ROE	0.0	7.1	6.8	10.8	12.2	
ROA	0.0	2.4	2.4	4.2	4.9	
ROIC	0.0	12.0	15.7	20.6	23.8	
부채비율	0.0	197.3	162.8	153.2	142.6	
순부채비율	0.0	(31.3)	(36.2)	(39.1)	(43.0)	
이자보상배율(배)	0.0	15.0	2.5	3.7	5.1	
대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		0.0	408.4	378.2	409.0	447.2
금융자산		0.0	153.3	155.7	158.9	167.7
현금성자산		0.0	133.3	138.3	139.3	145.7
매출채권 등		0.0	159.4	139.0	156.3	174.7
재고자산		0.0	77.7	67.8	76.1	85.1
기타유동자산		0.0	18.0	15.7	17.7	19.7
비유동자산		0.0	87.4	90.9	94.5	97.8
투자자산		0.0	4.4	4.1	4.4	4.6
금융자산		0.0	0.4	0.4	0.4	0.5
유형자산		0.0	42.7	47.5	51.7	55.4
무형자산		0.0	28.6	27.6	26.8	26.2
기타비유동자산		0.0	11.7	11.7	11.6	11.6
자산총계		0.0	495.8	469.2	503.5	545.1
유동부채		0.0	225.3	197.5	221.1	246.3
금융부채		0.0	1.4	1.4	1.4	1.4
매입채무 등		0.0	79.9	69.7	78.3	87.6
기타유동부채		0.0	144.0	126.4	141.4	157.3
비유동부채		0.0	103.7	93.2	83.6	74.1
금융부채		0.0	99.7	89.7	79.7	69.7
기타비유동부채		0.0	4.0	3.5	3.9	4.4
부채총계		0.0	329.0	290.7	304.7	320.4
지배주주지분		0.0	166.8	178.5	198.9	224.7
자본금		0.0	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금		0.0	148.5	148.5	148.5	148.5
자본조정		0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액		0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금		0.0	10.6	22.3	42.7	68.5
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		0.0	166.8	178.5	198.9	224.7
순금융부채		0.0	(52.2)	(64.6)	(77.8)	(96.5)
현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		0.0	121.7	22.2	23.4	29.0
당기순이익		0.0	11.9	11.7	20.3	25.8
조정		0.0	15.7	6.3	6.6	7.0
감가상각비		0.0	1.6	6.3	6.6	6.9
외환거래손익		0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
기타		0.0	10.9	0.0	0.0	0.1
영업활동자산부채변동		0.0	94.1	4.2	(3.5)	(3.8)
투자활동 현금흐름		0.0	(22.8)	(7.2)	(12.4)	(12.5)
투자자산감소(증가)		0.0	(2.8)	0.2	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)		0.0	(0.2)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타		0.0	(19.8)	2.6	(2.2)	(2.3)
재무활동 현금흐름		0.0	0.4	(10.0)	(10.0)	(10.0)
금융부채증가(감소)		0.0	101.1	(10.0)	(10.0)	(10.0)
자본증가(감소)		0.0	155.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.0	(256.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		0.0	99.3	4.9	1.0	6.4
Unlevered CFO		0.0	27.8	31.2	41.9	48.5
Free Cash Flow		0.0	121.5	12.2	13.4	19.0

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.4.29	BUY	10,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 05월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.