



하나금융그룹

2020년 9월 17일 | Equity Research

두산퓨얼셀 (336260)

케세라세라

목표주가 70,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 70,000원으로 기존 대비 600% 상향한다. 정부 2040년 내수 목표 8GW, 점유율 74%로 추정한 2040년 순이익에 PER 15배 적용 후 유상증자 희석을 반영했다. 규모의 경제, 기술개선에 의한 마진 상승 또는 수출을 통한 추가 성장여력이 확인될 경우 추정치 상향이 가능하다. 설치용량에 선형적으로 LTSA 이익이 누적되는 사업 특성을 감안하면 전망에 사용한 가정의 타당성은 입증될 수 있다. 중요한 것은 실제 달성 가능성과 국내 전력시장 규제 변화 여부다. 연료전지 발전사업자는 설비와 연료비(LNG)가 비싼 편이기 때문에 매출실적을 보조금(REC)에 의존한다. 보조금 가격 회복은 RPS 의무비율 상향으로 가능하지만 전력시장 비용증가로 연결되기 때문에 전기요금 규제 정상화가 연료전지 장기 보급 목표 달성의 전제조건으로 판단된다. 2022년 기준 PER 105.6배, PBR 15.1배, PSR 4.3배다.

2Q20 영업이익 126억원(YoY +96%) 기록. 3Q20 개선 기대

2분기 매출액은 1,101억원으로 전년대비 34.1% 감소했다. 서비스매출은 전분기대비 3.2% 감소했지만 기기매출 증가를 감안하면 3분기 QoQ 개선이 확인될 전망이다. 영업이익은 126억원으로 전년대비 96% 증가했다. 상품보다 제조 제품 매출 비중이 높아지며 마진이 개선되었다. 납품 일정에 따라 올해 3분기 실적개선 모멘텀이 부각될 수 있을 전망이다.

GENCO 중심 발주 전망. 고성장의 전제는 RPS 규제 변화

2018년 높은 마진을 기록했던 연료전지 발전사업자 실적은 REC 가격 하락 영향으로 2019년 크게 하락했다. 2020년 REC 가격이 추가로 하락했기 때문에 부진한 실적이 예상된다. 한편 SPC 수익성 부진을 감안해도 RPS 이행비용 절감 편익이 큰 대형발전사 발주는 지속될 수 있다. 물론 ROIC는 REC 가격에 비례하기 때문에 신규 발주가 지속되려면 결국 재생에너지 사업자 수익률 회복 조치가 필요하다. RPS 의무비율 상승과 그에 따른 비용을 전기요금으로 전가하는 시도 등의 규제 변화가 장기적인 성장 가정의 근거가 될 것이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 70,000원(상향) | CP(9월16일): 52,900원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	2,435.92			
52주 최고/최저(원)	59,300/4,180	455.8	638.5	
시가총액(십억원)	2,935.6	26.2	41.2	
시가총액비중(%)	0.18	17.5	27.5	
발행주식수(천주)	55,493.7			
60일 평균 거래량(천주)	2,540,391.2	243	383	
60일 평균 거래대금(십억원)	109.1	BPS(원)	7,309	
20년 배당금(예상, 원)	0	7,657		
20년 배당수익률(예상, %)	0.0			
외국인지분율(%)	5.02			
주요주주 지분율(%)				
두산 외 29 인	65.08			
주가상승률	1M 절대	6M 915.4	12M 0.0	
	23.9			
	상대	614.8	0.0	

Stock Price	
(원)	두산퓨얼셀(원)
70	970
60	870
50	770
40	670
30	570
20	470
10	370
0	270
	170
	70

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	N/A	221.2	587.1	640.7	676.8
영업이익	십억원	N/A	19.5	28.6	38.2	45.7
세전이익	십억원	N/A	16.0	27.2	38.7	47.6
순이익	십억원	N/A	11.9	20.5	29.4	36.0
EPS	원	N/A	656	285	409	502
증감율	%	N/A	N/A	(56.55)	43.51	22.74
PER	배	N/A	13.35	185.96	129.58	105.58
PBR	배	N/A	3.77	20.33	17.57	15.07
EV/EBITDA	배	N/A	25.03	90.04	68.69	54.74
ROE	%	N/A	7.12	11.58	14.54	15.36
BPS	원	N/A	2,322	2,607	3,016	3,518
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 수소경제 로드맵 달성을 가정한 두산퓨얼셀 장기 수익성 점검

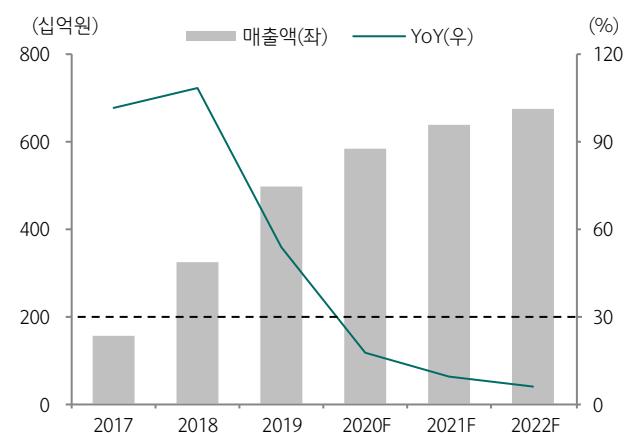
	보급목표 (MW)	LTSA 용량 (MW)	LTSA 매출 (억원)	LTSA 이익 (억원)	기기 매출 (억원)	기기 이익 (억원)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	Fwd PER (배)
2018	344									
2019	464									
2020	643	233	700	105						
2021	821	373	1,120	168						
2022	1,000	513	1,540	231						
2023	1,389	813	2,440	366	12,000	1,200	14,440	1,566	1,214	24.7
2024	1,778	1,113	3,340	501	12,000	1,200	15,340	1,701	1,318	22.8
2025	2,167	1,413	4,240	636	12,000	1,200	16,240	1,836	1,423	21.1
2026	2,556	1,713	5,140	771	12,000	1,200	17,140	1,971	1,528	19.6
2027	2,944	2,013	6,040	906	12,000	1,200	18,040	2,106	1,632	18.4
2028	3,333	2,313	6,940	1,041	12,000	1,200	18,940	2,241	1,737	17.3
2029	3,722	2,613	7,840	1,176	12,000	1,200	19,840	2,376	1,841	16.3
2030	4,111	2,913	8,740	1,311	12,000	1,200	20,740	2,511	1,946	15.4
2031	4,500	3,213	9,640	1,446	12,000	1,200	21,640	2,646	2,051	14.6
2032	4,889	3,513	10,540	1,581	12,000	1,200	22,540	2,781	2,155	13.9
2033	5,278	3,813	11,440	1,716	12,000	1,200	23,440	2,916	2,260	13.3
2034	5,667	4,113	12,340	1,851	12,000	1,200	24,340	3,051	2,365	12.7
2035	6,056	4,413	13,240	1,986	12,000	1,200	25,240	3,186	2,469	12.1
2036	6,444	4,713	14,140	2,121	12,000	1,200	26,140	3,321	2,574	11.7
2037	6,833	5,013	15,040	2,256	12,000	1,200	27,040	3,456	2,678	11.2
2038	7,222	5,313	15,940	2,391	12,000	1,200	27,940	3,591	2,783	10.8
2039	7,611	5,613	16,840	2,526	12,000	1,200	28,840	3,726	2,888	10.4
2040	8,000	5,913	17,740	2,661	12,000	1,200	29,740	3,861	2,992	10.0

주1) 수소경제 활성화 로드맵 목표치(2022년 내수 1GW, 2040년 내수 8GW) 달성을 가정. 2022년 이후 두산퓨얼셀 시장점유율 77% 가정(매년 300MW)

주2): MW당 기기매출/LTSA 매출액 40억원/3억원 가정. 이익률은 기기매출 제품/상품 각각 10%, 2%, LTSA 15% 가정

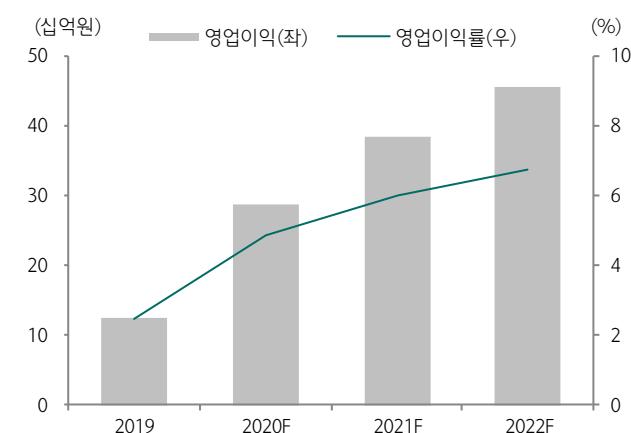
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

추정 재무제표

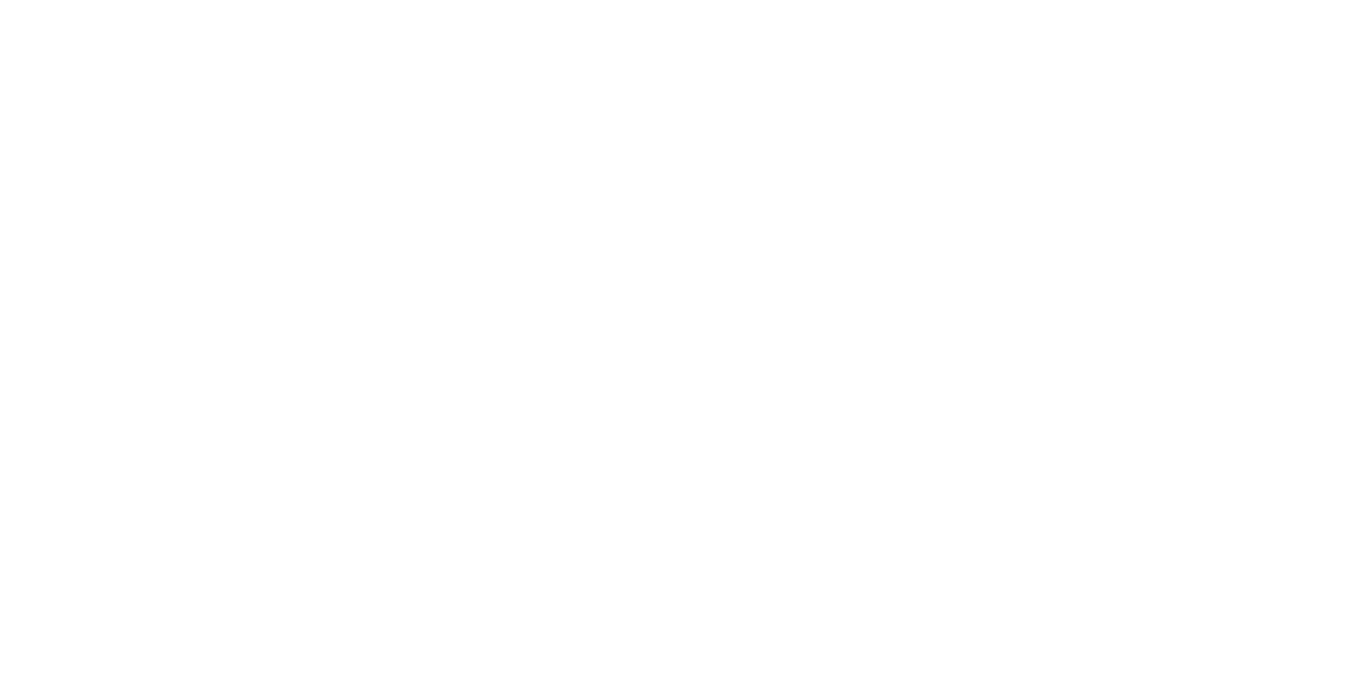
손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	N/A	221.2	587.1	640.7	676.8	
매출원가	N/A	195.5	538.3	581.0	608.4	
매출총이익	N/A	25.7	48.8	59.7	68.4	
판관비	N/A	6.2	20.2	21.4	22.7	
영업이익	N/A	19.5	28.6	38.2	45.7	
금융손익	N/A	(2.3)	(0.3)	(1.2)	(1.2)	
종속/관계기업손익	N/A	(1.6)	1.9	4.8	6.3	
기타영업외손익	N/A	0.4	(3.0)	(3.1)	(3.3)	
세전이익	N/A	16.0	27.2	38.7	47.6	
법인세	N/A	4.1	6.7	9.4	11.5	
계속사업이익	N/A	11.9	20.5	29.4	36.0	
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	N/A	11.9	20.5	29.4	36.0	
비지배주주지분 순이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	N/A	11.9	20.5	29.4	36.0	
지배주주지분포괄이익	N/A	10.7	20.5	29.4	36.0	
NOPAT	N/A	14.4	21.6	29.0	34.6	
EBITDA	N/A	21.1	36.0	47.1	59.0	
성장성(%)						
매출액증가율	N/A	N/A	165.42	9.13	5.63	
NOPAT증가율	N/A	N/A	50.00	34.26	19.31	
EBITDA증가율	N/A	N/A	70.62	30.83	25.27	
영업이익증가율	N/A	N/A	46.67	33.57	19.63	
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	72.27	43.41	22.45	
EPS증가율	N/A	N/A	(56.55)	43.51	22.74	
수익성(%)						
매출총이익률	N/A	11.62	8.31	9.32	10.11	
EBITDA이익률	N/A	9.54	6.13	7.35	8.72	
영업이익률	N/A	8.82	4.87	5.96	6.75	
계속사업이익률	N/A	5.38	3.49	4.59	5.32	

투자지표		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS	N/A	656	285	409	502	
BPS	N/A	2,322	2,607	3,016	3,518	
CFPS	N/A	1,538	645	677	861	
EBITDAPS	N/A	1,168	501	656	821	
SPS	N/A	12,229	8,172	8,918	9,420	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	N/A	13.35	185.96	129.58	105.58	
PBR	N/A	3.77	20.33	17.57	15.07	
PCFR	N/A	5.70	82.17	78.29	61.56	
EV/EBITDA	N/A	25.03	90.04	68.69	54.74	
PSR	N/A	0.72	6.49	5.94	5.63	
재무비율(%)						
ROE	N/A	7.12	11.58	14.54	15.36	
ROA	N/A	2.39	4.14	5.98	7.15	
ROIC	N/A	12.00	17.48	20.82	20.81	
부채비율	N/A	197.27	164.79	124.43	106.42	
순부채비율	N/A	(31.30)	(32.31)	(29.21)	(28.19)	
이자보상배율(배)	N/A	15.05	5.83	8.69	10.37	

자료: 하나금융투자

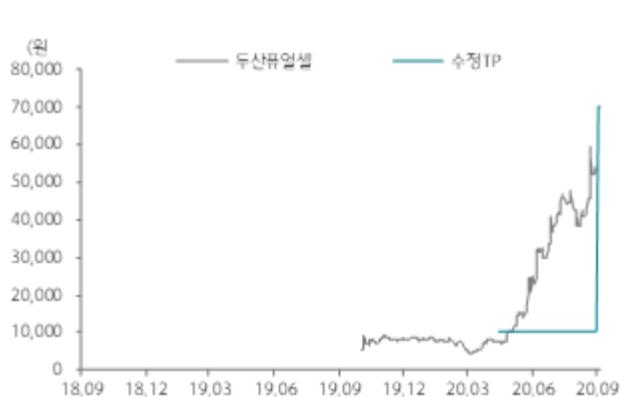
대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	N/A	408.4	396.0	355.4	364.1	
금융자산	N/A	153.3	151.1	143.9	141.8	
현금성자산	N/A	133.3	126.9	122.3	119.4	
매출채권	N/A	95.3	91.5	79.1	83.1	
재고자산	N/A	77.7	74.6	64.4	67.7	
기타유동자산	N/A	82.1	78.8	68.0	71.5	
비유동자산	N/A	87.4	99.9	130.8	157.5	
투자자산	N/A	4.4	6.3	6.1	6.1	
금융자산	N/A	2.9	4.9	4.9	4.9	
유형자산	N/A	42.7	46.9	78.9	106.3	
무형자산	N/A	28.6	27.6	26.7	26.0	
기타비유동자산	N/A	11.7	19.1	19.1	19.1	
자산총계	N/A	495.8	495.9	486.2	521.6	
유동부채	N/A	225.3	215.2	186.6	195.8	
금융부채	N/A	1.4	0.9	0.9	0.9	
매입채무	N/A	43.2	41.5	35.8	37.7	
기타유동부채	N/A	180.7	172.8	149.9	157.2	
비유동부채	N/A	103.7	93.5	82.9	73.1	
금융부채	N/A	99.7	89.6	79.6	69.6	
기타비유동부채	N/A	4.0	3.9	3.3	3.5	
부채총계	N/A	329.0	308.6	269.6	268.9	
지배주주지분	N/A	166.8	187.3	216.6	252.7	
자본금	N/A	7.2	7.2	7.2	7.2	
자본잉여금	N/A	148.5	148.5	148.5	148.5	
자본조정	N/A	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	
기타포괄이익누계액	N/A	0.5	0.5	0.5	0.5	
이익잉여금	N/A	10.6	31.1	60.5	96.5	
비지배주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	N/A	166.8	187.3	216.6	252.7	
순금융부채	N/A	(52.2)	(60.5)	(63.3)	(71.2)	

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	N/A	121.7	20.3	42.5	48.0	
당기순이익	N/A	11.9	20.5	29.4	36.0	
조정	N/A	2	1	1	1	
감가상각비	N/A	1.6	7.4	8.9	13.4	
외환거래손익	N/A	1.6	(2.0)	0.0	0.0	
지분법손익	N/A	1.6	(0.8)	0.0	0.0	
기타	N/A	(2.8)	(3.6)	(7.9)	(12.4)	
영업활동 자산부채 변동	N/A	94.1	(13.9)	4.3	(1.4)	
투자활동 현금흐름	N/A	(22.8)	(16.0)	(37.1)	(40.9)	
투자자산감소(증가)	N/A	(2.8)	(1.1)	0.2	(0.1)	
자본증가(감소)	N/A	(0.2)	(10.4)	(40.0)	(40.0)	
기타	N/A	(19.8)	(4.5)	2.7	(0.8)	
재무활동 현금흐름	N/A	0.4	(10.7)	(10.0)	(10.0)	
금융부채증가(감소)	N/A	101.1	(10.6)	(10.0)	(10.0)	
자본증가(감소)	N/A	155.7	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	N/A	(256.4)	(0.1)	0.0	0.0	
배당지급	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	N/A	99.3	(6.4)	(4.6)	(2.9)	
Unlevered CFO	N/A	27.8	46.3	48.6	61.9	
Free Cash Flow	N/A	121.5	9.9	2.5	8.0	



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.9.17	BUY	70,000		
20.4.29	BUY	10,000	215.46%	493.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 09월 14일

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 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 9월 17일 현재 해당회사의 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.