



2020년 10월 22일 | Equity Research

두산퓨얼셀 (336260)

새로운 규제에 대한 기대

목표주가 70,000원, 투자 의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 70,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 기존 RPS 시장의 불안정한 수급균형은 우려 요인이었지만 이제 2022년부터 신설되는 HPS 시장으로 연료전지가 분리되었기 때문에 걱정은 해소가 되었다. HPS 규제의 구체적인 목표치, 기존 연료전지의 재분류 등은 2021년에야 확인이 가능할 전망이다. 연료전지 시장의 장기 성장은 여부는 해당 규제의 작동 방식에 달렸다. HPS 공급의무자는 기존 RPS와 동일하게 설정될 가능성이 높으며 추가적인 비용부담으로 작용할 것이다. 따라서 HPS 의무대상자들의 비용부담 해소 방안이 함께 마련된다면 장기 수요에 대한 확신을 가질 수 있을 전망이다. 발전 외의 신규 시장은 개화되기 이전이며 기존 발전원 대비 높은 투자비는 보조금이나 규제를 통해서 정당화된다. 2021년 발전용 연료전지 시장의 새로운 기준이 될 HPS의 내용에 관심을 가질 필요가 있다. 2021년 기준 PER 133.1배, PBR 16.1배, PSR 5.3배다.

3Q20 영업이익 125억원(흑자전환)으로 컨센서스 부합

3분기 매출액은 1,740억원으로 전년대비 122.2% 증가했다. 장기유지보수서비스 매출은 전분기와 비슷한 수준으로 추정된다. 영업이익은 125억원을 기록하며 흑자로 전환되었다. 전분기대비 이익률이 감소한 이유는 일정상 상반기는 제품 비중이 상승했고 하반기에 상품 비중이 높아졌기 때문이다. 기존 제시했던 연간 매출액과 영업이익 가이던스는 무난히 달성할 수 있을 전망이다.

영국 세레스파워와 협업으로 SOFC 개발. 포트폴리오 확대

최근 영국 SOFC 기술업체 세레스파워와의 기술협약 체결을 공시한 바 있다. 협약에 따라 핵심부품인 셀, 스택 양산기술 및 생산설비 개발에 협력한다. 제조라인과 시스템 조립라인 구축을 위해서 2023년 말까지 724억원을 투자할 계획이다. 익산공장 증설, 신규 제품 포트폴리오 확대에 다변화된 시장 수요에 적절히 대응할 수 있을 전망이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 70,000원 | CP(10월21일): 47,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,370.86
52주 최고/최저(원)	59,300/4,180
시가총액(십억원)	2,608.2
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	55,493.7
60일 평균 거래량(천주)	2,408,526.7
60일 평균 거래대금(십억원)	110.8
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.31
주요주주 지분율(%)	
두산 외 29 인	54.98

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.0	496.4	556.4
상대	1.8	372.8	471.7

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	486.1	724.4
영업이익(십억원)	29.9	50.9
순이익(십억원)	22.7	39.3
EPS(원)	317	547
BPS(원)	4,990	6,594

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	0.0	221.2	477.3	633.7	669.7
영업이익	십억원	0.0	19.5	27.2	36.7	44.1
세전이익	십억원	0.0	16.0	24.0	33.5	42.1
순이익	십억원	0.0	11.9	17.8	25.4	31.9
EPS	원	0	656	248	353	445
증감율	%	N/A	N/A	(62.20)	42.34	26.06
PER	배	0.00	13.35	189.52	133.14	105.62
PBR	배	0.00	3.77	18.29	16.08	13.95
EV/EBITDA	배	0.00	25.03	93.40	71.21	56.44
ROE	%	0.00	7.12	10.14	12.86	14.14
BPS	원	0	2,322	2,570	2,923	3,368
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 수소 에너지/인프라 보급제도에 관한 평가 - 연료전지(발전용)

구분	내용
높은 이용률 및 REC 가중치로 설비용량 대비 REC 대량 발급	수소경제 로드맵에 따라 보급 확대시, RPS 내 연료전지 비중이 급증
	재생에너지와의 균형적인 보급 확대에 어려움 예상
	*발전용 연료전지는 동일 설비용량 설치시 태양광 대비 10배 이상의 REC 발급
	*RPS 시장에서 연료전지 비중: 13%('19년)→18%('22년)→26%('30년)
비용(LNG 가격), 매출(REC 가격)의 불확실성이 매우 큼	REC 기반의 RPS 제도에서는 안정적인 수익창출이 곤란한 측면
	장기 고정계약에 적합하다는 평가
RPS는 신재생에너지 총량 공급의무만 부과. 발전원별 의무 미부과 수소연료전지의 계획적 보급에는 한계	보급량이 LNG 가격, REC 가격 등 시장 여건에 크게 좌우
	기술개발, 규모경제 등 생태계 혁신을 위한 투자유인에는 다소 미흡
결론	연료전지의 안정적 확대, 연료전지 생태계 혁신창출을 위해서는 재생에너지 중심의 연행 RPS 제도로는 한계가 많다는 평가

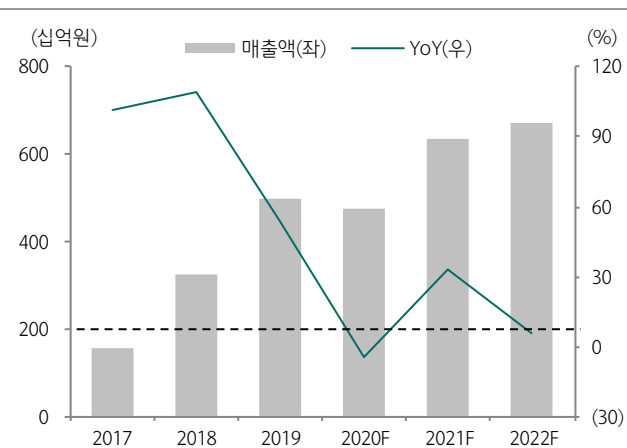
자료: 산업부, 하나금융투자

표 2. HPS(Hydrogen Energy Portfolio Standard) 시장 도입 기본 방향

RPS		RPS	HPS
태양광 풍력 수력 바이오	연료전지	태양광 풍력 수력 바이오	연료전지
제도 개편 →			

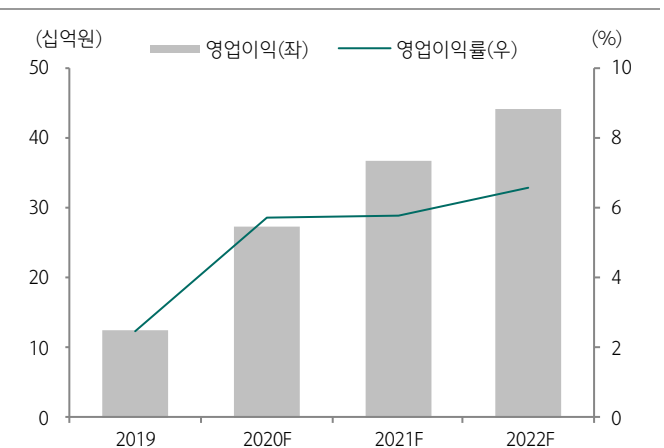
자료: 산업부, 하나금융투자

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



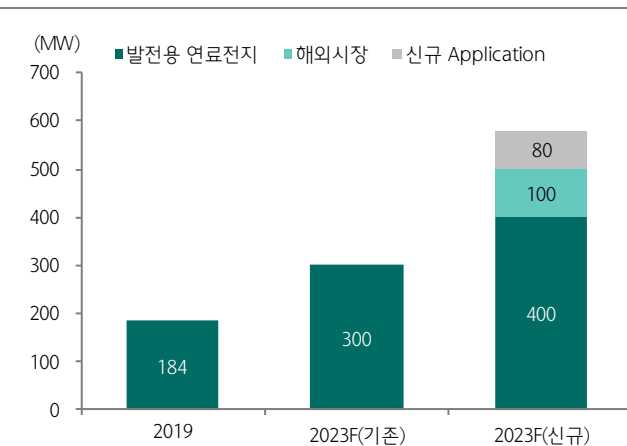
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



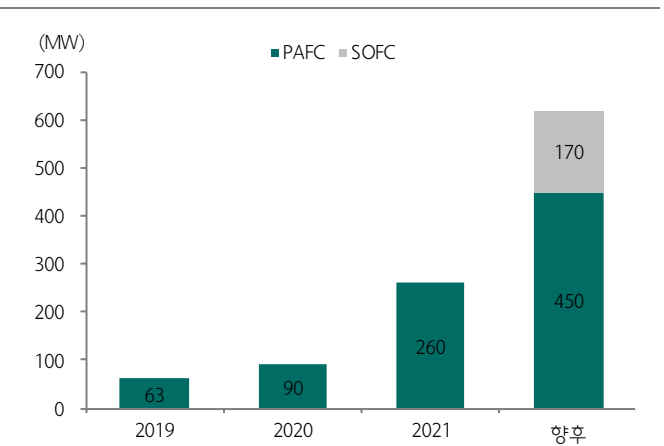
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 3. 발주시장 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 4. 연료전지 중설계획



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	0.0	221.2	477.3	633.7	669.7
매출원가	0.0	195.5	429.8	575.6	602.9
매출총이익	0.0	25.7	47.5	58.1	66.8
판매비	0.0	6.2	20.2	21.4	22.7
영업이익	0.0	19.5	27.2	36.7	44.1
금융손익	0.0	(2.3)	(0.6)	(1.8)	(1.7)
종속/관계기업손익	0.0	(1.6)	1.9	4.8	6.3
기타영업외손익	0.0	0.4	(4.5)	(6.3)	(6.5)
세전이익	0.0	16.0	24.0	33.5	42.1
법인세	0.0	4.1	6.1	8.1	10.2
계속사업이익	0.0	11.9	17.8	25.4	31.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	11.9	17.8	25.4	31.9
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	11.9	17.8	25.4	31.9
지배주주지분포괄이익	0.0	10.7	17.8	25.4	31.9
NOPAT	0.0	14.4	20.3	27.8	33.4
EBITDA	0.0	21.1	34.7	45.6	57.4
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	115.78	32.77	5.68
NOPAT증가율	N/A	N/A	40.97	36.95	20.14
EBITDA증가율	N/A	N/A	64.45	31.41	25.88
영업이익증가율	N/A	N/A	39.49	34.93	20.16
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	49.58	42.70	25.59
EPS증가율	N/A	N/A	(62.20)	42.34	26.06
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	11.62	9.95	9.17	9.97
EBITDA이익률	N/A	9.54	7.27	7.20	8.57
영업이익률	N/A	8.82	5.70	5.79	6.59
계속사업이익률	N/A	5.38	3.73	4.01	4.76

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	0	656	248	353	445
BPS	0	2,322	2,570	2,923	3,368
CFPS	0	1,538	600	605	788
EBITDAPS	0	1,168	482	634	799
SPS	0	12,229	6,643	8,820	9,321
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	13.35	189.52	133.14	105.62
PBR	0.00	3.77	18.29	16.08	13.95
PCFR	0.00	5.70	78.33	77.69	59.64
EV/EBITDA	0.00	25.03	93.40	71.21	56.44
PSR	0.00	0.72	7.08	5.33	5.04
재무비율(%)					
ROE	0.00	7.12	10.14	12.86	14.14
ROA	0.00	2.39	3.75	5.45	6.47
ROIC	0.00	12.00	16.93	20.53	20.13
부채비율	0.00	197.27	145.84	127.52	110.40
순부채비율	0.00	(31.30)	(34.64)	(27.10)	(25.11)
이자보상배율(배)	0.00	15.05	5.56	8.33	10.01

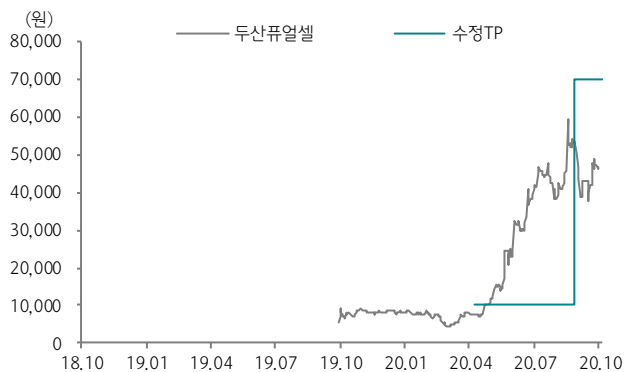
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	0.0	408.4	354.2	346.9	351.5
금융자산	0.0	153.3	154.5	137.5	131.3
현금성자산	0.0	133.3	133.9	116.0	109.0
매출채권	0.0	95.3	74.6	78.3	82.3
재고자산	0.0	77.7	60.8	63.8	67.0
기타유동자산	0.0	82.1	64.3	67.3	70.9
비유동자산	0.0	87.4	99.6	130.8	157.5
투자자산	0.0	4.4	6.0	6.1	6.1
금융자산	0.0	2.9	4.8	4.8	4.9
유형자산	0.0	42.7	46.9	78.9	106.3
무형자산	0.0	28.6	27.6	26.7	26.0
기타비유동자산	0.0	11.7	19.1	19.1	19.1
자산총계	0.0	495.8	453.8	477.7	509.0
유동부채	0.0	225.3	176.5	184.9	194.0
금융부채	0.0	1.4	0.9	0.9	0.9
매입채무	0.0	43.2	33.8	35.5	37.3
기타유동부채	0.0	180.7	141.8	148.5	155.8
비유동부채	0.0	103.7	92.7	82.9	73.1
금융부채	0.0	99.7	89.6	79.6	69.6
기타비유동부채	0.0	4.0	3.1	3.3	3.5
부채총계	0.0	329.0	269.2	267.8	267.1
지배주주지분	0.0	166.8	184.6	210.0	241.9
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	28.4	53.8	85.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	166.8	184.6	210.0	241.9
순금융부채	0.0	(52.2)	(64.0)	(56.9)	(60.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	0.0	121.7	23.4	33.0	43.9
당기순이익	0.0	11.9	17.8	25.4	31.9
조정	0	2	1	1	1
감가상각비	0.0	1.6	7.4	8.9	13.4
외환거래손익	0.0	1.6	(2.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	1.6	(0.8)	0.0	0.0
기타	0.0	(2.8)	(3.6)	(7.9)	(12.4)
영업활동 자산부채 변동	0.0	94.1	(8.1)	(1.3)	(1.4)
투자활동 현금흐름	0.0	(22.8)	(12.1)	(40.8)	(40.9)
투자자산감소(증가)	0.0	(2.8)	(0.8)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	0.0	(0.2)	(10.4)	(40.0)	(40.0)
기타	0.0	(19.8)	(0.9)	(0.7)	(0.8)
재무활동 현금흐름	0.0	0.4	(10.7)	(10.0)	(10.0)
금융부채증가(감소)	0.0	101.1	(10.6)	(10.0)	(10.0)
자본증가(감소)	0.0	155.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(256.4)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.0	99.3	0.5	(17.8)	(7.0)
Unlevered CFO	0.0	27.8	43.1	43.5	56.6
Free Cash Flow	0.0	121.5	13.0	(7.0)	3.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.17	BUY	70,000		
20.4.29	BUY	10,000	217.68%	493.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 10월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 중립자료로 사용될 수 없습니다.