



하나금융그룹

2021년 2월 5일 | Equity Research

# 두산퓨얼셀 (336260)

## 실적보다 중요한 기대감

### 목표주가 77,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀의 목표주가를 77,000원으로 기존대비 10% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2021년 예상 매출에 PSR 9.5배를 적용했다. 현재 비교 가능한 연료전지 제조업체들이 거의 모두 영업적자를 기록하고 있고 훨씬 높은 PSR이 부여되고 있다는 부분에서 목표 PSR 9.5배는 정당화될 수 있다. 장기적으로 ESG와 친환경 테마에 해당되는 기업에 이목이 집중될 가능성이 높다. 현재와 미래 실적 기반 벤류에이션도 좋지만 기업에 투영된 기대감과 시장 수급에 따른 주가 상승 여력에 주목할 필요가 있다. 2021년 추정 실적 기준 PER 206.4배, PBR 9.3배다.

### 4Q20 영업이익 56억원(YoY -71.3%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 1,577억원으로 전년대비 28.7% 감소했다. 재고 소진에 따른 외형 부진이다. 영업이익은 56억원으로 전년대비 71.3% 감소했다. 매출액이 감소하는 가운데 올해 상반기 제품 매출이 집중됨에 따라 상대적으로 마진이 낮은 상품 비중이 늘어나며 영업이익률이 하락했다. 기존 제시한 연간 가이던스에는 대체로 부합한 실적이 달성되었다. 다만 전기위원회의 연료전지 인허가 재검토와 HPS 시장 도입의 영향으로 나타난 일시적 수주 공백에 수주실적은 목표치를 다소 하회했다. 2021년 연간 가이던스는 매출액 5,264억원, 영업이익 330억원, 수주 142MW로 제시되었다.

### 연내 국내 시장 규제 확인 기대. 장기적으로 신사업에 관심

9차 전력수급기본계획에 담긴 연료전지 시장의 성장 속도가 기존 수소경제활성화 로드맵 대비 다소 낮아진 것으로 판단되나 실질적인 계획은 HPS 제도에 담긴 목표치를 기반으로 진행될 가능성이 높다. 의무비율, 의무대상자, 수소의 종류 등 시장 규모를 추정할 수 있는 주요 변수들이 결정될 전망이다. 국내 시장이 확정되면 새로운 성장 여력을 규제 바깥에서 확보될 수 있다. 선박, 상용차, 수전해 등 사업 확장이 진행 중이며 장기적으로 연료전지 적용 가능 어플리케이션 확대에 따른 추가 성장 동력이 마련될 수 있다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 77,000원(상향) | CP(2월4일): 60,900원

#### Key Data

	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,087.55	
52주 최고/최저(원)	63,200/4,101	
시가총액(십억원)	3,988.6	
시가총액비중(%)	0.19	
발행주식수(천주)	65,493.7	
60일 평균 거래량(천주)	2,030,217.5	
60일 평균 거래대금(십억원)	108.8	
20년 배당금(예상, 원)	0	
20년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	19.55	
주요주주 지분율(%)		
두산중공업 외 17 인	38.45	
BlackRock Fund Advisors 외 4 인	7.72	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	8.2 39.2 690.7	
상대	3.2 2.8 452.6	

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	448.4	538.9
영업이익(십억원)	27.1	35.9
순이익(십억원)	17.5	25.0
EPS(원)	238	305
BPS(원)	4,645	5,732

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	0.0	221.2	461.8	530.3	601.2
영업이익	십억원	0.0	19.5	26.0	33.3	41.6
세전이익	십억원	0.0	16.0	18.2	31.9	42.8
순이익	십억원	0.0	11.9	14.1	24.2	32.4
EPS	원	0	644	192	295	396
증감율	%	N/A	N/A	(70.19)	53.65	34.24
PER	배	0.00	13.35	278.65	206.44	153.79
PBR	배	0.00	3.77	8.54	9.29	8.76
EV/EBITDA	배	0.00	25.03	98.85	54.37	37.76
ROE	%	0.00	7.12	4.16	4.60	5.87
BPS	원	0	2,278	6,262	6,557	6,954
DPS	원	0	0	0	0	0

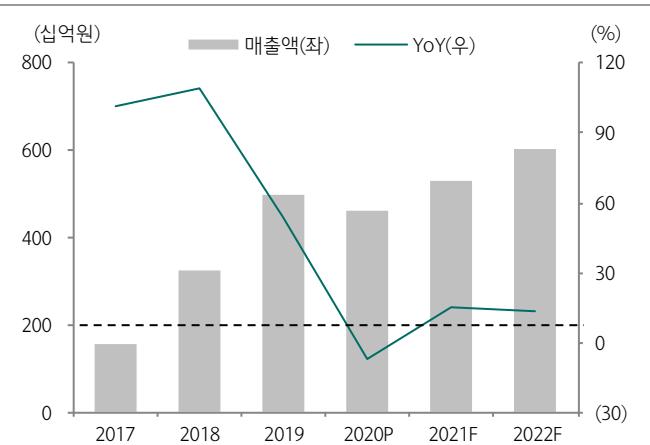


Analyst 유재선

02-3771-8011

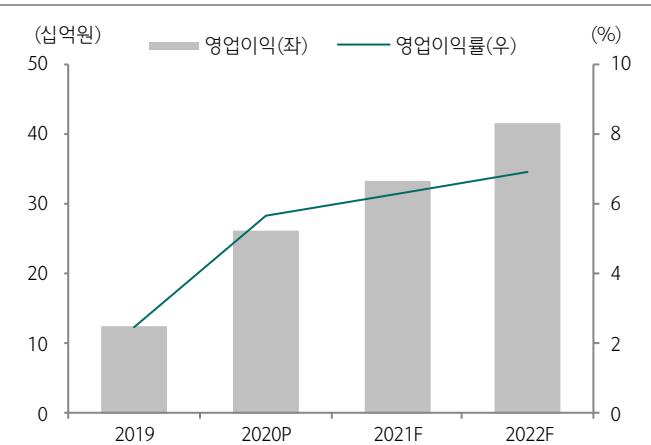
jaeseon.yoo@hanafn.com

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



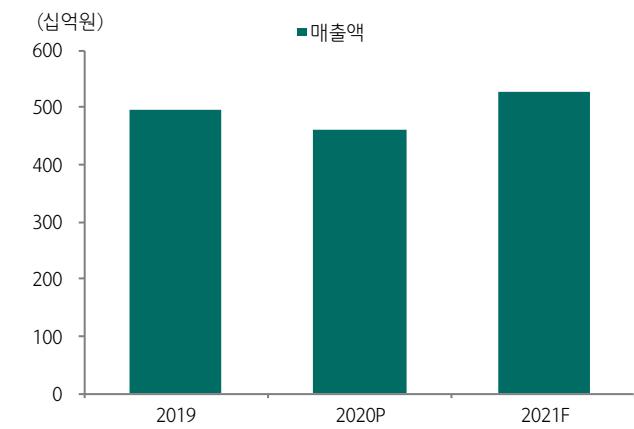
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 3. 2021년 사업계획 – 매출액



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 4. 2021년 사업계획 – 영업이익



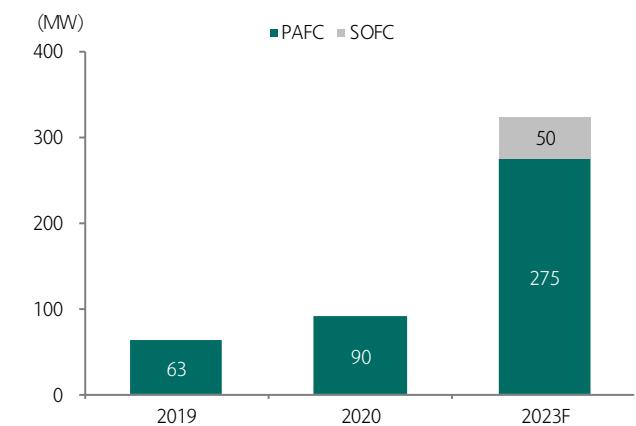
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 5. 2021년 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 6. 연료전지 Capa 증설계획



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>221.2</b>	<b>461.8</b>	<b>530.3</b>	<b>601.2</b>
매출원가	0.0	195.5	415.2	474.9	536.1
매출총이익	0.0	25.7	46.6	55.4	65.1
판관비	0.0	6.2	20.6	22.2	23.5
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>19.5</b>	<b>26.0</b>	<b>33.3</b>	<b>41.6</b>
금융손익	0.0	(2.3)	(6.0)	(1.5)	(0.2)
종속/관계기업손익	0.0	(1.6)	2.2	5.3	6.7
기타영업외손익	0.0	0.4	(4.0)	(5.2)	(5.4)
<b>세전이익</b>	<b>0.0</b>	<b>16.0</b>	<b>18.2</b>	<b>31.9</b>	<b>42.8</b>
법인세	0.0	4.1	4.0	7.7	10.4
계속사업이익	0.0	11.9	14.1	24.2	32.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>11.9</b>	<b>14.1</b>	<b>24.2</b>	<b>32.4</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>11.9</b>	<b>14.1</b>	<b>24.2</b>	<b>32.4</b>
지배주주지분포괄이익	0.0	10.7	14.1	24.2	32.4
NOPAT	0.0	14.4	20.2	25.2	31.6
EBITDA	0.0	21.1	33.6	64.3	91.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	108.77	14.83	13.37
NOPAT증가율	N/A	N/A	40.28	24.75	25.40
EBITDA증가율	N/A	N/A	59.24	91.37	42.77
영업이익증가율	N/A	N/A	33.33	28.08	24.92
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	18.49	71.63	33.88
EPS증가율	N/A	N/A	(70.19)	53.65	34.24
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	11.62	10.09	10.45	10.83
EBITDA이익률	N/A	9.54	7.28	12.13	15.27
영업이익률	N/A	8.82	5.63	6.28	6.92
계속사업이익률	N/A	5.38	3.05	4.56	5.39

## 대차대조표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>408.4</b>	<b>632.7</b>	<b>380.7</b>	<b>410.0</b>
금융자산	0.0	153.3	518.9	264.4	287.6
현금성자산	0.0	133.3	392.6	135.4	152.0
매출채권	0.0	95.3	87.0	88.9	93.5
재고자산	0.0	77.7	55.3	56.5	59.5
기타유동자산	0.0	82.1	(28.5)	(29.1)	(30.6)
<b>비유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>87.4</b>	<b>101.1</b>	<b>370.1</b>	<b>370.0</b>
투자자산	0.0	4.4	5.8	5.9	5.9
금융자산	0.0	2.9	4.8	4.8	4.8
유형자산	0.0	42.7	47.8	317.7	318.3
무형자산	0.0	28.6	27.8	26.8	26.1
기타비유동자산	0.0	11.7	19.7	19.7	19.7
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>495.8</b>	<b>733.9</b>	<b>750.8</b>	<b>780.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>225.3</b>	<b>128.8</b>	<b>131.5</b>	<b>138.1</b>
금융부채	0.0	1.4	0.6	0.6	0.6
매입채무	0.0	43.2	30.8	31.5	33.1
기타유동부채	0.0	180.7	97.4	99.4	104.4
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>103.7</b>	<b>92.5</b>	<b>82.6</b>	<b>72.8</b>
금융부채	0.0	99.7	89.7	79.7	69.7
기타비유동부채	0.0	4.0	2.8	2.9	3.1
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>329.0</b>	<b>221.4</b>	<b>214.1</b>	<b>210.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>166.8</b>	<b>512.5</b>	<b>536.7</b>	<b>569.1</b>
자본금	0.0	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금	0.0	148.5	480.1	480.1	480.1
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	24.7	48.9	81.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>166.8</b>	<b>512.5</b>	<b>536.7</b>	<b>569.1</b>
순금융부채	0.0	(52.2)	(428.6)	(184.1)	(217.4)

## 투자지표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	644	192	295	396
BPS	0	2,278	6,262	6,557	6,954
CFPS	0	1,509	502	720	1,116
EBITDAPS	0	1,146	457	786	1,121
SPS	0	12,000	6,274	6,479	7,346
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.00	13.35	278.65	206.44	153.79
PBR	0.00	3.77	8.54	9.29	8.76
PCFR	0.00	5.70	106.57	84.58	54.57
EV/EBITDA	0.00	25.03	98.85	54.37	37.76
PSR	0.00	0.72	8.53	9.40	8.29
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.00	7.12	4.16	4.60	5.87
ROA	0.00	2.39	2.30	3.25	4.24
ROIC	0.00	21.16	43.50	15.90	10.86
부채비율	0.00	197.27	43.19	39.90	37.05
순부채비율	0.00	(31.30)	(83.63)	(34.31)	(38.19)
이자보상배율(배)	0.00	15.05	5.31	7.58	9.49

## 현금흐름표

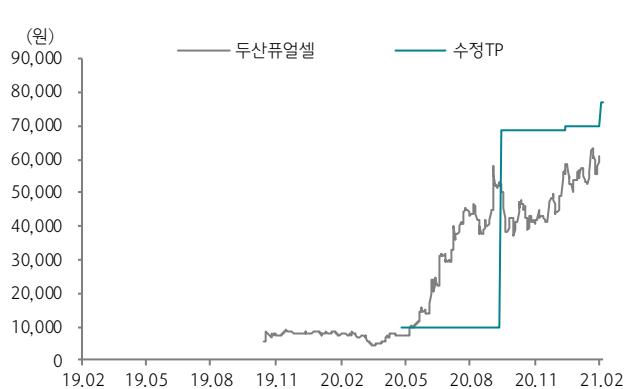
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>121.7</b>	<b>54.6</b>	<b>55.5</b>	<b>83.3</b>
당기순이익	0.0	11.9	14.1	24.2	32.4
조정	0	2	1	3	5
감가상각비	0.0	1.6	7.6	31.1	50.1
외환거래손익	0.0	1.6	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	1.6	(1.3)	0.0	0.0
기타	0.0	(2.8)	(4.8)	(28.1)	(45.1)
영업활동 자산부채변동	0.0	94.1	25.9	0.3	0.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>(22.8)</b>	<b>(118.0)</b>	<b>(302.8)</b>	<b>(56.7)</b>
투자자산감소(증가)	0.0	(2.8)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	0.0	(0.2)	(11.1)	(300.0)	(50.0)
기타	0.0	(19.8)	(106.7)	(2.8)	(6.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>320.5</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(10.0)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	101.1	(10.8)	(10.0)	(10.0)
자본증가(감소)	0.0	155.7	331.6	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(256.4)	(0.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>0.0</b>	<b>99.3</b>	<b>259.3</b>	<b>(257.2)</b>	<b>16.6</b>
Unlevered CFO	0.0	27.8	37.0	58.9	91.3
Free Cash Flow	0.0	121.5	43.5	(244.5)	33.3

자료: 하나금융투자



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
21.2.5	BUY	77,000		
20.12.18	BUY	70,000	-19.38%	-9.71%
20.9.17	BUY	68,684	-35.10%	-17.45%
20.4.29	BUY	9,812	217.69%	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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 02월 02일

## 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 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 2월 5일 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.