



2021년 4월 28일 | Equity Research

두산퓨얼셀 (336260)

정책이 만든 계절성. 상저하고 기대

목표주가 77,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀의 목표주가를 77,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 2020년 발생했던 수주 공백의 영향 때문이다. 정부의 장기 로드맵과 규제가 명확해지면 주요 발전회사들의 발주가 현실화될 전망이다. 올해 하반기 목표로 교대근무 확대를 통한 생산능력 증대를 추진하고 있다. 향후 HPS 시장에서 부과하는 의무이행물량 규모에 따라 증설 속도가 좌우될 전망이다. 그룹 차원에서 수소TFT가 구성되는 등 신규 사업 모색과 역량 집중에 대한 고민의 결과가 발표될 것으로 기대된다. 2021년 추정 실적 기준 PER 181.2배, PBR 7.4배다.

1Q21 영업이익 3억원(흑자전환)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 720억원으로 전년대비 258.8% 증가했다. LTSA 매출만 있었던 2020년 1분기 대비 기기매출 증가로 외형이 성장했지만 전분기대비는 수주 공백으로 다소 부진했다. 영업이익은 3억원으로 전년대비 흑자전환했다. 매출 감소에 따른 이익 감소다. 2020년 3분기 수주공백으로 올해 상반기는 실적개선 여력이 다소 제한적이나 하반기부터는 지난해 4분기 수주분이 매출로 반영되면서 개선될 전망이다. 세전이익은 단기금융상품에 가입된 유상증자 대금과 일부 외환차익에 개선되었다. 순이익은 적격분할 사후관리 위배 사유에 따른 일회성 법인세 반영으로 적자전환했다. 2021년 1분기 수주실적은 6MW다. HPS 제도가 구체화된 이후부터 수주가 확대될 가능성이 높다.

신규 어플리케이션 개발 지속. 추가 성장동력 확보 노력 중

트라이젠 모델을 국책과제로 개발중이며 생산되는 수소를 활용하여 모빌리티 연료공급 시장 진출을 모색하는 중이다. 대산그린에너지에서의 사례처럼 부생수소를 활용한 모델의 추가 프로젝트를 모색 중이다. 광주 빚고을수소연료전지에 12MW 규모 LPG/LNG 듀얼퓨얼 모델을 수주하고 스마트팜 사업 MOU를 체결하는 등 신규 시장 확대에 집중하고 있다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 77,000원 | CP(4월27일): 48,550원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,215.42
52주 최고/최저(원)	63,800/7,114
시가총액(십억원)	3,179.7
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	911.1
60일 평균 거래대금(십억원)	49.1
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	17.50
주요주주 지분율(%)	
두산중공업 외 16 인	38.45
BlackRock Fund Advisors 외 4 인	5.69
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.6) 22.8 563.3
상대	(9.8) (11.0) 296.6

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	531.1	887.3
영업이익(십억원)	34.1	74.5
순이익(십억원)	23.4	55.3
EPS(원)	286	675
BPS(원)	5,989	6,564

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	221.2	461.8	543.0	613.3	641.9
영업이익	십억원	19.5	26.0	32.4	45.9	50.2
세전이익	십억원	16.0	18.3	36.6	46.6	51.7
순이익	십억원	11.9	14.2	21.9	35.3	39.2
EPS	원	644	193	268	431	479
증감율	%	N/A	(70.03)	38.86	60.82	11.14
PER	배	13.35	277.20	181.16	112.65	101.36
PBR	배	3.77	8.54	7.43	6.97	6.53
EV/EBITDA	배	25.03	103.80	81.75	55.13	47.57
ROE	%	7.12	4.18	4.19	6.39	6.65
BPS	원	2,278	6,263	6,531	6,962	7,440
DPS	원	0	0	0	0	0

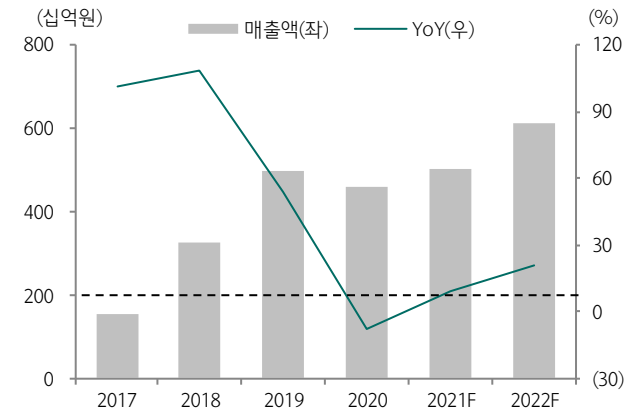


Analyst 유재선

02-3771-8011

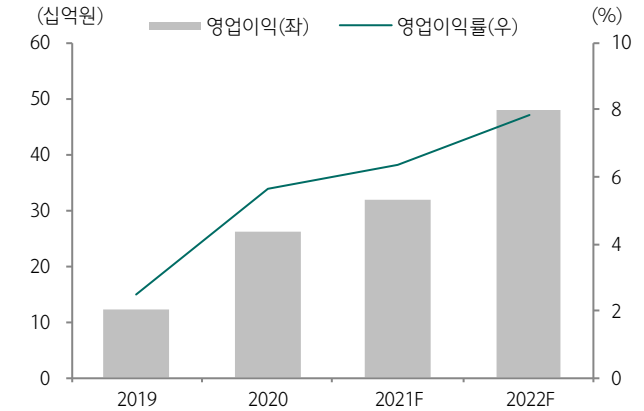
jaeseon.yoo@hanafn.com

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



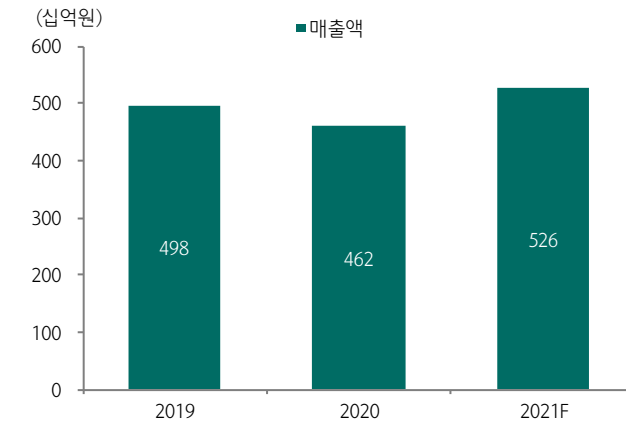
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



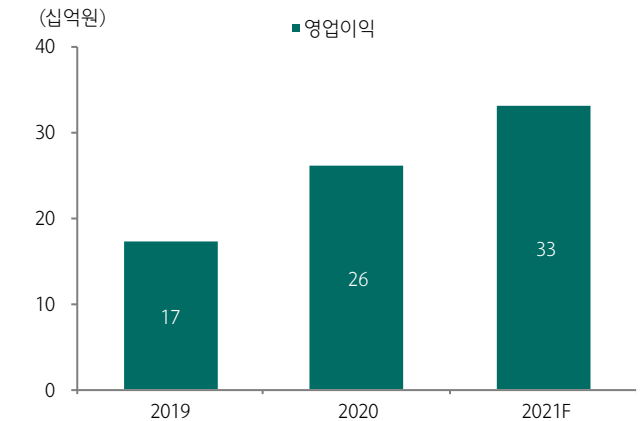
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 3. 2021년 사업계획 - 매출액



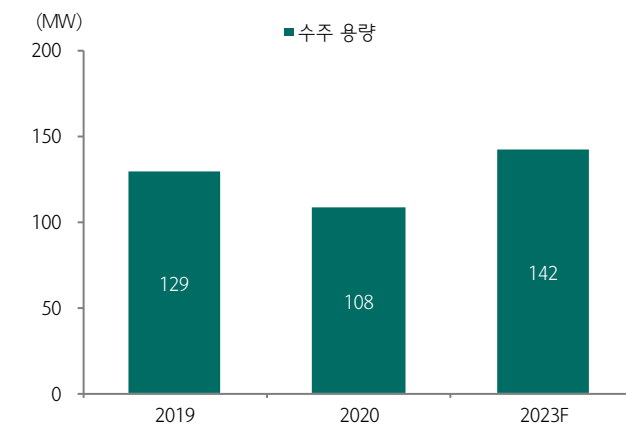
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 4. 2021년 사업계획 - 영업이익



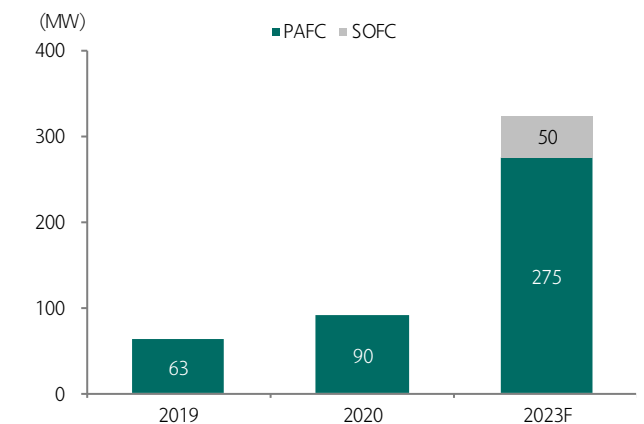
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 5. 2021년 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 6. 연료전지 Capa 증설계획



자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	221.2	461.8	543.0	613.3	641.9
매출원가	195.5	411.2	480.1	535.0	557.3
매출총이익	25.7	50.6	62.9	78.3	84.6
판매비	6.2	24.6	30.6	32.5	34.4
영업이익	19.5	26.0	32.4	45.9	50.2
금융손익	(2.3)	(5.6)	6.8	2.7	3.0
종속/관계기업손익	(1.6)	1.6	2.6	3.3	4.1
기타영업외손익	0.4	(3.8)	(5.1)	(5.3)	(5.6)
세전이익	16.0	18.3	36.6	46.6	51.7
법인세	4.1	4.1	14.7	11.3	12.5
계속사업이익	11.9	14.2	21.9	35.3	39.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.9	14.2	21.9	35.3	39.2
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	11.9	14.2	21.9	35.3	39.2
지배주주지분포괄이익	10.7	13.9	21.9	35.3	39.2
NOPAT	14.4	20.2	19.4	34.8	38.0
EBITDA	21.1	33.4	40.9	60.6	70.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	108.77	17.58	12.95	4.66
NOPAT증가율	N/A	40.28	(3.96)	79.38	9.20
EBITDA증가율	N/A	58.29	22.46	48.17	15.68
영업이익증가율	N/A	33.33	24.62	41.67	9.37
(지배주주)순이익증가율	N/A	19.33	54.23	61.19	11.05
EPS증가율	N/A	(70.03)	38.86	60.82	11.14
수익성(%)					
매출총이익률	11.62	10.96	11.58	12.77	13.18
EBITDA이익률	9.54	7.23	7.53	9.88	10.92
영업이익률	8.82	5.63	5.97	7.48	7.82
계속사업이익률	5.38	3.07	4.03	5.76	6.11

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	644	193	268	431	479
BPS	2,278	6,263	6,531	6,962	7,440
CFPS	1,509	746	576	766	891
EBITDAPS	1,146	453	500	740	856
SPS	12,000	6,274	6,635	7,494	7,843
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	13.35	277.20	181.16	112.65	101.36
PBR	3.77	8.54	7.43	6.97	6.53
PCR	5.70	71.72	84.29	63.38	54.49
EV/EBITDA	25.03	103.80	81.75	55.13	47.57
PSR	0.72	8.53	7.32	6.48	6.19
재무비율(%)					
ROE	7.12	4.18	4.19	6.39	6.65
ROA	2.39	2.21	2.67	4.08	4.35
ROIC	21.16	13.13	7.05	10.76	10.74
부채비율	197.27	54.17	59.78	53.67	51.65
순부채비율	(31.30)	(56.90)	(46.75)	(45.13)	(42.96)
이자보상배율(배)	15.05	5.25	6.52	9.25	10.11

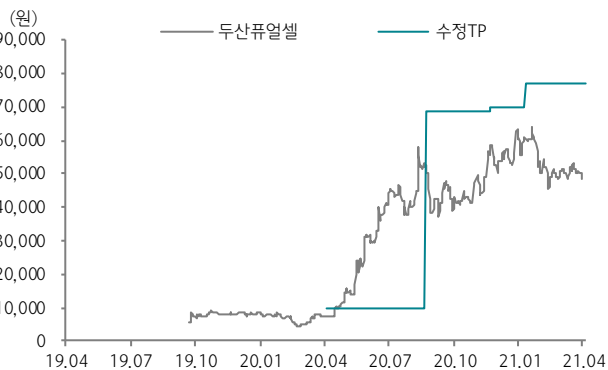
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	408.4	652.0	673.5	660.1	677.7
금융자산	153.3	392.9	351.1	358.4	362.8
현금성자산	133.3	132.4	90.6	97.9	102.3
매출채권	95.3	72.1	89.7	84.0	87.6
재고자산	77.7	112.2	139.7	130.7	136.4
기타유동자산	82.1	74.8	93.0	87.0	90.9
비유동자산	87.4	138.2	180.5	215.5	245.8
투자자산	4.4	7.9	8.7	8.4	8.6
금융자산	2.9	4.8	4.9	4.8	4.9
유형자산	42.7	51.3	93.8	129.9	160.5
무형자산	28.6	28.0	26.9	26.2	25.6
기타비유동자산	11.7	51.0	51.1	51.0	51.1
자산총계	495.8	790.2	854.0	875.6	923.5
유동부채	225.3	264.6	303.5	290.7	298.8
금융부채	1.4	100.3	100.3	100.3	100.3
매입채무	43.2	74.0	92.1	86.2	89.9
기타유동부채	180.7	90.3	111.1	104.2	108.6
비유동부채	103.7	13.1	16.0	15.1	15.7
금융부채	99.7	0.9	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	4.0	12.2	15.1	14.2	14.8
부채총계	329.0	277.6	319.5	305.8	314.5
지배주주지분	166.8	512.5	534.5	569.8	608.9
자본금	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	148.5	479.4	479.4	479.4	479.4
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	10.6	24.5	46.4	81.7	120.9
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	534.5	569.8	608.9
순금융부채	(52.2)	(291.6)	(249.9)	(257.1)	(261.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	121.7	(76.0)	8.6	57.2	54.5
당기순이익	11.9	14.2	21.9	35.3	39.2
조정	2	3	1	1	2
감가상각비	1.6	7.3	8.6	14.7	19.9
외환거래손익	1.6	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	(1.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.8)	(6.5)	(7.6)	(13.7)	(17.9)
영업활동 자산부채 변동	94.1	(119.2)	(21.9)	7.2	(4.6)
투자활동 현금흐름	(22.8)	(255.5)	(50.8)	(49.7)	(50.2)
투자자산감소(증가)	(2.8)	(1.5)	(0.8)	0.3	(0.2)
자본증가(감소)	(0.2)	(12.8)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	(19.8)	(241.2)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	101.1	0.1	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	155.7	331.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(256.4)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	99.3	(0.9)	(41.9)	7.3	4.5
Unlevered CFO	27.8	54.9	47.1	62.7	73.0
Free Cash Flow	121.5	(88.8)	(41.4)	7.2	4.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 25일

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 2021년 4월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 4월 28일 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.