

두산퓨얼셀 (336260)

정책 발표 이후 수주 공백 해소 기대

목표주가 70,000원으로 하향, 투자 의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 70,000원으로 기존대비 9.1% 하향 하며 투자 의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2022년 매출에 PSR 7.5배를 적용했다. 2분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 2020년 수주 공백이 올해 상반기 실적 부진으로 이어졌다. 하반기는 가파른 회복이 가능할 전망이다. 한편 정부 정책 발표 지연으로 작년과 같은 수주 공백이 재현되는 중이다. 2022년에도 일시적 실적 부진이 반복될 가능성이 높은 상황이다. 물론 이는 정책 부재에 따른 현상이며 향후 발표되는 내용에 따라 실제 시장 규모와 성장 속도를 가늠할 수 있을 전망이다. 2021년 실적 기준 PER 206.5배, PBR 7.5배다.

2Q21 영업이익 10억원(YoY -91.7%)으로 컨센서스 하회

2분기 매출액은 556억원으로 전년 대비 49.5% 감소했다. 2020년 3분기 발생한 수주 공백의 시차 영향에 기기 매출이 줄어든 것으로 판단된다. 영업이익은 10억원으로 전년 대비 91.7% 감소했다. 매출 감소로 전년 대비 감익폭이 유의미한 수준으로 나타났지만 국내 제품 비중이 상승하며 이익률은 전분기 대비 개선되었다. 하반기부터는 지난해 4분기 이후의 수주 물량이 실적적으로 반영되기 때문에 외형 및 이익 증가가 두드러지게 나타날 전망이다. 이에 연간 영업 실적 및 수주 가이드의 변화는 없었다.

CHPS 제도의 청정수소에서 비롯된 의무 시장의 딜레마

규제가 담보하는 보조금 또는 의무 범위 안에서 성장이 가능하기 때문에 정부 정책이 중요하다. HPS에서 CHPS 제도로 변화하는 과정에서 청정수소가 강조되고 있는 현실이 정책 발표 지연의 이유로 판단된다. 수소 범위를 청정수소로 제한하면 발전용 연료 확보가 쉽지 않아 연료전지 보급이 어려울 수 있다. 반면 연료에 대한 허용 범위가 완화되면 설비 보급 목표치가 강하게 제시될 수 있다. 규제 강도가 강해질수록 그에 비례하여 성장 여력이 감소할 수 있다는 부분은 다소 모순이지만 탄소중립 달성 과정에서 거치게 되는 과도기적 이슈로 판단된다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 70,000원 | CP(7월27일): 48,950원

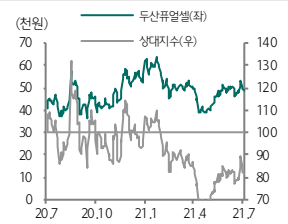
Key Data

| | |
|------------------|-------------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 3,232.53 |
| 52주 최고/최저(원) | 63,800/36,844 |
| 시가총액(십억원) | 3,205.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.14 |
| 발행주식수(천주) | 65,493.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,192.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 55.8 |
| 21년 배당금(예상, 원) | 0 |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 12.04 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 두산중공업 외 16 인 | 38.45 |
| 국민연금공단 | 6.31 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | 0.5 (20.0) 10.4 |
| 상대 | 2.7 (22.7) (24.3) |

Consensus Data

| | 2021 | 2022 |
|-----------|-------|-------|
| 매출액(십억원) | 482.4 | 851.7 |
| 영업이익(십억원) | 27.2 | 68.0 |
| 순이익(십억원) | 15.2 | 50.8 |
| EPS(원) | 186 | 619 |
| BPS(원) | 6,450 | 7,044 |

Stock Price



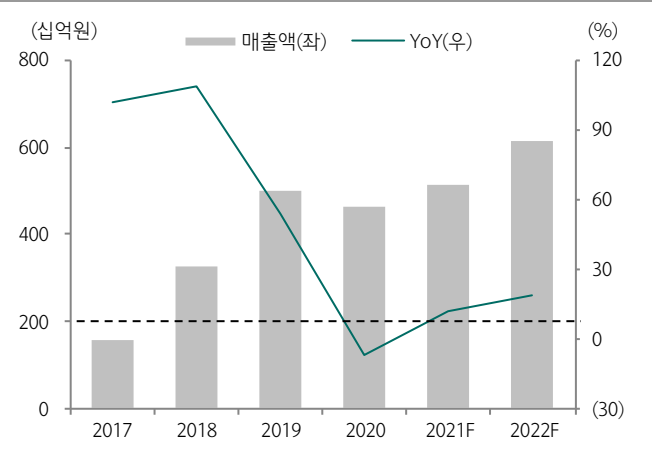
Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------|-----|-------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 221.2 | 461.8 | 515.6 | 611.7 | 640.3 |
| 영업이익 | 십억원 | 19.5 | 26.0 | 32.9 | 49.8 | 54.1 |
| 세전이익 | 십억원 | 16.0 | 18.3 | 33.6 | 47.3 | 52.4 |
| 순이익 | 십억원 | 11.9 | 14.2 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| EPS | 원 | 644 | 193 | 237 | 433 | 481 |
| 증감율 | % | N/A | (70.03) | 22.80 | 82.70 | 11.09 |
| PER | 배 | 13.35 | 277.20 | 206.54 | 113.05 | 101.77 |
| PBR | 배 | 3.77 | 8.54 | 7.53 | 7.06 | 6.60 |
| EV/EBITDA | 배 | 25.03 | 103.80 | 74.54 | 48.50 | 42.32 |
| ROE | % | 7.12 | 4.18 | 3.71 | 6.45 | 6.70 |
| BPS | 원 | 2,278 | 6,263 | 6,499 | 6,933 | 7,413 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



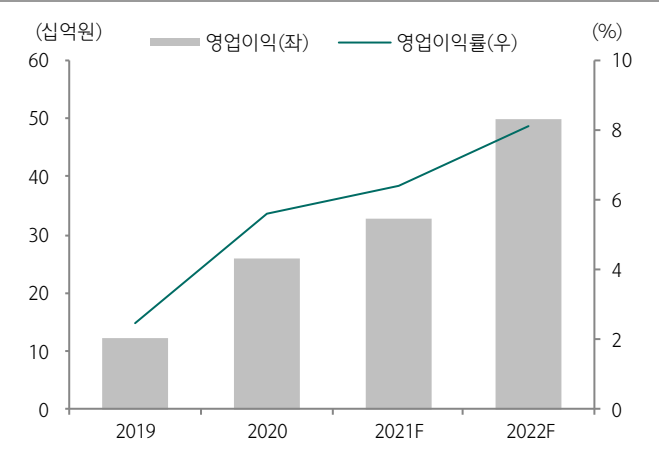
Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

그림 1. 연간 매출액 추이 및 전망



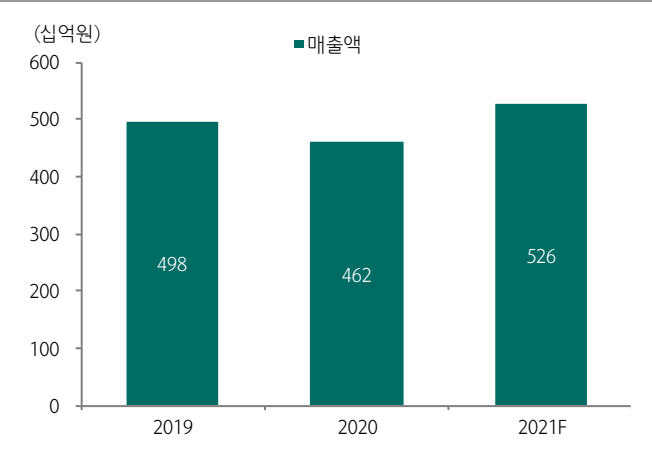
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



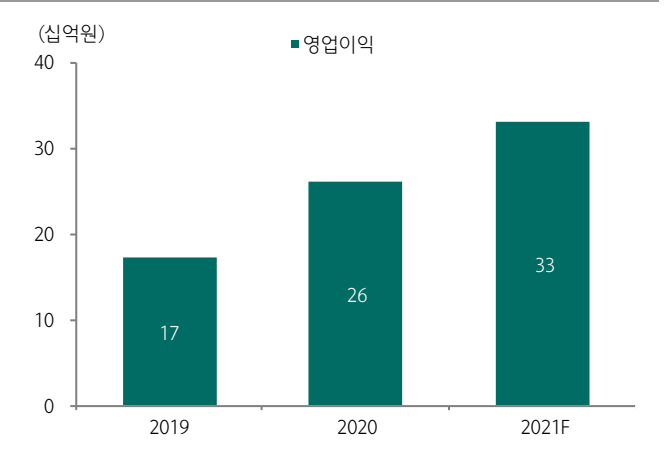
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 3. 2021년 사업계획 - 매출액



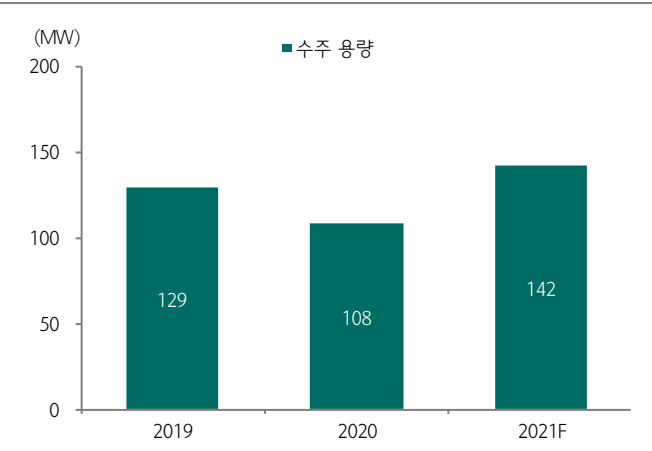
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

그림 4. 2021년 사업계획 - 영업이익



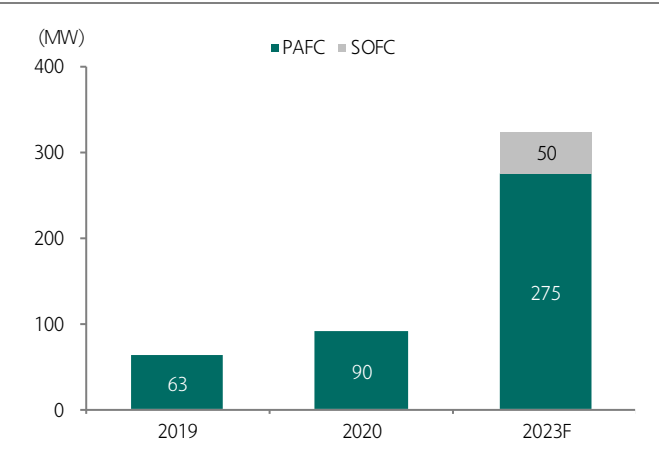
자료: 두산퓨얼셀, 하나금융투자

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 | 515.6 | 611.7 | 640.3 |
| 매출원가 | 195.5 | 411.2 | 450.8 | 528.0 | 550.3 |
| 매출총이익 | 25.7 | 50.6 | 64.8 | 83.7 | 90.0 |
| 판매비 | 6.2 | 24.6 | 32.0 | 33.9 | 36.0 |
| 영업이익 | 19.5 | 26.0 | 32.9 | 49.8 | 54.1 |
| 금융손익 | (2.3) | (5.6) | 1.8 | (2.0) | (1.8) |
| 종속/관계기업손익 | (1.6) | 1.6 | 2.4 | 3.1 | 3.9 |
| 기타영업외손익 | 0.4 | (3.8) | (3.5) | (3.6) | (3.8) |
| 세전이익 | 16.0 | 18.3 | 33.6 | 47.3 | 52.4 |
| 법인세 | 4.1 | 4.1 | 14.2 | 11.8 | 13.1 |
| 계속사업이익 | 11.9 | 14.2 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 11.9 | 14.2 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| 비배주주지분 손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 11.9 | 14.2 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| 지배주주지분포괄이익 | 10.7 | 13.9 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| NOPAT | 14.4 | 20.2 | 19.0 | 37.3 | 40.5 |
| EBITDA | 21.1 | 33.4 | 41.9 | 64.4 | 73.6 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | N/A | 108.77 | 11.65 | 18.64 | 4.68 |
| NOPAT증가율 | N/A | 40.28 | (5.94) | 96.32 | 8.58 |
| EBITDA증가율 | N/A | 58.29 | 25.45 | 53.70 | 14.29 |
| 영업이익증가율 | N/A | 33.33 | 26.54 | 51.37 | 8.63 |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A | 19.33 | 36.62 | 82.47 | 11.02 |
| EPS증가율 | N/A | (70.03) | 22.80 | 82.70 | 11.09 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 11.62 | 10.96 | 12.57 | 13.68 | 14.06 |
| EBITDA이익률 | 9.54 | 7.23 | 8.13 | 10.53 | 11.49 |
| 영업이익률 | 8.82 | 5.63 | 6.38 | 8.14 | 8.45 |
| 계속사업이익률 | 5.38 | 3.07 | 3.76 | 5.79 | 6.14 |

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
| 유동자산 | 408.4 | 652.0 | 729.8 | 656.6 | 674.0 |
| 금융자산 | 153.3 | 392.9 | 466.9 | 465.0 | 474.1 |
| 현금성자산 | 133.3 | 132.4 | 140.9 | 139.0 | 148.1 |
| 매출채권 | 95.3 | 72.1 | 93.6 | 68.0 | 71.0 |
| 재고자산 | 77.7 | 112.2 | 67.1 | 48.8 | 50.9 |
| 기타유동자산 | 82.1 | 74.8 | 102.2 | 74.8 | 78.0 |
| 비유동자산 | 87.4 | 138.2 | 187.8 | 221.8 | 252.4 |
| 투자자산 | 4.4 | 7.9 | 5.4 | 3.9 | 4.1 |
| 금융자산 | 2.9 | 4.8 | 0.5 | 0.3 | 0.3 |
| 유형자산 | 42.7 | 51.3 | 104.2 | 140.5 | 171.6 |
| 무형자산 | 28.6 | 28.0 | 27.4 | 26.5 | 25.9 |
| 기타비유동자산 | 11.7 | 51.0 | 50.8 | 50.9 | 50.8 |
| 자산총계 | 495.8 | 790.2 | 917.7 | 878.4 | 926.4 |
| 유동부채 | 225.3 | 264.6 | 361.7 | 292.3 | 300.4 |
| 금융부채 | 1.4 | 100.3 | 100.6 | 100.6 | 100.6 |
| 매입채무 | 43.2 | 74.0 | 118.3 | 86.0 | 89.8 |
| 기타유동부채 | 180.7 | 90.3 | 142.8 | 105.7 | 110.0 |
| 비유동부채 | 103.7 | 13.1 | 24.0 | 18.7 | 19.3 |
| 금융부채 | 99.7 | 0.9 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 기타비유동부채 | 4.0 | 12.2 | 19.4 | 14.1 | 14.7 |
| 부채총계 | 329.0 | 277.6 | 385.7 | 311.0 | 319.7 |
| 지배주주지분 | 166.8 | 512.5 | 531.9 | 567.4 | 606.7 |
| 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 | 43.9 | 79.3 | 118.6 |
| 비배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 166.8 | 512.5 | 531.9 | 567.4 | 606.7 |
| 순금융부채 | (52.2) | (291.6) | (361.7) | (359.7) | (368.8) |

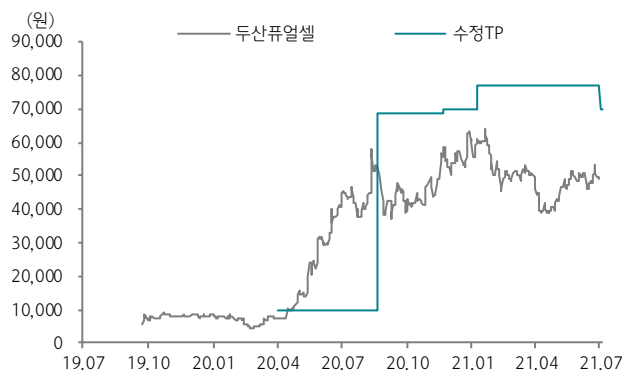
| 투자지표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 644 | 193 | 237 | 433 | 481 |
| BPS | 2,278 | 6,263 | 6,499 | 6,933 | 7,413 |
| CFPS | 1,509 | 746 | 622 | 811 | 934 |
| EBITDAPS | 1,146 | 453 | 511 | 786 | 899 |
| SPS | 12,000 | 6,274 | 6,300 | 7,474 | 7,823 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 13.35 | 277.20 | 206.54 | 113.05 | 101.77 |
| PBR | 3.77 | 8.54 | 7.53 | 7.06 | 6.60 |
| PCR | 5.70 | 71.72 | 78.70 | 60.36 | 52.41 |
| EV/EBITDA | 25.03 | 103.80 | 74.54 | 48.50 | 42.32 |
| PSR | 0.72 | 8.53 | 7.77 | 6.55 | 6.26 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 7.12 | 4.18 | 3.71 | 6.45 | 6.70 |
| ROA | 2.39 | 2.21 | 2.27 | 3.95 | 4.36 |
| ROIC | 21.16 | 13.13 | 8.13 | 15.72 | 15.39 |
| 부채비율 | 197.27 | 54.17 | 72.52 | 54.82 | 52.70 |
| 순부채비율 | (31.30) | (56.90) | (67.99) | (63.40) | (60.79) |
| 이자보상배율(배) | 15.05 | 5.25 | 7.11 | 10.69 | 11.61 |

자료: 하나금융투자

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
| 영업활동 현금흐름 | 121.7 | (76.0) | 97.2 | 53.3 | 58.4 |
| 당기순이익 | 11.9 | 14.2 | 19.4 | 35.4 | 39.3 |
| 조정 | 2 | 3 | 1 | 1 | 2 |
| 감가상각비 | 1.6 | 7.3 | 8.9 | 14.6 | 19.5 |
| 외환거래손익 | 1.6 | 3.8 | (2.9) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 1.6 | (1.6) | (0.5) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (2.8) | (6.5) | (4.5) | (13.6) | (17.5) |
| 영업활동 자산부채 변동 | 94.1 | (119.2) | 63.9 | 3.3 | (0.4) |
| 투자활동 현금흐름 | (22.8) | (255.5) | (117.1) | (48.5) | (50.2) |
| 투자자산감소(증가) | (2.8) | (1.5) | 3.9 | 1.5 | (0.2) |
| 자본증가(감소) | (0.2) | (12.8) | (55.1) | (50.0) | (50.0) |
| 기타 | (19.8) | (241.2) | (65.9) | 0.0 | 0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 0.4 | 330.6 | (0.3) | 0.0 | 0.0 |
| 금융부채증가(감소) | 101.1 | 0.1 | 4.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 155.7 | 331.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (256.4) | (1.4) | (4.3) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 99.3 | (0.9) | 8.5 | (1.9) | 9.1 |
| Unlevered CFO | 27.8 | 54.9 | 50.9 | 66.4 | 76.5 |
| Free Cash Flow | 121.5 | (88.8) | 42.1 | 3.3 | 8.4 |

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



| 날짜 | 투자 의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 21.7.28 | BUY | 70,000 | | |
| 21.2.5 | BUY | 77,000 | -36.47% | -17.14% |
| 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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 | 93.75% | 6.25% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2021년 07월 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 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 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.