두산퓨얼셀
(336260.KS)

열리는 수소시대, 다양해지는 포트폴리오

Green Industry

2021. 02. 05



EV/Alternative Energy 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	75,000원
현재주가(02/04)	60,900원

Key Data	(기준일: 2021.02.04)
KOSPI(pt)	3,088
KOSDAQ(pt)	965
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	3,989
52 주 최고/최저(원)	64,900 / 4,010
52 주 일간 Beta	1.26
발행주식수(천주)	65,494
평균거래량(3M,천주)	1,980
평균거래대금(3M,백만원)	105,589
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	19.6
주요주주 지분율(%)	
두산중공업(외 18 인)	38.5
BlackFundAdvisors(외5인)	7.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	50.6	39.2	690.7
KOSPI 대비상대수익률	3.3	19.6	3.7	647.6

▪ 예상 부합한 4분기, 수주 성장 기대되는 2021년

두산퓨얼셀의 4분기 매출과 영업이익은 1,577억원, 56억원으로 당사 추정치(1,455억원, 45억원) 대비 소폭 상회했다. 2021년 연간 가이던스도 매출액 5,264억원. 영업이익 330억원으로 당사 추정치와 유사한 수준이다. 지난해 수주는 전기위원회의 규정변경으로 인한 인허가 일시 중단으로 2019년 대비 감소한 108MW를 기록했다. 지난해 11월부터 인허가 재개로 수주상황은 정상화되었다. 2021년 수주 가이던스는 142MW로 전년대비 32% 증가한 수준이고, 충분히 달성될 것으로 판단된다. 수소발전 의무화제도는 최근에 업계의 의견을 회람하고 있는 단계이며, 무리 없이 연내에 법제화될 것으로 예상된다.

▪ EU에 이어 미국까지 수소시장 확대 예상, 글로벌 수소 시대 열리는 중

EU의 그린수소 투자가 확정된 후 1년도 안되는 기간에 발표된 그린수소프로젝트만 17GW에 달한다. 이 추세면 EU의 목표 2030년 40GW뿐 아니라 글로벌 전체에 약 100GW 이상의 그린수소 공급망이 갖추어질 것으로 판단된다. 현대차, 토요타 이외에 수소연료전지와 수소를 만드는 수전해 설비를 제조하는 업체들 5개가 동시에 기가 팩토리를 건설하고 있다. 미국의 바이든 정부도 탄소배출 중립을 달성하기 위해 수소를 주요 수단으로 삼을 것이라고 핵심 관계자들이 밝히고 있다. 아시아 3개국가에 국한되던 수소가 글로벌 개화를 앞두고 있는 것이다.

▪ 목표주가 75,000원 유지, 글로벌 수소업체들 대비 매력적

두산퓨얼셀에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원을 유지한다. 현재 발전용 PAFC 위주의 사업구조가, SOFC, PEMFC로 확대되고, PEM 방식의 수전해 사업에도 진출한다. 다양한 사업을 벌이는 글로벌 수소업체들과의 밸류에이션 갭이 축소될 가능성이 높다는 의미이다. 전세계에서 가장 적극적인 지원정책을 기반으로 이익이 발생하면서 성장하는 두산퓨얼셀의 투자매력은 높다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	4Q20P					1Q21E			2019	2020E		2021E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	158	146	8.4	144	9.8	33	-79.1	64.0	221	462	108.8	531	14.9
영업이익	6	4	25.6	8	-25.5	-5	적전	적지	19	26	33.6	32	22.7
세전이익	1	2	-79.8	7	-92.8	-4	적전	적지	16	18	13.9	31	71.4
순이익	1	2	-43.0	5	-78.2	-3	적전	적지	12	14	19.5	24	67.5
영업이익률	3.6	3.1	0.5	5.3	-1.7	-13.7	-17.3	9.4	8.8	5.6	-3.2	6.0	0.4
순이익률	0.7	1.3	-0.6	3.5	-2.8	-9.5	-10.2	7.6	5.4	3.1	-2.3	4.5	1.4
EPS(원)	78	136	-43.0	294	-73.6	-191	적전	적지	210	251	19.2	363	44.8
BPS(원)	5,880	5,890	-0.2	77	7,525.4	5,841	-0.6	160.7	2,287	5,880	157.0	6,170	4.9
ROE(%)	1.3	2.3	-1.0	381.6	-380.3	-3.3	-4.6	7.6	na	4.4		4.8	0.4
PER(X)	783.5	446.2	-	207.0	-	na	-	-	40.9	243.0	-	167.9	-
PBR(X)	10.4	10.3	-	789.8	-	10.4	-	-	3.8	10.4	-	9.9	-

자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 연간 실적 추정치

(십억원)	2019A	2020P	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**221.2**	**461.9**	**530.6**	**943.5**	**1,404.3**	**1,625.2**	**1,848.2**
증감율	0.0%	0.0%	14.9%	77.8%	48.8%	15.7%	13.7%
연료전지 주기기	210.0	395.1	451.0	837.0	1264.0	1445.0	1624.0
장기유지보수서비스	11.2	66.8	79.6	106.5	140.3	180.2	224.2
매출원가	**195.5**	**414.1**	**474.5**	**834.4**	**1240.7**	**1433.9**	**1627.1**
매출원가율	88%	90%	89%	88%	88%	88%	88%
매출총이익	25.6	47.7	56.2	109.1	163.6	191.3	221.1
판관비	**-6.2**	**21.7**	**24.2**	**26.7**	**28.6**	**31.0**	**33.2**
판관비율	-2.8%	4.7%	4.6%	2.8%	2.0%	1.9%	1.8%
영업이익	**19.5**	**26.0**	**32.0**	**82.4**	**135.0**	**160.3**	**187.9**
증감율	0.0%	0.0%	22.7%	158.0%	63.8%	18.7%	17.2%
영업이익률	8.8%	5.6%	6.0%	8.7%	9.6%	9.9%	10.2%
영업외손익	0.0	-7.8	-0.7	-1.6	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	**16.0**	**18.2**	**31.3**	**80.8**	**133.0**	**158.6**	**186.0**
법인세	**-4.1**	**4.0**	**7.5**	**18.6**	**30.4**	**36.8**	**42.4**
법인세율	-25.9%	22.2%	24.0%	23.0%	22.8%	23.2%	22.8%
당기순이익	**-**	**14.2**	**23.8**	**62.2**	**102.6**	**121.8**	**143.6**

자료 : 유진투자증권, 두산퓨얼셀

도표 2 분기 실적 추정치

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
매출액	**20.1**	**110.1**	**174.0**	**157.7**	**32.9**	**117.4**	**198.5**	**181.8**	**461.9**	**530.6**	**943.5**
증감율					64%	7%	14%	15%	0.0%	14.9%	77.8%
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.2	140.5	15	98	178	160	395.1	451.0	837.0
장기유지보수서비스	16.7	16.1	16.8	17.2	17.9	19.4	20.5	21.8	66.8	79.6	106.5
매출원가	**19.5**	**92.8**	**155.8**	**146.1**	**31.9**	**98.6**	**176.7**	**167.3**	**414.1**	**474.5**	**834.4**
매출원가율	97%	84%	90%	93%	97%	84%	89%	92%	90%	89%	88%
매출총이익	0.6	17.3	18.2	11.6	1.0	18.8	21.8	14.5	47.7	56.2	109.1
판관비	5.2	4.7	5.7	6.0	5.5	5.5	6.5	6.7	**21.7**	**24.2**	**26.7**
판관비율	26%	4%	3%	4%	17%	5%	3%	4%	4.7%	4.6%	2.8%
영업이익	**-4.6**	**12.6**	**12.5**	**5.6**	**-4.5**	**13.3**	**15.3**	**7.8**	**26.0**	**32.0**	**82.4**
증감율						6%	23%	40%	0.0%	22.7%	158.0%
영업이익률	-23%	11%	7%	4%	-14%	11%	8%	4%	5.6%	6.0%	8.7%
영업외손익	**0.5**	**-0.8**	**-2.4**	**-5.1**	**0.7**	**0.5**	**0.1**	**-2.0**	-7.8	-0.7	-1.6
세전이익	**-4.1**	**11.8**	**10.1**	**0.5**	**-3.8**	**13.8**	**15.4**	**5.8**	**18.2**	**31.3**	**80.8**
법인세	**-0.7**	**2.6**	**2.7**	**-0.6**	**-0.7**	**3.0**	**3.9**	**1.3**	**4.0**	**7.5**	**18.6**
법인세율	17%	22%	27%	-120%	18%	22%	25%	22%	22.2%	24.0%	23.0%
당기순이익	**-3.4**	**9.1**	**7.4**	**1.1**	**-3.1**	**10.8**	**11.6**	**4.6**	**14.2**	**23.8**	**62.2**

자료 : 유진투자증권, 두산퓨얼셀

도표 3 글로벌 수소관련주들 Valuation 비교

	두산퓨얼셀	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	BALLARD POWER	PLUG POWER	POWERCELL	NEL ASA	MCPHY ENERGY
국가	SOUTH KOREA	UNITED STATES	BRITAIN	BRITAIN	CANADA	UNITED STATES	SWEDEN	NORWAY	FRANCE
2021-02-04	60,900	41.0	8.7	20.3	37.1	67.4	48.8	3.8	40.6
통화	KRW	USD	GBp	GBp	USD	USD	SEK	NOK	EUR
시가총액(백만달러, 십억원)	3,988.5	6,807.5	4,794.1	3,503.0	10,456.6	33,505.9	2,528.7	5,328.1	1,131.3
PSR(배)									
FY19A	18.0	8.7	800.9	176.9	98.3	145.5	357.5	90.3	88.7
FY20P	8.6	8.8	574.3	87.8	98.6	110.1	-	1.3	61.7
FY21F	7.5	7.0	113.5	69.9	82.5	74.7	-	0.0	30.7
FY22F	4.2	5.7	46.6	100.2	58.4	49.3	-	0.0	21.2
PBR(배)									
FY19A	3.8	-	3.2	3.0	6.7	11.4	14.1	5.7	3.9
FY20P	10.4	178.1	-	-	13.1	49.9	-	12.7	5.1
FY21F	9.9	42.9	-	-	14.3	59.1	-	10.8	5.2
FY22F	9.9	32.5	-	-	11.9	60.2	-	13.7	5.2
매출액(백만달러, 십억원)									
FY19A	221.2	785.2	6.0	19.8	106.3	230.2	7.1	59.0	12.7
FY20P	461.9	772.1	8.3	39.9	106.1	304.3	-	69.7	18.3
FY21F	530.6	972.7	42.2	50.1	126.8	448.5	-	120.0	36.9
FY22F	943.5	1,196.3	102.9	35.0	179.0	679.1	-	190.9	53.4
영업이익(백만달러, 십억원)									
FY19A	19.5	-232.8	-12.0	-10.2	-27.4	-50.0	-8.4	-28.8	-7.3
FY20P	26.0	-99.7	-27.6	-19.0	-34.6	-94.8	-	-41.6	-11.3
FY21F	32.0	-39.8	-13.3	-13.5	-29.5	-44.0	-	-24.0	-5.6
FY22F	82.4	23.2	-5.5	-11.6	-19.5	-6.1	-	-26.4	-1.9
영업이익률(%)									
FY19A	8.8	-29.6	-200.5	-51.4	-25.8	-21.7	-118.9	-48.9	-57.5
FY20P	5.6	-12.9	-330.6	-47.6	-32.6	-31.2	-	-59.6	-61.5
FY21F	6.0	-4.1	-31.4	-26.9	-23.3	-9.8	-	-20.0	-15.3
FY22F	8.7	1.9	-5.4	-33.1	-10.9	-0.9	-	-13.8	-3.6
순이익(백만달러, 십억원)									
FY19A	11.9	-304.4	-12.3	-6.3	-39.1	-85.5	46.3	-30.7	-7.0
FY20P	14.2	-91.2	-27.6	-14.4	-45.8	-148.9	-	-7.6	-10.7
FY21F	23.8	-30.5	-28.8	-9.5	-33.2	-95.6	-	-25.9	-7.4
FY22F	62.2	30.2	0.4	-7.0	-17.6	-50.5	-	-17.6	-4.2
ROE(%)									
FY19A	-	-	-30.6	-10.1	-14.7	-	126.5	-15.7	-38.8
FY20P	4.4	-86.6	-13.8	-7.6	-	-4.5	-	-3.8	-6.2
FY21F	4.8	11.6	-5.4	-4.8	-	-2.6	-	-4.7	-3.5
FY22F	12.4	46.9	0.2	-5.0	-	0.3	-	-4.4	-2.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2021.02.04 종가기준, 컨센서스 기준. 두산퓨얼셀은 당사추정치

도표 4 두산퓨얼셀의 사업전략



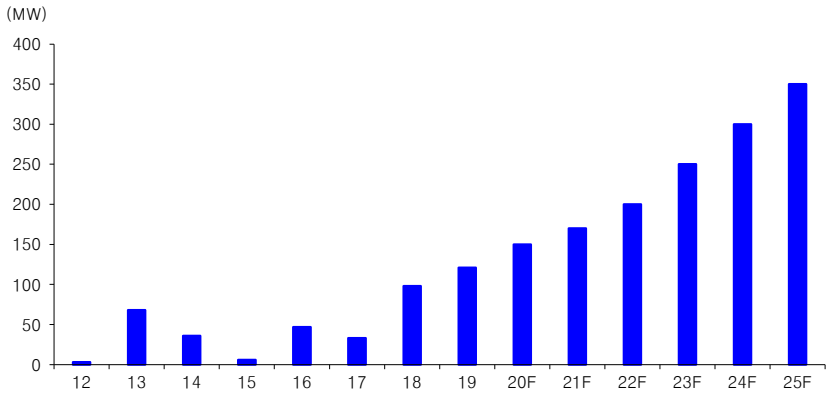
자료 : 두산퓨얼셀

도표 5 수소연료전지 기술 비교

구분	고분자전해질 연료전지 (PEMFC)	인산형 연료전지 (PAFC)	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)
전해질	고분자막	인산염	용융탄산염	고체산화물
작동온도	50~100℃	150~250℃	650℃	600~900℃
주 촉매	백금	백금	Perovskite	니켈
전기효율	< 40%	40~45%	45~60%	50~60%
복합효율	-	90%	88%	-
주용도	수송용 휴대용	발전용 가정/건물용	발전용 가정/건물용	발전용 가정/건물용

자료 : 두산퓨얼셀

도표 6 국내 수소 연료전지 연간 예상 신규설치량



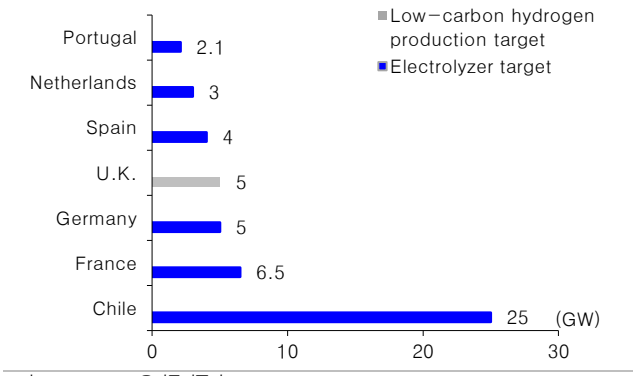
자료: 에너지관리공단, 유진투자증권

도표 7 EU Hydrogen Strategy

목표	▪ 2050년 EU 에너지 비중의 23% 이상을 그린수소로 달성, 현재는 2% 이하 수준
2030 투자 목표	▪ 2024년까지 수전해 설비 6GW 확보, 2030년까지 80GW(역내에 40GW, 역외에 40GW) ▪ 그린수소 제조단가 현재의 2.5~5.5유로/kg에서 그레이 수소와 같은 1.5유로 목표 ▪ 수소사용을 버스, 택시, 트럭, 철도, 배 등 교통수단에서 정유, 화학, 철강 등 제조업으로 확장
부분별 투자규모	▪ 2030년까지 수전해 설비 240~420억 유로 ▪ 수소 운송, 충전 등 인프라 확충 650억 유로 ▪ 그린수소 제조 위한 재생에너지 건설에 2,200~3,400억 유로(80~120GW)

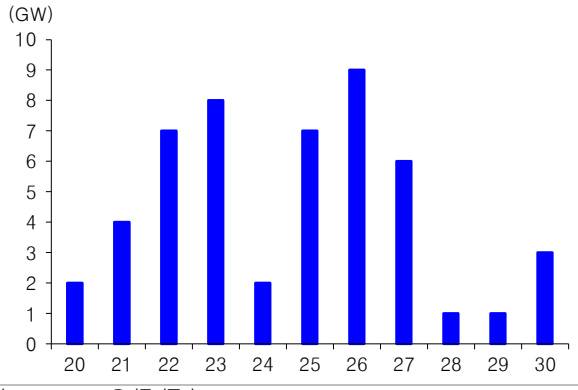
자료: 유진투자증권

도표 8 유럽의 그린수소 프로젝트 규모



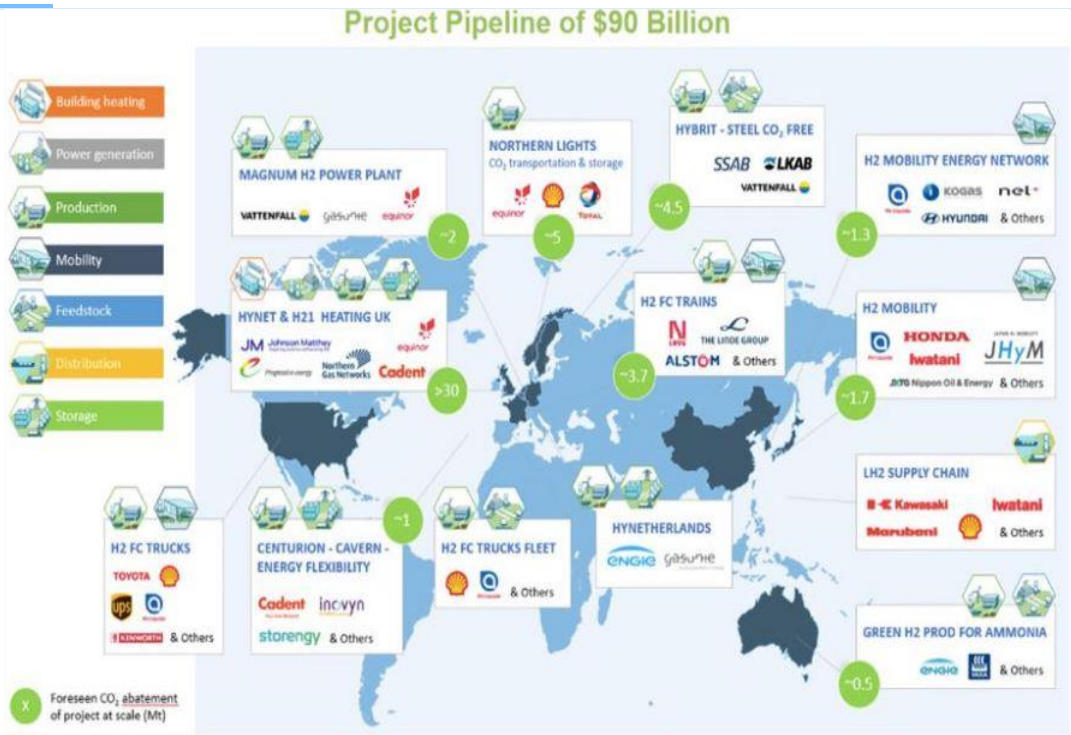
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9 글로벌 그린수소 프로젝트 연간 시작 건수



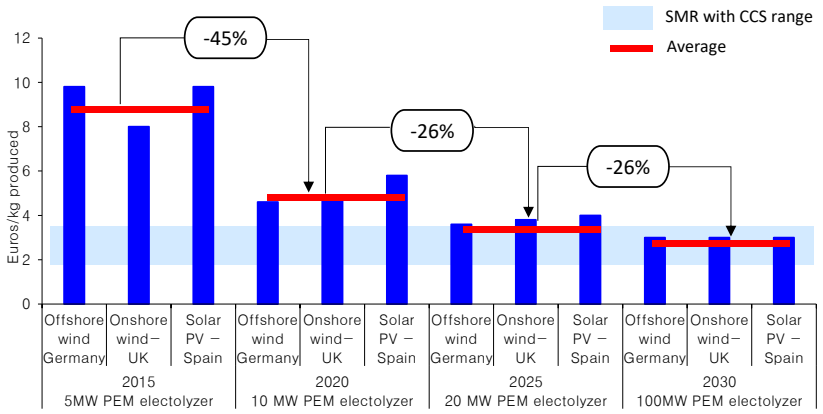
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 10 글로벌 그린수소 프로젝트 현재까지 약 900 억달러 규모



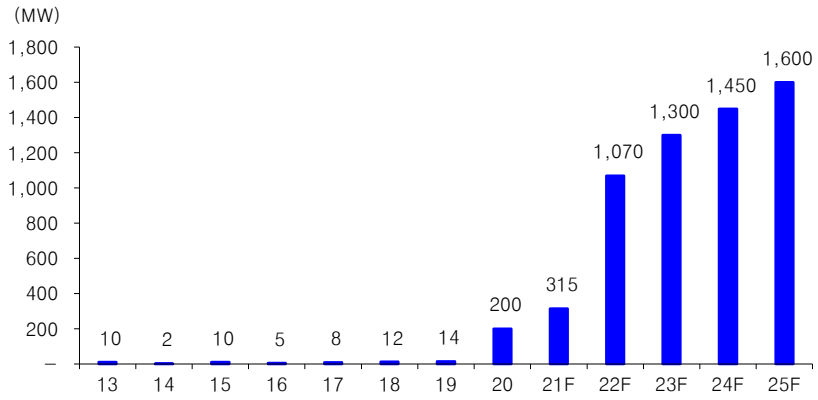
자료 : BNEF

도표 11 그린수소와 그레이 수소의 가격 갭 축소 예상보다 빠를 것



자료 : IHS

도표 12 글로벌 신규 수전해 설비 설치 예측치



자료 : HIS, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	734	790	743	769	825
현금성자산	420	433	323	266	238
매출채권	184	201	233	274	301
재고자산	112	137	168	211	267
비유동자산	94	165	199	230	264
투자자산	27	28	29	30	31
유형자산	39	109	141	171	204
무형자산	28	29	29	29	29
자산총계	**829**	**955**	**941**	**999**	**1,090**
유동부채	239	342	331	368	418
매입채무	65	80	96	112	136
단기차입금	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	108	108	109	109	109
사채및장기차입금	100	100	100	100	100
기타비유동부채	8	9	9	9	10
부채총계	**347**	**450**	**440**	**477**	**527**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	448	448	448	448	448
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	25	49	45	66	106
자본총계	**481**	**505**	**502**	**523**	**562**
총차입금	101	101	101	101	101
순차입금(순현금)	(320)	(333)	(222)	(165)	(138)
투하자본	159	170	277	355	422

손익계산서

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	**461.9**	**530.6**	**943.5**	**1,404.3**	**1,625.2**
증가율(%)	108.8	14.9	77.8	48.8	15.7
매출총이익	**47.7**	**56.2**	**109.1**	**163.6**	**191.3**
매출총이익율(%)	10.3	10.6	11.6	11.7	11.8
판매비와관리비	21.7	24.2	26.7	28.6	31.0
증가율(%)	252.0	11.6	10.3	7.1	8.4
영업이익	26	32	82	135	160
증가율(%)	33.6	22.7	158.0	63.8	18.7
EBITDA	31	37	91	145	173
증가율(%)	47.2	20.3	143.1	60.0	18.7
영업외손익	**(7.8)**	**(0.7)**	**(1.6)**	**(2.0)**	**(1.7)**
이자수익	1.8	0.5	0.8	1.3	1.5
이자비용	3.9	2.8	2.8	2.8	2.8
외화관련손익	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.4	3.2	3.2	3.2	3.2
기타영업외손익	(9.9)	(1.6)	(2.8)	(3.6)	(3.6)
세전계속사업손익	**18.2**	**31.3**	**80.8**	**133.0**	**158.6**
법인세비용	4.0	7.5	18.6	30.4	36.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.2**	**23.8**	**62.2**	**102.6**	**121.8**
증가율(%)	19.5	67.5	162.0	64.9	18.7
당기순이익률(%)	3.1	4.5	6.6	7.3	7.5
EPS(원)	**251**	**363**	**950**	**1,567**	**1,860**
증가율(%)	19.2	44.8	162.0	64.9	18.7
완전희석EPS(원)	251	163	701	1,317	1,610
증가율(%)	19.2	(34.9)	329.8	88.0	22.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	**(31)**	**87**	**(6)**	**63**	**98**
당기순이익	14	24	62	103	122
유무형자산상각비	5	5	8	10	12
기타비현금손익가감	12	(3)	(3)	(3)	(3)
운전자본의변동	(61)	60	(74)	(47)	(33)
매출채권감소(증가)	(22)	(17)	(32)	(41)	(27)
재고자산감소(증가)	(35)	(25)	(31)	(43)	(56)
매입채무증가(감소)	18	15	16	16	24
기타	(23)	87	(27)	21	26
투자활동현금흐름	**13**	**(74)**	**(39)**	**(39)**	**(44)**
단기투자자산처분(취득)	20	(0)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권처분(취득)	2	3	3	3	3
설비투자	(1)	(75)	(40)	(40)	(45)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	**300**	**0**	**(65)**	**(82)**	**(82)**
차입금증가(감소)	(1)	0	0	0	0
자본증가(감소)	300	0	(65)	(82)	(82)
배당금지급	0	0	65	82	82
현금의 증가(감소)	**282**	**13**	**(110)**	**(58)**	**(28)**
기초현금	133	415	428	318	260
기말현금	415	428	318	260	232
Gross Cash flow	31	26	68	110	131
Gross Investment	69	13	113	86	77
Free Cash Flow	**(38)**	**13**	**(45)**	**24**	**55**

주요투자지표

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	251	363	950	1,567	1,860
BPS	5,880	6,170	6,131	6,384	6,872
DPS	0	800	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	243.0	167.9	64.1	38.9	32.8
PBR	10.4	9.9	9.9	9.5	8.9
PCR	144.0	189.2	73.4	45.2	38.0
EV/ EBITDA	111.7	92.5	39.3	24.9	21.2
배당수익율	n/a	1.3	1.6	1.6	1.6
수익성(%)					
영업이익율	5.6	6.0	8.7	9.6	9.9
EBITDA이익율	6.7	7.0	9.6	10.4	10.6
순이익율	3.1	4.5	6.6	7.3	7.5
ROE	4.4	4.8	12.4	20.0	22.4
ROIC	14.9	14.8	28.4	33.0	31.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(66.4)	(65.9)	(44.3)	(31.6)	(24.5)
유동비율	3.1	2.3	2.2	2.1	2.0
이자보상배율	6.7	11.3	29.3	48.0	56.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	1.0	1.4	1.6
매출채권회전율	2.7	2.8	4.3	5.5	5.7
재고자산회전율	4.9	4.3	6.2	7.4	6.8
매입채무회전율	7.9	7.3	10.7	13.5	13.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-11-26	Buy	61,000	1년	-13.3	2.5
2020-12-14	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2020-12-28	Buy	61,000	1년	-9.2	2.5
2021-01-07	Buy	61,000	1년	-8.8	2.5
2021-01-11	Buy	61,000	1년	-9.4	2.5
2021-01-25	Buy	75,000	1년	-21.4	-18.4
2021-02-05	Buy	75,000	1년		

두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

