유진투자증권

두산퓨얼셀(336260)

CHPS에서 RPS로 잠시 회귀할 뿐

2022.02.09

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 75,000원(유지)

현재주가: 36,050원(02/08)

시가총액: 2,361(십억원)

Green Industry 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

4분기, 정책 혼란에 따른 부진한 실적

두산퓨얼셀의 4분기 매출과 영업이익은 1,312억원, 90억원으로 컨센서스 (1,404억원, 96억원)대비 매출이 하회했다. 당초 142MW의 수주계획이 131MW 달성에 그쳤고, 그나마 연말에 대규모 프로젝트가 수주되면서 매출인식이 올 해로 이월되었기 때문이다. 계획과 어긋난 이유는 국회에서 청정수소발전의무화제도(CHPS)를 입법화하지 못했기 때문이다. 수요업체들인 발전사업자들이 CHPS로 이행하느냐 기존의 RPS제도로 하느냐에 따라 사업구조가 달라지기 때문에 수소연료전지 발전 시장 자체가 지연된 것이다.

기존 제도 임시적으로 유지되어도 올 해 수주와 매출 큰 폭 증가

올 해 발전사업자들의 RPS 비율이 기존의 9%에서 12.5%로 상향되었다(도표 6참조). 또한 REC도 복합효율 65% 이상시 가중치를 받을수 있다. 동사 입장에서는 크게 나쁠게 없는 수주환경이다. 두산퓨얼셀은 2022년 수주목표와 매출 가이던스를 240MW, 7,007억원으로 올 해 대비 83% 증가하는 것으로 제시했다. 기존 PAFC 생산설비는 90MW 수준에서 연내에 300MW 수준으로 증가한다. SOFC는 내년에 50MW 생산설비를 완공할 예정이다.

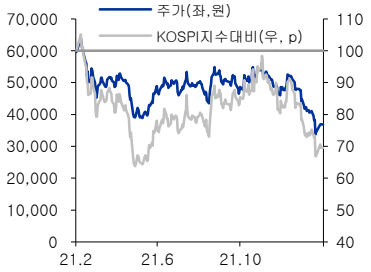
수소시장 개화는 글로벌 트렌드, 국내 정책도 기존 기조 유지 예상

탄소중립으로 가기 위한 수소의 역할은 필수적이다. 지난해 수소관련 로드맵을 확정한 국가가 급증했고, 올 해에도 인도, 중국, 미국, 브라질 등이 발표할 예정이다. EU 는 수소전략을 발표한 후 올 해부터 본격적으로 예산을 집행한다. 미국은 지난 연말 통과된 80억달러의 수소 허브 건설 프로젝트가 올 해부터 시작된다. 중국은 시노펙, 론지 등 대형업체들이 1GW 이상의 수소생산 설비를 신설한다(도표 4,5 참조). 대한민국만 반대의 길을 가지는 못할 것이다. 다음 정부 하에서 지연되어 오던 수소관련법안들이 통과될 것으로 판단된다. 양당이 수소확대에 대해서는 크게 이견이 없는 상태이다. 원전을 수소사용에 이용하느냐 마느냐의 차이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000 원을 유지한다. 두산퓨얼셀은 글로벌 수소관련 대표 상장업체들 중 가장 저평가된 업체이다.

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	65,400원
최저가	32,150원
52주 일간 Beta	1.9
90일 일평균거래대금	308.5억원
외국인 지분율	13.6%
배당수익률(2021F)	-%
주주구성	
두산중공업 (외 16인)	38.5%
국민연금공단	9.0%

	1M	6M	12M
주가상승률	-19.4%	-27.8%	-39.5%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(21)	18.0	25.3	▼
영업이익(22)	46.0	76.5	▼



(단위: 십억원, (%,%p)	4Q21P					1Q22F			2020	2021P		2022F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	131.2	164.0	(20.0)	140.4	(6.5)	92.1	(29.8)	27.9	461.8	381.4	(17.4)	717.9	88.2
영업이익	9.0	11.0	(18.1)	9.6	(5.9)	1.0	(88.8)	219.4	26.0	18.0	(30.9)	46.0	155.6
세전이익	6.9	9.0	(23.5)	9.1	(24.1)	1.5	(78.0)	(25.6)	18.3	18.6	2.0	44.4	138.3
순이익	5.8	7.0	(17.2)	7.3	(20.6)	1.2	(78.6)	흑전	14.2	8.7	(38.7)	34.2	293.0
영업이익률	6.9	6.7	0.2	6.8	0.0	1.1	-5.8	0.7	5.6	4.7	-0.9	6.4	1.7
순이익률	4.4	4.3	0.1	5.2	-0.8	1.3	-3.1	7.3	3.1	2.3	-0.8	4.8	2.5
EPS(원)	354	428	-17.2	357	-0.7	76	-78.6	흑전	245	133	-45.9	522	293.0
BPS(원)	6,346	6,361	-0.2	7,937	-20.0	6,061	-4.5	-2.4	6,262	6,346	1.3	6,463	1.9
ROE(%)	5.6	6.7	-1.1	4.5	1.1	1.2	-4.3	5.4	4.2	1.7	-2.5	6.5	4.8
PER(X)	101.8	84.3	-	101.0	-	476.7	-	-	218.1	271.5	-	69.1	-
PBR(X)	5.7	5.7	-	4.5	-	5.9	-	-	8.5	5.7	-	5.6	-

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21P	2020A	2021P	2022F
매출액	**20.1**	**110.1**	**174.0**	**157.7**	**72.0**	**55.6**	**122.7**	**131.2**	**461.8**	**381.4**	**717.9**
증감율					258.8%	-49.5%	-29.5%	-16.8%	108.8%	-17.4%	88.2%
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.2	140.5	50.8	34.4	95.6	105.7	395.1	286.5	598.0
장기유지보수서비스	16.7	16.1	16.8	17.20	21.2	21.2	27.1	25.5	66.8	94.9	119.9
매출원가	**19.5**	**92.8**	**155.8**	**143.2**	**65.1**	**48.5**	**105.4**	**112.8**	**411.2**	**331.8**	**635.6**
매출원가율	97.1%	84.3%	89.5%	90.8%	90.4%	87.2%	85.9%	86.0%	89.0%	87.0%	88.5%
매출총이익	0.6	17.3	18.2	14.5	6.9	7.1	17.2	18.4	50.6	49.6	82.3
판관비	5.2	4.7	5.7	8.9	6.6	6.0	9.6	9.4	24.6	31.6	36.3
판관비율	26.0%	4.3%	3.3%	5.7%	9.1%	10.9%	7.8%	7.2%	5.3%	8.3%	5.1%
영업이익	**-4.6**	**12.6**	**12.5**	**5.6**	**0.3**	**1.0**	**7.6**	**9.0**	**26.0**	**18.0**	**46.0**
증감율						-91.7%	-38.9%	60.1%	33.6%	-30.9%	155.6%
영업이익률	-23.1%	11.4%	7.2%	3.6%	0.4%	1.9%	6.2%	6.9%	5.6%	4.7%	6.4%
영업외손익	**0.5**	**-0.8**	**-2.4**	**-5.1**	**1.7**	**-0.4**	**1.5**	**-2.1**	**-7.7**	**0.6**	**-1.6**
세전이익	**-4.1**	**11.8**	**10.1**	**0.5**	**2.0**	**0.6**	**9.1**	**6.9**	**18.3**	**18.6**	**44.4**
법인세	**-0.7**	**2.6**	**2.7**	**-0.6**	**6.3**	**0.2**	**2.4**	**1.1**	**4.1**	**9.9**	**10.2**
법인세율	16.6%	22.3%	26.8%	-106.5%	309.8%	30.2%	26.2%	15.6%	22.3%	53.3%	23.0%
당기순이익	**-3.4**	**9.1**	**7.4**	**1.1**	**-4.3**	**0.4**	**6.7**	**5.8**	**14.2**	**8.7**	**34.2**

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**221.2**	**461.8**	**381.4**	**717.9**	**1,260.4**	**1,601.5**	**1,820.3**
증감율		108.8%	-17.4%	88.2%	75.6%	27.1%	13.7%
연료전지 주기기	210.0	395.1	286.5	598.0	1,124	1,445	1,624
장기유지보수서비스	11.2	66.8	94.9	119.9	136.4	156.5	196.3
매출원가	**195.5**	**411.2**	**331.8**	**635.6**	**1,121.0**	**1,408.1**	**1,596.3**
매출원가율	88.4%	89.0%	87.0%	88.5%	88.9%	87.9%	87.7%
매출총이익	25.6	50.6	49.6	82.3	139.4	193.4	224.0
판관비	**6.2**	**24.6**	**31.6**	**36.3**	**38.5**	**40.6**	**42.3**
판관비율	2.8%	5.3%	8.3%	5.1%	3.1%	2.5%	2.3%
영업이익	**19.5**	**26.0**	**18.0**	**46.0**	**100.9**	**152.8**	**181.7**
증감율	-	33.6%	-30.9%	155.6%	119.4%	51.4%	18.9%
영업이익률	8.8%	5.6%	4.7%	6.4%	8.0%	9.5%	10.0%
영업외손익	0.0	-7.7	0.6	-1.6	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	**16.0**	**18.3**	**18.6**	**44.4**	**98.9**	**151.1**	**179.8**
법인세	**4.1**	**4.1**	**9.9**	**10.2**	**22.6**	**35.0**	**40.9**
법인세율	25.9%	22.3%	53.3%	23.0%	22.8%	23.2%	22.8%
당기순이익	**11.9**	**14.2**	**8.7**	**34.2**	**76.3**	**116.1**	**138.9**

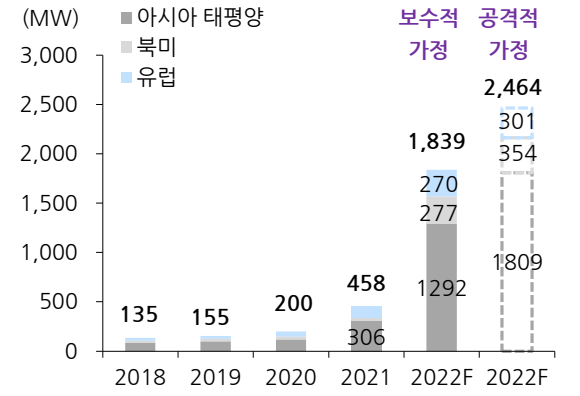
자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

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
2022-02-08	36,050	14	2.6	5.3	21.5	140.6	16.0	14	2.6
통화	KRW	USD	GBp	GBp	USD	USD	SEK	NOK	EUR
시가총액(백만달러,십억원)	2,361	2,528	2,116	1,374	12,369	800.4	508.2	2,528	2,116
PSR(배)									
FY20A	5.5	5.0	189.5	99.0	-	163.4	69.9	5.0	189.5
FY21P	6.7	2.7	73.5	31.7	24.9	51.3	32.0	2.7	73.5
FY22F	3.6	2.1	24.2	28.9	13.5	37.4	20.5	2.1	24.2
FY23F	2.0	1.7	11.9	26.6	8.8	23.9	10.1	1.7	11.9
PBR(배)									
FY20A	8.5	61.1	13.3	18.7	10.6	37.1	4.9	61.1	13.3
FY21P	5.7	12.4	4.0	3.5	2.6	-	2.6	12.4	4.0
FY22F	5.6	13.6	4.4	3.8	2.7	-	3.0	13.6	4.4
FY23F	5.2	12.0	4.4	3.9	2.7	-	3.5	12.0	4.4
매출액(백만달러, 십억원)									
FY20A	461.8	794.2	4.2	27.8	-93.2	11.3	15.6	794.2	4.2
FY21P	381.4	943.3	28.8	43.4	497.4	15.6	15.9	943.3	28.8
FY22F	717.9	1,208	87.5	47.6	913.6	21.4	24.8	1,208	87.5
FY23F	1,260.4	1,530	178.5	51.7	1,403.1	33.5	50.4	1,530	178.5
영업이익(백만달러, 십억원)									
FY20A	26.0	-80.8	-37.2	-19.0	-584.2	-10.9	-10.3	-80.8	-37.2
FY21P	18.0	-104.6	-36.9	-26.8	-292.4	6.8	-22.5	-104.6	-36.9
FY22F	46.0	-31.6	-44.2	-25.8	-135.6	-7.9	-23.9	-31.6	-44.2
FY23F	100.9	49.6	-39.3	-22.0	-22.3	-6.2	-23.4	49.6	-39.3
영업이익률(%)									
FY20A	5.6	-10.2	-893.2	-68.2	626.6	-96.3	-65.9	-10.2	-893.2
FY21P	4.7	-11.1	-128.1	-61.9	-58.8	43.6	-141.5	-11.1	-128.1
FY22F	6.4	-2.6	-50.4	-54.2	-14.8	-37.0	-96.5	-2.6	-50.4
FY23F	8.0	3.2	-22.0	-42.6	-1.6	-18.5	-46.3	3.2	-22.0
순이익(백만달러, 십억원)									
FY20A	14.2	-157.6	-37.4	-16.9	-596.2	-12.7	-10.7	-157.6	-37.4
FY21P	9.1	-131.5	-40.9	-23.0	-327.3	-8.0	-22.3	-131.5	-40.9
FY22F	34.2	-34.8	-51.3	-22.3	-153.3	-8.4	-23.3	-34.8	-51.3
FY23F	76.3	47.9	-50.2	-18.8	-38.8	-6.3	-22.3	47.9	-50.2

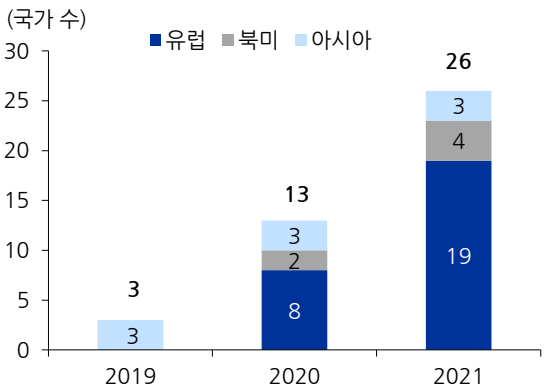
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 두산퓨얼셀은 당사추정치

도표 4. 글로벌 수전해 생산설비 급증 전망



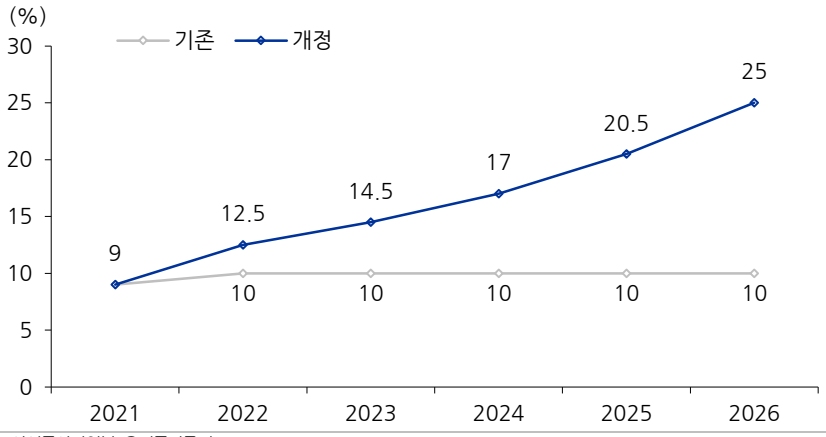
자료: BNEF, 유진투자증권

도표 5. 수소전략 채택국가 수 두 배로 증가



자료: BNEF, 유진투자증권

도표 6. 국내 RPS 의무공급비율 올해부터 대폭 상향



자료: 산업통산자원부, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021P	2022F	2023F	2024F
유동자산	652	768	865	1,000	1,074
현금성자산	393	444	451	492	446
매출채권	119	153	201	256	321
재고자산	112	143	185	223	278
비유동자산	138	181	211	230	249
투자자산	59	68	71	74	77
유형자산	51	79	104	120	135
무형자산	28	35	36	36	37
자산총계	**790**	**949**	**1,076**	**1,230**	**1,323**
유동부채	265	328	394	454	470
매입채무	80	121	156	185	201
단기차입금	100	121	151	181	181
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	102	153	204	205
사채및장기차입금	1	79	129	179	179
기타비유동부채	12	23	24	25	26
부채총계	**278**	**430**	**547**	**658**	**675**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	479	478	478	478	478
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	24	33	43	86	162
자본총계	**513**	**519**	**529**	**573**	**648**
총차입금	101	200	280	360	360
순차입금(순현금)	(292)	(244)	(171)	(132)	(86)
투하자본	218	272	355	437	558

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021P	2022F	2023F	2024F
매출액	**461.8**	**381.4**	**717.9**	**1,260.4**	**1,601.5**
증가율(%)	108.8	(17.4)	88.2	75.6	27.1
매출총이익	**50.6**	**49.6**	**82.3**	**139.4**	**193.4**
매출총이익율(%)	11.0	13.0	11.5	11.1	12.1
판매비와관리비	24.6	28.5	36.3	38.5	40.6
증가율(%)	299.2	16.0	27.2	6.1	5.5
영업이익	**26.0**	**18.0**	**46.0**	**100.9**	**152.8**
증가율(%)	33.6	(30.9)	155.6	119.4	51.4
EBITDA	**33.4**	**27.0**	**59.9**	**117.8**	**171.4**
증가율(%)	57.9	(18.9)	121.6	96.6	45.6
영업외손익	**(7.8)**	**0.6**	**(1.6)**	**(2.0)**	**(1.7)**
이자수익	2.5	1.1	3.9	6.0	8.0
이자비용	5.0	5.8	8.5	11.8	14.6
외화관련손익	(2.4)	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.5)	1.4	3.0	3.8	4.9
세전계속사업손익	**18.3**	**18.6**	**44.4**	**98.9**	**151.1**
법인세비용	4.1	9.9	10.2	22.6	35.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.2**	**8.7**	**34.2**	**76.3**	**116.1**
증가율(%)	19.5	(38.7)	293.0	123.4	52.1
당기순이익률(%)	3.1	2.3	4.8	6.1	7.2
EPS(원)	**245.4**	**132.8**	**521.8**	**1,165.4**	**1,772.3**
증가율(%)	16.7	(45.9)	293.0	123.4	52.1
완전희석EPS(원)	245.4	57.9	421.9	1,040.6	1,622.5
증가율(%)	16.7	(76.4)	629.1	146.6	55.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021P	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	**(76)**	**344**	**(5)**	**31**	**32**
당기순이익	14	9	34	76	116
유무형자산상각비	7	9	14	17	19
기타비현금손익가감	2	33	1	1	1
운전자본의변동	(131)	293	(54)	(63)	(103)
매출채권감소(증가)	23	(24)	(48)	(55)	(65)
재고자산감소(증가)	(36)	(31)	(42)	(38)	(55)
매입채무증가(감소)	32	38	35	29	16
기타	(150)	310	1	1	1
투자활동현금흐름	**(255)**	**(123)**	**(43)**	**(37)**	**(38)**
단기투자자산처분(취득)	20	0	0	0	(0)
장기투자증권처분(취득)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
설비투자	(13)	(29)	(38)	(31)	(32)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	**331**	**91**	**55**	**47**	**(41)**
차입금증가(감소)	(1)	94	80	80	0
자본증가(감소)	332	0	(25)	(33)	(41)
배당금지급	0	0	25	33	41
현금의 증가(감소)	**(1)**	**312**	**7**	**41**	**(46)**
기초현금	133	132	444	451	492
기말현금	132	444	451	492	446
Gross Cash flow	55	51	49	94	136
Gross Investment	406	(170)	98	100	141
Free Cash Flow	**(352)**	**221**	**(49)**	**(6)**	**(5)**

주요투자지표

	2020A	2021P	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	245	133	522	1,165	1,772
BPS	6,262	6,346	6,463	6,996	7,914
DPS	0	300	400	500	600
밸류에이션(배,%)					
PER	218.1	271.5	69.1	30.9	20.3
PBR	8.5	5.7	5.6	5.2	4.6
PCR	72.3	58.3	60.2	31.3	21.7
EV/EBITDA	96.3	85.7	39.9	21.0	14.9
배당수익율	0.0	0.8	1.1	1.4	1.7
수익성(%)					
영업이익율	5.6	4.7	6.4	8.0	9.5
EBITDA이익율	7.2	7.1	8.3	9.3	10.7
순이익율	3.1	2.3	4.8	6.1	7.2
ROE	4.2	1.7	6.5	13.9	19.0
ROIC	12.2	3.4	11.3	19.7	23.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(56.9)	(47.0)	(32.3)	(23.1)	(13.3)
유동비율	2.5	2.3	2.2	2.2	2.3
이자보상배율	5.3	3.1	5.4	8.6	10.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.7	1.1	1.3
매출채권회전율	3.3	2.8	4.1	5.5	5.6
재고자산회전율	4.9	3.0	4.4	6.2	6.4
매입채무회전율	7.0	3.8	5.2	7.4	8.3

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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	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	-34	-14.9
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-34.9	-14.9
2021-02-05	Buy	75,000	1년	-34.9	-14.9
2021-04-23	Buy	75,000	1년	-36.2	-25.1
2021-04-28	Buy	75,000	1년	-36.2	-25.1
2021-05-31	Buy	75,000	1년	-35.1	-25.1
2021-07-07	Buy	75,000	1년	-35.1	-25.1
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-35.1	-25.1
2021-07-28	Buy	75,000	1년	-35.1	-25.1
2021-09-28	Buy	75,000	1년	-35.9	-25.1
2021-10-29	Buy	75,000	1년	-36.9	-25.1
2022-02-09	Buy	75,000	1년		

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

