유진투자증권

두산퓨얼셀(336260)

정책 혼란으로 단기 실적 부진하나, 정책 지원 유지 예상

2022.04.28

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 75,000원(유지)

현재주가: 36,500원(04/27)

시가총액: 2,391(십억원)

러시아발 에너지 시장 혼란, 수소 산업 확산의 계기

에너지 공급 대국 러시아의 우크라이나 침공으로 글로벌 에너지 시장이 급변하고 있다. 유럽은 절대적으로 의존해오던 러시아 천연가스, 원유, 석탄을 대체할 에너지원을 확보해야 할 절체절명의 위기를 맞았다. EU가 이를 위해 확정한 REPowerEU 정책은 천연가스 수급 다변화, 재생에너지 확대, 수소개발 가속화 세 가지로 요약된다. EU는 재생에너지를 기반으로 한 그린수소의 생산량을 2030년까지 기존대비 약 4배 확대해, 산업, 발전, 교통 등 다양한 영역에 그린수소 사용을 확대할 계획이다.

중국, 미국도 수소투자 본격화, 차기 정부도 수소산업 육성하기로

중국이 국가 수소 로드맵을 발표했고, 미국은 올 해부터 인프라 부양안에 포함된 수소 허브 조성을 시작한다. 글로벌 수소 정책의 공통점은 수소생산을 대폭 늘려서 모든 산업 부문에 이를 적용하자는 것이다. 대한민국 차기 정부의 인수위도 이와 유사한 정책 스탠스를 발표했다. 수소산업을 정부 주요 육성 기술로 지정했고, 수소 모빌리티에 대해서는 지원 정책의 뼈대를 발표했다. 따라서 동사의 수소발전 부문도 지원 대상이 될 것으로 판단된다.

단기 실적 부진 불구, 중장기 성장 전망 유지

두산퓨얼셀의 1분기 매출과 영업이익은 512억원, -86억원으로 어닝스 쇼크를 기록했다. 지난해 청정수소의무화제도 연기로 상반기 수주가 부진하면서 올 상반기 공사 착공 물량이 감소했다. 또한 미국 관계사에서 수입한 연료전지를 투입해서 매출원가율도 높아졌다. 하반기부터 지난 4분기에 수주한 물량들의 공사가 본격화되면서 실적이 턴어라운드 할 것으로 판단된다. 동사는 중국의 수소연료전지 시장을 공략하고 있고, 작지만 결과가 나오고 있다. 글로벌 수소시장이 도약기로 진입하기 때문에 향후 여러 지역에서 사업의 기회가 생길 것이다. 이제 막 시작하는 성장 산업의 대표기업을 단기 실적보다 중장기 산업전망으로 평가하는 것이 합리적이다. 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원을 유지한다.

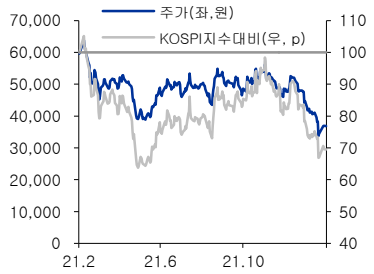
발행주식수	65,494천주
52주 최고가	57,000원
최저가	32,150원
52주 일간 Beta	1.8
90일 일평균거래대금	170.3억원
외국인 지분율	14.3%
배당수익률(2022F)	-%

주주구성

두산중공업 (외 16인)	37.8%
국민연금공단	7.7%

	1M	6M	12M
주가상승률	-9.8%	-33.5%	-24.8%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(22)	32.1	46.0	▼
영업이익(23)	57.1	100.9	▼



(단위: 십억원, (%,%p)	1Q22P					2Q22F			2021	2022F		2023F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	51.2	87.1	-41.2	80.9	-29.7	82.3	60.6	48.1	381.4	594.1	55.8	880.4	48.2
영업이익	-8.6	-3.5	적지	2.7	-11.3	1.3	흑전	19.6	18.0	32.1	78.2	57.1	78.0
세전이익	-4.3	-3.0	적지	0.6	-4.9	1.0	흑전	57.9	18.6	34.3	84.5	55.1	60.5
순이익	-2.9	-2.4	적지	2.0	-4.9	0.7	흑전	76.4	8.7	26.7	208.9	42.5	58.8
영업이익률	-16.8	-4.0	-12.9	3.3		1.5	18.3	-0.4	4.7	5.4	0.7	6.5	1.1
순이익률	-5.7	-2.8	-2.9	2.5		0.9	6.6	0.1	2.3	4.5	2.2	4.8	0.3
EPS(원)	-178	-148	적지	-		45	흑전	76.4	132	408	208.9	648	58.8
BPS(원)	5,994	6,105	-1.8	-		6,003	0.2	-3.4	6,331	6,356	0.4	6,475	1.9
ROE(%)	-3.0	-2.4	-0.6	-		0.8	3.7	0.3	1.7	5.2	3.5	8.1	2.9
PER(X)	-	-	-	-	-	804.0	-	-	363.2	86.0	-	54.1	-
PBR(X)	6.1	6.0	-	-	-	6.1	-	-	7.6	5.5	-	5.4	-

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
매출액	**72.0**	**55.6**	**122.7**	**131.2**	**51.2**	**82.3**	**179.6**	**281.0**	**381.4**	**594.1**	**880.4**
증감율	258.8%	-49.5%	-29.5%	-16.8%	-28.8%	48.1%	46.4%	114.2%	-17.4%	55.8%	48.2%
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	25.6	55.0	151.0	252.0	287.2	483.6	744.0
장기유지보수서비스	21.2	21.2	27.1	24.8	25.6	27.3	28.6	29	94.2	110.5	136.4
메출원가	**65.1**	**48.5**	**105.4**	**114.2**	**50.7**	**73.2**	**155.0**	**245.9**	**333.2**	**524.9**	**784.8**
매출원가율	90.4%	87.2%	85.9%	87.1%	99.0%	89.0%	86.3%	87.5%	87.4%	88.3%	89.1%
매출총이익	6.9	7.1	17.2	17.0	0.5	9.1	24.6	35.1	48.2	69.3	95.6
판관비	6.6	6.0	9.6	8.0	9.1	7.8	10.2	10.1	30.2	37.2	38.5
판관비율	9.1%	10.9%	7.8%	6.1%	17.8%	9.5%	5.7%	3.6%	7.9%	6.3%	4.4%
영업이익	**0.3**	**1.0**	**7.6**	**9.0**	**-8.6**	**1.3**	**14.4**	**25.0**	**18.0**	**32.1**	**57.1**
증감율	-107%	-91.7%	-38.9%	60.1%	적자전환	19.6%	88.6%	178.4%	-30.9%	78.2%	78.0%
영업이익률	0.4%	1.9%	6.2%	6.9%	-16.8%	1.5%	8.0%	8.9%	4.7%	5.4%	6.5%
영업외손익	**1.7**	**-0.4**	**1.5**	**-2.1**	**4.3**	**-0.3**	**0.2**	**-2.0**	**0.6**	**2.2**	**-2.0**
세전이익	**2.0**	**0.6**	**9.1**	**6.9**	**-4.3**	**1.0**	**14.6**	**23.0**	**18.6**	**34.3**	**55.1**
법인세	**6.3**	**0.2**	**2.4**	**1.1**	**-1.4**	**0.2**	**3.7**	**5.1**	**9.9**	**7.6**	**12.6**
법인세율	309.8%	30.2%	26.2%	15.6%	31.9%	22.0%	25.0%	22.0%	53.3%	22.0%	22.9%
당기순이익	**-4.3**	**0.4**	**6.7**	**5.8**	**-2.9**	**0.7**	**11.0**	**18.0**	**8.7**	**26.7**	**42.5**

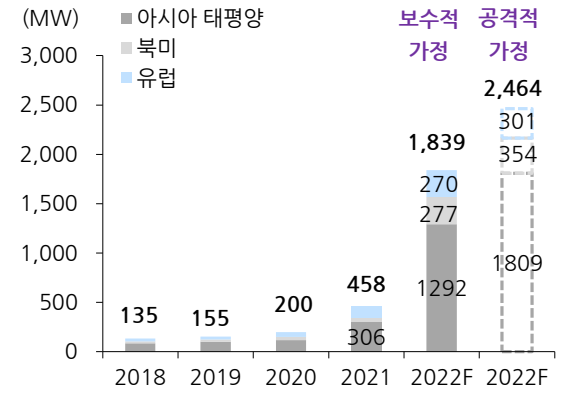
자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**221.2**	**461.8**	**381.4**	**594.1**	**880.4**	**1,302**	**1,522**
증감율		108.8%	-17.4%	55.8%	48.2%	47.8%	17.0%
연료전지 주기기	210.0	395.1	287.2	483.6	744.0	1,145	1,326
장기유지보수서비스	11.2	66.8	94.2	110.5	136.4	156.5	196.3
메출원가	**195.5**	**411.2**	**333.2**	**524.9**	**784.8**	**1,148**	**1,338**
매출원가율	88.4%	89.0%	87.4%	88.3%	89.1%	88.2%	87.9%
매출총이익	25.6	50.6	48.2	69.3	95.6	153.8	183.9
판관비	**6.2**	**24.6**	**30.2**	**37.2**	**38.5**	**40.6**	**42.3**
판관비율	2.8%	5.3%	7.9%	6.3%	4.4%	3.1%	2.8%
영업이익	**19.5**	**26.0**	**18.0**	**32.1**	**57.1**	**113.2**	**141.6**
증감율	-	33.6%	-30.9%	78.2%	78.0%	98.4%	25.1%
영업이익률	8.8%	5.6%	4.7%	5.4%	6.5%	8.7%	9.3%
영업외손익	0.0	-7.7	0.6	2.2	-2.0	-1.7	-1.9
세전이익	**16.0**	**18.3**	**18.6**	**34.3**	**55.1**	**111.5**	**139.7**
법인세	**4.1**	**4.1**	**9.9**	**7.6**	**12.6**	**25.8**	**31.8**
법인세율	25.9%	22.3%	53.3%	22.0%	22.9%	23.1%	22.7%
당기순이익	**11.9**	**14.2**	**8.7**	**26.7**	**42.5**	**85.7**	**107.9**

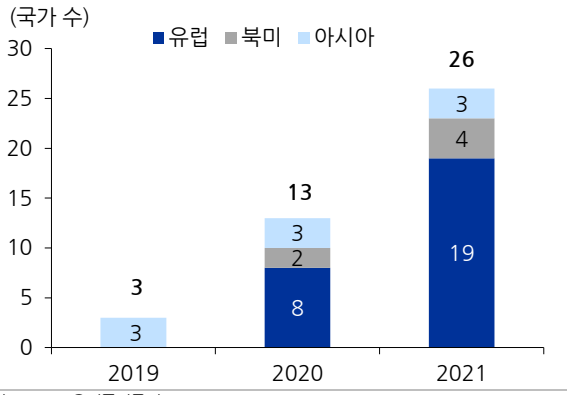
자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 글로벌 수전해 생산설비 급증 전망



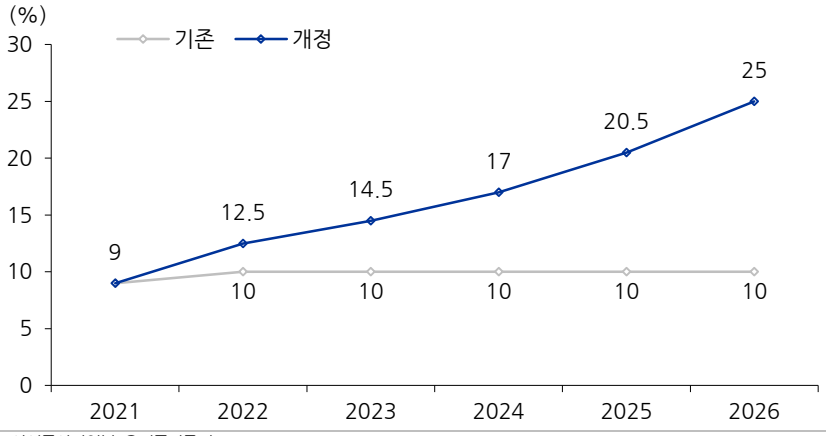
자료: BNEF, 유진투자증권

도표 4. 수소전략 채택국가 수 두 배로 증가



자료: BNEF, 유진투자증권

도표 5. 국내 RPS 의무공급비율 올해부터 대폭 상향



자료: 산업통산자원부, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	652	498	669	766	805
현금성자산	393	187	291	346	309
매출채권	119	67	158	185	250
재고자산	112	209	185	200	210
비유동자산	138	201	240	263	287
투자자산	59	72	75	78	82
유형자산	51	91	115	123	132
무형자산	28	37	50	62	73
자산총계	**790**	**699**	**909**	**1,029**	**1,092**
유동부채	265	78	235	295	311
매입채무	80	29	156	185	201
단기차입금	100	3	33	63	63
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	103	154	205	206
사채및장기차입금	1	82	132	182	182
기타비유동부채	12	21	22	22	23
부채총계	**278**	**181**	**389**	**499**	**517**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	479	478	478	478	478
자본조정	0	1	0	0	0
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	24	32	34	44	89
자본총계	**513**	**518**	**520**	**530**	**575**
총차입금	101	85	165	245	245
순차입금(순현금)	(292)	(102)	(126)	(101)	(64)
투하자본	218	413	391	426	507

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	**461.8**	**381.4**	**594.1**	**880.4**	**1,301.5**
증가율(%)	108.8	(17.4)	55.8	48.2	47.8
매출총이익	**50.6**	**48.2**	**69.3**	**95.6**	**153.8**
매출총이익율(%)	11.0	12.6	11.7	10.9	11.8
판매비와관리비	24.6	28.5	37.2	38.5	40.6
증가율(%)	299.2	16.0	30.5	3.4	5.5
영업이익	**26.0**	**18.0**	**32.1**	**57.1**	**113.2**
증가율(%)	33.6	(30.9)	78.2	78.0	98.4
EBITDA	**33.4**	**26.6**	**48.0**	**75.9**	**133.3**
증가율(%)	57.9	(20.1)	80.0	58.2	75.7
영업외손익	(7.8)	(12.0)	2.2	(2.0)	(1.7)
이자수익	2.5	1.1	3.1	4.6	6.2
이자비용	5.0	5.8	3.2	6.0	8.4
외화관련손익	(2.4)	3.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)
기타영업외손익	(4.5)	1.4	4.6	1.6	2.6
세전계속사업손익	**18.3**	**18.6**	**34.3**	**55.1**	**111.5**
법인세비용	4.1	9.9	7.6	12.6	25.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.2**	**8.7**	**26.7**	**42.5**	**85.7**
증가율(%)	19.5	(39.0)	208.9	58.8	101.8
당기순이익률(%)	3.1	2.3	4.5	4.8	6.6
EPS(원)	**245.4**	**132.2**	**408.3**	**648.3**	**1,308.4**
증가율(%)	16.7	(46.1)	208.9	58.8	101.8
완전희석EPS(원)	245.4	57.3	308.4	523.5	1,158.6
증가율(%)	16.7	(76.7)	438.6	69.7	121.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	**(76)**	**(140)**	**106**	**51**	**50**
당기순이익	14	9	27	42	86
유무형자산상각비	7	9	16	19	20
기타비현금손익가감	2	45	3	3	3
운전자본의변동	(131)	(202)	61	(13)	(59)
매출채권감소(증가)	23	41	(91)	(27)	(65)
재고자산감소(증가)	(36)	(97)	24	(15)	(10)
매입채무증가(감소)	32	(57)	127	29	16
기타	(150)	(90)	0	0	0
투자활동현금흐름	**(255)**	**42**	**(26)**	**(17)**	**(51)**
단기투자자산처분(취득)	20	0	32	26	(5)
장기투자증권처분(취득)	0	0	(2)	(2)	(2)
설비투자	(13)	(35)	(38)	(24)	(26)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	(1)	(5)	(15)	(15)	(15)
재무활동현금흐름	**331**	**(28)**	**55**	**47**	**(41)**
차입금증가(감소)	(1)	(26)	80	80	0
자본증가(감소)	332	0	(25)	(33)	(41)
배당금지급	0	0	25	33	41
현금의 증가(감소)	**(1)**	**(126)**	**135**	**81**	**(42)**
기초현금	133	132	6	141	223
기말현금	132	6	141	223	181
Gross Cash flow	55	62	45	64	109
Gross Investment	406	160	(3)	57	105
Free Cash Flow	**(352)**	**(98)**	**48**	**8**	**4**

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	245	132	408	648	1,308
BPS	6,262	6,331	6,356	6,475	7,022
DPS	0	300	400	500	600
밸류에이션(배,%)					
PER	218.1	265.6	86.0	54.1	26.8
PBR	8.5	5.5	5.5	5.4	5.0
PCR	72.3	46.2	63.2	44.7	26.4
EV/EBITDA	96.3	93.8	51.6	33.5	19.5
배당수익율	0.0	0.9	1.1	1.4	1.7
수익성(%)					
영업이익율	5.6	4.7	5.4	6.5	8.7
EBITDA이익율	7.2	7.0	8.1	8.6	10.2
순이익율	3.1	2.3	4.5	4.8	6.6
ROE	4.2	1.7	5.2	8.1	15.5
ROIC	12.2	2.7	6.2	10.8	18.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(56.9)	(19.8)	(24.2)	(19.1)	(11.1)
유동비율	2.5	6.4	2.8	2.6	2.6
이자보상배율	5.3	3.1	9.9	9.5	13.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.7	0.9	1.2
매출채권회전율	3.3	4.1	5.3	5.1	6.0
재고자산회전율	4.9	2.4	3.0	4.6	6.3
매입채무회전율	7.0	7.0	6.4	5.2	6.7

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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.03.31 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	-38.8	-25.1
2021-04-28	Buy	75,000	1년	-38.9	-25.1
2021-05-31	Buy	75,000	1년	-38.4	-25.1
2021-07-07	Buy	75,000	1년	-38.8	-25.1
2021-07-21	Buy	75,000	1년	-39	-25.1
2021-07-28	Buy	75,000	1년	-39.1	-25.1
2021-09-28	Buy	75,000	1년	-40.8	-25.1
2021-10-29	Buy	75,000	1년	-42.2	-25.1
2022-02-09	Buy	75,000	1년	-48.6	-44.1
2022-03-02	Buy	75,000	1년	-47.5	-44.1
2022-03-10	Buy	75,000	1년	-47.6	-44.1
2022-03-23	Buy	75,000	1년	-48.2	-44.1
2022-03-24	Buy	75,000	1년	-48.3	-44.1
2022-03-28	Buy	75,000	1년	-48.6	-44.9
2022-04-28	Buy	75,000	1년		

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

