

플러그파워 Plug Power (PLUG US)

강화되는 정책 동력

매수
(유지)

목표가: USD 34
상승여력: 37.8%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

2Q22 Review

매출액 증가세 지속, 하지만 아직은 지속되는 비용 부담

- 매출액 1억 5,127만달러(21.4% YoY): 시장 기대치(1억 5,517만달러)와 유사
 - 연료전지 및 인프라: GenDrive 판매량 1,258대로 -66% YoY 감소 vs. M&A로 상쇄
 - 연료 공급: 30% YoY 증가 - 공급계약 수 169건으로 증가(전년 동기 125건)
- 매출총손실(3,247만달러)은 전년(4,030만달러 대비) 축소
 - 연료전지 부문 마진(19.0%), 전년(19.5%) 수준으로 회복
 - 연료 공급 부문에서의 마진 개선(지난해 일시적 비용 효과 제거)
- EPS -0.3달러: 판관비, 연구개발비 증가 등으로 전년 동기(-0.18달러) 대비 확대

정책

강화되는 정책적 동력: 수소 PTC (Production Tax Credit)

- IRA(물가 저감 법안)에 따라 청정수소 PTC 부과 전망: Kg당 3달러
- 2025년 계획 생산량(일산 500톤) 감안시 연간 5억 달러 현금 흐름 개선 기대
- 올해 말까지 일산 70톤의 생산 시설 완공을 위한 목표는 차질없이 진행 중

모멘텀

계획 이상의 수주 성과와 신규 매출원 창출

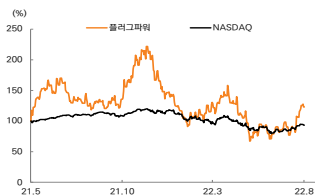
- 수전해 장치 수주잔량 1.5GW로 기존 목표(1GW) 대비 크게 확대
- 마이크로소프트와 함께 전력용 연료전지 데모 시험 성공(3MW)
 - 2022년 20~30MW를 시작으로 2024년까지 200~250MW 공급 전망

투자전략

목표주가 34달러 및 매수의견 유지

- 연간 가이던스(매출 9~9.2억달러) 유지: 계획된 성장 지속
- 강화된 정책, 현금 흐름 개선으로 이어지며 장기 실적 개선 기대감 유지

Key data



현재주가 (22/08/09, USD)	24.67	시가총액 (십억USD)	14.3
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	18.68
EPS 성장률 (22F, %)	-23.3	유통주식수 (백만주)	572.8
P/E (22F, x)	-	52주 최저가 (USD)	12.70
MKT P/E (22F, x)	18.1	52주 최고가 (USD)	46.50
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.8	7.3	-12.5
상대주가	18.0	19.4	-5.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
매출액 (백만USD)	230	-93	502	899	669	860
영업이익 (백만USD)	-48	-559	-437	-669	-509	-541
영업이익률 (%)	-21.0	599.1	-87.0	-74.5	-76.0	-62.9
순이익 (백만USD)	-86	-597	-460	-719	-515	-548
EPS (USD)	-0.4	-1.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
ROE (%)	-63.0	-40.7	-10.0	-18.5	-15.3	-19.6
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	5.6	8.2	3.5	3.7	4.3	5.2

주: GAAP

자료: 플러그파워, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q22 실적 비교표

(백만USD, %, %pt)

	2Q21	1Q22	2Q22P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	125	141	151	184	156	20.8	7.1
영업이익	-90	-139	-146	-107	-114	62.2	5.0
영업이익률 (%)	-71.9	-98.8	-96.4	-57.9	-73.1	-24.5	2.4
세전이익	-100	-157	-173	-110	-128	73.0	10.2
순이익	-100	-156	-173	-109	-124	73.0	10.9

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 플러그파워, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

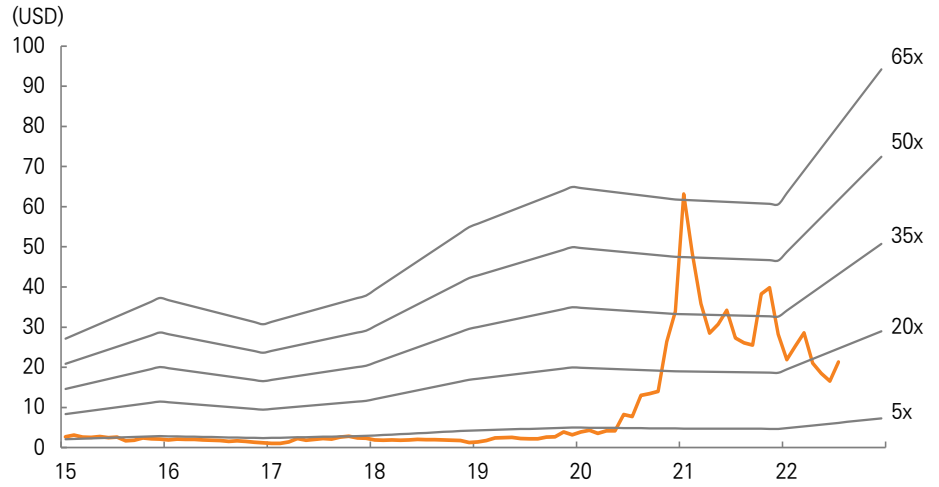
표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

(백만 USD, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	72	125	144	162	141	151	279	327	502	899	669
연료 전지 시스템	47	99	116	131	109	116	244	282	393	751	470
연료 공급	11	11	12	13	13	14	15	22	47	65	94
PPA	8	8	9	10	10	11	13	13	35	47	63
연료 전지 서비스	6	6	7	8	8	9	7	10	27	34	36
기타	0	0	0	0	0	1	1	0	1	2	6
매출총이익	(11)	(34)	(31)	(88)	(33)	(31)	4	16	(107)	(45)	(104)
연료 전지 시스템	18	19	27	22	20	22	49	62	86	153	133
연료 공급	(11)	(29)	(16)	(24)	(26)	(27)	(12)	(11)	(80)	(76)	(91)
PPA	(11)	(14)	(22)	(21)	(22)	(24)	(28)	(28)	(67)	(102)	(127)
연료 전지 서비스	(7)	(10)	(12)	(8)	(6)	(3)	(4)	(7)	(37)	(19)	(15)
기타	0	(0)	(8)	(57)	(0)	0	(1)	(0)	(8)	(1)	(3)
EBITDA	(43)	(80)	(83)	(180)	(131)	(124)	(154)	(181)	(555)	(590)	(377)
영업이익	(48)	(90)	(99)	(201)	(139)	(146)	(177)	(207)	(437)	(669)	(509)
세전이익	(61)	(100)	(107)	(209)	(157)	(173)	(181)	(212)	(476)	(723)	(520)
순이익(지배)	(61)	(100)	(107)	(193)	(156)	(173)	(179)	(210)	(460)	(719)	(515)
영업이익률 (%)	-67.0	-71.9	-68.6	-123.9	-98.8	-96.4	-63.5	-63.2	-87.0	-74.5	-76.0
세전순이익률 (%)	-84.4	-80.0	-74.1	-129.1	-111.4	-114.3	-64.8	-64.9	-94.8	-80.5	-77.7
순이익률 (지배, %)	-84.4	-80.0	-74.1	-119.1	-111.1	-114.6	-64.1	-64.2	-91.6	-80.0	-76.9
시스템 출하량 (대)	1,308	3,666	4,559	3,300	1,229	1,258	3,191	2,640	12,833	8,318	10,332
(%, YoY)	58.5	36.6	22.9	49.9	(6.0)	(65.7)	(30.0)	(20.0)	36.3	(35.2)	24.2

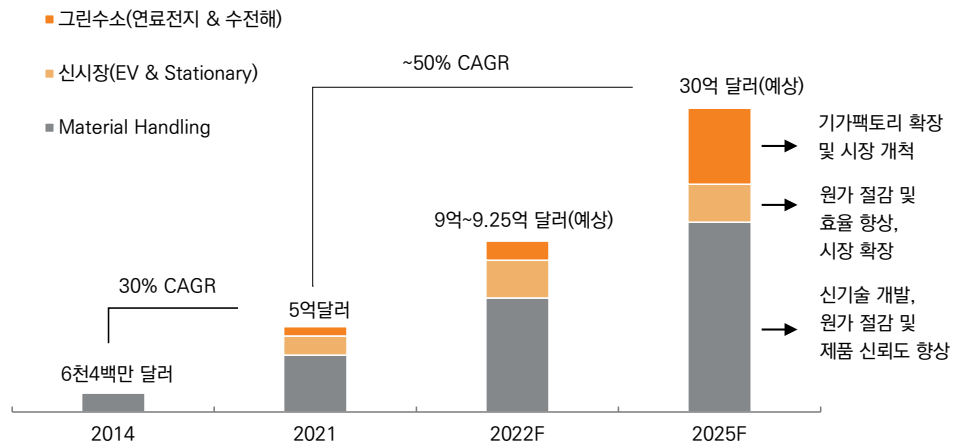
주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 플러그파워, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. PSR 밴드 차트



주: Gross Billing으로 추정
 자료: 플러그파워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 플러그파워 매출 전망



자료: 플러그파워, 미래에셋증권 리서치센터

플러그파워 (PLUG US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	502	899	669	860
매출원가	674	945	773	949
매출총이익	(171)	(47)	(104)	(88)
영업비용	940	1,568	1,178	1,401
EBIT	(437)	(669)	(509)	(541)
비영업손익	(39)	(29)	(11)	(7)
금융이익	5	8	8	9
기타이익	(44)	(37)	(19)	(16)
세전이익	(476)	(723)	(520)	(548)
법인세비용	0	(4)	(5)	0
비지배주주 귀속순이익	0	0	0	0
지배주주 귀속순이익	(460)	(719)	(515)	(548)

Growth & margins (%)

매출액 증가율	-638.5	78.9	-25.5	28.5
GP 증가율	-62.6	-72.7	121.2	-14.7
EBIT 증가율	-21.8	53.0	-23.9	6.3
NP 증가율	-22.9	56.4	-28.4	6.6
EPS 증가율	-95.3	55.8	-29.0	6.6
GPM	-34.1	-5.2	-15.5	-10.3
OPM	-87.0	-74.5	-76.0	-62.9
NPM	-91.5	-80.0	-76.9	-63.7

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	(358)	(710)	(313)	(456)
당기순이익	(460)	(719)	(515)	(548)
감가상각비 & 무형자산상각비	23	79	132	180
운전자본변동	78	(69)	69	(88)
투자활동으로 인한 현금흐름	(1,741)	(120)	(150)	(150)
유형자산처분(취득)	(193)	(180)	(200)	(250)
기타	(1,548)	60	50	100
재무활동으로 인한 현금흐름	3,598	116	68	92
배당금	0	0	0	0
자본금 증가(감소)	21	116	68	92
차입금 증가(감소)	3,611	0	0	0
현금의 증가	1,498	(713)	(395)	(514)
기초현금	1,634	2,481	1,768	1,373
기말현금	2,481	1,768	1,373	860

자료: 플러그파워, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,449	3,475	3,121	3,105
현금 및 현금성자산	2,481	1,768	1,373	860
매출채권 및 기타채권	131	90	74	95
재고자산	269	449	335	430
기타유동자산	1,567	1,168	1,339	1,721
비유동자산	1,502	1,642	1,467	1,137
유형자산	574	675	743	812
투자자산	13	15	15	15
기타비유동자산	915	952	710	310
자산총계	5,950	5,118	4,588	4,242
유동부채	421	353	211	256
매입채무 및 기타채무	92	162	100	129
단기금융부채	172	110	50	50
기타유동부채	156	81	60	77
비유동부채	924	885	1,021	1,186
장기금융부채	542	650	780	936
기타비유동부채	382	235	241	250
부채총계	1,344	1,237	1,231	1,442
지배주주지분	6	3	3	3
자본금	7,071	7,071	7,071	7,071
이익잉여금	(2,397)	(3,116)	(3,631)	(4,179)
기타	(73)	(80)	(88)	(96)
비지배주주지분	(2)	5	4	5
자본총계	4,606	3,880	3,356	2,800

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	3.5	3.7	4.3	5.2
EV/EBITDA (x)	-31.8	-21.4	-34.7	-37.7
EPS (USD)	(0.08)	(0.12)	(0.09)	(0.09)
BPS (USD)	7.98	6.69	5.74	4.79
DPS (USD)	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 회전율(x)	3.8	10.0	9.1	9.1
재고자산 회전율(x)	1.9	2.0	2.0	2.0
매입채무 회전율(x)	5.4	5.6	6.7	6.7
ROA (%)	-7.7	-14.1	-11.2	-12.9
ROE (%)	-10.0	-18.5	-15.3	-19.6
ROIC (%)	-8.2	-14.3	-12.0	-14.3
부채비율(%)	29.2	44.1	31.9	36.7
유동비율(%)	1,057.7	985.6	1,481.3	1,210.7
순부채비율(%)	-38.4	-26.0	-16.2	4.5

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.