



▲ 유티리티/철강
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	71,000 원
현재주가 (4.27)	48,550 원
상승여력	46.2%
KOSPI	3,215.42pt
시가총액	31,797억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.54%
외국인비중	16.92%
52주 최고/최저가	63,800원/7,114원
평균거래대금	491.1억원
주요주주(%)	
두산중공업 외 16 인	38.45
BlackRock Fund Advisors 외 4 인	5.69
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-4.6 22.8 563.3
상대주가	-9.8 -11.0 296.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	221.2	19.5	11.9	830		2,278	10.4	3.8	25.0	7.1	197.3
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	215.9	8.5	103.8	4.2	54.2
2021E	504.9	30.1	16.6	254	2.3	6,465	191.4	7.5	81.4	3.2	69.7
2022E	929.5	86.5	64.2	980	286.5	7,250	49.5	6.7	31.6	11.4	78.7
2023E	1,343.1	141.7	103.5	1,580	61.2	8,514	30.7	5.7	19.3	16.0	78.8

두산퓨얼셀 336260

1Q21 Review: 거쳐야만 하는 길

- ✓ 1Q21 영업이익은 3억원으로 컨센서스 24억원과 당사 추정치 11억원을 모두 하회
- ✓ 1Q21 수주는 6MW(vs 4Q20 48MW)를 기록. 2H20 인허가 중단과 발주 이연 영향
- ✓ 상반기 수주 공백은 정책 과도기에서의 일시적 현상. 연간 수주 가이던스는 유지
- ✓ 정책 및 하반기 수주 기대감은 여전. 조정 시 매수 기회로 활용 권고
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 71,000원을 유지

1Q21 Review: 이익보다도 수주 실적에 실망

1Q21 영업이익은 3억원(흑전 YoY)으로 컨센서스 24억원과 당사 추정치 11억원을 모두 하회했다. 2H20 하반기 수주 부재로 매출이 -54.3% QoQ 감소하며 수익성도 동반 악화되었다. 또한 일회성 법인세 비용이 58억원 가량 발생하며 순이익은 적자를 기록했다. 더 중요한 건 수주 추이다. 1Q21 수주는 6MW(vs 4Q20 48MW)를 기록했는데, 이는 2H20 연료전지 인허가 중단과 HPS 제도 시행 이전 고객사들의 일시적 발주 이연이 겹친 결과이다. 수주 부진은 2Q21까지 이어질 전망이다.

거쳐야만 하는 길, 하반기부터는 수주가 열린다

부진한 상반기 실적 vs 정책(HPS제도) 모멘텀, 두 가지 상반된 상황을 두고 투자자들의 고민이 깊어지는 상황이다. 그러나 현재 수주 공백은 구조적 문제가 아니며, 정책 과도기에서 거쳐야만 하는 일시적 수요 이연이라는 점에 주목해야 한다. 반면 2H21부터는 일부 부생수소 발전소 등 대규모 수주가 나올 가능성이 높다. 동사는 상반기 수주 부진에도 불구하고 연간 수주 가이던스(142MW)를 유지했다.

변한 것 없는 큰 그림, 국내 수소 생태계 내 가장 매력적 투자 옵션

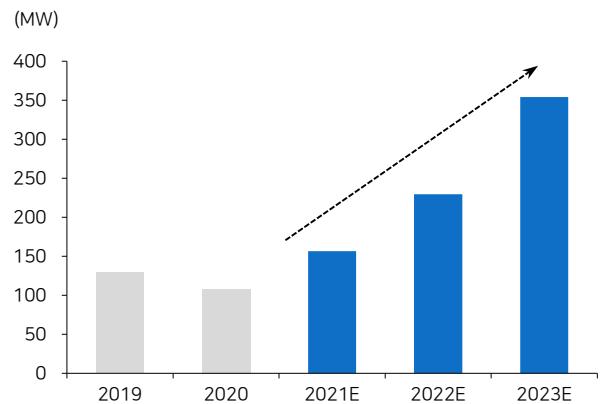
국내 수소 생태계에서 투자할 수 있는 대안 중 가장 매력적인 옵션이라는 점에는 변함이 없다. 1)HPS제도 등 국내 정책은 수소 활용, 그 중에서도 발전 분야에 집중될 전망이며, 2)퓨얼셀아메리카 등 (주)두산 내 연료전지 역량이 동사에 집중될 가능성이 높고, 3)선박, 수소충전소 등 신규 어플리케이션도 2H21부터 개화되기 때문이다. 상반기 실적 부진이 주가 하락으로 이어진다면 매수 기회로 활용할 필요가 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 71,000원을 유지한다.

표1 두산퓨얼셀 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	72.0	20.1	258.8	157.7	-54.3	81.4	-11.5	72.4	-0.6
영업이익	0.3	-4.6	흑전	5.6	-94.4	2.4	-86.9	1.1	-71.3
세전이익	2.0	-4.1	흑전	0.5	279.7	2.1	-3.3	0.4	407.5
순이익	-4.3	-3.4	적확	1.1	적전	1.4	N/A	0.3	N/A

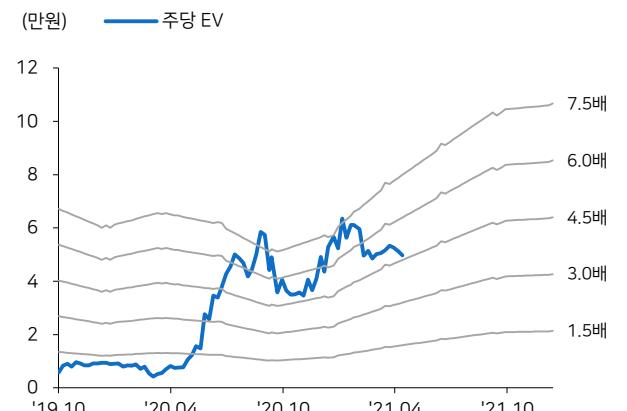
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 연료전지 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림2 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	40.0	20.0	0.0	48.0	6.0	10.5	105.0	35.0	108.0	156.5	229.6	354.0	390.6	421.8
ASP 증가율(% YoY)	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.5	-2.5	-2.0	-2.0		-6.8	-3.3	-3.1	-3.2	-3.2
실적 전망														
매출	20.1	110.1	174.0	157.7	72.0	90.7	103.2	239.0	461.8	504.9	929.5	1,343.1	1,639.7	1,875.1
매출액 성장률(% YoY)				-28.7	258.8	-17.6	-40.7	51.6	108.8	9.3	84.1	44.5	22.1	14.4
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.3	140.4	50.8	68.0	78.4	206.4	395.0	403.6	759.2	1,081.5	1,253.3	1,330.5
LTSA	16.7	16.1	16.8	17.2	21.2	22.7	24.7	32.6	66.8	101.2	170.3	261.6	386.4	544.6
LTSA 비중(%)	83.2	14.6	9.7	10.9	29.4	25.0	24.0	13.6	14.5	20.1	18.3	19.5	23.6	29.0
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	63.7	80.6	94.2	204.8	411.2	443.3	796.5	1,134.3	1,359.4	1,527.8
판관비	5.2	4.7	5.7	8.9	8.0	6.4	5.2	11.9	24.6	31.4	46.5	67.2	82.0	93.8
영업이익	-4.6	12.6	12.5	5.6	0.3	3.8	3.8	22.2	26.0	30.1	86.5	141.7	198.4	253.6
영업이익률(%)	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	4.2	3.7	9.3	5.6	6.0	9.3	10.5	12.1	13.5
금융손익	4.9	2.8	1.5	7.4	1.6	-0.8	-0.9	-0.9	16.5	-0.9	-3.4	-7.4	-6.2	-6.3
기타손익	-0.2	-1.3	-1.2	-1.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-3.8	-1.7	-0.6	-0.2	-0.1	0.0
종속, 지배, 관계 손익	0.0	0.8	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	1.6	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
세전이익	-4.1	11.8	10.1	0.5	2.0	2.9	3.0	21.5	18.3	29.5	84.5	136.1	194.3	249.6
법인세비용	-0.7	2.6	2.7	-0.6	6.3	0.7	0.7	5.2	4.1	12.9	20.3	32.7	46.6	59.9
법인세율(%)	16.6	22.3	26.8	-106.5	309.9	24.0	24.0	24.0	22.3	43.7	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-3.4	9.1	7.4	1.1	-4.3	2.2	2.3	16.4	14.2	16.6	64.2	103.5	147.6	189.7
순이익률(%)	-17.1	8.3	4.2	0.7	-5.9	2.5	2.2	6.9	3.1	3.3	6.9	7.7	9.0	10.1
PER									246.9	191.5	49.5	30.7	21.5	16.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	504.9	929.5	1,343.1
매출액증가율 (%)	108.8	9.3	84.1	44.5	
매출원가	195.5	411.2	443.3	796.5	1,134.3
매출총이익	25.7	50.6	61.6	133.0	208.8
판매관리비	6.2	24.6	31.4	46.5	67.2
영업이익	19.5	26.0	30.1	86.5	141.7
영업이익률	8.8	5.6	6.0	9.3	10.5
금융손익	-2.3	-5.6	-0.9	-3.4	-7.4
증속/관계기업손익	-1.6	1.6	2.0	2.0	2.1
기타영업외손익	0.4	-3.8	-1.7	-0.6	-0.2
세전계속사업이익	16.0	18.3	29.5	84.5	136.1
법인세비용	4.1	4.1	12.9	20.3	32.7
당기순이익	11.9	14.2	16.6	64.2	103.5
지배주주지분 순이익	11.9	14.2	16.6	64.2	103.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	121.7	-76.0	-14.0	-45.2	21.4
당기순이익(손실)	11.9	14.2	16.6	64.2	103.5
유형자산상각비	1.3	6.0	9.0	18.1	35.4
무형자산상각비	0.3	1.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	94.1	-119.2	-39.8	-127.7	-117.6
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	219.9	-70.6	-122.9
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-38.8	-70.2	-120.3
투자자산의감소(증가)	-6.0	-1.5	-1.7	-0.4	-2.6
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	0.0	80.0	-52.0
차입금의 증감	101.1	0.1	0.0	80.0	-52.0
자본의 증가	155.7	331.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	99.3	-0.9	205.9	-35.8	-153.6
기초현금	34.0	133.3	132.4	338.2	302.5
기말현금	133.3	132.4	338.2	302.5	148.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	728.3	838.5	937.1
현금및현금성자산	133.3	132.4	338.2	302.5	148.9
매출채권	95.3	72.1	108.2	162.3	238.6
재고자산	77.7	112.3	168.4	252.6	371.3
비유동자산	87.4	138.2	169.5	221.8	309.2
유형자산	42.7	51.3	81.1	133.1	218.1
무형자산	28.6	28.0	27.8	27.6	27.5
투자자산	4.4	7.9	9.6	10.0	12.5
자산총계	495.8	790.2	897.8	1,060.4	1,246.2
유동부채	225.3	264.6	349.3	446.4	519.6
매입채무	43.2	74.0	112.2	119.9	176.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	80.0	28.0
유동성장기부채	1.4	100.3	100.3	100.3	100.3
비유동부채	103.7	13.1	19.3	20.6	29.8
사채	98.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	329.0	277.6	368.6	467.0	549.4
자본금	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	148.5	479.4	479.4	479.4	479.4
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	10.6	24.5	41.1	105.3	208.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	529.2	593.4	696.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,457	8,066	7,709	14,192	20,508
EPS(지배주주)	830	248	254	980	1,580
CFPS	1,944	959	641	1,621	2,735
EBITDAPS	1,476	583	600	1,600	2,706
BPS	2,278	6,262	6,465	7,250	8,514
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	215.9	191.4	49.5	30.7
PCR	4.4	55.8	75.8	30.0	17.8
PSR	0.6	6.6	6.3	3.4	2.4
PBR	3.8	8.5	7.5	6.7	5.7
EBITDA	21.1	33.4	39.3	104.8	177.2
EV/EBITDA	25.0	103.8	81.4	31.6	19.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	3.2	11.4	16.0
EBITDA 이익률	9.5	7.2	7.8	11.3	13.2
부채비율	197.3	54.2	69.7	78.7	78.8
금융비용부담률	0.6	1.1	1.0	0.6	0.7
이자보상배율(X)	15.0	5.3	6.1	15.9	14.6
매출채권회전율(X)	2.3	5.5	5.6	6.9	6.7
재고자산회전율(X)	2.8	4.9	3.6	4.4	4.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

