

2021. 10. 28



▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 71,000 원

현재주가 (10/27) 54,900 원

상승여력 29.3%

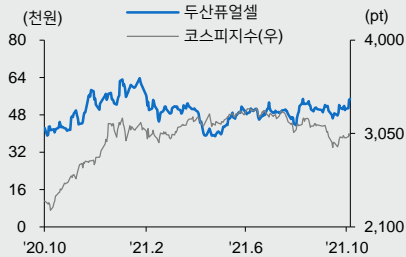
KOSPI	3,025.49pt
시가총액	35,956억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	60.73%
외국인비중	15.27%
52주 최고/최저가	63,800원/38,900원
평균거래대금	482.0억원

주요주주(%)

두산중공업 외 16 인	38.45
국민연금공단	7.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	13.1	38.8
상대주가	8.7	20.2	6.9

주가그래프



두산퓨얼셀 336260

3Q21 Review: 악재들을 압도할 시장 성장

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 76억원을 기록하며 컨센서스(83억원)에 부합
- ✓ 연간 142MW 수주 가이드스 유지하며 우려 불식. 4Q21 100MW 이상의 수주 전망
- ✓ 최근 최초로 수출 계약 체결에 성공(중국). 타겟 시장이 내수에서 수출로 확장
- ✓ 경쟁구도, 지배구조 등의 이슈보다는 수소 산업 시장의 성장성에 주목
- ✓ 12월 수주 및 수소법 개정 등을 기대. 투자 의견 Buy, 적정주가 71,000원을 유지

3Q21: 수주 가뭄 속에 선방한 실적

3Q21 연결 영업이익은 76억원(-39.2% YoY)을 기록하며 컨센서스(83억원)에 부합, 당사 예상치를 상회했다. 4Q20 수주 건들이 손익에 인식되며 전분기 대비해서 큰 폭(+120.8% QoQ)의 매출액 성장을 이뤄냈다. 수주는 당분기 20MW, 3Q21 누적 28MW를 기록했다. 4Q21에는 신규 수주가 100MW 이상으로 급증할 전망이며, 이중 일부가 매출액에 조기 인식되며 실적도 정상화될 전망이다.

우려에도 불구하고 수주 가이드스 유지. 12월 수주 집중 기대

최근 CHPS 제도의 도입 지연, 불룸SK퓨얼셀과의 경쟁 확대로 인한 수주 부진 장기화에 대한 우려가 불거지고 있다. 그러나 동사는 연초 제시했던 142MW 수주 가이드스를 이번에도 유지하며 이를 불식시켰다. 11월말 주요 프로젝트의 윤곽이 잡히고 12월 수주가 집중될 전망이다. 연말까지 수소법 개정안(CHPS 포함)이 통과된 이후 본격적인 수주 성장이 예상된다. 불룸SK퓨얼셀과의 경쟁 관계는 분명 리스크이나, 모수(전체 수주)가 자체가 작은 상황에서의 비교는 아직 무의미하다.

산업 태동기. 무엇보다도 중요한 시장 성장

태동기에 있는 수소 산업에 투자한다면 경쟁 구도나 지배구조보다 더 중요한 건 시장 자체의 성장이다. 이런 맥락에서 동사가 8월 최초의 수출 계약(중국 포산시, 1.8MW, 1,320만 달러)을 맺었다는 점은 하나의 변곡점이 될 수 있다. 동사의 타겟 시장이 내수에서 수출로 확장되었기 때문이다. 수소충전소, 선박, 수전해 산업으로의 진출도 긍정적이다. 12월 대규모 수주, 수소법 개정 등을 기대할 수 있는 현재가 투자 적기다. 투자 의견 Buy, 적정주가 71,000원을 유지한다.

(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	399.1	20.4	12.0	183	-26.3	6,406	300.7	8.6	121.1	2.3	65.8
2022E	933.4	79.7	64.1	979	436.1	7,189	56.1	7.6	38.1	11.5	73.6
2023E	1,254.6	139.9	108.7	1,660	69.6	8,517	33.1	6.4	22.2	16.9	85.7

표1 두산퓨얼셀 3Q21 실적 Review

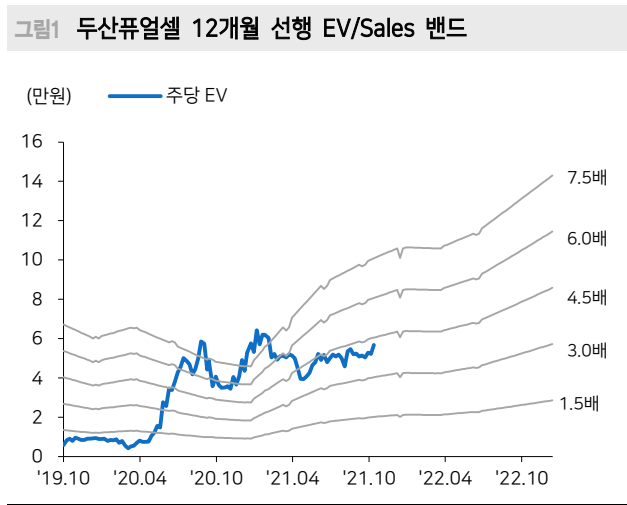
(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	122.7	174.0	-29.5	55.6	120.8	132.3	-7.2	116.6	5.2
영업이익	7.6	12.5	-39.2	1.0	625.4	8.3	-8.6	2.8	171.4
세전이익	8.8	10.1	-13.2	0.6	1,351.8	7.3	20.3	1.9	361.2
순이익	6.7	7.4	-9.8	0.4	1,480.2	5.6	19.6	1.4	375.7

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	410.8	978.6	399.1	933.3	-2.9%	-4.6%
영업이익	15.2	84.5	20.4	79.7	33.9%	-5.6%
영업이익률	3.7%	8.6%	5.1%	8.5%	1.4%p	-0.1%p
당기순이익	5.3	61.7	12.0	64.2	126.3%	4.1%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	40.0	20.0	0.0	48.0	6.0	0.0	22.0	110.0	108.0	138.0	202.2	339.8	362.4	383.2
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	N/A	-6.0	-9.1	N/A	-3.0	-3.0		-6.7	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2
실적 전망														
매출	20.1	110.1	174.0	157.7	72.0	55.6	122.7	148.8	461.8	399.1	933.3	1,254.6	1,526.3	1,654.8
매출액 성장률(% YoY)				-28.7	0.0	-49.5	-29.5	-5.6	108.8	-13.6	133.9	34.4	21.7	8.4
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.3	140.4	50.8	34.4	91.5	123.5	395.0	300.2	768.0	1,013.0	1,185.3	1,226.5
LTSA	16.7	16.1	16.8	17.2	21.2	21.2	22.5	25.2	66.8	90.1	165.3	241.6	340.9	428.3
LTSA 비중(%)	83.2	14.6	9.7	10.9	29.5	38.1	18.3	17.0	14.5	22.6	17.7	19.3	22.3	25.9
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	65.1	48.5	103.4	130.0	411.2	347.0	806.9	1,052.0	1,258.5	1,355.4
판매비	5.2	4.7	5.7	8.9	6.6	6.0	6.1	7.4	24.6	26.2	46.7	62.7	76.3	82.7
영업이익	-4.6	12.6	12.5	5.6	0.3	1.0	7.6	11.4	26.0	20.4	79.7	139.9	191.5	216.7
영업이익률(%)	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	1.9	6.2	7.7	5.6	5.1	8.5	11.1	12.5	13.1
금융손익	4.9	2.8	1.5	7.4	6.7	0.0	1.0	0.4	16.5	8.1	3.6	2.5	-7.4	-7.5
기타손익	-0.2	-1.3	-1.2	-1.1	0.1	1.5	-0.1	0.0	-3.8	1.5	0.5	0.2	0.1	0.0
종속, 지배, 관계 손익	0.0	0.8	0.5	0.4	0.5	-0.2	0.2	0.2	1.6	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
세전이익	-4.1	11.8	10.1	0.5	2.0	0.6	8.8	12.1	18.3	23.4	84.4	143.0	184.8	209.7
법인세비용	-0.7	2.6	2.7	-0.6	6.3	0.2	2.1	2.9	4.1	11.5	20.2	34.3	44.3	50.3
법인세율(%)	16.6	22.3	26.8	-106.5	309.8	30.2	24.0	24.0	22.3	48.9	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-3.4	9.1	7.4	1.1	-4.3	0.4	6.7	9.2	14.2	12.0	64.1	108.7	140.4	159.4
순이익률(%)	-17.1	8.3	4.2	0.7	-5.9	0.8	5.4	6.2	3.1	3.0	6.9	8.7	9.2	9.6
PER									253.4	300.6	56.1	33.1	25.6	22.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	399.1	933.4	1,254.6
매출액증가율 (%)		108.8	-13.6	133.9	34.4
매출원가	195.5	411.2	352.5	807.0	1,052.0
매출총이익	25.7	50.6	46.5	126.4	202.6
판매관리비	6.2	24.6	26.2	46.7	62.7
영업이익	19.5	26.0	20.4	79.7	139.9
영업이익률	8.8	5.6	5.1	8.5	11.1
금융손익	-2.3	-5.6	0.8	3.6	2.5
중속/관계기업손익	-1.6	1.6	0.7	0.5	0.6
기타영업외손익	0.4	-3.8	1.6	0.5	0.2
세전계속사업이익	16.0	18.3	23.4	84.4	143.0
법인세비용	4.1	4.1	11.5	20.3	34.3
당기순이익	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7
지배주주지분 손이익	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	121.7	-76.0	-87.4	-6.7	-12.4
당기순이익(손실)	11.9	14.2	12.0	64.1	108.7
유형자산상각비	1.3	6.0	9.5	19.7	37.8
무형자산상각비	0.3	1.3	0.9	0.4	0.4
운전자본의 증감	94.1	-119.2	-116.3	-91.0	-159.3
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	-40.3	66.9	-103.8
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-46.7	-76.5	-132.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-1.5	1.4	-1.6	-2.8
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	72.0	6.1	18.3
차입금의 증감	101.1	0.1	77.4	6.1	18.3
자본의 증가	155.7	331.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	99.3	-0.9	-55.7	66.3	-98.0
기초현금	34.0	133.3	132.4	76.6	142.9
기말현금	133.3	132.4	76.6	142.9	44.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	679.8	774.2	950.5
현금및현금성자산	133.3	132.4	76.6	142.9	44.9
매출채권	95.3	72.1	108.2	162.3	257.5
재고자산	77.7	112.3	168.4	252.6	400.7
비유동자산	87.4	138.2	189.5	247.5	344.0
유형자산	42.7	51.3	94.9	151.7	245.9
무형자산	28.6	28.0	33.4	33.0	32.6
투자자산	4.4	7.9	7.7	9.3	12.1
자산총계	495.8	790.2	869.3	1,021.7	1,294.5
유동부채	225.3	264.6	254.0	336.6	490.7
매입채무	43.2	74.0	69.9	104.3	165.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	32.0
유동성장기부채	1.4	100.3	99.0	95.1	91.3
비유동부채	103.7	13.1	91.1	96.7	106.7
사채	98.8	0.0	75.0	75.0	75.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	329.0	277.6	345.1	433.3	597.4
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	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	10.6	24.5	36.5	100.6	209.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	524.3	588.4	697.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,457	8,066	6,093	14,251	19,156
EPS(지배주주)	830	248	183	979	1,660
CFPS	1,944	959	711	1,539	2,730
EBITDAPS	1,476	583	469	1,524	2,719
BPS	2,278	6,262	6,406	7,189	8,517
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	215.9	300.7	56.1	33.1
PCR	4.4	55.8	77.2	35.7	20.1
PSR	0.6	6.6	9.0	3.9	2.9
PBR	3.8	8.5	8.6	7.6	6.4
EBITDA	21.1	33.4	30.7	99.8	178.1
EV/EBITDA	25.0	103.8	121.1	38.1	22.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	2.3	11.5	16.9
EBITDA 이익률	9.5	7.2	7.7	10.7	14.2
부채비율	197.3	54.2	65.8	73.6	85.7
금융비용부담률	0.6	1.1	1.6	1.0	0.8
이자보상배율(x)	15.0	5.3	3.2	8.9	14.7
매출채권회전율(x)	2.3	5.5	4.4	6.9	6.0
재고자산회전율(x)	2.8	4.9	2.8	4.4	3.8

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 간섭 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.21	산업분석	Buy	71,000	문경원	-	-	