

2022. 1. 12



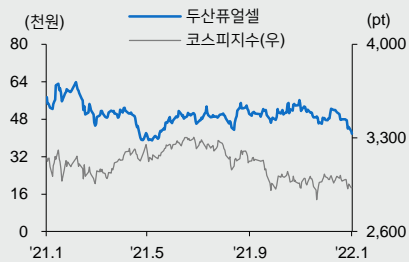
▲ 유틸리티/철강
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	64,000 원
현재주가 (1.11)	41,800 원
상승여력	53.1%
KOSPI	2,927.38pt
시가총액	27,376억원
발행주식수	6,549만주
유통주식비율	60.73%
외국인비중	14.24%
52주 최고/최저가	63,800원/38,900원
평균거래대금	405.4억원
주요주주(%)	
두산중공업 외 16 인	38.45
국민연금공단	9.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.4	-9.1	-27.2
상대주가	-9.9	-0.1	-21.7

주가그래프



두산퓨얼셀 336260

4Q21 Preview: 이 못지 않은 잇몸

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 94억원을 기록하며 컨센서스(153억원)을 하회 예상
- ✓ 대형 수주가 12월 말에 이루어지며 4분기 조기 인식이 어려워졌기 때문
- ✓ 최근 공시한 100MW는 규모 측면에서 역대급. 향후 대규모 수주 늘어날 전망
- ✓ CHPS 하반기 이후 의결 기대 가능하나 RPS 비율 상향으로 시장 수요는 성장
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가를 71,000원에서 64,000원으로 -9.9% 하향

4Q21, 낮은 수주로 매출액 기대치 하회

4Q21 연결 영업이익은 94억원(+67.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(153억원)을 하회할 전망이다. 4분기 수주 중 일부가 조기 인식될 것이라는 기대감이 있었으나 수주가 12월 말에 이루어지며 4분기 인식도 기대하기 어려워졌기 때문이다. 다만 대형 수주 달성은 긍정적이다. 당사는 12월 23일 4,000억원(100MW) 상당의 역대 최고 금액의 수주를 공시했는데, 이후 100MW 내외의 대규모 수주 공시가 늘어날 전망이다. 해당 프로젝트의 매출 인식은 2022년 하반기부터 이루어질 것으로 예상된다.

이가 없으면 잇몸. CHPS 대신 RPS로 창출하는 수요

CHPS 등 수소법 개정안은 2021년 7,11,12월에 이어 2022년 1월에도 의결되지 못했다. 대선 전후 일정을 감안하면 하반기 이후를 노려봐야 한다. 그러나 CHPS 의결 지연이 수요 둔화를 의미하는 것은 아니다. 2022년 RPS 비율은 12.5%로 전년 대비 3.5%p 증가하는데, 해당 증가 폭은 역대 최고이다. 2021년 RPS 2.0%p 증가 시 200MW 가량의 발전용 연료전지 시장이 창출되었던 점을 감안하면 2022년 300MW 이상의 시장 수요도 기대해볼 수 있다. 연료전지 REC 가중치는 2.0에서 1.9로 소폭 조정되었으나, 동사의 PAFC 모델은 부생 수소 사용(+0.2) 및 열 효율 65% 달성(+0.1)으로 최대 2.2의 가중치를 부여받을 수 있는 상대적 매력이 있다.

수소 산업의 성장성은 여전

투자의견 Buy를 유지, 적정주가를 71,000원에서 64,000원으로 -9.9% 하향한다. 2021년 기대에 부응하지 못한 수주로 인해 매출액 추정치는 낮아졌으나, 멀티플을 결정하는 수소 산업의 성장성은 훼손되지 않았다는 판단이다.

(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	829		2,276	10.4	3.8	25.0	7.1	197.3
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	216.2	8.5	103.8	4.2	54.2
2021E	396.4	18.4	11.3	173	-30.2	6,375	277.9	7.5	117.4	2.2	65.7
2022E	732.5	67.6	53.2	812	370.3	7,025	51.5	5.9	31.9	9.7	77.2
2023E	1,036.7	106.5	79.2	1,210	48.9	7,993	34.6	5.2	20.3	12.9	86.6

표1 두산퓨얼셀 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	146.2	157.7	-7.3	122.7	19.2	205.7	-28.9
영업이익	9.4	5.6	67.1	7.6	22.9	15.3	-38.6
세전이익	11.1	0.5	1,971.2	9.1	21.4	12.1	-8.2
지배순이익	8.4	1.1	662.3	6.7	25.0	11.6	-27.4

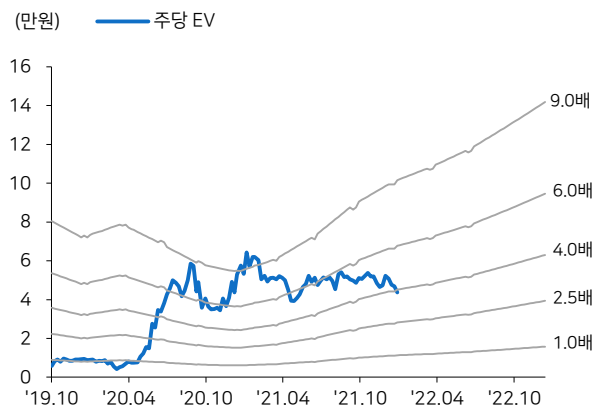
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	399.1	933.4	396.4	732.5	-0.7%	-21.5%
영업이익	20.4	79.7	18.4	67.6	-9.9%	-15.2%
영업이익률	5.1%	8.5%	4.6%	9.2%	-0.5%p	0.7%p
당기순이익	12.0	64.1	11.3	53.2	-5.7%	-17.0%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 적정주가 산출 내역

구분	값(십억원)	내용
12개월 선행 매출	732.5	2022년 연간 매출(기존 2023년에서 산정 기준 변경)
적정 EV/Sales(배)	5.7	2020년 10월 CHPS 도입 이후 중간값
적정 EV(십억원)	4,175.4	
우선주 시가총액	258.2	
순차입금	-291.6	3Q21 말 순차입금
보통주 적정 시가총액	4,208.9	EV에서 우선주 시가총액 및 순차입금 차감
발행 주식수(천주)	65,494	3Q21 말 보통주 주식수
적정 주가(원)	64,000	
현재 주가(원)	41,800	
상승 여력(%)	53.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	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	100.0	108.0	128.0	192.2	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	N/A	-6.0	-9.1	N/A	N/A	-3.0		-7.9	-3.6	-4.0	-3.2	-2.5
실적 전망														
매출	20.1	110.1	174.0	157.7	72.0	55.6	122.7	146.2	461.8	396.4	732.5	1,036.7	1,366.7	1,603.0
매출액 성장률(% YoY)				-28.7	0.0	-49.5	-29.5	-7.3	108.8	-14.2	84.8	41.5	31.8	17.3
연료전지 주기기	3.4	93.9	157.3	140.4	50.8	34.4	95.6	118.7	395.0	299.5	573.3	824.1	1,093.9	1,259.4
LTSA	16.7	16.1	16.8	17.2	21.2	21.2	27.0	27.5	66.8	96.9	159.2	212.5	272.9	343.6
LTSA 비중(%)	83.2	14.6	9.7	10.9	29.5	38.1	22.0	18.8	14.5	24.4	21.7	20.5	20.0	21.4
매출원가	19.5	92.8	155.8	143.2	65.1	48.5	105.4	129.5	411.2	348.5	628.3	878.4	1,144.4	1,339.7
판매비	5.2	4.7	5.7	8.9	6.6	6.0	9.6	7.3	24.6	29.5	36.6	51.8	61.5	72.1
영업이익	-4.6	12.6	12.5	5.6	0.3	1.0	7.6	9.4	26.0	18.4	67.6	106.4	160.9	191.2
영업이익률(%)	-23.1	11.4	7.2	3.6	0.4	1.9	6.2	6.4	5.6	4.6	9.2	10.3	11.8	11.9
금융손익	4.9	2.8	1.5	7.4	6.7	0.0	6.2	1.4	16.5	14.3	1.5	-2.4	-7.0	-8.2
기타손익	-0.2	-1.3	-1.2	-1.1	0.1	1.5	1.2	0.2	-3.8	3.0	1.2	0.4	0.1	0.1
종속, 지배, 관계 손익	0.0	0.8	0.5	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	1.6	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
세전이익	-4.1	11.8	10.1	0.5	2.0	0.6	9.1	11.1	18.3	22.8	70.0	104.2	153.8	182.8
법인세비용	-0.7	2.6	2.7	-0.6	6.3	0.2	2.4	2.7	4.1	11.5	16.8	25.0	36.9	43.9
법인세율(%)	16.6	22.3	26.8	-106.5	309.8	30.2	26.2	24.0	22.3	50.5	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-3.4	9.1	7.4	1.1	-4.3	0.4	6.7	8.4	14.2	11.3	53.2	79.2	116.9	138.9
순이익률(%)	-17.1	8.3	4.2	0.7	-5.9	0.8	5.5	5.8	3.1	2.9	7.3	7.6	8.6	8.7
PER									197.1	247.2	52.6	35.3	23.9	20.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	396.4	732.5	1,036.7
매출액증가율 (%)		108.8	-14.2	84.8	41.5
매출원가	195.5	411.2	348.5	628.3	878.4
매출총이익	25.7	50.6	47.9	104.2	158.3
판매관리비	6.2	24.6	29.5	36.6	51.8
영업이익	19.5	26.0	18.4	67.6	106.5
영업이익률	8.8	5.6	4.6	9.2	10.3
금융손익	-2.3	-5.6	1.3	1.5	-2.4
중속/관계기업손익	-1.6	1.6	0.3	-0.3	-0.2
기타영업외손익	0.4	-3.8	3.0	1.2	0.4
세전계속사업이익	16.0	18.3	22.8	70.0	104.3
법인세비용	4.1	4.1	11.5	16.8	25.0
당기순이익	11.9	14.2	11.3	53.2	79.2
지배주주지분 손이익	11.9	14.2	11.3	53.2	79.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	121.7	-76.0	7.5	28.1	64.6
당기순이익(손실)	11.9	14.2	11.3	53.2	79.2
유형자산상각비	1.3	6.0	7.0	19.1	33.8
무형자산상각비	0.3	1.3	1.2	0.4	0.4
운전자본의 증감	94.1	-119.2	-32.0	-44.7	-48.9
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	-61.8	91.7	-87.6
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-24.8	-106.5	-135.6
투자자산의감소(증가)	-6.0	-1.5	1.1	-1.8	-2.0
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	69.9	6.1	18.2
차입금의 증감	101.1	0.1	77.8	6.1	18.2
자본의 증가	155.7	331.9	-1.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	99.3	-0.9	15.8	125.9	-4.8
기초현금	34.0	133.3	132.4	148.1	274.0
기말현금	133.3	132.4	148.1	274.0	269.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	688.4	754.2	852.5
현금및현금성자산	133.3	132.4	148.1	274.0	269.2
매출채권	95.3	72.1	66.9	105.8	148.4
재고자산	77.7	112.3	104.1	164.7	231.0
비유동자산	87.4	138.2	176.0	264.7	368.1
유형자산	42.7	51.3	75.0	162.3	264.2
무형자산	28.6	28.0	34.2	33.8	33.3
투자자산	4.4	7.9	7.7	9.5	11.5
자산총계	495.8	790.2	864.4	1,018.9	1,220.6
유동부채	225.3	264.6	252.4	347.1	462.4
매입채무	43.2	74.0	68.6	108.6	152.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	32.0
유동성장기부채	1.4	100.3	100.0	96.1	92.3
비유동부채	103.7	13.1	90.2	96.8	104.0
사채	98.8	0.0	74.7	74.7	74.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	329.0	277.6	342.6	443.9	566.4
자본금	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	148.5	479.4	477.6	477.6	477.6
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	10.6	24.5	35.8	89.0	168.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	521.8	575.0	654.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,437	8,056	6,053	11,185	15,828
EPS(지배주주)	829	248	173	812	1,210
CFPS	1,941	958	812	1,344	2,151
EBITDAPS	1,474	582	406	1,330	2,147
BPS	2,276	6,262	6,375	7,025	7,993
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	216.2	277.9	51.5	34.6
PCR	4.4	55.8	59.1	31.1	19.4
PSR	0.6	6.6	7.9	3.7	2.6
PBR	3.8	8.5	7.5	5.9	5.2
EBITDA	21.1	33.4	26.6	87.1	140.6
EV/EBITDA	25.0	103.8	117.4	31.9	20.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	2.2	9.7	12.9
EBITDA 이익률	9.5	7.2	6.7	11.9	13.6
부채비율	197.3	54.2	65.7	77.2	86.6
금융비용부담률	0.6	1.1	1.4	1.0	0.8
이자보상배율(x)	15.0	5.3	3.2	9.2	13.7
매출채권회전율(x)	2.3	5.5	5.7	8.5	8.2
재고자산회전율(x)	2.8	4.9	3.7	5.5	5.2

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

