

2022. 2. 9



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

Buy

적정주가 (12개월) 64,000 원

현재주가 (2.8) 36,050 원

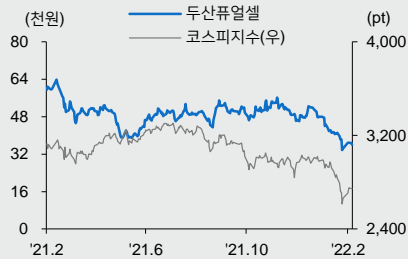
상승여력 77.5%

KOSPI	2,746.47pt
시가총액	23,610억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	60.73%
외국인비중	13.62%
52주 최고/최저가	63,800원/33,700원
평균거래대금	287.8억원

주요주주(%)	
두산중공업 외 16 인	38.45
국민연금공단	9.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.4	-27.8	-39.5
상대주가	-13.2	-14.1	-31.9

주가그래프



두산퓨얼셀 336260

4Q21 Review: 소음이 걷히길 기다리는 시간

- ✓ 4Q21 연결 영업이익은 90억원(+60.1% YoY)으로 컨센서스(101억원)를 하회
- ✓ 뒤늦은 대규모 수주와 중소형 수주 부재 부재가 원인
- ✓ 2022년 상반기까지는 매출액 부진 예상, 하반기부터 본격적인 실적 성장 기대
- ✓ 수주 가이드선스 240MW(+83%) 제시, REC 가중치 개편 감안 시 달성 가능성 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 64,000원을 유지

4Q21, 너무 늦은 수주에서 예견된 부진

4Q21 연결 영업이익은 90억원(+60.1% YoY)으로 컨센서스(101억원)를 하회했다. 대규모 수주(100MW, 4천억원)가 12월 말에 뒤늦게 이루어졌고, 이외 중소형 수주가 부재했던 것이 주요 원인이다. 2H22부터 인식될 대규모 수주를 제외하면 주기기 수주 잔고는 400억원 가량으로 추정된다. 따라서 2022년 상반기까지는 매출액이 부진할 가능성이 높다. 다만 3~4월 증설이 완료된 이후 2Q22부터 제품 비중 상승 및 마진 개선이 기대되며, 하반기부터는 매출 성장세가 본격화될 전망이다.

2022년 손익은 불확실성이 있으나 수주 전망은 긍정적

동사는 2022년 가이드선스로 240MW 수주(시장 320MW), 매출 7,007억원(+83.7% YoY)과 영업이익 432억원(+140.1% YoY)을 제시했다. 4Q22 대규모 수주(100MW 이상) 한 건, 중소형 수주는 고르게 나오는 시나리오가 유력하다. 매출 전망은 불확실성이 높으나, 수주 가이드선스는 충족할 가능성이 높다. 1)RPS 비율이 2022년 +3.5%p 증가하고,(vs 2021년 +2.0%p), 2)1월 REC 가중치 조정 이후 열병합 발전용 연료전지에 대한 발주가 본격화될 전망이기 때문이다. 2021년 동사의 점유율 하락에 대해 우려하는 시각도 존재하나, REC 가중치 조정(복합효율 65% 이상시 0.2REC, 부생수소 활용 시 0.1REC 추가)은 오히려 동사에 호의적으로 이루어졌다.

녹록치 않은 대외 환경에도 불구하고 신사업 추진은 순항

상반기 내 CHPS를 포함한 수소법 개정안 통과를 기대하기는 쉽지 않다. 그러나 선박용 연료전지 관련 Shell, 한국조선해양과 파트너십을 체결하는 등 신사업 추진이 원활한 점은 긍정적이다. 투자의견 Buy, 적정주가 64,000원을 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	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	381.4	18.0	15.0	229	-7.6	6,420	209.8	7.5	118.7	2.9	62.0
2022E	604.3	46.4	38.0	581	153.8	6,885	62.1	5.2	36.0	7.0	74.3
2023E	1,198.7	128.1	93.5	1,427	145.7	8,027	25.3	4.5	15.0	15.3	101.3

표1 두산퓨얼셀 4Q21 실적 Review

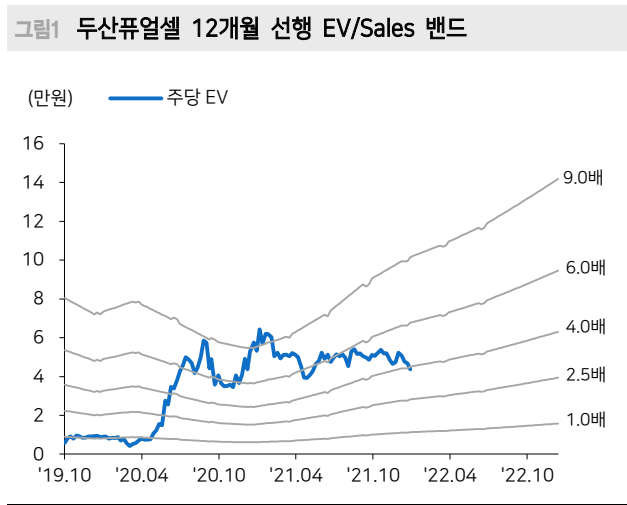
(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	131.2	157.7	-16.8	122.7	7.0	146.9	-10.7	146.2	-10.3
영업이익	9.0	5.6	60.1	7.6	17.7	10.1	-10.6	9.4	-4.4
세전이익	6.9	0.5	1,185.5	9.1	-24.7	8.9	-22.6	11.1	-38.1
지배순이익	5.8	1.1	425.3	6.7	-13.9	7.4	-21.6	8.4	-31.0

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	396.4	732.5	381.4	604.3	-3.8%	-17.5%
영업이익	18.4	67.6	18.0	46.4	-2.2%	-31.4%
영업이익률	4.6%	9.2%	4.7%	7.7%	0.1%p	-1.6%p
당기순이익	11.3	53.2	8.7	37.9	-23.1%	-28.8%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망														
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	6.0	0.0	22.0	103.0	30.0	30.0	35.0	140.0	108.0	131.0	235.0	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	-9.1	N/A	N/A	1.0	-2.5	-3.0	-3.0	-3.0		-5.0	-5.8	-8.4	-3.6	-1.9
실적 전망														
매출	72.0	55.6	122.7	131.2	84.3	136.2	175.1	208.7	461.8	381.4	604.3	1,198.7	1,326.1	1,496.6
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	17.1	145.1	42.8	59.0	108.8	-17.4	58.4	98.4	10.6	12.9
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	105.7	60.0	108.1	144.5	175.0	395.0	286.5	487.6	1,013.7	1,080.6	1,180.5
LTSA	21.2	21.2	27.0	22.5	24.3	28.1	30.6	33.7	66.8	91.9	116.7	185.0	245.5	316.1
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	17.2	28.8	20.6	17.5	16.1	14.5	24.1	19.3	15.4	18.5	21.1
매출원가	65.1	48.5	105.4	122.2	78.1	116.8	150.5	179.0	411.2	341.2	524.5	1,028.6	1,146.9	1,284.0
판매비	6.6	6.0	9.6	9.0	7.1	6.5	9.2	10.7	24.6	31.2	33.5	42.1	47.2	49.1
영업이익	0.3	1.0	7.6	9.0	-0.9	13.0	15.4	18.9	26.0	18.0	46.4	128.1	132.0	163.5
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-1.0	9.5	8.8	9.0	5.6	4.7	7.7	10.7	10.0	10.9
금융손익	6.7	0.0	6.2	1.4	1.4	0.5	0.1	0.6	16.5	14.4	2.7	-5.3	-10.6	-12.3
기타손익	0.1	1.5	1.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2	-3.8	3.0	1.2	0.4	0.1	0.1
종속, 지배, 관계 손익	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	1.6	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
세전이익	2.0	0.6	9.1	6.9	0.7	13.8	15.7	19.5	18.3	18.6	50.0	123.0	121.3	151.0
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.6	0.2	3.3	3.8	4.7	4.1	10.5	12.0	29.5	29.1	36.2
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	22.3	56.4	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-4.3	0.4	6.7	5.8	0.6	10.5	12.0	14.8	14.2	8.7	38.0	93.5	92.2	114.8
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	0.7	7.7	6.8	7.1	3.1	2.3	6.3	7.8	7.0	7.7
PER									10.4	216.2	62.1	25.3	25.6	20.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	221.2	461.8	381.4	604.3	1,198.7
매출액증가율 (%)		108.8	-17.4	58.4	98.4
매출원가	195.5	411.2	332.2	524.5	1,028.6
매출총이익	25.7	50.6	49.2	79.8	170.1
판매관리비	6.2	24.6	31.2	33.5	42.1
영업이익	19.5	26.0	18.0	46.4	128.1
영업이익률	8.8	5.6	4.7	7.7	10.7
금융손익	-2.3	-5.6	1.3	2.7	-5.3
중속/관계기업손익	-1.6	1.6	0.3	-0.3	-0.2
기타영업외손익	0.4	-3.8	8.1	1.2	0.4
세전계속사업이익	16.0	18.3	27.7	50.0	123.0
법인세비용	4.1	4.1	12.7	12.0	29.5
당기순이익	11.9	14.2	15.0	38.0	93.5
지배주주지분 손이익	11.9	14.2	15.0	38.0	93.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	121.7	-76.0	19.1	16.9	67.5
당기순이익(손실)	11.9	14.2	15.0	38.0	93.5
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	-24.2	-40.6	-60.2
투자활동 현금흐름	-22.8	-255.5	-61.4	135.9	-132.1
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-12.8	-24.8	-106.5	-135.6
투자자산의감소(증가)	-6.0	-1.5	1.4	-1.7	-2.5
재무활동 현금흐름	0.4	330.6	69.9	6.1	118.2
차입금의 증감	101.1	0.1	77.8	6.1	118.2
자본의 증가	155.7	331.9	-1.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	99.3	-0.9	27.6	158.9	53.6
기초현금	34.0	133.3	132.4	160.0	318.9
기말현금	133.3	132.4	160.0	318.9	372.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.4	652.0	675.6	717.8	954.0
현금및현금성자산	133.3	132.4	160.0	318.9	372.5
매출채권	95.3	72.1	60.0	95.4	147.9
재고자산	77.7	112.3	93.4	148.5	230.2
비유동자산	87.4	138.2	175.7	264.3	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	7.3	9.0	11.4
자산총계	495.8	790.2	851.3	982.0	1,322.1
유동부채	225.3	264.6	236.7	323.5	561.3
매입채무	43.2	74.0	61.6	98.0	151.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	132.0
유동성장기부채	1.4	100.3	100.0	96.1	92.3
비유동부채	103.7	13.1	89.1	95.1	103.9
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	325.8	418.5	665.2
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	39.5	77.5	171.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.8	512.5	525.5	563.5	657.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,437	8,056	5,824	9,227	18,303
EPS(지배주주)	829	248	229	581	1,427
CFPS	1,941	958	885	1,021	2,481
EBITDAPS	1,474	582	400	1,006	2,478
BPS	2,276	6,262	6,420	6,885	8,027
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	216.2	209.8	62.1	25.3
PCR	4.4	55.8	54.2	35.3	14.5
PSR	0.6	6.6	8.2	3.9	2.0
PBR	3.8	8.5	7.5	5.2	4.5
EBITDA	21.1	33.4	26.2	65.9	162.3
EV/EBITDA	25.0	103.8	118.7	36.0	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	4.2	2.9	7.0	15.3
EBITDA 이익률	9.5	7.2	6.9	10.9	13.5
부채비율	197.3	54.2	62.0	74.3	101.3
금융비용부담률	0.6	1.1	1.5	1.2	0.9
이자보상배율(x)	15.0	5.3	3.1	6.3	11.3
매출채권회전율(x)	2.3	5.5	5.8	7.8	9.9
재고자산회전율(x)	2.8	4.9	3.7	5.0	6.3

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 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 하시기를 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 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	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	80.1%
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

