



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

Buy

적정주가 (12개월)	64,000 원		
현재주가 (4.4)	40,300 원		
상승여력	58.8%		
KOSPI	2,757.90pt		
시가총액	26,394억원		
발행주식수	6,549만주		
유동주식비율	60.73%		
외국인비중	14.50%		
52주 최고/최저가	56,200원/33,700원		
평균거래대금	178.1억원		
주요주주(%)			
두산중공업 외 16 인	38.45		
국민연금공단	9.01		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	-19.0	-20.2
상대주가	1.4	-11.3	-9.9

주가그래프



두산퓨얼셀 336260

1Q22 Preview: 정책 불확실성이 드리운 그림자

- ✓ 1Q22 영업적자는 -1억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(33억원)를 하회할 전망
- ✓ 대선 전후 정책 불확실성이 커짐에 따라 신규 수주 부진. 2Q22부터는 정상화
- ✓ 인수위의 RPS 하향 검토는 부정적이나 CHPS 제도의 논의는 오히려 가속화
- ✓ 러시아산 가스를 대체하는 과정에서 수소 역할 부각. 글로벌 수소 밸류체인 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 64,000원을 유지

1Q22, 정책 불확실성으로 부진했던 수주

1Q22 영업적자는 -1억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(33억원)를 하회할 전망이다. LTSA 매출은 견조하나 주기기 매출이 전년 동기 508억에서 234억원으로 크게 줄어들 것으로 전망한다. 대선 전후 정책 불확실성이 커짐에 따라 고객사들의 발주가 얼어붙었기 때문이다. 기수주 분의 매출 인식 외에 신규 수주로 인한 매출은 없었던 것으로 추정한다. 다만 2Q22부터는 수주 활동이 정상화되고 있다는 점은 긍정적이다. 최근 제조업 전반에 리스크가되고 있는 원자재 가격 상승 역시 부담이나, 자체적인 노력을 통해 그 영향력을 줄이고 있다.

차기 정부의 수소에 대한 입장은 중립 이상

인수위는 RPS 비율의 하향을 검토하고 있는 것으로 알려졌다. RPS 제도는 연료전지를 포함한 신재생에너지 발전 수요의 근간이기에 일견 부정적인 소식처럼 느껴진다. 하지만 연료전지의 중장기적 수요를 끌어올릴 수 있는 CHPS 제도의 논의는 오히려 가속화되고 있다. 윤 당선인은 원전과 수소의 연계를 비롯하여 수소 산업 단지 조성 등 수소경제를 가속화하겠다고 밝힌 바 있다. 수소법 개정안 통과를 가로막았던 '무엇이 청정수소인가?'에 대한 해답이 확실해지는 계기가 될 수 있다.

글로벌 수소 밸류체인에 부는 훈풍

3월 초 이후 Plug Power, Bloom Energy 등 글로벌 수소 밸류체인의 주가 상승이 이어지고 있다. 러시아산 가스를 대체하는 과정에서 수소의 역할이 주목받고 있기 때문이다. 과거 외국인 수급에 영향을 크게 받았던 동사이니만큼 이러한 흐름이 수급 개선에 도움이 될 수 있다. 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 (%)
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	216.2	8.5	103.8	4.2	54.2
2021	381.4	18.0	8.7	133	-46.4	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022E	501.7	35.9	29.6	452	240.4	6,693	89.2	6.0	58.9	5.6	56.9
2023E	1,204.6	89.3	61.8	943	108.7	7,448	42.7	5.4	25.7	10.7	115.5
2024E	1,335.7	115.1	77.7	1,186	25.7	8,397	34.0	4.8	18.3	12.0	96.3

표1 두산퓨얼셀 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	51.6	72.0	-28.3	131.2	-60.7	92.2	-44.0
영업이익	-0.1	0.3	적전	9.0	적전	3.3	N/A
세전이익	1.0	2.0	-49.5	6.9	-85.1	1.4	-27.7
지배순이익	0.8	-4.3	흑전	5.8	-86.6	2.3	-65.7

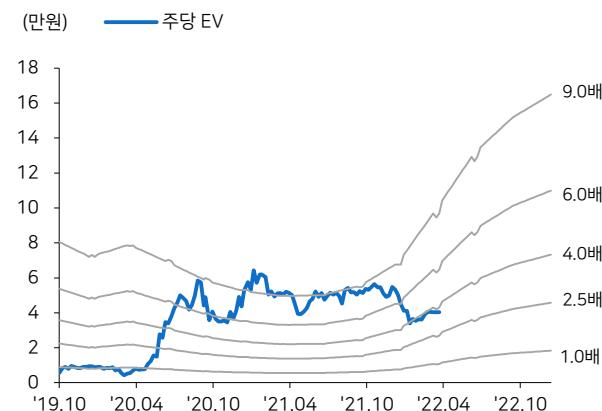
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	604.3	1,198.7	501.7	1,204.6	-17.0%	0.5%
영업이익	46.4	128.1	35.8	89.3	-22.7%	-30.3%
영업이익률	7.7%	10.7%	7.1%	7.4%	-0.5%p	-3.3%p
당기순이익	37.9	93.5	29.6	61.8	-21.9%	-33.9%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



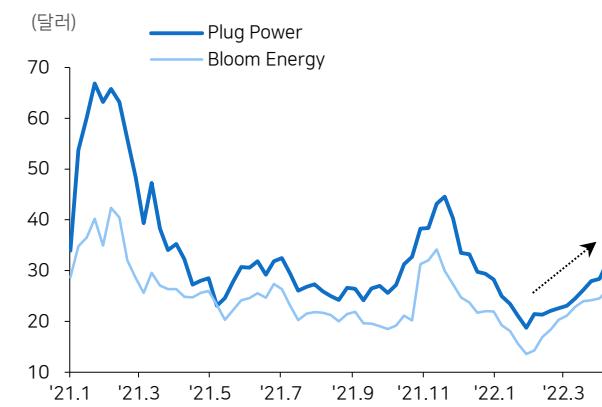
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 두산퓨얼셀 주가 및 외국인지분율 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 수소밸류체인 주가 추이



자료: Eikon, 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	0.0	20.0	50.0	140.0	108.0	131.0	210.0	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	-9.1	N/A	N/A	-6.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5		-7.4	-4.7	-8.0	-3.6	-1.9
실적 전망														
매출	72.0	55.6	122.7	131.2	51.6	60.1	161.3	228.6	461.8	381.4	501.7	1,204.6	1,335.7	1,517.5
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	-28.3	8.2	31.5	74.3	108.8	-17.4	31.5	140.1	10.9	13.6
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	23.4	32.8	131.8	194.9	395.0	287.2	382.9	1,012.2	1,071.9	1,169.0
LTSA	21.2	21.2	27.0	24.8	28.2	27.3	29.5	33.8	66.8	94.2	118.8	192.4	263.8	348.5
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	18.9	54.6	45.5	18.3	14.8	14.5	24.7	23.7	16.0	19.8	23.0
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	45.8	54.3	139.0	196.1	411.2	333.2	435.2	1,072.7	1,174.8	1,313.2
판관비	6.6	6.0	9.6	8.0	5.9	5.4	9.2	10.1	24.6	30.2	30.6	42.6	45.8	48.6
영업이익	0.3	1.0	7.6	9.0	-0.1	0.4	13.2	22.4	26.0	18.0	35.8	89.3	115.1	155.7
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-0.2	0.7	8.2	9.8	5.6	4.7	7.1	7.4	8.6	10.3
금융손익	6.7	0.0	6.2	4.1	1.2	1.7	1.3	0.0	16.5	17.0	4.2	-6.7	-11.7	-14.0
기타손익	0.1	1.5	1.2	-1.8	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-3.8	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0
증속, 지배, 관계 손익	0.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	1.6	-0.2	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3
세전이익	2.0	0.6	9.1	6.9	1.0	2.0	14.1	21.9	18.3	18.6	39.0	81.3	102.2	140.4
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.1	0.2	0.5	3.4	5.3	4.1	9.9	9.3	19.5	24.5	33.7
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	15.6	24.0	24.0	24.0	24.0	22.3	53.3	24.0	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-4.3	0.4	6.7	5.8	0.8	1.5	10.7	16.6	14.2	8.7	29.6	61.8	77.7	106.7
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	1.5	2.5	6.6	7.3	3.1	2.3	5.9	5.1	5.8	7.0
PER									216.2	277.9	89.2	42.7	34.0	24.7

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	461.8	381.4	501.7	1,204.6	1,335.7
매출액증가율 (%)	108.8	-17.4	31.5	140.1	10.9
매출원가	411.2	333.2	435.2	1,072.7	1,174.8
매출총이익	50.6	48.2	66.5	131.9	160.9
판매관리비	24.6	30.2	30.6	42.6	45.8
영업이익	26.0	18.0	35.9	89.3	115.1
영업이익률	5.6	4.7	7.1	7.4	8.6
금융손익	-5.6	-0.1	4.3	-6.7	-11.7
종속/관계기업손익	1.6	-0.2	-1.1	-1.2	-1.2
기타영업외손익	-3.8	0.9	-0.0	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	18.3	18.6	39.0	81.3	102.2
법인세비용	4.1	9.9	9.4	19.5	24.5
당기순이익	14.2	8.7	29.6	61.8	77.7
지배주주지분 순이익	14.2	8.7	29.6	61.8	77.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-76.0	-140.1	-116.0	-61.0	120.2
당기순이익(손실)	14.2	8.7	29.6	61.8	77.7
유형자산상각비	6.0	7.0	13.3	34.1	59.3
무형자산상각비	1.3	1.6	0.9	0.8	0.8
운전자본의 증감	-132.7	-187.9	-159.8	-157.7	-17.5
투자활동 현금흐름	-255.5	42.1	102.4	-177.9	-138.9
유형자산의증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-73.4	-185.5	-138.9
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	-0.3	2.6	-0.0
재무활동 현금흐름	330.6	-28.3	59.9	321.9	-50.1
차입금의 증감	0.1	-16.5	59.9	321.9	-50.1
자본의 증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.9	-126.4	46.3	83.0	-68.8
기초현금	133.3	132.4	6.0	52.3	135.4
기말현금	132.4	6.0	52.3	135.4	66.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	652.0	498.2	599.5	905.6	862.1
현금및현금성자산	132.4	6.0	52.3	135.4	66.5
매출채권	72.1	29.2	50.9	72.3	74.6
재고자산	112.3	209.0	364.3	517.5	534.5
비유동자산	138.2	200.6	260.1	408.1	486.9
유형자산	51.3	90.9	151.0	302.3	381.9
무형자산	28.0	37.3	36.4	35.6	34.8
투자자산	7.9	7.8	8.1	5.5	5.6
자산총계	790.2	698.9	859.6	1,313.7	1,349.1
유동부채	264.6	77.6	143.0	319.7	275.7
매입채무	74.0	16.9	29.5	41.9	43.3
단기차입금	0.0	0.0	10.0	132.0	82.0
유동성장기부채	100.3	2.9	2.8	2.7	2.6
비유동부채	13.1	103.1	168.8	384.4	386.1
사채	0.0	74.8	74.8	174.8	174.8
장기차입금	0.0	0.0	50.0	150.0	150.0
부채총계	277.6	180.7	311.8	704.1	661.8
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	479.4	477.6	477.6	477.6	477.6
기타포괄이익누계액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	24.5	31.8	61.4	123.2	200.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	512.5	518.2	547.8	609.6	687.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,056	5,824	7,660	18,393	20,394
EPS(지배주주)	248	133	452	943	1,186
CFPS	1,193	950	747	1,877	2,656
EBITDAPS	582	407	764	1,897	2,675
BPS	6,262	6,331	6,693	7,448	8,397
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	216.2	361.4	89.2	42.7	34.0
PCR	44.8	50.5	54.0	21.5	15.2
PSR	6.6	8.2	5.3	2.2	2.0
PBR	8.5	7.6	6.0	5.4	4.8
EBITDA	33.4	26.6	50.0	124.2	175.2
EV/EBITDA	103.8	123.4	58.9	25.7	18.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	5.6	10.7	12.0
EBITDA 이익률	7.2	7.0	10.0	10.3	13.1
부채비율	54.2	34.9	56.9	115.5	96.3
금융비용부담률	1.1	1.3	0.6	0.9	1.2
이자보상배율(X)	5.3	3.6	11.0	8.2	7.5
매출채권회전율(X)	5.5	7.5	12.5	19.6	18.2
재고자산회전율(X)	4.9	2.4	1.8	2.7	2.5

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 원본성은 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 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 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	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		—	—
2021.04.21	산업분석	Buy	71,000	문경원	-31.4	-20.8	(원)	—	—
2022.01.12	산업분석	Buy	64,000	문경원				—	—

