

2022. 4. 28



▲ 유틸리티/철강

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 64,000 원

현재주가 (4.27) 36,500 원

상승여력 75.3%

KOSPI 2,639.06pt

시가총액 23,905억원

발행주식수 6,549만주

유동주식비율 61.35%

외국인비중 14.22%

52주 최고/최저가 56,200원/33,700원

평균거래대금 175.8억원

주요주주(%)

두산중공업 외 14 인 37.84

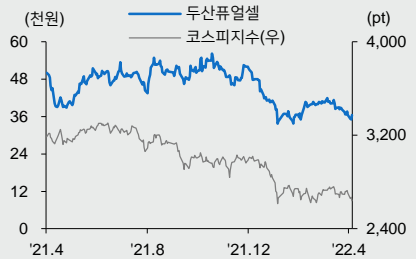
국민연금공단 7.73

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -9.8 -33.5 -24.8

상대주가 -6.7 -23.8 -8.4

주가그래프



두산퓨얼셀 336260

1Q22 Review: 힘겨운 실적, 열리는 시장

- ✓ 1Q22 연결 영업이익은 -86억원을 기록하며 컨센서스(33억원)를 크게 하회
- ✓ 탑라인 감소에 더해 일회성 퇴직 총당금 발생 및 상품 매출 확대로 마진이 악화
- ✓ 상반기 내 내수 수주는 어렵지만, 연간 수주 목표는 크게 어긋나지 않을 전망
- ✓ 두번째 중국 연료전지 수출, 그린 수소 연계 프로젝트라는 점에서 큰 의미
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 64,000원을 유지

1Q22, 대내외 약재가 겹치면서 기대치 큰 폭 하회

1Q22 연결 영업이익은 -86억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(33억원)를 크게 하회했다. 매출액(512억원)도 기대치(922억원)에 크게 미달했다. 이에 더해 1Q22에는 영업이익률(-16.8%)이 크게 악화되었는데, 1)16억원 가량의 일회성 퇴직 총당금 발생과 함께 2)상품 매출 비중이 100%로 확대된 것이 주요 원인이었다. 2Q22 매출 반등은 어려우나 제품 매출 비중 확대로 적자 폭은 축소될 전망이다. 한편 매출 축소의 원인은 신규 수주가 없었기 때문이다. 시장 자체가 얼어붙었는데, 1)대선을 전후로 정책 불확실성이 확대되었고, 2)가스 가격 급등으로 주요 프로젝트들의 가스 공급 가격 재협상이 이루어지며 발전사들의 발주가 소극적이었다. 보수적인 관점에서 보면 2Q22까지 내수 수주가 없을 것으로 보이나, 3Q22부터 이연된 수주가 인식되며 연간 수주는 가이드선 240MW에 크게 어긋나지 않을 전망이다.

당장의 매출, 수주 실적 보다 시장 확대에 주목

동사는 4월 27일 4.4MW 규모의 중국 수출 계약을 체결했다. 2021년 9월에 이어 두번째 수출 계약이다. 대규모 그린 수소 프로젝트와 연계되는 프로젝트라는 점에서 동사 모델이 글로벌 수소 경제의 한 축임을 확인할 수 있는 수주였다. 현재 발표된 8개 지방 정부의 연료전지 설치 계획만 고려해도 2030년까지 중국 내에서 1.4GW의 시장이 열릴 전망이다. 또한 중국 정부가 전국 단위에서의 수소 산업 로드맵을 3월 제시한 만큼 향후 중국 시장 전망치가 대폭 확대될 가능성이 높다.

러-우크라이나 사태 이후 수소 투자가 가속화되고 있는 데다, 차기 정부의 수소에 대한 태도도 중립 이상으로 보인다. 매출 하락으로 인한 주가 하락은 어쩔 수 없으나 멀티플 하락의 근거는 없다. 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	472.9	20.5	20.9	319	140.0	6,586	114.6	5.5	79.5	3.9	81.7
2023E	918.1	62.6	43.5	664	108.3	7,117	55.0	5.1	29.9	7.8	117.8
2024E	1,148.1	102.7	69.4	1,060	59.7	7,965	34.4	4.6	18.4	11.2	101.7

표1 두산퓨얼셀 1Q22 실적 Review

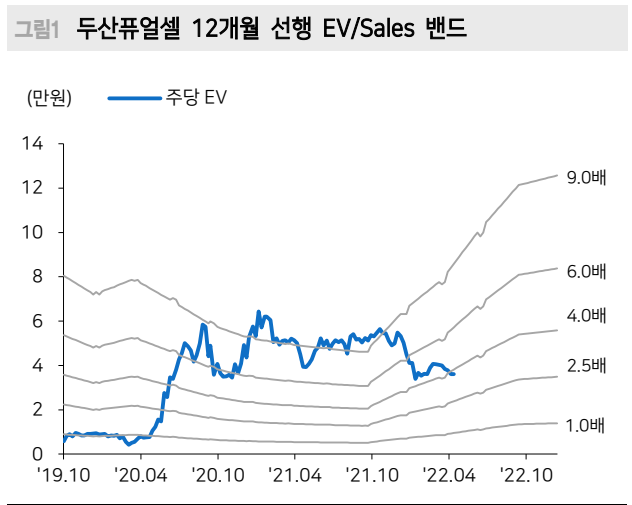
(십억원)	1Q22P	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	51.2	72.0	-28.8	131.2	-60.9	92.2	-44.4	51.6	-0.7
영업이익	-8.6	0.3	적전	9.0	적전	3.3	N/A	-0.1	N/A
세전이익	-4.3	2.0	적전	6.9	적전	1.4	N/A	1.0	N/A
순이익	-2.9	-4.3	적축	5.8	적전	2.3	N/A	0.8	N/A

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	501.7	1,204.6	472.9	918.1	-5.7%	-23.8%
영업이익	35.8	89.3	20.5	62.6	-42.6%	-29.9%
영업이익률	7.1%	7.4%	4.3%	6.8%	-2.8%p	-0.6%p
당기순이익	29.6	61.8	21.0	43.5	-29.2%	-29.7%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	6.0	0.0	22.0	103.0	0.0	4.8	60.0	160.0	108.0	131.0	224.8	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	-7.9	-3.6	-1.9
실적 전망														
매출	72.0	55.6	122.7	131.2	51.2	42.0	111.7	267.9	461.8	381.4	472.9	918.1	1,148.1	1,689.3
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	-28.8	-24.4	-8.9	104.2	108.8	-17.4	24.0	94.1	25.1	47.1
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	27.5	17.9	87.6	241.1	395.0	287.2	374.1	754.7	914.7	1,367.7
LTSA	21.2	21.2	27.0	24.8	23.7	24.1	24.1	26.9	66.8	94.2	98.7	163.5	233.4	321.6
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	18.9	46.2	57.3	21.6	10.0	14.5	24.7	20.9	17.8	20.3	19.0
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	54.0	39.5	98.0	230.3	411.2	333.2	421.8	812.9	999.7	1,442.2
판매비	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	-8.6	-2.9	4.5	27.5	26.0	18.0	20.5	62.6	102.7	198.5
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-16.8	-6.8	4.0	10.3	5.6	4.7	4.3	6.8	8.9	11.8
금융손익	6.7	0.0	6.2	4.1	1.2	1.8	1.6	-0.1	16.5	17.0	4.5	-4.2	-10.1	-14.2
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
종속, 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	-4.3	-1.2	5.7	26.9	18.3	18.6	27.1	57.2	91.3	183.1
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.1	-1.4	-0.3	1.4	6.5	4.1	9.9	6.2	13.7	21.9	43.9
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	15.6	31.9	24.0	24.0	24.0	22.3	53.3	22.8	24.0	24.0	24.0
당기순이익	-4.3	0.4	6.7	5.8	-2.9	-0.9	4.3	20.5	14.2	8.7	21.0	43.5	69.4	139.1
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	-5.7	-2.2	3.9	7.6	3.1	2.3	4.4	4.7	6.0	8.2
PER									216.2	277.9	114.1	55.0	34.4	17.2

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	461.8	381.4	472.9	918.1	1,148.1
매출액증가율 (%)	108.8	-17.4	24.0	94.1	25.1
매출원가	411.2	333.2	421.8	812.9	999.7
매출총이익	50.6	48.2	51.2	105.2	148.5
판매관리비	24.6	30.2	30.6	42.6	45.8
영업이익	26.0	18.0	20.5	62.6	102.7
영업이익률	5.6	4.7	4.3	6.8	8.9
금융손익	-5.6	-0.1	4.5	-4.2	-10.1
중속/관계기업손익	1.6	-0.2	-1.1	-1.2	-1.2
기타영업외손익	-3.8	0.9	3.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	18.3	18.6	27.0	57.2	91.3
법인세비용	4.1	9.9	6.1	13.7	21.9
당기순이익	14.2	8.7	20.9	43.5	69.4
지배주주지분 손이익	14.2	8.7	20.9	43.5	69.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-76.0	-140.1	-189.2	25.6	68.4
당기순이익(손실)	14.2	8.7	20.9	43.5	69.4
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	-224.3	-52.8	-61.1
투자활동 현금흐름	-255.5	42.1	102.3	-177.7	-139.0
유형자산의증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-73.4	-185.5	-138.9
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	-0.4	2.8	-0.1
재무활동 현금흐름	330.6	-28.3	159.9	221.9	-50.1
차입금의 증감	0.1	-16.5	159.9	221.9	-50.1
자본의 증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.9	-126.4	73.0	69.9	-120.7
기초현금	133.3	132.4	6.0	79.0	148.9
기말현금	132.4	6.0	79.0	148.9	28.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	652.0	498.2	719.4	860.6	828.2
현금및현금성자산	132.4	6.0	79.0	148.9	28.2
매출채권	72.1	29.2	59.6	66.8	75.1
재고자산	112.3	209.0	426.9	478.2	537.5
비유동자산	138.2	200.6	260.3	408.0	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	8.3	5.5	5.6
자산총계	790.2	698.9	979.7	1,268.6	1,315.2
유동부채	264.6	77.6	265.4	305.6	276.8
매입채무	74.0	16.9	34.6	38.7	43.6
단기차입금	0.0	0.0	110.0	132.0	82.0
유동성장기부채	100.3	2.9	2.8	2.7	2.6
비유동부채	13.1	103.1	175.2	380.4	386.4
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	440.6	686.0	663.2
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	52.7	96.2	165.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	512.5	518.2	539.1	582.5	651.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,056	5,824	7,221	14,018	17,530
EPS(지배주주)	248	133	319	664	1,060
CFPS	1,193	950	561	1,471	2,466
EBITDAPS	582	407	530	1,490	2,485
BPS	6,262	6,331	6,586	7,117	7,965
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	216.2	361.4	114.6	55.0	34.4
PCR	44.8	50.5	65.1	24.8	14.8
PSR	6.6	8.2	5.1	2.6	2.1
PBR	8.5	7.6	5.5	5.1	4.6
EBITDA	33.4	26.6	34.7	97.6	162.8
EV/EBITDA	103.8	123.4	79.5	29.9	18.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	3.9	7.8	11.2
EBITDA 이익률	7.2	7.0	7.3	10.6	14.2
부채비율	54.2	34.9	81.7	117.8	101.7
금융비용부담률	1.1	1.3	0.8	1.2	1.3
이자보상배율(x)	5.3	3.6	5.6	5.6	6.7
매출채권회전율(x)	5.5	7.5	10.7	14.5	16.2
재고자산회전율(x)	4.9	2.4	1.5	2.0	2.3

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	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

