

2022. 7. 28



▲ 유틸리티/철강

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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 52,000 원**

**현재주가 (7.27) 30,700 원**

**상승여력 69.4%**

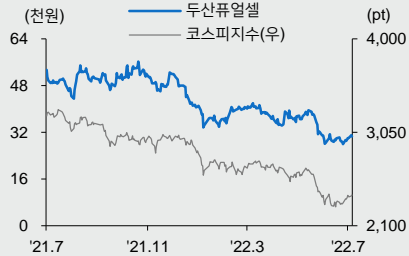
KOSPI	2,415.53pt
시가총액	20,107억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	14.66%
52주 최고/최저가	56,200원/28,000원
평균거래대금	191.7억원

**주요주주(%)**

두산에너지빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	-8.9	-37.3
상대주가	3.5	-1.4	-16.1

**주가그래프**



# 두산퓨얼셀 336260

## 2Q22 Review: 더위야 가라

- ✓ 2Q22 연결 영업이익은 8억원(-22.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(9억원)에 부합
- ✓ 2Q22 수주 중 일부를 당기에 바로 인식하면서 당사 추정 대비 매출 성장폭이 컸음
- ✓ 고객사 재무 건전성 악화 등 대외 변수 유의해야 하나, 연간 수주 가이던스는 유지
- ✓ 선박용 연료전지 등 기존 성장 로드맵은 충실히 진행. 고메티플에 대한 타당성 충분
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지

### 최근 실적 추정치 변동은 수주 인식 시점의 문제

2Q22 연결 영업이익은 8억원(-22.7% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스(9억원)에 부합했다. 1Q22 수주 부진에도 불구하고 2Q22 수주분 중 일부를 당기에 바로 인식하면서 당사 추정 대비 매출 성장폭이 컸고, 일회성 비용 소멸 및 제품 비중 증가로 수익성 역시 전분기 대비 개선되었다. 다만 2022년 연간 매출에 대한 기대감은 다소 낮춰야 하는데, 주요 고객사인 발전공기기업의 재무 구조 개선 영향으로 기수주 잔고(e.g. 2021년 말 100MW 대규모 수주)의 매출 인식이 늦어질 수 있기 때문이다.

### 더위가 누그러지면 반등할 수주

2022년 전체로 보면 10~11월 발표될 것으로 예상되는 수소법 개정안 시행령이 여전히 최대 화두이지만, 단기적으로는 3Q22 수주 반등 여부가 가장 주목할 만한 모멘텀이다. 최근 들어 발전공기기업들의 재무건전성 악화로 ITB(입찰안내서) 시점이 다소 미뤄지는 사례가 생기고 있음에도 불구하고, 3Q22에도 신규 수주 50~60MW 내외의 완만한 회복이 예상된다. 동사는 연초 제시했던 수주 가이던스 240MW를 유지하고 있으며, 이 중 상당 부분은 3Q22 말에서 4Q22에 이뤄질 전망이다. CHPS에 기반한 프로젝트 및 SOFC 제품 관련 논의가 이른 시점부터 이루어지고 있어 대외 변수의 영향력이 약화되는 2023~2024년 수주 전망은 밝다.

### 대외 변수와 상관없이 성장 로드맵은 변함없다

동사는 25일 Shell과 선박용 연료전지 실증을 위한 본계약을 체결하는 등 발전 이외의 판매처를 넓혀가고 있다. 2021년부터 이어진 대외환경 악화에 따른 실적 추정치 하향은 어쩔 수 없는 부분이나, 중장기 성장성을 감안 시 고메티플에 대한 타당성은 충분하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지한다.

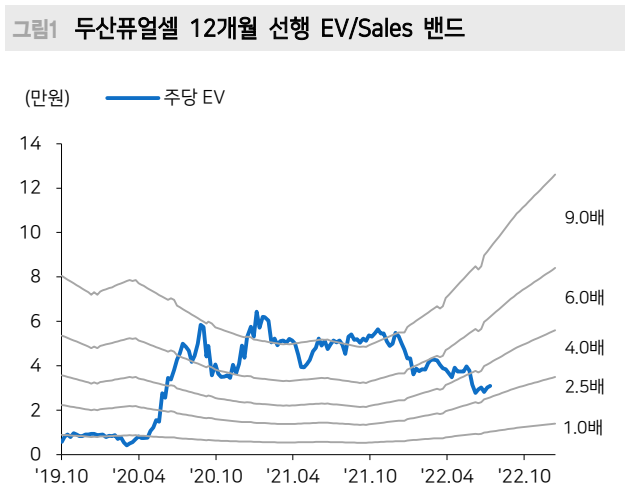
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	216.2	8.5	103.8	4.2	54.2
2021	381.4	18.0	8.7	133	-46.4	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022E	397.9	7.4	11.8	179	35.1	6,475	171.1	4.7	98.9	2.2	70.8
2023E	865.7	57.8	40.9	625	248.3	6,975	49.1	4.4	25.3	7.4	119.6
2024E	1,206.0	109.7	75.5	1,153	84.6	7,898	26.6	3.9	14.1	12.4	105.4

(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	74.1	55.6	33.4	51.2	44.6	70.6	4.9	55.3	34.1
영업이익	0.8	1.0	-22.7	-8.6	흑전	0.9	-7.0	-1.9	N/A
세전이익	-0.5	0.6	적전	-4.3	적축	0.4	N/A	-0.7	N/A
순이익	0.1	0.4	-80.8	-2.9	흑전	0.1	-5.5	-0.5	N/A

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	494.7	929.6	397.9	865.7	-19.6%	-6.9%
영업이익	21.0	58.2	9.9	57.8	-52.8%	-0.8%
영업이익률	4.2%	6.3%	2.5%	6.7%	-1.8%p	0.4%p
당기순이익	21.3	40.8	11.7	40.9	-45.0%	0.3%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망														
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>														
수주(MW)	6.0	0.0	22.0	103.0	0.0	22.8	50.0	150.0	108.0	131.0	222.8	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	-9.1	N/A	N/A	-6.3	N/A	-2.5	-2.5	-2.5		-7.4	-4.5	-8.2	-3.6	-1.9
<b>실적 전망</b>														
<b>매출</b>	<b>72.0</b>	<b>55.6</b>	<b>122.7</b>	<b>131.2</b>	<b>51.2</b>	<b>74.1</b>	<b>95.4</b>	<b>177.2</b>	<b>461.8</b>	<b>381.4</b>	<b>397.9</b>	<b>865.7</b>	<b>1,206.0</b>	<b>1,710.7</b>
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	0.0	33.4	-22.3	35.1	108.8	-17.4	4.3	117.6	39.3	41.8
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	27.5	48.1	69.4	148.8	395.0	287.2	293.8	698.1	966.3	1,380.0
LTSA	21.2	21.2	27.0	24.8	23.7	26.0	26.0	28.4	66.8	94.2	104.1	167.6	239.7	330.7
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	18.9	46.2	35.1	27.3	16.0	14.5	24.7	26.2	19.4	19.9	19.3
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	50.9	64.9	81.8	153.6	411.2	333.2	351.3	761.1	1,044.2	1,457.6
판매비	6.6	6.0	9.6	8.0	9.0	8.4	9.2	10.1	24.6	30.2	36.7	46.8	52.2	54.5
<b>영업이익</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>7.6</b>	<b>9.0</b>	<b>-8.6</b>	<b>0.8</b>	<b>4.3</b>	<b>13.4</b>	<b>26.0</b>	<b>18.0</b>	<b>9.9</b>	<b>57.8</b>	<b>109.7</b>	<b>198.6</b>
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-16.8	1.1	4.5	7.6	5.6	4.7	2.5	6.7	9.1	11.6
금융손익	6.7	0.0	6.2	4.1	2.2	1.0	1.3	0.3	16.5	17.0	4.7	-3.3	-8.6	-15.7
기타손익	0.1	1.5	1.2	-1.8	4.2	0.6	0.5	0.4	-3.8	0.9	5.8	1.5	0.5	0.2
종속, 지배, 관계 손익	0.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5	1.6	-0.2	-2.1	-2.0	-2.1	-2.2
<b>세전이익</b>	<b>2.0</b>	<b>0.6</b>	<b>9.1</b>	<b>6.9</b>	<b>-4.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>5.6</b>	<b>13.6</b>	<b>18.3</b>	<b>18.6</b>	<b>14.4</b>	<b>53.8</b>	<b>99.4</b>	<b>180.8</b>
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.1	-1.4	-0.6	1.3	3.3	4.1	9.9	2.6	12.9	23.9	43.4
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	15.6	31.9	115.7	24.0	24.0	22.3	53.3	18.4	24.0	24.0	24.0
<b>당기순이익</b>	<b>-4.3</b>	<b>0.4</b>	<b>6.7</b>	<b>5.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>4.3</b>	<b>10.3</b>	<b>14.2</b>	<b>8.7</b>	<b>11.7</b>	<b>40.9</b>	<b>75.5</b>	<b>137.4</b>
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	-5.7	0.1	4.5	5.8	3.1	2.3	3.0	4.7	6.3	8.0
<b>PER</b>									<b>216.2</b>	<b>277.9</b>	<b>171.2</b>	<b>49.1</b>	<b>26.6</b>	<b>14.6</b>

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

## 두산퓨얼셀 (336260)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>461.8</b>	<b>381.4</b>	<b>397.9</b>	<b>865.7</b>	<b>1,206.0</b>
매출액증가율 (%)	108.8	-17.4	4.3	117.6	39.3
매출원가	411.2	333.2	351.3	761.1	1,044.2
매출총이익	50.6	48.2	46.6	104.6	161.9
판매관리비	24.6	30.2	36.7	46.8	52.2
<b>영업이익</b>	<b>26.0</b>	<b>18.0</b>	<b>7.4</b>	<b>57.8</b>	<b>109.7</b>
영업이익률	5.6	4.7	2.5	6.7	9.1
금융손익	-5.6	-0.1	3.3	-3.3	-8.6
중속/관계기업손익	1.6	-0.2	-2.1	-2.0	-2.1
기타영업외손익	-3.8	0.9	5.8	1.5	0.5
세전계속사업이익	18.3	18.6	14.4	53.8	99.4
법인세비용	4.1	9.9	2.7	12.9	23.9
<b>당기순이익</b>	<b>14.2</b>	<b>8.7</b>	<b>11.8</b>	<b>40.9</b>	<b>75.5</b>
지배주주지분 순이익	14.2	8.7	11.8	40.9	75.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-76.0</b>	<b>-140.1</b>	<b>-23.0</b>	<b>-9.4</b>	<b>100.4</b>
당기순이익(손실)	14.2	8.7	11.8	40.9	75.5
유형자산상각비	6.0	7.0	13.5	36.0	63.8
무형자산상각비	1.3	1.6	1.2	0.8	0.7
운전자본의 증감	-132.7	-187.9	-51.3	-87.0	-39.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-255.5</b>	<b>42.1</b>	<b>93.0</b>	<b>-197.4</b>	<b>-167.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-86.0	-204.3	-166.9
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	2.1	1.8	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>330.6</b>	<b>-28.3</b>	<b>159.2</b>	<b>221.9</b>	<b>-50.1</b>
차입금의 증감	0.1	-16.5	160.7	221.9	-50.1
자본의 증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.9	-126.4	229.2	15.1	-116.8
기초현금	133.3	132.4	6.0	235.2	250.3
기말현금	132.4	6.0	235.2	250.3	133.5

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>652.0</b>	<b>498.2</b>	<b>623.7</b>	<b>807.0</b>	<b>778.0</b>
현금및현금성자산	132.4	6.0	235.2	250.3	133.5
매출채권	72.1	29.2	39.4	65.6	80.2
재고자산	112.3	209.0	245.6	327.2	363.8
<b>비유동자산</b>	<b>138.2</b>	<b>200.6</b>	<b>281.3</b>	<b>446.9</b>	<b>549.5</b>
유형자산	51.3	90.9	169.6	337.9	441.0
무형자산	28.0	37.3	37.1	36.3	35.5
투자자산	7.9	7.8	8.8	7.0	7.2
<b>자산총계</b>	<b>790.2</b>	<b>698.9</b>	<b>905.0</b>	<b>1,253.9</b>	<b>1,327.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>264.6</b>	<b>77.6</b>	<b>213.9</b>	<b>302.8</b>	<b>290.2</b>
매입채무	74.0	16.9	22.9	38.1	46.6
단기차입금	0.0	0.0	110.0	132.0	82.0
유동성장기부채	100.3	2.9	2.9	2.8	2.7
<b>비유동부채</b>	<b>13.1</b>	<b>103.1</b>	<b>161.2</b>	<b>380.2</b>	<b>390.9</b>
사채	0.0	74.8	74.8	174.8	174.8
장기차입금	0.0	0.0	50.0	150.0	150.0
<b>부채총계</b>	<b>277.6</b>	<b>180.7</b>	<b>375.1</b>	<b>683.0</b>	<b>681.1</b>
<b>자본금</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>479.4</b>	<b>477.6</b>	<b>477.6</b>	<b>477.6</b>	<b>477.6</b>
기타포괄이익누계액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	24.5	31.8	43.6	84.5	160.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>512.5</b>	<b>518.2</b>	<b>530.0</b>	<b>570.9</b>	<b>646.4</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,056	5,824	6,076	13,218	18,414
EPS(지배주주)	248	133	179	625	1,153
CFPS	1,193	950	504	1,435	2,635
EBITDAPS	582	407	337	1,444	2,660
BPS	6,262	6,331	6,475	6,975	7,898
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	216.2	361.4	171.1	49.1	26.6
PCR	44.8	50.5	61.0	21.4	11.7
PSR	6.6	8.2	5.1	2.3	1.7
PBR	8.5	7.6	4.7	4.4	3.9
EBITDA	33.4	26.6	22.1	94.6	174.2
EV/EBITDA	103.8	123.4	98.9	25.3	14.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	2.2	7.4	12.4
EBITDA 이익률	7.2	7.0	5.5	10.9	14.4
부채비율	54.2	34.9	70.8	119.6	105.4
금융비용부담률	1.1	1.3	1.1	1.5	1.5
이자보상배율(x)	5.3	3.6	1.7	4.5	6.3
매출채권회전율(x)	5.5	7.5	11.6	16.5	16.5
재고자산회전율(x)	4.9	2.4	1.8	3.0	3.5

**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 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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

