2022. 11. 15

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

두산퓨얼셀 336260

3Q22 Review: 수출에 거는 기대

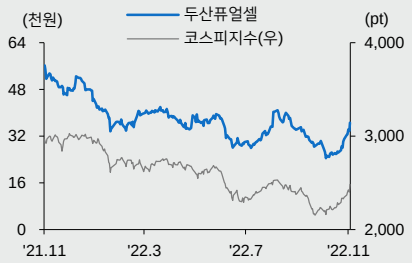
- ✓ 3Q22 연결 영업적자는 -29억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(48억원)를 하회
- ✓ 수주 부재로 주기기 매출 없이 유지보수 매출 정도만 인식
- ✓ 2022년 연간 수주 가이던스는 유지. 2023년에도 CHPS 대응 수요로 시장 성장 전망
- ✓ 2024년 이후 지속적 성장 위해서는 수출, 선박용 등에서 유의미한 수주 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**52,000 원**
현재주가 (11.14)	**36,250 원**
상승여력	**43.4%**
KOSPI	2,474.65pt
시가총액	23,741억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	14.77%
52주 최고/최저가	53,500원/24,450원
평균거래대금	167.8억원
주요주주(%)	
두산에너빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	43.3	-2.9	-30.4
상대주가	28.1	2.1	-16.5

주가그래프



수주가 부재했을 때 예상되었던 적자 전환

3Q22 연결 영업적자는 -29억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(48억원)를 하회했다. 3Q22까지 누적 수주가 44MW에 그치면서(vs 연간 가이던스 240MW), 매출액(296억원)이 컨센서스(1,094억원)를 크게 밑돌았던 것이 원인이다. 주기기 매출 없이 유지보수 매출 정도만 인식되었다. 4Q22 매출액은 전분기 대비 성장하겠으나 역시 컨센서스를 하회할 가능성이 높은데, 2021년 말 대규모(100MW) 수주 건의 매출 인식이 예상보다 늦어지고 있기 때문이다.

2022년 수주 가이던스 유지. 2023년은 RPS와 CHPS가 더해지는 업황

2022년 연간 가이던스는 연초와 같은 240MW를 유지했다. 국내에서 추진 중인 대규모, 중소규모 수주가 세 건 이상 있으며, 중국 수출 시장에서도 유의미한 규모의 수주를 기대할 수 있기 때문이다. 2023년은 RPS 대응 수요, CHPS 대응 수요가 동시에 발생해 2022년 대비 발주 성장이 예상된다. 특히 국내 부생수소 풀을 기반으로 CHPS 대응 수요가 발생하고 있는 점이 고무적이다. 현재 CHPS 관련 파이프라인은 약 195MW인데, 2023년 수주 성장의 근거가 되기 충분하다.

CHPS는 수주의 기저 역할. 진짜 성장은 수출과 선박용에서

당장 수소법 개정안 시행령에 대한 기대는 있지만 CHPS만으로 2024년 이후 고밸류에 걸맞는 성장을 이뤄낼 수 있을지는 불확실하다. 결국 수출과 선박용 연료전지 등 수요처 다변화가 Re-rating의 조건이 될 것으로 보인다. 단기적으로는 중국 수출 수주 시점과 규모에 주목한다. 중동 지역에서도 일부 프로젝트에 대해 타당성 조사를 수행 중이다. 투자의견 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	-46.3	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022E	247.9	-8.6	-1.9	-29	적전	6,306	-1,267.5	5.7	562.3	-0.4	59.9
2023E	659.8	32.0	19.9	304	흑전	6,549	119.4	5.5	42.4	3.8	117.9
2024E	1,121.2	95.8	60.6	925	204.6	7,289	39.2	5.0	18.8	10.7	143.4

표1 두산퓨얼셀 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	29.6	122.7	-75.9	74.1	-60.1	70.6	-58.1	95.4	-69.0
영업이익	-2.9	7.6	적전	0.8	적전	0.9	N/A	4.3	N/A
세전이익	-1.8	9.1	적전	-0.5	적확	0.4	N/A	5.6	N/A
순이익	-1.4	6.7	적전	0.1	적전	0.1	N/A	4.3	N/A

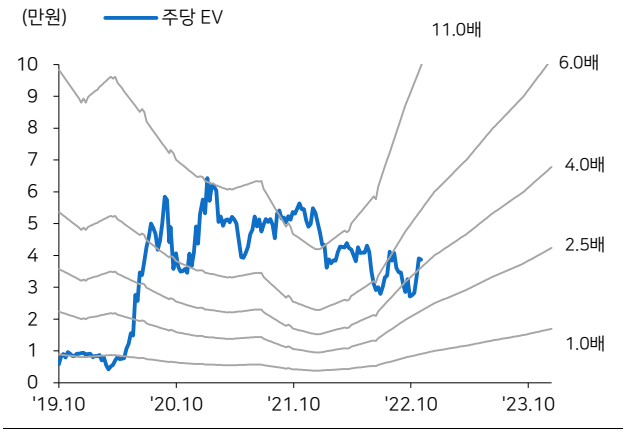
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	397.9	865.7	247.9	659.8	-37.7%	-23.8%
영업이익	9.9	57.8	-8.6	32.0	적전	-44.6%
영업이익률	2.5%	6.7%	-3.5%	4.9%	-6.0%p	-1.8%p
당기순이익	11.7	40.9	-1.9	19.9	적전	-51.4%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	6.0	0.0	22.0	103.0	0.0	22.8	21.2	180.0	108.0	131.0	224.0	295.3	378.0	429.1
ASP 증가율(% YoY)	-9.1	N/A	N/A	-6.3	N/A	N/A	-8.6	-2.5		-7.4	-4.1	-8.6	-3.7	-1.9
실적 전망														
매출	**72.0**	**55.6**	**122.7**	**131.2**	**51.2**	**74.1**	**29.6**	**93.0**	**461.8**	**381.4**	**247.9**	**659.8**	**1,121.2**	**1,456.9**
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-49.5	-29.5	-16.8	0.0	33.4	-75.9	-29.1	108.8	-17.4	-35.0	166.1	69.9	29.9
연료전지 주기기	50.8	34.4	95.6	106.4	27.5	48.1	3.4	66.6	395.0	287.2	145.6	547.4	960.7	1,242.8
LTSA	21.2	21.2	27.0	24.8	23.7	26.1	26.2	26.4	66.8	94.2	102.4	112.4	160.6	214.1
LTSA 비중(%)	29.5	38.1	22.0	18.9	46.2	35.2	88.5	28.4	14.5	24.7	41.3	17.0	14.3	14.7
매출원가	65.1	48.5	105.4	114.2	50.9	64.9	23.4	80.7	411.2	333.2	220.0	581.0	973.4	1,248.9
판관비	6.6	6.0	9.6	8.0	9.0	8.4	9.1	10.1	24.6	30.2	36.6	46.8	52.1	54.4
영업이익	**0.3**	**1.0**	**7.6**	**9.0**	**-8.6**	**0.8**	**-2.9**	**2.1**	**26.0**	**18.0**	**-8.6**	**32.0**	**95.8**	**153.6**
영업이익률(%)	0.4	1.9	6.2	6.9	-16.8	1.1	-9.8	2.3	5.6	4.7	-3.5	4.9	8.5	10.5
금융손익	6.7	0.0	6.2	4.1	2.2	6.3	1.8	2.0	16.5	17.0	12.3	-2.1	-12.9	-15.1
기타손익	0.1	1.5	1.2	-1.8	4.2	-4.8	-0.2	-0.3	-3.8	0.9	-1.1	-1.1	-0.4	-0.1
종속, 지배, 관계 손익	0.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	1.6	-0.2	-2.6	-2.6	-2.8	-2.9
세전이익	**2.0**	**0.6**	**9.1**	**6.9**	**-4.3**	**-0.5**	**-1.8**	**3.1**	**18.3**	**18.6**	**-3.5**	**26.2**	**79.7**	**135.5**
법인세비용	6.3	0.2	2.4	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	0.7	4.1	9.9	-1.7	6.3	19.1	32.5
법인세율(%)	309.8	30.2	26.2	15.6	31.9	115.7	24.0	24.0	22.3	53.3	46.9	24.0	24.0	24.0
당기순이익	**-4.3**	**0.4**	**6.7**	**5.8**	**-2.9**	**0.1**	**-1.4**	**2.3**	**14.2**	**8.7**	**-1.9**	**19.9**	**60.6**	**103.0**
순이익률(%)	-5.9	0.8	5.5	4.4	-5.7	0.1	-4.7	2.5	3.1	2.3	-0.8	3.0	5.4	7.1
PER									**216.2**	**277.9**	**-1,266.9**	**119.5**	**39.2**	**23.1**

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**461.8**	**381.4**	**247.9**	**659.8**	**1,121.2**
매출액증가율 (%)	108.8	-17.4	-35.0	166.1	69.9
매출원가	411.2	333.2	220.0	581.0	973.4
매출총이익	50.6	48.2	28.0	78.8	147.9
판매관리비	24.6	30.2	36.6	46.8	52.1
영업이익	**26.0**	**18.0**	**-8.6**	**32.0**	**95.8**
영업이익률	5.6	4.7	-3.5	4.9	8.5
금융손익	-5.6	-0.1	8.8	-2.1	-12.9
종속/관계기업손익	1.6	-0.2	-2.6	-2.7	-2.8
기타영업외손익	-3.8	0.9	-1.1	-1.1	-0.4
세전계속사업이익	18.3	18.6	-3.5	26.2	79.7
법인세비용	4.1	9.9	-1.7	6.3	19.1
당기순이익	**14.2**	**8.7**	**-1.9**	**19.9**	**60.6**
지배주주지분 순이익	14.2	8.7	-1.9	19.9	60.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**-76.0**	**-140.1**	**39.2**	**-84.3**	**29.0**
당기순이익(손실)	14.2	8.7	-1.9	19.9	60.6
유형자산상각비	6.0	7.0	11.5	34.6	65.8
무형자산상각비	1.3	1.6	1.6	0.8	0.7
운전자본의 증감	-132.7	-187.9	19.3	-139.5	-98.0
투자활동 현금흐름	**-255.5**	**42.1**	**67.1**	**-236.1**	**-223.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-105.3	-242.2	-223.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	-4.1	1.1	-0.4
재무활동 현금흐름	**330.6**	**-28.3**	**154.1**	**221.9**	**123.9**
차입금의 증감	0.1	-16.5	156.3	221.9	123.9
자본의 증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.9	-126.4	260.5	-98.5	-70.6
기초현금	133.3	132.4	6.0	266.5	168.0
기말현금	132.4	6.0	266.5	168.0	97.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	652.0	498.2	522.4	659.8	786.9
현금및현금성자산	132.4	6.0	266.5	168.0	97.4
매출채권	72.1	29.2	20.7	51.5	81.8
재고자산	112.3	209.0	178.6	311.6	403.3
비유동자산	138.2	200.6	302.7	508.4	665.3
유형자산	51.3	90.9	191.1	398.6	555.9
무형자산	28.0	37.3	36.6	35.8	35.1
투자자산	7.9	7.8	7.9	6.8	7.2
자산총계	**790.2**	**698.9**	**825.1**	**1,168.2**	**1,452.2**
유동부채	264.6	77.6	161.7	262.5	463.9
매입채무	74.0	16.9	12.0	29.9	47.5
단기차입금	0.0	0.0	30.0	52.0	176.0
유동성장기부채	100.3	2.9	3.9	3.7	3.6
비유동부채	13.1	103.1	147.3	369.7	391.8
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**	**309.0**	**632.2**	**855.7**
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	30.0	49.8	110.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**512.5**	**518.2**	**516.1**	**536.0**	**596.5**

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,056	5,824	3,786	10,074	17,120
EPS(지배주주)	248	133	-29	304	925
CFPS	1,193	950	343	972	2,429
EBITDAPS	582	407	69	1,029	2,477
BPS	6,262	6,331	6,306	6,549	7,289
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	216.2	361.4	-1,267.5	119.4	39.2
PCR	44.8	50.5	105.8	37.3	14.9
PSR	6.6	8.2	9.6	3.6	2.1
PBR	8.5	7.6	5.7	5.5	5.0
EBITDA	33.4	26.6	4.5	67.4	162.3
EV/EBITDA	103.8	123.4	562.3	42.4	18.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	-0.4	3.8	10.7
EBITDA 이익률	7.2	7.0	1.8	10.2	14.5
부채비율	54.2	34.9	59.9	117.9	143.4
금융비용부담률	1.1	1.3	1.9	1.8	2.0
이자보상배율(x)	5.3	3.6	-1.8	2.8	4.4
매출채권회전율(x)	5.5	7.5	9.9	18.3	16.8
재고자산회전율(x)	4.9	2.4	1.3	2.7	3.1

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 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

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

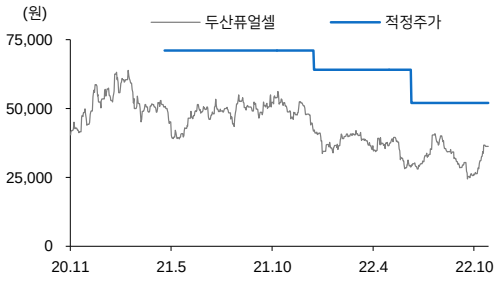
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 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(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.04.21	산업분석	Buy	71,000	문경원	-31.4	-20.8
2022.01.12	기업브리프	Buy	64,000	문경원	-42.0	-34.0
2022.07.05	기업브리프	Buy	52,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이