

# 두산퓨얼셀 336260

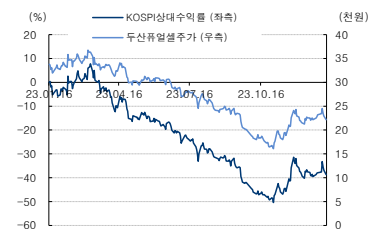
Jan 09, 2024

어려웠던 한 해를 뒤로하고

Buy 유지  
TP 27,000 원 유지

Company Data	
현재가(01/08)	22,150 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	36,750 원
52 주 최저가(보통주)	16,080 원
KOSPI (01/08)	2,567.82p
KOSDAQ (01/08)	879.34p
자본금	82 억원
시가총액	15,754 억원
발행주식수(보통주)	6,549 만주
발행주식수(우선주)	1,635 만주
평균거래량(60 일)	38.4 만주
평균거래대금(60 일)	87 억원
외국인지분(보통주)	11.75%
주요주주	
두산에너지리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

## Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-18.0	-26.4
상대주가	1.0	-19.3	-34.4

## 4Q23 Preview

두산퓨얼셀 4Q23 매출액 1,315억원(QoQ +188.6%, YoY -16.3%), 영업이익 107억원(QoQ +1,528.7%, YoY -40.5%)으로 추정. 매크로 환경 때문에 지연되었던 기존 수주의 매출인식이 4Q23에 반영될 것으로 예상됨에 따라 QoQ 기준 매출액 영업이익은 대폭 상승, 다만 '23년 연간 매출액은 YoY -11.5% 감소, 영업이익은 소폭 개선 전망. 4Q23 추정치에는 '21년~'22년 인식된 국내 신규수주를 추정치에 반영. '22년 11월 공시된 중국 ZKRG와 105MW 규모의 연료전지 공급 계약은 '24년 추정치부터 반영.

## 어려웠던 2023년을 뒤로하고 2024년을 바라보아

'23년은 매크로 환경(고금리 등) 때문에 신규수주 부진, 기존 프로젝트의 진행 속도 둔화로 어려웠던 한 해. 다만, 상반기 일반수소발전입찰시장에서 확보한 70MW(전체 물량 89MW) 건이 4Q23에 신규수주로 인식될 것으로 예상되고, 하반기 일반수소발전입찰시장에서 확보한 물량이 '24년 상반기에 신규수주로 예상됨에 따라, '23년과는 다르게 '24년 상반기부터 신규수주 발생할 것으로 전망.

현재 당사 추정치는 국내 RPS 시장, 일반수소발전입찰시장에서 기대되는 두산퓨얼셀의 수주와 기존에 인식된 해외 수주가 반영된 상황. 향후 당사 실적 업사이드에는 두 가지 변수가 존재. ① '24년 청정수소 발전입찰시장 개설에 따른 청정수소 부문에서의 추가 수주. ② 글로벌 수전해 사업자들의 CAPA 증설로 인한 그린수소 생산량 증가와 동시에 수소 발전 단가 하락으로 수소연료전지의 수요증가에 따른 두산퓨얼셀 해외 신규 수주.

## 투자의견 Buy, 목표주가 27,000원 유지

두산퓨얼셀 투자의견 Buy, 이전 목표주가 27,000원 유지. P/S Valuation 활용하여 목표주가 산출. Peer Group은 기존 방식과 동일하게 적용.

## Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	381	312	276	776	914
YoY(%)	-17.4	-18.2	-11.6	181.2	17.8
영업이익(십억원)	18	7	15	39	53
OP 마진(%)	4.7	2.2	5.4	5.0	5.8
순이익(십억원)	9	4	9	16	24
EPS(원)	133	59	145	249	372
YoY(%)	-46.4	-55.6	145.7	71.9	49.2
PER(배)	361.5	497.5	160.0	91.9	61.6
PCR(배)	50.5	23.3	18.0	13.9	12.0
PBR(배)	7.6	4.6	3.6	3.4	3.3
EV/EBITDA(배)	123.4	118.1	62.4	38.9	30.9
ROE(%)	1.7	0.7	1.8	3.0	4.3



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

[도표 87] 두산퓨얼셀 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	51	74	30	157	50	49	46	132	276	776	914
YoY	-28.8%	33.4%	-75.9%	19.8%	-2.6%	-33.6%	54.0%	-16.3%	-11.5%	181.0%	17.8%
연료전지 주기기	28	48	3	127	24	19	17	98	158	640	760
장기유지보수서비스	24	26	26	30	26	30	29	34	118	136	154
영업이익	-9	1	-3	18	3	0	1	11	15	39	53
YoY	적전	-22.9%	적전	99.7%	흑전	-39.9%	흑전	-40.5%	107.9%	158.5%	36.6%
영업이익률	적자	1.1%	적자	11.4%	6.4%	1.0%	1.4%	8.1%	5.4%	5.0%	5.8%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 88] 두산퓨얼셀 신규수주, 매출계상, 기말잔고 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
기초	246	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758
신규수주	22	0	79	376	0	87	69	411	0	4	93
매출계상	51	34	96	106	28	48	3	127	24	19	17
기말	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758	835

자료: 교보증권 리서치센터

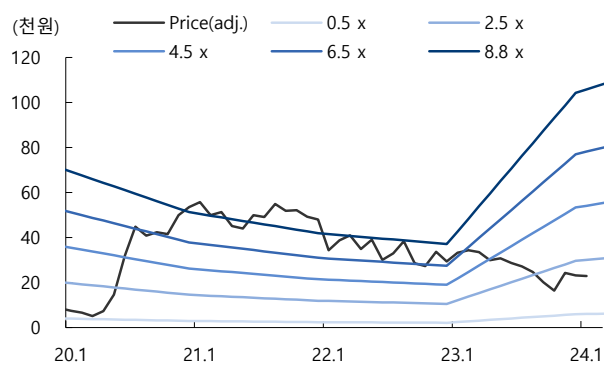
[도표 89] 두산퓨얼셀 Valuation Table

(단위: 십억원)

목록	값	비고
적용 매출액	776 ①	교보증권 '24년 추정 매출액 반영
적용 P/S(배)	2.3 ②	기존 Peer Group(Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power) '24년 평균 P/S 20% 할인
적정 기업가치	1,785 ①*②	'24년 추정 매출액 * Peer Group 평균 P/S에서 20% 할인 값
발행주식수(주)	65,493,726	자사주 차감하지 않은 발행주식수
목표주가(원)	27,252	기존 목표주가 27,000 원 유지

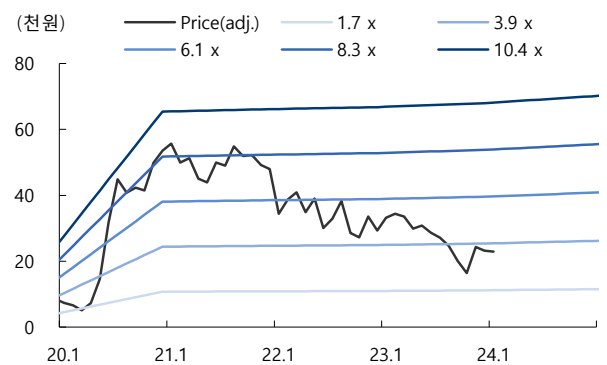
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 90] 두산퓨얼셀 12m Fwd P/S Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 91] 두산퓨얼셀 12m Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

## [두산퓨얼셀 336260]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	381	312	276	776	914
매출원가	333	267	219	661	776
매출총이익	48	45	57	115	138
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	20.8	14.8	15.1
판매비와관리비	30	37	43	76	85
영업이익	18	7	15	39	53
영업이익률 (%)	4.7	2.3	5.4	5.0	5.8
EBITDA	27	20	27	52	70
EBITDA Margin (%)	7.0	6.3	9.9	6.7	7.6
영업외손익	1	-3	-3	-18	-23
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	15	23	11	9
금융비용	-17	-12	-17	-19	-21
기타	1	-5	-9	-10	-11
법인세비용차감전순이익	19	4	12	20	30
법인세비용	10	0	2	4	6
계속사업순이익	9	4	9	16	24
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	9	16	24
당기순이익률 (%)	2.3	1.2	3.4	2.1	2.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	9	4	9	16	24
지배순이익률 (%)	2.3	1.2	3.4	2.1	2.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	8	5	11	18	26
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	8	5	11	18	26

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-140	-258	199	-296	-64
당기순이익	9	4	9	16	24
비현금항목의 가감	54	79	75	92	101
감가상각비	7	10	11	12	15
외환손익	-5	-5	1	1	1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	52	74	64	80	85
자산부채의 증감	-188	-331	106	-397	-176
기타현금흐름	-14	-10	9	-7	-13
투자활동 현금흐름	42	93	-13	-13	-43
투자자산	0	-2	0	0	0
유형자산	-35	-74	-20	-20	-50
기타	77	168	7	7	7
재무활동 현금흐름	-28	191	104	95	107
단기차입금	0	64	0	0	0
사채	-24	97	97	97	97
장기차입금	0	30	90	0	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-4	0	-83	-3	-3
현금의 증감	-126	26	268	-238	-23
기초 현금	132	6	32	300	62
기말 현금	6	32	300	62	40
NOPLAT	8	7	12	31	42
FCF	-206	-386	110	-373	-167

자료: 두산퓨얼셀, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	498	676	771	1,011	1,145
현금및현금성자산	6	32	300	62	40
매출채권 및 기타채권	67	171	152	386	450
재고자산	209	431	276	517	609
기타유동자산	216	42	43	45	46
비유동자산	201	351	371	392	441
유형자산	91	176	186	194	229
관계기업투자금	3	2	3	3	4
기타금융자산	5	7	8	8	9
기타비유동자산	102	165	175	186	199
자산총계	699	1,027	1,142	1,403	1,586
유동부채	78	313	226	366	408
매입채무 및 기타채무	37	137	127	264	302
차입금	0	64	64	64	64
유동성채무	3	80	0	0	0
기타유동부채	37	32	35	38	42
비유동부채	103	191	384	487	604
차입금	0	30	120	120	132
사채	75	97	194	292	389
기타비유동부채	28	64	69	76	84
부채총계	181	504	610	854	1,012
지배자분	518	523	533	549	573
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478	478
이익잉여금	32	37	47	63	87
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	518	523	533	549	573
총차입금	85	278	384	481	590

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	133	59	145	249	372
PER	361.5	497.5	160.0	91.9	61.6
BPS	6,331	6,391	6,507	6,706	7,004
PBR	7.6	4.6	3.6	3.4	3.3
EBITDAPS	326	239	335	635	853
EV/EBITDA	123.4	118.1	62.4	38.9	30.9
SPS	5,824	4,766	4,214	11,848	13,956
PSR	8.2	6.2	5.5	1.9	1.6
CFPS	-2,515	-4,711	1,345	-4,556	-2,036
DPS	0	0	0	0	0

## 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-17.4	-18.2	-11.6	181.2	17.8
영업이익 증가율	-30.9	-59.9	105.1	161.9	36.8
순이익 증가율	-38.7	-55.6	145.7	71.9	49.2
수익성					
ROIC	3.1	1.3	2.0	4.6	4.6
ROA	1.2	0.4	0.9	1.3	1.6
ROE	1.7	0.7	1.8	3.0	4.3
안정성					
부채비율	34.9	96.3	114.5	155.6	176.6
순차입금비율	12.1	27.1	33.6	34.3	37.2
이자보상배율	3.6	1.5	2.2	4.5	5.1