



두산퓨얼셀 (336260)

상저하고 실적 흐름 유지

BUY

목표주가(12M) 25,000원(하향)
현재주가(11.1) 16,080원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,301.56
52주 최고/최저(원)	37,150/16,080
시가총액(십억원)	1,053.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	331.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.2
외국인지분율(%)	12.09
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	391.1	679.2
영업이익(십억원)	16.2	38.7
순이익(십억원)	5.5	22.1
EPS(원)	67	270
BPS(원)	6,465	6,734

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	381.4	312.1	326.4	712.0
영업이익	18.0	7.2	11.1	49.8
세전이익	18.6	4.3	2.0	40.5
순이익	8.7	3.9	4.8	30.4
EPS	106	47	58	371
증감율	(45.08)	(55.66)	23.40	539.66
PER	452.83	624.47	277.24	43.34
PBR	7.58	4.59	2.49	2.35
EV/EBITDA	123.36	118.08	60.18	23.18
ROE	1.69	0.74	0.91	5.59
BPS	6,332	6,394	6,459	6,830
DPS	0	0	0	0

목표주가 25,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 25,000원으로 기존대비 50% 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 매출에 목표 PSR 2.2배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 컨센서스에 부합했다. 연초 제시된 2023년 사업계획 매출액 5,084억원, 영업이익 233억원은 4분기 회복 추세를 감안하더라도 달성 가능성은 상당 부분 낮아진 것으로 간주된다. 수주목표 연간 248MW도 기존 100MW 규모 대형 프로젝트 수주 확정 지연으로 충족이 쉽지 않다. 2024년에는 기존 CHPS 일반수소 입찰시장에 더해 청정수소 시장도 개설되기 때문에 빠른 실적 회복 흐름을 보여줄 수 있을 것인지 확인할 필요가 있다. 2023년 기준 PER 277.2배, PBR 2.5배다.

3Q23 영업이익 7억원(흑자전환)으로 컨센서스 부합

3분기 매출액은 456억원을 기록하면서 전년대비 54.0% 증가했다. 주기기 실적이 없었던 전년동기 실적의 기저효과에 더해 주기기 및 서비스 매출이 개선되며 외형이 전년대비 성장했다. 영업이익은 7억원을 기록하면서 전년대비 흑자로 전환되었다. 주기기 매출 및 서비스 수익성 개선을 통해 상대적으로 작은 매출 규모에서도 고정비 부담을 극복하며 영업흑자를 달성했다. 통상 4분기에 납기와 매출이 집중되는 점을 감안하면 흑자 기조는 다음 분기에도 이어질 것으로 기대된다. 기존 상품, 제품 재고는 대부분 매출처가 확정된 상황이기 때문에 프로젝트 진행 상황에 따라 언제든지 실적으로 반영될 수 있다.

상반기 입찰시장에서 우수한 성과 달성. 하반기도 기대

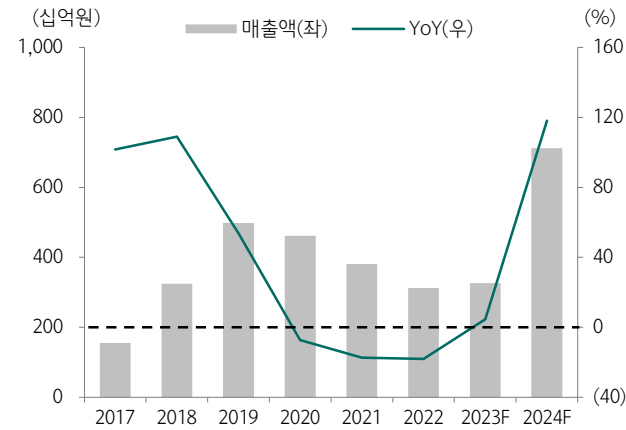
2023년 상반기 일반수소발전 입찰시장이 650GWh 물량을 대상으로 개설되었다. 설비용량 기준으로 상반기 전체 시장 규모가 89MW로 형성되었고 그 중 69.5MW를 확보했다. 준비 기간이 2년으로 확정되어 있기 때문에 빠르면 2024년 늦어도 2025년까지 실적으로 연결될 물량으로 판단된다. 하반기에는 상반기와 같은 규모로 입찰시장이 개설되며 상반기와 달리 대규모 프로젝트보다는 20MW 이하 중소규모에 가점이 주어질 가능성이 높다. 2024년에는 기존 일반수소뿐만 아니라 훨씬 입찰 물량이 확대된 청정수소도 시장이 개설된다. 대산그린 에너지에서 부생수소 기반으로 안정적인 운영 실적을 확보해놓았기 때문에 시장 경쟁 구도에서 다소 우위를 점할 여지가 충분하다.



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

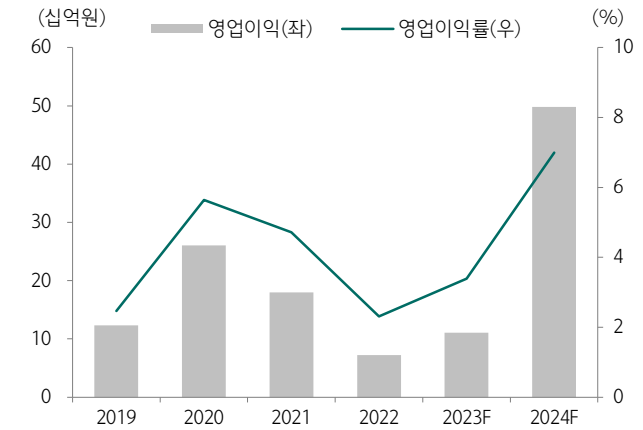
하나증권 리서치센터

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



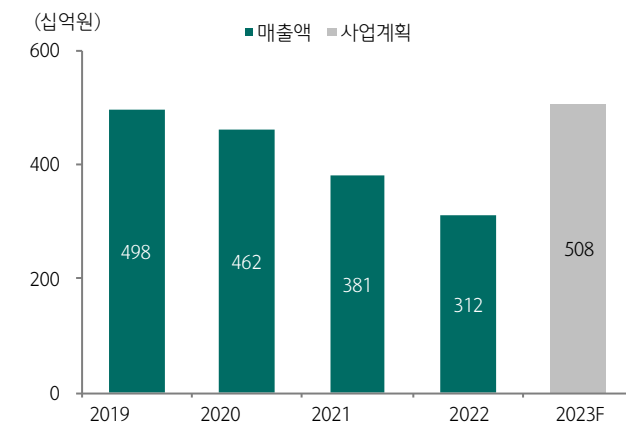
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



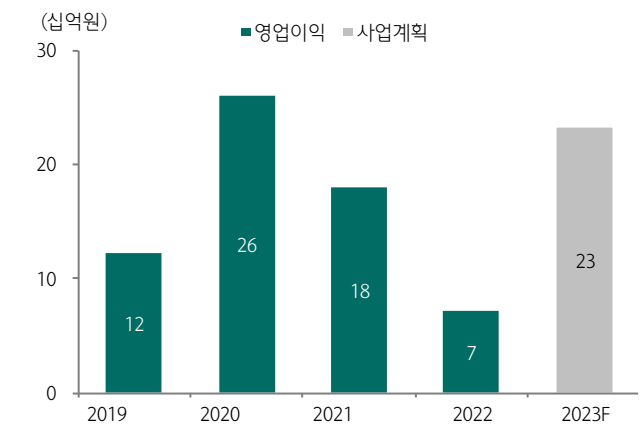
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 2023년 사업계획 매출액



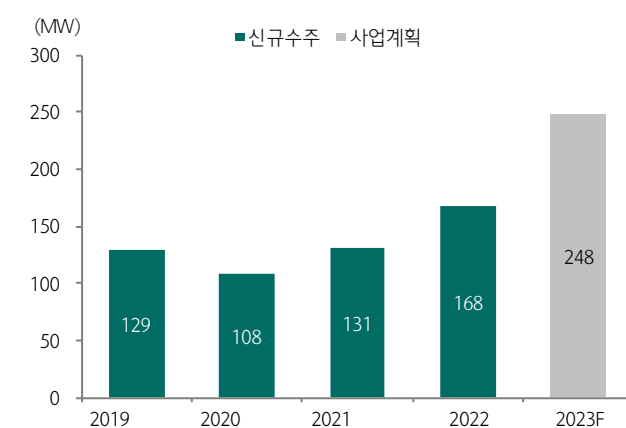
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년 사업계획 영업이익



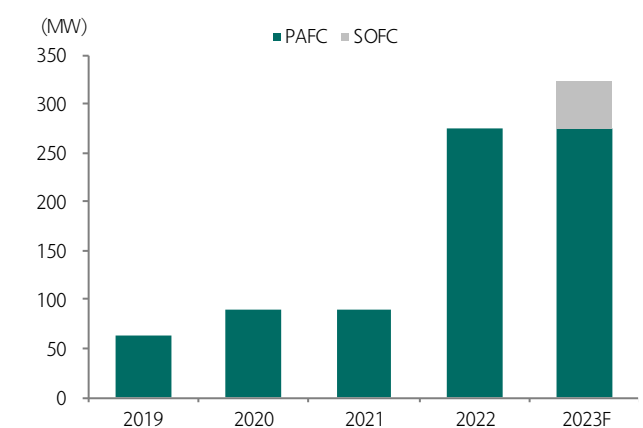
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 2023년 사업계획 신규수주



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 연도별 연료전지 생산능력 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	381.4	312.1	326.4	712.0	748.8
매출원가	333.2	267.5	277.1	621.6	650.4
매출총이익	48.2	44.6	49.3	90.4	98.4
판매비	30.2	37.5	38.3	40.6	43.1
영업이익	18.0	7.2	11.1	49.8	55.3
금융손익	(0.1)	2.8	(7.5)	(8.7)	(8.9)
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.4)	0.2	0.4	0.4
기타영업외손익	0.9	(5.3)	(1.8)	(1.0)	(0.8)
세전이익	18.6	4.3	2.0	40.5	46.1
법인세	9.9	0.4	(2.7)	10.1	11.5
계속사업이익	8.7	3.9	4.8	30.4	34.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	3.9	4.8	30.4	34.5
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.7	3.9	4.8	30.4	34.5
지배주주지분포괄이익	7.5	5.1	5.3	30.4	34.5
NOPAT	8.4	6.5	26.0	37.4	41.5
EBITDA	26.6	19.6	27.9	70.9	78.2
성장성(%)					
매출액증가율	(17.41)	(18.17)	4.58	118.14	5.17
NOPAT증가율	(58.42)	(22.62)	300.00	43.85	10.96
EBITDA증가율	(20.36)	(26.32)	42.35	154.12	10.30
영업이익증가율	(30.77)	(60.00)	54.17	348.65	11.04
(지배주주)순이익증가율	(38.73)	(55.17)	23.08	533.33	13.49
EPS증가율	(45.08)	(55.66)	23.40	539.66	13.75
수익성(%)					
매출총이익률	12.64	14.29	15.10	12.70	13.14
EBITDA이익률	6.97	6.28	8.55	9.96	10.44
영업이익률	4.72	2.31	3.40	6.99	7.39
계속사업이익률	2.28	1.25	1.47	4.27	4.61

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	106	47	58	371	422
BPS	6,332	6,394	6,459	6,830	7,252
CFPS	760	1,009	731	928	1,019
EBITDAPS	326	239	340	866	955
SPS	4,660	3,814	3,988	8,700	9,149
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	452.83	624.47	277.24	43.34	38.10
PBR	7.58	4.59	2.49	2.35	2.22
PCFR	63.16	29.09	22.00	17.33	15.78
EV/EBITDA	123.36	118.08	60.18	23.18	21.01
PSR	10.30	7.70	4.03	1.85	1.76
재무비율(%)					
ROE	1.69	0.74	0.91	5.59	6.00
ROA	1.17	0.45	0.43	2.37	2.50
ROIC	2.51	1.11	3.19	4.23	4.60
부채비율	34.87	96.33	128.97	142.99	136.81
순부채비율	(19.77)	43.47	69.17	59.37	55.84
이자보상배율(배)	3.57	1.46	0.61	2.44	2.71

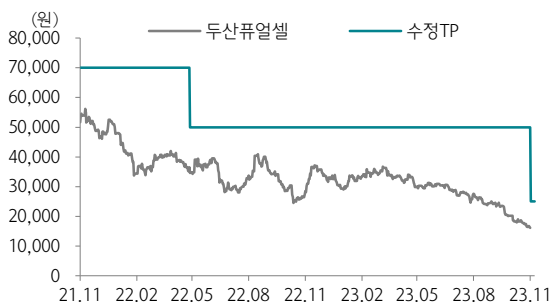
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	498.2	675.7	738.7	855.4	925.3
금융자산	187.1	50.9	59.2	93.2	93.7
현금성자산	6.0	31.9	59.2	93.2	93.7
매출채권	29.2	147.8	170.9	248.9	257.4
재고자산	209.0	430.7	455.0	435.2	493.6
기타유동자산	72.9	46.3	53.6	78.1	80.6
비유동자산	200.6	351.2	471.1	502.2	479.6
투자자산	7.8	9.7	10.4	12.7	12.9
금융자산	4.9	7.2	7.5	8.5	8.6
유형자산	90.9	176.3	265.7	297.0	275.8
무형자산	37.3	36.0	33.1	30.8	29.1
기타비유동자산	64.6	129.2	161.9	161.7	161.8
자산총계	698.9	1,026.9	1,209.8	1,357.7	1,405.0
유동부채	77.6	312.7	350.2	437.3	446.7
금융부채	2.9	144.6	159.9	160.2	160.2
매입채무	16.9	85.7	99.1	144.3	149.2
기타유동부채	57.8	82.4	91.2	132.8	137.3
비유동부채	103.1	191.2	331.3	361.6	364.9
금융부채	81.8	133.7	264.8	264.8	264.8
기타비유동부채	21.3	57.5	66.5	96.8	100.1
부채총계	180.7	503.9	681.4	798.9	811.7
지배주주지분	518.2	523.1	528.4	558.7	593.3
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.6	477.5	477.5	477.5	477.5
자본조정	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.6	0.3	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	31.8	37.3	42.0	72.4	106.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.2	523.1	528.4	558.7	593.3
순금융부채	(102.4)	227.4	365.5	331.7	331.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(140.1)	(257.7)	16.7	118.7	4.2
당기순이익	8.7	3.9	4.8	30.4	34.5
조정	39.1	69.0	35.2	21.0	22.9
감가상각비	8.7	12.3	16.8	21.1	22.9
외환거래손익	(5.2)	(4.9)	(2.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0
기타	35.4	61.2	21.1	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(187.9)	(330.6)	(23.3)	67.3	(53.2)
투자활동 현금흐름	42.1	92.7	(97.7)	(52.3)	(0.2)
투자자산감소(증가)	(1.2)	(4.1)	(0.6)	(2.3)	(0.2)
자본증가(감소)	(34.9)	(73.8)	(117.3)	(50.0)	0.0
기타	78.2	170.6	20.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(28.3)	190.8	144.9	0.3	0.0
금융부채증가(감소)	(16.5)	193.6	146.4	0.3	0.0
자본증가(감소)	(1.9)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.9)	(2.8)	(1.5)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(126.4)	25.8	27.3	34.0	0.5
Unlevered CFO	62.2	82.5	59.8	76.0	83.4
Free Cash Flow	(175.0)	(331.5)	(100.6)	68.7	4.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.11.2	BUY	25,000	-	-
23.4.28	1년 경과	-	-	-
22.4.28	BUY	50,000	-33.74%	-18.20%
21.7.28	BUY	70,000	-34.85%	-19.71%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 11월 2일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 30일