



BUY

목표주가(12M) 25,000원
현재주가(2.14) 21,350원

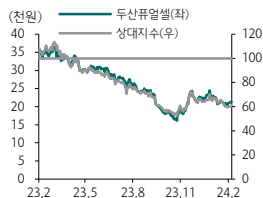
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,620.42
52주 최고/최저(원)	36,750/16,080
시가총액(십억원)	1,398.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	401.5
60일 평균 거래대금(십억원)	9.0
외국인지분율(%)	11.88
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	315.6	562.4
영업이익(십억원)	14.5	31.5
순이익(십억원)	6.4	16.1
EPS(원)	71	196
BPS(원)	6,470	6,683

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	381.4	312.1	260.9	593.2
영업이익	18.0	7.2	1.6	28.2
세전이익	18.6	4.3	(12.5)	17.3
순이익	8.7	3.9	(8.5)	12.9
EPS	106	47	(104)	158
증감율	(45.08)	(55.66)	적전	흑전
PER	452.83	624.47	(223.08)	135.13
PBR	7.58	4.59	3.68	3.31
EV/EBITDA	123.36	118.08	103.66	35.90
ROE	1.69	0.74	(1.64)	2.48
BPS	6,332	6,394	6,298	6,456
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2024년 2월 15일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

2분기 청정수소 입찰에 관심 필요

목표주가 25,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 25,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 기존 수주 프로젝트의 매출 인식 지연으로 실적이 감소했으며 연초 제시된 사업 계획 목표는 달성하지 못했다. 기말 기준 연간 신규 수주는 91MW이며 낙찰 프로젝트 41MW는 향후 진행 상황에 따라 계약으로 이어질 수 있을 전망이다. 2024년 기준 PER 135.1배, PBR 3.3배다.

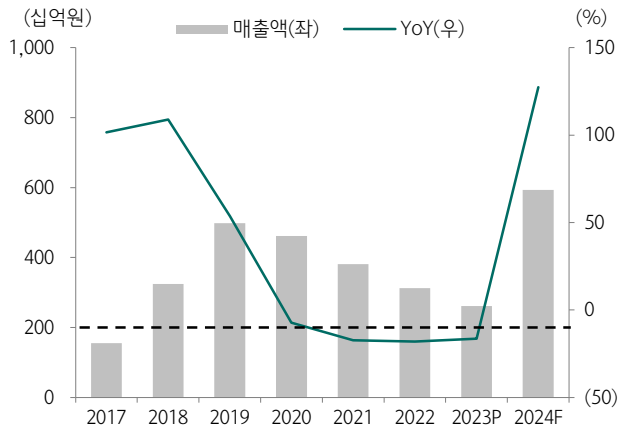
4Q23 영업이익 -27억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 1,162억원을 기록하며 전년대비 26.1% 감소했다. 과거와 마찬가지로 상저하고 패턴으로 4분기 외형이 확대되었지만 일부 프로젝트 매출 인식이 지연되며 다소 부진했다. 영업이익은 -27억원을 기록하면서 전년대비 적자로 전환되었다. 주기기 납품 대수가 감소한 영향으로 매출액이 전년대비 감소하는 가운데 고정비 부담이 증가한 것으로 보인다. 다만 2023년 CHPS 일반수소 입찰시장에서 다수 물량을 확보했기 때문에 2024년에 매출이 정상 수준으로 회복될 전망이며 그에 따라 이익률도 개선이 가능하다.

2023년 일반수소 M/S 62% 기록. 2024년 청정수소 입찰 결과 확인 필요

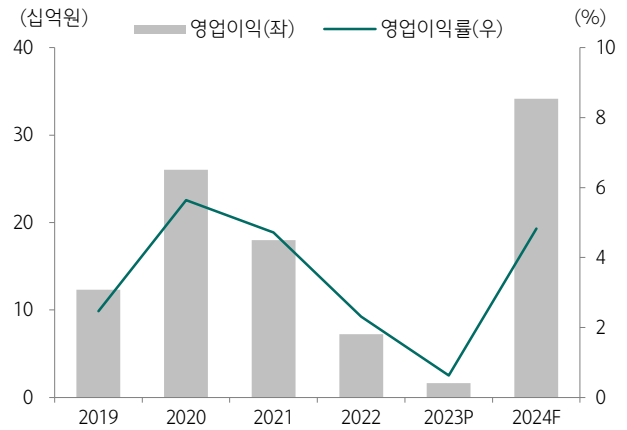
2023년 일반수소 발전시장 입찰에서 설비용량 기준 175MW 중 109MW를 확보하며 점유율 62%를 달성했고 특히 상반기 입찰에서 높은 국산화율을 기반으로 양호한 결과를 기록했다. 2024년에는 일반수소 입찰시장은 기존과 같은 1,300GWh 규모로 개설되는 가운데 신규로 청정수소 발전시장 입찰이 2분기 중으로 진행된다. 규모는 6,500GWh로 일반수소보다 훨씬 큰 수준이며 일반수소와 달리 발전소 건설 및 준비기간은 2년에서 3년으로 확대된다. 검증 완료된 수소모델을 기반으로 적극적인 대응이 예상되며 입찰 결과에 따라 장기 성장성 확보 여부를 확인할 수 있을 전망이다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



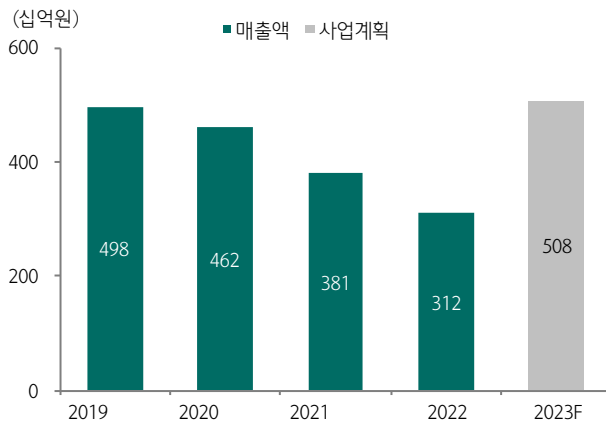
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



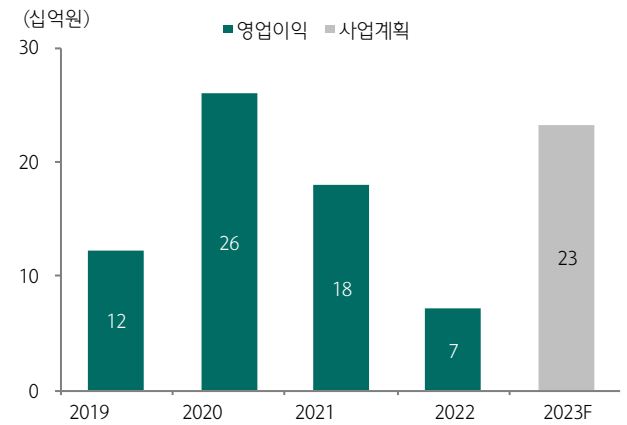
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 2023년 사업계획 매출액



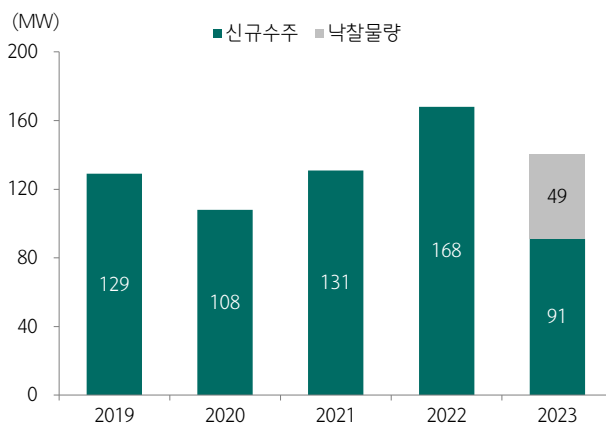
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년 사업계획 영업이익



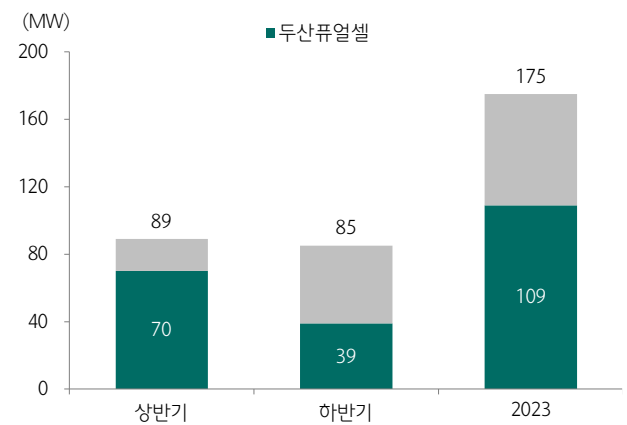
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 2023년 일반수소발전 입찰시장 결과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	381.4	312.1	260.9	593.2	622.7
매출원가	333.2	267.5	221.7	526.1	542.6
매출총이익	48.2	44.6	39.2	67.1	80.1
판매비	30.2	37.5	37.5	39.0	41.4
영업이익	18.0	7.2	1.6	28.2	38.7
금융손익	(0.1)	2.8	(9.2)	(10.9)	(11.1)
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.4)	0.9	1.3	1.3
기타영업외손익	0.9	(5.3)	(5.9)	(1.3)	(1.2)
세전이익	18.6	4.3	(12.5)	17.3	27.7
법인세	9.9	0.4	(4.0)	4.3	6.9
계속사업이익	8.7	3.9	(8.5)	12.9	20.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	12.9	20.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.7	3.9	(8.5)	12.9	20.7
지배주주지분 포괄이익	7.5	5.1	(7.9)	12.9	20.7
NOPAT	8.4	6.5	1.1	21.1	29.0
EBITDA	26.6	19.6	18.9	49.4	61.2
성장성(%)					
매출액증가율	(17.41)	(18.17)	(16.40)	127.37	4.97
NOPAT증가율	(58.42)	(22.62)	(83.08)	1,818.18	37.44
EBITDA증가율	(20.36)	(26.32)	(3.57)	161.38	23.89
영업이익증가율	(30.77)	(60.00)	(77.78)	1,662.50	37.23
지배주주순이익증가율	(38.73)	(55.17)	적전	흑전	60.47
EPS증가율	(45.08)	(55.66)	적전	흑전	60.13
수익성(%)					
매출총이익률	12.64	14.29	15.02	11.31	12.86
EBITDA이익률	6.97	6.28	7.24	8.33	9.83
영업이익률	4.72	2.31	0.61	4.75	6.21
계속사업이익률	2.28	1.25	(3.26)	2.17	3.32

투자지표					
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	106	47	(104)	158	253
BPS	6,332	6,394	6,298	6,456	6,710
CFPS	760	1,009	609	591	742
EBITDAPS	326	239	231	603	748
SPS	4,660	3,814	3,187	7,248	7,608
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	452.83	624.47	(223.08)	135.13	84.39
PBR	7.58	4.59	3.68	3.31	3.18
PCFR	63.16	29.09	38.10	36.13	28.77
EV/EBITDA	123.36	118.08	103.66	35.90	28.96
PSR	10.30	7.70	7.28	2.95	2.81
재무비율(%)					
ROE	1.69	0.74	(1.64)	2.48	3.85
ROA	1.17	0.45	(0.82)	1.17	1.75
ROIC	2.51	1.11	0.14	2.62	3.57
부채비율	34.87	96.33	104.48	120.94	118.24
순부채비율	(19.77)	43.47	60.60	54.34	52.03
이자보상배율(배)					
	3.57	1.46	0.09	1.45	1.99

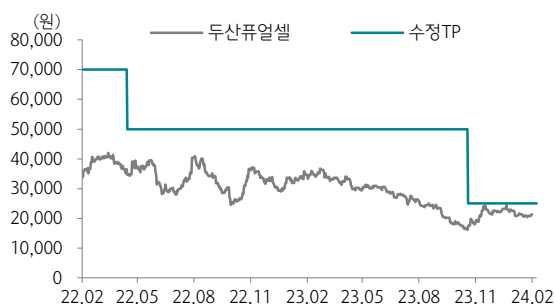
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	498.2	675.7	545.6	628.2	681.6
금융자산	187.1	50.9	61.9	87.4	88.8
현금성자산	6.0	31.9	61.9	87.4	88.8
매출채권	29.2	147.8	109.2	176.0	182.8
재고자산	209.0	430.7	340.0	309.6	352.6
기타유동자산	72.9	46.3	34.5	55.2	57.4
비유동자산	200.6	351.2	507.9	538.6	516.3
투자자산	7.8	9.7	8.6	10.5	10.7
금융자산	4.9	7.2	6.8	7.6	7.7
유형자산	90.9	176.3	294.9	326.0	305.2
무형자산	37.3	36.0	33.6	31.3	29.5
기타비유동자산	64.6	129.2	170.8	170.8	170.9
자산총계	698.9	1,026.9	1,053.4	1,166.9	1,197.9
유동부채	77.6	312.7	309.7	384.2	391.8
금융부채	2.9	144.6	188.1	188.3	188.3
매입채무	16.9	85.7	63.3	102.0	106.0
기타유동부채	57.8	82.4	58.3	93.9	97.5
비유동부채	103.1	191.2	228.6	254.5	257.2
금융부채	81.8	133.7	186.0	186.0	186.0
기타비유동부채	21.3	57.5	42.6	68.5	71.2
부채총계	180.7	503.9	538.3	638.7	649.0
지배주주지분	518.2	523.1	515.2	528.1	548.9
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	28.8	41.7	62.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.2	523.1	515.2	528.1	548.9
순금융부채	(102.4)	227.4	312.2	287.0	285.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(140.1)	(257.7)	90.1	105.2	4.4
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	12.9	20.7
조정	39.1	69.0	36.6	21.3	22.5
감가상각비	8.7	12.3	17.3	21.2	22.5
외환거래손익	(5.2)	(4.9)	(5.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	0.4	(0.7)	0.0	0.0
기타	35.4	61.2	25.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(187.9)	(330.6)	62.0	71.0	(38.8)
투자활동 현금흐름	42.1	92.7	(131.8)	(51.9)	(0.2)
투자자산감소(증가)	(1.2)	(4.1)	1.8	(1.9)	(0.2)
자본증가(감소)	(34.9)	(73.8)	(153.4)	(50.0)	0.0
기타	78.2	170.6	19.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(28.3)	190.8	94.1	0.2	0.0
금융부채증가(감소)	(16.5)	193.6	95.8	0.2	0.0
자본증가(감소)	(1.9)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.9)	(2.8)	(1.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(126.4)	25.8	30.0	25.4	1.4
Unlevered CFO	62.2	82.5	49.8	48.3	60.7
Free Cash Flow	(175.0)	(331.5)	(63.2)	55.2	4.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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 2024년 2월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 2월 15일 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.49%	6.05%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 12일