

# 두산퓨얼셀 336260

May 22, 2024

## 올해도 상저하고

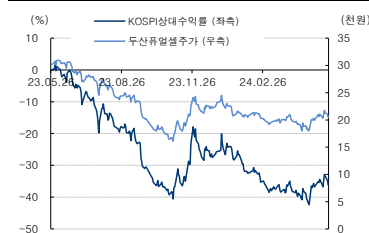
**Trading Buy** 하향

**TP 24,000 원** 하향

### Company Data

현재가(05/21)	20,450 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	31,250 원
52 주 최저가(보통주)	16,080 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	82 억원
시가총액	14,492 억원
발행주식수(보통주)	6,549 만주
발행주식수(우선주)	1,635 만주
평균거래량(60 일)	39.1 만주
평균거래대금(60 일)	80 억원
외국인지분(보통주)	12.50%
주요주주	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-2.9	-34.6
상대주가	3.2	-10.5	-39.0

[지주/재생에너지] 박건영

3771-9465,  
kun.park@iprovest.com

### 실적 전망: 올해도 상저하고

두산퓨얼셀 '24년 실적 상저하고 전망. '23년 CHPS 수주(109MW)와 RPS 수주(31MW)를 '24년 연간 실적에 반영. '24년 매출액 4,114억원(YoY +57.7%), 영업이익 168억원(YoY +929.7%)으로 추정. '24년 CHPS 규모 증가('23년 1,000GWh→'24년 4,800GWh) 고려 시, '24년 신규 수주 전년대비 증가 기대.

### 기존 수주 진행, 신사업 확장이 주가 상승의 변수

두산퓨얼셀의 4Q21 국내 수주 3,764억원, 4Q22 중국 수주 4,110억원은 매출 인식이 지연 중(프로젝트 지연). 불안정한 매크로(고금리 등) 환경이 주요 원인으로 파악. 과거 대규모 수주의 매출 인식이 중요해진 시점. 나아가, 기존 PEMFC 기반 모빌리티 사업(수소 버스 등), 발전용 및 선박용 SOFC 제품 개발 등 신사업 가시화가 주가 상승의 변수로 작용할 것으로 판단.

### 투자 의견 Trading Buy, 목표주가 24,000원

두산퓨얼셀 목표주가 산출은 기존 P/S Multiple 방식 유지. Peer Group(Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power)의 평균 12M Fwd P/S Multiple 3.1배를 두산퓨얼셀 향후 4개 분기 예상 매출액 합에 적용. 기존 목표주가 산출 시 적용했던 '24년 예상 매출액 하향 조정됨에 따라 목표주가 24,000원으로 하향, 투자 의견 Trading Buy로 하향.

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	312	261	411	608	748
YoY(%)	-18.2	-16.4	57.7	47.8	23.0
영업이익(십억원)	7	2	17	28	40
OP 마진(%)	2.2	0.8	4.1	4.6	5.3
순이익(십억원)	4	-9	2	8	15
EPS(원)	59	-130	24	126	222
YoY(%)	-55.6	적전	흑전	421.0	76.9
PER(배)	497.5	-178.8	886.0	170.1	96.2
PCR(배)	23.3	21.7	16.2	13.7	12.2
PBR(배)	4.6	3.7	3.4	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	118.1	116.0	57.3	40.8	35.1
ROE(%)	0.7	-1.6	0.3	1.6	2.7

[도표 32] 두산퓨얼셀 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	50	49	46	116	32	67	135	177	261	411.4	608
YoY	-28.8%	33.4%	-75.9%	19.8%	-2.6%	-33.6%	54.0%	-26.1%	-16.4%	57.7%	47.8%
연료전지 주기기	24	19	17	86	0	35	105	146	146	285	465
장기유지보수서비스	26	30	29	30	32	32	31	32	115	126	143
영업이익	3	0	1	-3	2	2	5	8	2	16.8	28
YoY	흑전	-40.7%	흑전	적전	-48%	291%	688%	흑전	-77.4%	929.7%	66.6%
영업이익률	6.4%	1.0%	1.5%	-2.3%	5.2%	2.8%	3.9%	4.5%	0.6%	4.1%	4.6%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 33] 두산퓨얼셀 수주 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
기초	246	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758	835	945
신규수주	22	0	79	376	0	87	69	411	0	4	93	197	0
매출계상	51	34	96	106	28	48	3	127	24	19	17	86	0
기말	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758	835	945	945

자료: 교보증권 리서치센터

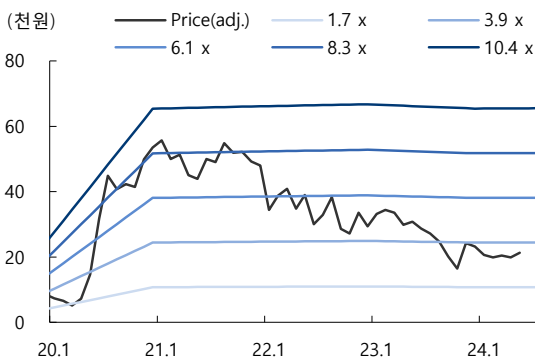
[도표 34] 두산퓨얼셀 Valuation Table

(단위: 십억원)

목록	값	비고
적용 매출액	508.0	두산퓨얼셀 향후 4개 분기 예상 매출액
적용 P/S	3.1	Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power 12M Fwd 평균 P/S
적정 기업가치	1,574.8	
발행주식수(주)	65,493,726	
목표주가(원)	24,045	목표주가 24,000 원으로 하향

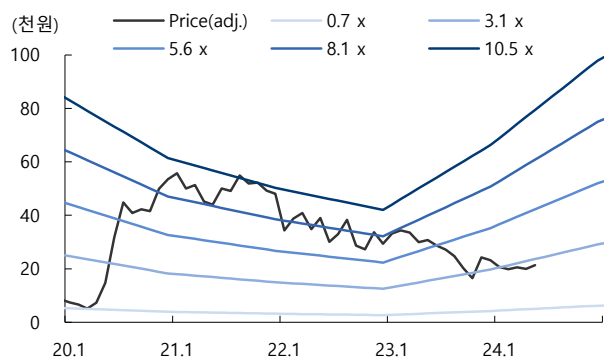
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 두산퓨얼셀 Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 두산퓨얼셀 12M Fwd P/S BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	381	312	261	411	608
매출원가	333	267	221	347	516
매출총이익	48	45	40	65	92
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	15.2	15.7	15.1
판매비와관리비	30	37	38	48	64
영업이익	18	7	2	17	28
영업이익률 (%)	4.7	2.3	0.6	4.1	4.6
EBITDA	27	20	17	32	46
EBITDA Margin (%)	7.0	6.3	6.5	7.7	7.5
영업외손익	1	-3	-14	-14	-16
관계기업손익	0	0	1	0	0
금융수익	17	15	7	5	6
금융비용	-17	-12	-21	-18	-22
기타	1	-5	-2	-1	1
법인세비용차감전순손익	19	4	-13	2	12
법인세비용	10	0	-4	1	4
계속사업순손익	9	4	-9	2	8
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	-9	2	8
당기순이익률 (%)	2.3	1.2	-3.3	0.4	1.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	4	-9	2	8
지배지분순이익률 (%)	2.3	1.2	-3.3	0.4	1.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	-2	-2	-2
포괄순이익	8	5	-10	0	6
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	5	-10	0	6

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-258	8	66	31	-61
당기순이익	4	-9	2	8	15
비현금항목의 가감	79	78	85	94	100
감가상각비	10	12	13	16	15
외환손익	-5	-2	1	1	1
지분법평가손익	0	-1	0	0	0
기타	74	69	71	77	84
자산부채의 증감	-331	-37	-7	-52	-148
기타현금흐름	-10	-25	-13	-20	-27
투자활동 현금흐름	93	-96	-20	-50	0
투자자산	-2	0	0	0	0
유형자산	-74	-114	-20	-50	0
기타	168	18	0	0	0
재무활동 현금흐름	191	105	17	150	151
단기차입금	64	-4	-4	-4	-3
사채	97	80	80	80	80
장기차입금	30	40	0	7	8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-10	-59	67	67
현금의 증감	26	18	-25	41	-2
기초 현금	6	32	50	25	66
기말 현금	32	50	25	66	64
NOPLAT	7	1	11	19	27
FCF	-386	-135	0	-65	-105

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	676	648	611	692	822
현금및현금성자산	32	50	25	66	64
매출채권 및 기타채권	171	109	141	182	213
재고자산	431	460	411	405	498
기타유동자산	42	29	33	39	46
비유동자산	351	423	438	482	479
유형자산	176	271	278	312	297
관계기업투자금	2	4	5	6	8
기타금융자산	7	8	8	9	9
기타비유동자산	165	140	147	155	164
자산총계	1,027	1,071	1,050	1,175	1,301
유동부채	313	287	178	201	218
매입채무 및 기타채무	137	71	89	112	128
차입금	64	60	56	53	49
유동성채무	80	126	0	0	0
기타유동부채	32	30	33	36	40
비유동부채	191	271	357	451	546
차입금	30	70	70	77	85
사채	97	71	150	230	310
기타비유동부채	64	130	137	144	151
부채총계	504	558	535	652	764
지배지분	523	513	514	522	537
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478	478
이익잉여금	37	26	28	36	51
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	523	513	514	522	537
총차입금	278	384	337	423	510

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	59	-130	24	126	222
PER	497.5	-178.8	886.0	170.1	96.2
BPS	6,391	6,264	6,283	6,383	6,561
PBR	4.6	3.7	3.4	3.3	3.3
EBITDAPS	239	208	388	559	680
EV/EBITDA	118.1	116.0	57.3	40.8	35.1
SPS	4,766	3,983	6,281	9,283	11,416
PSR	6.2	5.8	3.4	2.3	1.9
CFPS	-4,711	-1,648	-3	-794	-1,282
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-18.2	-16.4	57.7	47.8	23.0
영업이익 증가율	-59.9	-77.3	922.3	66.6	41.7
순이익 증가율	-55.6	적전	흑전	421.0	76.9
수익성					
ROIC	1.3	0.2	1.4	2.4	3.1
ROA	0.4	-0.8	0.1	0.7	1.2
ROE	0.7	-1.6	0.3	1.6	2.7
안정성					
부채비율	96.3	108.9	104.1	124.8	142.2
순차입금비율	27.1	35.9	32.1	36.0	39.2
이자보상배율	1.5	0.1	1.1	1.4	1.7