

# 두산퓨얼셀(336260.KS)

# 매수(유지)

## 본격적인 성장을 위한 과정일 뿐

### 분석의 기본 가정

- CHPS 제도 시행
- 2023년 말 SOFC 공장 완공

### 1분기 매출액은 전년대비 30.7% 감소한 499억원, 영업이익은 흑자전환

1분기 매출액은 전년대비 30.7% 감소한 499억원, 영업이익은 32억원을 기록하면서 흑자전환 하였음. 매출액이 부진했던 주요 원인은 주기기 납품이 지연되었기 때문임. 이로 인해 2분기 매출에 반영될 것으로 예상함. 반면 영업이익은 국내 익산 공장 생산 제품 납품으로 흑자전환 하였음. 해외에서 생산된 제품보다는 국내에서 생산된 제품으로 비용절감(운반비, 국산화율 98% 등)이 가능하기 때문임. 또한 장기유지보수계약(LTSA, Long Term Service Agreement) 수익성이 개선되면서 긍정적으로 작용하였음

### 국내 수주와 더불어 SOFC 공장 완공을 통해 성장 모멘텀 다시는 2023년

2023년 연간 매출액은 5,244억원과 영업이익은 260억원으로 전망함. 국내 수주 규모는 약 250MW로 가정하여 추정하였음. CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standards, 청정 수소발전 의무화제도) 관련 입찰이 6월부터 진행되어 9~10월에 입찰 결과가 나올 것으로 예상됨. CHPS 관련 입찰 규모는 200MW로 추정되며 50% 이상의 수주가 가능할 것으로 전망함. 또한 2023년 말에 SOFC(Solid Oxide Fuel Cell, 고체산화물 연료전지) 공장이 완공될 예정이며 2024년 1분기부터 발전용 연료전지 생산을 시작할 예정임.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

2025년부터는 선박용 SOFC로 상업화를 계획하고 있음. 주요 경쟁사인 Bloom Energy 대비 효율성 개선을 위해 Ceres Power와 협력하여 개발 중임. 선박용 연료전지 시장은 2030년부터 본격적으로 개방될 것으로 전망함. 2023년 예상 매출액과 2019~2021년 평균 EV/Sales인 6.2배를 적용하여 적정EV를 산출하였음. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하나 2023년 연간 추정매출액이 감소하여 목표주가 50,000원으로 하향 조정하였음

결산기(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액(억원)	3,814	3,121	5,244	8,841	12,669
영업이익(억원)	180	72	166	474	714
계속사업세전손익(억원)	186	43	259	531	777
지배주주지분순이익(억원)	87	39	194	398	583
EPS(원)	106	47	237	487	712
증감율(%)	-44.8	-55.6	402.7	105.0	46.4
ROE(%)	1.7	0.7	3.6	7.1	9.5
PER(배)	451.8	621.7	127.7	62.3	42.5
PBR(배)	7.6	4.6	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA(배)	129.6	118.3	74.0	33.9	22.4

### 유틸리티 담당 권덕민

T.02)2004-9610 / kwon.duk-min@shinyoung.com

현재주가(5/4) **28,500원**  
 목표주가(12M, 하향) **50,000원**

Key Data	(기준일: 2023. 5. 4)
KOSPI(pt)	2500.94
KOSDAQ(pt)	845.06
액면가(원)	100
시가총액(억원)	19,845
발행주식수(천주)	81,844
평균거래량(3M, 주)	394,397
평균거래대금(3M, 백만원)	13,365
52주 최고/최저	40,900 / 24,450
52주 일간Beta	2.3
배당수익률(23F, %)	0.0
외국인지분율(%)	15.6
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.8
국민연금공단	6.5

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-11.4	-2.4	-12.9
KOSPI대비상대수익률	-10.2	-12.1	-8.4	-6.8

### Company vs KOSPI composite



도표 1. 두산퓨얼셀 실적 전망

(단위 : 억원)

구분	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022A	2023F	2024F
매출액	512	741	296	1,572	499	1,204	1,533	2,008	3,121	5,244	8,841
영업이익	-86	8	-29	179	32	18	-28	238	72	260	474
영업이익률	-16.8%	1.1%	-9.8%	11.4%	6.4%	1.5%	-1.8%	11.9%	2.3%	5.0%	5.4%
세전이익	-43	-5	12	79	18	38	41	163	43	259	531
당기순이익	-29	1	11	56	13	28	31	122	39	194	398
순이익률	-5.7%	0.1%	3.7%	3.6%	2.7%	2.3%	2.0%	6.1%	1.2%	3.7%	4.5%
<b>전년대비</b>											
매출액	258.8%	-49.5%	-29.5%	-16.8%	-2.6%	62.4%	417.8%	27.8%	-18.2%	68.0%	68.6%
영업이익	흑자전환	-91.7%	-38.9%	60.1%	흑자전환	121.4%	적자지속	33.2%	-59.9%	260.7%	81.9%
세전이익	흑자전환	-94.9%	-9.6%	1184.7%	흑자전환	흑자전환	-81.6%	4.3%	-77.0%	505.5%	105.0%
당기순이익	적자지속	-95.4%	-8.8%	425.3%	흑자전환	-829.3%	246.5%	106.1%	-55.6%	402.6%	105.0%

자료 : 한국전력, 신영증권 리서치센터

도표 2. 두산퓨얼셀 밸류에이션 테이블

구분	비고
a) 적정EV(억원)	32,354
b) 매출액	5,244
c) Target Multiple	6.17
d) 보통주 적정가치	34,129
e) 순차입금	-3,308
f) 우선주 시가총액	1,533
g) 발행주식수(천주)	65,494
주당가치	52,110
목표 주가	50,000
현재 주가	30,300
Upside	65%

자료: 두산퓨얼셀, 신영증권 리서치센터

두산퓨얼셀(336260.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>3,814</b>	<b>3,121</b>	<b>5,244</b>	<b>8,841</b>	<b>12,669</b>
증가율(%)	-17.4	-18.2	68.0	68.6	43.3
<b>매출원가</b>	<b>3,332</b>	<b>2,675</b>	<b>4,451</b>	<b>7,474</b>	<b>10,796</b>
원가율(%)	87.4	85.7	84.9	84.5	85.2
<b>매출총이익</b>	<b>482</b>	<b>447</b>	<b>792</b>	<b>1,367</b>	<b>1,873</b>
매출총이익률(%)	12.6	14.3	15.1	15.5	14.8
<b>판매비와 관리비 등</b>	<b>302</b>	<b>375</b>	<b>627</b>	<b>894</b>	<b>1,159</b>
판매비율(%)	7.9	12.0	12.0	10.1	9.1
<b>영업이익</b>	<b>180</b>	<b>72</b>	<b>166</b>	<b>474</b>	<b>714</b>
증가율(%)	-30.8	-60.0	130.6	185.5	50.6
영업이익률(%)	4.7	2.3	3.2	5.4	5.6
<b>EBITDA</b>	<b>266</b>	<b>196</b>	<b>358</b>	<b>752</b>	<b>1,051</b>
EBITDA마진(%)	7.0	6.3	6.8	8.5	8.3
<b>순금융손익</b>	<b>-1</b>	<b>28</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>63</b>
이자손익	-49	-31	-40	-36	-38
외화관련손익	50	43	47	45	46
<b>기타영업외손익</b>	<b>9</b>	<b>-53</b>	<b>15</b>	<b>-3</b>	<b>6</b>
<b>종속및관계기업 관련손익</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>186</b>	<b>43</b>	<b>259</b>	<b>531</b>	<b>777</b>
<b>계속사업손익법인세비용</b>	<b>99</b>	<b>4</b>	<b>65</b>	<b>133</b>	<b>194</b>
<b>세후중단사업손익</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>87</b>	<b>39</b>	<b>194</b>	<b>398</b>	<b>583</b>
증가율(%)	-38.7	-55.2	397.4	105.2	46.5
순이익률(%)	2.3	1.2	3.7	4.5	4.6
<b>지배주주지분 당기순이익</b>	<b>87</b>	<b>39</b>	<b>194</b>	<b>398</b>	<b>583</b>
증가율(%)	-38.7	-55.2	397.4	105.2	46.5
<b>기타포괄이익</b>	<b>-12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>총포괄이익</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>206</b>	<b>410</b>	<b>595</b>

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

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>-1,401</b>	<b>-2,577</b>	<b>207</b>	<b>-1,469</b>	<b>9,020</b>
당기순이익	87	39	194	398	583
<b>현금유출이없는비용및수익</b>	<b>535</b>	<b>787</b>	<b>255</b>	<b>405</b>	<b>528</b>
유형자산감가상각비	70	96	166	257	321
무형자산상각비	16	27	27	21	16
<b>영업활동관련자산부채변동</b>	<b>-1,879</b>	<b>-3,306</b>	<b>-137</b>	<b>-2,104</b>	<b>8,141</b>
매출채권의감소(증가)	414	-1,186	82	-964	-1,051
재고자산의감소(증가)	-969	-2,263	-1,066	-3,687	3,781
매입채무의증가(감소)	-571	706	769	2,495	5,377
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>421</b>	<b>927</b>	<b>343</b>	<b>442</b>	<b>1,140</b>
투자자산의 감소(증가)	-1	-23	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-349	-738	-1,300	-1,200	-500
단기금융자산의감소(증가)	0	-1	-1	-2	-4
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-283</b>	<b>1,908</b>	<b>2,474</b>	<b>1,474</b>	<b>-26</b>
장기차입금의증가(감소)	0	300	0	0	0
사채의증가(감소)	-243	972	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1,560</b>	<b>-1,562</b>	<b>-1,561</b>
<b>현금의 증가</b>	<b>-1,264</b>	<b>258</b>	<b>1,465</b>	<b>-1,114</b>	<b>8,574</b>
기초현금	1,324	60	319	1,783	669
기말현금	60	319	1,783	669	9,243

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>4,982</b>	<b>6,757</b>	<b>9,129</b>	<b>12,617</b>	<b>18,430</b>
현금및현금성자산	60	319	1,783	669	9,243
매출채권 및 기타채권	673	1,712	1,630	2,594	3,645
재고자산	2,090	4,307	5,373	9,060	5,279
<b>비유동자산</b>	<b>2,006</b>	<b>3,512</b>	<b>4,615</b>	<b>5,533</b>	<b>5,692</b>
유형자산	909	1,763	2,897	3,840	4,019
무형자산	373	360	333	312	296
투자자산	78	97	93	89	85
<b>기타 금융업자산</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자산총계</b>	<b>6,989</b>	<b>10,269</b>	<b>13,744</b>	<b>18,150</b>	<b>24,122</b>
<b>유동부채</b>	<b>776</b>	<b>3,127</b>	<b>6,395</b>	<b>10,391</b>	<b>15,768</b>
단기차입금	0	640	3,140	4,640	4,640
매입채무및기타채무	374	1,368	2,137	4,632	10,009
유동성장기부채	29	801	801	801	801
<b>비유동부채</b>	<b>1,031</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>
사채	748	972	972	972	972
장기차입금	0	300	300	300	300
<b>기타 금융업부채</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>부채총계</b>	<b>1,807</b>	<b>5,039</b>	<b>8,307</b>	<b>12,303</b>	<b>17,680</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,182</b>	<b>5,231</b>	<b>5,437</b>	<b>5,847</b>	<b>6,442</b>
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	4,776	4,775	4,775	4,775	4,775
기타포괄이익누계액	6	3	15	27	38
이익잉여금	318	373	567	965	1,548
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,182</b>	<b>5,231</b>	<b>5,437</b>	<b>5,847</b>	<b>6,442</b>
<b>총차입금</b>	<b>847</b>	<b>2,783</b>	<b>5,283</b>	<b>6,783</b>	<b>6,783</b>
<b>순차입금</b>	<b>645</b>	<b>2,322</b>	<b>3,308</b>	<b>2,283</b>	<b>283</b>

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Per Share (원)</b>					
EPS	106	47	237	487	712
BPS	6,332	6,394	6,646	7,148	7,874
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples (배)</b>					
PER	451.8	621.7	127.7	62.3	42.5
PBR	7.6	4.6	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	129.6	118.3	74.0	33.9	22.4
<b>Financial Ratio</b>					
<b>12월 결산(억원)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>성장성(%)</b>					
EPS(지배순이익) 증가율	-44.8%	-55.6%	402.7%	105.0%	46.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-20.4%	-26.3%	82.7%	110.1%	39.8%
<b>수익성(%)</b>					
ROE(순이익 기준)	1.7%	0.7%	3.6%	7.1%	9.5%
ROE(지배순이익 기준)	1.7%	0.7%	3.6%	7.1%	9.5%
ROIC	2.1%	0.8%	1.5%	3.3%	6.6%
WACC	16.0%	14.5%	13.3%	12.6%	12.6%
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	34.9%	96.3%	152.8%	210.4%	274.5%
순차입금비율	12.4%	44.4%	60.8%	39.0%	4.4%
이자보상배율	3.6	1.5	3.3	9.6	14.3

Compliance Notice

- 투자등급
- 종목**   **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
           **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우  
           **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업**   **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천  
           **중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천  
           **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 등 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20230331)	매수 : 87.86%	중립 : 12.14%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물 주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
두산퓨얼셀	-	-	-	-	-	-

