KYOBO 교보증권

Company Analysis

두산퓨얼셀 336260

Oct 04, 2023

하반기 점검

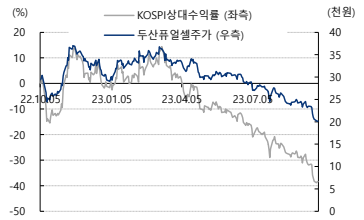
Buy 유지

TP 27,000 원 하향

Company Data

현재가(09/27)	20,150 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	37,150 원
52 주 최저가(보통주)	20,100 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	82 억원
시가총액	14,404 억원
발행주식수(보통주)	6,549 만주
발행주식수(우선주)	1,635 만주
평균거래량(60 일)	34.5 만주
평균거래대금(60 일)	79 억원
외국인지분(보통주)	13.22%
주요주주	
두산에너빌리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-17.2	-39.5	-33.1
상대주가	-15.4	-40.9	-39.6

지주/신재생 박건영
3771-9465, kun.park@iprovest.com

3Q23 매출액 1,093억원(YoY +269.3%), 영업이익 26억원(YoY, 흑자전환)

3Q23 매출액 1,093억원(YoY +269.3%), 영업이익 26억원(YoY 흑자전환)으로 추정. 기존 수주의 매출인식은 하반기에 이뤄질 것으로 예상되며, 3Q23 대비 4Q23에 매출액 규모가 더 클 것으로 전망. '23년 10월부터 신규 수주 발생 기대.

10월부터 주요 일정 진행 예정

두산퓨얼셀은 상반기 수소 발전 입찰시장에서 선정된 우선협상 5개 사업자 중 가장 높은 낙찰 비중을 차지한 것으로 파악. 상반기에 이어 하반기 일반수소 발전시장 입찰 일정에 주목. 하반기 우선협상대상자 발표는 '23년 10월 31일로 예정되어 있으며, 낙찰자 발표 및 계약체결은 '23년 11월 예정.

실적 추정치 하향, 목표주가 하향

'23년 하반기에 기존 수주의 매출인식이 상반기 대비 많이 이루어질 것으로 예상되나, 당사는 기존 '23년 연간 추정 매출액 4,760억원을 4,010억원으로 하향 조정. 고금리 등 매크로 환경으로 인한 프로젝트의 지연이 장기화 되고 있다는 점을 고려하여 기존에 예상했던 매출인식 시점을 변경하여 반영. 따라서, 목표주가 산출 방식은 P/S Multiple Valuation 방식을 유지하나, 하향된 '23년 매출액 추정치를 반영하여 기존 목표주가 39,000원에서 27,000원으로 하향.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	**381**	**312**	**401**	**707**	**910**
YoY(%)	-17.4	-18.2	28.5	76.2	28.8
영업이익(십억원)	**18**	**7**	**18**	**35**	**53**
OP 마진(%)	4.7	2.2	4.5	5.0	5.8
순이익(십억원)	**9**	**4**	**7**	**20**	**31**
EPS(원)	133	59	102	309	472
YoY(%)	-46.4	-55.6	73.0	202.6	52.8
PER(배)	361.5	497.5	197.4	65.2	42.7
PCR(배)	50.5	23.3	15.0	12.4	10.3
PBR(배)	7.6	4.6	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	123.4	118.1	55.0	36.6	28.2
ROE(%)	1.7	0.7	1.3	3.7	5.5

[도표 71] 두산퓨얼셀 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	51	74	30	157	50	49	109	193	401	707	910
YoY	*-28.8%*	*33.4%*	*-75.9%*	*19.8%*	*-2.6%*	*-33.6%*	*269.3%*	*22.5%*	*28.5%*	*76.2%*	*28.8%*
연료전지 주기기	28	48	3	127	24	19	79	159	281	569	754
장기유지보수서비스	24	26	26	30	26	30	30	34	120	138	156
영업이익	-9	1	-3	18	3	0	3	11	18	35	53
YoY	*적전*	*-22.9%*	*적전*	*99.7%*	*흑전*	*-39.9%*	*흑전*	*-37.2%*	*142.9%*	*101.4%*	*49.4%*
영업이익률	적자	1.1%	적자	11.4%	6.4%	1.0%	2.4%	5.9%	4.4%	5.0%	5.8%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 72] 두산퓨얼셀 연료전지 수주 추이 (단위: 십억원)

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

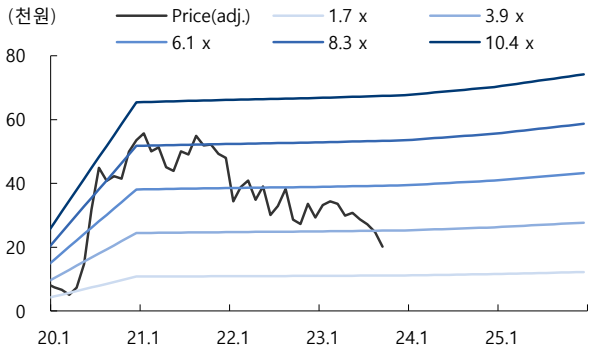
자료: 두산퓨얼셀, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 두산퓨얼셀 Valuation Table (단위: 십억원)

목록	값	비고
적용 매출액	401.0	'23 년 예상 매출액
적용 P/S	4.5	Peer Group(Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power) 평균에서 20% 할인
적정 기업가치	1,804.6	
발행주식수(주)	65,493,726	자사주 차감하지 않은 발행주식 총수
목표주가(원)	27,553	목표주가 27,000 원으로 최종 설정

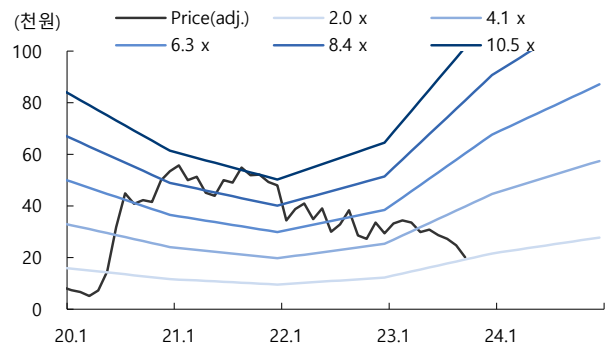
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 74] 두산퓨얼셀 12M Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] 두산퓨얼셀 12M FWD P/S BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	381	312	401	707	910
매출원가	333	267	332	602	772
매출총이익	48	45	69	105	137
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	17.3	14.8	15.1
판매비와관리비	30	37	52	69	85
영업이익	18	7	18	35	53
영업이익률 (%)	4.7	2.3	4.4	5.0	5.8
EBITDA	27	20	30	49	69
EBITDA Margin (%)	7.0	6.3	7.5	6.9	7.6
영업외손익	1	-3	-10	-13	-19
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	17	15	15	14	10
금융비용	-17	-12	-17	-19	-21
기타	1	-5	-8	-8	-8
법인세비용차감전순손익	19	4	7	22	34
법인세비용	10	0	1	2	3
계속사업순손익	9	4	7	20	31
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	7	20	31
당기순이익률 (%)	2.3	1.2	1.7	2.9	3.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	4	7	20	31
지배순이익률 (%)	2.3	1.2	1.7	2.9	3.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	8	5	8	21	32
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	5	8	21	32

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

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	498	676	802	993	1,151
현금및현금성자산	6	32	147	124	51
매출채권 및 기타채권	67	171	211	353	448
재고자산	209	431	401	471	607
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	1,174	1,385	1,592
유동부채	78	313	260	347	407
매입채무 및 기타채무	37	137	161	245	301
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	644	835	1,011
지배지분	518	523	530	550	581
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478	478
이익잉여금	32	37	44	64	95
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	518	523	530	550	581
총차입금	85	278	384	481	590

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-140	-258	46	-83	-114
당기순이익	9	4	7	20	31
비현금항목의 가감	54	79	82	87	97
감가상각비	7	10	11	12	15
외환손익	-5	-5	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	52	74	70	74	81
자산부채의 증감	-188	-331	-44	-187	-232
기타현금흐름	-14	-10	2	-2	-9
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	115	-24	-73
기초 현금	132	6	32	147	124
기말 현금	6	32	147	124	51
NOPLAT	8	7	16	32	48
FCF	-206	-386	-36	-162	-218

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	133	59	102	309	472
PER	361.5	497.5	197.4	65.2	42.7
BPS	6,331	6,391	6,473	6,720	7,098
PBR	7.6	4.6	3.1	3.0	2.8
EBITDAPS	326	239	368	593	849
EV/EBITDA	123.4	118.1	55.0	36.6	28.2
SPS	5,824	4,766	6,123	10,787	13,892
PSR	8.2	6.2	3.3	1.9	1.5
CFPS	-2,515	-4,711	-438	-1,979	-2,663
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-17.4	-18.2	28.5	76.2	28.8
영업이익 증가율	-30.9	-59.9	142.8	101.4	49.4
순이익 증가율	-38.7	-55.6	73.0	202.6	52.8
수익성					
ROIC	3.1	1.3	2.4	4.4	5.3
ROA	1.2	0.4	0.6	1.6	2.1
ROE	1.7	0.7	1.3	3.7	5.5
안정성					
부채비율	34.9	96.3	121.5	151.8	174.1
순차입금비율	12.1	27.1	32.7	34.7	37.0
이자보상배율	3.6	1.5	2.6	4.1	5.0

자료: 두산퓨얼셀, 교보증권 리서치센터