

2024. 5. 2



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **32,000 원****현재주가 (4.30)** **19,930 원****상승여력** **60.6%**

KOSPI 2,692.06pt

시가총액 13,053억원

발행주식수 6,549만주

유동주식비율 61.34%

외국인비중 12.16%

52주 최고/최저가 31,250원/16,080원

평균거래대금 46.4억원

주요주주(%)

두산에너지 외 14 인 37.84

국민연금공단 6.48

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -2.8 18.8 -33.3

상대주가 -0.8 2.0 -38.1

주가그래프

두산퓨얼셀 336260

1Q24 Review: 생각보다 오래 지속되는 난세기

- ✓ 1Q24 연결 영업이익은 16억원을 기록하며 컨센서스(5억원)를 소폭 상회
- ✓ 주기기 매출 인식이 거의 되지 않았으나, 마진은 기대치를 상회
- ✓ 유동성이 넉넉지는 않기 때문에 2Q24 이후 매출 회복은 꼭 필요
- ✓ 수주의 매출화 확인 시 여기서 Upside 충분. 청정수소 시장 결과에 주목
- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 32,000원으로 -19% 하향

1Q24까지는 난세기가 지속. 2024년 연간으로는 성장 전망

1Q24 연결 영업이익은 16억원(-48.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(5억원)를 소폭 상회했다. 주기기 매출 인식이 거의 되지 않으면서 매출은 컨센서스(482억원)를 -34% 하회했으나, 마진이 예상보다 좋았다. 현재 당장 착공이 어려운 일부 대형 프로젝트를 제외한 주기기 수주잔고는 2,300억원으로, 2024년 내 이 중 대부분이 인식될 것으로 보인다. 2024년 연간 매출액은 3,116억원(+19.5% YoY)을 기록하며 4년 만에 성장세로 전환할 전망이다.

유동성이 넉넉지는 않기 때문에 2Q24 이후 매출 회복은 꼭 필요

재고자산의 현금화가 오랜 기간 동안 이뤄지면서 악화된 재무 구조는 다소 걱정이 다. 1Q24 별도 순차입금 규모는 3,904억원(+1,063억원 YoY)으로 증가했는데, 향후 수소버스 신사업을 위해 하이엑시움 모터스(1Q24부터 연결 인식)에 2~300억원의 출자가 계획되어있으며 SOFC 관련 투자도 남아있는 것으로 보인다. 2Q24부터 수주잔고의 본격적인 매출화가 예상되고, 고객사들의 재무구조 개선이 이를 뒷받침하고 있으나 만약 변수가 생겼을 시 대처할 수 있는 유동성이 부족한 점은 아쉽다

수주의 매출화 확인 시 여기서 Upside 충분. 청정수소 시장 결과에 주목

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 32,000원으로 -19% 하향한다. 일반수소 발전 입찰 시장에서 연간 100MW 수주를 기록할 수 있는 회사라는 점은 명확하고, 해당 물량이 매출화 되는 순간 지금 주가에서는 Upside가 있다. 다만 그 이후의 성장 동력(선박, 수소버스 등)에 대한 확인은 필요하다. 특히 6월 개설되는 청정수소 발전 입찰에서 연료전지가 파이를 가져갈 수 있을지에 주목해야 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	312.2	7.2	3.9	59	-55.6	6,391	497.5	4.6	118.1	0.7	96.3
2023	260.9	1.6	-8.5	-130	적전	6,264	-178.7	3.7	116.0	-1.6	108.9
2024E	311.6	23.9	11.6	178	흑전	6,406	112.3	3.1	43.8	2.2	139.2
2025E	726.3	58.1	30.0	458	158.2	6,773	43.5	2.9	24.0	5.6	150.7
2026E	1,051.8	134.7	87.6	1,338	192.0	7,843	14.9	2.5	12.4	14.7	144.0

표1 두산퓨얼셀 1Q24 실적 Review

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	31.7	49.9	-36.5	116.2	-72.7	44.5	-28.8	112.5	-71.8
영업이익	1.6	3.2	-48.1	-2.7	흑전	0.5	266.4	0.0	N/A
세전이익	-0.2	1.8	적전	-9.2	적축	0.8	N/A	-3.6	N/A
순이익	-0.2	1.9	적전	-9.3	적축	2.1	N/A	-2.8	N/A

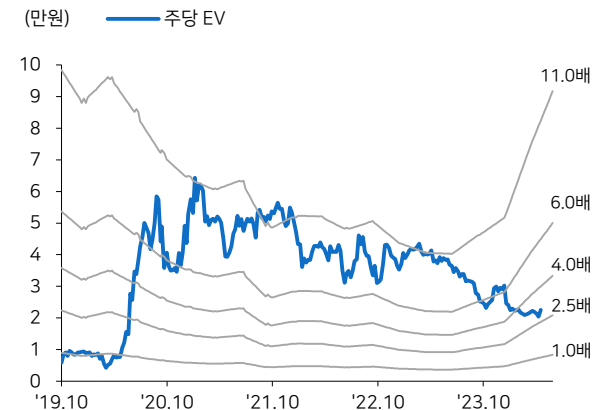
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	666.4	1,159.0	311.6	726.2	-53.2%	-37.3%
영업이익	47.5	145.5	23.9	58.1	-49.8%	-60.0%
영업이익률	7.1%	12.6%	7.7%	8.0%	0.5%p	-4.5%p
당기순이익	24.2	102.7	11.6	30.0	-52.0%	-70.8%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 적정주가 산출 내역

구분	값(십억원)	내용
EBITDA	160.0	2026년 EBITDA
적정 배수(배)	16.1	Bloom Energy, Plug Power 2026년 EV/EBITDA에 60% 할증 (역사적인 할증률)
적정 EV(십억원)	2,575.3	
우선주 시가총액	109.5	
순차입금	390.4	2024년 1분기 말 순차입금
보통주 적정 시가총액	2,075.4	EV에서 우선주 시가총액 및 순차입금 차감
발행 주식수(천주)	65,494	기간 말 보통주 주식수
적정 주가(원)	32,000	
현재 주가(원)	19,930	
상승 여력(%)	60.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정														
수주(MW)	0.0	0.0	29.0	62.0	0.0	20.0	60.0	50.0	131.0	168.0	91.0	130.0	160.0	160.0
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	-1.7	-4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.4	-7.4	-4.2	0.8	0.3	0.0
실적 전망														
매출	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	47.4	81.6	151.0	381.4	312.1	260.9	311.6	726.2	1,051.8
매출액 성장률(% YoY)	0.0	-33.6	54.0	-26.1	-36.5	-3.7	79.0	29.9	-17.4	-18.2	-16.4	19.5	133.0	44.8
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	86.0	0.0	24.3	57.5	123.0	287.2	287.2	145.7	204.8	588.1	877.7
LTSA	26.0	30.3	28.7	30.2	23.4	23.1	24.1	28.0	94.2	94.2	115.2	98.5	138.1	174.1
LTSA 비중(%)	52.2	61.6	62.9	26.0	73.8	48.7	29.6	18.5	24.7	30.2	44.2	31.6	19.0	16.6
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	21.0	33.4	64.2	124.8	333.2	267.5	221.3	243.4	614.7	853.5
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	9.0	10.9	11.5	12.9	30.2	37.5	37.9	44.3	53.4	63.6
영업이익	3.2	0.5	0.7	-2.7	1.6	3.1	5.9	13.2	18.0	7.2	1.6	23.9	58.1	134.7
영업이익률(%)	6.4	1.0	1.4	-2.3	5.2	6.6	7.2	8.8	4.7	2.3	0.6	7.7	8.0	12.8
금융손익	5.9	1.1	3.1	-2.7	-2.1	-1.2	-2.3	-4.7	17.0	15.2	7.5	-10.3	-21.0	-22.0
기타손익	-1.6	1.0	-1.6	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.9	-5.3	-2.1	-0.6	-0.2	-0.1
종속, 지배, 관계 손익	-0.2	0.1	0.8	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	-0.2	-0.4	1.3	2.4	2.6	2.7
세전이익	1.8	-2.2	-2.9	-9.2	-0.2	2.5	3.9	9.1	18.6	4.3	-12.5	15.3	39.5	115.3
법인세비용	-0.1	-1.9	-2.1	0.0	-0.1	0.6	0.9	2.2	9.9	0.4	-4.0	3.7	9.5	27.7
법인세율(%)	-5.1	86.9	71.8	-0.2	24.0	24.0	24.0	24.0	53.3	9.7	32.2	24.0	24.0	24.0
당기순이익	1.9	-0.3	-0.8	-9.3	-0.2	1.9	3.0	6.9	8.7	3.9	-8.5	11.6	30.0	87.6
순이익률(%)	3.7	-0.6	-1.8	-8.0	-0.5	4.0	3.7	4.6	2.3	1.2	-3.3	3.7	4.1	8.3
PER									277.9	497.5	-238.1	174.1	67.4	23.1

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	312.2	260.9	311.6	726.3	1,051.8
매출액증가율(%)	-18.2	-16.4	19.5	133.0	44.8
매출원가	267.5	221.4	243.5	614.7	853.5
매출총이익	44.7	39.5	68.2	111.6	198.3
판매관리비	37.5	37.9	44.3	53.5	63.6
영업이익	7.2	1.6	23.9	58.1	134.7
영업이익률(%)	2.3	0.6	7.7	8.0	12.8
금융손익	2.8	-13.4	-10.3	-21.0	-22.0
종속/관계기업손익	-0.4	1.3	2.4	2.6	2.7
기타영업외손익	-5.3	-2.1	-0.7	-0.2	-0.1
세전계속사업이익	4.3	-12.5	15.3	39.5	115.3
법인세비용	0.4	-4.0	3.7	9.5	27.7
당기순이익	3.9	-8.5	11.6	30.0	87.6
지배주주지분 손이익	3.9	-8.5	11.6	30.0	87.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-257.7	7.8	-45.2	-21.8	30.0
당기순이익(손실)	3.9	-8.5	11.6	30.0	87.6
유형자산상각비	9.6	12.3	18.4	23.2	24.6
무형자산상각비	2.7	3.1	0.8	0.7	0.7
운전자본의 증감	-330.6	-37.4	-76.0	-75.7	-82.9
투자활동 현금흐름	92.7	-95.7	-90.0	-66.8	-35.3
유형자산의증가(CAPEX)	-73.8	-113.9	-94.8	-65.7	-34.0
투자자산의감소(증가)	-4.9	-0.3	3.2	-1.1	-1.3
재무활동 현금흐름	190.8	105.3	145.0	82.7	39.4
차입금의 증감	193.6	105.8	145.0	82.7	39.4
자본의 증가	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.8	18.3	9.8	-6.0	34.2
기초현금	6.0	31.9	50.2	60.0	54.0
기말현금	31.9	50.2	60.0	54.0	88.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	675.7	648.1	758.9	851.5	1,018.2
현금및현금성자산	31.9	50.2	60.0	54.0	88.2
매출채권	147.8	44.4	57.6	80.4	107.3
재고자산	430.7	460.1	549.4	625.2	730.7
비유동자산	351.2	422.8	495.3	538.2	548.2
유형자산	176.3	271.3	347.8	390.3	399.8
무형자산	36.0	34.2	33.4	32.7	32.1
투자자산	9.7	11.6	8.4	9.5	10.8
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,254.2	1,389.7	1,566.4
유동부채	312.7	287.4	358.8	460.6	549.4
매입채무	85.7	30.5	56.6	78.9	127.9
단기차입금	64.0	60.0	110.0	194.0	238.0
유동성장기부채	80.1	126.0	121.0	116.3	111.7
비유동부채	191.2	270.8	371.1	374.8	375.1
사채	97.2	70.8	170.8	174.2	174.2
장기차입금	30.0	70.0	70.0	70.0	70.0
부채총계	503.9	558.2	729.9	835.4	924.5
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
기타포괄이익누계액	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.3	26.3	38.0	68.0	155.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	524.3	554.3	641.9

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	4,766	3,983	4,758	11,089	16,060
EPS(지배주주)	59	-130	178	458	1,338
CFPS	1,260	1,067	706	1,296	2,492
EBITDAPS	299	260	657	1,253	2,442
BPS	6,391	6,264	6,406	6,773	7,843
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	497.5	-178.7	112.3	43.5	14.9
PCR	23.3	21.7	28.2	15.4	8.0
PSR	6.2	5.8	4.2	1.8	1.2
PBR	4.6	3.7	3.1	2.9	2.5
EBITDA(십억원)	19.6	17.0	43.0	82.0	160.0
EV/EBITDA	118.1	116.0	43.8	24.0	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.7	-1.6	2.2	5.6	14.7
EBITDA 이익률	6.3	6.5	13.8	11.3	15.2
부채비율	96.3	108.9	139.2	150.7	144.0
금융비용부담률	1.6	6.8	6.7	3.3	2.5
이자보상배율(x)	1.5	0.1	1.2	2.4	5.2
매출채권회전율(x)	3.5	2.7	6.1	10.5	11.2
재고자산회전율(x)	1.0	0.6	0.6	1.2	1.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.04.28	기업브리프	Buy	64,000	문경원	-45.5	-38.2	
2022.07.05	기업브리프	Buy	52,000	문경원	-37.8	-21.3	
2023.02.09	기업브리프	Buy	49,000	문경원	-44.0	-25.0	
2023.11.27	기업브리프	Buy	39,500	문경원	-47.0	-38.0	
2024.05.02	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-	-	