

2023. 2. 9



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 49,000 원**

**현재주가 (2.8) 33,150 원**

**상승여력 47.8%**

KOSPI 2,483.64pt

시가총액 21,711억원

발행주식수 6,549만주

유동주식비율 61.34%

외국인비중 14.73%

52주 최고/최저가 41,950원/24,450원

평균거래대금 129.3억원

**주요주주(%)**

두산에너지빌리티 외 14 인 37.84

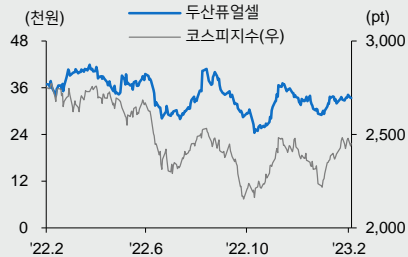
국민연금공단 6.48

**주가상승률(%)**      **1개월**      **6개월**      **12개월**

절대주가      10.1      -6.1      -8.0

상대주가      1.5      -5.7      1.7

**주가그래프**



# 두산퓨얼셀 336260

## 4Q22 Review: 뚫어!

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 179억원(+99.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(9억원)를 상회
- ✓ 예상을 상회한 매출액 성장, 제품 비중 상승, 서비스 마진 개선이 주요 요인
- ✓ 2023년 수주 성장은 불확실하나, 호주 등 해외 수출이 이뤄진다면 상황이 가능
- ✓ 아쉬웠던 국내 정책은 뒤로하고, 자체적으로 뚫어가는 성장의 길에 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 49,000원으로 -6% 하향

**정상화된다면 이 정도 마진도 낼 수 있는 회사입니다.**

4Q22 연결 영업이익은 179억원(+99.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(9억원)를 상회했다. 1)2Q22~3Q22 수주한 프로젝트가 생각보다 빠른 속도로 인식되며 매출액 회복 폭이 컸고, 2)익산 PAFC 공장 증설에 따른 제품 비중 상승으로 주기기 마진이 개선되었으며, 3)LTSA 안정화와 회계기준 변경에 따라 서비스 마진도 동반 개선되었던 것이 주요 요인이었다. 2023년 이후에도 제품 판매가 절대 다수를 이루는 만큼 High-single 수준의 전사 영업이익률은 가능하다.

**2023년 수주 성장은 불확실하나, 서프라이즈 요소 남아있음**

2023년 수주는 240MW을 기록하며 2022년(297MW) 대비 성장이 어려울 것으로 보인다. 이는 RPS, CHPS에 기반한 국내 수요만 가정한 것으로, 2022년처럼 깜짝 해외 수주가 있다면 상황 여력이 있다. 동사는 연내 호주에서의 연료전지 프로젝트 입찰에 참여할 계획이다(규모 불확실). 매출액은 5,651억원(+81.0% YoY)을 전망한다. 수주잔고 상에 있는 100MW 이상의 대규모 프로젝트의 매출 인식은 가정하지 않았으나, 착공이 원활히 이뤄진다면 매출액 전망치 역시 상황이 가능하다.

**아쉬운 국내 정책이 주는 압박은 제치고, 자체적으로 뚫어가는 성장의 길**

투자의견 Buy, 적정주가는 49,000원으로 -6% 하향한다. 대규모 프로젝트의 매출 인식이 본격화되는 2024년 매출을 기준으로 삼되, 적용 멀티플을 Re-rating 후 저점인 3.8배로 하향했다. RPS 비율 하향, 10차 전기본 등 아쉬운 국내 정책에 대한 실망은 기반연되었다. 수출 시장 개발 및 신제품(Tri-gen, 모빌리티/선박) 가시화 등 중장기 성장성을 제고시킬 수 있는 이벤트가 있다면 주가도 반등이 가능하다.

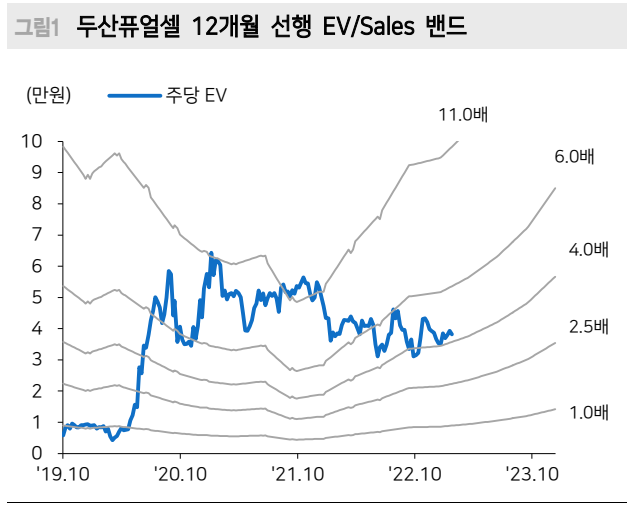
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	461.8	26.0	14.2	248	-70.1	6,262	216.2	8.5	103.8	4.2	54.2
2021	381.4	18.0	8.7	133	-46.3	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022P	312.2	7.2	3.9	59	-55.7	6,376	499.1	4.6	114.5	0.7	72.3
2023E	565.1	42.9	19.5	298	407.1	6,615	111.2	5.0	36.0	3.7	93.3
2024E	938.1	84.9	54.3	829	178.1	7,278	40.0	4.6	21.4	9.6	122.9

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	157.2	131.2	19.8	29.6	431.0	70.6	122.5	93.0	69.0
영업이익	17.9	9.0	99.7	-2.9	흑전	0.9	1,959.5	2.1	754.6
세전이익	7.9	6.9	14.8	1.2	567.4	0.4	1,682.0	3.1	154.6
순이익	5.6	5.8	-3.3	1.1	415.4	0.1	6,445.8	2.3	143.9

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	247.9	659.8	312.1	565.1	25.9%	-14.4%
영업이익	-8.6	32.0	7.2	42.9	흑전	34.0%
영업이익률	-3.5%	4.8%	2.3%	7.6%	5.8%p	2.7%p
당기순이익	-1.9	19.9	3.9	19.5	흑전	-1.9%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

구분	값(십억원)	내용
매출	938.1	2024년 매출
적정 EV/Sales(배)	3.8	2020년 하반기 Re-rating 이후 저점 멀티플 적용
적정 EV(십억원)	3,564.9	
우선주 시가총액	134.3	
순차입금	231.6	2022년 말 순차입금
보통주 적정 시가총액	3,199.0	EV에서 우선주 시가총액 및 순차입금 차감
발행 주식수(천주)	65,494	2022년 말 보통주 주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>49,000</b>	
현재 주가(원)	33,150	
상승 여력(%)	47.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망														
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>														
수주(MW)	0.0	22.8	21.2	253.0	20.0	20.0	100.0	100.0	108.0	131.0	297.0	240.0	280.0	320.0
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	-8.6	-2.5	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0		-7.4	-4.2	-10.1	-6.7	-1.4
<b>실적 전망</b>														
<b>매출</b>	<b>51.2</b>	<b>74.1</b>	<b>29.6</b>	<b>157.2</b>	<b>135.2</b>	<b>135.5</b>	<b>123.4</b>	<b>171.0</b>	<b>461.8</b>	<b>381.4</b>	<b>312.1</b>	<b>565.1</b>	<b>938.1</b>	<b>1,377.8</b>
매출액 성장률(% YoY)	0.0	33.4	-75.9	19.8	163.8	82.7	316.9	8.8	108.8	-17.4	-18.2	81.0	66.0	46.9
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.4	127.2	105.7	106.3	97.0	141.4	395.0	287.2	206.2	450.4	782.0	1,183.0
LTSA	23.7	26.1	26.2	30.0	29.5	29.1	26.4	29.6	66.8	94.2	106.0	114.7	156.2	194.8
LTSA 비중(%)	46.2	35.2	88.5	19.1	21.8	21.5	21.4	17.3	14.5	24.7	34.0	20.3	16.6	14.1
매출원가	50.9	64.9	23.4	129.1	116.3	115.3	105.1	144.3	411.2	333.2	268.3	481.0	804.6	1,194.4
판매비	9.0	8.4	9.1	10.1	10.9	10.1	10.3	10.0	24.6	30.2	36.6	41.2	48.6	58.4
<b>영업이익</b>	<b>-8.6</b>	<b>0.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>17.9</b>	<b>8.0</b>	<b>10.1</b>	<b>8.0</b>	<b>16.8</b>	<b>26.0</b>	<b>18.0</b>	<b>7.2</b>	<b>42.9</b>	<b>84.9</b>	<b>125.0</b>
영업이익률(%)	-16.8	1.1	-9.8	11.4	6.0	7.4	6.5	9.8	5.6	4.7	2.3	7.6	9.0	9.1
금융손익	2.2	6.3	10.8	-9.5	-4.8	-4.7	-5.2	-1.2	16.5	17.0	9.8	-15.8	-13.0	-19.5
기타손익	4.2	-4.8	-0.8	-0.4	-0.2	-0.8	-0.3	-0.2	-3.8	0.9	-1.8	-1.5	-0.6	-0.2
종속, 지배, 관계 손익	-0.7	-0.7	0.7	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0	1.6	-0.2	-0.8	0.1	0.1	0.1
<b>세전이익</b>	<b>-4.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>1.2</b>	<b>7.9</b>	<b>3.0</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>15.4</b>	<b>18.3</b>	<b>18.6</b>	<b>4.3</b>	<b>25.7</b>	<b>71.5</b>	<b>105.4</b>
법인세비용	-1.4	-0.6	0.1	2.3	0.7	1.1	0.6	3.7	4.1	9.9	0.4	6.2	17.2	25.3
법인세율(%)	31.9	115.7	8.0	28.9	24.0	24.0	24.0	24.0	22.3	53.3	9.7	24.0	24.0	24.0
<b>당기순이익</b>	<b>-2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>5.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.6</b>	<b>1.9</b>	<b>11.7</b>	<b>14.2</b>	<b>8.7</b>	<b>3.9</b>	<b>19.5</b>	<b>54.3</b>	<b>80.1</b>
순이익률(%)	-5.7	0.1	3.7	3.6	1.7	2.7	1.6	6.9	3.1	2.3	1.2	3.5	5.8	5.8
<b>PER</b>									<b>216.2</b>	<b>277.9</b>	<b>497.5</b>	<b>111.2</b>	<b>40.0</b>	<b>27.1</b>

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

## 두산퓨얼셀 (336260)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>461.8</b>	<b>381.4</b>	<b>312.2</b>	<b>565.1</b>	<b>938.1</b>
매출액증가율 (%)	108.8	-17.4	-18.2	81.0	66.0
매출원가	411.2	333.2	268.3	481.0	804.6
매출총이익	50.6	48.2	43.8	84.1	133.5
판매관리비	24.6	30.2	36.6	41.2	48.6
<b>영업이익</b>	<b>26.0</b>	<b>18.0</b>	<b>7.2</b>	<b>42.9</b>	<b>84.9</b>
영업이익률	5.6	4.7	2.3	7.6	9.0
금융손익	-5.6	-0.1	-0.4	-15.8	-13.0
중속/관계기업손익	1.6	-0.2	-0.8	0.1	0.1
기타영업외손익	-3.8	0.9	-1.8	-1.5	-0.6
세전계속사업이익	18.3	18.6	4.3	25.7	71.5
법인세비용	4.1	9.9	0.4	6.2	17.2
<b>당기순이익</b>	<b>14.2</b>	<b>8.7</b>	<b>3.9</b>	<b>19.5</b>	<b>54.3</b>
지배주주지분 손이익	14.2	8.7	3.9	19.5	54.3

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>652.0</b>	<b>498.2</b>	<b>586.5</b>	<b>591.1</b>	<b>826.5</b>
현금및현금성자산	132.4	6.0	39.0	121.4	52.7
매출채권	72.1	29.2	35.0	38.1	70.7
재고자산	112.3	209.0	420.2	336.6	526.4
비유동자산	138.2	200.6	312.4	455.3	501.1
유형자산	51.3	90.9	192.7	338.7	384.8
무형자산	28.0	37.3	36.7	35.8	35.0
투자자산	7.9	7.8	8.8	6.6	7.0
<b>자산총계</b>	<b>790.2</b>	<b>698.9</b>	<b>898.9</b>	<b>1,046.3</b>	<b>1,327.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>264.6</b>	<b>77.6</b>	<b>224.9</b>	<b>250.6</b>	<b>453.7</b>
매입채무	74.0	16.9	20.3	22.1	41.0
단기차입금	0.0	0.0	72.0	94.0	229.0
유동성장기부채	100.3	2.9	76.9	73.9	71.0
비유동부채	13.1	103.1	152.2	254.4	278.2
사채	0.0	74.8	69.8	69.8	69.8
장기차입금	0.0	0.0	50.0	150.0	150.0
<b>부채총계</b>	<b>277.6</b>	<b>180.7</b>	<b>377.1</b>	<b>505.0</b>	<b>731.9</b>
<b>자본금</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>
자본잉여금	479.4	477.6	477.6	477.6	477.6
기타포괄이익누계액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	24.5	31.8	35.7	55.2	109.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>512.5</b>	<b>518.2</b>	<b>521.9</b>	<b>541.4</b>	<b>595.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-76.0</b>	<b>-140.1</b>	<b>-221.7</b>	<b>131.2</b>	<b>-108.5</b>
당기순이익(손실)	14.2	8.7	3.9	19.5	54.3
유형자산상각비	6.0	7.0	10.9	28.9	45.7
무형자산상각비	1.3	1.6	2.1	0.9	0.8
운전자본의 증감	-132.7	-187.9	-248.9	81.8	-209.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-255.5</b>	<b>42.1</b>	<b>66.0</b>	<b>-167.7</b>	<b>-92.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12.8	-34.9	-105.4	-174.9	-91.9
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.6	-5.3	2.2	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>330.6</b>	<b>-28.3</b>	<b>188.7</b>	<b>119.0</b>	<b>132.1</b>
차입금의 증감	0.1	-16.5	190.9	119.0	132.1
자본의 증가	331.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.9	-126.4	33.0	82.4	-68.7
기초현금	133.3	132.4	6.0	39.0	121.4
기말현금	132.4	6.0	39.0	121.4	52.7

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,056	5,824	4,766	8,628	14,324
EPS(지배주주)	248	133	59	298	829
CFPS	1,193	950	584	973	2,031
EBITDAPS	582	407	309	1,110	2,006
BPS	6,262	6,331	6,376	6,615	7,278
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	216.2	361.4	499.1	111.2	40.0
PCR	44.8	50.5	50.3	34.1	16.3
PSR	6.6	8.2	6.2	3.8	2.3
PBR	8.5	7.6	4.6	5.0	4.6
EBITDA	33.4	26.6	20.2	72.7	131.4
EV/EBITDA	103.8	123.4	114.5	36.0	21.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.2	1.7	0.7	3.7	9.6
EBITDA 이익률	7.2	7.0	6.5	12.9	14.0
부채비율	54.2	34.9	72.3	93.3	122.9
금융비용부담률	1.1	1.3	1.7	2.1	2.2
이자보상배율(x)	5.3	3.6	1.4	3.7	4.1
매출채권회전율(x)	5.5	7.5	9.7	15.5	17.2
재고자산회전율(x)	4.9	2.4	1.0	1.5	2.2

**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 해당 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 하시기를 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** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

