2023. 4. 28

두산퓨얼셀 336260

1Q23 Review: 힘들지만 기다려야 할 때

- ✓ 1Q23 영업이익은 32억원(-2.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(37억원)에 부합
- ✓ 매출이 컨센서스를 -54.6% 하회했으나 믹스 개선으로 마진이 기대를 상회
- ✓ 수주 절벽이 이어지고 있으나 하반기 CHPS 입찰과 함께 수주가 정상화
- ✓ 당장은 실적 및 유동성 악화 이중고. 대형 현장 매출화를 감안하면 설명되는 밸류
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 49,000원을 유지

▲ **유틸리티/건설**
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	**49,000 원**
현재주가 (4.27)	**30,900 원**
상승여력	**58.6%**
KOSPI	2,495.81pt
시가총액	20,238억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	15.94%
52주 최고/최저가	40,900원/24,450원
평균거래대금	140.9억원
주요주주(%)	
두산에너빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.2	15.3	-15.3
상대주가	-10.4	5.7	-10.5

주가그래프

늦어지는 탑라인 개선. 제품 수익성을 다시 확인한 것이 위안

1Q23 영업이익은 32억원(-2.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(37억원)에 부합했다. 매출액이 컨센서스를 크게 하회(-54.6%)했음에도 불구하고 1)전년 동기 대비 일회성 비용 개선, 2)제품 매출 비중 상승, 3)LTSA 수익성 향상 등을 통해 마진이 기대를 상회했다. 2Q23에는 미뤄졌던 중국향 수출 납품이 개시되면서 QoQ 매출 성장세가 예상된다(+49% QoQ). 다만 2022년 말 기준 1,880억원에 달하는 상품 재고를 해소하는 과정에서 1Q23의 좋은 마진을 유지하기는 어렵다는 판단이다. 1Q23 주기기 수주는 없었다. PF금리 상승으로 프로젝트들이 지연되고 있다.

시작되는 CHPS 입찰. 하반기 본격적인 수주 회복 전망

연간 가이던스로 매출 5,084억원(+68% YoY), 영업이익 233억원(+223% YoY), 수주 248MW(+48% YoY)를 제시했다. 이 중 약 100MW는 CHPS, 나머지는 RPS 기반 수주이다. CHPS 1차 입찰 결과가 9월, 2차 입찰이 11월(예상)경 예정된 점을 감안하면 다소 타이트한 목표로 보인다. 다만 목표 달성 여부를 떠나 하반기 수주가 정상화되는 방향성에는 동의할 수 있다. 상반기 내 소규모 수출 수주도 기대된다.

힘들 때의 모습으로 판단하지 말자

당장은 매출화되는 프로젝트가 없어 실적 및 유동성 악화의 이중고를 겪고 있으나, 동사의 기업가치를 현 시점의 실적으로 판단해서는 곤란하다. 2021년 말 이후 수주한 대형(100MW 이상) 프로젝트들이 본격화된다면 1조원 이상의 매출을 창출할 수 있는 수요와 생산능력이 있다. 수주 및 납품 정상화를 기다리며 투자의견 Buy, 적정주가 49,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	381.4	18.0	8.7	133	-46.3	6,331	361.4	7.6	123.4	1.7	34.9
2022	312.2	7.2	3.9	59	-55.6	6,391	497.5	4.6	118.1	0.7	96.3
2023E	420.9	22.6	6.3	96	62.0	6,467	323.2	4.8	44.8	1.2	103.1
2024E	513.6	34.1	19.7	300	214.2	6,708	102.9	4.6	29.1	3.6	112.9
2025E	1,082.4	123.7	84.3	1,288	328.6	7,738	24.0	4.0	14.3	14.3	127.0

표1 두산퓨얼셀 1Q23 실적 Review

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	49.9	51.2	-2.6	157.2	-68.3	109.8	-54.6	135.2	-63.1
영업이익	3.2	-8.6	흑전	17.9	-82.3	3.7	-14.9	8.0	-60.3
세전이익	1.8	-4.3	흑전	7.9	-77.5	1.3	40.3	3.0	-40.8
순이익	1.9	-2.9	흑전	5.6	-66.7	0.4	409.5	2.3	-18.8

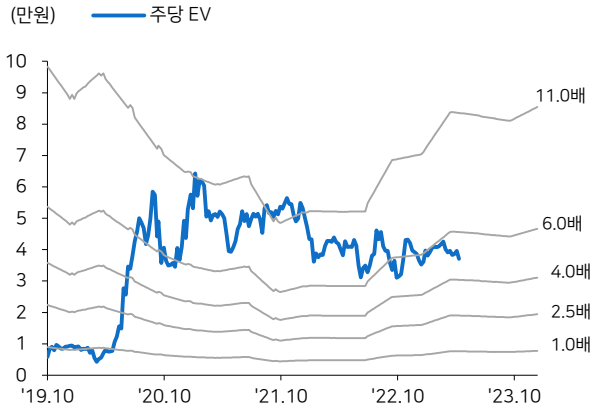
자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	565.1	938.1	420.9	513.6	-25.5%	-45.3%
영업이익	42.9	84.9	22.5	34.1	-47.4%	-59.8%
영업이익률	7.6%	9.0%	5.4%	6.6%	-2.2%p	-2.4%p
당기순이익	19.5	54.3	6.3	19.7	-68.0%	-63.8%

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산퓨얼셀 12개월 선행 EV/Sales 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
수주(MW)	0.0	22.8	21.2	124.0	0.0	28.0	80.0	100.0	108.0	131.0	168.0	208.0	240.0	280.0
ASP 증가율(% YoY)	N/A	N/A	-8.6	-9.3	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0		-7.4	-7.4	-9.3	-6.4	-1.2
실적 전망														
매출	**51.2**	**74.1**	**29.6**	**157.2**	**49.9**	**74.5**	**128.2**	**168.3**	**461.8**	**381.4**	**312.1**	**420.9**	**513.6**	**1,082.4**
매출액 성장률(% YoY)	0.0	33.4	-75.9	19.8	-2.6	0.6	333.0	7.1	108.8	-17.4	-18.2	34.8	22.0	110.7
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.4	208.2	29.9	53.7	105.7	140.6	395.0	287.2	287.2	330.0	358.7	866.5
LTSA	23.7	26.1	26.2	18.2	20.0	20.8	22.4	27.7	66.8	94.2	94.2	90.9	154.9	215.9
LTSA 비중(%)	46.2	35.2	88.5	11.6	40.0	27.9	17.5	16.5	14.5	24.7	30.2	21.6	30.2	19.9
매출원가	50.9	64.9	23.4	128.2	35.9	61.2	112.1	147.5	411.2	333.2	267.5	356.7	430.0	899.4
판관비	9.0	8.4	9.1	11.0	10.9	10.1	10.3	10.5	24.6	30.2	37.5	41.7	49.5	59.3
영업이익	**-8.6**	**0.8**	**-2.9**	**17.9**	**3.2**	**3.2**	**5.8**	**10.3**	**26.0**	**18.0**	**7.2**	**22.5**	**34.1**	**123.7**
영업이익률(%)	-16.8	1.1	-9.8	11.4	6.4	4.3	4.5	6.1	5.6	4.7	2.3	5.4	6.6	11.4
금융손익	2.2	6.3	10.8	-4.0	-1.0	-5.1	-5.1	-1.2	16.5	17.0	15.2	-12.4	-7.8	-13.3
기타손익	4.2	-4.8	-0.8	-3.9	-0.7	-1.3	-0.8	-0.8	-3.8	0.9	-5.3	-3.6	-1.4	-0.5
종속, 지배, 관계 손익	-0.7	-0.7	0.7	0.2	0.1	0.4	0.2	0.2	1.6	-0.2	-0.4	0.9	1.0	1.0
세전이익	**-4.3**	**-0.5**	**1.2**	**7.9**	**1.8**	**-2.8**	**0.1**	**8.5**	**18.3**	**18.6**	**4.3**	**7.6**	**25.9**	**111.0**
법인세비용	-1.4	-0.6	0.1	2.3	-0.1	-0.7	0.0	2.0	4.1	9.9	0.4	1.3	6.2	26.6
법인세율(%)	31.9	115.7	8.0	28.9	-5.1	24.0	24.0	24.0	22.3	53.3	9.7	17.1	24.0	24.0
당기순이익	**-2.9**	**0.1**	**1.1**	**5.6**	**1.9**	**-2.1**	**0.1**	**6.5**	**14.2**	**8.7**	**3.9**	**6.3**	**19.7**	**84.3**
순이익률(%)	-5.7	0.1	3.7	3.6	3.7	-2.9	0.0	3.8	3.1	2.3	1.2	1.5	3.8	7.8
PER									**216.2**	**277.9**	**497.5**	**323.4**	**102.9**	**24.0**

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**381.4**	**312.2**	**420.9**	**513.6**	**1,082.4**
매출액증가율 (%)	-17.4	-18.2	34.8	22.0	110.7
매출원가	333.2	267.5	356.7	430.0	899.4
매출총이익	48.2	44.7	64.3	83.6	183.0
판매관리비	30.2	37.5	41.7	49.5	59.3
영업이익	**18.0**	**7.2**	**22.6**	**34.1**	**123.7**
영업이익률	4.7	2.3	5.4	6.6	11.4
금융손익	-0.1	2.8	-12.4	-7.8	-13.3
종속/관계기업손익	-0.2	-0.4	0.9	1.0	1.1
기타영업외손익	0.9	-5.3	-3.6	-1.5	-0.5
세전계속사업이익	18.6	4.3	7.4	25.9	111.0
법인세비용	9.9	0.4	1.3	6.2	26.6
당기순이익	**8.7**	**3.9**	**6.3**	**19.7**	**84.3**
지배주주지분 순이익	8.7	3.9	6.3	19.7	84.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**-140.1**	**-257.7**	**132.3**	**114.2**	**-77.4**
당기순이익(손실)	8.7	3.9	6.3	19.7	84.3
유형자산상각비	7.0	9.6	30.1	46.5	53.7
무형자산상각비	1.6	2.7	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-187.9	-330.6	94.9	47.1	-216.2
투자활동 현금흐름	**42.1**	**92.7**	**-114.3**	**-82.0**	**-92.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-34.9	-73.8	-135.7	-81.7	-90.9
투자자산의감소(증가)	-1.6	-4.9	2.4	-0.3	-1.7
재무활동 현금흐름	**-28.3**	**190.8**	**40.8**	**17.1**	**79.5**
차입금의 증감	-16.5	193.6	40.8	17.1	79.5
자본의 증가	-1.9	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-126.4	25.8	58.9	49.3	-90.3
기초현금	132.4	6.0	31.9	90.7	140.0
기말현금	6.0	31.9	90.7	140.0	49.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	498.2	675.7	621.6	680.9	912.1
현금및현금성자산	6.0	31.9	90.7	140.0	49.7
매출채권	29.2	147.8	166.4	194.5	295.7
재고자산	209.0	430.7	318.1	300.0	520.3
비유동자산	200.6	351.2	453.4	487.9	525.8
유형자산	90.9	176.3	281.8	317.0	354.2
무형자산	37.3	36.0	35.0	34.0	33.1
투자자산	7.8	9.7	7.4	7.7	9.3
자산총계	**698.9**	**1,026.9**	**1,074.9**	**1,168.8**	**1,437.9**
유동부채	77.6	312.7	332.2	406.2	588.8
매입채무	16.9	85.7	86.0	142.6	247.3
단기차입금	0.0	64.0	86.0	106.0	186.0
유동성장기부채	2.9	80.1	77.0	73.9	71.0
비유동부채	103.1	191.2	213.4	213.6	215.8
사채	74.8	97.2	99.2	99.2	101.1
장기차입금	0.0	30.0	50.0	50.0	50.0
부채총계	**180.7**	**503.9**	**545.6**	**619.8**	**804.6**
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.6	477.5	477.5	477.5	477.5
기타포괄이익누계액	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	31.8	37.3	43.5	63.2	147.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**518.2**	**523.1**	**529.3**	**549.0**	**633.3**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	5,824	4,766	6,427	7,842	16,527
EPS(지배주주)	133	59	96	300	1,288
CFPS	950	1,260	719	1,222	2,682
EBITDAPS	407	299	820	1,245	2,722
BPS	6,331	6,391	6,467	6,708	7,738
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	361.4	497.5	323.2	102.9	24.0
PCR	50.5	23.3	43.0	25.3	11.5
PSR	8.2	6.2	4.8	3.9	1.9
PBR	7.6	4.6	4.8	4.6	4.0
EBITDA	26.6	19.6	53.7	81.5	178.3
EV/EBITDA	123.4	118.1	44.8	29.1	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.7	0.7	1.2	3.6	14.3
EBITDA 이익률	7.0	6.3	12.8	15.9	16.5
부채비율	34.9	96.3	103.1	112.9	127.0
금융비용부담률	1.3	1.6	2.4	2.4	1.2
이자보상배율(x)	3.6	1.5	2.3	2.8	9.9
매출채권회전율(x)	7.5	3.5	2.7	2.8	4.4
재고자산회전율(x)	2.4	1.0	1.1	1.7	2.6

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

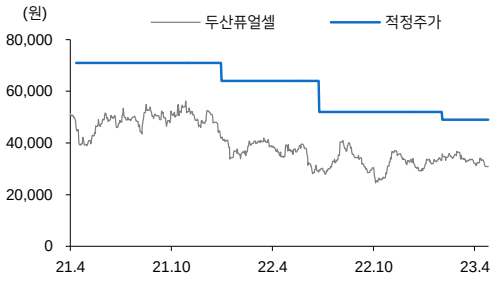
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.04.28	기업브리프	Buy	71,000	문경원	-31.5	-20.8
2022.01.12	기업브리프	Buy	64,000	문경원	-42.0	-34.0
2022.07.05	기업브리프	Buy	52,000	문경원	-37.8	-21.3
2023.02.09	기업브리프	Buy	49,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이