

투자 의견(유지)	중립
목표주가(유지)	20,000원
현재주가(24/10/29)	18,560원
상승여력	7.8%

영업이익(24F,십억원)	24
Consensus 영업이익(24F,십억원)	16
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.9
P/E(24F,x)	111.1
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,617.80
시가총액(십억원)	1,216
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	12.3
베타(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	16,080
52주 최고가(원)	26,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.1	-7.4	12.8
상대주가	-3.0	-5.0	-0.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

두산퓨얼셀

시장 점유율 개선은 긍정적

3Q24 Review: 주기기 납품 부진으로 적자 전환

두산퓨얼셀의 3Q24 매출액은 -29.8 YoY 감소한 320억원을 기록했다. 이는 당사 추정치(650억원) 및 시장 기대치(1,047억원)를 하회하는 것이다. 주기기 매출액이 31억원으로 크게 감소(3Q23 170억원, 2Q24 539억원)한 것이 주 원인이다. 매출 부진에 따라 별도 기준 영업손익은 -23억원으로 적자 전환했다. 자회사 하이엑시움 모터스를 포함한 연결 기준 영업손익 역시 -30억원의 적자를 기록했다. 영업손실과 금융비용 부담 확대에 따라 연결 기준 당기순손익은 -37억원의 적자를 시현했다.

3Q24 실적 부진에도 불구하고, 2024년 매출액 전망치는 소폭 상향 조정한다. 2023년 CHPS 프로젝트 낙찰분 및 기계약 RPS의 매출 인식이 4Q24부터 본격적으로 이루어질 것으로 전망되기 때문이다.

시장 점유율 상승은 긍정적: CHPS 시장에서 경쟁력 입증 기대

동사는 2024년 일반 수소발전 입찰시장에서 M/S 73%를 달성했다. 2023년 62%에 비해 개선된 것이다. M500 도입에 따른 경쟁력(투자비 절감) 강화와 부생수소 프로젝트 확보에 기인한다. 뿐만 아니라, 높은 국산화율과 전략적 입지 선정도 시장 입지 회복에 기여하고 있다. 낙찰 물량은 2025년부터 매출로 인식될 전망이다.

향후 청정 수소 시장 입찰시장에서도 선전이 기대된다. 동사는 24년 CHPS 낙찰분(127MW)의 2025년 수주를 전망하고 있다. 관련 주기기 매출 역시 빠르면 2025년부터 인식이 가능할 전망이다. 동사는 향후 수주 경쟁력 강화를 위해 수소 전소 모델(M500) 상업화에 이어 2025년 SOFC 상업화를 목표하고 있다.

목표주가 20,000원 및 중립 의견 유지: 장기 외형 확대 기대감은 유지

두산퓨얼셀에 대한 목표주가 20,000원 및 매수 의견을 유지한다. 단기 실적 부진에도 4Q24 기대감이 확대되는 만큼 실망하기에는 이르지. 장기적으로 SOFC에서의 경쟁력 입증, 기존 모델인 PAFC와의 시너지, 해외 수출 모멘텀을 기대해 볼 수 있다. 다만, 본격적인 주가 반등 시점은 12월 입찰 결과에 따른 경쟁력 확인 이후가 될 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	312	261	341	431	499
영업이익 (십억원)	7	2	24	45	57
영업이익률 (%)	2.2	0.8	7.0	10.4	11.4
순이익 (십억원)	4	-9	14	15	15
EPS (원)	47	-104	167	183	182
ROE (%)	0.7	-1.6	2.6	2.8	2.7
P/E (배)	621.7	-	111.1	101.1	102.3
P/B (배)	4.6	3.7	2.9	2.8	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	46	87	32	22	105	-29.8	-63.0
영업이익	1	3	-2	-4	6	적전	적전
영업이익률 (%)	1.4	3.3	-7.2	-19.5	6.1	-8.6	-10.5
세전이익	-3	1	-4	-9	3	적지	적전
순이익	-1	0.4	-3	-8	2	적지	적전

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	321	444	341	431	6.0	-2.9	4Q24 매출 인식, 3Q24 실적 2025년 원가 개선 가능성
영업이익	28	39	24	45	-12.7	14.1	
세전이익	12	19	16	19	29.0	1.2	
순이익	11	15	14	15	29.5	0.2	
EPS (원)	129	183	167	183	29.5	0.2	

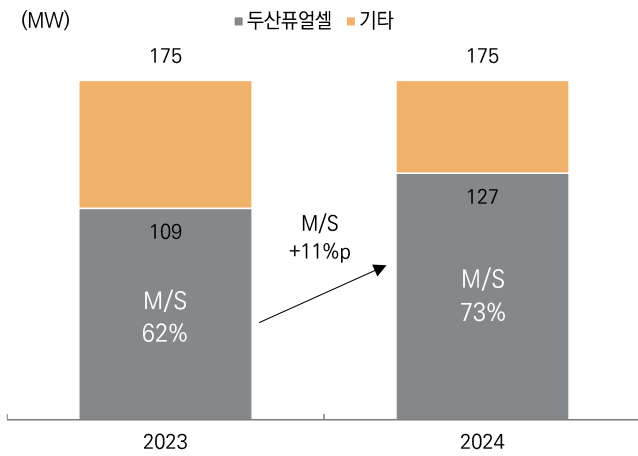
주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	50	49	46	116	32	87	32	190	261	341	431
영업이익	3	0	1	-3	2	3	-2	22	2	24	45
세전이익	2	-2	-3	-9	-0	1	-4	19	-13	16	19
순이익(지배)	2	-0	-1	-9	0	0	-3	16	-9	14	15
영업이익률 (%)	6.4	1.0	1.4	-2.3	6.3	3.3	-7	11	1	7	10
세전순이익률 (%)	3.6	-4.4	-6.4	-8.0	-0.6	0.6	-13	10	-5	5	4
순이익률 (지배, %)	3.7	-0.6	-1.8	-8.0	0.5	0.5	-10	9	-3	4	3

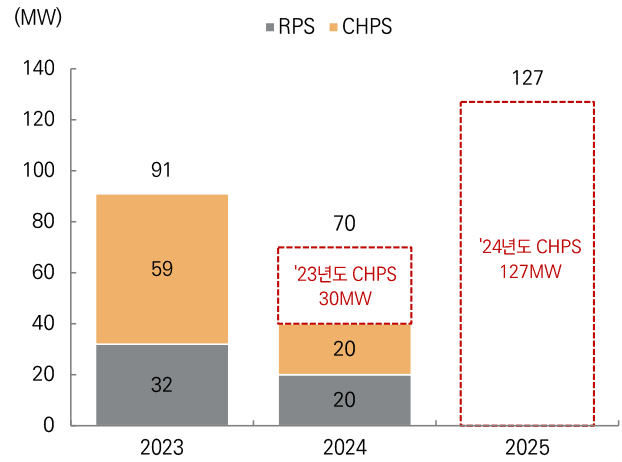
주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 2024년 일반수소발전 입찰결과



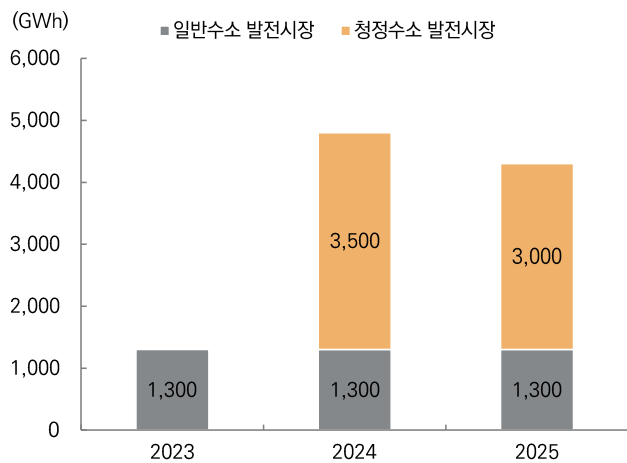
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산퓨얼셀 수주 실적 및 전망



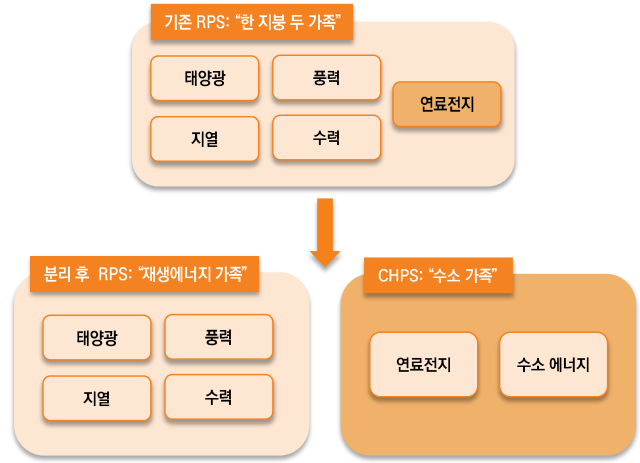
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. CHPS 입찰시장 개설 물량



주: 2024년 입찰 물량은 수소, 암모니아 혼소율이 낮을 수 있는 점을 감안해 3,500GWh로 설정했으나 정상혼소율 가정 시 6,500GWh 규모
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CHPS 도입 기본 방향



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 2024년 일반 및 청정수소발전 입찰시장 개요

구분		일반수소	청정수소
제도취지		분산전원 확대	온실가스 감축
대상설비		연료전지	연료전지 및 수소 발전설비 (LNG-수소, 석탄-암모니아)
활용연료		청정/개질/부생수소	청정수소
기준 수소율		-	열량 기준 20% 이상
평가기준	가격 (60%)	발전단가	발전단가
	비가격 (40%)	산업, 경제 기여도, 분산전원 특성, 계통수용성	청정수소 등급, 연료도입의 안정성
개설물량		1,300GWh	6,500GWh (주1)
준비기간		2년	3년
거래기간		20년	15년

주1: 상업운전 개시 지연 및 수소 수소율 미달 등 감안 시 2027년 실제 구매량은 3,500Gwh 예상
자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. CHPS/RPS/전력시장 제도 비교

구분	CHPS	RPS	전력시장
기본 개념	수소발전에 대한 "전력량" 거래	수소발전에 대한 "인증서" 거래	모든 발전사와 판매사는 "전력량" 거래
공급자	수소발전사업자	신재생발전사업자	모든 발전사업자
거래의무 여부	판매사업자 등에 발전량 구매 의무 부여	신재생이 아닌 발전사업자에 인증서 확보 의무 부여	특정 거래 의무 없음
정산 방식	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	한계가격 (Pay-As-Clear) 정산
입찰 기준	입찰가격 비가격평가 고려	입찰가격 비가격평가 고려	거래소가 평가한 발전 비용 비가격평가 없음

자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

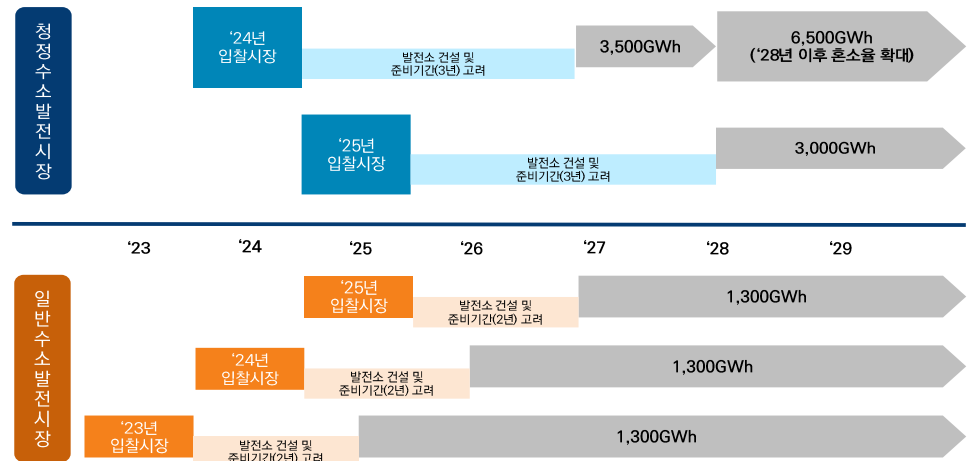
표 6. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명		티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
연료전지 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	1,216	436	645	29	56	3.9	7.1	2.8	-	30.5	18.4	3.7	-
	플러그 파워	PLUG US	2,731	1,137	1,639	(1,182)	(625)	(30.2)	(17.6)	2.4	-	-	-	3.1	-
	블룸 에너지	BE US	3,209	2,021	2,352	(6)	104	4.2	19.3	1.6	-	26.5	15.9	2.4	-
	발라드 파워	BLDP US	697	138	173	(223)	(187)	(16.5)	(15.8)	5.1	-	-	-	-	-
	세레스 파워	CWR LN	767	99	109	(57)	(47)	(17.0)	(19.3)	7.6	-	-	-	5.4	-
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	283	141	274	(199)	(127)	(13.7)	(15.7)	2.0	-	-	-	1.5	-
	PowerCell	PCELL SS	302	44	56	(9)	(3)	(20.0)	(1.0)	6.9	-	-	-	6.8	-
	평균		1,315	574	750	(235)	(118)	(12.8)	(6.1)	4.0	-	28.5	17.1	3.8	-

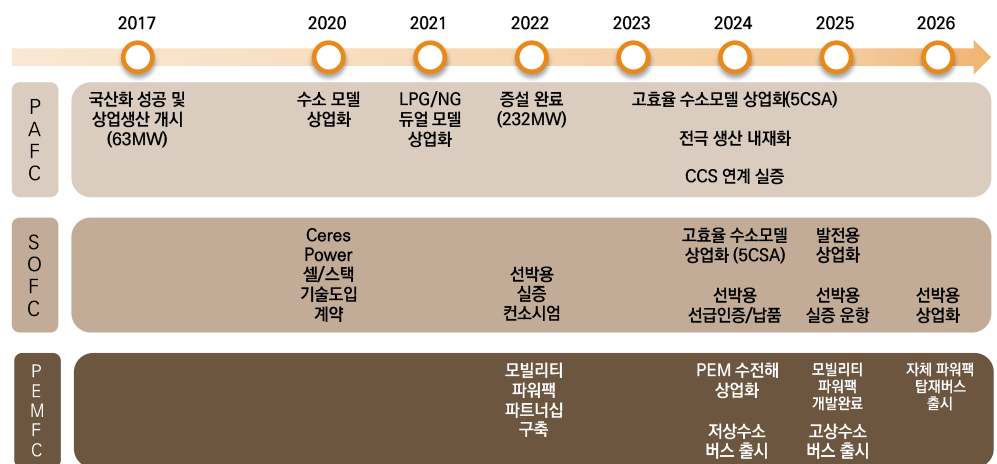
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 중장기 국내 수소발전시장 개설 로드맵



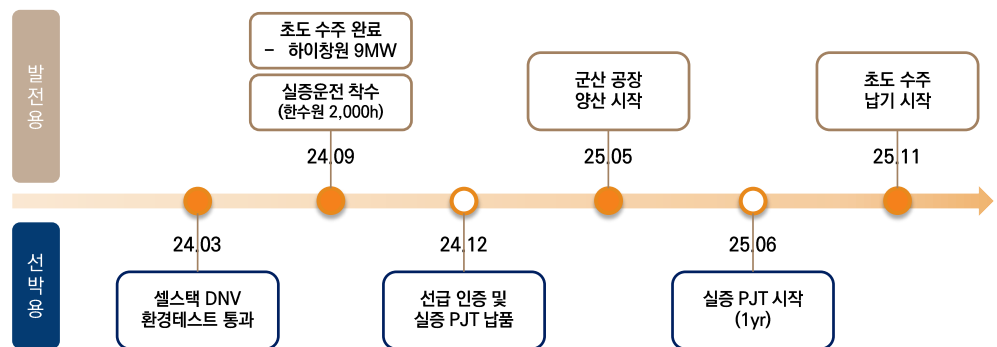
자료: 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중장기 사업 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. SOFC 중장기 사업 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	341	431	499
매출원가	221	281	347	398
매출총이익	40	60	84	101
판매비와관리비	38	35	39	43
조정영업이익	2	24	45	57
영업이익	2	24	45	57
비영업손익	-15	-8	-26	-35
금융손익	-16	-17	-26	-35
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-13	16	19	22
계속사업법인세비용	-4	2	4	7
계속사업이익	-9	14	15	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-9	14	15	15
지배주주	-9	14	15	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	14	15	15
지배주주	-10	14	15	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	17	42	64	81
FCF	-106	-196	-229	-93
EBITDA 마진율 (%)	6.5	12.3	14.8	16.2
영업이익률 (%)	0.8	7.0	10.4	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.4	4.1	3.5	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	648	913	1,227	1,292
현금 및 현금성자산	50	52	91	100
매출채권 및 기타채권	109	179	236	248
재고자산	460	635	838	879
기타유동자산	29	47	62	65
비유동자산	423	495	559	631
관계기업투자등	4	6	8	9
유형자산	271	322	384	457
무형자산	34	32	30	28
자산총계	1,071	1,408	1,786	1,922
유동부채	287	610	934	1,039
매입채무 및 기타채무	63	103	136	143
단기금융부채	186	444	715	809
기타유동부채	38	63	83	87
비유동부채	271	272	310	327
장기금융부채	198	153	153	163
기타비유동부채	73	119	157	164
부채총계	558	882	1,244	1,366
지배주주지분	513	526	541	556
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	26	40	55	70
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	513	526	541	556

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	8	-119	-149	2
당기순이익	-9	14	15	15
비현금수익비용가감	78	55	49	66
유형자산감가상각비	12	15	17	22
무형자산상각비	3	3	2	1
기타	63	37	30	43
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-37	-165	-183	-37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	103	-28	-23	-5
재고자산 감소(증가)	-38	-174	-203	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-55	19	16	3
법인세납부	-3	-2	-4	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-96	-89	-82	-95
유형자산처분(취득)	-114	-77	-80	-95
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-2	-2	0
기타투자활동	21	-10	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	105	212	271	104
장단기금융부채의 증가(감소)	106	212	271	104
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	18	2	38	10
기초현금	32	50	52	91
기말현금	50	52	91	100

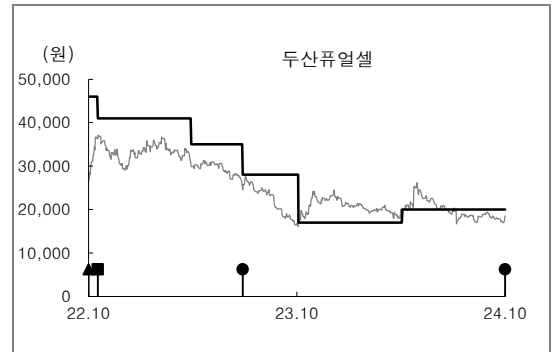
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	111.1	101.1	102.3
P/CF (x)	27.2	22.1	23.7	18.7
P/B (x)	3.7	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA (x)	116.0	44.4	32.6	26.8
EPS (원)	-104	167	183	182
CFPS (원)	854	838	782	992
BPS (원)	6,267	6,435	6,618	6,800
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-16.4	30.6	26.5	15.7
EBITDA증가율 (%)	-12.8	145.0	53.2	26.9
조정영업이익증가율 (%)	-77.3	1,382.7	83.4	28.6
EPS증가율 (%)	적전	흑전	9.8	-1.1
매출채권 회전율 (회)	2.7	5.8	5.1	5.1
재고자산 회전율 (회)	0.6	0.6	0.6	0.6
매입채무 회전율 (회)	3.8	7.0	6.0	5.9
ROA (%)	-0.8	1.1	0.9	0.8
ROE (%)	-1.6	2.6	2.8	2.7
ROIC (%)	0.1	2.0	2.6	2.5
부채비율 (%)	108.9	167.5	229.8	245.6
유동비율 (%)	225.5	149.6	131.3	124.4
순차입금/자기자본 (%)	64.8	102.9	142.9	155.9
조정영업이익/금융비용 (x)	0.1	1.3	1.6	1.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2024.05.02	중립	20,000	-	-
2023.11.02	중립	17,000	22.07	44.12
2023.07.27	중립	28,000	-20.77	-1.43
2023.04.28	Trading Buy	35,000	-16.18	-10.71
2022.11.15	Trading Buy	41,000	-18.54	-9.39
2022.05.27	매수	46,000	-29.99	-11.09



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산퓨얼셀 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.