

두산퓨얼셀 (336260/KS)

연료전지 발전 시장 반등시그널

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 31,600 원(하향)

현재주가: 20,800 원

상승여력: 51.9%



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
3773-8891

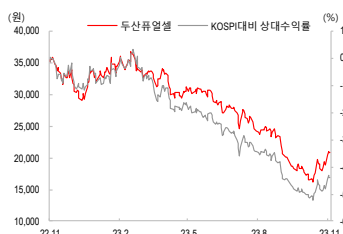
Company Data

발행주식수	6,549 만주
시가총액	13,623 억원
주요주주	
두산에너지(외14)	37.84%
국민연금공단	6.48%

Stock Data

주가(23/11/23)	20,800 원
KOSPI	2,514.96 pt
52주 최고가	36,750 원
52주 최저가	16,080 원
60일 평균 거래대금	74 억원

주가 및 상대수익률



긴 터널의 끝이 보인다

수소연료전지 발전 사업의 반등이 조금씩 감지된다. 우리나라 수소연료전지 발전 설비는 2022 년을 끝으로 크게 증가하지 못했지만, 올해 9 월을 기점으로 다시금 설비 규모가 증가하고 있기 때문이다. ① 글로벌 금리 인상이 어느정도 마무리 단계에 접어들면서 연료전지 발전 사업에 따른 목표 수익률 불확실성이 제거되고, ② 전세계적으로 에너지 안보 확립에 대한 수요가 커지고 있으며, ③ 수소발전 입찰 시장이 열린 효과가 반영되기 시작했다는 판단이다. 물론 청정수소 발전 입찰 시장이 열리는 시점은 아직 미지수다. 하지만 올해 상반기와 하반기 일반수소 발전 입찰 시장이 열리면서 답보 상태에 빠졌던 연료전지 발전 시장에 조금씩 활기를 불어넣고 있다는 점만으로도 긍정적이라 할 수 있다. 청정수소 발전 입찰 시장이 열리면 발전용 연료전지 시장은 더욱 가파른 회복세를 보일 것으로 기대된다.

탄소중립 vs 안정적 전기공급 = 연료전지

탄소중립을 실천한다는 것은 비단 국가에만 해당되는 사항이 아니다. 이미 유럽에서는 탄소국경제도 본격 도입을 위한 첫걸음을 시작한만큼 기업들도 탄소중립을 실천하지 못하면 사업의 지속가능성을 유지하기 어려워질 것이라는 점은 분명하다. 따라서 전력 소비가 큰 사업을 영위하는 기업일수록 친환경적이면서도 안정적인 전력 수급처를 확보하는 것이 중요한데, 이를 충족시켜줄 수 있는 대표적인 에너지 수단이 바로 수소 연료전지다. 이는 곧 연료전지의 수요처가 발전 사업을 영위하는 기업 외 일반 기업들까지 확대될 개연성이 있음을 의미한다.

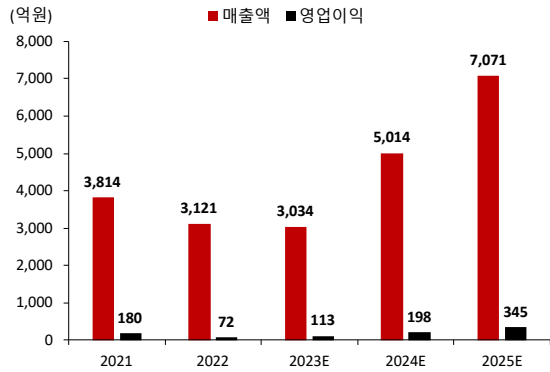
투자의견 매수 유지, 목표주가는 하향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 45,000 원에서 31,600 원으로 하향 조정(-29.8%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 미래현금흐름 할인법을 사용하였으나, 정책적 불확실성으로 인해 신규 수주 기대 물량이 최소 1 년씩 지연되었음을 반영하였다. 하지만 2024 년 정부 예산안에 따르면 수소를 비롯한 신산업 인프라 투자 확대 의지가 강하고, 연료전지 발전 클러스터 조성 및 소규모 수소 생산기지 구축 등의 사업이 추진될 것으로 예상됨에 따라 조금씩 투자 비중을 늘려가야 할 시기라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

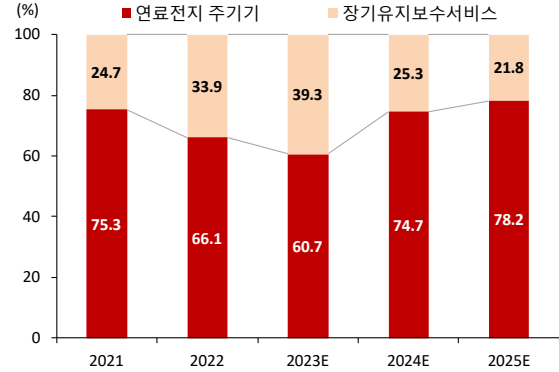
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	4,618	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071
영업이익	억원	260	180	72	113	198	345
순이익(지배주주)	억원	142	87	39	81	159	279
EPS	원	173	106	47	99	194	341
PER	배	308.6	451.8	621.7	209.6	107.0	61.0
PBR	배	8.5	7.6	4.6	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	배	103.8	123.4	118.1	64.9	47.4	33.7
ROE	%	4.2	1.7	0.7	1.5	3.0	5.0

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 실적 비중 추이



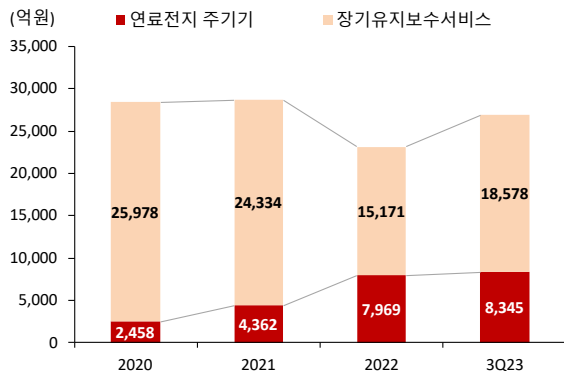
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

두산퓨얼셀 실적 추정치 변경 내용

기존(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Valuation	
매출액	3,814	3,121	3,951	7,030	9,188	Terminal FCF (억원)	2,172
연료전지주기기	2,872	2,062	2,759	5,761	7,644	Growth Rate (%)	2.3
장기유지보수서비스	942	1,059	1,192	1,269	1,544	WACC (%)	7.8
영업이익	180	72	133	248	405	PV of Terminal Value (억원)	19,487
(OPM, %)	(4.7)	(2.3)	(3.4)	(3.5)	(4.4)	Sum of PV of FCF (억원)	3,810
신규(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Net Debt (억원)	950
매출액	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071	Enterprise Value (억원)	20,713
연료전지주기기	2,872	2,062	1,842	3,745	5,530	Shares Outstanding (만주)	6,548
장기유지보수서비스	942	1,059	1,192	1,269	1,541	목표주가 (원)	31,600
영업이익	180	72	113	198	345	현재주가 (원, 11/23)	20,800
(OPM, %)	(4.7)	(2.3)	(3.7)	(3.9)	(4.9)	상승여력 (%)	51.9

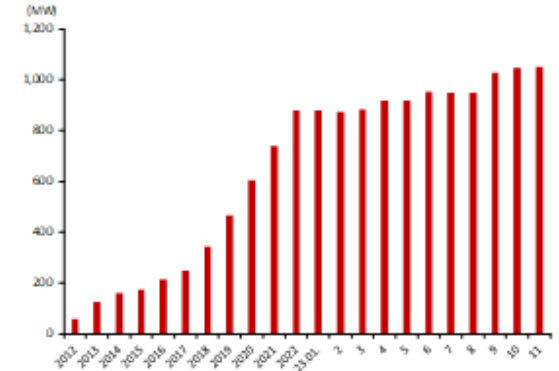
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

수주잔고 추이



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권

국내 수소연료전지 발전설비 추이



자료: 전력통계정보시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,982	6,757	6,171	7,159	8,970
현금및현금성자산	60	319	349	530	1,442
매출채권 및 기타채권	673	1,712	951	1,220	1,367
재고자산	2,090	4,307	4,398	4,881	5,565
비유동자산	2,006	3,512	4,243	5,083	5,411
장기금융자산	49	72	72	83	95
유형자산	909	1,763	2,431	2,941	3,114
무형자산	373	360	354	351	351
자산총계	6,989	10,269	10,414	12,242	14,382
유동부채	776	3,127	3,040	5,001	7,038
단기금융부채	29	1,446	1,406	2,323	3,276
매입채무 및 기타채무	289	1,242	1,208	1,996	2,814
단기충당부채	161	171	166	275	387
비유동부채	1,031	1,912	2,062	1,770	1,594
장기금융부채	818	1,337	1,449	1,124	875
장기매입채무 및 기타채무	18	17	17	17	17
장기충당부채	193	554	610	640	711
부채총계	1,807	5,039	5,102	6,771	8,632
지배주주지분	5,182	5,231	5,312	5,471	5,750
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	4,776	4,775	4,775	4,775	4,775
기타자본구성요소	-0	-2	-2	-2	-2
자기주식	-0	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	318	373	454	613	892
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,182	5,231	5,312	5,471	5,750
부채와자본총계	6,989	10,269	10,414	12,242	14,382

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-1,345	-2,542	851	516	651
당기순이익(손실)	87	39	81	159	279
비현금성항목등	535	787	185	214	240
유형자산감가상각비	70	96	129	153	153
무형자산상각비	16	27	24	21	20
기타	449	664	32	39	66
운전자본감소(증가)	-1,879	-3,306	674	298	291
매출채권및기타채권의감소(증가)	414	-1,186	760	-269	-146
재고자산의감소(증가)	-969	-2,263	-90	-484	-683
매입채무및기타채무의증가(감소)	-571	706	-35	788	819
기타	-753	-563	39	262	302
법인세납부	-88	-61	51	-22	-39
투자활동현금흐름	423	948	-648	-904	-412
금융자산의감소(증가)	819	1,604	179	-6	-2
유형자산의감소(증가)	-349	-738	-797	-663	-327
무형자산의감소(증가)	-53	-23	-18	-18	-20
기타	7	105	-12	-217	-63
재무활동현금흐름	-316	1,854	72	592	704
단기금융부채의증가(감소)	0	665	-41	917	953
장기금융부채의증가(감소)	-259	1,246	112	-325	-249
자본의증가(감소)	-19	-0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-39	-56	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-1,264	258	30	181	913
기초현금	1,324	60	319	349	530
기말현금	60	319	349	530	1,442
FCF	-1,694	-3,279	54	-147	324

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,814	3,121	3,034	5,014	7,071
매출원가	3,332	2,675	2,550	4,225	5,911
매출총이익	482	447	484	789	1,160
매출총이익률(%)	12.6	14.3	16.0	15.7	16.4
판매비와 관리비	302	375	371	591	815
영업이익	180	72	113	198	345
영업이익률(%)	4.7	2.3	3.7	3.9	4.9
비영업손익	6	-29	-83	-17	-27
순금융손익	-49	-31	-157	-150	-136
외환관련손익	50	43	57	116	92
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
세전계속사업이익	186	43	30	181	319
세전계속사업이익률(%)	4.9	1.4	1.0	3.6	4.5
계속사업법인세	99	4	-51	22	39
계속사업이익	87	39	81	159	279
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	87	39	81	159	279
순이익률(%)	2.3	1.2	2.7	3.2	3.9
지배주주	87	39	81	159	279
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	1.2	2.7	3.2	3.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	75	51	81	159	279
지배주주	75	51	81	159	279
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	266	196	266	373	518

주요투자지표

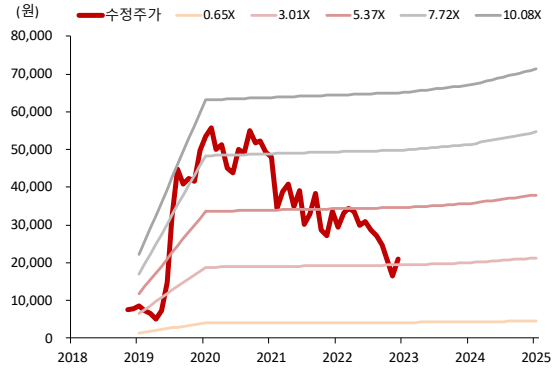
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-17.4	-18.2	-2.8	65.3	41.0
영업이익	-30.9	-59.9	56.8	74.8	74.5
세전계속사업이익	2.0	-77.0	-29.3	499.0	76.0
EBITDA	-20.1	-26.6	36.0	40.1	39.1
EPS	-38.7	-55.6	110.2	95.9	75.4
수익성 (%)					
ROA	1.2	0.4	0.8	1.4	2.1
ROE	1.7	0.7	1.5	3.0	5.0
EBITDA마진	7.0	6.3	8.8	7.4	7.3
안정성 (%)					
유동비율	641.9	216.1	203.0	143.2	127.5
부채비율	34.9	96.3	96.1	123.8	150.1
순차입금/자기자본	-19.8	43.5	47.0	53.0	46.8
EBITDA/이자비용(배)	5.3	4.0	1.6	2.4	3.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	106	47	99	194	341
BPS	6,332	6,394	6,494	6,688	7,029
CFPS	212	198	286	408	552
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	451.8	621.7	209.6	107.0	61.0
PBR	7.6	4.6	3.2	3.1	3.0
PCR	226.4	148.3	72.7	51.0	37.6
EV/EBITDA	123.4	118.1	64.9	47.4	33.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

두산퓨얼셀 PER 밴드 차트



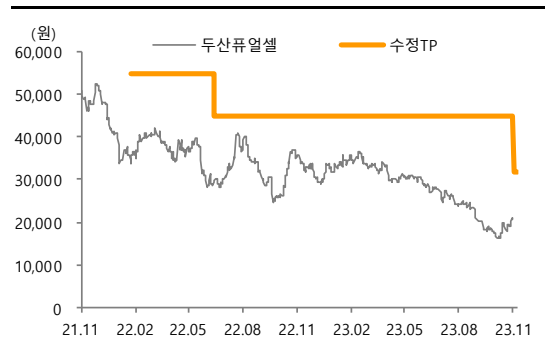
자료: Quantwise, SK 증권

두산퓨얼셀 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023.11.24	매수	31,600원	6개월		
2022.07.06	매수	45,000원	6개월	-34.29%	-9.11%
2022.02.16	매수	55,000원	6개월	-33.01%	-23.73%
2021.07.29	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 24일 기준)

매수	93.44%	중립	6.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------