

두산퓨얼셀 (336260/KS)

연료전지 발전 시장 바닥 찍었다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 31,600 원(유지)

현재주가: 19,160 원

상승여력: 62.1%



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
3773-8891

Company Data

발행주식수	6,549 만주
시가총액	12,771 억원
주요주주	
두산에너지(외14)	37.84%
국민연금공단	6.48%

Stock Data

주가(24/03/04)	19,160 원
KOSPI	2,649.40 pt
52주 최고가	36,750 원
52주 최저가	16,080 원
60일 평균 거래대금	60 억원

주가 및 상대수익률



실적도 수주도 상저하고 예상

두산퓨얼셀은 2023 년 매출액 2,609 억원(YoY -16.4%), 영업이익 16 억원(YoY -77.3%)의 실적을 기록하며 2020 년 이후 3 년 연속 외형이 축소되는 모습을 보였다. 하지만 2024 년을 기점으로 다시금 실적 반등의 계기가 마련될 것으로 예상된다. 지난해 하반기부터 수소 발전입찰 시장이 열리면서 발전용 연료전지 설비에 대한 수요가 재개되고 있기 때문이다. 각 프로젝트별 매출 인식 시점 차이로 인해 올해는 상저하고의 실적 흐름이 나타날 가능성이 크다. 올해 하반기부터는 청정수소 발전입찰도 개시될 가능성이 높은만큼 신규 수주 물량도 상저하고의 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

청정수소 발전입찰 왜 중요한가

청정수소로 인정받는 원재료를 원활하게 조달할 수 있는 발전소 입지의 선정부터 발전설비의 선택까지 모든 의사결정의 시발점이기 때문이다. 조달 금리 및 요구 수익률이 높아진 환경 속에서 REC 가중치 0.1 의 차이는 IRR 1%p 이상의 효과로 나타난다. 따라서 우리나라 청정수소의 기준이 마련된다는 것은 단순히 정책적 불확실성이 해소되는 의미를 넘어 실제 연료전지 발전 사업을 통해 창출할 수 있는 현금흐름과 직결되는 문제다. 다행히 지난해 12 월 우리나라도 청정수소 인증 등급 기준이 마련되어 발표되었다. 청정수소 등급별 현실적 지원안 등 부족한 부분이 많은 것이 사실이지만, 사업성을 가늠할 수 있는 기준이 확정되었다는 점에서 그동안 지연되었던 수소 연료전지 발전 사업이 더욱 탄력을 받을 것으로 기대된다.

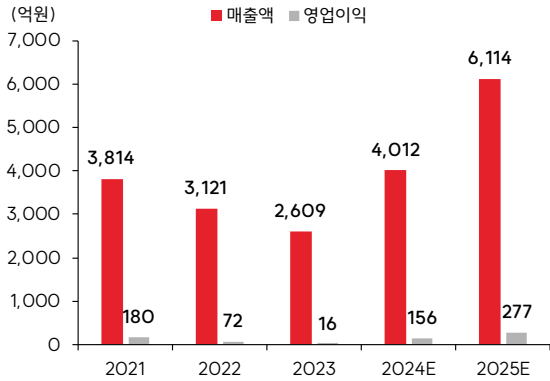
업황 턴어라운드 최선후주

2019 년 발표된 수소경제 활성화 로드맵에 따르면 우리나라는 2040 년까지 발전용 연료전지 설비 8GW 구축을 목표로 한다. 이제 막 1,000MW 를 넘어선 우리나라가 목표를 달성하기 위해서는 공격적인 행보가 필요하다. 현재 국내 수소연료전지 발전설비 생산 및 조달 CAPA 를 감안하면 두산퓨얼셀이 가장 앞서 있다. 이연되고 억눌렸던 발전용 연료전지 시장 턴어라운드의 최대 수혜가 예상된다.

영업실적 및 투자지표

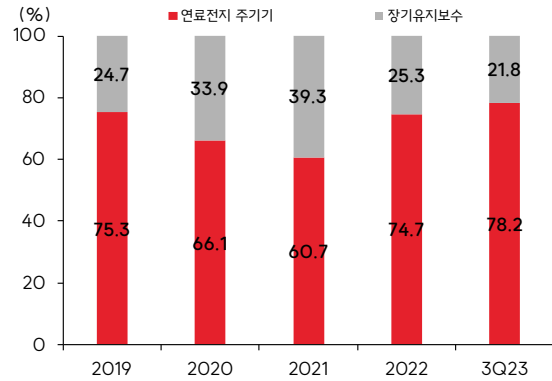
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	4,618	3,814	3,121	2,609	4,012	6,114
영업이익	억원	260	180	72	21	163	282
순이익(지배주주)	억원	142	87	39	-81	76	217
EPS	원	173	106	47	-99	92	265
PER	배	308.6	451.8	621.7	-234.8	211.1	73.6
PBR	배	8.5	7.6	4.6	3.7	3.1	2.9
EV/EBITDA	배	103.8	123.4	118.1	111.6	56.3	39.4
ROE	%	4.2	1.7	0.7	-1.6	1.5	4.1

두산퓨얼셀 매출액 및 영업이익 추이



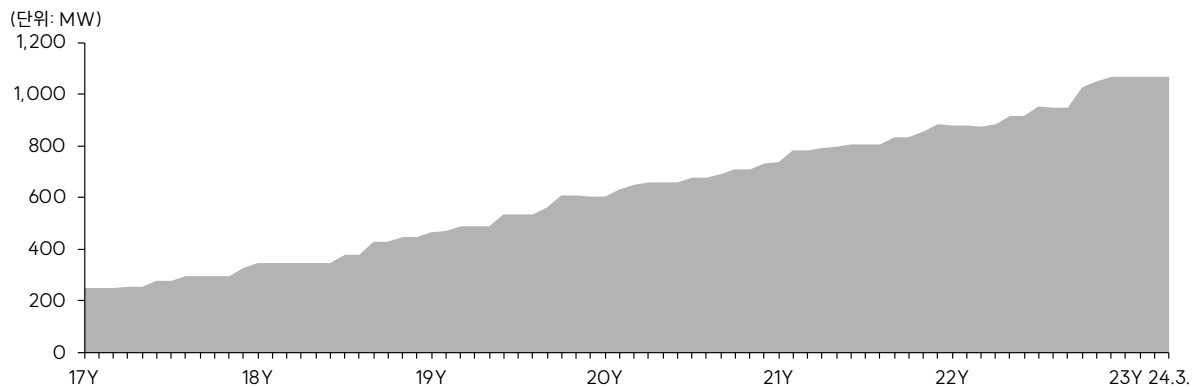
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이



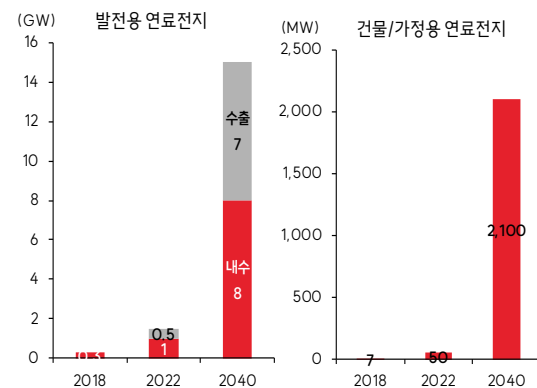
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

우리나라 연료전지 발전설비 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

수소경제 로드맵 상 연료전지 설비 구축 계획



자료: 수소경제 활성화 로드맵(2019.01.), SK 증권

우리나라 청정수소 인증 등급 및 주요 기술

등급	등급별 (예상) 주요 기술
1등급 (0.00 ~ 0.10)	국내 및 해외 그린수소 (수소 생산 시 100% 재생에너지 활용)
2등급 (0.11 ~ 1.00)	국내외 원전수소 및 해외 그린수소 중 일부 그리드 전력 연계 (시스템 안정화 차원에서 일부 전력믹스 연계)
3등급 (1.01 ~ 2.00)	PNG 활용해 90% 이상 탄소 포집한 CCS 외 추가 감축활동 반영 블루수소 (원료 생산 단계에서 감축, 저탄소전력 연계)
4등급 (2.01 ~ 4.00)	90% 이상 탄소 포집 CCS 블루수소 (평균적인 가스전+그리드 전력 활용)

자료: 에너지경제연구원, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,982	6,757	5,960	6,456	8,210
현금및현금성자산	60	319	350	458	1,413
매출채권 및 기타채권	673	1,712	801	936	1,048
재고자산	2,090	4,307	4,368	4,586	5,228
비유동자산	2,006	3,512	3,871	4,547	4,915
장기금융자산	49	72	69	77	89
유형자산	909	1,763	2,064	2,419	2,631
무형자산	373	360	354	351	351
자산총계	6,989	10,269	9,831	11,003	13,125
유동부채	776	3,127	2,619	4,009	6,090
단기금융부채	29	1,446	1,209	1,859	2,833
매입채무 및 기타채무	289	1,242	1,038	1,597	2,433
단기충당부채	161	171	143	220	335
비유동부채	1,031	1,912	2,062	1,769	1,592
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	4,681	5,777	7,683
지배주주지분	5,182	5,231	5,150	5,225	5,442
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	292	367	584
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,182	5,231	5,150	5,225	5,442
부채와자본총계	6,989	10,269	9,831	11,003	13,125

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-1,345	-2,542	664	557	706
당기순이익(손실)	87	39	-81	76	217
비현금성항목등	535	787	234	232	216
유형자산감가상각비	70	96	108	122	131
무형자산상각비	16	27	24	21	20
기타	449	664	102	88	65
운전자본감소(증가)	-1,879	-3,306	630	409	409
매출채권및기타채권의감소(증가)	414	-1,186	910	-135	-112
재고자산의감소(증가)	-969	-2,263	-60	-218	-642
매입채무및기타채무의증가(감소)	-571	706	-204	558	837
기타	-753	-563	-16	204	327
법인세납부	-88	-61	40	-10	-31
투자활동현금흐름	423	948	-295	-754	-450
금융자산의감소(증가)	819	1,604	179	-6	-2
유형자산의감소(증가)	-349	-738	-410	-477	-343
무형자산의감소(증가)	-53	-23	-18	-18	-20
기타	7	105	-46	-253	-85
재무활동현금흐름	-316	1,854	-125	325	725
단기금융부채의증가(감소)	0	665	-237	650	974
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	31	108	955
기초현금	1,324	60	319	350	458
기말현금	60	319	350	458	1,413
FCF	-1,694	-3,279	254	80	363

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

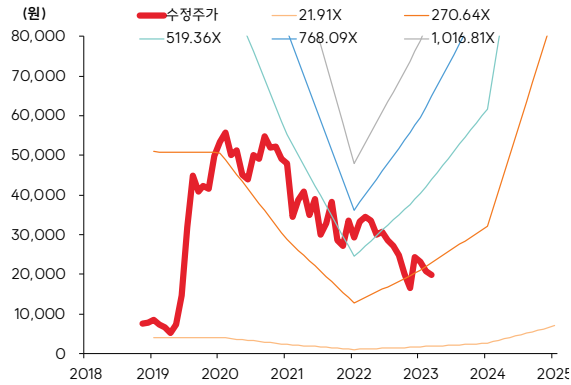
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,814	3,121	2,609	4,012	6,114
매출원가	3,332	2,675	2,268	3,374	5,127
매출총이익	482	447	341	638	987
매출총이익률(%)	12.6	14.3	13.1	15.9	16.1
판매비와 관리비	302	375	320	475	705
영업이익	180	72	21	163	282
영업이익률(%)	4.7	2.3	0.8	4.1	4.6
비영업손익	6	-29	-142	-77	-34
순금융손익	-49	-31	-175	-166	-122
외환관련손익	50	43	17	72	71
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
세전계속사업이익	186	43	-121	86	248
세전계속사업이익률(%)	4.9	1.4	-4.6	2.1	4.1
계속사업법인세	99	4	-40	10	31
계속사업이익	87	39	-81	76	217
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	87	39	-81	76	217
순이익률(%)	2.3	1.2	-3.1	1.9	3.5
지배주주	87	39	-81	76	217
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	1.2	-3.1	1.9	3.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	75	51	-81	76	217
지배주주	75	51	-81	76	217
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	266	196	153	307	432

주요투자지표

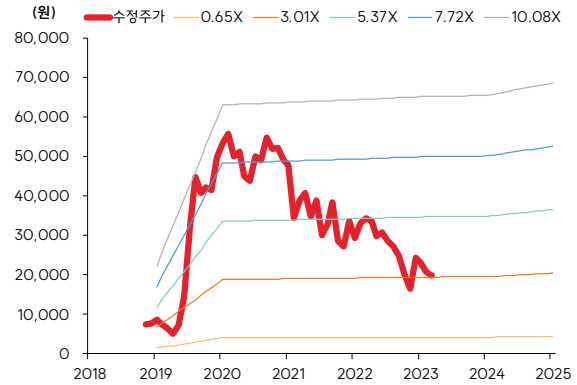
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-17.4	-18.2	-16.4	53.8	52.4
영업이익	-30.9	-59.9	-71.4	690.0	72.7
세전계속사업이익	2.0	-77.0	적전	흑전	187.9
EBITDA	-20.1	-26.6	-21.8	100.6	40.9
EPS	-38.7	-55.6	적전	흑전	186.9
수익성 (%)					
ROA	1.2	0.4	-0.8	0.7	1.8
ROE	1.7	0.7	-1.6	1.5	4.1
EBITDA마진	7.0	6.3	5.9	7.7	7.1
안정성 (%)					
유동비율	641.9	216.1	227.5	161.0	134.8
부채비율	34.9	96.3	90.9	110.6	141.2
순차입금/자기자본	-19.8	43.5	44.6	48.0	41.8
EBITDA/이자비용(배)	5.3	4.0	0.8	1.7	3.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	106	47	-99	92	265
BPS	6,332	6,394	6,296	6,388	6,653
CFPS	212	198	63	268	449
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	451.8	621.7	-234.8	211.1	73.6
PBR	7.6	4.6	3.7	3.1	2.9
PCR	226.4	148.3	368.7	72.7	43.4
EV/EBITDA	123.4	118.1	111.6	56.3	39.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

두산퓨얼셀 PER 밴드 차트



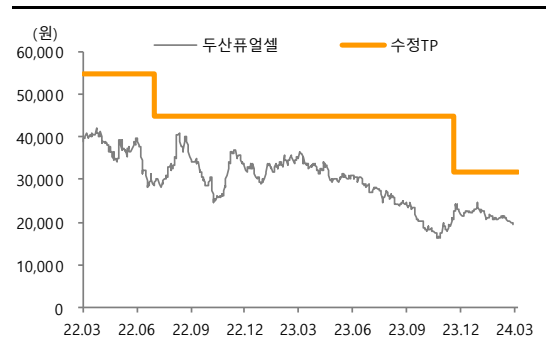
자료: Quantwise, SK 증권

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%



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 (2024년 03월 06일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------