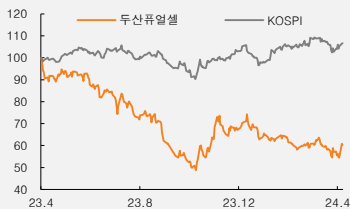


투자의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 20,000원
현재주가(24/4/30)	19,930원
상승여력	0.4%

영업이익(24F,십억원)	25
Consensus 영업이익(24F,십억원)	20
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.1
P/E(24F,x)	264.0
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSPI	2,692.06
시가총액(십억원)	1,305
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M) 일간수익률	1.36
52주 최저가(원)	16,080
52주 최고가(원)	31,250

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	18.8	-33.3
상대주가	-0.8	2.0	-38.1



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

두산퓨얼셀

경쟁력 증명할 준비는 착실하게

1Q24 Review: 주기기 매출 부진으로 기대치 하회

두산퓨얼셀의 1Q24 매출액은 317억원으로 -36.5% YoY 부진했다. 주기기 매출 부재로 인해 전분기 대비 -72.7% YoY 감소했다. 수주 부진이 지속되며 시장 기대치(445억원) 역시 하회하였다. 별도 기준 영업이익은 서비스 중심으로 20억원(OPM 6.3%, -37.3% YoY) 발생했다. 이는 전분기 대비로는 흑자 전환한 것이다. 다만, 2024년 하이엑시움 모터스의 종속 기업 편입으로 연결 영업이익은 별도 영업이익보다 낮은 16억원에 그쳤다.

CHPS 물량 확보 및 신사업 확장에 대한 기대

오는 2분기에는 CHPS 일반 및 청정수소발전 입찰시장 개설이 예정되어 있다. 동사의 일반수소 점유율은 아직 50%대에서 정체되어 있는 점은 아쉽다. 청정수소 시장 개설로 인한 CHPS 규모 증가(23년 1,300GWh → 24년 4,800GWh)로 수주 시장 확대가 예정되어 있다.

동사는 제품 경쟁력 강화를 통한 점유율 반등을 준비하는 중이다. 경쟁력 개선을 위해 추진하고 있는 SOFC는 2024년 초도 수주 및 시제품 생산을 계획하고 있다. 2025년부터 셀스택 양산체제 가동이 가능할 전망이다.

또한 최근 수소버스 전담 자회사 하이엑시움모터스 지분확보로 대대적인 모빌리티 수요에 대응할 계획이다. 캐나다의 수소 모빌리티 회사인 발라드파워와 합작하는 만큼 시장 지위 확보를 기대한다. 다만, 국내 시장에서는 현대차 대비 경쟁력을 증명해야 하는 과제를 안고 있다.

목표주가 20,000원으로 상향하나 중립 의견 유지

두산 퓨얼셀에 대한 CHPS 시장에서의 수주 실적 개선을 반영하여 목표주가를 17,000원에서 20,000원으로 상향 조정한다. 중립 의견을 유지한다. 3Q24 이후 12개월 FWD 매출액에 EV/Sales 4배(기준과 동일)를 적용한 것이다. CHPS 확보 물량이 매출로 인식되며 실적 개선은 가능하다. 다만, 장기적으로 의미 있는 주가 반등을 위해서는 1) CHPS 시장 수주 확대, 2) SOFC 양산 체제 완료 이후 수주 경쟁력 입증, 3) 모빌리티 신사업의 가시화 등이 필요하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	312	261	270	465	709
영업이익 (십억원)	7	2	25	39	81
영업이익률 (%)	2.2	0.8	9.3	8.4	11.4
순이익 (십억원)	4	-9	6	10	49
EPS (원)	47	-104	76	117	600
ROE (%)	0.7	-1.6	1.2	1.8	8.9
P/E (배)	621.7	-	264.0	170.3	33.2
P/B (배)	4.6	3.7	3.1	3.1	2.8
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. 1Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	50	116	32	57	45	-36.5	-72.7
영업이익	3	-3	2	-2	0	-51.2	흑전
영업이익률 (%)	6.4	-2.3	4.9	-3.2	1.0	-1.5	7.2
세전이익	2	-9	-2	-6	1	적전	적지
순이익	2	-9	-1	-5	2	적전	적지

주: K-IFRS 연결 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	363	461	270	465	-25.6	1.0	1Q24 반영 원가율 개선
영업이익	15	39	25	39	65.3	0.7	
세전이익	-1	16	6	13	-518.2	-20.4	
순이익	-1	14	6	10	-613.2	-30.7	
EPS (원)	-15	169	76	117	-613.2	-30.7	

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

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	50	49	46	116	32	22	86	130	261	270	465
영업이익	3	0	1	-3	1.6	-4	16	12	2	25	39
세전이익	2	-2	-3	-9	-2	-10	12	7	-13	6	13
순이익(지배)	2	-0	-1	-9	-1	-9	10	6	-9	6	10
영업이익률 (%)	6.4	1.0	1.4	-2.3	4.9	-19.5	18.6	9.3	0.6	9.4	8.3
세전순이익률 (%)	3.6	-4.4	-6.4	-8.0	-7.0	-45.5	13.6	5.1	-4.8	2.2	2.8
순이익률 (지배, %)	3.7	-0.6	-1.8	-8.0	-2.3	-38.7	11.6	4.3	-3.3	2.3	2.1

주: 수주량 및 단가는 당사 추정치
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Valuation Table

Valuation	비고
Sales	467
EV	2,080 EV/SALES 4배 적용
순차입금	409
주주가치	1,671
주식수(천주)	81,844
목표주가(원)	20,000
현재주가(원)	19,930
업사이드(%)	0.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 수소 업체 Peer Valuation

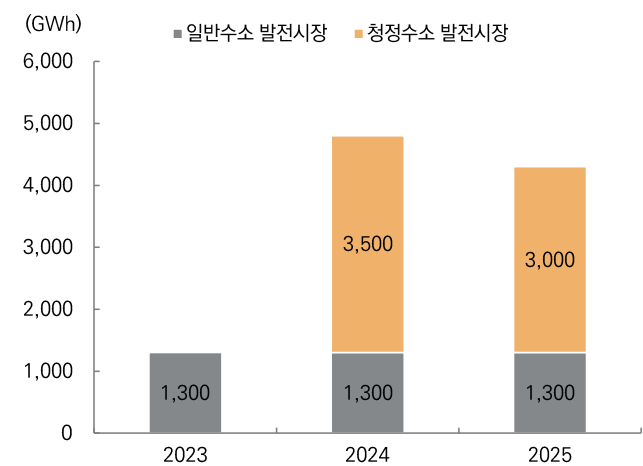
(십억원, %, 배)

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	1,305	520	715	30	56	5	7	2.5	1.8	25.8	15.1	3.1	2.2
	플러그 파워	PLUG US	2,267	1,343	1,987	(957)	(524)	(23)	(15)	1.7	1.1	-	-	2.2	1.5
	블룸 에너지	BE US	3,425	2,033	2,505	12	135	11	21	1.7	1.4	21.9	13.5	2.2	1.8
	발라드 파워	BLDP US	1,112	158	227	(224)	(202)	(17)	(17)	7.0	4.9	-	-	0.6	0.4
	세레스 파워	CWR LN	620	90	102	(58)	(56)	(19)	(25)	6.8	6.1	-	-	4.3	3.6
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	580	144	255	(186)	(142)	(140.9)	(172.1)	(15.9)	(16.2)	0.6	0.7	-	-
	PowerCell	PCELL SS	180	45	61	(8)	(3)	(22)	4	4.0	3.0	-	-	3.9	2.9
	평균		1,355	619	836	(199)	(105)	(30)	(28)	1.1	0.3	16.1	9.8	2.7	2.1

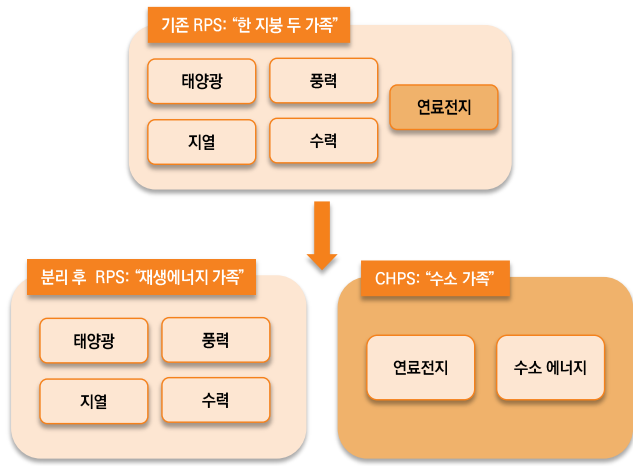
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. CHPS 입찰시장 개설 물량

그림 2. CHPS 도입 기본 방향



주: 상업운전 개시년도는 입찰시장 개설로부터 2년 후
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 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

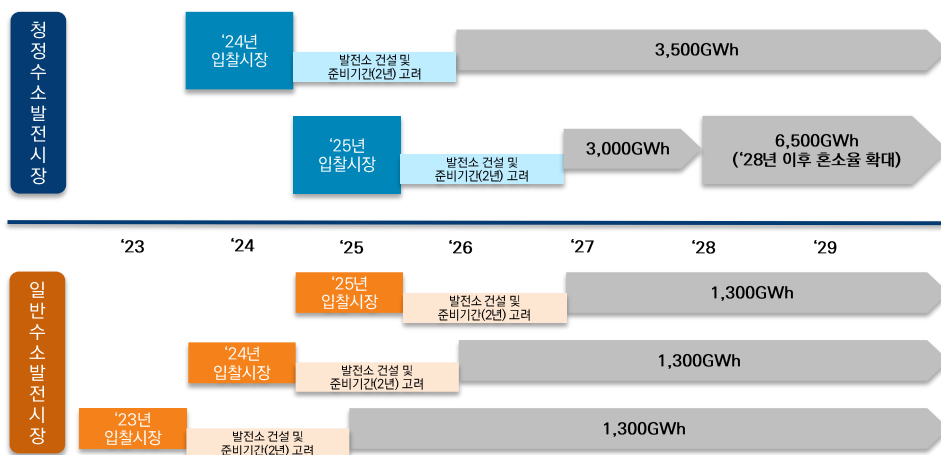
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 수소발전 입찰시장 구분

구분	일반수소	청정수소(전망)
제도취지	분산전원 확대	온실가스 감축
활용연료	청정수소 (개질/부생수소 허용)	청정수소
참여기술	연료전지	연료전지, 수소터빈, 석탄화력 암모니아 혼소, 수소엔진 등
평가기준	발전단가 및 일반/계통평가	발전단가 및 일반/계통평가 - 발전단가 상한가 설정 전망 - 청정수소 관련 평가 도입
개설물량	23~25년 각 1,300GWh	24년 3,500/25년 3,000GWh
준비기간	2년	3년
계약기간	20년	10년 이상

자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국내 수소발전시장 개설 로드맵



자료: 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중장기 사업 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	270	465	709
매출원가	221	207	385	582
매출총이익	40	63	80	127
판매비와관리비	38	38	42	46
조정영업이익	2	25	39	81
영업이익	2	25	39	81
비영업손익	-15	-19	-26	-19
금융손익	-16	-21	-26	-19
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-13	6	13	62
계속사업법인세비용	-4	0	3	13
계속사업이익	-9	6	10	49
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-9	6	10	49
지배주주	-9	6	10	49
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	6	10	49
지배주주	-10	6	10	49
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	17	40	57	103
FCF	-106	-277	104	62
EBITDA 마진율 (%)	6.5	14.8	12.3	14.5
영업이익률 (%)	0.8	9.3	8.4	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.4	2.2	2.2	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	648	860	664	820
현금 및 현금성자산	50	56	67	57
매출채권 및 기타채권	109	122	91	225
재고자산	460	650	483	479
기타유동자산	29	32	23	59
비유동자산	423	521	581	626
관계기업투자등	4	4	3	8
유형자산	271	371	434	474
무형자산	34	32	30	29
자산총계	1,071	1,381	1,245	1,446
유동부채	287	583	458	520
매입채무 및 기타채무	63	71	52	130
단기금융부채	186	469	374	311
기타유동부채	38	43	32	79
비유동부채	271	279	258	348
장기금융부채	198	198	198	198
기타비유동부채	73	81	60	150
부채총계	558	862	717	868
지배주주지분	513	519	528	578
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	26	33	42	91
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	513	519	528	578

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	8	-165	184	122
당기순이익	-9	6	10	49
비현금수익비용가감	78	36	48	54
유형자산감가상각비	12	12	17	21
무형자산상각비	3	2	2	1
기타	63	22	29	32
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-37	-185	157	50
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	103	-5	13	-55
재고자산 감소(증가)	-38	-190	168	4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-55	4	-9	38
법인세납부	-3	0	-3	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-96	-112	-79	-65
유형자산처분(취득)	-114	-112	-80	-60
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	0	1	-5
기타투자활동	21	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	105	283	-95	-63
장단기금융부채의 증가(감소)	106	283	-95	-63
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	18	6	11	-10
기초현금	32	50	56	67
기말현금	50	56	67	57

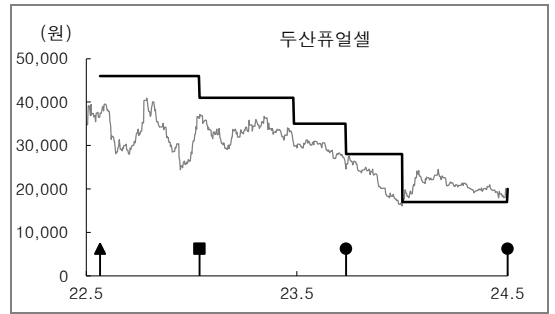
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	264.0	170.3	33.2
P/CF (x)	27.2	39.1	28.6	15.8
P/B (x)	3.7	3.1	3.1	2.8
EV/EBITDA (x)	116.0	50.5	33.6	18.1
EPS (원)	-104	76	117	600
CFPS (원)	854	510	698	1,261
BPS (원)	6,267	6,343	6,460	7,060
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	3.5	72.2	52.4
EBITDA증가율 (%)	-12.8	135.2	42.5	80.8
조정영업이익증가율 (%)	-77.3	1,441.9	53.3	109.3
EPS증가율 (%)	-	-	55.0	412.8
매출채권 회전율 (회)	2.7	5.7	10.8	11.1
재고자산 회전율 (회)	0.6	0.5	0.8	1.5
매입채무 회전율 (회)	3.8	6.4	12.9	13.2
ROA (%)	-0.8	0.5	0.7	3.7
ROE (%)	-1.6	1.2	1.8	8.9
ROIC (%)	0.1	2.5	2.5	5.7
부채비율 (%)	108.9	166.2	135.6	150.3
유동비율 (%)	225.5	147.6	145.0	157.6
순차입금/자기자본 (%)	64.8	117.5	95.3	77.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.1	1.1	1.4	3.8

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
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 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.