



두산퓨얼셀

| Bloomberg Code (336260 KS) | Reuters Code (336260.KS)

2023년 11월 2일

[연료전지 시스템]

최규현, CFA 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

3Q23 Review: 아쉬운 속도 But 명확한 방향성



매수
(유지)



현재주가 (11월 1일)
16,080 원



목표주가
28,000 원 (하향)



상승여력
74.1%

- ◆ 2024년 턴어라운드 기대되는 이유: 경쟁력 증명 & 신규 시장
- ◆ 신사업(SOFC, 모빌리티 등)을 통해 전방위 플레이어로 도약 중
- ◆ 좋아지고 있는 사업 구도...가장 아쉬운 것은 투심 약화



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

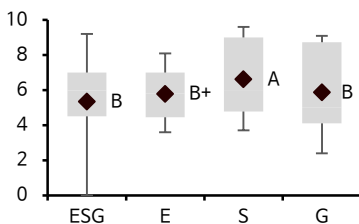
시가총액	1,053.1 십억원
발행주식수	65.5 백만주
유동주식수	40.2 백만주(61.3%)
52 주 최고가/최저가	37,150 원/16,080 원
일평균 거래량 (60 일)	331,657 주
일평균 거래액 (60 일)	7,190 백만원
외국인 지분율	11.97%
주요주주	
두산에너지리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%
절대수익률	
3 개월	-41.7%
6 개월	-46.2%
12 개월	-43.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-32.5%
6 개월	-41.5%
12 개월	-42.8%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2023년은 다소 아쉬웠지만 경쟁력은 확인했다

3Q23 전사 매출액 및 영업이익은 각각 456억원(+54%, 이하 YoY), 7억원(흑자전환)을 기록했다. 흑자전환은 큰 폭의 연료전지 주기기 매출액 증가(170억원, +411%)와 LTSA의 수익성 개선에 기인한다. 외형 성장은 시장의 기대치(컨센서스 793억원)를 충족하지 못했다. 높은 금리로 PF 업황이 여의치 않아 기수주 프로젝트들이 지연되고 있기 때문이다. 2023년 신규 수주 또한 100MW 프로젝트 수주 지연 등으로 100~200MW(목표 248MW) 수준에 그칠 것으로 예상된다. 2023년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 3,536억원(+13%), 106억원(+48%)이 전망되며 2023년 가이던스 대비 아쉬운 성적을 거둘 전망이다.

대신 상반기에 진행됐던 일반 수소 발전 입찰 시장 1차 입찰에서 약 70MW(M/S 약 78%)를 확보하며 경쟁력을 증명해냈다. 해당 물량은 4Q23 내 수주 가능성이 높다. 높은 국산화율(98%), 빠른 응답력, 긴 수명, 경쟁사 대비 뒤지지 않는 복합 효율 등 강점을 기반으로 2차 입찰에서도 긍정적인 결과를 얻어낼 수 있을 것으로 기대된다. 2차 물량은 빠르면 연내 혹은 1Q24 내로 수주가 다 완료될 것으로 예상된다.

2024년부터 본격적인 턴어라운드 시작 & 많아지는 먹거리들

2024년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 6,460억원(+83%), 332억원(+212%)을 달성할 전망이다. 1H24부터는 청정 수소 발전 입찰 시장이 개설되며 2H24부터는 분산 에너지 활성화 특별법 시행으로 인한 신규 시장도 기대되기 때문에 신규 수주 규모가 2023년 대비 증가할 가능성이 농후하다. 중국, 호주, 중동 등 공략을 통한 해외 수주도 기대된다. 육상 및 선박용 모빌리티 신사업도 구체화되고 있다. 특히 수소 버스 사업의 경우 2024년 저상 버스 출시를 시작으로 본격적인 시장 공략에 나설 것으로 예상된다. SOFC 공장(50MW) 완공 후 이를 통한 발전용 시장 내 입지 강화도 계획 중이다. 먹거리가 점점 늘어나고 있는 상황에서 대응을 위한 신규사업들도 실속있게 챙기고 있다.

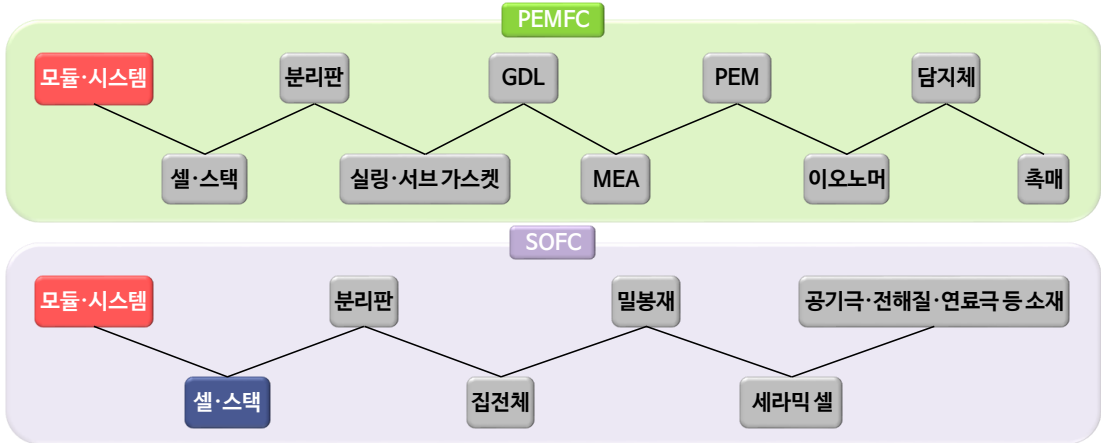
시스템 메이커 TopPick 유지...명확한 성장 그림 But 아쉬운 투심 악화

투자 의견은 '매수' 유지, 목표주가는 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 2.8만원으로 하향한다. 본업 펀더멘털 개선 및 신사업 구체화 고려 시 외부 요인으로 인한 전반적인 투심 악화가 매우 아쉬운 시기다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	381.4	18.0	8.7	106	6,331	451.8	123.4	7.6	1.7	(19.8)
2022	312.1	7.2	3.9	47	6,391	621.7	118.1	4.6	0.7	43.5
2023F	353.6	10.6	3.8	47	6,454	344.8	44.1	2.5	0.7	11.1
2024F	646.0	33.2	14.5	177	6,628	90.6	22.9	2.4	2.7	33.6
2025F	831.4	49.7	22.9	280	6,906	57.4	17.6	2.3	4.1	46.3

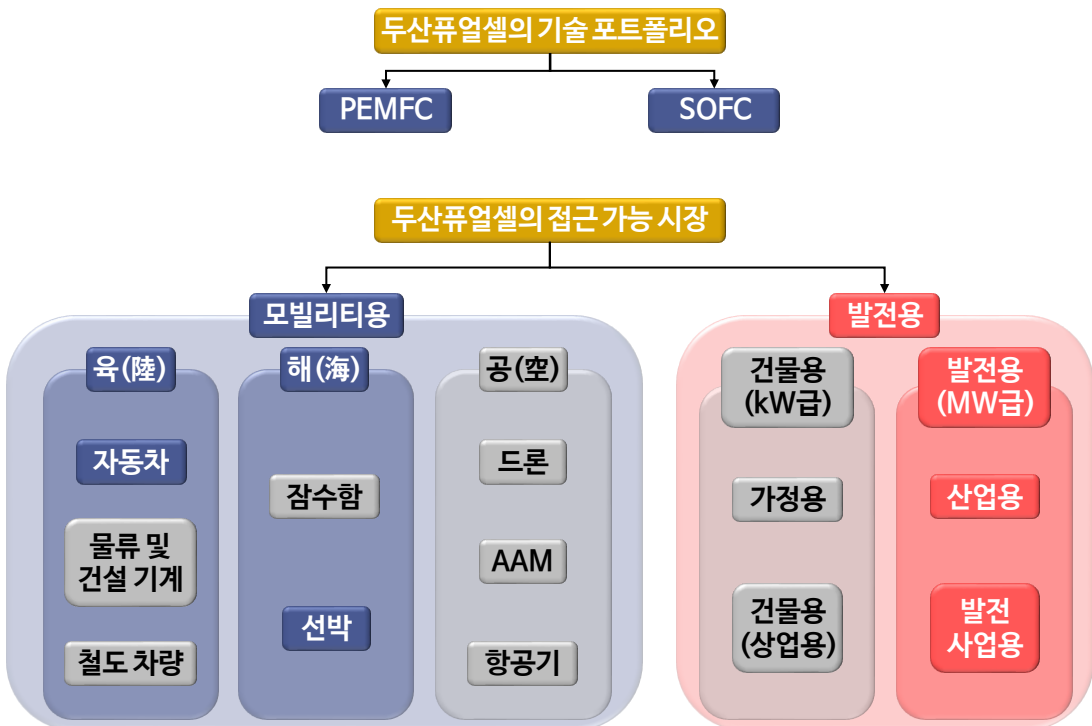
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PEMFC 및 SOFC Value Chain 내 두산퓨얼셀의 사업화 현황



자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

두산퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 두산퓨얼셀이 현재 확보한 기술 포트폴리오는 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 두산퓨얼셀이 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

두산퓨얼셀 2023년 3분기 실적 리뷰

(십억원, %)	3Q23P	2Q23	QoQ	3Q22	YoY	컨센서스
매출액	45.6	49.2	(7.3)	29.6	54.1	79.3
영업이익	0.7	0.5	37.9	(2.9)	흑전	1.5
세전이익	(2.9)	(2.2)	적지	1.2	적전	(2.9)
당기순이익	(0.8)	(0.3)	적지	1.1	적전	(0.8)
영업이익률	1.5	1.0	0.5	(9.8)	흑전	1.8

자료: FnGuide, 신한투자증권

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	51.2	74.1	29.6	157.2	49.9	49.2	45.6	208.9	381.5	312.1	353.6	646.0	831.4	1,170.8
YoY 증감률	(28.9)	33.3	(75.9)	19.8	(2.5)	(33.6)	54.1	32.9	(17.4)	(18.2)	13.3	82.7	28.7	40.8
QoQ 증감률	(61.0)	44.7	(60.1)	431.1	(68.3)	(1.4)	(7.3)	358.2	-	-	-	-	-	-
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.3	127.3	23.8	18.9	17.0	178.6	287.2	206.2	238.3	516.4	685.8	999.1
YoY %	(45.9)	39.8	(96.5)	19.7	(13.3)	(60.7)	411.0	40.3	(27.3)	(28.2)	15.5	116.7	32.8	45.7
QoQ %	(74.2)	75.0	(93.1)	3,726.3	(81.3)	(20.8)	(10.0)	950.4	-	-	-	-	-	-
LTSA	23.7	26.0	26.3	29.9	26.0	30.3	28.6	30.4	94.2	105.9	115.3	129.5	145.6	171.7
YoY %	12.2	22.9	(2.9)	20.5	9.7	16.5	8.9	1.6	41.0	12.4	8.9	12.4	12.4	17.9
QoQ %	(4.2)	9.5	1.0	13.7	(12.8)	16.3	(5.6)	6.2	-	-	-	-	-	-
영업이익	(8.7)	0.8	(2.9)	18.0	3.2	0.5	0.7	6.2	18.1	7.2	10.6	33.2	49.7	83.9
YoY %	적전	(26.3)	적전	99.7	흑전	(35.7)	흑전	(65.3)	(30.7)	(60.3)	48.1	212.1	50.0	68.8
QoQ %	적전	흑전	적전	흑전	(82.3)	(84.0)	37.9	790.8	-	-	-	-	-	-
영업이익률	(16.9)	1.1	(9.8)	11.4	6.4	1.0	1.5	3.0	4.7	2.3	3.0	5.1	6.0	7.2
EBITDA	(5.9)	3.5	0.0	21.9	7.0	4.4	4.8	11.4	26.7	19.5	27.6	58.4	80.7	121.9
YoY %	적전	16.7	(99.8)	88.4	흑전	24.9	25,474.9	(48.0)	(20.0)	(27.0)	41.5	111.6	38.2	50.9
QoQ %	적전	흑전	(99.5)	1158128	(68.2)	(36.4)	9.1	135.8	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	(11.6)	4.8	0.1	13.9	14.0	9.0	10.6	5.5	7.0	6.3	7.8	9.0	9.7	10.4
세전이익	(4.3)	(0.5)	1.2	7.9	1.8	(2.2)	(2.9)	3.9	18.6	4.3	0.6	18.6	29.4	54.3
당기순이익	(2.9)	0.1	1.1	5.6	1.9	(0.3)	(0.8)	3.0	8.7	3.9	3.8	14.5	22.9	42.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

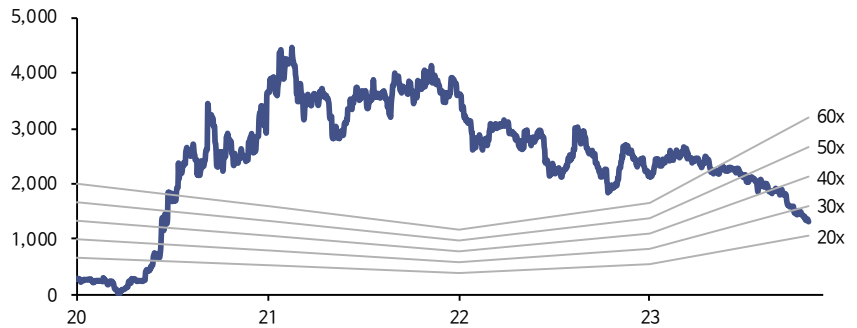
두산퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	121.9	101.8	22.2	2,256.7	할인율(WACC) 9% / 2023~24F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				25.7	
③ 순 차입금				344.9	
④ 우선주 시가총액				103.4	
목표 시가총액				1,834.1	(①+②-③-④)
발행 주식 수				65,483	자사주 제외
목표주가				28,000	
현재 주가				16,080	
상승 여력				74.1	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

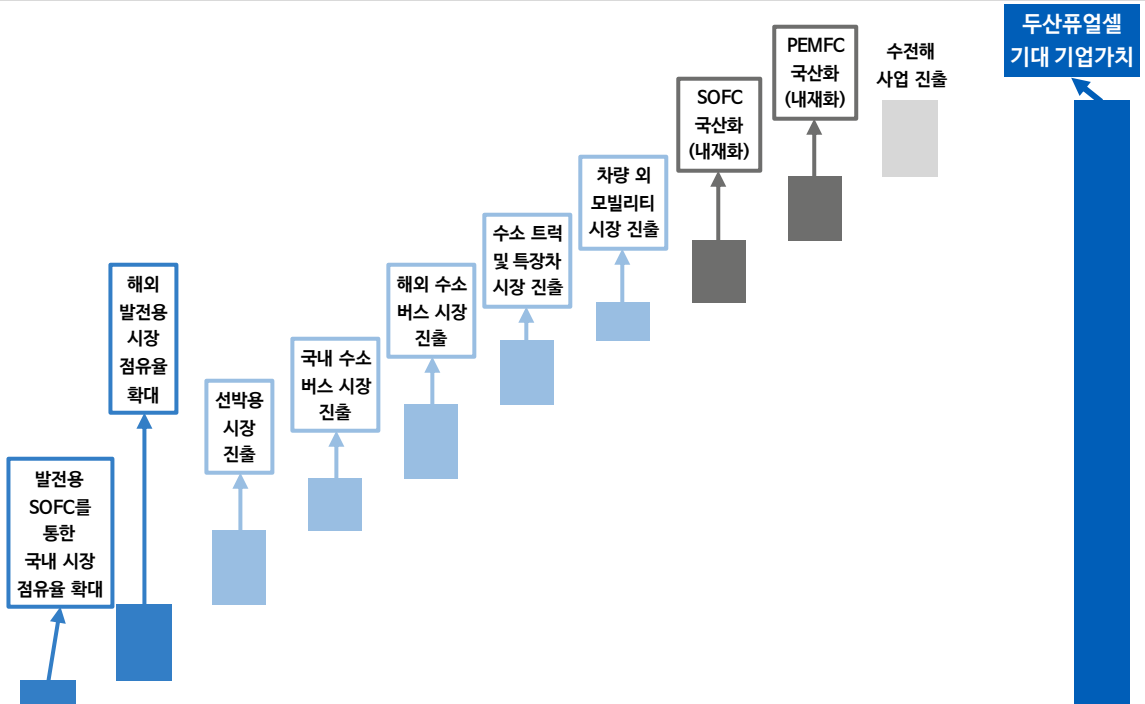
두산퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(십억원)



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



자료: 신한투자증권/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 미치는 영향력의 크기를 나타냄

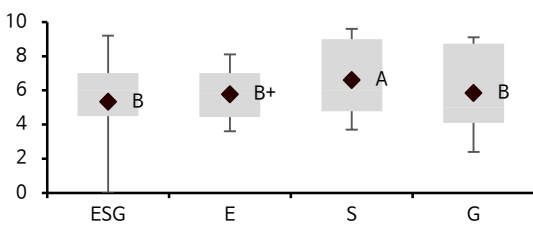
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 에너지 산업 ESG 메가 트렌드 대응 전략 (1): 육상 수소 모빌리티 시장 진출을 통해 사업 영역 확장
- ◆ 에너지 산업 ESG 메가 트렌드 대응 전략 (2): CCU 기술 개발로 청정 수소 연료전지 전환 노력
- ◆ 중·장기 및 단기 EHS 목표 달성 및 안전한 사업장 구축을 위해 CSHO 임명해 총괄 운영 추진
- ◆ 협력사 ESG 가이드 라인을 규정하고 이를 통해 협력사들도 ESG 경영에 동참할 수 있도록 유도

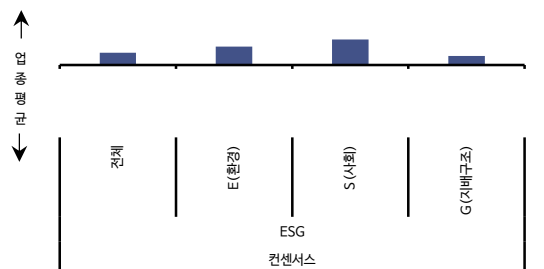
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

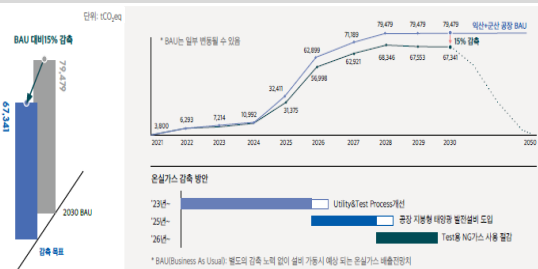
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

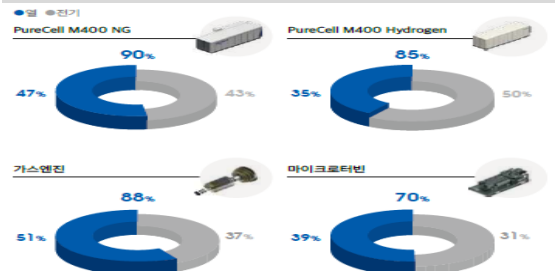
Key Chart

온실가스 배출량 감축 목표(Scope 1+2)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 경제적 가치



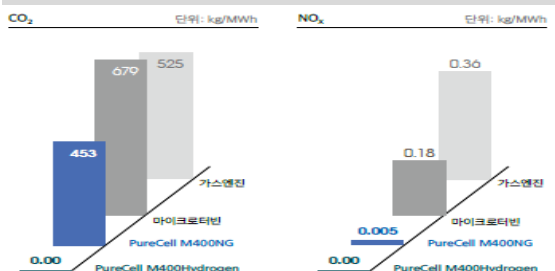
자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 사회적 가치



자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 환경적 가치



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	698.9	1,026.9	1,088.3	1,090.3	1,124.7
유동자산	498.2	675.7	706.1	675.0	665.4
현금및현금성자산	6.0	31.9	87.5	59.1	48.7
매출채권	29.2	147.8	90.9	94.1	119.2
재고자산	209.0	430.7	248.0	334.8	391.1
비유동자산	200.6	351.2	382.2	415.4	459.3
유형자산	90.9	176.3	268.5	287.6	322.8
무형자산	37.3	36.0	35.0	35.9	36.5
투자자산	7.8	9.7	9.6	9.8	10.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	180.7	503.9	560.0	547.9	559.4
유동부채	77.6	312.7	315.3	292.6	299.3
단기차입금	0.0	64.0	41.5	61.5	69.5
매입채무	16.9	85.7	83.8	84.4	106.1
유동성장기부채	2.9	80.1	87.8	67.8	47.8
비유동부채	103.1	191.2	244.7	255.3	260.1
사채	74.8	97.2	159.5	159.5	159.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	7.1	36.5	57.8	63.0	63.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.2	523.1	528.2	542.5	565.3
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.6	477.5	478.4	478.0	477.9
기타자본	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.6	0.3	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	31.8	37.3	41.1	55.6	78.6
지배주주지분	518.2	523.1	528.2	542.5	565.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	84.7	278.3	346.7	351.9	340.7
*순차입금(순현금)	(102.4)	227.4	58.7	182.3	261.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(140.1)	(257.7)	197.3	(64.9)	(3.9)
당기순이익	8.7	3.9	3.8	14.5	22.9
유형자산상각비	7.0	9.6	13.7	20.9	24.8
무형자산상각비	1.6	2.7	3.3	4.4	6.2
외화환산손실(이익)	(5.2)	(4.9)	(2.8)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(1.6)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	0.4	0.0	(0.0)	0.2
운전자본변동	(187.9)	(330.6)	158.1	(104.7)	(58.1)
(법인세납부)	(8.8)	(6.1)	(2.1)	(4.1)	(6.5)
기타	44.3	68.9	23.3	4.1	6.6
투자활동으로인한현금흐름	42.1	92.7	(209.4)	31.6	4.8
유형자산의증가(CAPEX)	(34.9)	(73.8)	(120.0)	(40.0)	(60.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(5.3)	(2.3)	(2.4)	(5.2)	(6.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.4	(0.2)	(0.9)
기타	82.3	168.8	(87.4)	77.0	72.5
FCF	(158.9)	(276.4)	200.3	(100.0)	(52.1)
재무활동으로인한현금흐름	(28.3)	190.8	67.7	4.9	(11.4)
차입금의 증가(감소)	(24.3)	193.6	(0.2)	5.2	(11.2)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.0)	(3.1)	67.9	(0.3)	(0.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(126.4)	25.8	55.6	(28.4)	(10.4)
기초현금	132.4	6.0	31.9	87.5	59.1
기말현금	6.0	31.9	87.5	59.1	48.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	381.4	312.1	353.6	646.0	831.4
증감률 (%)	(17.4)	(18.2)	13.3	82.7	28.7
매출원가	333.2	267.5	294.9	532.9	681.1
매출총이익	48.2	44.7	58.7	113.1	150.3
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	16.6	17.5	18.1
판매관리비	30.2	37.5	48.1	79.9	100.6
영업이익	18.0	7.2	10.6	33.2	49.7
증감률 (%)	(30.9)	(59.9)	46.8	212.9	50.0
영업이익률 (%)	4.7	2.3	3.0	5.1	6.0
영업외손익	0.6	(2.9)	(10.1)	(14.6)	(20.0)
금융손익	(0.1)	2.8	(7.9)	(10.8)	(15.8)
기타영업외손익	0.9	(5.3)	(2.2)	(3.8)	(3.9)
중속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.4)	(0.0)	0.0	(0.2)
세전계속사업이익	18.6	4.3	0.5	18.6	29.7
법인세비용	9.9	0.4	(3.2)	4.1	6.5
계속사업이익	8.7	3.9	3.8	14.5	23.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.1	0.0	(0.3)
당기순이익	8.7	3.9	3.8	14.5	22.9
증감률 (%)	(38.7)	(55.6)	(1.2)	280.6	57.9
순이익률 (%)	2.3	1.2	1.1	2.2	2.8
(지배주주)당기순이익	8.7	3.9	3.8	14.5	22.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	7.5	5.1	4.3	14.5	22.9
(지배주주)총포괄이익	7.5	5.1	4.3	14.5	22.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.6	19.6	27.6	58.4	80.7
증감률 (%)	(20.1)	(26.6)	41.0	111.8	38.2
EBITDA 이익률 (%)	7.0	6.3	7.8	9.0	9.7

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	106	47	47	177	280
EPS (지배순이익, 원)	106	47	47	177	280
BPS (자본총계, 원)	6,331	6,391	6,454	6,628	6,906
BPS (지배지분, 원)	6,331	6,391	6,454	6,628	6,906
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	451.8	621.7	344.8	90.6	57.4
PER (지배순이익, 배)	451.8	621.7	344.8	90.6	57.4
PBR (자본총계, 배)	7.6	4.6	2.5	2.4	2.3
PBR (지배지분, 배)	7.6	4.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA (배)	123.4	118.1	44.1	22.9	17.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.0	6.3	7.8	9.0	9.7
영업이익률 (%)	4.7	2.3	3.0	5.1	6.0
순이익률 (%)	2.3	1.2	1.1	2.2	2.8
ROA (%)	1.2	0.4	0.4	1.3	2.1
ROE (지배순이익, %)	1.7	0.7	0.7	2.7	4.1
ROIC (%)	2.3	0.9	12.9	4.1	5.2
안정성					
부채비율 (%)	34.9	96.3	106.0	101.0	99.0
순차입금비율 (%)	(19.8)	43.5	11.1	33.6	46.3
현금비율 (%)	7.7	10.2	27.7	20.2	16.3
이자보상배율 (배)	3.6	1.5	0.6	2.2	3.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.1	0.9	1.0	2.1	2.1
재고자산회수기간 (일)	153.7	374.0	350.3	164.7	159.3
매출채권회수기간 (일)	48.5	103.5	123.2	52.3	46.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

두산퓨얼셀(336260)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 06월 19일	매수	42,000	(39.0)	(27.4)
2023년 10월 05일	매수	36,000	(51.0)	(47.2)
2023년 11월 02일	매수	28,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 31일 기준)

매수 (매수)	92.50%	Trading BUY (중립)	5.42%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------