

두산퓨얼셀 (336260)

2024년은 변곡점이 되어야 한다

2024년 5월 2일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	26,000 원 (하향)
✓ 상승여력	30.5%	✓ 현재주가 (4월 30일)	19,930 원

신한생각 숫자를 통한 성장 잠재력 증명이 매우 필요한 시기

신에너지(수소) Top Pick 유지. 본업의 턴어라운드, 사업 확장 구도 및 신사업 구체화 고려 시 중·장기적 관점에서의 접근 여전히 유효

2024년 본업의 실적 회복 강도에 따라 시장이 기대하는 성장 잠재력에 대한 눈높이도 달라질 것으로 예상. 신사업(발전용 및 선박용 SOFC, PEMFC 기반 모빌리티) 중 수소 버스 사업이 보다 구체화된 점이 인상적. 전극 생산 시설 인수를 통한 원가 경쟁력 강화도 기대되는 포인트

1Q24 Review: 연료전지 주기기 매출 無 But 영업이익 컨센서스 상회

1Q24 전사 기준 매출액 317억원(-36%, 이하 YoY), 영업이익 20억원(-38%, 별도 기준/하이엑시움모터스 반영 시 연결 기준 16억원) 기록. 연료전지 주기기 납품이 없어 외형과 이익의 절대적인 규모는 감소했으나 LTSA를 통해 전사 기준 영업이익률은 1Q23과 유사한 6.3% 달성

2024년 전사 기준 매출액 4,297억원(+65%), 영업이익 134억원(+707%) 전망. 실적 회복은 일반 수소 입찰 시장 물량 납품 본격화, 기수주 프로젝트 납품 병목 현상의 점진적 해소에 기인. 수소 버스 사업의 첫 매출(20~30대, 약 100~250억원 추정) 또한 발생 기대. 2024년 신규 수주는 100~150MW 수준 예상. 일반 수소 발전 입찰 시장 2차 물량, 청정 수소 발전 시장 신규 물량, 분산 에너지 활성화 특별법 등 수주 저변 확대 중

Valuation

투자 의견은 BUY 유지, 목표주가(EV/EBITDA Valuation)는 실적 추정치 및 멀티플(2024F 연료전지 피어 평균) 조정 반영해 2.6만원으로 하향. 현재 12MF EV/EBITDA 약 40배 수준. 본업 턴어라운드 강도 셀수록, 신사업 성과 규모 클수록 Valuation 부담 완화 속도 빨라질 것으로 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2022	312.1	7.2	3.9	621.7	118.1	4.6	0.7	0.0
2023	260.9	1.6	(8.5)	-	116.0	3.7	(1.6)	0.0
2024F	429.7	13.4	(4.8)	-	49.4	3.2	(0.9)	0.0
2025F	627.8	33.4	9.4	173.1	28.0	3.2	1.8	0.0
2026F	890.8	67.6	37.2	43.9	16.7	2.9	6.9	0.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[신에너지(수소)]

최규현 선임연구원

✉ cgh815@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	상향

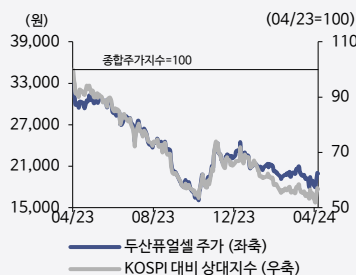
시가총액	1,305.3십억원
발행주식수(유동비율)	65.5백만주/61.3%
52주 최고가/최저가	31,250 원/16,080 원
일평균 거래액 (60 일)	4,638 백만원
외국인 지분율	12.16%

주요주주

두산에너지빌리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

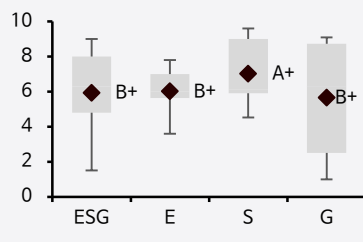
수익률(%)	1M	3M	12M	YTD
절대	-2.8	-3.7	-33.3	-15.0
상대	-0.8	-10.6	-38.1	-15.7

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



원가 경쟁력 강화 추진 현황

전국 생산시설 인수

인수 대상	<p>㈜두산 전자BG 전국사업 자산 일체</p> <ul style="list-style-type: none"> - 생산 시설 : 전북 익산시 (퓨얼셀 익산공장 인접) - R&D 설비 : 경기 용인시
인수 금액	<p>총 224억</p> <ul style="list-style-type: none"> - 유형자산(토지, 건물, 기계장치 등 일체) 인수 175억 - 재고자산(원재료 등) 인수 49억
생산 계획	<p>'24년 하반기부터 양산 시작</p> <ul style="list-style-type: none"> - 원가경쟁력 확보 후 대외 판매 추진 <p>2024.1H 2024.2H 2025</p> <p>생산시설 인수 시운전 및 Pilot 가동</p> <p>전국 양산 시작</p> <p>원가경쟁력 확보</p>

기대 효과

- 1 원가경쟁력 강화
 - 공정 효율화 및 비용 구조 최적화 추진
 - 사업 환경에 대응하여 탄력적인 생산 가능

제조원가

현재 100

생산 내재화 96~97

-3~4%
- 2 공급망 Risk 완화
 - 핵심 소재에 대한 외부 업체 의존도 완화
- 3 PAFC 제품 경쟁력 강화
 - 차세대 소재 개발 등 관련 R&D 가속화

자료: 회사 자료, 신한투자증권

SOFC 신사업 추진 현황

SOFC 양산체제 구축



- 위치 : 전북 군산시 새만금 산업단지 내
- 생산 : 연산 50MW 규모 고체산화물 연료전지(SOFC) 셀스택 제조 및 시스템 조립 라인
- 현재 건구축 완료 후 양산 체제 준비 중
 - '24년 중 발전용 SOFC 초도 수주 후 '25년 상반기부터 본격 양산



선박용 SOFC 셀스택 환경테스트



- 검증 기관 : DNV(노르웨이 선급협회)
- 검증 내용 : 선박용 SOFC 셀스택 환경테스트 통과 (세계 최초)
 - 선박 운항 조건(진동, 경사 등)에서의 셀스택 정상 작동 확인
- '24년 말 선박용 SOFC 선급인증 후 및 시제품 납품 예정



자료: 회사 자료, 신한투자증권

모빌리티 신사업 추진 현황

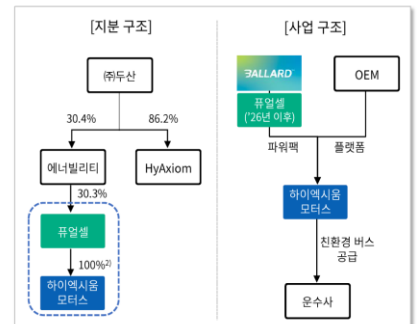
수소버스 보급 목표

- 제6차 수소경제위원회 '수소전기자동차 보급 확대 방안' ('23.12)



- NDC¹⁾ 달성 위해 2030년까지 수소차 30만대 보급 목표
 - '23.11월말 현재 34,000대 보급
 - 수소버스 등 상용차 중심으로 수소차 보급 추진
- 대규모 수요 기반으로 수소버스 보급 대폭 확대
 - 시내버스, 단거리 시외버스, 광역버스, 공공기관 버스 등
 - '24~'27년 연평균 약 2,000대 보급 전망
 - 경유버스 전환 시 보조금 상향 & 수소연료 보조금 개편 예정

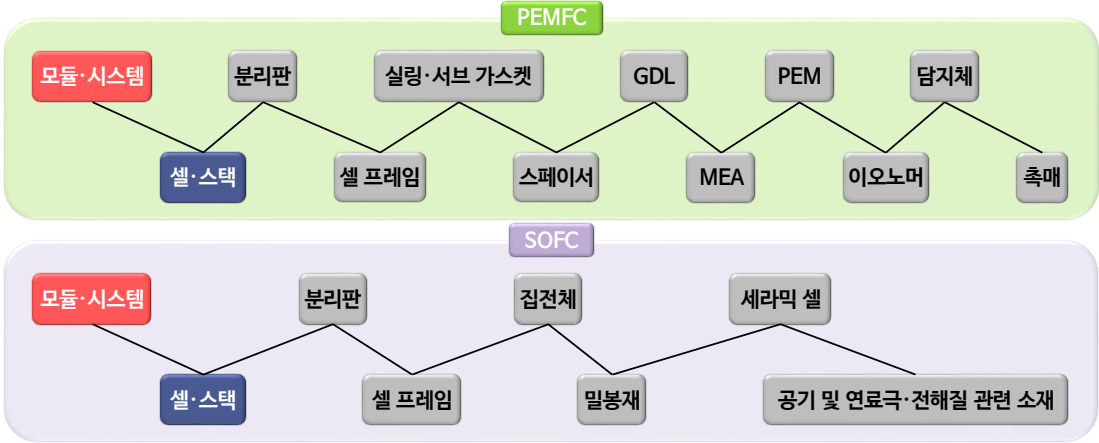
모빌리티 법인 개요



자료: 회사 자료, 신한투자증권

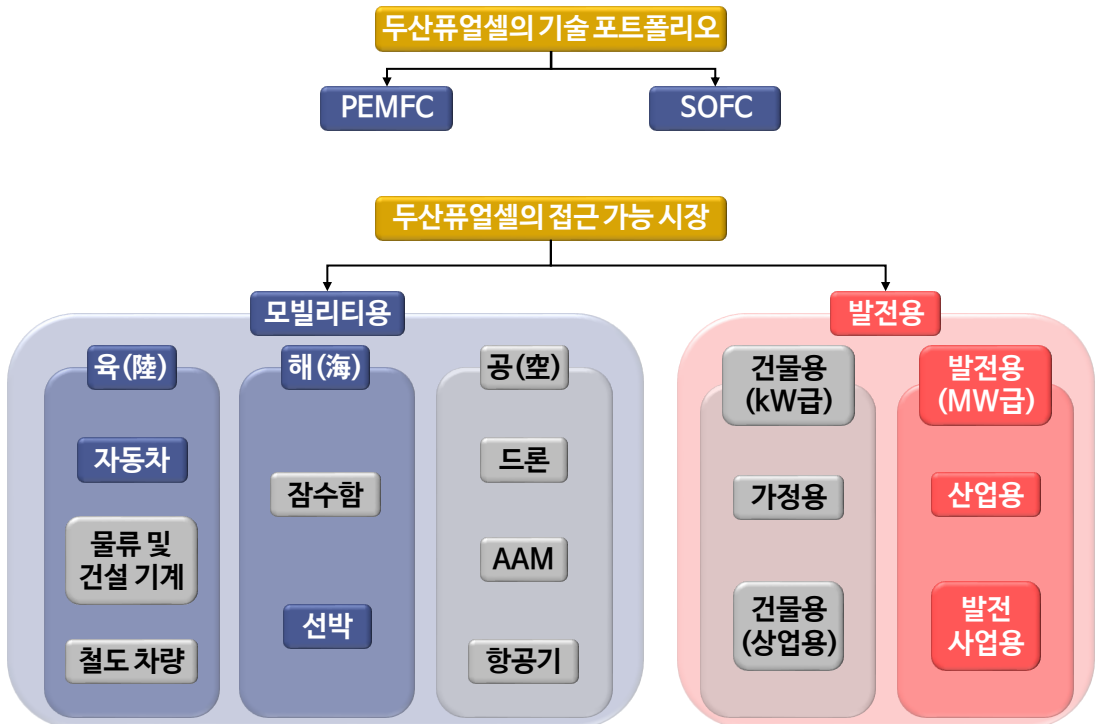
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

PEMFC 및 SOFC Value Chain 내 두산퓨얼셀의 사업화 현황



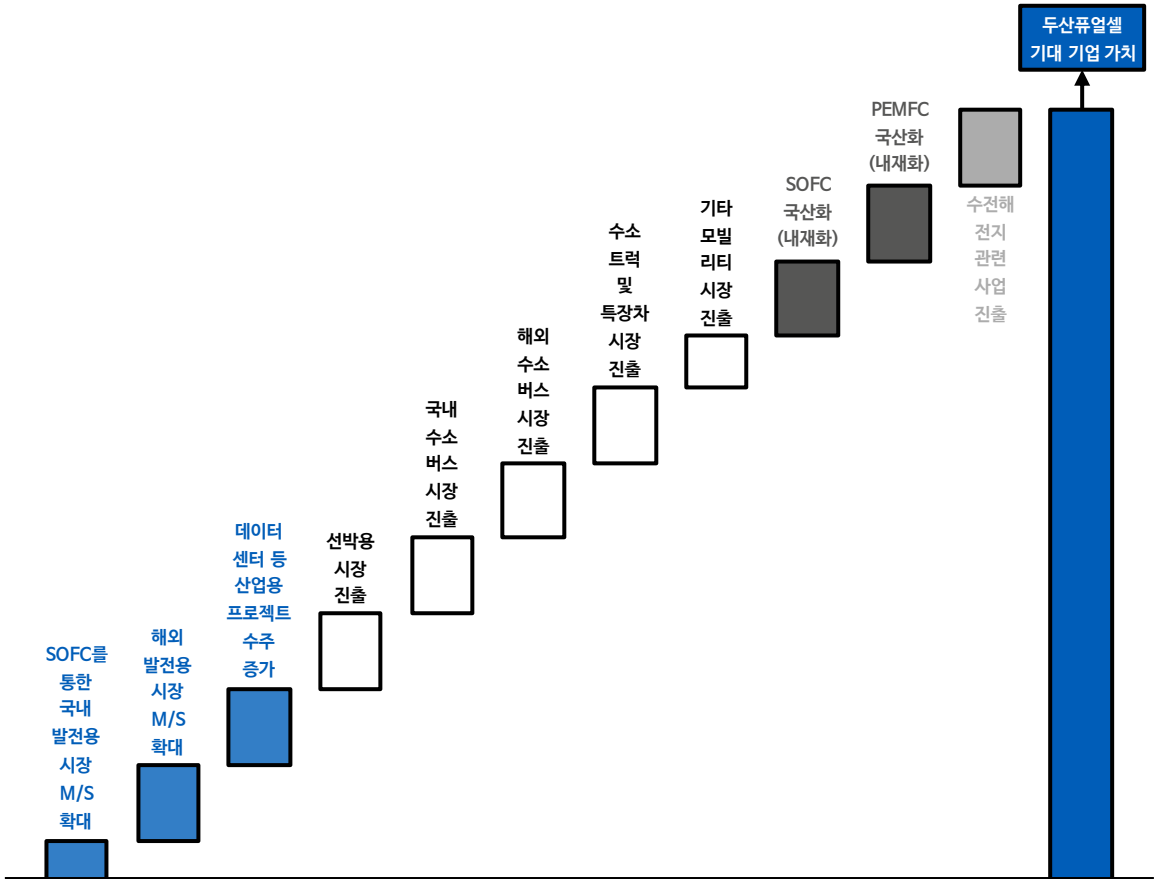
자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

두산퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



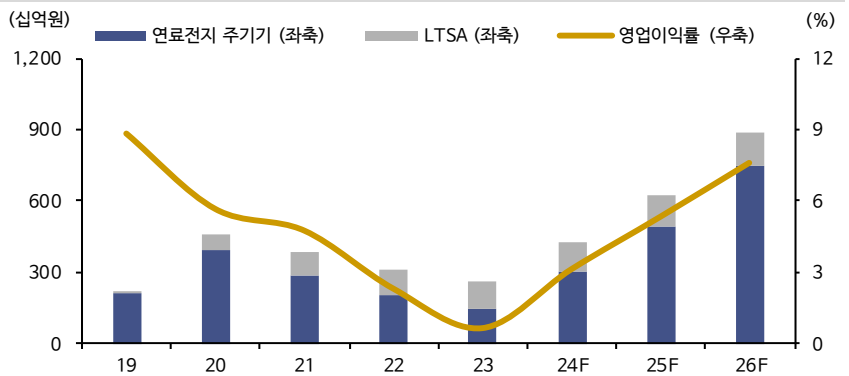
자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 두산퓨얼셀이 현재 확보한 기술 포트폴리오는 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 두산퓨얼셀이 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

두산퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



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

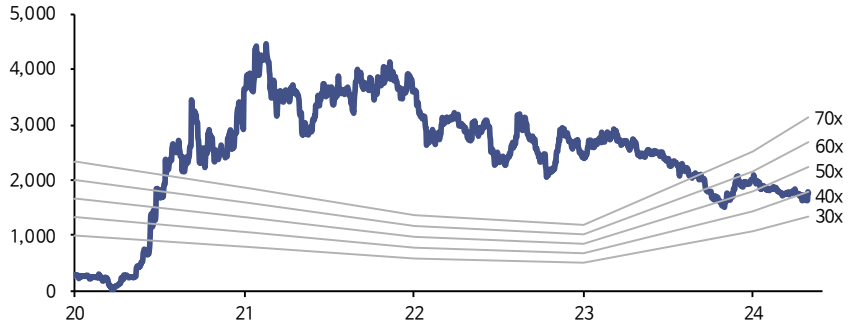
두산퓨얼셀 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(십억원)



자료: QuantWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	102.0	83.9	26.2	2,198.4	할인율(WACC) 10% / 2024F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				6.7	
③ 순 차입금				390.4	
④ 우선주 시가총액				109.5	
목표 시가총액				1,705.1	(①+②-③-④)
발행 주식 수				65,483	자사주 제외
목표주가				26,000	
현재 주가				19,930	
상승 여력				30.5	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	461.9	381.5	312.1	260.9	429.7	627.8	890.8
YoY 증감률	108.8	(17.4)	(18.2)	(16.4)	64.7	46.1	41.9
연료전지 주기기	395.1	287.2	206.2	145.7	305.7	496.3	751.4
YoY 증감률	88.1	(27.3)	(28.2)	(29.4)	109.8	62.4	51.4
LTSA	66.8	94.2	105.9	115.2	124.1	131.5	139.4
YoY 증감률	498.7	41.0	12.4	8.8	7.7	6.0	6.0
영업이익	26.1	18.1	7.2	1.7	13.4	33.4	67.6
YoY 증감률	33.7	(30.7)	(60.3)	(76.9)	707.0	149.8	102.5
영업이익률	5.6	4.7	2.3	0.6	3.1	5.3	7.6
EBITDA	33.4	26.7	19.5	17.1	35.9	62.8	102.0
YoY 증감률	58.0	(20.0)	(27.0)	(12.6)	110.7	74.6	62.4
EBITDA 마진율	7.2	7.0	6.3	6.5	8.4	10.0	11.4
세전이익	18.3	18.6	4.3	(12.5)	(6.1)	12.1	47.7
당기순이익	14.2	8.7	3.9	(8.5)	(4.8)	9.4	37.2

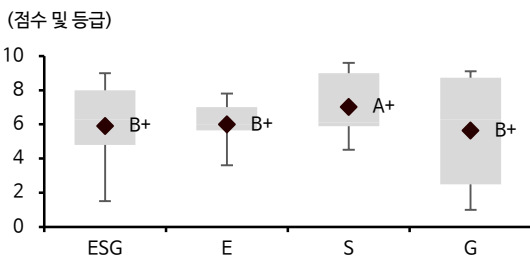
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

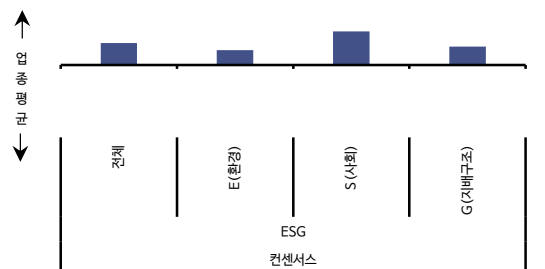
- ◆ 에너지 산업 ESG 메가 트렌드 대응 전략 (1): 육상 수소 모빌리티 시장 진출을 통해 사업 영역 확장
- ◆ 에너지 산업 ESG 메가 트렌드 대응 전략 (2): CCU 기술 개발로 청정 수소 연료전지 전환 노력
- ◆ 중·장기 및 단기 EHS 목표 달성 및 안전한 사업장 구축을 위해 CSHO 임명해 총괄 운영 추진
- ◆ 협력사 ESG 가이드 라인을 규정하고 이를 통해 협력사들도 ESG 경영에 동참할 수 있도록 유도

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

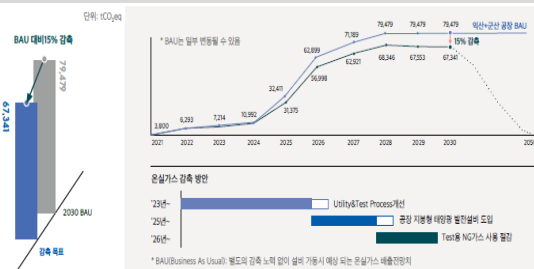
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

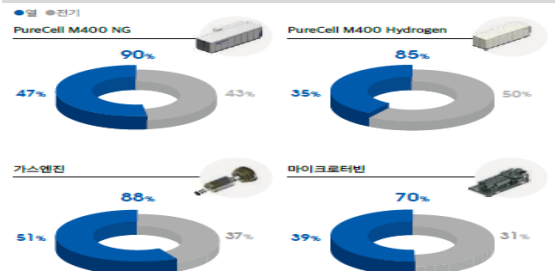
Key Chart

온실가스 배출량 감축 목표(Scope 1+2)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 경제적 가치



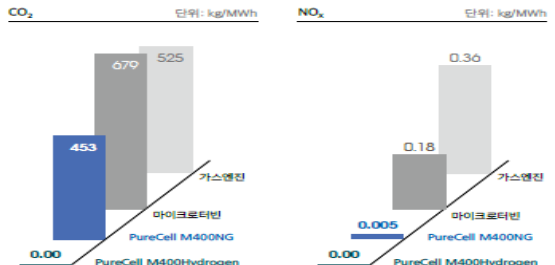
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,154.2	1,203.6	1,288.8
유동자산	675.7	648.1	713.1	712.7	768.2
현금및현금성자산	31.9	50.2	69.1	70.6	110.9
매출채권	147.8	44.4	143.2	179.4	222.7
재고자산	430.7	460.1	429.7	392.4	356.3
비유동자산	351.2	422.8	441.1	490.9	520.6
유형자산	176.3	271.3	326.8	361.3	382.2
무형자산	36.0	34.2	33.8	33.7	33.9
투자자산	9.7	11.6	12.9	16.4	20.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	503.9	558.2	646.3	686.3	734.3
유동부채	312.7	287.4	320.0	350.3	397.4
단기차입금	64.0	60.0	70.0	80.0	90.0
매입채무	85.7	30.5	95.5	139.5	198.0
유동성장기부채	80.1	126.0	84.0	56.0	37.3
비유동부채	191.2	270.8	326.3	336.0	336.9
사채	97.2	70.8	148.5	148.5	148.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	36.5	127.3	127.3	127.3	127.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	507.9	517.3	554.5
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
기타자본	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.3	26.3	21.6	31.0	68.2
지배주주지분	523.1	512.7	507.9	517.3	554.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	278.3	384.1	430.0	412.0	403.3
*순차입금(순현금)	227.4	332.3	360.2	340.6	291.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(257.7)	7.8	12.4	98.1	112.4
당기순이익	3.9	(8.5)	(4.8)	9.4	37.2
유형자산상각비	9.6	12.3	19.6	25.4	29.1
무형자산상각비	2.7	3.1	3.0	3.9	5.3
외환환산손실(이익)	(4.9)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.4	(1.3)	(0.6)	(0.8)	(0.9)
운전자본변동	(330.6)	(37.4)	(4.8)	60.0	41.7
(법인세납부)	(6.1)	(3.3)	1.3	(2.7)	(10.5)
기타	68.9	44.9	(1.3)	2.9	10.5
투자활동으로인한현금흐름	92.7	(95.7)	(39.3)	(78.6)	(63.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(73.8)	(113.9)	(75.0)	(60.0)	(50.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.3)	(1.3)	(2.6)	(3.9)	(5.5)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.7)	(2.7)	(2.9)
기타	168.8	19.5	39.0	(12.0)	(4.9)
FCF	(276.4)	(136.1)	(23.8)	45.4	77.8
재무활동으로인한현금흐름	190.8	105.3	45.9	(17.9)	(8.8)
차입금의증가(감소)	193.6	38.2	45.9	(17.9)	(8.8)
자기주식의처분(취득)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.1)	67.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.8	18.3	19.0	1.6	40.2
기초현금	6.0	31.9	50.2	69.2	70.7
기말현금	31.9	50.2	69.2	70.7	110.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

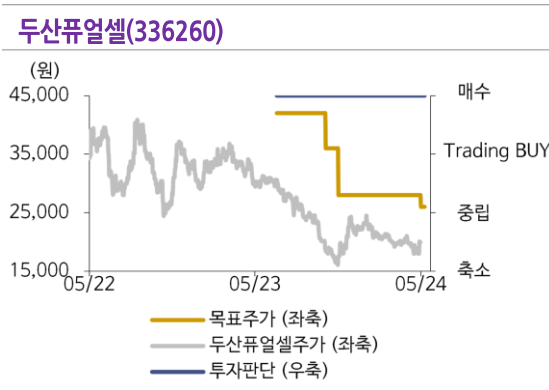
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	429.7	627.8	890.8
증감률 (%)	(18.2)	(16.4)	64.7	46.1	41.9
매출원가	267.5	221.3	364.3	520.1	720.3
매출총이익	44.7	39.5	65.4	107.7	170.5
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	15.2	17.2	19.1
판매관리비	37.5	37.9	52.0	74.3	102.9
영업이익	7.2	1.6	13.4	33.4	67.6
증감률 (%)	(59.9)	(77.3)	713.8	149.8	102.5
영업이익률 (%)	2.3	0.6	3.1	5.3	7.6
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(19.5)	(21.3)	(19.9)
금융손익	2.8	(13.4)	(16.1)	(17.4)	(16.9)
기타영업외손익	(5.3)	(2.1)	(3.6)	(4.2)	(3.6)
중속 및 관계기업관련손익	(0.4)	1.3	0.2	0.4	0.7
세전계속사업이익	4.3	(12.5)	(6.1)	12.1	47.7
법인세비용	0.4	(4.0)	(1.3)	2.7	10.5
계속사업이익	3.9	(8.5)	(4.8)	9.4	37.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.9	(8.5)	(4.8)	9.4	37.2
증감률 (%)	(55.6)	적전	적지	흑전	294.7
순이익률 (%)	1.2	(3.3)	(1.1)	1.5	4.2
(지배주주)당기순이익	3.9	(8.5)	(4.8)	9.4	37.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종포괄이익	5.1	(10.5)	(4.8)	9.4	37.2
(지배주주)종포괄이익	5.1	(10.5)	(4.8)	9.4	37.2
(비지배주주)종포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	19.6	17.0	35.9	62.8	102.0
증감률 (%)	(26.6)	(12.8)	110.9	74.6	62.4
EBITDA 이익률 (%)	6.3	6.5	8.4	10.0	11.4

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	47	(104)	(58)	115	454
EPS (지배순이익, 원)	47	(104)	(58)	115	454
BPS (자본총계, 원)	6,391	6,264	6,205	6,320	6,775
BPS (지배지분, 원)	6,391	6,264	6,205	6,320	6,775
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	621.7	-	-	173.1	43.9
PER (지배순이익, 배)	621.7	-	-	173.1	43.9
PBR (자본총계, 배)	4.6	3.7	3.2	3.2	2.9
PBR (지배지분, 배)	4.6	3.7	3.2	3.2	2.9
EV/EBITDA (배)	118.1	116.0	49.4	28.0	16.7
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 (%)	6.3	6.5	8.4	10.0	11.4
영업이익률 (%)	2.3	0.6	3.1	5.3	7.6
순이익률 (%)	1.2	(3.3)	(1.1)	1.5	4.2
ROA (%)	0.4	(0.8)	(0.4)	0.8	3.0
ROE (지배순이익, %)	0.7	(1.6)	(0.9)	1.8	6.9
ROIC (%)	0.9	(0.5)	1.7	3.0	6.3
안정성					
부채비율 (%)	96.3	108.9	127.3	132.7	132.4
순차입금비율 (%)	43.5	64.8	70.9	65.8	52.5
현금비율 (%)	10.2	17.5	21.6	20.2	27.9
이자보상배율 (배)	1.5	0.1	0.6	1.5	3.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	0.9	0.5	0.9	1.3	2.1
재고자산회수기간 (일)	374.0	623.2	377.9	239.0	153.4
매출채권회수기간 (일)	103.5	134.4	79.7	93.8	82.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



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	(25.9)	(12.5)
2024년 05월 02일	매수	26,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자의 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 (2024년 04월 30일 기준)

매수 (매수)	94.17%	Trading BUY (중립)	3.75%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------