



BUY

목표주가(12M) 25,000원  
현재주가(10.29) 18,560원

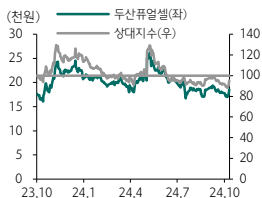
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,617.80
52주 최고/최저(원)	26,200/16,080
시가총액(십억원)	1,215.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	183.2
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3
외국인지분율(%)	12.29
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	405	563
영업이익(십억원)	20	32
순이익(십억원)	4	15
EPS(원)	51	180
BPS(원)	6,308	6,482

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	312.1	260.9	428.6	612.7
영업이익	7.2	1.6	14.2	37.2
세전이익	4.3	(12.5)	6.1	29.3
순이익	3.9	(8.5)	4.2	22.0
EPS	47	(104)	51	268
증감율	(55.66)	적전	N/A	425.49
PER	624.47	(223.08)	363.92	69.25
PBR	4.59	3.70	2.95	2.82
EV/EBITDA	118.08	116.01	53.90	31.25
ROE	0.74	(1.64)	0.81	4.17
BPS	6,394	6,267	6,302	6,570
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 30일 | 기업분석\_Earnings Review

## 두산퓨얼셀 (336260)

### 성장 가능한 수준의 일감 확보

#### 목표주가 25,000원, 투자 의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 25,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출이 없었고 LTSA 매출만으로는 고정비를 극복하기 어려웠다. 3분기 말 기준 신규 수주는 약 40MW 수준이며 2023년 CHPS 물량 30MW 가량이 연내 추가로 반영 가능하다. RPS 제도 기반 잔여 물량 수주가 가능한 가운데 2024년 일반수소 입찰에서 약 73% 수준의 높은 점유율을 기록했기 때문에 장기 성장은 충분히 담보된 상황으로 보인다. 2024년 기준 PER 363.9배, PBR 3.0배다.

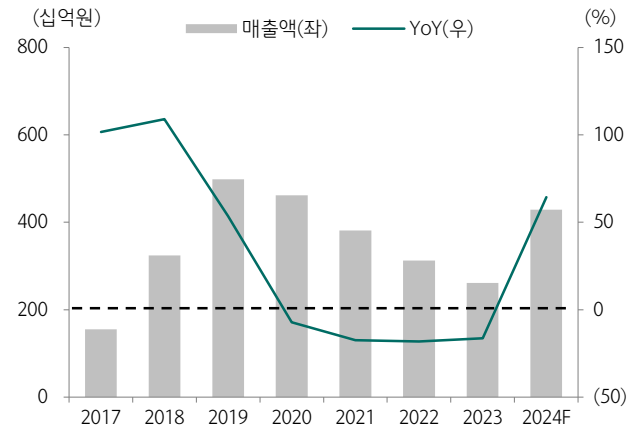
#### 3Q24 영업이익 -30억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 320억원을 기록하며 전년대비 29.8% 감소했다. 주기기 매출 인식이 부재했던 영향으로 외형이 감소했다. 한편 4분기는 2023년 일반수소시장에서 확보한 수주분의 주기기 매출이 집중적으로 반영되면서 전년대비 성장 추세로 전환될 전망이다. LTSA는 누적 기기 출하량 증가에 비례하여 전년대비 11.7% 증가했다. 영업이익은 -30억원을 기록하면서 전년대비 적자로 전환했다. 지난 1분기에도 주기기 매출이 없었지만 이익은 흑자를 기록한 반면 이번 분기는 적자가 불가피했다. 상품 재고는 2023년 1분기를 정점으로 점진적 감소 추세가 나타나고 있어 향후 주기기 납품 재개 시 Mix 개선에 따른 마진 정상화를 기대해볼 수 있다.

#### 2024년 4분기 실적 자신감 확인. 12월 CHPS 결과에 관심 필요

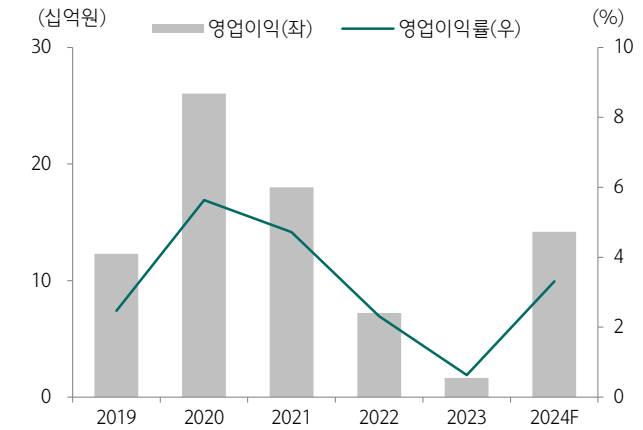
2024년 일반수소발전 입찰시장 175MW 물량 중 127MW를 확보하면서 기존에 언급했던 50% 이상 점유율 목표를 초과 달성했다. 연내 최종 계약을 거친 이후 해당 물량은 2025년 및 2026년에 걸쳐 매출로 반영될 예정이다. 올해 3분기 누적 매출액은 1,502억원으로 전년 동기 대비 소폭 개선된 상황이다. 연간 매출 가이드는 제공하지 않았지만 컨센서스 수준 달성이 기대된다는 점에서 4분기 매출은 2천억원대 중반 수준으로 확대될 수 있다. 주기기 매출이 최소 60MW 이상 인식되어야 하는 상황이며 일부 프로젝트의 PF 지연 우려가 존재하나 소규모 사이트이기 때문에 시장 눈높이 달성에 무리가 없을 전망이다. 현재 일반수소 시장이 2028년까지만 제시되어 있고 후속 물량 지속 가능성에 대해 보수적 관점을 가정할 때 올해 최초 개설되는 청정수소발전 입찰시장에서의 성과가 중요해질 전망이다. 12월 중 낙찰자 발표가 예상되며 결과에 관심을 기울일 필요가 있다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



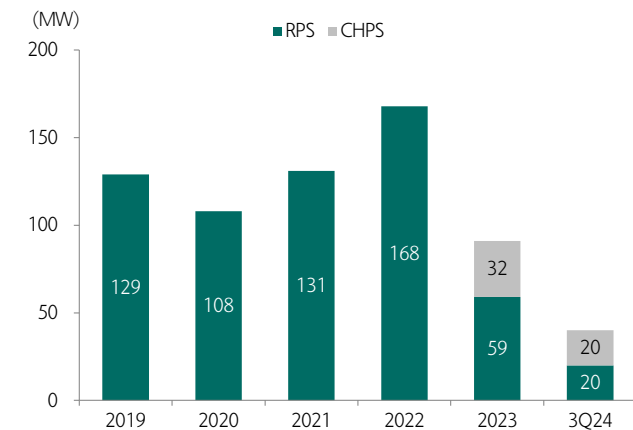
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



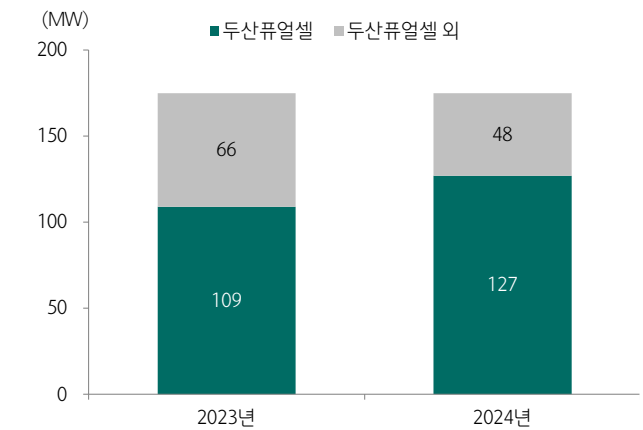
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연도별 신규수주 추이



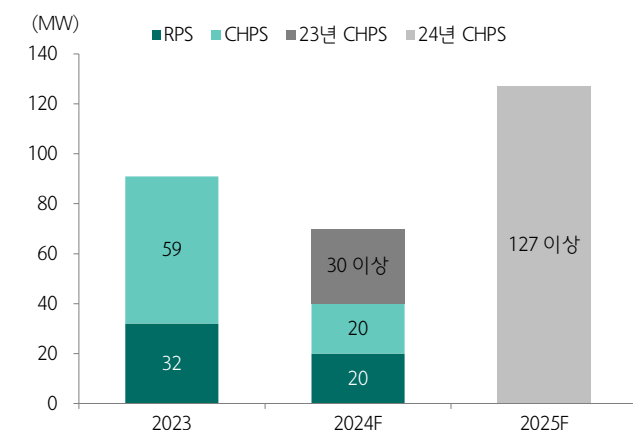
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년~2024년 일반수소발전 입찰시장 결과



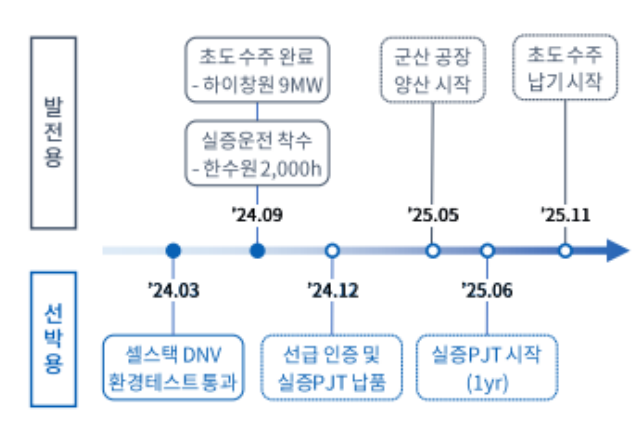
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. SOFC 개발 현황



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	428.6	612.7	641.7
매출원가	267.5	221.3	374.8	533.6	555.6
매출총이익	44.6	39.6	53.8	79.1	86.1
판매비	37.5	37.9	39.6	42.0	44.5
영업이익	7.2	1.6	14.2	37.2	41.5
금융손익	2.8	(13.4)	(11.2)	(12.5)	(12.8)
종속/관계기업손익	(0.4)	1.3	1.3	1.4	1.4
기타영업외손익	(5.3)	(2.1)	1.8	3.2	3.5
세전이익	4.3	(12.5)	6.1	29.3	33.7
법인세	0.4	(4.0)	1.9	7.3	8.4
계속사업이익	3.9	(8.5)	4.2	22.0	25.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.9	(8.5)	4.2	22.0	25.3
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.9	(8.5)	4.2	22.0	25.3
지배주주지분포괄이익	5.1	(10.5)	4.2	22.0	25.3
NOPAT	6.5	1.1	9.7	27.9	31.1
EBITDA	19.6	17.0	32.0	54.3	58.1
성장성(%)					
매출액증가율	(18.17)	(16.40)	N/A	42.95	4.73
NOPAT증가율	(22.62)	(83.08)	N/A	187.63	11.47
EBITDA증가율	(26.32)	(13.27)	N/A	69.69	7.00
영업이익증가율	(60.00)	(77.78)	N/A	161.97	11.56
(지배주주)순이익증가율	(55.17)	적전	N/A	423.81	15.00
EPS증가율	(55.66)	적전	N/A	425.49	15.30
수익성(%)					
매출총이익률	14.29	15.18	12.55	12.91	13.42
EBITDA이익률	6.28	6.52	7.47	8.86	9.05
영업이익률	2.31	0.61	3.31	6.07	6.47
계속사업이익률	1.25	(3.26)	0.98	3.59	3.94

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	47	(104)	51	268	309
BPS	6,394	6,267	6,302	6,570	6,879
CFPS	1,009	854	738	768	812
EBITDAPS	239	208	392	664	710
SPS	3,814	3,188	5,236	7,487	7,840
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	624.47	(223.08)	363.92	69.25	60.06
PBR	4.59	3.70	2.95	2.82	2.70
PCFR	29.09	27.17	25.15	24.17	22.86
EV/EBITDA	118.08	116.01	53.90	31.25	29.03
PSR	7.70	7.28	3.54	2.48	2.37
재무비율(%)					
ROE	0.74	(1.64)	0.81	4.17	4.59
ROA	0.45	(0.81)	0.35	1.86	2.15
ROIC	1.11	0.14	1.15	3.24	3.56
부채비율	96.33	108.88	133.89	115.76	111.51
순부채비율	43.47	64.82	86.17	77.15	71.98
이자보상배율(배)	1.46	0.09	0.73	1.86	2.08

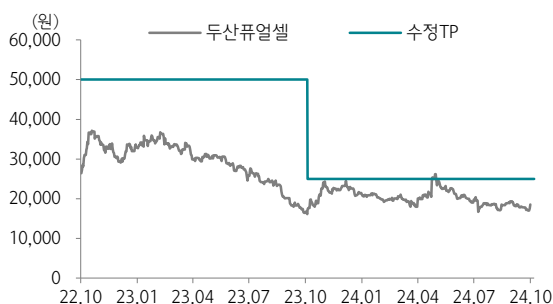
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	675.7	648.1	738.1	696.2	728.3
금융자산	50.9	51.8	26.7	56.2	65.8
현금성자산	31.9	50.2	24.9	55.1	64.6
매출채권	147.8	44.4	196.2	135.4	140.1
재고자산	430.7	460.1	350.3	390.8	404.5
기타유동자산	46.3	91.8	164.9	113.8	117.9
비유동자산	351.2	422.8	467.5	463.4	461.9
투자자산	9.7	11.6	12.3	10.3	10.4
금융자산	7.2	7.8	8.1	7.3	7.4
유형자산	176.3	271.3	296.2	296.1	296.0
무형자산	36.0	34.2	31.8	29.7	28.2
기타비유동자산	129.2	105.7	127.2	127.3	127.3
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,205.6	1,159.6	1,190.2
유동부채	312.7	287.4	415.6	373.0	376.4
금융부채	144.6	186.0	278.3	278.3	278.3
매입채무	85.7	30.5	27.9	19.3	19.9
기타유동부채	82.4	70.9	109.4	75.4	78.2
비유동부채	191.2	270.8	274.5	249.1	251.1
금융부채	133.7	198.1	192.6	192.6	192.6
기타비유동부채	57.5	72.7	81.9	56.5	58.5
부채총계	503.9	558.2	690.1	622.1	627.5
지배주주지분	523.1	512.7	515.5	537.4	562.7
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	476.1	476.1	476.1
자본조정	(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	30.5	52.5	77.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	515.5	537.4	562.7
순금융부채	227.4	332.3	444.2	414.6	405.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(257.7)	7.8	87.5	(9.7)	28.8
당기순이익	3.9	(8.5)	4.2	22.0	25.3
조정	69.0	53.7	32.5	17.1	16.6
감가상각비	12.3	15.4	17.9	17.1	16.6
외환거래손익	(4.9)	(2.0)	(4.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	(1.3)	(0.5)	0.0	0.0
기타	61.2	41.6	19.5	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(330.6)	(37.4)	50.8	(48.8)	(13.1)
투자활동 현금흐름	92.7	(95.7)	(61.4)	(12.4)	(15.2)
투자자산감소(증가)	(4.1)	(0.3)	(11.9)	2.0	(0.2)
자본증가(감소)	(73.8)	(113.9)	(52.5)	(15.0)	(15.0)
기타	170.6	18.5	3.0	0.6	0.0
재무활동 현금흐름	190.8	105.3	83.8	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	193.6	105.8	470.8	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	(0.0)	484.3	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(0.5)	(871.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.8	18.3	(1.2)	30.1	9.5
Unlevered CFO	82.5	69.9	60.4	62.8	66.5
Free Cash Flow	(331.5)	(106.2)	35.1	(24.7)	13.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.2	BUY	25,000		
23.4.28	1년 경과			
22.4.28	BUY	50,000	-33.74%	-18.20%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 10월 30일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.18%	4.39%	0.44%	100%

\* 기준일: 2024년 10월 27일