



두산퓨얼셀

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

2024년 2월 15일

[연료전지 시스템]

최규현, CFA 선임연구원

☎ 02-3772-2665

✉ cgh815@shinhan.com

2023년 Review: 아쉬움을 뒤로 하고...



매수
(유지)



현재주가 (2월 14일)

21,350 원



목표주가

28,000 원 (유지)



상승여력

31.1%

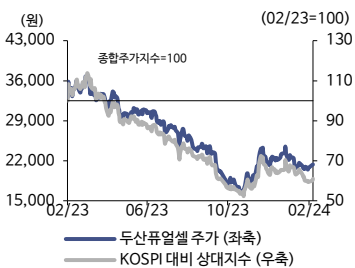
- ◆ 2023년까지 3년 연속 역성장 But 2024년은 회복의 한 해
- ◆ 회복될 본업과 신사업의 결합 → 외형 성장 잠재력 Up!
- ◆ 중·장기 관점에서 매력은 여전하나 시장에 신뢰를 다시 심어야 한다



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

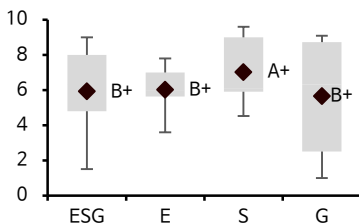
시가총액	1,398.3십억원
발행주식수	65.5백만주
유동주식수	40.2백만주(61.3%)
52 주 최고가/최저가	36,750 원/16,080 원
일평균 거래량 (60 일)	401,500 주
일평균 거래액 (60 일)	8,988 백만원
외국인 지분율	11.88%
주요주주	
두산에너지리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%
절대수익률	
3개월	15.7%
6개월	-16.8%
12개월	-38.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	7.5%
6개월	-18.3%
12개월	-42.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2023년: 3년 연속 외형 역성장. 역성장은 올해가 마지막이기를

2023년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 2,609억원(-16%, 이하 YoY), 16억원(-78%)을 기록했다. 2H23에 확보한 프로젝트 관련 매출 인식이 2024년으로 이월되며 외형 및 이익 모두 감소했다. 2023년 신규 수주 또한 140MW(낙찰 수주 49MW 포함)로 기존 가이던스(248MW) 대비 부진했다. RPS 관련 프로젝트 및 일반 수소 발전 입찰 시장 확보 물량의 수주 지연 영향이 컸던 것으로 추정된다. 일반 수소 입찰 시장 입찰 1·2차에서 총 109MW(M/S 약 62%)를 확보했으나 각종 행정 절차 상 문제(계약서 표준 마련 등)가 발목을 잡았다.

2024년: 결국 본업은 회복하겠으나 여전히 아쉬울 수밖에

2024년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 4,819억원(+85%), 151억원(+826%)을 달성할 전망이다. 기수주 프로젝트 납품 병목 현상의 점진적 해소와 일반 수소 발전 입찰 시장 물량 납품 개시에 따른 외형 및 이익 턴어라운드 시작될 것으로 기대된다. 신규 수주 또한 2023년 대비 증가할 것으로 예상된다. 2024년에는 일반 수소 발전 입찰 시장 2차 물량 개설, 청정 수소 발전 입찰 시장 물량 신규 개설, 분산 에너지 활성화 특별법 시행 등 신규 수주 저변 확대 이벤트가 예정돼 있기 때문이다. 수소 발전 입찰 시장은 준비 기간(일반 2년, 청정 3년) 내 의무 미이행 시 패널티가 부과되며 준비 기간 이후부터는 실제로 발전을 해야 한다. 이런 강제성은 실적 가시성으로 이어질 수밖에 없다.

그럼에도 불구하고 기대해 볼 만한 요소들이 많다

본업만으로는 여전히 아쉽다. 본업의 회복 및 성장 구간 재돌입에 신사업까지 붙여줘야 폭발적인 외형 성장 구간에 진입할 수 있을 것이다. 현재 발전용 및 선박용 SOFC 사업, PEMFC 기반 모빌리티 파워팩(버스부터 시작해 어플리케이션 확장) 사업 등 신사업을 추진 중이며 2025~26년부터 상업화를 통해 힘을 보탬 것으로 기대된다. 본업의 영역 확장 차원에서 해외(중국 등) 사업 추진도 지속되고 있다.

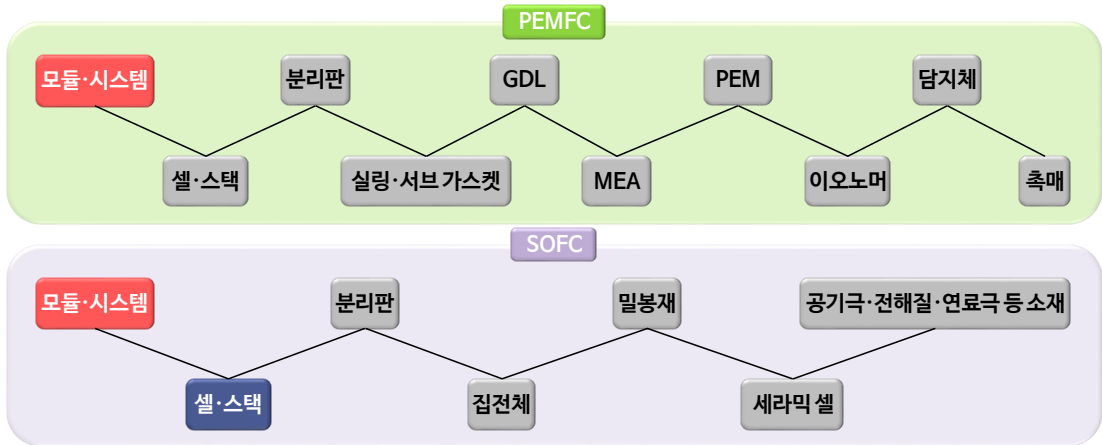
시스템 메이커 Top Pick 유지...숫자로 시장에 믿음을 줘야 한다

투자의견 '매수', 목표주가 2.8만원을 유지한다. 실적 턴어라운드 및 신사업을 통한 영역 확장 고려 시 여전히 중·장기 관점에서의 매력은 충분하다. 2024년은 숫자로 시장에 신뢰를 다시 심어야 하는 한 해다.

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
2023P	260.9	1.6	(8.5)	(104)	6,294	-	114.5	3.7	(1.6)	58.4
2024F	481.9	15.1	2.9	35	6,330	602.9	49.7	3.4	0.6	67.4
2025F	794.1	46.6	23.4	286	6,616	74.6	25.5	3.2	4.4	71.4

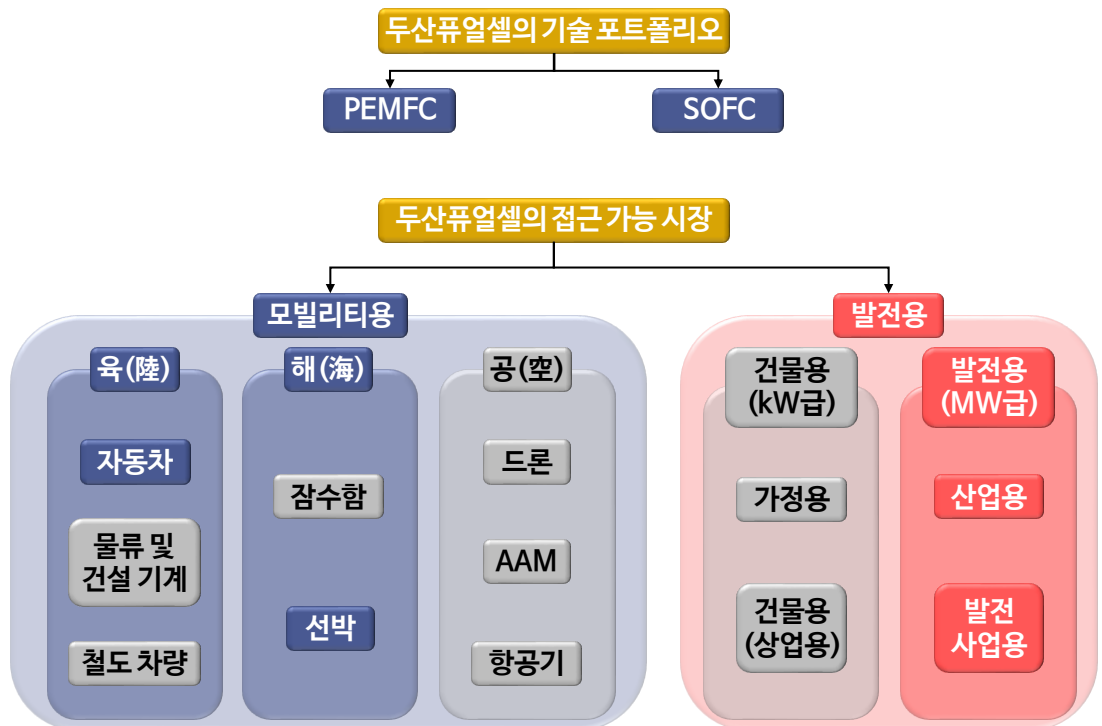
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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 연간 및 4분기 실적 리뷰

(십억원, %, %p)	연간					분기						
	2023P	2022	YoY	컨센서스	신한	4Q23P	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	컨센서스	신한
매출액	260.9	312.1	(16.4)	315.6	353.6	116.2	45.6	154.8	157.2	(26.1)	169.7	208.9
영업이익	1.6	7.2	(77.5)	14.5	10.6	(2.7)	0.7	적전	18.0	적전	11.0	6.2
세전이익	(12.5)	4.3	적전	(12.5)	0.6	(9.2)	(2.9)	적지	7.9	적전	(9.2)	3.9
당기순이익	(8.5)	3.9	적전	(8.5)	3.8	(9.3)	(0.8)	적지	5.6	적전	(9.3)	3.0
영업이익률	0.6	2.3	(1.7)	4.6	3.0	(2.3)	1.5	적전	11.4	적전	6.5	3.0

자료: FnGuide, 회사 자료, 신한투자증권

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P	2024F	2025F	2026F
매출액	51.2	74.1	29.6	157.2	49.9	49.2	45.6	116.2	381.5	312.1	260.9	481.9	794.1	1,085.5
YoY 증감률	(28.9)	33.3	(75.9)	19.8	(2.5)	(33.6)	54.1	(26.1)	(17.4)	(18.2)	(16.4)	84.7	64.8	36.7
QoQ 증감률	(61.0)	44.7	(60.1)	431.1	(68.3)	(1.4)	(7.3)	154.8	-	-	-	-	-	-
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.3	127.3	23.8	18.9	17.0	86.0	287.2	206.2	145.7	357.3	656.2	929.9
YoY %	(45.9)	39.8	(96.5)	19.7	(13.3)	(60.7)	410.5	(32.4)	(27.3)	(28.2)	(29.3)	145.2	83.7	41.7
QoQ %	(74.2)	75.0	(93.1)	3,726.3	(81.3)	(20.8)	(10.1)	406.4	-	-	-	-	-	-
LTSA	23.7	26.0	26.3	29.9	26.0	30.3	28.6	30.2	94.2	105.9	115.2	124.5	137.9	155.6
YoY %	12.2	22.9	(2.9)	20.5	9.7	16.5	8.9	1.1	41.0	12.4	8.7	8.2	10.7	12.9
QoQ %	(4.2)	9.5	1.0	13.7	(12.8)	16.3	(5.5)	5.5	-	-	-	-	-	-
영업이익	(8.7)	0.8	(2.9)	18.0	3.2	0.5	0.7	(2.7)	18.1	7.2	1.6	15.1	46.6	75.7
YoY %	적전	(26.3)	적전	99.7	흑전	(35.7)	흑전	적전	(30.7)	(60.3)	(77.5)	826.1	209.2	62.6
QoQ %	적전	흑전	적전	흑전	(82.3)	(84.0)	30.5	적전	-	-	-	-	-	-
영업이익률	(16.9)	1.1	(9.8)	11.4	6.4	1.0	1.5	(2.3)	4.7	2.3	0.6	3.1	5.9	7.0
EBITDA	(5.9)	3.5	0.0	21.9	7.0	4.4	4.8	0.8	26.7	19.5	17.0	37.5	74.6	110.0
YoY %	적전	16.7	(99.8)	88.4	흑전	24.9	25.5	14.5	(20.0)	(27.0)	(12.7)	120.2	99.0	47.5
QoQ %	적전	흑전	(99.5)	115.8	(68.2)	(36.4)	9.3	(83.5)	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	(11.6)	4.8	0.1	13.9	14.0	9.0	10.6	0.7	7.0	6.3	6.5	7.8	9.4	10.1
세전이익	(4.3)	(0.5)	1.2	7.9	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	18.6	4.3	(12.5)	3.7	30.0	56.9
당기순이익	(2.9)	0.1	1.1	5.6	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	8.7	3.9	(8.5)	2.9	23.4	44.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

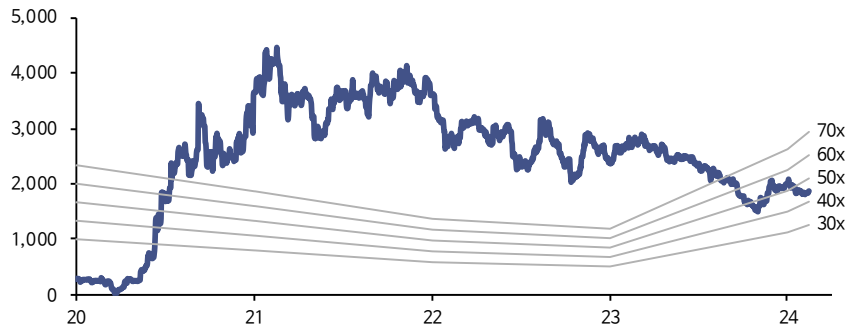
두산퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2025F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	110.0	99.9	22.5	2,247.8	할인율(WACC) 10% / 2025F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				29.2	
③ 순 차입금				325.9	
④ 우선주 시가총액				116.4	
목표 시가총액				1,834.7	(①+②-③-④)
발행 주식 수				65,483	자사주 제외
목표주가				28,000	
현재 주가				21,350	
상승 여력				31.1	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

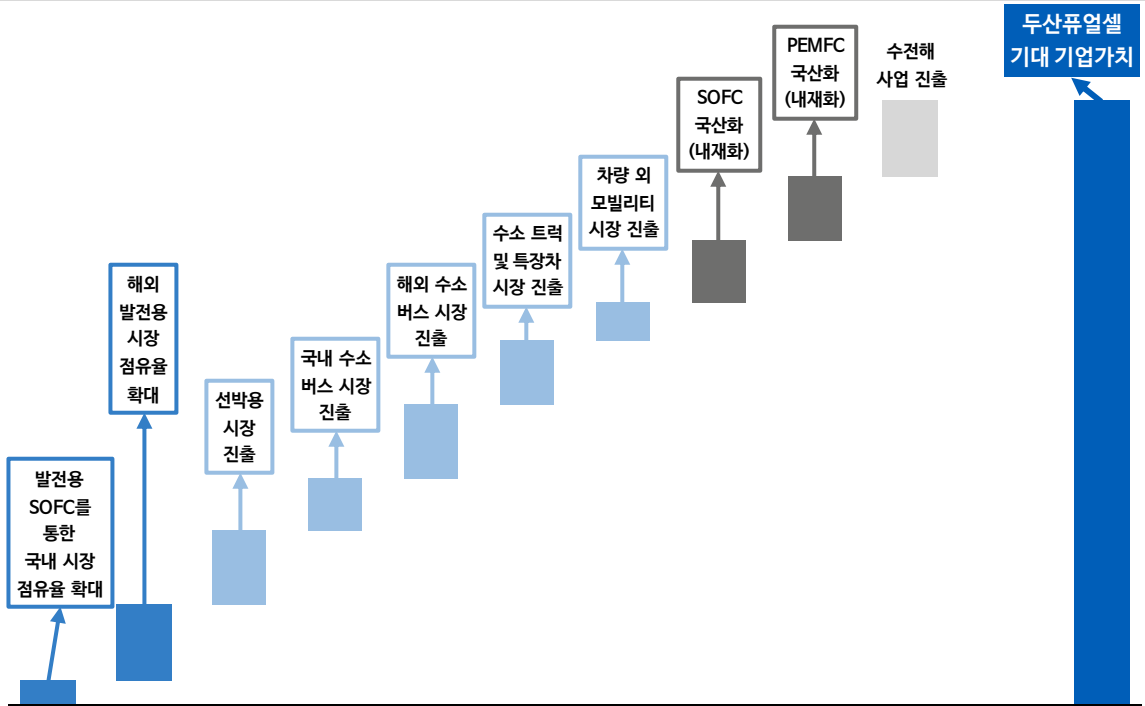
두산퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(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

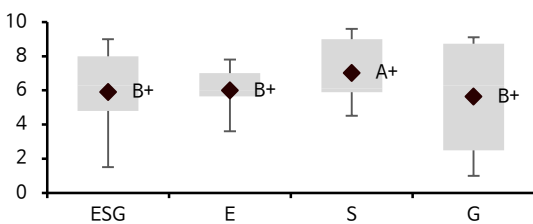
ESG Insight

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

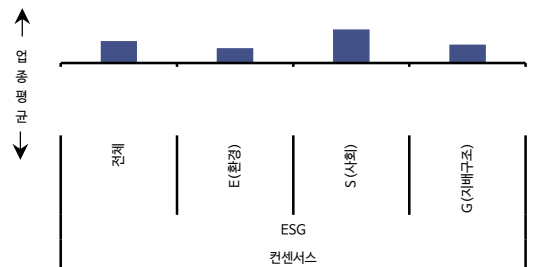
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

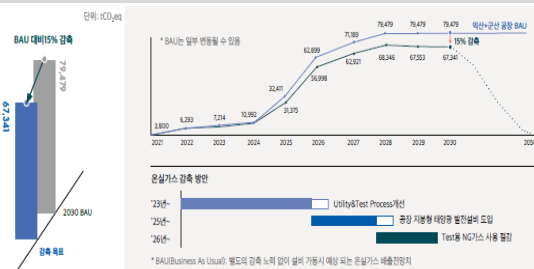
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

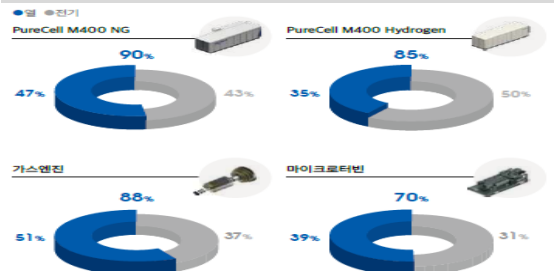
Key Chart

온실가스 배출량 감축 목표(Scope 1+2)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 경제적 가치



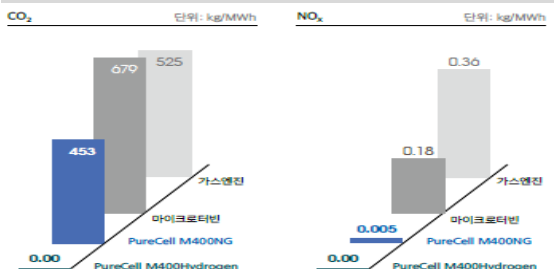
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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	2023P	2024F	2025F
자산총계	698.9	1,026.9	1,034.4	1,154.9	1,222.5
유동자산	498.2	675.7	576.8	659.7	682.1
현금및현금성자산	6.0	31.9	34.6	70.9	39.9
매출채권	29.2	147.8	66.4	124.0	131.4
재고자산	209.0	430.7	422.5	413.2	459.9
비유동자산	200.6	351.2	457.6	495.1	540.4
유형자산	90.9	176.3	263.4	294.3	335.9
무형자산	37.3	36.0	34.3	34.5	35.7
투자자산	7.8	9.7	9.2	9.8	11.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	180.7	503.9	519.2	636.8	681.1
유동부채	77.6	312.7	297.2	325.2	366.8
단기차입금	0.0	64.0	76.5	96.5	104.5
매입채무	16.9	85.7	46.5	77.5	115.0
유동성장기부채	2.9	80.1	101.2	78.7	74.7
비유동부채	103.1	191.2	222.0	311.7	314.3
사채	74.8	97.2	89.7	167.4	167.4
장기차입금(경기금융부채 포함)	7.1	36.5	68.5	78.4	80.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.2	523.1	515.2	518.1	541.5
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.6	477.5	477.5	477.5	477.5
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	28.7	31.6	55.1
지배주주지분	518.2	523.1	515.2	518.1	541.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	84.7	278.3	336.0	421.0	427.1
*순차입금(순현금)	(102.4)	227.4	300.8	349.3	386.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(140.1)	(257.7)	25.2	10.1	34.9
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	2.9	23.4
유형자산상각비	7.0	9.6	12.3	19.1	23.4
무형자산상각비	1.6	2.7	3.1	3.4	4.7
외화환산손실(이익)	(5.2)	(4.9)	(5.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(1.6)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	0.4	(0.9)	(1.3)	(1.3)
운전자본변동	(187.9)	(330.6)	(0.8)	(13.9)	(15.2)
(법인세납부)	(8.8)	(6.1)	(3.4)	(0.8)	(6.6)
기타	44.3	68.9	28.4	0.7	6.5
투자활동으로인한현금흐름	42.1	92.7	(80.0)	(58.8)	(72.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(34.9)	(73.8)	(120.0)	(50.0)	(65.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(5.3)	(2.3)	(1.6)	(3.5)	(5.9)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	1.5	0.6	0.1
기타	82.3	168.8	40.1	(5.9)	(1.2)
FCF	(158.9)	(276.4)	(68.1)	(31.3)	(16.2)
재무활동으로인한현금흐름	(28.3)	190.8	56.0	85.0	6.1
차입금의증가(감소)	(24.3)	193.6	(10.6)	85.0	6.1
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)	66.6	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)	(0.0)	1.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(126.4)	25.8	2.8	36.3	(30.9)
기초현금	132.4	6.0	31.9	34.6	70.9
기말현금	6.0	31.9	34.6	70.9	40.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	381.4	312.1	260.9	481.9	794.1
증감률 (%)	(17.4)	(18.2)	(16.4)	84.7	64.8
매출원가	333.2	267.5	228.6	408.5	654.1
매출총이익	48.2	44.7	32.3	73.4	140.0
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	12.4	15.2	17.6
판매관리비	30.2	37.5	30.6	58.4	93.4
영업이익	18.0	7.2	1.6	15.1	46.6
증감률 (%)	(30.9)	(59.9)	(77.5)	826.1	209.2
영업이익률 (%)	4.7	2.3	0.6	3.1	5.9
영업외손익	0.6	(2.9)	(14.1)	(11.3)	(16.5)
금융손익	(0.1)	2.8	(9.7)	(9.0)	(14.3)
기타영업외손익	0.9	(5.3)	(5.4)	(3.6)	(3.6)
종속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.4)	0.9	1.3	1.3
세전계속사업이익	18.6	4.3	(12.5)	3.7	30.0
법인세비용	9.9	0.4	(4.0)	0.8	6.6
계속사업이익	8.7	3.9	(8.5)	2.9	23.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	2.9	23.4
증감률 (%)	(38.7)	(55.6)	적전	혹전	708.0
순이익률 (%)	2.3	1.2	(3.3)	0.6	2.9
(지배주주)당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	2.9	23.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	7.5	5.1	(8.0)	2.9	23.4
(지배주주)총포괄이익	7.5	5.1	(8.0)	2.9	23.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.6	19.6	17.0	37.5	74.6
증감률 (%)	(20.1)	(26.6)	(13.1)	120.5	99.0
EBITDA 이익률 (%)	7.0	6.3	6.5	7.8	9.4

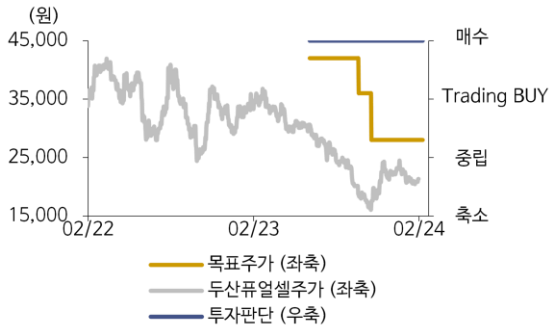
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	106	47	(104)	35	286
EPS (지배순이익, 원)	106	47	(104)	35	286
BPS (자본총계, 원)	6,331	6,391	6,294	6,330	6,616
BPS (지배지분, 원)	6,331	6,391	6,294	6,330	6,616
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	451.8	621.7	-	602.9	74.6
PER (지배순이익, 배)	451.8	621.7	-	602.9	74.6
PBR (자본총계, 배)	7.6	4.6	3.7	3.4	3.2
PBR (지배지분, 배)	7.6	4.6	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA (배)	123.4	118.1	114.5	49.7	25.5
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	6.5	7.8	9.4
영업이익률 (%)	4.7	2.3	0.6	3.1	5.9
순이익률 (%)	2.3	1.2	(3.3)	0.6	2.9
ROA (%)	1.2	0.4	(0.8)	0.3	2.0
ROE (지배순이익, %)	1.7	0.7	(1.6)	0.6	4.4
ROIC (%)	2.3	0.9	(0.0)	1.5	4.5
안정성					
부채비율 (%)	34.9	96.3	100.8	122.9	125.8
순차입금비율 (%)	(19.8)	43.5	58.4	67.4	71.4
현금비율 (%)	7.7	10.2	11.6	21.8	10.9
이자보상배율 (배)	3.6	1.5	0.1	0.8	2.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.1	0.9	0.6	1.1	1.7
재고자산회수기간 (일)	153.7	374.0	596.9	316.5	200.7
매출채권회수기간 (일)	48.5	103.5	149.8	72.1	58.7

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 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 02월 13일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------