

두산퓨얼셀 (336260)

3Q24 Review: 이제 시선은 2025년으로

2024년 10월 30일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	26,000 원 (유지)
✓ 상승여력	40.1%	✓ 현재주가 (10월 29일)	18,560 원

[신에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원
✉ cgh815@shinhan.com

신한생각 연간 외형 앞자리 4 가능성 Up, 2025년 눈높이가 중요

신에너지(수소) 최선호주 유지. 연간 외형 4천억원대 재진입에 대한 자신감 有. 업계의 요구가 반영된 IRA Section 45V 지침 최종안 연내 발표 시 2022년 IRA 발표 때처럼 단기 반등 가능하다 판단. 단기 반등에 그치지 않고 상승 추세로의 전환을 위해서는 2025년 실적 눈높이가 매우 중요

3Q24 Review: 주기기 매출 부진으로 외형, 이익 모두 컨센서스 하회

[3분기 실적] 전사 매출액, 영업이익 각각 320억원(-29.7%, 이하 YoY), -30억원(적자전환) 기록. 주기기 매출 부진(31억원, -94.2% QoQ) 영향이 컸음. 매출 형태가 1분기와 유사하나 신사업 투자로 인한 늘어나고 있는 고정비 부담이 본격적으로 반영되며 영업적자를 기록한 것으로 추정

[2024년 실적] 전사 매출액, 영업이익 각각 4,039억원(+54.8%), 82억원(+394.8%) 전망. 2023년 낙찰 CHPS항 물량이 본격적으로 납품될 것으로 기대. 신규 수주는 기존 100~150MW 수준에서 70~80MW(CHPS 50 + RPS 20 + α) 수준으로 하향 조정. 이는 2024년 CHPS 입찰 재공고 이슈로 전체 일정이 지연된 것에 기인. 금번 낙찰 물량 127MW는 2025~26년 실적에 반영될 전망. 2024~25년 중 RPS 물량 추가 수주 가능성 有

[특이 사항(신사업 등)] 상품 재고 소진 지속을 통한 마진 개선 가능. 2025년부터 수소 버스 사업 본격화(연간 100대 판매 가정 시 500~800억원 외형 가능). 1H25 중 SOFC 양산 예정(50MW 100% 가동 시 2,000~2,500억원 외형 가능). 핵심 부품인 셀·스택 판매 BM에 주목할 필요 有

Valuation & Risk

투자이견 '매수', 목표주가 2.6만원 유지. 12개월 선행 EV/EBITDA 31배 수준. 현금 흐름 개선으로 부채 비율도 100% 내외로 관리 가능할 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	312.1	7.2	3.9	621.7	0.7	4.6	118.1	-
2023	260.9	1.6	(8.5)	-	(1.6)	3.7	116.0	-
2024F	403.9	8.2	(9.0)	-	(1.8)	3.0	56.6	-
2025F	571.2	26.9	7.6	199.5	1.5	3.0	28.7	-
2026F	685.7	43.3	23.1	65.8	4.4	2.8	19.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

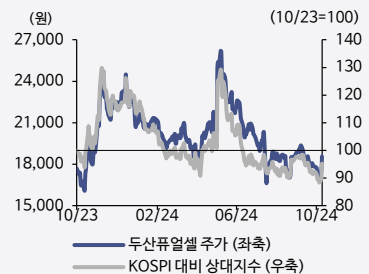
시가총액	1,215.6십억원
발행주식수(유동비율)	65.5백만주(61.3%)
52주 최고가/최저가	26,200 원/16,080 원
일평균 거래액 (60일)	3,349백만원
외국인 지분율	12.4%

주요주주 (%)

두산에너지빌리티 외 14인	37.8
국민연금공단	6.5

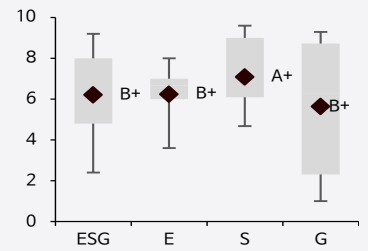
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.1)	(5.9)	12.8	(20.9)
상대	(3.0)	(0.6)	(0.7)	(19.3)

주가



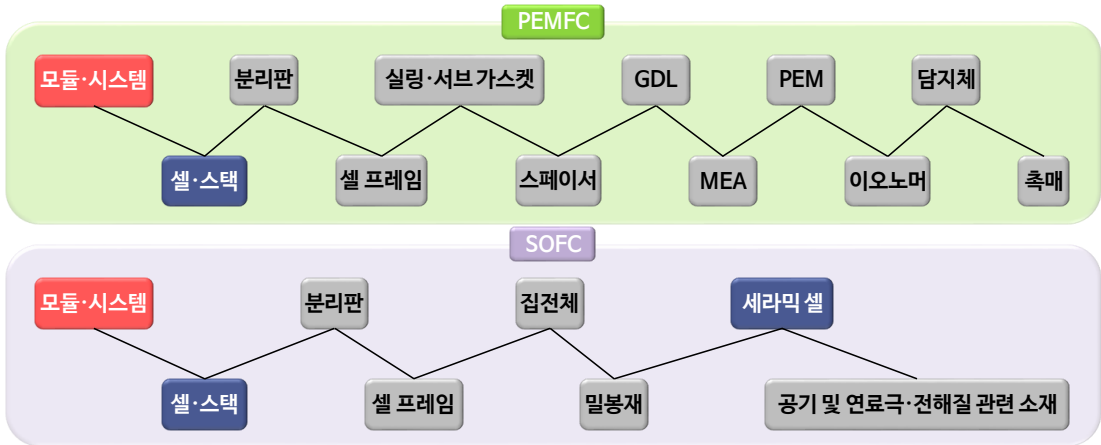
ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



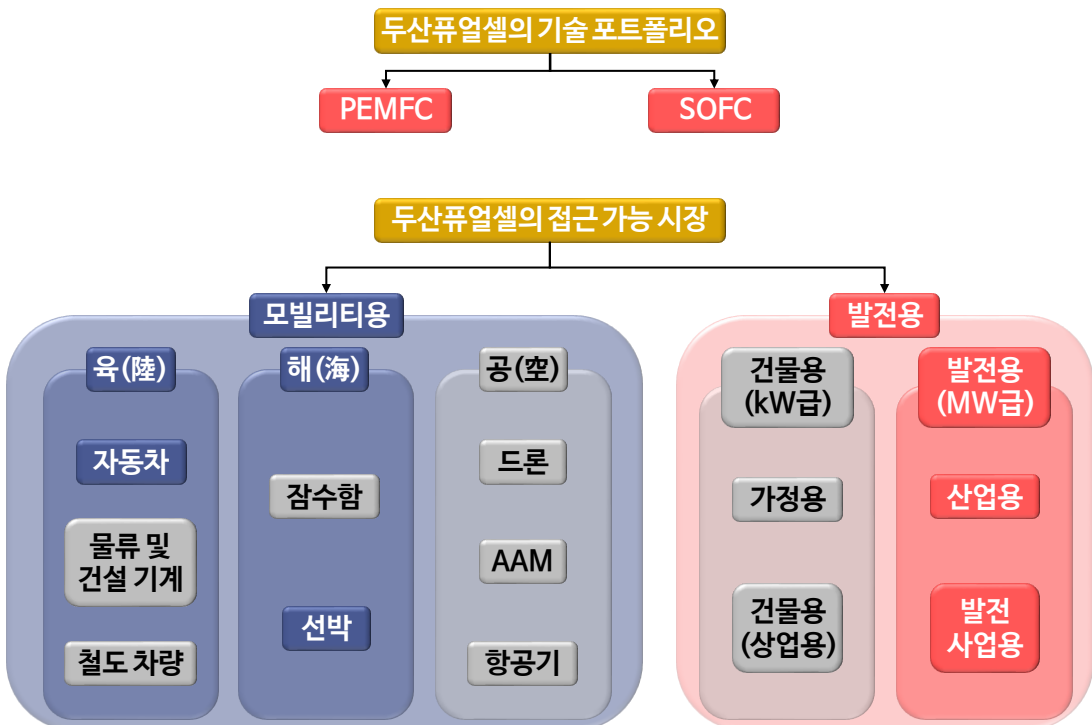
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

PEMFC 및 SOFC Value Chain 구성 요소 중 두산퓨얼셀의 사업화 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정 / 주: 1) Value Chain 구성 요소는 임의로 구분. 현재 관련 사업을 영위 중이거나 혹은 사업화를 계획 중인 것으로 추정되는 구성 요소를 빨간색 및 남색으로 음영 처리(빨간색은 Value Chain 상 해당 업체의 정체성을 의미), 2) 똑같은 기술에 기반한 제품을 생산할 경우에도 개별 업체마다 활용하는 구성 요소는 충분히 상이할 수 있음

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 2024년 3분기 실적 리뷰

(십억원, %, %p)	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	컨센서스
매출액	32.0	45.6	(29.8)	86.5	(63.0)	104.7
영업이익	(3.0)	0.7	적전	2.2	적전	6.4
영업이익률	(9.3)	1.5	(10.8)	2.5	(11.8)	6.2

자료: FnGuide, 회사 자료, 신한투자증권

두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	32.0	253.7	312.1	260.9	403.9	571.2	685.7	807.8
YoY 증감률	(2.5)	(33.6)	54.1	(26.1)	(36.5)	75.8	(29.7)	118.3	(18.2)	(16.4)	54.8	41.4	20.0	17.8
QoQ 증감률	(68.3)	(1.4)	(7.3)	154.8	(72.7)	172.9	(63.0)	692.7	-	-	-	-	-	-
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.1	53.9	3.1	228.7	206.2	145.7	285.7	447.9	556.9	672.2
YoY 증감률	(13.3)	(60.7)	410.5	(32.5)	(99.7)	185.1	(81.7)	166.1	(28.2)	(29.4)	96.2	56.8	24.3	20.7
QoQ 증감률	(81.3)	(20.8)	(10.1)	406.1	(99.9)	70761.8	(94.2)	7,277.1	-	-	-	-	-	-
LTSA	26.0	30.3	28.6	30.3	31.6	32.6	28.9	25.0	105.9	115.2	118.1	123.3	128.8	135.7
YoY 증감률	9.7	16.5	8.9	1.3	21.4	7.7	1.0	(17.5)	12.4	8.8	2.5	4.4	4.4	5.3
QoQ 증감률	(12.8)	16.3	(5.5)	5.8	4.4	3.2	(11.4)	(13.6)	-	-	-	-	-	-
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	1.7	2.2	(3.0)	7.4	7.2	1.7	8.2	26.9	43.3	64.6
YoY 증감률	흑전	(35.7)	흑전	적전	(47.9)	329.1	적전	흑전	(60.3)	(76.9)	394.8	228.6	60.8	49.3
QoQ 증감률	(82.3)	(84.0)	30.5	적전	흑전	31.4	적전	흑전	-	-	-	-	-	-
영업이익률	6.4	1.0	1.5	(2.3)	5.2	2.5	(9.3)	2.9	2.3	0.6	2.0	4.7	6.3	8.0
EBITDA	7.0	4.4	4.8	0.8	6.3	6.6	2.0	12.6	19.5	17.1	27.5	52.9	76.5	99.4
YoY 증감률	흑전	24.9	25145	(96.2)	(9.9)	49.3	(58.7)	1,413.0	(27.0)	(12.6)	61.1	92.7	44.5	30.0
QoQ 증감률	(68.2)	(36.4)	9.3	(82.8)	653.4	5.4	(69.7)	529.6	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	14.0	9.0	10.6	0.7	19.8	7.6	6.3	5.0	6.3	6.5	6.8	9.3	11.2	12.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

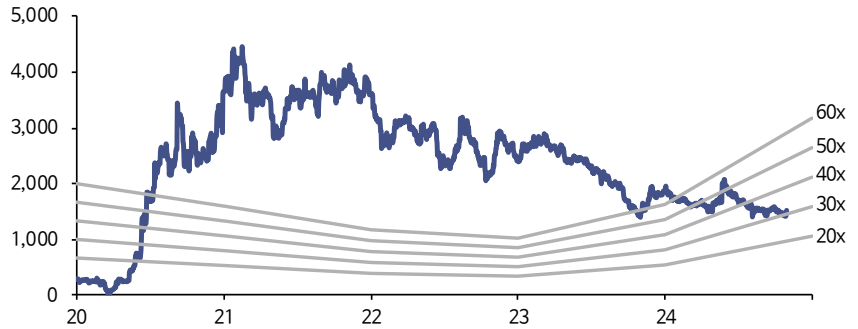
두산퓨얼셀 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2027F EBITDA	2025F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	99.4	81.9	26.2	2,146.5	- 할인율[WACC(가중 평균 자본 비용)] 10% - 연료전지 동종 업체 2025년 예상 멀티플 평균
② 자산 가치				7.0	
③ 순 차입금				353.6	
④ 우선주 시가총액				96.7	
목표 시가총액				1,703.2	(①+②-③-④)
발행 주식 수				65,483	자사주 제외
목표주가				26,000	
현재 주가				18,560	
상승 여력				40.1	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

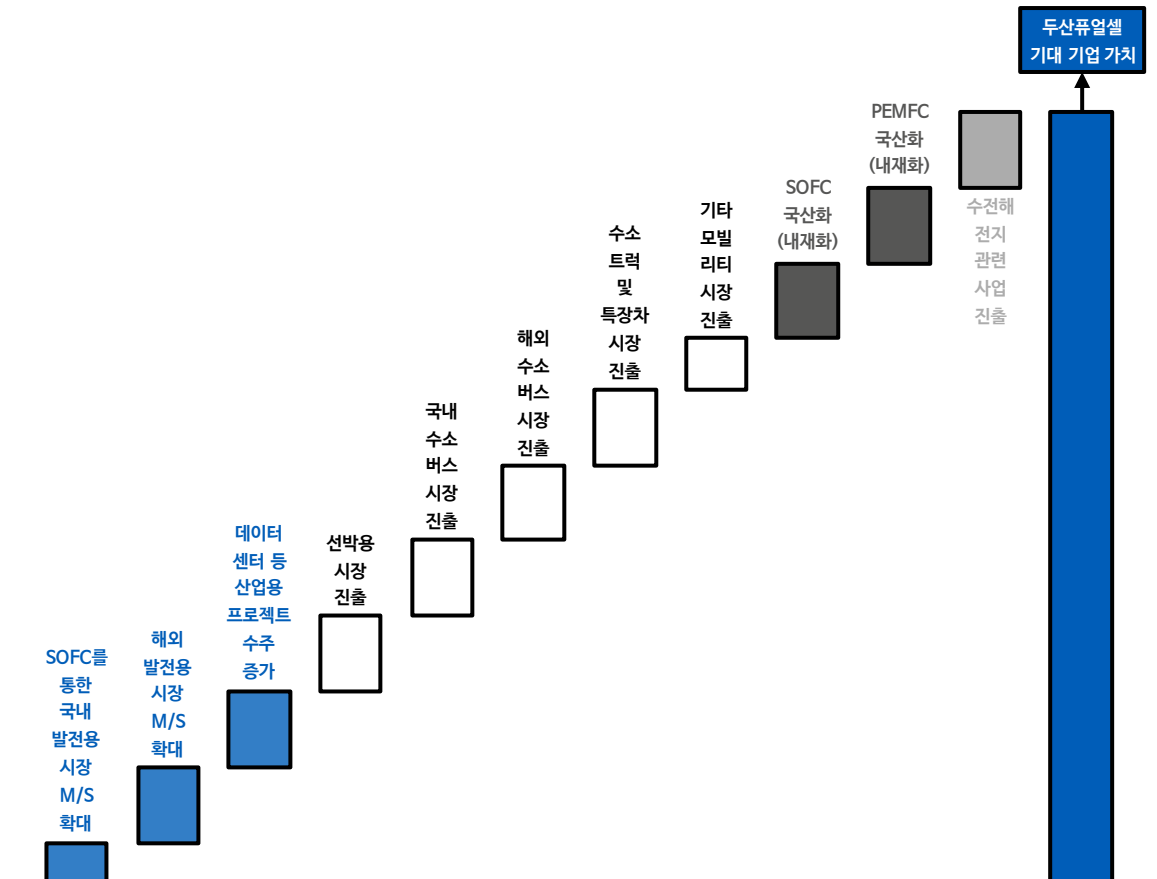
두산퓨얼셀 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(십억원)



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



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

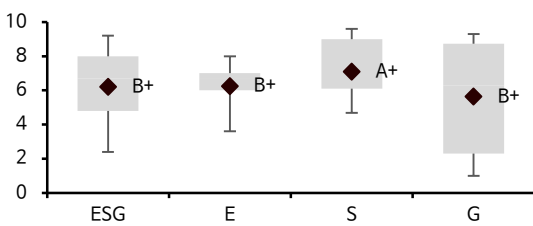
ESG Insight

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

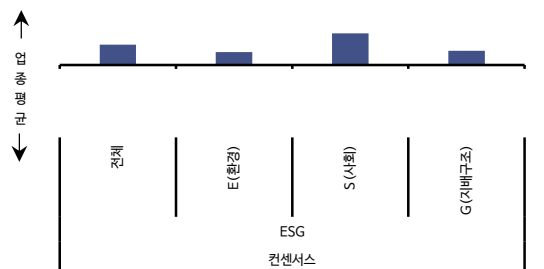
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

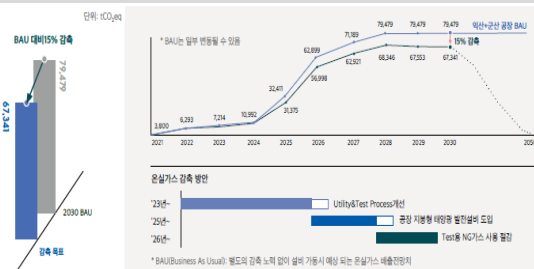
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

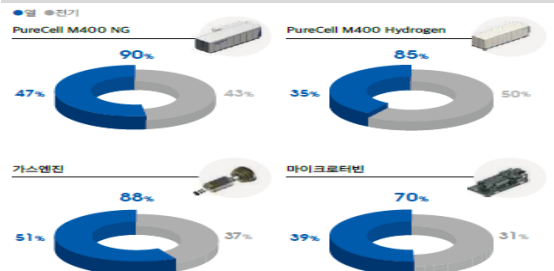
Key Chart

온실가스 배출량 감축 목표(Scope 1+2)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 제품 및 기술 확대: 경제적 가치



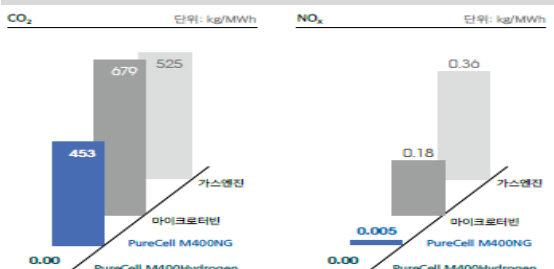
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,105.8	1,054.6	1,081.5
유동자산	675.7	648.1	641.9	574.2	599.3
현금및현금성자산	31.9	50.2	167.1	75.5	109.7
매출채권	147.8	44.4	134.6	142.8	137.1
재고자산	430.7	460.1	269.2	285.6	274.3
비유동자산	351.2	422.8	463.9	480.4	482.2
유형자산	176.3	271.3	355.1	362.7	364.2
무형자산	36.0	34.2	31.5	27.9	23.1
투자자산	9.7	11.6	9.7	10.3	10.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	503.9	558.2	602.2	543.4	547.2
유동부채	312.7	287.4	266.3	267.7	270.6
단기차입금	64.0	60.0	60.0	30.0	20.0
매입채무	85.7	30.5	89.9	127.2	152.7
유동성장기부채	80.1	126.0	46.0	36.0	26.0
비유동부채	191.2	270.8	336.0	275.7	276.6
사채	97.2	70.8	193.2	143.2	143.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	36.5	127.3	92.3	72.3	72.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	503.6	511.2	534.3
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	17.3	24.9	48.0
지배주주지분	523.1	512.7	503.6	511.2	534.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	278.3	384.1	391.5	281.5	261.5
*순차입금(순현금)	227.4	332.3	223.7	205.1	150.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(257.7)	7.8	168.2	60.5	88.5
당기순이익	3.9	(8.5)	(9.0)	7.6	23.1
유형자산상각비	9.6	12.3	16.2	22.4	28.4
무형자산상각비	2.7	3.1	2.7	3.6	4.8
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)	(0.4)	(0.6)	(0.8)
운전자본변동	(330.6)	(37.4)	158.7	27.5	33.0
(법인세납부)	(6.1)	(3.3)	2.5	(2.1)	(6.5)
기타	68.9	44.9	(2.5)	2.1	6.5
투자활동으로인한현금흐름	92.7	(95.7)	(58.5)	(42.0)	(34.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(73.8)	(113.9)	(100.0)	(30.0)	(30.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(2.3)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	2.4	0.1	0.7
기타	168.8	19.5	39.1	(12.1)	(4.9)
FCF	(276.4)	(136.1)	107.0	34.5	69.1
재무활동으로인한현금흐름	190.8	105.3	7.4	(110.0)	(20.0)
차입금의 증가(감소)	193.6	38.2	7.4	(110.0)	(20.0)
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	(0.1)	0.0
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	117.0	(91.7)	34.2
기초현금	6.0	31.9	50.2	167.2	75.5
기말현금	31.9	50.2	167.2	75.5	109.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

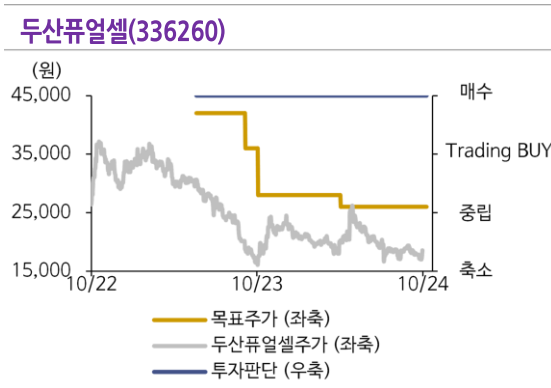
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	403.9	571.2	685.7
증감률 (%)	(18.2)	(16.4)	54.8	41.4	20.0
매출원가	267.5	221.3	336.4	476.2	562.1
매출총이익	44.7	39.5	67.5	95.0	123.6
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	16.7	16.6	18.0
판매관리비	37.5	37.9	59.3	68.0	80.3
영업이익	7.2	1.6	8.2	26.9	43.3
증감률 (%)	(59.9)	(77.3)	399.0	228.6	60.8
영업이익률 (%)	2.3	0.6	2.0	4.7	6.3
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(19.8)	(17.2)	(13.7)
금융손익	2.8	(13.4)	(16.7)	(13.6)	(11.0)
기타영업외손익	(5.3)	(2.1)	(3.5)	(4.1)	(3.5)
중속 및 관계기업관련손익	(0.4)	1.3	0.4	0.6	0.8
세전계속사업이익	4.3	(12.5)	(11.6)	9.8	29.6
법인세비용	0.4	(4.0)	(2.5)	2.1	6.5
계속사업이익	3.9	(8.5)	(9.0)	7.6	23.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.9	(8.5)	(9.0)	7.6	23.1
증감률 (%)	(55.6)	작전	적지	흑전	203.3
순이익률 (%)	1.2	(3.3)	(2.2)	1.3	3.4
(지배주주)당기순이익	3.9	(8.5)	(9.0)	7.6	23.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	5.1	(10.5)	(9.0)	7.6	23.1
(지배주주)총포괄이익	5.1	(10.5)	(9.0)	7.6	23.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	19.6	17.0	27.1	52.9	76.5
증감률 (%)	(26.6)	(12.8)	59.2	95.1	44.5
EBITDA 이익률 (%)	6.3	6.5	6.7	9.3	11.2

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	47	(104)	(110)	93	282
EPS (지배순이익, 원)	47	(104)	(110)	93	282
BPS (자본총계, 원)	6,391	6,264	6,153	6,246	6,528
BPS (지배지분, 원)	6,391	6,264	6,153	6,246	6,528
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	621.7	-	-	199.5	65.8
PER (지배순이익, 배)	621.7	-	-	199.5	65.8
PBR (자본총계, 배)	4.6	3.7	3.0	3.0	2.8
PBR (지배지분, 배)	4.6	3.7	3.0	3.0	2.8
EV/EBITDA (배)	118.1	116.0	56.6	28.7	19.1
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	6.7	9.3	11.2
영업이익률 (%)	2.3	0.6	2.0	4.7	6.3
순이익률 (%)	1.2	(3.3)	(2.2)	1.3	3.4
ROA (%)	0.4	(0.8)	(0.8)	0.7	2.2
ROE (지배순이익, %)	0.7	(1.6)	(1.8)	1.5	4.4
ROIC (%)	0.9	(0.5)	1.3	2.8	4.8
안정성					
부채비율 (%)	96.3	108.9	119.6	106.3	102.4
순차입금비율 (%)	43.5	64.8	44.4	40.1	28.2
현금비율 (%)	10.2	17.5	62.8	28.2	40.5
이자보상배율 (배)	1.5	0.1	0.4	1.5	3.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	0.9	0.5	1.0	1.8	2.3
재고자산회수기간 (일)	374.0	623.2	329.6	177.3	149.0
매출채권회수기간 (일)	103.5	134.4	80.9	88.6	74.5

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 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 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 10월 28일 기준)

매수 (매수)	94.64%	Trading BUY (중립)	3.45%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------