

두산퓨얼셀 (336260. KS)

주기기 매출 예상보다 조기에 시작

투자의견

BUY(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

18,980 원(07/26)

시가총액

1,243(십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 2분기 별도 기준 매출액, 영업이익 865억원, 29억원으로 컨센서스(각각 584억원, 16억원) 상회
- 2023년 수주된 물량 중 CHP와 RPS 프로젝트항 주기기 매출 일부가 하반기에서 2분기로 조기에 인식
- 연간 매출, 영업이익 4,071억원, 175억원 예상. 2023년 2,609억원, 16억원 대비 턴어라운드 시작
- 현재까지 89MW의 수주 확보한 상태이고, 하반기 입찰 시장 물량 추가되면 170MW 수준의 수주 가능 예상
- 차세대 수소 전소 모델 개발 완료. 기존 모델 대비 출력 25% 상승, 제조원가 5~7% 절감해 수주경쟁력 높아져
- 청정수소발전 입찰시장, 분산전원법, 수소도시 사업 등 정부의 육성 정책 기조는 지속되고 있어
- 수소버스 사업(100% 자회사인 하이엑시움모터스 통해)도 연내에 시작될 예정이어서 사업 다각화도 기대
- 상장 된 글로벌 수소 업체들 중 동사처럼 흑자기조를 유지하고 있는 업체 드물어. 글로벌 수소 산업은 태동기에 불과해서 중장기 투자 매력 높아. 투자의견 BUY와 목표주가 35,000원 유지

주가(원,07/26)	18,980
시가총액(십억원)	1,243

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	28,050원
최저가	16,050원
52주 일간 Beta	0.91
60일 일평균거래대금	250억원
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(2024F)	0.0%

주주구성	
두산에너지빌리티 (외 15인)	37.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-11.0	-21.5	-31.0
절대기준	-13.1	-11.3	-25.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(24)	17.5	18.5	▼
영업이익(25)	27.3	35.9	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	260.9	407.1	530.7	713.7
영업이익	1.6	17.5	27.3	47.7
세전손익	(12.5)	6.4	16.4	36.8
당기순이익	(8.5)	5.3	12.8	28.7
EPS(원)	(130)	80	196	438
증감률(%)	적전	흑전	143.6	124.2
PER(배)	-	236.4	97.1	43.3
ROE(%)	(1.6)	1.0	2.4	5.3
PBR(배)	3.7	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA(배)	116.0	43.8	35.8	25.6

자료: 유진투자증권



2 분기 기자재 매출 인식 빨라지며 컨센서스 상회	두산퓨얼셀의 개별기준 2 분기 매출액과 영업이익은 865 억원, 29 억원으로 컨센서스 (584 억원, 16 억원)를 상회했다. 지난 해 수주한 입찰과 RPS 물량 중 일부 프로젝트의 기자재 공급 매출 인식이 하반기에서 2 분기로 당겨진 것이 실적 호전의 이유였다. 3 분기는 2 분기와 유사한 수준의 매출인식이 예상되고, 4 분기에 큰 폭으로 실적이 개선될 것으로 예상된다.
3 분기에 확정될 입찰 결과가 중요	동사는 지난 해 사실상 확보한 수주 중 69MW 가 올해로 이연되었고, 상반기에 20MW 의 신규 수주를 기록했다. 이르면 8 월에는 올해 입찰 시장에서 낙찰받은 프로젝트들이 확정된다. 170~180MW 중 두산퓨얼셀은 50% 이상의 점유율을 목표로 하고 있다. 수소전소 모델 개발 완료로 기존 기기 대비 출력을 25% 상향하면서 원가는 5~7% 낮춘 제품을 공급할 수 있는 점은 긍정적이라고 판단된다. 50% 이상의 수주를 받으면 동사의 2024 년 수주는 170MW 를 달성할 수 있다. 지난 해 수주물량은 91MW 였다,
글로벌 수소산업은 태동기에 진입 중장기 투자에 적합	유럽과 미국에서 REPowerEU, IRA, 인프라부양안으로 수소 생산 인프라에 대한 정책지원이 확정되면서 실제 프로젝트들이 속속 확정되고 있다. 이 지역들에서 초기 인프라의 윤곽이 드러나는 2020 년대 후반이 지나면 수소산업 전반이 성장 초기 국면에 진입할 것으로 판단된다. 2030 년대에는 교통, 보조발전, 산업용 수소사용이 급격히 증가하는 본격적인 성장기가 도래할 것이다. 두산퓨얼셀은 상장된 글로벌 수소 업체들 중 흑자를 기록하고 있는 소수 중 하나이다. PAFC 를 이용한 발전사업에서, PEMFC, SOFC 를 통해 대중량 교통부문으로 영역을 확장하고 있다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35,000 원을 유지한다.

도표 1. 분기실적 추정(별도기준, 수정 후)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24P	3Q24F	4Q24F
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	92.0	196.9
YoY(%)	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)	(36.5)	75.9	101.8	69.4
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.1	53.8	58.0	161.0
장기유지보수서비스	26.0	30.3	28.6	30.3	31.6	32.7	34.0	35.9
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.0	74.6	79.2	176.2
매출총이익	13.0	9.5	10.0	7.0	11.7	11.9	12.8	20.7
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	9.7	9.0	9.8	11.1
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	2.0	2.9	3.0	9.6
YoY(%)	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환	(0.4)	4.9	3.5	(4.6)
영업이익률	6.4	1.0	1.4	(2.3)	6.3	3.4	3.2	4.9
영업외손익	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.6)	(2.2)	(2.4)	(1.5)	(5.0)
세전이익	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	(0.2)	0.5	1.5	4.6
법인세	(0.1)	(1.9)	(2.1)	0.0	(0.3)	0.1	0.3	1.0
당기순이익	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	0.1	0.4	1.2	3.6

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(별도기준, 수정 전)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24P	3Q24F	4Q24F
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	57.9	91.0	219.9
YoY(%)	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)	(36.5)	17.7	99.6	89.2
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.2	25.0	55.0	181.0
장기유지보수서비스	26.0	30.3	28.6	30.3	31.5	32.9	36.0	38.9
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.3	46.0	77.2	194.6
매출총이익	13.0	9.5	10.0	7.0	11.3	11.9	13.8	25.3
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	9.7	10.2	11.3	12.6
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	1.6	1.7	2.5	12.7
YoY(%)	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환	(0.5)	2.4	2.8	(5.7)
영업이익률	6.4	1.0	1.4	(2.3)	5.2	2.9	2.8	5.8
영업외손익	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.6)	(2.2)	(3.0)	(1.5)	(5.0)
세전이익	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	(0.6)	(1.3)	1.0	7.7
법인세	(0.1)	(1.9)	(2.1)	0.0	0.3	(0.3)	0.2	1.7
당기순이익	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	(0.2)	(1.0)	0.8	6.0

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	407.1	530.7	713.7
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	56.0	30.4	34.5
연료전지 주기기	206.2	145.7	272.9	361.0	525.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	134.2	169.7	188.7
매출원가	267.5	221.3	350.1	461.1	619.4
매출총이익	44.7	39.5	57.0	69.6	94.3
판매비	37.5	37.9	39.6	42.3	46.6
영업이익	7.2	1.6	17.5	27.3	47.7
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	963.2	56.5	74.7
영업이익률	2.3	0.6	4.3	5.1	6.7
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(11.1)	(10.9)	(10.9)
세전이익	4.3	(12.5)	6.4	16.4	36.8
법인세	0.4	(4.0)	1.1	3.6	8.1
당기순이익	3.9	(8.5)	5.3	12.8	28.7
목표주가 기준 PER			436.0	179.0	79.8

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 4. PeerGroup Valuation

(백만달러, 십억원, 배, %)	두산퓨얼셀	평균	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	PLUG POWER	BALLARD POWER	MCPHY ENERGY
국가	KR		US	BT	BT	US	CA	FR
2024-07-26	18,980		14.5	0.7	2.8	2.5	2.3	2.9
시가총액	1,243.1		3,294.1	427.2	545.8	2,045.0	688.6	84.6
PSR	FY23A	3.1	21.5	2.4	91.9	15.8	3.0	10.8
	FY24F	2.3	6.9	2.3	19.9	8.2	2.2	6.2
	FY25F	1.7	3.9	1.9	7.1	7.4	1.5	4.3
	FY26F	36.0	2.6	1.5	3.6	5.9	1.2	2.8
PBR	FY23A	3.7	2.2	6.6	1.6	2.0	0.9	1.1
	FY24F	3.0	2.3	7.0	1.3	2.8	0.7	0.8
	FY25F	2.9	3.1	6.1	1.5	3.4	0.8	1.0
	FY26F	2.8	2.4	4.3	1.7	3.9	0.8	1.1
매출액	FY23A	260.9		1,333.5	6.3	27.8	891.3	102.4
	FY24F	407.1		1,445.5	21.5	66.9	919.1	111.4
	FY25F	530.7		1,756.1	60.0	74.2	1,361.2	161.3
	FY26F	713.7		2,200.4	118.7	92.6	1,771.7	243.4
영업이익	FY23A	1.6		-208.9	-124.6	-73.9	-1,343.5	-162.9
	FY24F	17.5		-14.8	-68.6	-47.0	-786.9	-160.4
	FY25F	27.3		76.5	-55.2	-43.5	-420.8	-144.9
	FY26F	47.7		188.1	-36.4	-24.3	-192.6	-124.0
영업 이익률	FY23A	0.6	-473.7	-15.7	-1,983.4	-266.1	-150.7	-159.1
	FY24F	4.3	-135.7	-1.0	-318.3	-70.2	-85.6	-143.9
	FY25F	5.1	-54.0	4.4	-91.9	-58.7	-30.9	-89.9
	FY26F	6.7	-19.6	8.5	-30.7	-26.3	-10.9	-51.0
순이익	FY23A	-8.5		-302.1	-121.6	-67.2	-1,368.8	-177.7
	FY24F	5.3		25.4	-61.2	-40.0	-838.4	-155.8
	FY25F	12.8		100.8	-49.9	-40.6	-463.2	-141.1
	FY26F	28.7		208.3	-36.8	-22.1	-278.9	-121.3

참고: 2024.07.26 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치
자료: Bloomberg, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,203.7	1,295.8	1,372.2
유동자산	675.7	648.1	734.6	811.0	867.2
현금성자산	32.0	51.8	80.4	81.5	56.5
매출채권	171.2	109.2	126.0	135.0	158.0
재고자산	430.7	460.1	501.0	567.0	625.0
비유동자산	351.2	422.8	469.0	484.8	505.0
투자자산	138.9	117.2	121.6	126.2	130.9
유형자산	176.3	271.3	314.9	327.6	344.5
기타	36.0	34.2	32.5	31.0	29.6
부채총계	503.9	558.2	686.5	765.8	813.5
유동부채	312.7	287.4	352.8	359.1	403.7
매입채무	136.8	71.3	106.4	92.4	116.7
유동성이자부채	144.6	186.0	216.0	236.0	256.0
기타	31.3	30.1	30.4	30.7	31.0
비유동부채	191.2	270.8	333.7	406.7	409.8
비유동이자부채	133.7	198.1	258.1	328.1	328.1
기타	57.5	72.7	75.6	78.6	81.7
자본총계	523.1	512.7	517.2	530.0	558.7
지배지분	523.1	512.7	517.2	530.0	558.7
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
이익잉여금	37.3	26.3	31.6	44.4	73.1
기타	0.1	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	517.2	530.0	558.7
총차입금	278.3	384.1	474.1	564.1	584.1
순차입금	246.3	332.3	393.7	482.6	527.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(257.7)	7.8	4.8	(52.3)	(3.3)
당기순이익	3.9	(8.5)	5.3	12.8	28.7
자산상각비	12.3	15.4	19.9	20.9	21.6
기타비현금성손익	66.4	63.0	2.2	3.0	3.1
운전자본증감	(330.6)	(37.4)	(22.6)	(89.0)	(56.6)
매출채권감소(증가)	(118.6)	103.4	(16.8)	(9.0)	(23.0)
재고자산감소(증가)	(226.3)	(38.4)	(40.9)	(66.0)	(58.0)
매입채무증가(감소)	70.6	(55.2)	35.1	(14.0)	24.3
기타	(56.3)	(47.3)	0.0	0.0	0.0
투자현금	92.7	(95.7)	(66.2)	(36.7)	(41.9)
단기투자자산감소	161.9	18.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(73.8)	(113.9)	(60.4)	(30.7)	(35.7)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(2.3)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
재무현금	190.8	105.3	90.0	90.0	20.0
차입금증가	191.1	35.6	90.0	90.0	20.0
자본증가	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	25.8	18.3	28.5	1.0	(25.1)
기초현금	6.0	31.9	50.2	78.7	79.7
기말현금	31.9	50.2	78.7	79.7	54.6
Gross Cash flow	82.5	69.9	27.3	36.7	53.4
Gross Investment	399.8	151.3	88.7	125.6	98.4
Free Cash Flow	(317.3)	(81.4)	(61.4)	(88.9)	(45.0)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	407.1	530.7	713.7
증가율(%)	(18.2)	(16.4)	56.0	30.4	34.5
매출원가	267.5	221.3	350.1	461.1	619.4
매출총이익	44.7	39.5	57.0	69.6	94.3
판매 및 일반관리비	37.5	37.9	39.6	42.3	46.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	7.2	1.6	17.5	27.3	47.7
증가율(%)	(59.9)	(77.3)	963.2	56.5	74.7
EBITDA	19.6	17.0	37.4	48.2	69.3
증가율(%)	(26.6)	(12.8)	119.2	29.0	43.7
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(11.1)	(10.9)	(10.9)
이자수익	3.5	3.0	4.5	6.9	7.2
이자비용	4.9	17.6	18.7	23.0	26.8
지분법손익	(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.1)	(0.9)	3.2	5.2	8.8
세전순이익	4.3	(12.5)	6.4	16.4	36.8
증가율(%)	(77.0)	적전	흑전	157.3	124.2
법인세비용	0.4	(4.0)	1.1	3.6	8.1
당기순이익	3.9	(8.5)	5.3	12.8	28.7
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	143.6	124.2
지배주주지분	3.9	(8.5)	5.3	12.8	28.7
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	143.6	124.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	59	(130)	80	196	438
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	143.6	124.2
수정EPS(원)	59	(130)	80	196	438
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	143.6	124.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	59	(130)	80	196	438
BPS	6,391	6,264	6,319	6,476	6,827
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	497.5	n/a	236.4	97.1	43.3
PBR	4.6	3.7	3.0	2.9	2.8
EV/ EBITDA	119.0	116.0	43.8	35.8	25.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	29.1	27.2	56.9	42.3	29.1
수익성(%)					
영업이익율	2.3	0.6	4.3	5.1	6.7
EBITDA이익율	6.3	6.5	9.2	9.1	9.7
순이익율	1.2	(3.3)	1.3	2.4	4.0
ROE	0.7	(1.6)	1.0	2.4	5.3
ROIC	1.0	0.1	1.7	2.2	3.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	47.1	64.8	76.1	91.1	94.4
유동비율	216.1	225.5	208.2	225.9	214.8
이자보상배율	1.5	0.1	0.9	1.2	1.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	2.6	1.9	3.5	4.1	4.9
재고자산회전율	1.0	0.6	0.8	1.0	1.2
매입채무회전율	3.6	2.5	4.6	5.3	6.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작용으로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

