

두산퓨얼셀 (336260. KS)

4분기로 매출 집중 현상 재현

투자의견

BUY(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

18,560 원(10/29)

시가총액

1,216(십억원)

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

- 3분기 별도 기준 매출액, 영업이익 320억원, -23억원으로 컨센서스(각각 1,047억원, 64억원) 대폭 하회
- 2023년 수주된 물량 중 CHP와 RPS 프로젝트항 주기기 매출이 4분기로 이월되면서 부진
- 연간 매출 4천억원 이상의 기존 가이드선은 유지되었기 때문에 4분기 매출 급증 예상
- 올 해 일반수소발전 입찰시장에서 127MW 낙찰 받아 점유율 75% 달성. 지난 해 점유율 62% 대비 상승
- 분산전원법의 분산전원 기준(40MW 이하) 폐지로 향후 수소연료전지 프로젝트의 대형화 가시성 높아져
- 내년 SOFC, 수소버스 사업, 중국과 대만에서 진행 중인 사업 구체화 기대
- 지난 해부터 이어져온 수주 물량 기준 국내 시장 점유율 확대에 주목해야. 목표주가 35,000원 유지

주가(원,10/29)	18,560
시가총액(십억원)	1,216

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	27,300원
최저가	15,600원
52주 일간 Beta	0.88
60일 일평균거래대금	33억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률(2024F)	0.0%

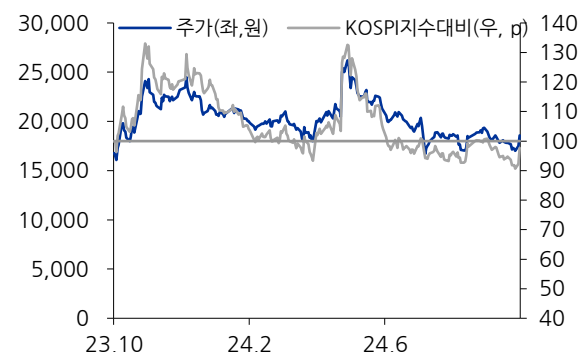
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 15인)	37.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-2.9	-4.8	-0.9
절대기준	-4.1	-7.4	12.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(24)	10.5	17.5	▼
영업이익(25)	15.5	27.3	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	260.9	403.2	504.2	680.5
영업이익	1.6	10.5	15.5	34.2
세전손익	(12.5)	(0.3)	4.6	23.3
당기순이익	(8.5)	(0.3)	3.6	18.2
EPS(원)	(130)	(4)	55	277
증감률(%)	적전	적지	흑전	400.9
PER(배)	-	-	335.5	67.0
ROE(%)	(1.6)	(0.1)	0.7	3.5
PBR(배)	3.7	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA(배)	116.0	52.2	46.3	31.3

자료: 유진투자증권



4 분기로 기자재 매출 이연	<p>두산퓨얼셀의 개별기준 3분기 매출액과 영업이익은 320억원, -23 억원으로 컨센서스 (1,047 억원, 64 억원)를 대폭 하회했다. 지난 해 수주한 입찰물량과 RPS 물량 중 일부 프로젝트의 기자재 공급 매출 인식이 4 분기로 이연되면서 부진한 실적을 기록했다. 회사가 올 해 연간 매출 가이드스 4 천억원 이상을 유지한 것으로 감안하면 4분기 매출은 2,530 억원으로 급증할 것으로 추정된다.</p>
수주 점유율 확대 지속	<p>동사는 국내 연료전지발전 시장에서 선두를 지켜왔지만, 2022 년 수주경쟁에서 부진했었다. 이에 대한 여파가 현재 실적에 영향을 미치고 있는 것이다. 하지만 2023 년부터는 상황이 개선되고 있다. 지난 해 두산퓨얼셀의 일반수소발전입찰에서 109MW 의 낙찰에 성공하며 62%의 점유율을 기록했다. 최근 실시된 올 해 입찰에서는 127MW 를 낙찰받으면서 73%로 장악력이 더 확대되었다. 가격 경쟁력이 높아진 M500 모델 개발, 분산전원 입지 확보, 상대적으로 높은 국산화율을 확보해 당분간 동사의 우위가 이어질 것으로 판단된다.</p>
중장기 투자 매력 여전	<p>실적 부진에 따라 주가 약세가 지속되고 있지만, 큰 그림에서의 동사의 투자매력은 여전하다고 판단된다. 국내 정책이 수소연료전지발전 사업에 대해 지원 입장을 유지하고 있기 때문이다. 최근 정부가 분산전원법의 지원 대상 한도 40MW 를 폐지한 것도 같은 맥락에서 볼 수 있다. 지난 2~3 년간 대부분의 수소연료전지발전 프로젝트가 분산전원법을 기준으로 40MW 이하로 개발되어왔으나, 향후에는 단일 단지의 규모가 커질 것으로 판단된다. 대형화가 이루어져야 원가절감이 용이해지고, 에너지원으로 지속가능해진다. 두산퓨얼셀은 PAFC에서 SOFC, PEMFC 로 기술 플랫폼을 확대하고 있고, 이를 기반으로 다양한 전방시장으로 진입하고 있다. 중국과 대만 등으로 해외 진출도 진행되고 있어 내년에는 가시적인 결과가 있을 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35,000 원을 유지한다.</p>

도표 1. 분기실적 추정(별도기준, 수정 후)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24P	4Q24F
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	32.0	253.0
YoY(%)	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)	(36.5)	75.9	(29.8)	117.7
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.1	53.8	3.1	221.0
장기유지보수서비스	26.0	30.3	28.6	30.3	31.6	32.7	28.9	32.0
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.0	74.8	26.0	234.0
매출총이익	13.0	9.5	10.0	7.0	11.7	11.6	6.0	19.0
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	10.0	9.5	8.3	10.0
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	1.6	2.2	(2.3)	9.0
YoY(%)	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환	(0.5)	3.4	적자전환	흑자전환
영업이익률	6.4	1.0	1.4	(2.3)	5.2	2.5	(7.2)	3.5
영업외손익	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.6)	(2.2)	(2.4)	(1.2)	(5.0)
세전이익	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	(0.6)	(0.2)	(3.5)	4.0
법인세	(0.1)	(1.9)	(2.1)	0.0	(0.3)	0.1	(0.7)	0.9
당기순이익	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	(0.2)	(0.3)	(2.8)	3.1

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(별도기준, 수정 전)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	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 3. 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	403.2	504.2	680.5
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	54.5	25.1	35.0
연료전지 주기기	206.2	145.7	278.0	361.0	517.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	125.2	143.2	163.5
매출원가	267.5	221.3	354.9	446.4	599.7
매출총이익	44.7	39.5	48.3	57.8	80.8
판매비	37.5	37.9	37.8	42.3	46.6
영업이익	7.2	1.6	10.5	15.5	34.2
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	539.0	48.2	119.8
영업이익률	2.3	0.6	2.6	3.1	5.0
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(10.8)	(10.9)	(10.9)
세전이익	4.3	(12.5)	(0.3)	4.6	23.3
법인세	0.4	(4.0)	(0.0)	1.0	5.1
당기순이익	3.9	(8.5)	(0.3)	3.6	18.2
목표주가 기준 PER			(8,460.8)	632.6	126.3

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
2024-10-29		18,560		11.0	0.6	2.3	2.4	2.7	2.3
시가총액		1,215.6		2,481.4	389.4	435.6	1,642.2	805.4	66.6
PSR	FY23A	4.7	21.5	2.4	91.9	15.8	3.0	10.8	5.0
	FY24F	3.0	4.5	1.6	9.5	7.2	2.3	4.8	1.9
	FY25F	2.4	3.0	1.4	4.1	6.6	1.6	3.8	0.7
	FY26F	1.8	2.3	1.2	2.5	5.8	1.2	2.7	0.3
PBR	FY23A	3.7	2.2	6.6	1.6	2.0	0.9	1.1	1.1
	FY24F	3.0	1.7	4.8	1.0	2.6	0.6	0.6	0.8
	FY25F	2.9	2.2	4.3	1.1	2.9	0.7	0.7	3.7
	FY26F	2.8	1.9	3.5	1.3	3.1	0.7	0.8	-
매출액	FY23A	260.9		1,333.5	6.3	27.8	891.3	102.4	20.3
	FY24F	403.2		1,451.2	32.9	73.0	815.7	99.2	29.4
	FY25F	504.2		1,689.3	75.4	80.2	1,177.0	124.2	76.9
	FY26F	680.5		1,987.9	123.0	90.6	1,617.1	174.6	195.9
영업이익	FY23A	1.6		-208.9	-124.6	-73.9	-1,343.5	-162.9	-54.3
	FY24F	10.5		-4.2	-54.9	-42.1	-848.6	-160.0	-55.9
	FY25F	15.5		74.9	-43.0	-34.7	-448.9	-134.0	-44.2
	FY26F	34.2		174.5	-29.7	-21.7	-259.5	-115.5	-14.8
영업 이익률	FY23A	0.6	-473.7	-15.7	-1,983.4	-266.1	-150.7	-159.1	-267.4
	FY24F	2.6	-113.4	-0.3	-167.0	-57.6	-104.0	-161.3	-190.3
	FY25F	3.1	-49.9	4.4	-57.0	-43.2	-38.1	-107.8	-57.6
	FY26F	5.0	-21.5	8.8	-24.1	-24.0	-16.0	-66.1	-7.6
순이익	FY23A	-8.5		-302.1	-121.6	-67.2	-1,368.8	-177.7	-51.3
	FY24F	-0.3		-11.0	-47.3	-37.9	-909.3	-147.1	-55.3
	FY25F	3.6		79.8	-38.7	-31.3	-490.1	-128.6	-44.5
	FY26F	18.2		162.1	-26.9	-18.8	-327.5	-111.7	-16.0

참고: 2024.10.29 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	1,228.5	1,317.8	1,378.3
유동자산	675.7	648.1	762.5	838.0	879.5
현금성자산	32.0	51.8	108.3	108.5	68.7
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	466.0	479.8	498.8
투자자산	138.9	117.2	121.6	126.2	130.9
유형자산	176.3	271.3	311.8	322.6	338.3
기타	36.0	34.2	32.5	31.0	29.6
부채총계	503.9	558.2	716.8	802.5	844.9
유동부채	312.7	287.4	383.1	395.8	435.1
매입채무	136.8	71.3	136.7	129.2	148.1
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	511.7	515.3	533.4
지배지분	523.1	512.7	511.7	515.3	533.4
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	26.1	29.7	47.8
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	511.7	515.3	533.4
총차입금	278.3	384.1	474.1	564.1	584.1
순차입금	246.3	332.3	365.8	455.6	515.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(257.7)	7.8	29.4	(55.4)	(19.7)
당기순이익	3.9	(8.5)	(0.3)	3.6	18.2
자산상각비	12.3	15.4	19.8	20.5	21.1
기타비현금성손익	66.4	63.0	2.2	3.0	3.1
운전자본증감	(330.6)	(37.4)	7.8	(82.5)	(62.1)
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)	65.4	(7.6)	18.9
기타	(56.3)	(47.3)	0.0	0.0	0.0
투자현금	92.7	(95.7)	(63.0)	(34.4)	(40.2)
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)	(57.2)	(28.4)	(34.0)
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	56.4	0.2	(39.9)
기초현금	6.0	31.9	50.2	106.6	106.8
기말현금	31.9	50.2	106.6	106.8	66.9
Gross Cash flow	82.5	69.9	21.7	27.1	42.4
Gross Investment	399.8	151.3	55.2	116.9	102.2
Free Cash Flow	(317.3)	(81.4)	(33.5)	(89.7)	(59.8)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	403.2	504.2	680.5
증가율(%)	(18.2)	(16.4)	54.5	25.1	35.0
매출원가	267.5	221.3	354.9	446.4	599.7
매출총이익	44.7	39.5	48.3	57.8	80.8
판매 및 일반관리비	37.5	37.9	37.8	42.3	46.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	7.2	1.6	10.5	15.5	34.2
증가율(%)	(59.9)	(77.3)	539.0	48.2	119.8
EBITDA	19.6	17.0	30.3	36.1	55.3
증가율(%)	(26.6)	(12.8)	77.6	19.2	53.2
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(10.8)	(10.9)	(10.9)
이자수익	3.5	3.0	4.0	6.5	6.9
이자비용	4.9	17.6	18.7	23.0	26.8
지분법손익	(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(1.1)	(0.9)	3.9	5.6	9.1
세전순이익	4.3	(12.5)	(0.3)	4.6	23.3
증가율(%)	(77.0)	적전	적지	흑전	400.9
법인세비용	0.4	(4.0)	(0.0)	1.0	5.1
당기순이익	3.9	(8.5)	(0.3)	3.6	18.2
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	흑전	400.9
지배주주지분	3.9	(8.5)	(0.3)	3.6	18.2
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	흑전	400.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	59	(130)	(4)	55	277
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	흑전	400.9
수정EPS(원)	59	(130)	(4)	55	277
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	흑전	400.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	59	(130)	(4)	55	277
BPS	6,391	6,264	6,252	6,296	6,518
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	497.5	-	-	335.5	67.0
PBR	4.6	3.7	3.0	2.9	2.8
EV/ EBITDA	119.0	116.0	52.2	46.3	31.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	29.1	27.2	70.1	56.0	35.9
수익성(%)					
영업이익률	2.3	0.6	2.6	3.1	5.0
EBITDA이익률	6.3	6.5	7.5	7.2	8.1
순이익률	1.2	(3.3)	(0.1)	0.7	2.7
ROE	0.7	(1.6)	(0.1)	0.7	3.5
ROIC	1.0	0.1	0.9	1.3	2.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	47.1	64.8	71.5	88.4	96.6
유동비율	216.1	225.5	199.0	211.7	202.2
이자보상배율	1.5	0.1	0.6	0.7	1.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	2.6	1.9	3.4	3.9	4.6
재고자산회전율	1.0	0.6	0.8	0.9	1.1
매입채무회전율	3.6	2.5	3.9	3.8	4.9

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 제작물로서 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%

(2024.09.30 기준)

