

두산퓨얼셀 (336260. KS)

파이프라인 확장 긍정적

투자의견

BUY(유지)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

19,930 원(04/30)

시가총액

1,305(십억원)

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

- 1분기 매출액, 영업이익 317억원, 16억원으로 컨센서스(각각 445억원, 5억원) 매출액 하회, 영업이익은 부합
- 2023년에서 이연된 수주 감안하면 2024년 연간 수주 170MW 수준 예상(2023년 수주 확정치 91MW)
- 2024년 매출액 전년비 54% 증가, 영업이익은 185억원으로 턴어라운드 예상(2023년 영업이익 16억원)
- 수소버스 사업 위해 하이엑시움모터스 설립. 올해 20~30대, 2028년 200대 이상 공급 목표
- SOFC 양산 체제 구축 완료. 연내에 관계사와 초도 물량 수주 후 내년에 공급 예정
- 핵심 부품인 전극 생산을 관계사에서 이전 받아 하반기부터 자체 양산. 제조원가율 3%p 이상 향상 가능
- 글로벌 수소 시장 생산 인프라에 투자 시작. 중장기 투자 매력 높아. 투자의견 BUY와 목표주가 35,000원 유지

주가(원,04/30)	19,930
시가총액(십억원)	1,305

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	31,600원
최저가	16,050원
52주 일간 Beta	1.36
60일 일평균거래대금	46억원
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(2024F)	0.0%

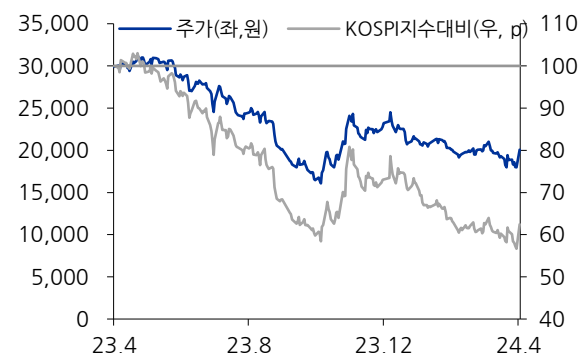
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 15인)	37.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2.8	18.8	-33.3
절대기준	-0.8	2.3	-41.0

(십억원, 원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(24)	18.5	19.3	▼
영업이익(25)	35.9	37.9	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	260.9	400.5	530.7	713.7
영업이익	1.6	18.5	35.9	60.2
세전손익	(12.5)	6.8	25.0	49.3
당기순이익	(8.5)	4.9	19.5	38.5
EPS(원)	(130)	75	297	587
증감률(%)	적전	흑전	298.4	97.5
PER(배)	n/a	267.1	67.0	33.9
ROE(%)	(1.6)	0.9	3.7	6.9
PBR(배)	3.7	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	116.0	44.1	31.5	22.2

자료: 유진투자증권



1 분기 기자재 매출 없이 영업이익 발생

두산퓨얼셀의 1 분기 매출액과 영업이익은 317 억원, 16 억원으로 컨센서스 (445 억원, 5 억원) 대비 매출액은 하회했으나, 영업이익은 부합했다. 2 분기부터 기자재 공급이 시작되고, 올해에도 4 분기에 매출이 집중될 것으로 판단된다. 2024 년 매출과 영업이익은 각각 4,005 억원, 185 억원으로 전년대비 54%, 1,029% 증가할 것으로 예상된다. 2 년전부터 수주한 프로젝트들이 올해부터 착공이 시작되기 때문이다. 2024 년 연간 수주는 170MW 이상일 것으로 판단된다. 2023 년에 사실상 확정된 수주가 최종 투자결정이 지연되면서 약 69MW 가 올해로 넘어온 상태이다.

수소버스 사업 시작

동사는 Ballard Power 로부터 PEMFC 기술을 도입해서 저상수소버스 사업을 시작한다. 올해 목표는 20~30 대이고, 2028 년에는 200 대 이상 판매를 목표로 하고 있다. 정부의 수소버스 보급 계획이 2024~2027 년 연평균 약 2,000 대 이고, 2030 년까지 2.1 만대 보급을 목표로 하고 있다. 국내 업체들의 액화 수소 생산 체제가 갖추어지고 있기 때문에 수소 버스를 확대해야 이를 유지할 수 있다.

글로벌 수소산업은 생산인프라에 대한 투자 시작

유럽, 미국, 중국, 일본 등 주요 국가들에서 수소 생산 인프라에 대한 정부의 투자 시작되었다. 미국은 IRA 와 인프라부양안에 포함된 수소 허브와 수소생산 보조금 예산이 올해부터 집행된다. 유럽은 수소 생산 입찰을 올해부터 시행한다. 수소산업이 성장하려면 생산과 이송 인프라에 대한 막대한 투자가 정부 주도로 선행되어야 하는데, 이에 대한 것이 확정된 것이다. 초기 인프라 건설이 2030 년에는 1 단계 완료될 것으로 판단된다. 이후에는 확보된 수소를 사용하는 교통, 산업, 운송 부문의 수소 사용이 본격화될 것이다. 두산퓨얼셀은 의미 있는 매출과 이익을 유지하고 있는 수소관련주이다. 다가올 수소 시대에 걸맞은 중장기 투자 대상이다. 투자의견 BUY 와 목표주가 35,000 원을 유지한다.

도표 1. 분기실적 추정(별도기준)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24P	2Q24F	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 2. 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	400.5	530.7	713.7
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	53.5	32.5	34.5
연료전지 주기기	206.2	145.7	261.2	361.0	525.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	139.3	169.7	188.7
매출원가	267.5	221.3	338.2	445.2	597.8
매출총이익	44.7	39.5	62.3	85.5	115.9
판관비	37.5	37.9	43.8	49.6	55.7
영업이익	7.2	1.6	18.5	35.9	60.2
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	1,029.2	93.4	67.9
영업이익률	2.3	0.6	4.6	6.8	8.4
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(11.7)	(10.9)	(10.9)
세전이익	4.3	(12.5)	6.8	25.0	49.3
법인세	0.4	(4.0)	1.9	5.5	10.8
당기순이익	3.9	(8.5)	5.5	19.5	38.5

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 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
2024-04-30		19,930		11.0	0.6	2.3	2.4	2.7	2.3
시가총액		1,305		2,481.4	389.4	435.6	1,642.2	805.4	66.6
PSR	FY22A	7.7	70.3	3.0	339.6	30.3	10.2	17.4	21.2
	FY23A	3.3	6.2	1.7	17.9	6.6	1.7	7.0	2.3
	FY24F	2.5	3.4	1.4	6.2	5.9	1.1	4.9	1.0
	FY25F	1.8	2.3	1.1	3.3	5.0	0.8	3.2	0.3
PBR	FY22A	3.7	4.2	11.5	5.1	2.8	1.8	1.2	2.5
	FY23A	3.2	1.8	4.9	1.3	2.1	0.6	1.0	1.0
	FY24F	3.0	2.4	4.1	1.5	2.4	0.7	1.1	4.7
	FY25F	2.8	2.1	3.3	1.7	3.3	0.7	1.3	-
매출액	FY22A	260.9		1,199.1	7.6	27.4	701.4	81.9	16.9
	FY23A	400.5		1,476.3	21.6	65.4	975.5	115.0	29.1
	FY24F	530.7		1,818.8	62.6	73.8	1,442.6	164.9	68.7
	FY25F	713.7		2,295.6	118.7	87.4	1,986.3	253.8	194.6
영업이익	FY22A	1.6		(261.0)	(60.8)	(63.7)	(679.6)	(145.3)	(40.5)
	FY23A	18.5		9.0	(69.0)	(42.1)	(695.0)	(161.9)	(53.0)
	FY24F	35.9		98.1	(53.2)	(40.9)	(380.3)	(146.3)	(39.4)
	FY25F	60.2		155.1	(35.9)	(25.9)	(121.4)	(122.4)	(14.7)
영업 이익률	FY22A	0.6	(260.6)	(21.8)	(795.0)	(232.8)	(96.9)	(177.5)	(239.4)
	FY23A	4.6	(129.5)	0.6	(319.2)	(64.3)	(71.3)	(140.8)	(182.1)
	FY24F	6.8	(51.2)	5.4	(85.0)	(55.5)	(26.4)	(88.7)	(57.3)
	FY25F	8.4	(19.2)	6.8	(30.3)	(29.6)	(6.1)	(48.2)	(7.6)
순이익	FY22A	(8.5)		(301.4)	(63.5)	(55.8)	(724.0)	(173.5)	(40.2)
	FY23A	4.9		19.0	(62.0)	(38.8)	(715.2)	(159.8)	(52.7)
	FY24F	19.5		105.6	(48.3)	(36.4)	(392.9)	(145.9)	(40.2)
	FY25F	38.5		172.1	(37.0)	(21.5)	(170.5)	(121.5)	(2.4)

참고: 2024.04.30 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	1,215.7	1,302.1	1,388.3
유동자산	675.7	648.1	755.3	825.4	890.9
현금성자산	32.0	51.8	101.1	95.9	80.2
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	460.5	476.7	497.3
투자자산	138.9	117.2	121.6	126.2	130.9
유형자산	176.3	271.3	306.3	319.5	336.9
기타	36.0	34.2	32.5	31.0	29.6
부채총계	503.9	558.2	698.9	765.8	813.5
유동부채	312.7	287.4	365.2	359.1	403.7
매입채무	136.8	71.3	118.9	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	516.8	536.3	574.8
지배지분	523.1	512.7	516.8	536.3	574.8
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	31.2	50.7	89.2
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	516.8	536.3	574.8
총차입금	278.3	384.1	474.1	564.1	584.1
순차입금	246.3	332.3	373.1	468.2	503.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(257.7)	7.8	16.4	(58.5)	6.0
당기순이익	3.9	(8.5)	4.9	19.5	38.5
자산상각비	12.3	15.4	19.5	20.4	21.1
기타비현금성손익	66.4	63.0	2.2	3.0	3.1
운전자본증감	(330.6)	(37.4)	(10.1)	(101.4)	(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)	47.5	(26.4)	24.3
기타	(56.3)	(47.3)	0.0	0.0	0.0
투자현금	92.7	(95.7)	(57.3)	(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)	(51.5)	(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	49.2	(5.2)	(15.8)
기초현금	6.0	31.9	50.2	99.3	94.1
기말현금	31.9	50.2	99.3	94.1	78.3
Gross Cash flow	82.5	69.9	26.6	42.9	62.7
Gross Investment	399.8	151.3	67.3	138.0	98.4
Free Cash Flow	(317.3)	(81.4)	(40.8)	(95.1)	(35.7)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	400.5	530.7	713.7
증가율(%)	(18.2)	(16.4)	53.5	32.5	34.5
매출원가	267.5	221.3	338.2	445.2	597.8
매출총이익	44.7	39.5	62.3	85.5	115.9
판매 및 일반관리비	37.5	37.9	43.8	49.6	55.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	7.2	1.6	18.5	35.9	60.2
증가율(%)	(59.9)	(77.3)	1,029.2	93.4	67.9
EBITDA	19.6	17.0	38.0	56.3	81.3
증가율(%)	(26.6)	(12.8)	123.2	47.9	44.5
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(11.7)	(10.9)	(10.9)
이자수익	3.5	3.0	4.2	7.1	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)	2.8	5.0	8.8
세전순이익	4.3	(12.5)	6.8	25.0	49.3
증가율(%)	(77.0)	적전	흑전	265.8	97.5
법인세비용	0.4	(4.0)	1.9	5.5	10.8
당기순이익	3.9	(8.5)	4.9	19.5	38.5
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	298.4	97.5
지배주주지분	3.9	(8.5)	4.9	19.5	38.5
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	298.4	97.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	59	(130)	75	297	587
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	298.4	97.5
수정EPS(원)	59	(130)	75	297	587
증가율(%)	(55.6)	적전	흑전	298.4	97.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	59	(130)	75	297	587
BPS	6,391	6,264	6,315	6,553	7,023
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	497.5	n/a	267.1	67.0	33.9
PBR	4.6	3.7	3.2	3.0	2.8
EV/ EBITDA	119.0	116.0	44.1	31.5	22.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	29.1	27.2	61.4	38.0	26.0
수익성(%)					
영업이익률	2.3	0.6	4.6	6.8	8.4
EBITDA이익률	6.3	6.5	9.5	10.6	11.4
순이익률	1.2	(3.3)	1.2	3.7	5.4
ROE	0.7	(1.6)	0.9	3.7	6.9
ROIC	1.0	0.1	1.5	3.0	4.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	47.1	64.8	72.2	87.3	87.7
유동비율	216.1	225.5	206.8	229.9	220.7
이자보상배율	1.5	0.1	1.0	1.6	2.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	2.6	1.9	3.4	4.1	4.9
재고자산회전율	1.0	0.6	0.8	1.0	1.2
매입채무회전율	3.6	2.5	4.2	5.0	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	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

