

# 두산퓨얼셀 (336260. KS)

## 이연된 실적, 올해는 회복 예상

투자의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	<b>35,000</b> 원(유지)
현재주가	<b>21,350</b> 원(02/14)
시가총액	<b>1,398</b> (십억원)

Green Industry 한병화\_02)368-6171\_bhh1026@eugenefn.com

- 4분기 매출, 영업손익 1,162억원, -27억원으로 당사 추정치(매출액 2,337억원 영업이익 103억원)현저히 하회
- 금리 인상, CHPS 도입으로 인한 표준 계약서 마련 지연되면서 매출이 올해로 순연된 것이 실적 부진의 원인
- 지난해 일반수소발전 입찰 물량 총 175MW중 109MW 낙찰 받아 점유율 62% 달성
- RPS 물량 합산된 총 수주는 2023년 140MW, 올 해에도 유사한 수준인 140~150MW 예상
- 올 해 SOFC 발전 모델 실증 사업 시작하고, PEMFC 저상 수소 버스 출시 예정으로, 기술 다각화 예정
- 2024년 매출, 영업이익 4,090억원, 193억원으로 턴어라운드 예상, 이연된 프로젝트 공급 시작 때문
- 글로벌 수소 시장 산업화 초기 단계라는 점에서 중장기 투자 권유. 투자의견 BUY와 목표주가 35,000원 유지

주가(원,02/14)	21,350
시가총액(십억원)	1,398

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	37,300원
최저가	16,050원
52주 일간 Beta	1.39
60일 일평균거래대금	90억원
외국인 지분율	11.9%
배당수익률(2023F)	0.0%

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

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5.3	-16.8	-38.6
절대기준	-9.1	-18.7	-44.8

(십억원, 원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(23)	1.6	14.6	▼
영업이익(24)	19.3	32.5	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	312.1	260.9	409.0	530.7
영업이익	7.2	1.6	19.3	37.9
세전손익	4.3	(12.5)	8.8	27.0
당기순이익	3.9	(8.5)	6.9	21.1
EPS(원)	59	(129)	105	322
증감률(%)	(55.6)	적전	흑전	207.4
PER(배)	497.5	n/a	203.9	66.3
ROE(%)	0.7	(1.6)	1.3	4.0
PBR(배)	4.6	3.4	3.4	3.2
EV/EBITDA(배)	119.0	93.8	49.0	35.0

자료: 유진투자증권



<p>프로젝트 지연으로 지난 4분기 실적 부진</p>	<p>두산퓨얼셀의 4분기 매출액과 영업손익은 1,162억원, -27억원으로 당사 기존 추정치를 현저히 하회했다. 고금리와 CHPS 입찰제 도입으로 인한 세부 실행 지연으로 프로젝트들이 2024년으로 순연되었기 때문이다. 부진한 실적에도 불구하고 동사의 첫 입찰시장에서 수주는 109MW로 전체 낙찰규모 175MW에서 62%를 점유했다. 낙찰 물량들은 2년내에 상업생산을 해야 하기 때문에 올해부터 동사의 매출이 증가할 것으로 판단된다. 올해 동사의 연간 수주는 입찰 물량과 RPS 합쳐서 지난해와 유사한 140~150MW 수준으로 예상된다.</p>
<p>다양한 수소 기술 확보하는 한 해</p>	<p>PAFC에서 SOFC, PEMFC 기술을 도입해서 관련 사업을 올해부터 시작한다. SOFC는 CERES Power로부터 스택을 도입해서 창원에서 발전 프로젝트의 실증화 사업을 진행할 예정이다. 또한 Ballard Power로부터는 PEMFC 기술을 도입해서 저상수소버스 사업을 시작한다. 수소사업의 영역을 확장하기 위해서는 다양한 타입의 수소연료전지 기술을 확보해야 하기 때문에, 동사의 시도는 기업가치 상승에 긍정적이라고 판단한다.</p>
<p>글로벌 수소산업은 성장 초기 단계, 중장기 투자자들에 매력적이라 판단</p>	<p>유럽, 미국, 중국, 일본 등 주요 국가들에서 수소 생산과 인프라에 대한 투자가 법과 제도로 시행되는 단계에 진입했다. 탄소중립을 달성하기 위해서는 수소산업의 활성화는 반드시 필요한 과정이다. 성장 초기 단계이고, 수소 생산과 이송에 대한 투자가 선행되어야 하기 때문에 관련 업체들은 성장과 부침을 겪을 수밖에 없는 상태이다. 특히 지난 2년간 글로벌 고금리 현상이 수소 관련주들에게 부정적인 영향을 미치고 있다. 하지만 올 하반기부터 정책 금리가 인하되는 시기로 진입하면서 수소 인프라가 동시에 갖춰지기 시작하면 수소 관련주들에 대한 투자 매력은 다시 높아질 것으로 판단된다. 두산퓨얼셀은 의미 있는 매출 규모와 영업이익을 확보한 몇 안 되는 수소관련주이다. 투자의견 BUY와 목표주가 35,000원을 유지한다.</p>

도표 1. 분기실적 추정(수정 후)

(십억원)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23P
매출액	51.2	74.1	29.6	157.2	49.9	49.2	45.6	116.2
YoY(%)	(28.8)	33.4	(75.9)	19.8	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.3	127.3	23.8	18.9	17.0	85.5
장기유지보수서비스	23.7	26.0	26.3	29.9	26.0	30.3	28.6	30.7
매출원가	50.9	64.9	23.4	128.2	36.9	39.7	35.6	107.0
매출총이익	0.3	9.2	6.2	29.0	13.0	9.5	10.0	9.2
판관비	9.0	8.4	9.1	11.0	9.9	9.0	9.4	11.9
영업이익	(8.6)	0.8	(2.9)	17.9	3.2	0.5	0.7	(2.7)
YoY(%)	적자전환	(0.2)	(1.4)	1.0	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환
영업이익률	(16.8)	1.1	(9.8)	11.4	6.4	1.0	1.4	(2.3)
영업외손익	4.3	(1.3)	4.1	(10.1)	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.5)
세전이익	(4.3)	(0.5)	1.2	7.9	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)
법인세	(1.4)	(0.6)	0.1	2.3	(0.1)	(1.9)	(2.1)	(0.1)
당기순이익	(2.9)	0.1	1.1	5.6	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(수정 전)

(십억원)	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F
매출액	51.2	74.1	29.6	157.2	49.9	49.2	45.6	233.7
YoY(%)	(28.8)	33.4	(75.9)	19.8	(2.6)	(33.6)	54.0	48.7
연료전지 주기기	27.5	48.1	3.3	127.3	23.8	18.9	15.1	201.0
장기유지보수서비스	23.7	26.0	26.3	29.9	26.0	30.3	30.5	32.7
매출원가	50.9	64.9	23.4	128.2	36.9	39.7	35.4	211.5
매출총이익	0.3	9.2	6.2	29.0	13.0	9.5	10.2	22.2
판관비	9.0	8.4	9.1	11.0	9.9	9.0	9.5	11.9
영업이익	(8.6)	0.8	(2.9)	17.9	3.2	0.5	0.7	10.3
YoY(%)	적자전환	(0.2)	(1.4)	1.0	흑자전환	(0.4)	흑자전환	(42.6)
영업이익률	(16.8)	1.1	(9.8)	11.4	6.4	1.0	1.4	4.4
영업외손익	4.3	(1.3)	4.1	(10.1)	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(4.5)
세전이익	(4.3)	(0.5)	1.2	7.9	1.8	(2.2)	(2.9)	5.8
법인세	(1.4)	(0.6)	0.1	2.3	(0.1)	(1.9)	(2.1)	1.3
당기순이익	(2.9)	0.1	1.1	5.6	1.9	(0.3)	(0.8)	4.5

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2021A	2022F	2023P	2024F	2025F
<b>매출액</b>	381.4	312.1	260.9	409.0	530.7
YoY(%)	(17.4)	(18.2)	(16.4)	56.8	29.8
연료전지 주기기	287.2	206.2	145.2	269.0	361.0
장기유지보수서비스	94.2	105.9	115.7	140.0	169.7
매출원가	333.2	267.5	219.1	344.2	443.2
매출총이익	48.2	44.7	41.8	64.8	87.5
판매비	30.2	37.5	40.1	45.5	49.6
<b>영업이익</b>	18.0	7.2	1.6	19.3	37.9
YoY(%)	(30.9)	(59.9)	(77.5)	1,084.8	96.7
<b>영업이익률</b>	4.7	2.3	0.6	4.7	7.1
영업외손익	0.6	(2.9)	(14.2)	(10.5)	(10.9)
<b>세전이익</b>	18.6	4.3	(12.5)	8.8	27.0
법인세	9.9	0.4	(4.0)	1.9	5.9
<b>당기순이익</b>	8.7	3.9	(8.5)	6.9	21.1

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
2024-02-14		21,350		11.3	0.8	2.2	4.2	3.1	2.5
시가총액		1,398.3		2,520.5	497.9	419.1	2,524.9	917.7	68.9
PSR	FY22A	7.7	70.2	3.0	339.6	30.3	10.2	17.0	21.2
	FY23F	5.4	9.5	1.7	23.1	15.7	2.8	10.2	3.5
	FY24F	3.4	4.4	1.5	8.0	6.1	2.0	7.4	1.5
	FY25F	2.6	2.9	1.1	3.8	5.5	1.3	4.8	0.7
PBR	FY22A	4.6	4.2	11.5	5.1	2.8	1.8	1.2	2.5
	FY23F	3.4	1.8	4.9	1.6	1.8	0.8	0.9	0.7
	FY24F	3.4	2.0	5.2	1.9	1.9	0.9	1.1	1.0
	FY25F	3.2	2.1	4.0	1.8	2.1	0.9	1.2	2.7
매출액	FY22A	312.1		1,199.1	7.6	27.4	701.4	83.8	16.9
	FY23F	260.9		1,449.4	21.7	26.6	901.5	90.0	20.0
	FY24F	409.0		1,734.5	62.6	68.7	1,260.8	123.7	46.7
	FY25F	530.7		2,246.8	133.2	76.3	1,871.1	189.6	95.9
영업이익	FY22A	7.2		-261.0	-60.8	-63.7	-679.6	-158.9	-40.5
	FY23F	1.6		-190.9	-68.7	-61.4	-945.4	-162.9	-48.9
	FY24F	19.3		19.3	-53.8	-32.2	-589.0	-156.8	-49.9
	FY25F	37.9		143.2	-37.3	-34.0	-289.4	-144.2	-34.4
영업 이익률	FY22A	2.3	-262.6	-21.8	-795.0	-232.8	-96.9	-189.6	-239.4
	FY23F	0.6	-181.8	-13.2	-316.4	-231.2	-104.9	-181.1	-244.1
	FY24F	4.7	-68.7	1.1	-86.0	-46.9	-46.7	-126.7	-107.1
	FY25F	7.1	-32.3	6.4	-28.0	-44.6	-15.5	-76.1	-35.8
순이익	FY22A	3.9		-301.4	-63.5	-55.8	-724.0	-173.5	-40.2
	FY23F	(8.4)		-98.2	-62.4	-57.8	-971.8	-162.2	-47.6
	FY24F	6.9		26.2	-49.7	-32.1	-611.2	-149.1	-49.2
	FY25F	21.1		139.1	-36.5	-32.4	-367.7	-140.0	-35.0

참고: 2024.02.14 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치  
 자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	698.9	1,026.9	1,065.3	1,199.2	1,251.7
유동자산	498.2	675.7	684.5	805.7	842.7
현금성자산	6.1	32.0	31.0	44.3	(93.4)
매출채권	67.3	171.2	110.3	151.8	268.0
재고자산	209.0	430.7	501.0	567.0	625.0
비유동자산	200.6	351.2	380.8	393.5	409.0
투자자산	72.4	138.9	144.2	149.8	155.5
유형자산	90.9	176.3	201.7	209.8	220.6
기타	37.3	36.0	34.9	33.9	32.9
<b>부채총계</b>	180.7	503.9	550.9	677.8	709.3
유동부채	77.6	312.7	297.4	352.0	381.0
매입채무	37.4	136.8	91.2	125.5	134.2
유동성이자부채	2.9	144.6	174.6	194.6	214.6
기타	37.3	31.3	31.6	31.9	32.2
비유동부채	103.1	191.2	253.5	325.8	328.3
비유동이자부채	81.8	133.7	193.7	263.7	263.7
기타	21.2	57.5	59.8	62.1	64.6
<b>자본총계</b>	518.2	523.1	514.4	521.2	542.3
지배지분	518.2	523.1	514.4	521.2	542.3
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.6	477.5	477.5	477.5	477.5
이익잉여금	31.8	37.3	28.8	35.7	56.8
기타	0.6	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	518.2	523.1	514.4	521.2	542.3
총차입금	84.7	278.3	368.3	458.3	478.3
순차입금	78.6	246.3	337.3	414.0	571.7

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	(140.1)	(257.7)	(44.6)	(46.4)	(123.8)
당기순이익	8.7	3.9	(8.4)	6.9	21.1
자산상각비	8.7	12.3	16.9	17.7	18.3
기타비현금성손익	44.9	66.4	2.1	2.4	2.5
운전자본증감	(187.9)	(330.6)	(55.1)	(73.3)	(165.6)
매출채권감소(증가)	41.4	(118.6)	60.9	(41.5)	(116.2)
재고자산감소(증가)	(96.9)	(226.3)	(70.3)	(66.0)	(58.0)
매입채무증가(감소)	(57.1)	70.6	(45.6)	34.3	8.7
기타	(75.3)	(56.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>투자현금</b>	42.1	92.7	(46.5)	(30.3)	(33.9)
단기투자자산감소	82.0	161.9	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(34.9)	(73.8)	(39.6)	(23.2)	(26.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(5.3)	(2.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>재무현금</b>	(28.3)	190.8	90.0	90.0	20.0
차입금증가	(25.9)	191.1	90.0	90.0	20.0
자본증가	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금 증감</b>	(126.4)	25.8	(1.1)	13.3	(137.7)
기초현금	132.4	6.0	31.9	30.8	44.1
기말현금	6.0	31.9	30.8	44.1	(93.6)
Gross Cash flow	62.2	82.5	10.6	26.9	41.8
Gross Investment	227.8	399.8	101.6	103.6	199.5
<b>Free Cash Flow</b>	(165.6)	(317.3)	(91.1)	(76.7)	(157.6)

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>매출액</b>	381.4	312.1	260.9	409.0	530.7
증가율(%)	(17.4)	(18.2)	(16.4)	56.8	29.8
매출원가	333.2	267.5	219.1	344.2	443.2
<b>매출총이익</b>	48.2	44.7	41.8	64.8	87.5
판매 및 일반관리비	30.2	37.5	40.1	45.5	49.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	18.0	7.2	1.6	19.3	37.9
증가율(%)	(30.9)	(59.9)	(77.5)	1,084.8	96.7
<b>EBITDA</b>	26.6	19.6	18.5	37.0	56.2
증가율(%)	(20.1)	(26.6)	(5.3)	99.8	52.1
<b>영업외손익</b>	0.6	(2.9)	(14.2)	(10.5)	(10.9)
이자수익	0.2	3.5	2.1	3.6	4.3
이자비용	5.0	4.9	10.0	13.1	15.9
지분법손익	(0.2)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.7	(1.1)	(6.2)	(1.0)	0.8
<b>세전순이익</b>	18.6	4.3	(12.5)	8.8	27.0
증가율(%)	2.0	(77.0)	적전	흑전	207.8
법인세비용	9.9	0.4	(4.0)	1.9	5.9
<b>당기순이익</b>	8.7	3.9	(8.5)	6.9	21.1
증가율(%)	(38.7)	(55.6)	적전	흑전	207.4
지배주주지분	8.7	3.9	(8.5)	6.9	21.1
증가율(%)	(38.7)	(55.6)	적전	흑전	207.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS(원)</b>	133	59	(129)	105	322
증가율(%)	(38.7)	(55.6)	적전	흑전	207.4
수정EPS(원)	133	59	(129)	105	322
증가율(%)	(38.7)	(55.6)	적전	흑전	207.4

### 주요투자지표

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	133	59	(129)	105	322
BPS	6,331	6,391	6,285	6,369	6,626
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	361.5	497.5	n/a	203.9	66.3
PBR	7.6	4.6	3.4	3.4	3.2
EV/ EBITDA	130.2	119.0	93.8	49.0	35.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	63.1	29.1	165.6	64.9	41.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.7	2.3	0.6	4.7	7.1
EBITDA이익률	7.0	6.3	7.1	9.0	10.6
순이익률	2.3	1.2	(3.2)	1.7	4.0
ROE	1.7	0.7	(1.6)	1.3	4.0
ROIC	1.6	1.0	0.1	1.7	2.9
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	15.2	47.1	65.6	79.4	105.4
유동비율	641.9	216.1	230.2	228.9	221.1
이자보상배율	3.6	1.5	0.2	1.5	2.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4
매출채권회전율	4.1	2.6	1.9	3.1	2.5
재고자산회전율	2.4	1.0	0.6	0.8	0.9
매입채무회전율	6.0	3.6	2.3	3.8	4.1

**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 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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/투자이견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

과거 2년간 투자이견 및 목표주가 변동내역						두산퓨얼셀(336260.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자이견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 한병화	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2022-03-02	Buy	75,000	1년	-52.4	-44.1		
2022-03-10	Buy	75,000	1년	-52.7	-44.1		
2022-03-23	Buy	75,000	1년	-53.4	-44.1		
2022-03-24	Buy	75,000	1년	-53.4	-44.1		
2022-03-28	Buy	75,000	1년	-53.6	-44.9		
2022-04-28	Buy	75,000	1년	-55.4	-47.3		
2022-05-06	Buy	75,000	1년	-55.7	-47.3		
2022-05-06	Buy	75,000	1년	-55.7	-47.3		
2022-06-28	Buy	75,000	1년	-60.4	-58.2		
2022-07-28	Buy	65,000	1년	-50.6	-37.1		
2022-08-08	Buy	65,000	1년	-50.6	-37.1		
2022-08-16	Buy	65,000	1년	-50.8	-38.4		
2022-10-11	Buy	65,000	1년	-51.4	-42.8		
2022-10-20	Buy	65,000	1년	-51.0	-42.8		
2022-11-10	Buy	65,000	1년	-50.7	-42.8		
2022-11-15	Buy	65,000	1년	-50.8	-42.8		
2022-11-22	Buy	65,000	1년	-51.0	-43.5		
2022-11-28	Buy	65,000	1년	-51.1	-43.5		
2022-12-13	Buy	65,000	1년	-51.3	-43.5		
2022-12-20	Buy	65,000	1년	-51.3	-43.5		
2022-12-26	Buy	65,000	1년	-51.3	-43.5		
2023-01-09	Buy	65,000	1년	-51.1	-43.5		
2023-01-12	Buy	65,000	1년	-51.2	-43.5		
2023-01-19	Buy	65,000	1년	-51.3	-43.5		
2023-01-25	Buy	65,000	1년	-51.3	-43.5		
2023-02-03	Buy	65,000	1년	-51.4	-43.5		
2023-02-09	Buy	65,000	1년	-51.6	-43.5		
2023-05-30	Buy	65,000	1년	-55.6	-52.4		
2023-07-27	Buy	50,000	1년	-55.6	-44.8		
2023-11-02	Buy	35,000	1년	-38.6	-30.0		
2024-02-15	Buy	35,000	1년				