

(Analyst) 류재현 jay.ryu@miraeasset.com
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

336260 · 그린에너지

두산퓨얼셀

경쟁력을 증명할 2024년

(유지)

중립

목표주가

17,000원 ▼

상승여력

5.7%

현재주가(23/11/1)

16,080원

KOSPI	2,301.56	시가총액(십억원)	1,053	발행주식수(백만주)	65	외국인 보유비중(%)	12.0
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 매출 당초 예상대비 부진, 영업흑자 유지

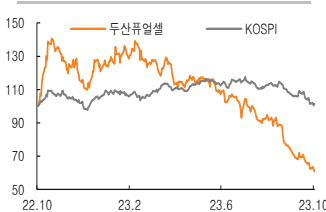
동사의 3Q23 매출액은 456억원(54% YoY)을 기록했다. 높은 성장은 전년도 부진에 따른 기저효과로, 전반적으로 수주 시장 부진이 지속되며 시장 기대치(793억원)를 하회하였다. 영업이익은 7억원을 기록하며 전년동기 대비 흑자 전환하였다. 전분기 대비로도 영업이익률(1.5%)은 소폭 개선되었다. 하지만 매출액 부진과 함께 영업이익 역시 시장기대치(15억원)을 충족하지는 못했다.

목표주가 28,000원에서 17,000원으로 하향 조정: 중립 의견 유지

수주 여건 악화 지속으로 실적 부진은 4Q23까지 이어질 전망이다. 2023년 및 2024년 매출액 전망치를 하향 조정한다. 목표주가 역시 28,000원에서 17,000원으로 하향조정하며, 중립 의견을 유지한다. 주가 반등을 위해서는 1) 실적 개선, 2) 청정 수소 입찰시장에서의 수주 경쟁력, 모빌리티 사업에서의 의미있는 성과 시현 등이 필요할 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.2	-46.2	-43.6
상대주가	-14.5	-41.5	-42.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	381	312	276	363	461
영업이익 (십억원)	18	7	14	15	39
영업이익률 (%)	4.7	2.2	5.1	4.1	8.5
순이익 (십억원)	9	4	4	-1	14
EPS (원)	106	47	49	-15	169
ROE (%)	1.7	0.7	0.8	-0.2	2.6
P/E (배)	451.8	621.7	325.1	-	95.3
P/B (배)	7.6	4.6	2.5	2.5	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review: 예상대비 부진한 매출

두산퓨얼셀의 3Q23 매출액은 456억원으로 54% YoY 성장했다. 지난해 부진했던 주기기 및 서비스 매출액이 부분 흑자 전환하였다. 높은 성장은 전년도 부진에 따른 기저효과로, 전분기 대비로는 7.3% YoY 감소했다. 전반적으로 수주가 부진하면서 시장 기대치(793억원) 역시 하회하였다.

영업이익은 7억원을 기록하며 전년동기 대비 흑자 전환하였다. 전분기 대비로도 영업이익률(1.5%)은 소폭 개선되었다. 하지만 매출액 부진과 함께 영업이익 역시 시장기대치를 충족하지는 못했다. 실적 부진은 4Q23까지 이어질 전망이다. 금리 상승에 따른 프로젝트 지연이 지속되면서 4Q23 매출액은 1,310억원으로 16.5% YoY 하락할 전망이다. 이에 따라 영업이익 역시 100억원으로 부진할 것으로 예상된다. 수주 여건 악화 지속으로 2023년 및 2024년 매출액 전망치를 하향 조정한다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	29.6	49.2	45.6	64.6	79.3	54.1	-7.3
영업이익	-2.9	0.5	0.7	-3.0	1.5	흑전	43.6
영업이익률 (%)	-9.8	1.0	1.5	-4.6	1.8	흑전	0.5
세전이익	1.2	-2.2	-2.9	-6.7	-2.9	적전	적지
순이익	1.1	-0.3	-0.8	-6.4	-0.8	적전	적지

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 두산퓨얼셀, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	352	483	276	363	-21.7	-24.7	수주 부진 지속
영업이익	14	31	14	15	-0.3	-49.9	매출 전망 하향
세전이익	2	25	0	-1	-94.5	-105.7	
순이익	4	21	4	-1	-4.6	-105.7	
EPS (원)	52	259	49	-15	-4.6	-105.7	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	51	74	30	157	50	49	46	131	312	276	363
영업이익	-9	1	-3	18	3	0	1	10	7	14	15
세전이익	-4	-1	1	8	2	-2	-3	3	4	0	-1
순이익(지배)	-3	0	1	6	2	0	-1	3	4	4	-1
영업이익률 (%)	-16.8	1.1	-9.8	11.4	6.4	1.0	1.5	7.3	2.2	5.1	4.1
세전순이익률 (%)	-8.4	-0.7	4.0	5.0	3.6	-4.4	-6.4	2.6	1.4	0.0	-0.4
순이익률 (지배, %)	-5.7	0.1	3.7	3.6	3.7	-0.6	-1.7	2.5	1.2	1.5	-0.3
수주량(MW)	1.0	34.0	10.0	129.0	55.0	53.8	53.8	53.8	173.0	215.0	290.0
단가(십억원/Kw)	-	2.5	9.3	0.2	0.0	1.7	1.9	2.0	1.2	1.4	2.0

주: 수주량 및 단가는 당사 추정치
 자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

열리는 CHPS 입찰 시장: 내년을 바라보는 포인트

2024년에는 SOFC 상용화, CHPS 입찰 시장 확대 (1,300GWh → 3,500GWh) 등 수주 여건이 나아질 가능성이 존재한다. 관건은 현재 약 50% 남짓한 점유율의 개선 여부일 것이다. 청정수소 입찰에 기존 연료전지 뿐 아니라, 수소터빈, 암모니아 혼소 등 여러 기술이 모두 참여하기 때문에 연료전지 시장 내에서 뿐 아니라 타 기술과의 경쟁력 확보도 필요하다. 청정수소 확보 역시 중요한 문제이다. 그린수소 시장이 제한적인 상황에서 블루수소, 암모니아 관련 업체와의 협업 상황도 주시할 필요가 있다.

그림 1. CHPS 입찰시장 개설 물량

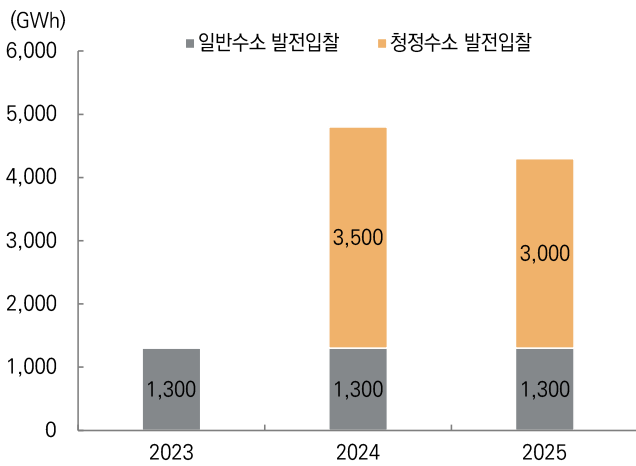


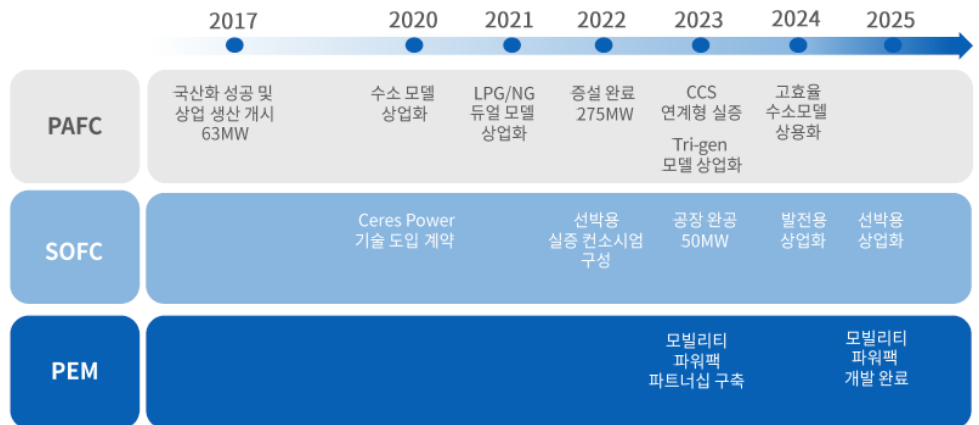
그림 2. 수소 발전 입찰시장 개요

구분	일반수소	청정수소(전망)
제도취지	분산전원 확대	온실가스 감축
활용연료	청정수소(개질/부생수소 허용)	청정수소
참여기술	연료전지	연료전지, 수소터빈, 석탄화력 암모니아 혼소, 수소엔진 등
평가기준	발전단가 및 일반/계통평가	발전단가 및 일반/계통평가 - 발전단가 상한가 설정 전망 - 청정수소 관련 평가 도입
개설물량	23~25년 각 1,300GWh	24년 3,500/25년 3,000GWh
준비기간	2년	3년
계약기간	20년	10년 이상

주: 2024년 입찰 물량은 수소, 암모니아 혼소율이 낮을 수 있는 점을 감안해 3,500GWh로 설정했으나 정상혼소율 시 6,500GWh 규모
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중장기 사업 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES		
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
연료전지	두산퓨얼셀	336260 KS	1,053	436	776	23	52	3	7	2.4	1.4	24.8	15.8	3.1	1.7
솔루션	플러그 파워	PLUG US	4,659	1,624	2,522	(962)	(430)	(19)	(12)	2.9	1.9	-	-	2.5	1.6
	블룸 에너지	BE US	3,035	1,959	2,544	(153)	25	(15)	10	1.6	1.2	49.1	14.7	2.0	1.6
	발라드 파워	BLDP US	1,322	124	187	(223)	(213)	(13)	(16)	10.7	7.1	-	-	2.0	1.3
	세레스 파워	CWR LN	641	50	98	(85)	(41)	(23)	(1)	12.9	6.5	-	-	7.6	3.9
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	630	172	229	(180)	(152)	(181.0)	(155.5)	(14.2)	(14.8)	0.6	0.7	2.3	1.7
	PowerCell	PCELL SS	273	36	43	(12)	(10)	(33)	(52)	7.7	6.4	-	-	7.3	6.1
	평균		1,659	629	914	(227)	(110)	(40)	(31)	3.4	1.4	24.8	10.4	3.8	2.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 2,800원에서 17,000원으로 하향하며 중립의견 유지

2023년 및 2024년 매출액 전망치를 각각 -21.7%, -24.7% 하향조정한다. 이에 따라 목표주가를 기존 28,000원에서 17,000원으로 하향조정한다. 최근 동종업체 밸류에이션 하락 (EV/Sales 4배, 기존 7배) 역시 반영했다. 현주가 대비 5.7%의 상승여력을 보유, 투자 의견은 중립으로 유지한다.

하반기 실적의 의미 있는 개선이 없는 상황에서 1) SOFC 수주 경쟁력, 2) 청정수소 발전시장에서의 입찰 경쟁력이 증명되어야 한다. 3) 적극적으로 추진하고 있는 선박/버스 등 모빌리티 시장에서의 신규 시장 개척 여부 역시 지켜볼 모멘텀이다.

표 5. Valuation

항목	수치	비고
Sales	363	2024년
EV	1,597	EV/Sales 4배, 글로벌 업종 평균
순차입금	231	
주주가치	1,366	
주식수(천주)	81,844	
목표주가(원)	17,000	
현재주가(원)	16,080	
업사이드(%)	5.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	312	276	363	461
매출원가	267	220	305	375
매출총이익	45	56	58	86
판매비와관리비	37	42	43	47
조정영업이익	7	14	15	39
영업이익	7	14	15	39
비영업손익	-3	-14	-16	-23
금융손익	-3	-20	-17	-22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	0	-1	16
계속사업법인세비용	0	-4	0	2
계속사업이익	4	4	-1	14
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	4	4	-1	14
지배주주	4	4	-1	14
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	5	5	-1	14
지배주주	5	5	-1	14
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	20	29	32	61
FCF	-331	-5	-154	-163
EBITDA 마진율 (%)	6.4	10.5	8.8	13.2
영업이익률 (%)	2.2	5.1	4.1	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	1.4	-0.3	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	676	806	899	1,098
현금 및 현금성자산	32	86	85	85
매출채권 및 기타채권	171	143	171	232
재고자산	431	308	370	501
기타유동자산	42	269	273	280
비유동자산	351	477	574	633
관계기업투자등	2	2	2	3
유형자산	176	273	371	431
무형자산	36	33	31	29
자산총계	1,027	1,283	1,473	1,731
유동부채	313	443	624	848
매입채무 및 기타채무	124	104	124	168
단기금융부채	145	303	456	621
기타유동부채	44	36	44	59
비유동부채	191	313	322	343
장기금융부채	134	265	265	265
기타비유동부채	57	48	57	78
부채총계	504	755	946	1,191
지배주주지분	523	528	526	540
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	37	41	40	54
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	523	528	526	540

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-258	119	-42	-83
당기순이익	4	4	-1	14
비현금수익비용가감	79	52	27	41
유형자산감가상각비	10	12	14	21
무형자산감가상각비	3	3	2	2
기타	66	37	11	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	-331	81	-57	-119
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-119	25	-25	-52
재고자산 감소(증가)	-226	122	-62	-130
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	-14	14	30
법인세납부	-6	-1	0	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	93	-103	-112	-81
유형자산처분(취득)	-74	-123	-112	-80
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	-1
기타투자활동	170	20	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	191	288	153	165
장단기금융부채의 증가(감소)	194	289	153	165
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-1	0	0
현금의 증가	26	54	-1	0
기초현금	6	32	86	85
기말현금	32	86	85	85

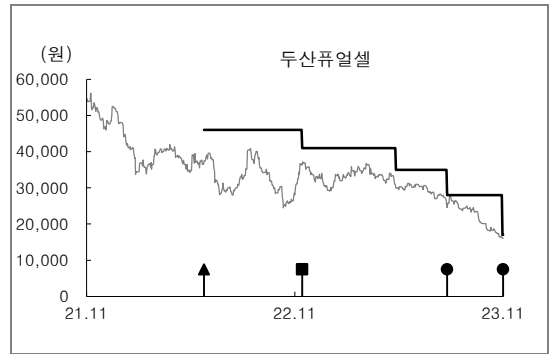
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	621.7	325.1	-	95.3
P/CF (x)	29.1	23.4	51.7	24.2
P/B (x)	4.6	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA (x)	119.0	47.6	48.6	28.1
EPS (원)	47	49	-15	169
CFPS (원)	1,009	687	311	665
BPS (원)	6,394	6,451	6,436	6,605
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-18.2	-11.7	31.8	26.8
EBITDA증가율 (%)	-26.6	49.3	8.6	91.6
조정영업이익증가율 (%)	-59.9	93.0	9.9	151.6
EPS증가율 (%)	-55.6	4.8	-	-
매출채권 회전율 (회)	3.5	2.0	2.7	2.6
재고자산 회전율 (회)	1.0	0.7	1.1	1.1
매입채무 회전율 (회)	5.2	2.8	3.9	3.7
ROA (%)	0.4	0.4	-0.1	0.9
ROE (%)	0.7	0.8	-0.2	2.6
ROIC (%)	1.1	52.7	1.5	3.1
부채비율 (%)	96.3	143.2	179.8	220.4
유동비율 (%)	216.1	182.0	144.1	129.5
순차입금/자기자본 (%)	47.1	43.9	73.3	101.9
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	0.6	0.6	1.3

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2023.11.02	중립	17,000	-	-
2023.07.27	중립	28,000	-20.42	-1.43
2023.04.28	Trading Buy	35,000	-16.18	-10.71
2022.11.15	Trading Buy	41,000	-18.54	-9.39
2022.05.27	매수	46,000	-29.99	-11.09



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산퓨얼셀 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.