

두산퓨얼셀

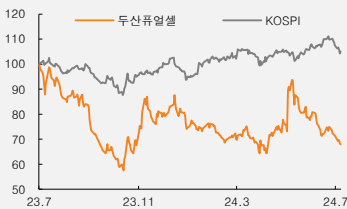
열리는 시장, 제품 경쟁력 강화에 주목

투자 의견(유지)	중립
목표주가(유지)	20,000원
현재주가(24/7/26)	18,980원
상승여력	5.4%

영업이익(24F,십억원)	28
Consensus 영업이익(24F,십억원)	20
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.2
P/E(24F,x)	147.1
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,731.90

시가총액(십억원)	1,243
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	11.6
벤투(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	16,080
52주 최고가(원)	27,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.1	-11.3	-25.6
상대주가	-11.2	-19.5	-29.4



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

2Q24 Review: 주기기 매출 인식으로 실적 개선 성공

두산퓨얼셀의 2Q24 매출액은 865억원으로 75.9% YoY 증가했다. 기존 RPS 프로젝트 위주로 주기기 납기가 본격화되며 매출 성장이 나타났다. 영업이익은 22억원으로 전분기(20억원) 및 전년 동기(5억원) 대비 개선되었다. 하이엑시움 모터스(수소 버스 모빌리티)에서의 손실을 제외한 별도 영업이익은 29억원을 기록하였다. 상반기 누적 수주는 20.2MW로 기존 RPS 프로젝트 1건과 CCS 실증 관련 물량이다.

CHPS 시대, 단가 경쟁력 강화에 따른 수주 경쟁력 확보에 주목

23년에 확보된 물량(69.1MW)는 현재 계약 체결 중으로 하반기 매출 인식이 본격화될 전망이다. 지난 5월 개설된 2024년 CHPS 시장에서도 신규 물량 확보가 가능할 예정이다. 일반 수소 발전 시장의 경우 시장 규모는 전년과 유사한 170~180MW로 당사는 이 중 점유율 50% 이상을 목표하고 있다. 일반 수소 낙찰자는 8월에 발표되며 전력 거래 계약 체결은 12월, 주기기 계약은 2025년 안에 이루어질 계획이다.

동사는 수소 전소 연료전지 발전기의 업그레이드에 성공했다. 110KW를 하나 더 추가한 수소 모델 개발을 완료했다. 출력 증가로 제조원가가 하락하고 수익성 개선을 노려볼 수 있다. 경쟁사 대비 단가 경쟁력을 축소, 청정수소 시장에서의 경쟁력 확보도 기대한다.

다만, 주요 경쟁사 대비 확실한 경쟁 우위를 확보하기 위해서는 SOFC 모델의 빠른 출시가 필요하다. 2020년 Ceres와 기술 계약 도입을 시작한 동사는 2024년 실질 이후 2025년 상업화를 목표하고 있다. 선박용 SOFC는 주력 부품에 대한 환경 테스트를 완료, 실증프로젝트용 제품을 제작하고 있다.

목표주가 20,000원 및 중립 의견 유지

두산 퓨얼셀에 대한 목표주가 20,000원 및 중립 의견을 유지한다. CHPS 입찰시장 본격화와 함께 실적 개선이 가시화되고 있다. 2024년 실질 누적 수주는 약 89MW로 RPS 잔여물량 및 CHPS 추가 물량을 감안할 때 연간 150MW 이상의 수주도 가능할 전망이다. 다만, 그린 수소의 단가 인하에 따른 수소 발전 시장의 추가 확대, SOFC 출시에 따른 제품 경쟁력 강화는 여전한 과제이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	312	261	321	444	488
영업이익 (십억원)	7	2	28	39	48
영업이익률 (%)	2.2	0.8	8.7	8.8	9.8
순이익 (십억원)	4	-9	11	15	17
EPS (원)	47	-104	129	183	208
ROE (%)	0.7	-1.6	2.0	2.8	3.1
P/E (배)	621.7	-	147.1	103.6	91.5
P/B (배)	4.6	3.7	3.0	2.9	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 2Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	49	32	87	22	59	75.9	172.9
영업이익	0.5	2	3	-4	2	488.9	44.0
영업이익률 (%)	1.0	6.3	3.3	-19.5	2.7	2.3	-3.0
세전이익	-2	0	1	-9	-2	흑전	흑전
순이익	0	0	0	-8	-2	흑전	193.3

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
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	270	465	321	444	19.0	-4.6	2Q24 실적, 하반기 수주 개선
영업이익	25	39	28	39	10.2	0.8	원가 부담 증가, 자회사 실적
세전이익	6	13	12	19	103.8	46.1	기타비용
순이익	6	10	11	15	70.9	56.5	
EPS (원)	76	117	129	183	70.9	56.5	

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

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	50	49	46	116	32	87	65	139	261	321	444
영업이익	3	0	1	-3	2	3	10	14	2	28	39
세전이익	2	-2	-3	-9	-0	1	1	11	-13	12	19
순이익(지배)	2	-0	-1	-9	0	0	1	9	-9	11	15
영업이익률 (%)	6.4	1.0	1.4	-2.3	6.3	3.3	14.7	9.7	0.6	8.7	8.8
세전순이익률 (%)	3.6	-4.4	-6.4	-8.0	-0.6	0.6	1.6	7.7	-4.8	3.8	4.3
순이익률 (지배, %)	3.7	-0.6	-1.8	-8.0	0.5	0.5	1.4	6.6	-3.3	3.3	3.4

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

표 4. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES		
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
연료전지 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	1,243	473	644	28	47	2.9	5.7	2.6	1.9	31.2	20.4	3.4	2.5
	플러그 파워	PLUG US	2,829	1,274	1,881	(1,090)	(583)	(30.7)	(20.4)	2.2	1.5	-	-	2.2	1.5
	블룸 에너지	BE US	4,557	1,994	2,423	(20)	106	6.6	21.4	2.3	1.9	31.4	18.1	2.2	1.8
	발라드 파워	BLDP US	953	155	224	(223)	(202)	(16.3)	(16.4)	6.2	4.3	-	-	0.6	0.4
	세레스 파워	CWR LN	755	93	103	(65)	(60)	(20.7)	(25.8)	8.2	7.4	-	-	4.3	3.6
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	366	145	284	(206)	(133)	(15.8)	(16.6)	2.5	1.3	-	-	-	-
	PowerCell	PCELL SS	181	46	61	(10)	(3)	(26.0)	(5.0)	4.0	3.0	-	-	3.9	2.9
	평균		1,555	597	803	(227)	(118)	(14.3)	(8.1)	4.0	3.0	31.3	19.3	2.7	2.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. CHPS 입찰시장 개설 물량

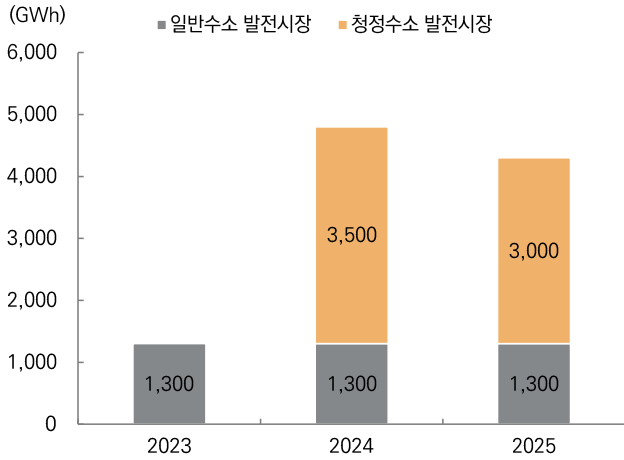
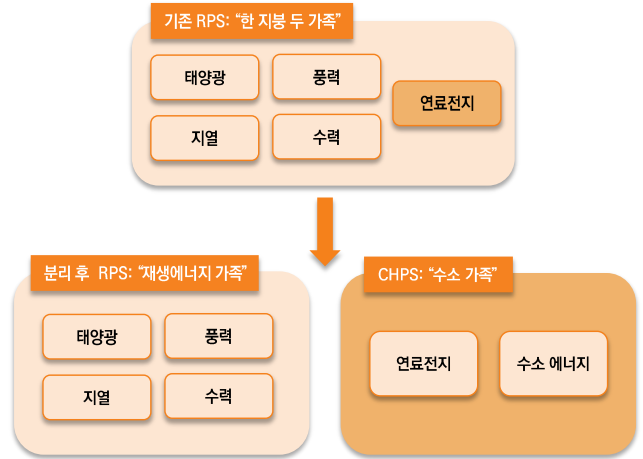


그림 2. CHPS 도입 기본 방향



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

표 5. CHPS/RPS/전력시장 제도 비교

구분	CHPS	RPS	전력시장
기본 개념	수소발전에 대한 "전력량" 거래	수소발전에 대한 "인증서" 거래	모든 발전사와 판매사는 "전력량" 거래
공급자	수소발전사업자	신재생발전사업자	모든 발전사업자
거래의무 여부	판매사업자 등에 발전량 구매 의무 부여	신재생이 아닌 발전사업자에 인증서 확보 의무 부여	특정 거래 의무 없음
정산 방식	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	한계가격 (Pay-As-Clear) 정산
입찰 기준	입찰가격 비가격평가 고려	입찰가격 비가격평가 고려	거래소가 평가한 발전 비용 비가격평가 없음

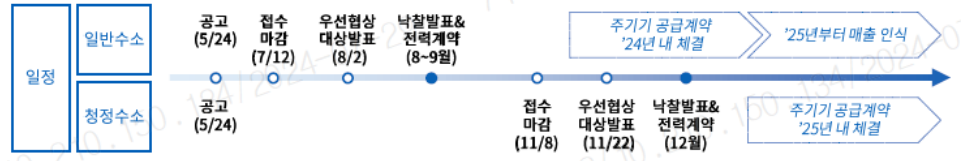
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 2024년 일반 및 청정수소발전 입찰시장 개요

구분	일반수소	청정수소
제도취지	분산전원 확대	온실가스 감축
대상설비	연료전지	연료전지 및 혼소 발전설비 (LNG-수소, 석탄-암모니아)
활용연료	청정/개질/부생수소	청정수소
기준 혼소율	-	열량 기준 20% 이상
평가기준	가격 (60%)	발전단가
	비가격 (40%)	산업, 경제 기여도, 분산전원 특성, 계통수용성
개설물량	1,300GWh	6,500GWh (주1)
준비기간	2년	3년
거래기간	20년	15년

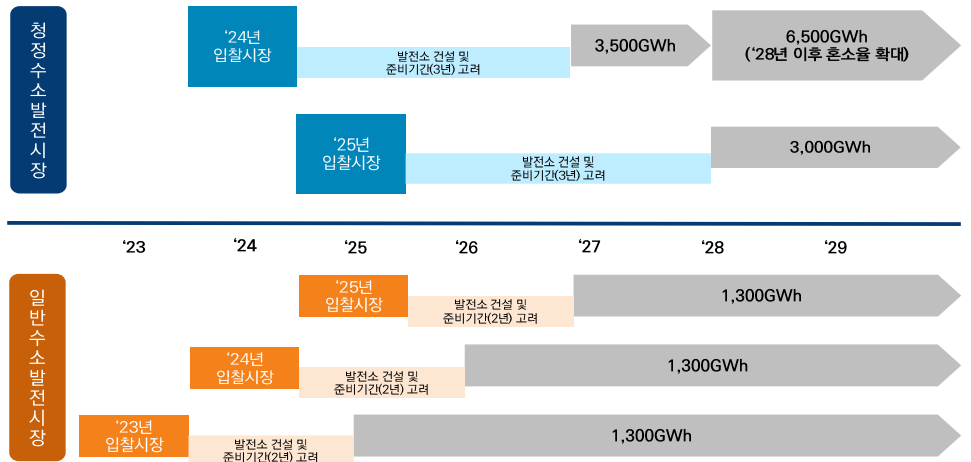
주1: 상업운전 개시 지연 및 수소 혼소율 미달 등 감안 시 2027년 실제 구매량은 3,500GWh 예상
 자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 2024 국내 수소발전시장 개설 로드맵



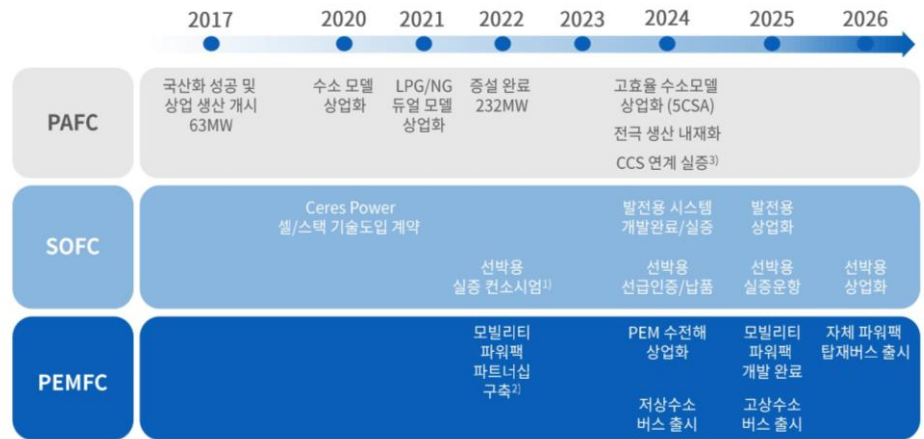
자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중장기 국내 수소발전시장 개설 로드맵



자료: 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 중장기 사업 로드맵



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	321	444	488
매출원가	221	256	364	395
매출총이익	40	65	80	93
판매비와관리비	38	37	41	45
조정영업이익	2	28	39	48
영업이익	2	28	39	48
비영업손익	-15	-16	-20	-23
금융손익	-16	-31	-20	-23
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-13	12	19	25
계속사업법인세비용	-4	2	4	8
계속사업이익	-9	11	15	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-9	11	15	17
지배주주	-9	11	15	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	11	15	17
지배주주	-10	11	15	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	17	45	60	74
FCF	-106	-285	-173	-147
EBITDA 마진율 (%)	6.5	14.0	13.5	15.2
영업이익률 (%)	0.8	8.7	8.8	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.4	3.4	3.4	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	648	923	1,114	1,181
현금 및 현금성자산	50	65	86	101
매출채권 및 기타채권	109	130	156	129
재고자산	460	693	831	917
기타유동자산	29	35	41	34
비유동자산	423	491	551	619
관계기업투자등	4	5	5	5
유형자산	271	328	389	460
무형자산	34	32	30	28
자산총계	1,071	1,414	1,666	1,800
유동부채	287	597	816	941
매입채무 및 기타채무	63	75	90	75
단기금융부채	186	476	671	821
기타유동부채	38	46	55	45
비유동부채	271	294	311	303
장기금융부채	198	207	207	217
기타비유동부채	73	87	104	86
부채총계	558	891	1,128	1,245
지배주주지분	513	523	538	555
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	26	37	52	69
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	513	523	538	555

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	8	-199	-93	-52
당기순이익	-9	11	15	17
비현금수익비용가감	78	60	45	57
유형자산감가상각비	12	15	19	25
무형자산상각비	3	2	2	1
기타	63	43	24	31
영업활동으로인한자산및부채의변동	-37	-235	-129	-95
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	103	-9	-11	11
재고자산 감소(증가)	-38	-234	-138	-86
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-55	6	7	-8
법인세납부	-3	-2	-4	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-96	-84	-81	-94
유형자산처분(취득)	-114	-86	-80	-95
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-1	-1	1
기타투자활동	21	3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	105	298	196	160
장단기금융부채의 증가(감소)	106	299	196	160
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-1	0	0
현금의 증가	18	15	21	15
기초현금	32	50	65	86
기말현금	50	65	86	101

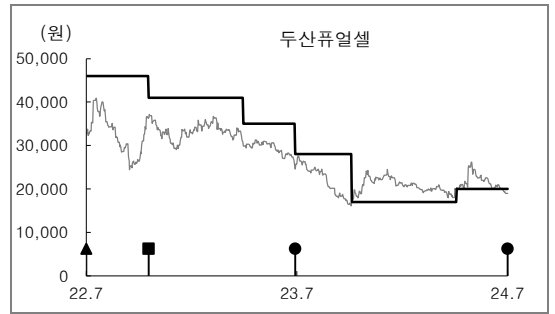
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	147.1	103.6	91.5
P/CF (x)	27.2	21.9	25.9	20.9
P/B (x)	3.7	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	116.0	43.3	35.8	30.8
EPS (원)	-104	129	183	208
CFPS (원)	854	867	733	909
BPS (원)	6,267	6,397	6,580	6,787
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 (%)	-16.4	23.2	38.1	10.0
EBITDA증가율 (%)	-12.8	166.5	31.6	24.2
조정영업이익증가율 (%)	-77.3	1,599.3	40.2	22.9
EPS증가율 (%)	-	-	41.9	13.3
매출채권 회전율 (회)	2.7	6.6	7.6	8.4
재고자산 회전율 (회)	0.6	0.6	0.6	0.6
매입채무 회전율 (회)	3.8	7.7	9.1	9.9
ROA (%)	-0.8	0.9	1.0	1.0
ROE (%)	-1.6	2.0	2.8	3.1
ROIC (%)	0.1	2.3	2.3	2.1
부채비율 (%)	108.9	170.2	209.5	224.2
유동비율 (%)	225.5	154.7	136.5	125.5
순차입금/자기자본 (%)	64.8	117.6	146.8	168.5
조정영업이익/금융비용 (x)	0.1	0.8	1.7	1.8

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2024.05.02	중립	20,000	-	-
2023.11.02	중립	17,000	22.07	44.12
2023.07.27	중립	28,000	-20.77	-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 Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 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.