두산퓨얼셀 (336260)

8월 2일 그리고 12월 결과에 관심 필요

BUY

목표주가(12M)	25,000원
현재주가(7.26)	18,980원

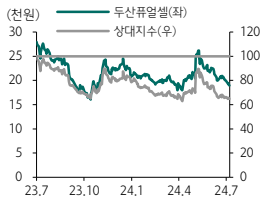
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,731.90
52주 최고/최저(원)	27,600/16,080
시가총액(십억원)	1,243.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	1,043.0
60일 평균 거래대금(십억원)	25.0
외국인지분율(%)	11.64
주요주주 지분율(%)	
두산에너빌리티 외 14 인	37.84
국민연금공단	6.48

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	400.5	606.9
영업이익(십억원)	19.8	38.6
순이익(십억원)	5.1	19.2
EPS(원)	62	234
BPS(원)	6,323	6,555

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	312.1	260.9	492.6	617.8
영업이익	7.2	1.6	20.5	37.9
세전이익	4.3	(12.5)	10.6	27.9
순이익	3.9	(8.5)	8.2	20.9
EPS	47	(104)	100	256
증감율	(55.66)	적전	N/A	156.00
PER	624.47	(223.08)	189.80	74.14
PBR	4.59	3.70	2.99	2.87
EV/EBITDA	118.08	116.01	46.52	32.31
ROE	0.74	(1.64)	1.57	3.95
BPS	6,394	6,267	6,350	6,606
DPS	0	0	0	0

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

목표주가 25,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 25,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 주기기 매출이 재개된 가운데 하반기에 빠른 성장이 기대되는 상황이다. 2분기 말 기준 신규 수주는 20.2MW를 기록했다. 연간 수주목표는 89.3MW 이상으로 기존 확보된 물량의 계약 체결 여부가 중요하다. 연내 RPS 제도 기반 잔여 물량 수주가 기대되며 매년 개설되는 CHPS 시장에서도 50% 이상 점유율을 목표로 준비 중이다. 2024년 기준 PER 189.8배, PBR 3.0배다.

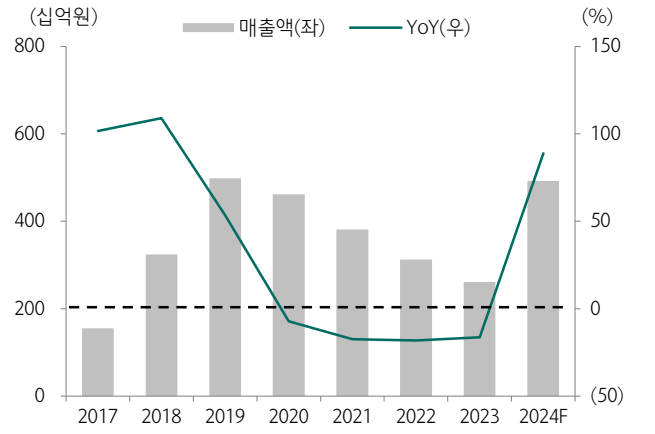
2Q24 영업이익 22억원(YoY +344.7%)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 865억원을 기록하며 전년대비 75.9% 증가했다. 지난 분기와 달리 주기기 매출이 반영되면서 외형이 다시 성장하는 구간으로 진입했다. 기존 확보된 수주잔고에 더해 CHPS 물량도 실적에 인식된 것으로 보인다. 2023년 일반수소시장 물량은 하반기에 집중적으로 반영될 전망이다. LTSA는 누적된 기기 출하량 증가에 비례하여 전분기대비 소폭 증가했다. 영업이익은 22억원을 기록하면서 전년대비 344.7% 증가했다. 영업이익률은 2.5%로 전년대비 1.5% 상승했고 전분기대비 2.7% 하락했다. 주기기 납품 재개에도 마진이 하락한 점은 Mix 영향으로 간주된다. 상품 재고는 현재 40MW에서 2025년 1분기 20MW 수준으로 줄어들 전망이며 이후 제품 비중이 상승할수록 이익률은 안정화가 가능할 전망이다. 연결 자회사인 하이엑시움모터스는 이번분기 7억원 영업적자를 기록했고 수주와 매출이 가시화되는 시점까지는 적자 기조가 불가피할 전망이다.

일반수소 MS 50% 이상 및 청정수소 발전시장 진입 목표

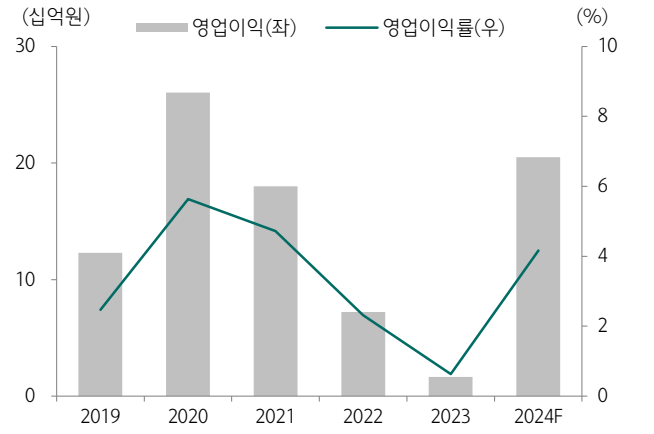
2024년 일반수소발전 입찰시장에 더해 청정수소발전 시장도 신규 개설되었다. 전자의 경우 8월 2일에 우선협상대상자 발표가 예정되어 있으며 이후 낙찰 및 계약 발표가 8~9월 구체화될 전망이다. 후자의 경우 각각 11월 22일 및 12월로 예정되어 있다. 주된 평가 요소는 발전단가이며 비가격 요소는 청정수소 등급 및 연료도입의 안정성 등이다. 일반수소는 참여 가능한 사업자가 제한적이기 때문에 과점화된 시장에서 안정적인 점유율 획득이 가능하다. 청정수소의 경우 경쟁대상이 신규 투자가 크지 않은 노후석탄 및 가스터빈 혼소가 대부분일 것으로 예상되고 있어 당장의 유의미한 물량보다 진입 여부에 의미를 둘 필요가 있다. 신규 수소 전소 모델 양산이 하반기부터 이뤄질 예정이며 신규 청정수소 시장에서 성과를 기록할 경우 중장기 기대감이 제고될 수 있다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



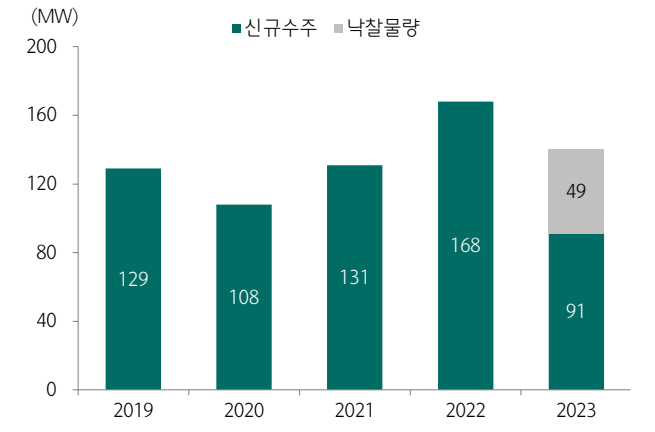
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



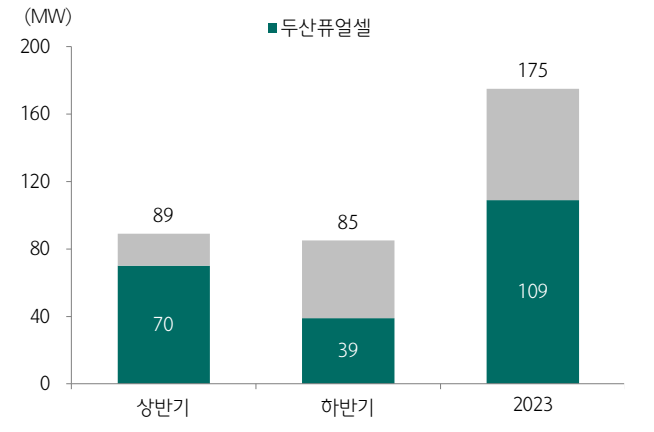
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연도별 신규수주 추이



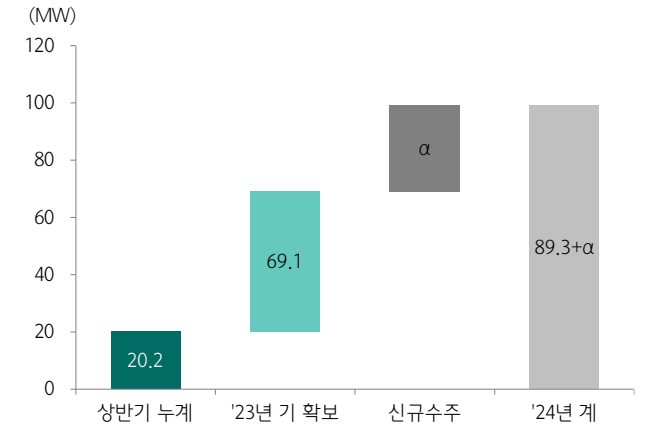
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년 일반수소발전 입찰시장 결과



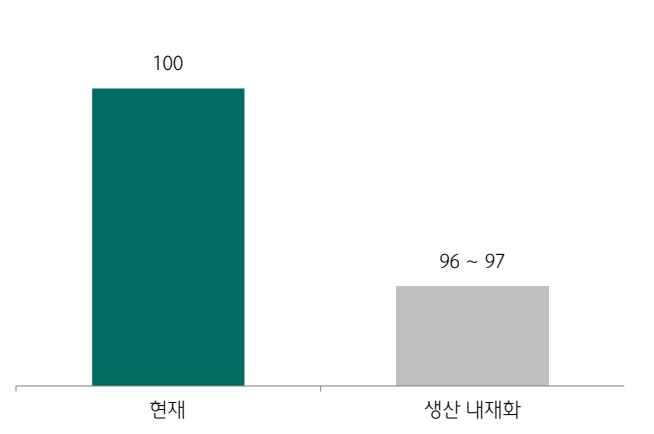
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 2024년 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 전극 내재화로 인한 원가절감 기대효과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**312.1**	**260.9**	**492.6**	**617.8**	**646.7**
매출원가	267.5	221.3	431.6	536.9	558.9
매출총이익	44.6	39.6	61.0	80.9	87.8
판관비	37.5	37.9	40.5	43.0	45.6
영업이익	**7.2**	**1.6**	**20.5**	**37.9**	**42.3**
금융손익	2.8	(13.4)	(12.3)	(13.7)	(13.9)
종속/관계기업손익	(0.4)	1.3	1.6	1.8	1.8
기타영업외손익	(5.3)	(2.1)	0.9	1.9	2.1
세전이익	**4.3**	**(12.5)**	**10.6**	**27.9**	**32.2**
법인세	0.4	(4.0)	2.5	7.0	8.1
계속사업이익	3.9	(8.5)	8.2	20.9	24.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.9**	**(8.5)**	**8.2**	**20.9**	**24.2**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**3.9**	**(8.5)**	**8.2**	**20.9**	**24.2**
지배주주지분포괄이익	5.1	(10.5)	8.2	20.9	24.2
NOPAT	6.5	1.1	15.7	28.5	31.7
EBITDA	19.6	17.0	38.4	55.2	59.1
성장성(%)					
매출액증가율	(18.17)	(16.40)	N/A	25.42	4.68
NOPAT증가율	(22.62)	(83.08)	N/A	81.53	11.23
EBITDA증가율	(26.32)	(13.27)	N/A	43.75	7.07
영업이익증가율	(60.00)	(77.78)	N/A	84.88	11.61
(지배주주)순익증가율	(55.17)	적전	N/A	154.88	15.79
EPS증가율	(55.66)	적전	N/A	156.00	15.23
수익성(%)					
매출총이익률	14.29	15.18	12.38	13.09	13.58
EBITDA이익률	6.28	6.52	7.80	8.93	9.14
영업이익률	2.31	0.61	4.16	6.13	6.54
계속사업이익률	1.25	(3.26)	1.66	3.38	3.74

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**675.7**	**648.1**	**790.1**	**821.8**	**855.8**
금융자산	50.9	51.8	56.6	59.8	67.1
현금성자산	31.9	50.2	54.8	58.0	65.2
매출채권	147.8	44.4	85.7	89.1	92.2
재고자산	430.7	460.1	484.1	502.9	520.5
기타유동자산	46.3	91.8	163.7	170.0	176.0
비유동자산	**351.2**	**422.8**	**448.3**	**446.6**	**445.3**
투자자산	9.7	11.6	13.5	14.1	14.6
금융자산	7.2	7.8	9.5	9.9	10.2
유형자산	176.3	271.3	282.7	282.3	282.0
무형자산	**36.0**	**34.2**	**31.9**	**30.0**	**28.6**
기타비유동자산	**129.2**	**105.7**	**120.2**	**120.2**	**120.1**
자산총계	**1,026.9**	**1,070.8**	**1,238.4**	**1,268.4**	**1,301.1**
유동부채	**312.7**	**287.4**	**375.5**	**381.6**	**387.3**
금융부채	144.6	186.0	218.2	218.2	218.2
매입채무	85.7	30.5	21.2	22.0	22.8
기타유동부채	82.4	70.9	136.1	141.4	146.3
비유동부채	**191.2**	**270.8**	**343.4**	**346.4**	**349.2**
금융부채	**133.7**	**198.1**	**267.4**	**267.4**	**267.4**
기타비유동부채	57.5	72.7	76.0	79.0	81.8
부채총계	**503.9**	**558.2**	**719.0**	**728.0**	**736.5**
지배주주지분	**523.1**	**512.7**	**519.4**	**540.4**	**564.6**
자본금	**8.2**	**8.2**	**8.2**	**8.2**	**8.2**
자본잉여금	477.5	477.5	476.1	476.1	476.1
자본조정	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.3	26.3	34.5	55.5	79.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**523.1**	**512.7**	**519.4**	**540.4**	**564.6**
순금융부채	227.4	332.3	429.1	425.8	418.5

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	47	(104)	100	256	295
BPS	6,394	6,267	6,350	6,606	6,901
CFPS	1,009	854	851	930	974
EBITDAPS	239	208	470	675	722
SPS	3,814	3,188	6,018	7,548	7,902
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	624.47	(223.08)	189.80	74.14	64.34
PBR	4.59	3.70	2.99	2.87	2.75
PCFR	29.09	27.17	22.30	20.41	19.49
EV/EBITDA	118.08	116.01	46.52	32.31	30.09
PSR	7.70	7.28	3.15	2.51	2.40
재무비율(%)					
ROE	0.74	(1.64)	1.57	3.95	4.38
ROA	0.45	(0.81)	0.66	1.67	1.88
ROIC	1.11	0.14	1.65	2.97	3.24
부채비율	96.33	108.88	138.41	134.73	130.46
순부채비율	43.47	64.82	82.60	78.80	74.13
이자보상배율(배)	1.46	0.09	0.60	0.94	1.05

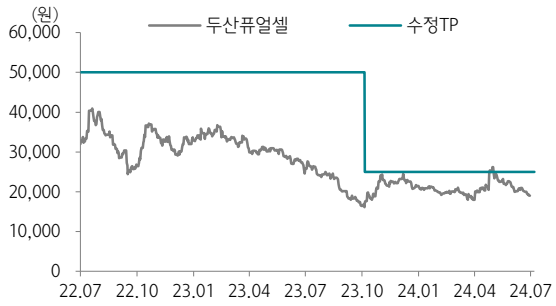
현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**(257.7)**	**7.8**	**(7.2)**	**21.3**	**25.1**
당기순이익	3.9	(8.5)	8.2	20.9	24.2
조정	69.0	53.7	26.2	17.3	16.7
감가상각비	12.3	15.4	18.0	17.3	16.8
외환거래손익	(4.9)	(2.0)	(3.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	(1.3)	(0.2)	0.0	0.0
기타	61.2	41.6	11.4	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	(330.6)	(37.4)	(41.6)	(16.9)	(15.8)
투자활동 현금흐름	**92.7**	**(95.7)**	**(41.2)**	**(15.6)**	**(15.6)**
투자자산감소(증가)	(4.1)	(0.3)	(13.3)	(0.5)	(0.5)
자본증가(감소)	(73.8)	(113.9)	(41.4)	(15.0)	(15.0)
기타	170.6	18.5	13.5	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	**190.8**	**105.3**	**98.4**	**0.0**	**0.0**
금융부채증가(감소)	193.6	105.8	485.6	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	(0.0)	484.3	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(0.5)	(871.5)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**25.8**	**18.3**	**80.1**	**3.2**	**7.2**
Unlevered CFO	82.5	69.9	69.6	76.2	79.7
Free Cash Flow	(331.5)	(106.2)	(48.6)	6.3	10.1

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.2	BUY	25,000		
23.4.28	1 년 경과		-	-
22.4.28	BUY	50,000	-33.74%	-18.20%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 26일