



BUY (유지)

목표주가(12M) 25,000원(유지)
현재주가(2.7) 15,850원

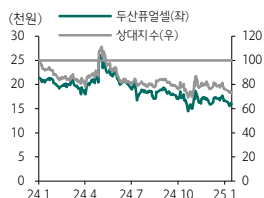
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,521.92
52주 최고/최저(원)	26,200/14,480
시가총액(십억원)	1,038.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	255.2
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2
외국인지분율(%)	11.30
주요주주 지분율(%)	
두산에너지리미티드 외 15인	37.85
국민연금공단	6.48

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	408	576
영업이익(십억원)	8	29
순이익(십억원)	(9)	9
EPS(원)	(111)	108
BPS(원)	6,157	6,263

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	312.1	260.9	411.8	538.2
영업이익	7.2	1.6	(1.7)	13.9
세전이익	4.3	(12.5)	(10.2)	5.4
순이익	3.9	(8.5)	(10.4)	4.1
EPS	47	(104)	(127)	50
증감율	(55.66)	적전	N/A	흑전
PER	624.47	(223.08)	(125.67)	317.00
PBR	4.59	3.70	2.61	2.57
EV/EBITDA	118.08	116.01	90.12	48.59
ROE	0.74	(1.64)	(2.08)	0.81
BPS	6,394	6,267	6,123	6,173
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2025년 2월 10일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

수주가 많아질 것

목표주가 25,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 25,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출이 크게 늘어났지만 높은 원가율에 일회성 비용까지 반영되며 적자를 기록했다. 연간 신규 수주는 73.9MW를 기록하며 전년대비 소폭 감소했으나 2024년 CHPS 입찰 결과 127MW 약 73% 물량을 확보했기 때문에 2025년 수주 실적은 개선세가 뚜렷할 전망이다. 현재 시점에서 일반수소 입찰시장은 2028년까지 개설이 확정되어 있고 이후까지 시장이 연장될 것인지 확인이 필요하다. 2025년 기준 PER 317.0배, PBR 2.6배다.

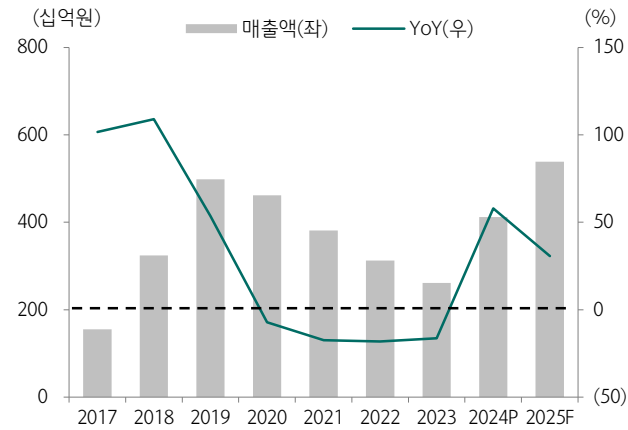
4Q24 영업이익 -26억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 2,616억원을 기록하며 전년대비 125.1% 증가했다. 2023년 CHPS 입찰에서 낙찰된 물량의 주기기 매출 인식이 본격화되면서 외형이 크게 성장했다. LTSA 매출은 전년대비 11.8% 감소했다. 영업이익은 -26억원을 기록하면서 전년대비 적자 지속, 전분기대비 적자로 전환했다. 연결 자회사 하이엑시움모터스 적자에 더해 일부 품질 비용 관련 일회성 비용이 30억원 가량 반영되었기 때문이다. 일회성을 제외하면 소폭 흑자로 간주된다. 한편 매출 성장 대비 경상 이익률이 낮았던 이유는 SOFC 공장 신축, PAFC 전극생산시설 인수 등 고정비 증가 요인이 작용했고 원가율이 높은 상품 재고 소진 영향도 일부 존재한다. 2024년 3분기 제품과 상품 모두 재고가 증가했으나 앞으로 제품 Mix가 확대되면 이익률 측면에서 긍정적인 영향을 기대해볼 수 있다.

국내 물량은 안정적으로 확보. 해외 수주를 확인할 시점

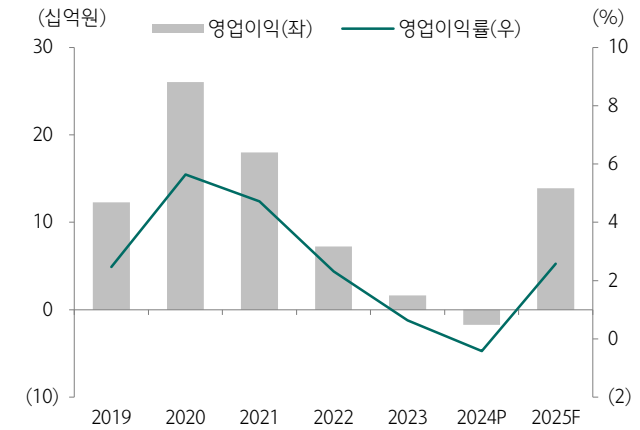
CHPS 입찰 경쟁에서 일부 단가 하락이 확인되지만 수주 실적 점유율 확대에 이어진 점에서 긍정적 평가가 가능하다. 5월 SOFC 생산라인 본격 가동 이후 제품 다변화를 통해 국내외 신규 수요 창출이 기대된다. 제품 카테고리 확장으로 주기기 매출 비중에서 SOFC 비중을 2025년 12%에서 2029년 28%까지 증가하는 것을 목표로 제시했다. 같은 기간 해외 매출 비중 또한 7%에서 46%까지 확대할 예정이다. 미국 법인 PAFC 생산라인을 철수하고 한국 법인에서 생산을 일원화하기 때문에 앞으로 미국을 포함한 해외 시장 진출이 가능하며 향후 수요가 확대될 경우 생산 효율성 및 원가 경쟁력 제고도 기대해볼 수 있다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



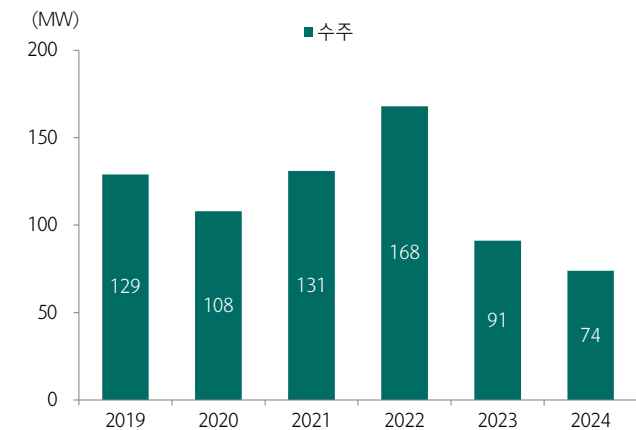
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



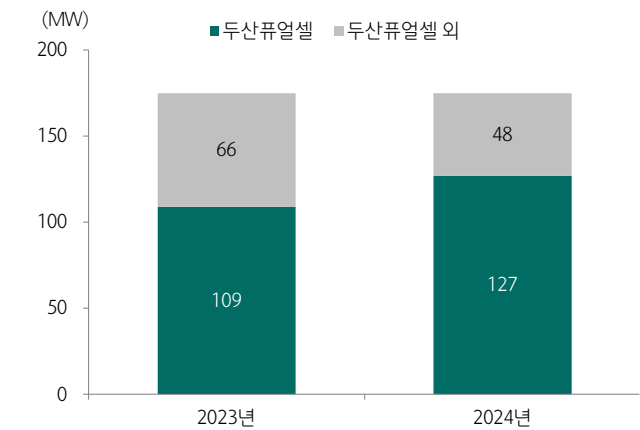
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연도별 신규수주 추이



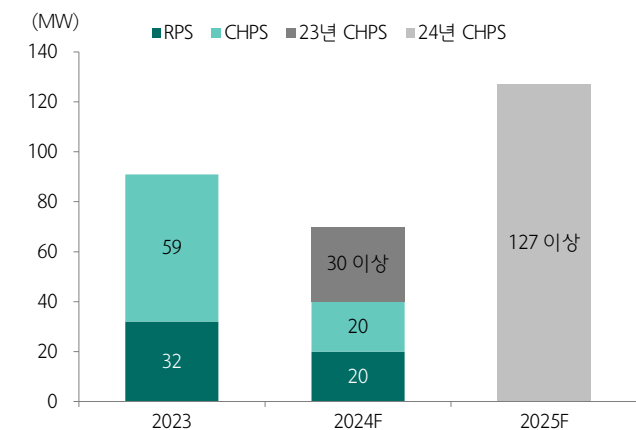
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년~2024년 일반수소발전 입찰시장 결과



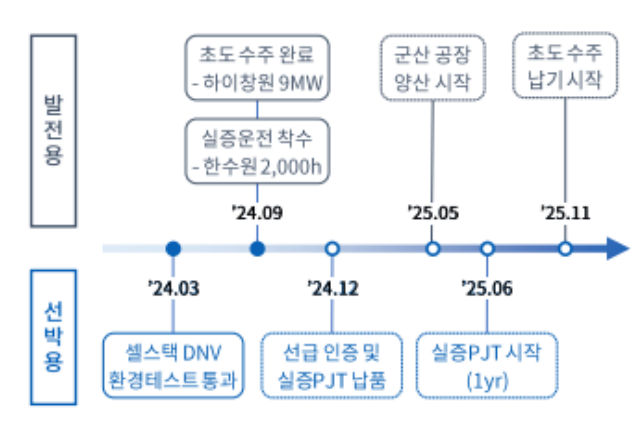
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규 수주 전망



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. SOFC 개발 현황



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	411.8	538.2	636.6
매출원가	267.5	221.3	375.3	485.1	566.7
매출총이익	44.6	39.6	36.5	53.1	69.9
판매비	37.5	37.9	38.2	39.2	41.6
영업이익	7.2	1.6	(1.7)	13.9	28.3
금융손익	2.8	(13.4)	(14.1)	(16.2)	(16.5)
종속/관계기업손익	(0.4)	1.3	0.9	0.9	0.9
기타영업외손익	(5.3)	(2.1)	4.7	6.8	7.2
세전이익	4.3	(12.5)	(10.2)	5.4	19.8
법인세	0.4	(4.0)	0.2	1.4	4.9
계속사업이익	3.9	(8.5)	(10.4)	4.1	14.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.9	(8.5)	(10.4)	4.1	14.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.9	(8.5)	(10.4)	4.1	14.8
지배주주지분포괄이익	5.1	(10.5)	(10.4)	4.1	14.8
NOPAT	6.5	1.1	(1.8)	10.4	21.2
EBITDA	19.6	17.0	17.7	33.8	47.3
성장성(%)					
매출액증가율	(18.17)	(16.40)	96.2	30.69	18.28
NOPAT증가율	(22.62)	(83.08)	N/A	흑전	103.85
EBITDA증가율	(26.32)	(13.27)	4.1	90.96	39.94
영업이익증가율	(60.00)	(77.78)	적전	흑전	103.60
(지배주주)순이익증가율	(55.17)	적전	적지	흑전	260.98
EPS증가율	(55.66)	적전	적지	흑전	262.00
수익성(%)					
매출총이익률	14.29	15.18	12.55	9.87	10.98
EBITDA이익률	6.28	6.52	7.47	6.28	7.43
영업이익률	2.31	0.61	3.31	2.58	4.45
계속사업이익률	1.25	(3.26)	0.98	0.76	2.32

투자지표	2022	2023	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	47	(104)	(127)	50	181
BPS	6,394	6,267	6,123	6,173	6,354
CFPS	1,009	854	777	541	680
EBITDAPS	239	208	216	413	578
SPS	3,814	3,188	5,031	6,576	7,778
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	624.47	(223.08)	(125.67)	317.00	87.57
PBR	4.59	3.70	2.61	2.57	2.49
PCR	29.09	27.17	20.54	29.30	23.31
EV/EBITDA	118.08	116.01	90.12	48.59	34.55
PSR	7.70	7.28	3.17	2.41	2.04
재무비율(%)					
ROE	0.74	(1.64)	(2.08)	0.81	2.90
ROA	0.45	(0.81)	(0.78)	0.30	1.08
ROIC	1.11	0.14	(0.23)	1.39	2.92
부채비율	96.33	108.88	165.74	169.94	166.94
순부채비율	43.47	64.82	92.04	83.51	79.66
이자보상배율(배)	1.46	0.09	(0.08)	0.60	1.22

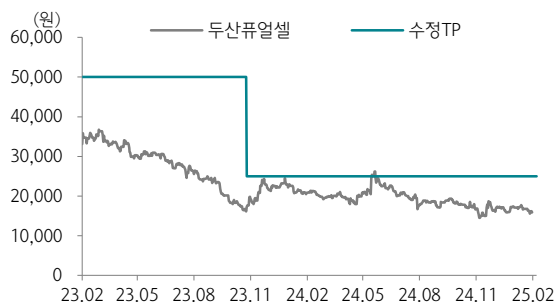
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	675.7	648.1	824.8	861.1	889.4
금융자산	50.9	51.8	26.0	65.4	73.0
현금성자산	31.9	50.2	24.3	63.5	71.1
매출채권	147.8	44.4	297.0	321.1	329.5
재고자산	430.7	460.1	416.0	381.8	391.8
기타유동자산	46.3	91.8	85.8	92.8	95.1
비유동자산	351.2	422.8	506.3	502.0	498.2
투자자산	9.7	11.6	12.5	13.0	13.2
금융자산	7.2	7.8	8.1	8.3	8.3
유형자산	176.3	271.3	322.3	319.6	317.2
무형자산	36.0	34.2	32.0	29.8	28.3
기타비유동자산	129.2	105.7	139.5	139.6	139.5
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,331.0	1,363.1	1,387.5
유동부채	312.7	287.4	489.7	510.5	517.7
금융부채	144.6	186.0	234.3	234.3	234.3
매입채무	85.7	30.5	27.5	29.7	30.5
기타유동부채	82.4	70.9	227.9	246.5	252.9
비유동부채	191.2	270.8	340.5	347.6	350.1
금융부채	133.7	198.1	252.8	252.8	252.8
기타비유동부채	57.5	72.7	87.7	94.8	97.3
부채총계	503.9	558.2	830.2	858.1	867.8
지배주주지분	523.1	512.7	500.9	504.9	519.8
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)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	37.3	26.3	15.9	20.0	34.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	500.9	504.9	519.8
순금융부채	227.4	332.3	461.0	421.7	414.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(257.7)	7.8	221.9	76.8	30.4
당기순이익	3.9	(8.5)	(10.4)	4.1	14.8
조정	69.0	53.7	48.3	19.8	19.1
감가상각비	12.3	15.4	19.4	19.9	19.0
외환거래손익	(4.9)	(2.0)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	(1.3)	(0.6)	0.0	0.0
기타	61.2	41.6	30.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채변동	(330.6)	(37.4)	184.0	52.9	(3.5)
투자활동 현금흐름	92.7	(95.7)	(84.3)	(15.7)	(15.2)
투자자산감소(증가)	(4.1)	(0.3)	(11.9)	(0.5)	(0.2)
자본증가(감소)	(73.8)	(113.9)	(74.9)	(15.0)	(15.0)
기타	170.6	18.5	2.5	(0.2)	0.0
재무활동 현금흐름	190.8	105.3	97.2	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	193.6	105.8	487.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	(0.0)	484.3	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(0.5)	(874.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.8	18.3	36.8	39.2	7.6
Unlevered CFO	82.5	69.9	63.6	44.3	55.7
Free Cash Flow	(331.5)	(106.2)	147.0	61.8	15.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.2	BUY	25,000		
23.4.28	1년 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 2월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 2월 10일 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 07일