

두산퓨얼셀 (336260. KS)

이익 부진하나 미국 시장 진입 긍정적

투자의견

BUY(유지)

목표주가

25,000 원(하향)

현재주가

15,850 원(02/07)

시가총액

1,038(십억원)

Green Industry 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 4분기 별도 기준 매출액, 영업이익 2,616억원, -22억원으로 컨센서스(2,582억원, 74억원) 대비 이익 쇼크
- 입찰 가격 낮아지면서 원가를 상승하고, SOFC 공장과 전극 생산 라인 인수 따른 고정비 증가 때문
- 2024년 입찰 시장 낙찰은 127MW로 2023년 109MW 대비 증가하면서 시장 점유율 11% 상승
- 관계사인 미국 HyAxiom이 생산을 동사로 일원화 하기로 해서 올 3분기부터 미국 시장에 직접 공급 시작
- SOFC 공장 4월부터 생산 시작 예정. 내년부터는 미국 데이터 센터향 SOFC 수주와 매출도 가능
- 100% 국내 매출에서 2029년에는 미국 등 해외 매출 비중 46%로 확대하는 것으로 목표 설정
- 미국 시장 진입 긍정적. 투자의견 BUY 유지. 투자비용 증가로 인한 수익성 악화 감안해 목표주가 하향

주가(원,02/07)	15,850
시가총액(십억원)	1,038

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	27,300원
최저가	14,100원
52주 일간 Beta	0.64
60일 일평균거래대금	42억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(2024F)	0.0%

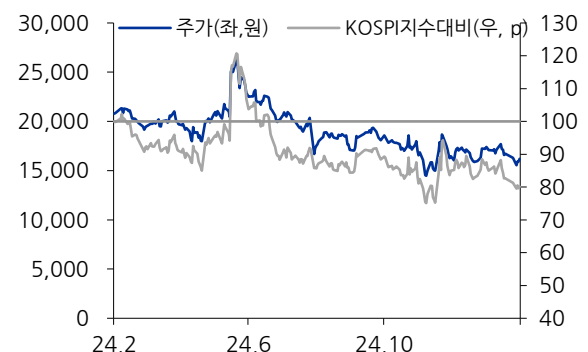
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 16인)	37.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-10.1	-7.8	-20.4
절대기준	-8.9	-9.6	-23.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	25,000	35,000	▼
영업이익(24)	0.4	10.5	▼
영업이익(25)	-10.1	15.5	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	260.9	411.8	524.2	680.5
영업이익	1.6	0.4	(10.1)	(3.6)
세전손익	(12.5)	(7.8)	(21.0)	(14.5)
당기순이익	(8.5)	(8.0)	(16.4)	(11.3)
EPS(원)	(130)	(122)	(250)	(173)
증감률(%)	적전	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	(1.6)	(1.6)	(3.3)	(2.4)
PBR(배)	3.7	2.6	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	116.0	69.9	144.0	92.9

자료: 유진투자증권



4분기 영업적자 시현 두산퓨얼셀의 개별기준 4분기 매출액과 영업이익은 2,616억원, -22억원으로 컨센서스 (2,582억원, 74억원) 대비 매출액은 충족했으나, 영업이익은 쇼크를 기록했다. 이익률이 낮아진 이유는 1) 국가 입찰로 전환되면서 판가가 8~10% 하락한 반면 2) 공장 투자와 관련된 감가비와 고용 증가로 인한 고정비가 증가했고 3) 일부 사이트에 유지, 보수와 관련된 일회성적인 비용 약 30억원이 발생했기 때문이다.

미국 시장 진입으로 해외 시장 공략 동사의 관계사인 HyAxiom 은 미국의 PAFC 생산 라인을 포기하고 수주와 마케팅 업무만 하기로 했다. 따라서 HyAxiom 이 기수주받은 물량을 두산퓨얼셀이 올해부터 공급하게된다. 또한 HyAxiom 이 데이터센터 업체들과의 영업을 통해 PAFC 뿐 아니라 SOFC 수주를 받으면 두산퓨얼셀이 공급하는 구조가 된다. 천연가스를 원료로 사용하는데 유리한 구조상 SOFC 의 미국내 데이터센터에 채택은 확대되고 있다. 동사의 국내 SOFC 공장 생산은 올 4월부터 시작된다.

투자의견 BUY 유지 투자비용의 확대로 당분간 적자가 예상되는 것은 부정적인 요인이다. 하지만 국내 시장에만 의존하던 사업구조가 미국을 비롯한 해외로 확대되고, 제품 포트폴리오도 PAFC 에서 SOFC 가 추가된다. 동사는 현재 국내 매출 100%에서 2027년 해외 매출비중 46%의 목표를 가이드선으로 제시했다. 두산퓨얼셀에 대해 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 기존의 35,000원에서 25,000원으로 하향한다. 낮아진 이익 수준을 반영했기 때문이다.

도표 1. 분기실적 추정(별도기준, 수정 후)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24P
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	32.0	261.6
YoY(%)	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)	(36.5)	75.9	(29.7)	125.1
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.1	53.8	3.2	235.0
장기유지보수서비스	26.0	30.3	28.6	30.3	31.6	32.7	28.9	26.6
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.0	74.8	26.0	254.7
매출총이익	13.0	9.5	10.0	7.0	11.7	11.7	6.0	6.9
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	9.7	8.8	8.3	9.1
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	2.0	2.9	(2.3)	(2.2)
YoY(%)	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환	(0.4)	4.9	적자전환	적자지속
영업이익률(%)	6.4	1.0	1.4	(2.3)	6.3	3.3	(7.2)	(0.8)
영업외손익	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.6)	(2.2)	(2.3)	(1.2)	(2.4)
세전이익	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	(0.2)	0.5	(3.5)	(4.6)
법인세	(0.1)	(1.9)	(2.1)	0.0	(0.3)	0.1	(0.7)	1.1
당기순이익	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	0.1	0.4	(2.8)	(5.7)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(별도기준, 수정 전)

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	32.0	253.0
YoY(%)	(2.6)	(33.6)	54.0	(26.1)	(36.5)	75.9	(29.8)	117.7
연료전지 주기기	23.8	18.9	17.0	85.9	0.1	53.8	3.1	221.0
장기유지보수서비스	26.0	30.3	28.6	30.3	31.6	32.7	28.9	32.0
매출원가	36.9	39.7	35.6	109.2	20.0	74.8	26.0	234.0
매출총이익	13.0	9.5	10.0	7.0	11.7	11.6	6.0	19.0
판관비	9.9	9.0	9.4	9.6	10.0	9.5	8.3	10.0
영업이익	3.2	0.5	0.7	(2.7)	1.6	2.2	(2.3)	9.0
YoY(%)	흑자전환	(0.4)	흑자전환	적자전환	(0.5)	3.4	적자전환	흑자전환
영업이익률(%)	6.4	1.0	1.4	(2.3)	5.2	2.5	(7.2)	3.5
영업외손익	(1.4)	(2.7)	(3.6)	(6.6)	(2.2)	(2.4)	(1.2)	(5.0)
세전이익	1.8	(2.2)	(2.9)	(9.2)	(0.6)	(0.2)	(3.5)	4.0
법인세	(0.1)	(1.9)	(2.1)	0.0	(0.3)	0.1	(0.7)	0.9
당기순이익	1.9	(0.3)	(0.8)	(9.3)	(0.2)	(0.3)	(2.8)	3.1

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	411.8	524.2	680.5
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	27.3	29.8
연료전지 주기기	206.2	145.7	292.0	381.0	517.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	119.8	143.2	163.5
매출원가	267.5	221.3	375.6	492.0	637.5
매출총이익	44.7	39.5	36.2	32.2	43.0
판관비	37.5	37.9	35.9	42.3	46.6
영업이익	7.2	1.6	0.4	(10.1)	(3.6)
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	(78.1)	(2,894.0)	(63.9)
영업이익률(%)	2.3	0.6	0.1	(1.9)	(0.5)
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(10.9)	(10.9)
세전이익	4.3	(12.5)	(7.8)	(21.0)	(14.5)
법인세	0.4	(4.0)	0.2	(4.6)	(3.2)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(16.4)	(11.3)
목표주가 기준 PER			(205.5)	(100.1)	(144.4)

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
2025-02-07		15,850		24.8	0.5	1.8	1.9	1.4	1.1
시가총액		1,038.1		5,664.1	287.7	355.7	1,740.4	413.2	31.7
PSR	FY23A	4.0	21.5	2.4	91.9	15.8	3.0	10.8	5.0
	FY24P	2.5	5.0	4.0	10.6	5.0	2.5	5.3	2.8
	FY25F	2.0	3.3	3.4	4.1	4.8	1.9	4.5	1.1
	FY26F	1.5	2.5	2.8	2.7	4.2	1.5	3.2	0.7
PBR	FY23A	3.7	2.2	6.6	1.6	2.0	0.9	1.1	1.1
	FY24P	2.6	2.8	11.9	1.0	1.8	0.5	0.6	1.1
	FY25F	2.7	3.0	9.6	1.0	3.2	0.7	0.7	-
	FY26F	2.7	2.5	7.5	1.1	2.4	0.7	0.8	-
매출액	FY23A	260.9		1,333.5	6.3	27.8	891.3	102.4	20.3
	FY24P	411.8		1,414.0	27.1	71.3	705.5	77.8	11.2
	FY25F	524.2		1,673.3	69.9	73.4	900.2	92.2	29.1
	FY26F	680.5		2,048.2	106.2	83.8	1,169.6	127.7	44.1
영업이익	FY23A	1.6		-208.9	-124.6	-73.9	-1,343.5	-162.9	-54.3
	FY24P	0.4		-8.6	-53.2	-38.9	-900.6	-178.8	-66.5
	FY25F	(10.1)		80.4	-41.7	-34.4	-527.8	-124.1	-54.4
	FY26F	(3.6)		190.8	-31.2	-24.0	-325.4	-109.5	-51.0
영업 이익률	FY23A	0.6	-473.7	-15.7	-1,983.4	-266.1	-150.7	-159.1	-267.4
	FY24P	0.1	-200.2	-0.6	-196.3	-54.5	-127.7	-230.0	-592.3
	FY25F	(1.9)	-80.3	4.8	-59.8	-46.9	-58.6	-134.5	-187.0
	FY26F	(0.5)	-46.3	9.3	-29.4	-28.6	-27.8	-85.7	-115.7
순이익	FY23A	(8.5)		-302.1	-121.6	-67.2	-1,368.8	-177.7	-51.3
	FY24P	(8.0)		10.3	-46.9	-32.8	-967.6	-261.9	-62.0
	FY25F	(16.4)		99.1	-36.9	-29.7	-561.9	-119.5	-54.2
	FY26F	(11.3)		204.6	-27.7	-20.6	-413.7	-105.5	-51.8

참고: 2025.02.07 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치
자료: Bloomberg, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,225.4	1,300.9	1,321.1
유동자산	675.7	648.1	759.0	819.8	829.7
현금성자산	32.0	51.8	104.8	90.3	18.9
매출채권	171.2	109.2	126.0	135.0	158.0
재고자산	430.7	460.1	501.0	567.0	625.0
비유동자산	351.2	422.8	466.4	481.2	491.5
투자자산	138.9	117.2	121.6	126.2	130.9
유형자산	176.3	271.3	312.2	324.0	331.0
기타	36.0	34.2	32.5	31.0	29.6
부채총계	503.9	558.2	721.4	813.3	844.9
유동부채	312.7	287.4	387.7	406.6	435.1
매입채무	136.8	71.3	141.4	140.0	148.1
유동성이자부채	144.6	186.0	216.0	236.0	256.0
기타	31.3	30.1	30.4	30.7	31.0
비유동부채	191.2	270.8	333.7	406.7	409.8
비유동이자부채	133.7	198.1	258.1	328.1	328.1
기타	57.5	72.7	75.6	78.6	81.7
자본총계	523.1	512.7	504.0	487.6	476.3
지배지분	523.1	512.7	504.0	487.6	476.3
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
이익잉여금	37.3	26.3	18.4	2.0	(9.3)
기타	0.1	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	504.0	487.6	476.3
총차입금	278.3	384.1	474.1	564.1	584.1
순차입금	246.3	332.3	369.3	473.8	565.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업현금	(257.7)	7.8	26.4	(69.2)	(60.2)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(16.4)	(11.3)
자산상각비	12.3	15.4	19.8	20.6	20.9
기타비현금성손익	66.4	63.0	2.2	3.0	3.1
운전자본증감	(330.6)	(37.4)	12.4	(76.4)	(72.9)
매출채권감소(증가)	(118.6)	103.4	(16.8)	(9.0)	(23.0)
재고자산감소(증가)	(226.3)	(38.4)	(40.9)	(66.0)	(58.0)
매입채무증가(감소)	70.6	(55.2)	70.1	(1.4)	8.1
기타	(56.3)	(47.3)	0.0	0.0	0.0
투자현금	92.7	(95.7)	(63.5)	(35.4)	(31.3)
단기투자자산감소	161.9	18.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(73.8)	(113.9)	(57.7)	(29.4)	(25.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(2.3)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
재무현금	190.8	105.3	90.0	90.0	20.0
차입금증가	191.1	35.6	90.0	90.0	20.0
자본증가	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	25.8	18.3	52.9	(14.6)	(71.5)
기초현금	6.0	31.9	50.2	103.1	88.5
기말현금	31.9	50.2	103.1	88.5	17.0
Gross Cash flow	82.5	69.9	14.0	7.2	12.7
Gross Investment	399.8	151.3	51.0	111.7	104.1
Free Cash Flow	(317.3)	(81.4)	(37.0)	(104.5)	(91.4)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	411.8	524.2	680.5
증가율(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	27.3	29.8
매출원가	267.5	221.3	375.6	492.0	637.5
매출총이익	44.7	39.5	36.2	32.2	43.0
판매 및 일반관리비	37.5	37.9	35.9	42.3	46.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	7.2	1.6	0.4	(10.1)	(3.6)
증가율(%)	(59.9)	(77.3)	(78.1)	적전	적지
EBITDA	19.6	17.0	20.1	10.5	17.3
증가율(%)	(26.6)	(12.8)	18.2	(47.9)	64.3
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(10.9)	(10.9)
이자수익	3.5	3.0	4.1	6.7	7.0
이자비용	4.9	17.6	18.7	23.0	26.8
지분법손익	(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(1.1)	(0.9)	6.5	5.4	8.9
세전순이익	4.3	(12.5)	(7.8)	(21.0)	(14.5)
증가율(%)	(77.0)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	0.4	(4.0)	0.2	(4.6)	(3.2)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(16.4)	(11.3)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	3.9	(8.5)	(8.0)	(16.4)	(11.3)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	59	(130)	(122)	(250)	(173)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	59	(130)	(122)	(250)	(173)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	59	(130)	(122)	(250)	(173)
BPS	6,391	6,264	6,158	5,958	5,819
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	497.5	-	-	-	-
PBR	4.6	3.7	2.6	2.7	2.7
EV/ EBITDA	119.0	116.0	69.9	144.0	92.9
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	29.1	27.2	92.8	180.0	102.4
수익성(%)					
영업이익율	2.3	0.6	0.1	(1.9)	(0.5)
EBITDA이익율	6.3	6.5	4.9	2.0	2.5
순이익율	1.2	(3.3)	(1.9)	(3.1)	(1.7)
ROE	0.7	(1.6)	(1.6)	(3.3)	(2.4)
ROIC	1.0	0.1	0.0	(0.8)	(0.3)
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	47.1	64.8	73.3	97.2	118.7
유동비율	216.1	225.5	195.8	201.6	190.7
이자보상배율	1.5	0.1	0.0	(0.4)	(0.1)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	2.6	1.9	3.5	4.0	4.6
재고자산회전율	1.0	0.6	0.9	1.0	1.1
매입채무회전율	3.6	2.5	3.9	3.7	4.7

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 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 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	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

