

두산퓨얼셀 (336260. KS)

차기 정부 수소 정책이 중요

투자의견

BUY(유지)

목표주가

22,000 원(하향)

현재주가

15,260 원(04/30)

시가총액

999(십억원)

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

- 1분기 별도 기준 매출액, 영업이익 998억원, -110억원으로 컨센서스(710억원, -52억원) 대비 이익 쇼크
- CHPS 입찰 가격 낮아졌고, 원가를 높은 구모델 판매가 집중되면서 영업손실 예상보다 커져
- 2분기는 원가를 낮아진 신모델 비중이 대부분이어서 영업적자 폭은 크게 감소 예상
- 2025년 수주는 약 150MW로 2024년 75MW 대비 큰 폭 개선
- 미국과 중국 해외 수주 약 10MW 이상 추진
- 차기 정부의 수소 관련 정책 방향에 따라 단기 사업 방향 변동될 것. 중장기 전략은 해외 진출에 집중
- 투자의견 BUY 유지하나 이익 개선 늦어지는 것 반영해서 목표주가 2,5만원에서 2.2만원으로 하향

주가(원,04/30)	15,260
시가총액(십억원)	999

발행주식수	65,494천주
52주 최고가	27,300원
최저가	12,500원
52주 일간 Beta	0.70
60일 일평균거래대금	32억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
두산에너지빌리티 (외 17인)	37.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.5	-10.5	-18.4
절대기준	2.4	-11.9	-23.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	22,000	25,000	▼
영업이익(25)	-17.7	-10.1	▼
영업이익(26)	4.4	-3.6	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	260.9	411.8	591.8	659.0
영업이익	1.6	0.3	(17.7)	4.4
세전손익	(12.5)	(7.8)	(30.7)	(6.5)
당기순이익	(8.5)	(8.0)	(22.1)	(5.0)
EPS(원)	(130)	(123)	(337)	(77)
증감률(%)	적전	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	(1.6)	(1.6)	(4.5)	(1.1)
PBR(배)	3.7	2.5	2.6	2.6
EV/EBITDA(배)	116.0	77.8	377.7	62.6

자료: 유진투자증권

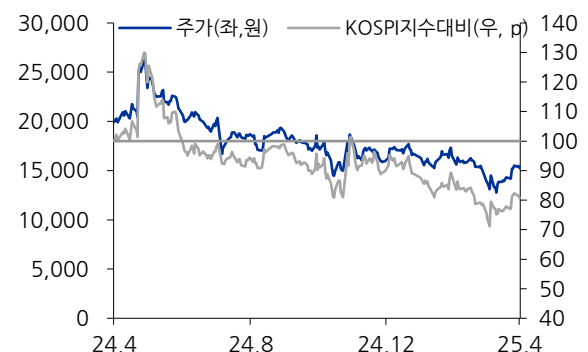


도표 1. 분기실적 추정(별도기준)

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	31.7	86.5	32.0	261.6	99.8	168.0	99.0	225.0
YoY(%)	(36.5)	75.9	(29.7)	125.1	214.8	94.2	209.0	(14.0)
연료전지 주기기	0.1	53.8	3.2	235.0	75.0	137.0	67.0	191.0
장기유지보수서비스	31.6	32.7	28.9	26.6	24.8	31.0	32.0	34.0
매출원가	20.0	74.8	26.0	254.7	99.7	159.6	96.0	211.5
매출총이익	11.7	11.7	6.0	6.9	0.1	8.4	3.0	13.5
판관비	9.7	8.8	8.3	9.1	11.1	10.2	10.3	11.0
영업이익	2.0	2.9	(2.3)	(2.2)	(11.0)	(1.8)	(7.3)	2.5
YoY(%)	(0.4)	4.9	적자전환	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	흑자전환
영업이익률(%)	6.3	3.3	(7.2)	(0.9)	(11.1)	(1.1)	(7.4)	1.1
영업외손익	(2.2)	(2.3)	(1.2)	(2.4)	(3.6)	(3.0)	(1.0)	(5.5)
세전이익	(0.2)	0.5	(3.5)	(4.6)	(14.6)	(4.8)	(8.3)	(3.0)
법인세	(0.3)	0.1	(0.7)	1.2	(5.1)	(1.1)	(1.8)	(0.7)
당기순이익	0.1	0.4	(2.8)	(5.8)	(9.5)	(3.7)	(6.5)	(2.3)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	411.8	591.8	659.0
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	43.7	11.4
연료전지 주기기	206.2	145.7	292.1	470.0	517.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	119.8	121.8	142.0
매출원가	267.5	221.3	375.6	566.8	609.8
매출총이익	44.7	39.5	36.2	24.9	49.2
판관비	37.5	37.9	35.9	42.6	44.8
영업이익	7.2	1.6	0.3	(17.7)	4.4
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	(80.6)	(5,653.6)	(125.1)
영업이익률(%)	2.3	0.6	0.1	(3.0)	0.7
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(13.1)	(10.9)
세전이익	4.3	(12.5)	(7.8)	(30.7)	(6.5)
법인세	0.4	(4.0)	0.3	(8.6)	(1.4)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(22.1)	(5.0)
목표주가 기준 PER			(179.2)	(65.3)	(285.7)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 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
2025-04-30		15,260		24.8	0.5	1.8	1.9	1.4	1.1
시가총액		999		5,664.1	287.7	355.7	1,740.4	413.2	31.7
PSR	FY23A	3.8	21.5	2.4	91.9	15.8	3.0	10.8	5.0
	FY24A	2.4	6.9	3.4	19.0	6.4	2.7	7.1	2.5
	FY25F	1.7	3.1	2.4	8.5	2.1	1.1	3.7	0.6
	FY26F	1.5	1.9	2.0	3.5	1.9	0.9	2.9	0.4
PBR	FY23A	3.7	2.2	6.6	1.6	2.0	0.9	1.1	1.1
	FY24A	2.5	2.6	9.0	1.2	2.2	1.1	0.7	1.7
	FY25F	2.6	1.8	6.2	0.8	0.9	0.5	0.6	-
	FY26F	2.6	1.6	4.9	0.8	0.9	0.6	0.7	-
매출액	FY23A	260.9		1,333.5	6.3	27.8	891.3	102.4	20.3
	FY24A	411.8		1,473.9	20.8	66.3	628.8	69.7	14.3
	FY25F	591.8		1,733.3	29.9	73.2	737.8	98.7	25.7
	FY26F	659.0		2,084.1	72.7	81.6	911.3	125.8	38.7
영업이익	FY23A	1.6		-208.9	-124.6	-73.9	-1,343.5	-162.9	-54.3
	FY24A	0.3		22.9	-47.8	-40.0	-2,019.8	-183.3	-63.1
	FY25F	(17.7)		160.8	-59.4	-32.7	-567.5	-122.9	-62.4
	FY26F	4.4		223.5	-45.7	-25.2	-362.0	-110.3	-56.9
영업 이익률	FY23A	0.6	-473.7	-15.7	-1,983.4	-266.1	-150.7	-159.1	-267.4
	FY24A	0.1	-219.1	1.6	-230.2	-60.4	-321.2	-262.9	-441.7
	FY25F	(3.0)	-113.1	9.3	-198.7	-44.7	-76.9	-124.6	-242.9
	FY26F	0.7	-59.6	10.7	-62.9	-30.9	-39.7	-87.6	-147.2
순이익	FY23A	(8.5)		-302.1	-121.6	-67.2	-1,368.8	-177.7	-51.3
	FY24A	(8.0)		-29.2	-34.2	-36.2	-2,104.7	-324.2	-80.2
	FY25F	(22.1)		96.5	-48.6	-28.8	-547.1	-118.9	-63.1
	FY26F	(5.0)		197.0	-40.5	-22.1	-374.7	-106.5	-58.7

참고: 2025.04.30 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치
 자료: Bloomberg, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,180.0	1,234.2	1,265.0
유동자산	675.7	648.1	666.1	701.4	723.7
현금성자산	32.0	51.8	156.2	134.5	23.5
매출채권	171.2	109.2	100.0	135.0	158.0
재고자산	430.7	460.1	379.3	401.0	511.0
비유동자산	351.2	422.8	514.0	532.9	541.3
투자자산	138.9	117.2	151.7	157.3	163.2
유형자산	176.3	271.3	332.4	348.3	353.3
기타	36.0	34.2	29.8	27.2	24.8
부채총계	503.9	558.2	677.3	754.3	790.1
유동부채	312.7	287.4	364.2	367.9	400.3
매입채무	136.8	71.3	77.1	60.2	72.0
유동성이자부채	144.6	186.0	226.9	246.9	266.9
기타	31.3	30.1	60.2	60.8	61.4
비유동부채	191.2	270.8	313.1	386.3	389.8
비유동이자부채	133.7	198.1	229.2	299.2	299.2
기타	57.5	72.7	83.8	87.1	90.5
자본총계	523.1	512.7	502.8	480.0	474.9
지배지분	523.1	512.7	502.8	480.0	474.9
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	16.5	(5.6)	(10.6)
기타	0.1	0.6	0.6	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	502.8	480.0	474.9
총차입금	278.3	384.1	456.1	546.1	566.1
순차입금	246.3	332.3	299.9	411.6	542.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	(257.7)	7.8	103.2	(71.2)	(100.8)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(22.1)	(5.0)
자산상각비	12.3	15.4	17.7	21.7	21.8
기타비현금성손익	66.4	63.0	61.7	2.6	3.4
운전자본증감	(330.6)	(37.4)	47.6	(73.3)	(120.9)
매출채권감소(증가)	(118.6)	103.4	(25.0)	(35.0)	(23.0)
재고자산감소(증가)	(226.3)	(38.4)	71.2	(21.7)	(110.0)
매입채무증가(감소)	70.6	(55.2)	6.8	(16.9)	11.8
기타	(56.3)	(47.3)	(5.4)	0.3	0.3
투자현금	92.7	(95.7)	(90.5)	(41.5)	(31.1)
단기투자자산감소	161.9	18.2	(8.9)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0
설비투자	(73.8)	(113.9)	(68.2)	(34.9)	(24.3)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(2.3)	(1.3)	(0.6)	0.0	0.0
재무현금	190.8	105.3	71.4	90.0	20.0
차입금증가	191.1	35.6	71.4	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	84.1	(22.6)	(111.9)
기초현금	6.0	31.9	50.2	134.3	111.7
기말현금	31.9	50.2	134.3	111.7	(0.2)
Gross Cash flow	82.5	69.9	80.1	2.2	20.2
Gross Investment	399.8	151.3	33.9	113.9	151.1
Free Cash Flow	(317.3)	(81.4)	46.2	(111.7)	(131.0)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	312.1	260.9	411.8	591.8	659.0
증가율(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	43.7	11.4
매출원가	267.5	221.3	375.6	566.8	609.8
매출총이익	44.7	39.5	36.2	24.9	49.2
판매 및 일반관리비	37.5	37.9	35.9	42.6	44.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	7.2	1.6	0.3	(17.7)	4.4
증가율(%)	(59.9)	(77.3)	(80.6)	적전	흑전
EBITDA	19.6	17.0	18.0	4.0	26.2
증가율(%)	(26.6)	(12.8)	5.5	(77.8)	555.7
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(13.1)	(10.9)
이자수익	3.5	3.0	2.7	7.8	6.6
이자비용	4.9	17.6	20.0	20.0	23.5
지분법손익	(0.4)	1.3	0.8	0.0	0.0
기타영업손익	(1.1)	(0.9)	8.5	(0.8)	6.0
세전순이익	4.3	(12.5)	(7.8)	(30.7)	(6.5)
증가율(%)	(77.0)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	0.4	(4.0)	0.3	(8.6)	(1.4)
당기순이익	3.9	(8.5)	(8.0)	(22.1)	(5.0)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	3.9	(8.5)	(8.0)	(22.1)	(5.0)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	59	(130)	(123)	(337)	(77)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	59	(130)	(123)	(337)	(77)
증가율(%)	(55.6)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	59	(130)	(123)	(337)	(77)
BPS	6,391	6,264	6,143	5,864	5,803
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	497.5	-	-	-	-
PBR	4.6	3.7	2.5	2.6	2.6
EV/EBITDA	119.0	116.0	77.8	377.7	62.6
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	29.1	27.2	15.6	579.6	62.0
수익성(%)					
영업이익율	2.3	0.6	0.1	(3.0)	0.7
EBITDA이익율	6.3	6.5	4.4	0.7	4.0
순이익율	1.2	(3.3)	(2.0)	(3.7)	(0.8)
ROE	0.7	(1.6)	(1.6)	(4.5)	(1.1)
ROIC	1.0	0.1	0.0	(1.5)	0.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	47.1	64.8	59.6	85.8	114.2
유동비율	216.1	225.5	182.9	190.6	180.8
이자보상배율	1.5	0.1	0.0	(0.9)	0.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	2.6	1.9	3.9	5.0	4.5
재고자산회전율	1.0	0.6	1.0	1.5	1.4
매입채무회전율	3.6	2.5	5.5	8.6	10.0

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%

(2025.03.31 기준)

