

# 두산퓨얼셀 (336260/KS)

## 연료전지 발전 시장 바닥 찍었다

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 31,600 원(유지)

현재주가: 19,160 원

상승여력: 62.1%

Analyst  
나승두nsdoo@sk.com  
3773-8891

#### Company Data

발행주식수	6,549 만주
시가총액	12,771 억원
주요주주	
두산에너지빌리티(외14)	37.84%
국민연금공단	6.48%

#### Stock Data

주가(24/03/04)	19,160 원
KOSPI	2,649.40 pt
52주 최고가	36,750 원
52주 최저가	16,080 원
60일 평균 거래대금	60 억원

#### 주가 및 상대수익률



### 실적도 수주도 상저하고 예상

두산퓨얼셀은 2023 년 매출액 2,609 억원(YoY -16.4%), 영업이익 16 억원(YoY -77.3%)의 실적을 기록하며 2020 년 이후 3 년 연속 외형이 축소되는 모습을 보였다. 하지만 2024 년을 기점으로 다시금 실적 반등의 계기가 마련될 것으로 예상된다. 지난해 하반기부터 수소 발전입찰 시장이 열리면서 발전용 연료전지 설비에 대한 수요가 재개되고 있기 때문이다. 각 프로젝트별 매출 인식 시점 차이로 인해 올해는 상저하고의 실적 흐름이 나타날 가능성이 크다. 올해 하반기부터는 청정수소 발전입찰도 개시될 가능성이 높은만큼 신규 수주 물량도 상저하고의 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

### 청정수소 발전입찰 왜 중요한가

청정수소로 인정받는 원재료를 원활하게 조달할 수 있는 발전소 입지의 선정부터 발전설비의 선택까지 모든 의사결정의 시발점이기 때문이다. 조달 금리 및 요구 수익률이 높아진 환경 속에서 REC 가중치 0.1 의 차이는 IRR 1%p 이상의 효과로 나타난다. 따라서 우리나라 청정수소의 기준이 마련된다는 것은 단순히 정책적 불확실성이 해소되는 의미를 넘어 실제 연료전지 발전 사업을 통해 창출할 수 있는 현금흐름과 직결되는 문제다. 다행히 지난해 12 월 우리나라도 청정수소 인증 등급 기준이 마련되어 발표되었다. 청정수소 등급별 현실적 지원안 등 부족한 부분이 많은 것이 사실이지만, 사업성을 가늠할 수 있는 기준이 확정되었다는 점에서 그동안 지연되었던 수소 연료전지 발전 사업이 더욱 탄력을 받을 것으로 기대된다.

### 업황 턴어라운드 최선후주

2019 년 발표된 수소경제 활성화 로드맵에 따르면 우리나라는 2040 년까지 발전용 연료전지 설비 8GW 구축을 목표로 한다. 이제 막 1,000MW 를 넘어선 우리나라가 목표를 달성하기 위해서는 공격적인 행보가 필요하다. 현재 국내 수소연료전지 발전설비 생산 및 조달 CAPA 를 감안하면 두산퓨얼셀이 가장 앞서 있다. 이연되고 억눌렸던 발전용 연료전지 시장 턴어라운드의 최대 수혜가 예상된다.

#### 영업실적 및 투자지표

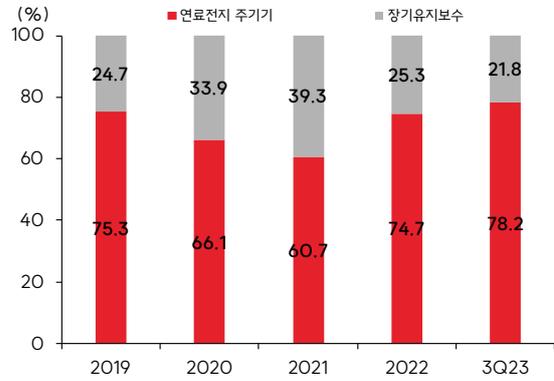
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	4,618	3,814	3,121	2,609	4,012	6,114
영업이익	억원	260	180	72	21	163	282
순이익(지배주주)	억원	142	87	39	-81	76	217
EPS	원	173	106	47	-99	92	265
PER	배	308.6	451.8	621.7	-234.8	211.1	73.6
PBR	배	8.5	7.6	4.6	3.7	3.1	2.9
EV/EBITDA	배	103.8	123.4	118.1	111.6	56.3	39.4
ROE	%	4.2	1.7	0.7	-1.6	1.5	4.1

두산퓨얼셀 매출액 및 영업이익 추이



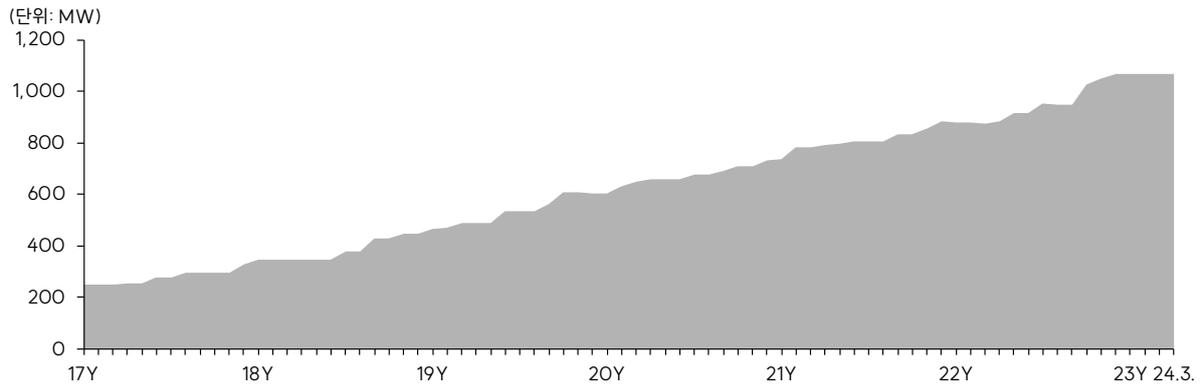
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이



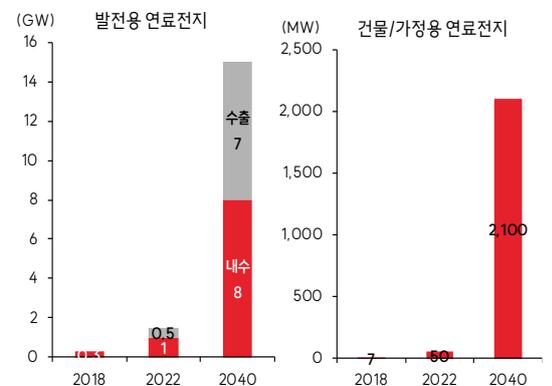
자료: 두산퓨얼셀, SK 증권 추정

우리나라 연료전지 발전설비 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

수소경제 로드맵 상 연료전지 설비 구축 계획



자료: 수소경제 활성화 로드맵(2019.01.), SK 증권

우리나라 청정수소 인증 등급 및 주요 기술

등급	등급별 (예상) 주요 기술
1등급 (0.00 ~ 0.10)	국내 및 해외 그린수소 (수소 생산 시 100% 재생에너지 활용)
2등급 (0.11 ~ 1.00)	국내외 원전수소 및 해외 그린수소 중 일부 그리드 전력 연계 (시스템 안정화 차원에서 일부 전력믹스 연계)
3등급 (1.01 ~ 2.00)	PNG 활용해 90% 이상 탄소 포집한 CCS 외 추가 감축활동 반영 블루수소 (원료 생산 단계에서 감축, 저탄소전력 연계)
4등급 (2.01 ~ 4.00)	90% 이상 탄소 포집 CCS 블루수소 (평균적인 가스전+그리드 전력 활용)

자료: 에너지경제연구원, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	4,982	6,757	5,960	6,456	8,210
현금및현금성자산	60	319	350	458	1,413
매출채권 및 기타채권	673	1,712	801	936	1,048
재고자산	2,090	4,307	4,368	4,586	5,228
<b>비유동자산</b>	2,006	3,512	3,871	4,547	4,915
장기금융자산	49	72	69	77	89
유형자산	909	1,763	2,064	2,419	2,631
무형자산	373	360	354	351	351
<b>자산총계</b>	6,989	10,269	9,831	11,003	13,125
<b>유동부채</b>	776	3,127	2,619	4,009	6,090
단기금융부채	29	1,446	1,209	1,859	2,833
매입채무 및 기타채무	289	1,242	1,038	1,597	2,433
단기충당부채	161	171	143	220	335
<b>비유동부채</b>	1,031	1,912	2,062	1,769	1,592
장기금융부채	818	1,337	1,449	1,124	875
장기매입채무 및 기타채무	18	17	17	17	17
장기충당부채	193	554	610	640	711
<b>부채총계</b>	1,807	5,039	4,681	5,777	7,683
<b>지배주주지분</b>	5,182	5,231	5,150	5,225	5,442
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	4,776	4,775	4,775	4,775	4,775
기타자본구성요소	-0	-2	-2	-2	-2
자기주식	-0	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	318	373	292	367	584
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,182	5,231	5,150	5,225	5,442
<b>부채외자본총계</b>	6,989	10,269	9,831	11,003	13,125

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,345	-2,542	664	557	706
당기순이익(손실)	87	39	-81	76	217
비현금성항목등	535	787	234	232	216
유형자산감가상각비	70	96	108	122	131
무형자산상각비	16	27	24	21	20
기타	449	664	102	88	65
운전자본감소(증가)	-1,879	-3,306	630	409	409
매출채권및기타채권의감소(증가)	414	-1,186	910	-135	-112
재고자산의감소(증가)	-969	-2,263	-60	-218	-642
매입채무및기타채무의증가(감소)	-571	706	-204	558	837
기타	-753	-563	-16	204	327
법인세납부	-88	-61	40	-10	-31
<b>투자활동현금흐름</b>	423	948	-295	-754	-450
금융자산의감소(증가)	819	1,604	179	-6	-2
유형자산의감소(증가)	-349	-738	-410	-477	-343
무형자산의감소(증가)	-53	-23	-18	-18	-20
기타	7	105	-46	-253	-85
<b>재무활동현금흐름</b>	-316	1,854	-125	325	725
단기금융부채의증가(감소)	0	665	-237	650	974
장기금융부채의증가(감소)	-259	1,246	112	-325	-249
자본의증가(감소)	-19	-0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-39	-56	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,264	258	31	108	955
기초현금	1,324	60	319	350	458
기말현금	60	319	350	458	1,413
FCF	-1,694	-3,279	254	80	363

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

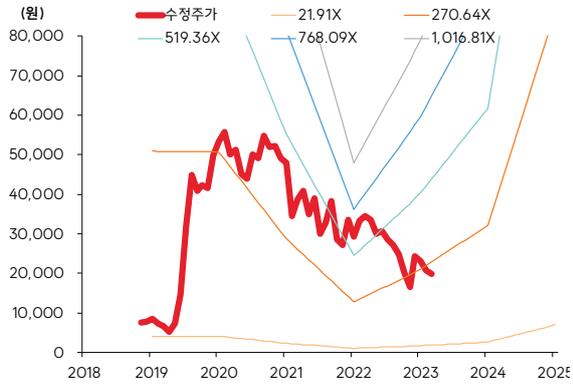
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	3,814	3,121	2,609	4,012	6,114
<b>매출원가</b>	3,332	2,675	2,268	3,374	5,127
<b>매출총이익</b>	482	447	341	638	987
매출총이익률(%)	12.6	14.3	13.1	15.9	16.1
<b>판매비와 관리비</b>	302	375	320	475	705
<b>영업이익</b>	180	72	21	163	282
영업이익률(%)	4.7	2.3	0.8	4.1	4.6
<b>비영업손익</b>	6	-29	-142	-77	-34
순금융손익	-49	-31	-175	-166	-122
외환관련손익	50	43	17	72	71
관계기업등 투자손익	-2	-4	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	186	43	-121	86	248
세전계속사업이익률(%)	4.9	1.4	-4.6	2.1	4.1
<b>계속사업법인세</b>	99	4	-40	10	31
<b>계속사업이익</b>	87	39	-81	76	217
<b>계속사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	87	39	-81	76	217
순이익률(%)	2.3	1.2	-3.1	1.9	3.5
<b>지배주주</b>	87	39	-81	76	217
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	1.2	-3.1	1.9	3.5
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	75	51	-81	76	217
<b>지배주주</b>	75	51	-81	76	217
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	266	196	153	307	432

주요투자지표

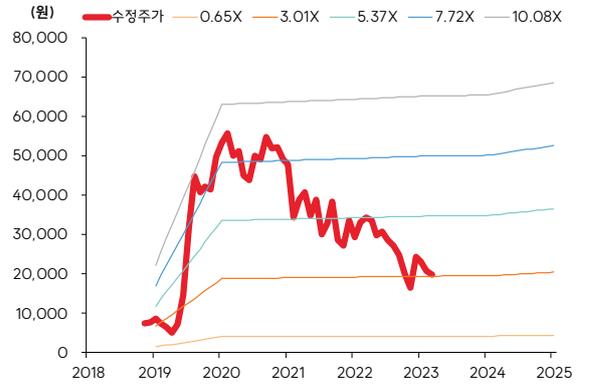
12월 결산(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.4	-18.2	-16.4	53.8	52.4
영업이익	-30.9	-59.9	-71.4	690.0	72.7
세전계속사업이익	2.0	-77.0	적전	흑전	187.9
EBITDA	-20.1	-26.6	-21.8	100.6	40.9
EPS	-38.7	-55.6	적전	흑전	186.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	1.2	0.4	-0.8	0.7	1.8
ROE	1.7	0.7	-1.6	1.5	4.1
EBITDA마진	7.0	6.3	5.9	7.7	7.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	641.9	216.1	227.5	161.0	134.8
부채비율	34.9	96.3	90.9	110.6	141.2
순차입금/자기자본	-19.8	43.5	44.6	48.0	41.8
EBITDA/이자비용(배)	5.3	4.0	0.8	1.7	3.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	106	47	-99	92	265
BPS	6,332	6,394	6,296	6,388	6,653
CFPS	212	198	63	268	449
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	451.8	621.7	-234.8	211.1	73.6
PBR	7.6	4.6	3.7	3.1	2.9
PCR	226.4	148.3	368.7	72.7	43.4
EV/EBITDA	123.4	118.1	111.6	56.3	39.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

두산퓨얼셀 PER 밴드 차트



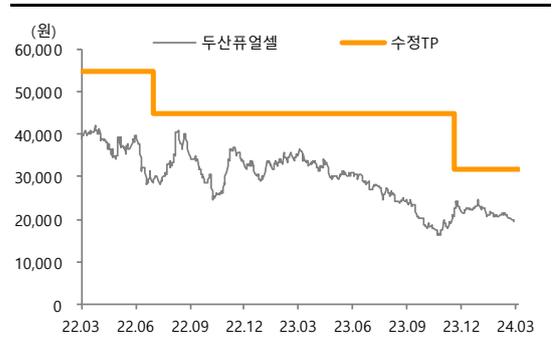
자료: Quantwise, SK 증권

두산퓨얼셀 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.24	매수	31,600원	6개월		
2022.07.06	매수	45,000원	6개월	-34.29%	-9.11%
2022.02.16	매수	55,000원	6개월	-33.01%	-23.73%



**Compliance Notice**

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 06일 기준)**

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------