

두산퓨얼셀 336260

Analyst 이준호 | 신성장산업/수소/레저

0237793518, jh.lee@sangsanginib.com

BUY 유지

목표주가 상향 33,000원

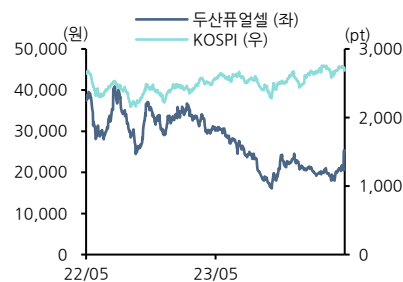
종가(24.05.24) 25,000원

상승여력 32.0%

Stock Data

KOSPI(05/24)	2,687.6pt
시가총액	16,373억원
액면가	100원
52주 최고가	30,950원
52주 최저가	16,080원
외국인지분율	12.1%
90일 일평균거래대금	184억원
주요주주지분율	
두산에너지리티 (외 15인)	37.8%
유동주식비율	61.3%

Stock Price



AI 데이터센터 전력 수요 증가 수혜주

투자의견 BUY 유지, 목표주가 33,000원으로 상향

두산퓨얼셀의 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 28,000원에서 33,000원으로 상향한다. 상향의 근거는 AI 데이터센터 전력 수요 증가에 따른 수혜를 입을 것으로 판단되기 때문이다. 두산퓨얼셀의 경쟁사인 블루에너지의 주가가 24.05.22 17달러에 안착하며 05.20일 대비 32%의 상승을 보여주었는데, 이는 모건스탠리에서 블루에너지를 데이터센터 구축의 혜택을 받을 수 있는 5대 에너지 주식 중 하나로 강조했기 때문이다. 통상적으로 두산퓨얼셀의 주가는 블루에너지의 주가와 동조화되는 경향을 보여왔고, 동사의 주가 역시 05.22일 25,000원의 종가를 기록하며 22%의 상승을 시현했다.

SOFC = 블루에너지, PAFC + SOFC = 두산퓨얼셀

두산퓨얼셀이 SOFC와 PAFC 수소연료전지 사업을 모두 영위할 수 있다는 점에서 05.22의 주가 상승이 단순히 일회성 동조화에 그치지 않을 것으로 추정된다. 양사에서 취급하는 수소연료전지의 차이를 설명하자면 두산퓨얼셀 PAFC(인산형 연료전지), 블루에너지 SOFC(고체산화물 연료전지)다. 블루에너지의 SOFC가 데이터센터 구축의 혜택을 받을 수 있다는 부분이 주가의 트리거가 되었으나, 사실 데이터센터에 전원으로서는 납품되는 수소연료전지 종류는 상관없다. 실제로 두산퓨얼셀의 PAFC는 국내 데이터센터 두 곳에(삼성전자 화성HPC / 에퀴닉스 고양개피터랜드) 보조전원으로 납품된 이력을 가지고 있다. 다만 전기효율 측면에서는 SOFC가 PAFC 대비 우위를 점하고 있고, 가격은 PAFC가 SOFC보다 저렴하다는 점 등 각각의 장단이 있기에 고객사가 필요로 하는 전지의 종류가 다를 뿐이다. 두산퓨얼셀은 2020년 세레스파워와 발전용 SOFC 기술도입계약을 체결했고, 2024년 개발을 완료했다. 2025년부터 SOFC 물량 공급을 시작할 예정이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	312	7	4	59	497.5	119.0	4.6	0.7	0.0
2023	261	2	-9	-130	n/a	116.0	3.7	-1.6	0.0
2024E	477	20	2	30	838.2	51.0	4.0	0.4	0.0
2025E	722	36	12	186	134.7	35.5	3.9	2.3	0.0
2026E	900	64	33	498	50.2	24.0	3.7	6.0	0.0

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

아직까지 데이터센터의 주전원은 한국전력의 전력망을 사용하고 있으나, 증가되는 전력수요와 탄소중립, 두마리 토끼 모두를 잡기 위해서는 신재생에너지의 사용이 불가피하다. 태양광과 풍력에너지가 그리드패리티를 일부 달성하긴하였으나, 안정성이 하락(시간별로 발전량이 다름)하는 결점이 존재한다. 결국 방향성이 수소에너지로 향할 것임은 틀림없다는 얘기다.

2023년과 달리 올해는 본업에 대한 기대감도 가질 수 있는데, 작년 ^①CHPS에서 낙찰 받은 109MW의 물량 중 49MW가 올해로 이연 되었고, 20MW의 RPS 물량도 남아있기 때문이다. 곧 입찰 공고가 열릴 것으로 전망되는 180MW의 2024년 CHPS 물량 중 90MW 입찰에 성공할 시 총 159MW의 인식할 물량이 남아있게 된다. 이연된 49MW와 ^②RPS물량 20MW 중 절반만 인식하더라도 ^③LTSA 제외 주기기만 약 1200억원의 매출이 기대된다. 청정수소발전입찰시장의 경우 발전단가에 의거한 경쟁이 진행될 것으로 보이는 점과 초기 시장인 점을 감안하여 20MW~40MW 수준의 시장 진입이 예상된다. 하지만 해당 제도가 가동률을 보장해주지 않는다는 점이 일부 진입장벽을 생성할 것으로 분석되어, 향후 동사의 원가 및 발전단가 하락이 진행되면 M/S를 점차 높여나갈 수 있을 것으로 전망한다.

이외의 체크포인트도 많다. 선박용 SOFC의 셀스택이 환경테스트를 통과했고 2025년 실증 운항에 임할 예정이다. 2026년부터 상용화 될 것으로 전망한다. 기존 440KW 출력의 수소모델에 CSA를 1개 추가하여 550KW 출력이 가능한 고출력 수소 모델을 개발 중이다. 이에 따른 제조원가 및 발전단가의 하락이 기대된다. 동사 제품 대부분이 NG모델로 납품되고 있으나, 향후 수소 시장 개화에 따른 인프라 구축 시 수소 모델로의 전환이 이루어질 것으로 보인다. 수소 모델은 현재 SK에너지 및 화학단지에 일부 납품되고 있다. 뿐만 아니라 동사는 (주)두산의 전자BG와 외부업체에서 전극을 납품받고 있었으나 전자BG의 전극 생산 시설을 인수할 예정이다. 전극이 연료전지 사업의 핵심소재인 점을 고려하면, 내재화에 따른 원가 절감 효과가 기대된다.

^①CHPS : 청정수소발전의무화제도

^②RPS : 신재생에너지 공급 의무화제도

^③LTSA : 장기유지보수서비스

그림1. 두산퓨얼셀 WACC(가중평균자본비용) 산출 내역

항목	(십억원, %)	기타
자기자본비용 (COE)	11.17	CAPM 을 통해 산출
타인자본비용 (COD)	8.63	두산퓨얼셀 회사채 수익률 (BBB)
자기자본	1,637.3	두산퓨얼셀 시가총액
타인자본	408.8	2024년 예상 순차입금
총자본	2,046.2	
가중평균자본비용 (WACC)	10.66	
자기자본비용 (COE)	11.17	
시장 위험프리미엄	6.11	WMI 500 총수익률 (8.724) - 1년 만기 통안채 총수익률 (3.315)
무위험수익률	3.37	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
베타	1.28	두산퓨얼셀 60일 adjusted beta
영구성장률	3.33	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균

자료: 상상인증권

그림2. 두산퓨얼셀 DCF Valuation

(십억원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
FCFF 추정								
FCF	-59.5	-12.9	28.8	91.2	139.6	211.4	330.7	332.7
세후영업이익 (NOPLAT)	16.1	28.8	50.5	115.5	145.3	178.5	211.5	228.7
유무형자산상각비	22.4	25.9	28.1	31.5	31.4	33.2	35.3	37.7
설비투자 (CAPEX)	-66.5	-65.0	-45.0	-53.8	-52.7	-59.5	-65.9	-71.0
운전자본 증감/기타	-31.5	-2.6	-4.7	-2.0	15.6	59.2	149.9	137.3
Adjusted Free Cashflow	-40.1	4.5	54.8	111.4	169.5	261.1	331.5	
현금흐름의 현재가치								
가중평균자본비용 (WACC, %)	10.66							
영구성장률 (%)	3.33							
Terminal Value								4,676.8
현재가치 계수	0.90	0.82	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.44
현재가치 (PV)	-36.2	3.7	40.5	74.3	102.2	142.2	163.2	2,080.0
Valuation								
잉여현금흐름 현재가치	489.7							
Terminal Value 현재가치	2,080.0							
현재가치의 합계	2,569.7							
순차입금 (-)	408.8	* 24년 예상 순차입금						
목표시가총액 (십억원)	2,160.9							
우선주 시가총액 (-)	0.0							
비지배주주지분 (-)	0.0							
비연결 관계기업투자 (+)	10.3							
보통주 시가총액	2,171.2							
주식수 (천주)	65,483							
적정주가 (원)	33,157							
목표주가 (원)	33,000							
현재주가 (원)	25,000							
상승여력 (%)	32.0							

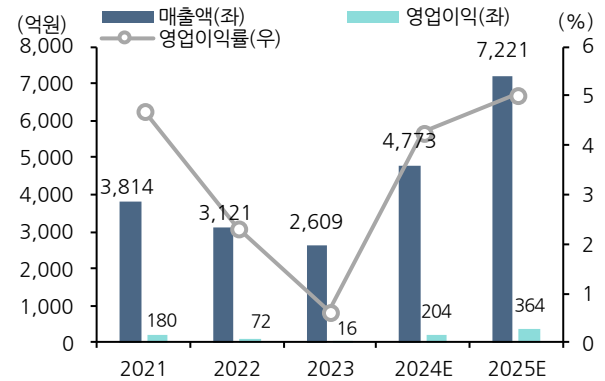
자료: 상상인증권

그림3. 두산퓨얼셀 주요 제품 : 발전용 연료전지



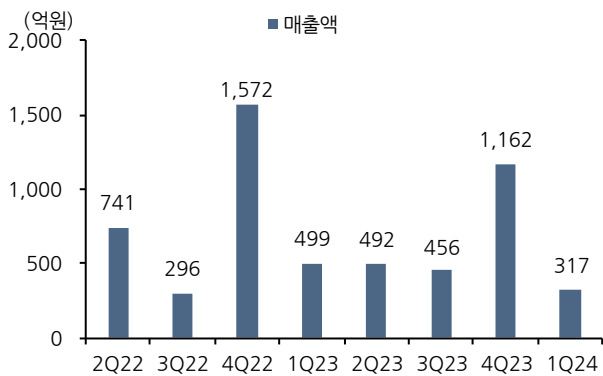
자료: 회사자료, 상상인증권

그림4. 두산퓨얼셀 연간 매출액, 영업이익



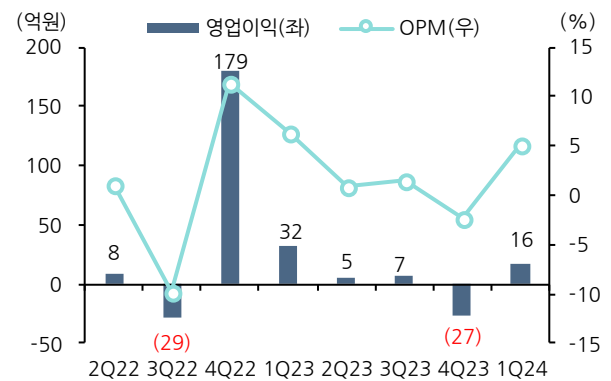
자료: Quantwise, 상상인증권

그림5. 두산퓨얼셀 분기별 매출



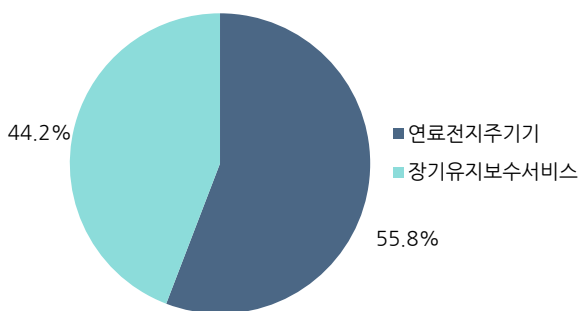
자료: Quantwise, 상상인증권

그림6. 두산퓨얼셀 분기별 영업이익 및 영업이익률



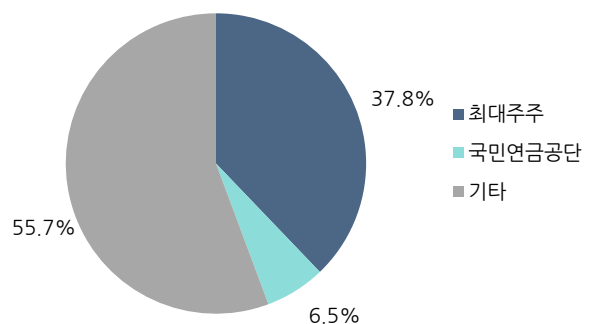
자료: Quantwise, 상상인증권

그림7. 두산퓨얼셀 매출구성



자료: Dart, 상상인증권

그림8. 주요 주주 비중



자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	675.7	648.1	772.4	837.1	1,087.9
현금 및 현금성자산	31.9	50.2	99.9	125.9	338.8
매출채권	171.2	109.2	121.3	195.5	191.8
재고자산	430.7	460.1	515.3	478.3	518.3
비유동자산	351.2	422.8	473.8	519.1	542.5
관계기업투자등	7.9	9.5	10.3	10.3	10.3
유형자산	176.3	271.3	303.4	344.9	364.2
무형자산	36.0	34.2	32.5	31.1	29.9
자산총계	1,026.9	1,070.8	1,246.2	1,356.2	1,630.4
유동부채	312.7	287.4	372.5	440.3	473.1
매입채무	136.8	71.3	90.9	124.8	155.5
단기금융부채	144.6	186.0	233.2	265.2	265.2
비유동부채	191.2	270.8	359.8	389.9	598.7
장기금융부채	133.7	198.1	282.4	309.4	515.0
부채총계	503.9	558.2	732.3	830.2	1,071.7
지배주주지분	523.1	512.7	513.9	526.0	558.6
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	28.3	40.4	73.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	523.1	512.7	513.9	526.0	558.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	312.1	260.9	477.3	722.1	899.8
매출원가	267.5	221.3	410.5	618.6	752.3
매출총이익	44.7	39.5	66.8	103.4	147.5
판매비와 관리비	37.5	37.9	46.5	67.0	83.5
영업이익	7.2	1.6	20.4	36.4	63.9
EBITDA	19.6	17.0	42.8	62.3	92.0
금융손익	2.9	-13.2	-14.2	-19.6	-24.4
관계기업등 투자손익	-0.4	1.3	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.4	-2.3	-3.3	-3.4	-3.4
세전계속사업이익	4.3	-12.5	3.1	13.4	36.1
계속사업법인세비용	0.4	-4.0	1.1	1.3	3.5
당기순이익	3.9	-8.5	2.0	12.2	32.6
지배주주순이익	3.9	-8.5	2.0	12.2	32.6
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	14.0	14.3	16.4
영업이익률 (%)	2.3	0.6	4.3	5.0	7.1
EBITDA 마진률 (%)	6.3	6.5	9.0	8.6	10.2
세전이익률 (%)	1.4	-4.8	0.6	1.9	4.0
지배주주순이익률 (%)	1.2	-3.3	0.4	1.7	3.6
ROA (%)	0.4	-0.8	0.2	0.9	2.2
ROE (%)	0.7	-1.6	0.4	2.3	6.0
ROIC (%)	1.0	0.1	1.5	3.5	6.0

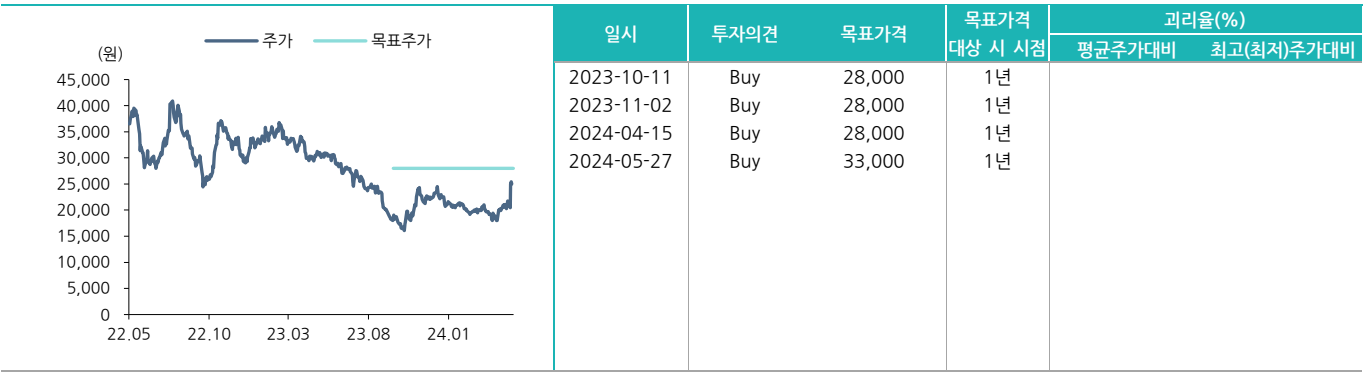
현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-257.7	7.8	12.5	38.5	59.1
당기순이익(손실)	3.9	-8.5	2.0	12.2	32.6
현금수익비용가감	78.7	78.4	4.1	29.0	31.2
유형자산감가상각비	9.6	12.3	19.8	23.5	25.7
무형자산상각비	2.7	3.1	2.6	2.4	2.3
기타현금수익비용	66.4	54.5	-25.9	3.1	3.2
운전자본 증감	-330.6	-37.4	6.4	-2.6	-4.7
매출채권의 감소(증가)	-118.6	103.4	-9.4	-74.2	3.7
재고자산의 감소(증가)	-226.3	-38.4	-56.2	37.0	-40.0
매입채무의 증가(감소)	70.6	-55.2	41.6	33.8	30.7
기타영업현금흐름	-56.3	-47.3	30.4	0.8	0.8
투자활동 현금흐름	92.7	-95.7	-93.2	-71.5	-51.8
유형자산 처분(취득)	-73.8	-113.9	-66.5	-65.0	-45.0
무형자산 감소(증가)	-2.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.1
투자자산 감소(증가)	161.9	18.2	-5.8	-0.3	-0.3
기타투자활동	6.9	1.3	-19.9	-5.2	-5.4
재무활동 현금흐름	190.8	105.3	130.4	59.0	205.6
차입금의 증가(감소)	191.1	35.6	130.4	59.0	205.6
자본의 증가(감소)	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	69.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	25.8	18.3	49.7	26.0	213.0
기초현금	6.0	31.9	50.2	99.9	125.9
기말현금	31.9	50.2	99.9	125.9	338.8

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	497.5	n/a	838.2	134.7	50.2
P/B	4.6	3.7	4.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	119.0	116.0	51.0	35.5	24.0
P/S	7.7	7.3	4.3	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	-18.2	-16.4	82.9	51.3	24.6
영업이익 증가율	-59.9	-77.3	1,140.5	78.8	75.6
세전이익 증가율	-77.0	적전	흑전	339.9	168.2
지배주주순이익 증가율	-55.6	적전	흑전	522.2	168.2
EPS 증가율	-55.6	적전	흑전	522.2	168.2
안정성 (%)					
부채비율	96.3	108.9	142.5	157.8	191.8
유동비율	216.1	225.5	207.4	190.1	230.0
순차입금/자기자본	47.1	64.8	79.6	83.9	77.7
영업이익/금융비용	1.5	0.1	1.0	1.5	2.2
총차입금 (십억원)	278.3	384.1	515.6	574.6	780.2
순차입금 (십억원)	246.3	332.3	408.8	441.5	433.9
주당지표 (원)					
EPS	59	-130	30	186	498
BPS	6,391	6,264	6,279	6,427	6,826
SPS	3,814	3,188	5,832	8,823	10,994
DPS	0	0	0	0	0

두산퓨얼셀 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이준호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		