

(336260. KS)

두산퓨얼셀

그린산업/ESG 한병화
bhh1026@eugenefn.com

Bloom Energy 의 아성 깨뜨리는 계약

“ 미국 데이터센터향 연료전지 계약

두산퓨얼셀은 관계사인 HyAxiom에 5,014억원의 PAFC 연료전지를 공급하는 계약을 체결. 스택과 주변 시스템 전체를 제조해서 내년 상반기부터 납품. 스택 교체 등 유지보수는 HyAxiom이 책임지는 방식이기 때문에 동사의 리스크 없어. 국내의 경우 유지보수를 전담하면서 관련 비용 때문에 적자가 발생하고 있는 상황. 미국은 높은 수요 때문에 유지보수용 스택 교체 비용을 고객에게 전가한 것으로 판단

“ PAFC 추가 계약 이어질 것

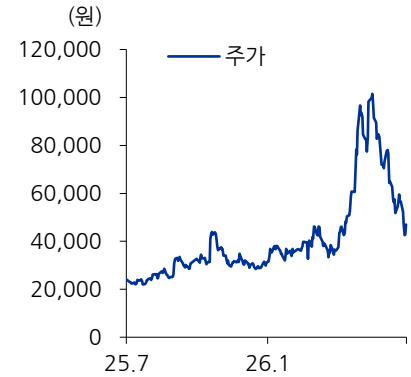
이번 계약은 시작에 불과하고 유사한 수준의 계약들이 연속해서 체결될 것으로 판단. 지난 연말부터 논의되던 계약 규모가 시간이 갈수록 커지고 있는 것으로 짐작할 수 있어. 미국 데이터센터 사업자들은 Bloom Energy에만 의존해왔는데, 다른 대안이 생긴 것. 동사의 PAFC는 발전효율이 Bloom Energy의 SOFC 보다 낮지만, 발생한 열을 흡수식 냉동기, 히트펌프와 연계해서 데이터센터의 냉각에 사용할 수 있는 장점이 있어. 미국의 데이터센터 건설에 님비현상이 갈수록 심해지고 있어서 독립 망을 갖춘 자체 발전설비 건설이 표준이 되고 있는 상태. 연료전지는 진동, 소음, 대기 오염은 물론 건설 기간면에서 가스발전의 대안이 되고 있는 상태

“ Bloom Energy와 직접 비교 가능해져

이번 수주로 두산퓨얼셀의 주력 시장은 국내에서 미국 데이터센터 시장으로 완전히 전환됨. PAFC의 대용량 제조 라인을 갖춘 업체는 동사가 유일. 글로벌 연료전지 시장은 Bloom Energy의 SOFC 독주에서 두산퓨얼셀의 PAFC가 강력한 도전자로 부상한 것. Bloom Energy의 현재 확정된 캐파는 2 GW이고, 두산퓨얼셀은 400MW(PAFC 350MW, SOFC 50MW). Bloom Energy의 시가총액은 629억달러(86조원, 전일 종가 기준)인데 비해 두산퓨얼셀은 약 2.5조원(장중 가격기준) 수준에 불과. 동일한 시장에서 경쟁하기 때문에 동사의 기업가치 평가의 기준은 Bloom Energy. 미국향 계약이 연속되면서 점유율이 늘어갈수록 Bloom Energy와의 밸류에이션 격차가 줄어들 것. 두산퓨얼셀에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8만원을 유지

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
80,000 원(유지)
44,350 원(9/1)



시가총액(십억원)	2,934
발행주식수(천주)	65,494
52 주 최고	108,900 원
최저	21,300 원
52 주 일단 Beta	1.19
60 일 평균 거래대금	675 억원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(26F)	0.0%
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 17 인)	37.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-38.7	31.8	86.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	120,000	▼
영업이익(26F)	-98.4	-41.7	▼
영업이익(27F)	28.2	5.3	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026F	2027F
매출액	454.9	491.9	934.0
영업이익	(103.7)	(98.4)	28.2
세전손익	(121.5)	(121.6)	2.6
당기순이익	(130.2)	(100.7)	2.1
EPS(원)	(1,989)	(1,538)	31
증감률(%)	적지	적지	흑전
PER(배)	n/a	n/a	1,423.8
ROE(%)	(29.7)	(31.2)	0.8
PBR(배)	9.8	13.5	13.4
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	58.0

도표 1. 두산퓨얼셀 연간 실적 전망

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	381.4	312.1	260.9	411.8	454.9	491.9	934.0	1,109.0
YoY(%)	(17.4)	(18.2)	(16.4)	57.9	10.4	8.1	89.9	18.7
연료전지 주기기	287.2	206.2	145.7	292.1	359.0	395.6	824.0	957.0
장기유지보수서비스	94.2	105.9	115.2	119.8	95.9	96.3	110.0	107.0
매출원가	333.2	267.5	221.3	375.6	517.1	545.6	859.0	991.5
매출총이익	48.2	44.7	39.5	36.2	(62.2)	(53.7)	75.0	117.5
판관비	30.2	37.5	37.9	35.9	41.5	44.7	46.8	49.9
영업이익	18.0	7.2	1.6	0.3	(103.7)	(98.4)	28.2	67.6
YoY(%)	(30.9)	(59.9)	(77.3)	(80.6)	적자전환	적가지속	흑자전환	139.5
영업이익률	4.7	2.3	0.6	0.1	(22.8)	(20.0)	3.0	6.1
영업외손익	0.6	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(17.7)	(23.2)	(25.6)	(24.0)
세전이익	18.6	4.3	(12.5)	(7.8)	(121.5)	(121.6)	2.6	43.6
법인세	9.9	0.4	(4.0)	0.3	8.8	(20.9)	0.6	9.6
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	(8.0)	(130.2)	(100.7)	2.1	34.0

자료:두산퓨얼셀, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,180.0	1,201.9	1,268.6	1,538.2	1,679.9
유동자산	666.1	580.0	614.4	834.9	923.8
현금성자산	156.2	79.3	7.0	185.0	139.4
매출채권	100.0	82.0	158.0	179.0	212.0
재고자산	379.3	371.8	402.0	423.0	524.0
비유동자산	514.0	621.8	654.2	703.3	756.1
투자자산	151.7	154.9	160.5	166.4	172.4
유형자산	332.4	372.0	369.3	385.6	407.8
기타	29.8	94.9	124.4	151.3	175.9
부채총계	677.3	828.0	996.1	1,263.6	1,376.8
유동부채	364.2	462.1	626.9	791.0	800.6
매입채무	77.1	96.2	120.0	203.1	211.7
유동성이자부채	226.9	267.5	407.5	487.5	487.5
기타	60.2	98.3	99.3	100.3	101.3
비유동부채	313.1	365.9	369.2	472.6	576.2
비유동이자부채	229.2	278.9	278.9	378.9	478.9
기타	83.8	87.0	90.3	93.7	97.3
자본총계	502.8	373.9	272.5	274.6	303.1
지배지분	502.8	373.9	272.5	274.6	303.1
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
이익잉여금	16.5	(112.4)	(213.1)	(211.0)	(182.5)
기타	0.6	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	502.8	373.9	272.5	274.6	303.1
총차입금	456.1	546.5	686.5	866.5	966.5
순차입금	299.9	467.2	679.5	681.5	827.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	103.2	(15.6)	(148.9)	81.2	(55.2)
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(100.7)	2.1	28.5
자산상각비	17.7	25.3	31.1	34.1	37.6
기타비현금성손익	61.7	85.7	2.6	3.4	3.6
운전자본증감	47.6	0.0	(81.9)	41.6	(124.9)
매출채권감소(증가)	(25.0)	(8.1)	(76.0)	(21.0)	(33.0)
재고자산감소(증가)	71.2	(33.3)	(30.2)	(21.0)	(101.0)
매입채무증가(감소)	6.8	24.1	23.8	83.1	8.6
기타	(5.4)	17.3	0.5	0.5	0.5
투자현금	(90.5)	(102.6)	(64.0)	(83.8)	(91.1)
단기투자자산감소	(8.9)	9.7	(0.6)	(0.6)	(0.7)
장기투자증권감소	(0.5)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(68.2)	(38.6)	(17.8)	(37.4)	(44.4)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(69.8)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
재무현금	71.4	48.3	140.0	180.0	100.0
차입금증가	71.4	48.2	140.0	180.0	100.0
자본증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	84.1	(69.8)	(72.9)	177.4	(46.3)
기초현금	50.2	134.3	64.5	(8.4)	169.0
기말현금	134.3	64.5	(8.4)	169.0	122.7
Gross Cash flow	80.1	(15.6)	(67.0)	39.6	69.7
Gross Investment	33.9	112.2	145.3	41.6	215.3
Free Cash Flow	46.2	(127.8)	(212.3)	(2.0)	(145.6)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	411.8	454.9	491.9	934.0	1,109.0
증가율(%)	57.9	10.4	8.1	89.9	18.7
매출원가	375.6	517.1	545.6	859.0	991.5
매출총이익	36.2	(62.2)	(53.7)	75.0	117.5
판매 및 일반관리비	35.9	41.8	44.7	46.8	49.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	0.3	(103.7)	(98.4)	28.2	67.6
증가율(%)	(80.6)	적전	적지	흑전	139.5
EBITDA	18.0	(78.4)	(67.4)	62.3	105.2
증가율(%)	5.5	적전	적지	흑전	68.9
영업외손익	(8.1)	(17.7)	(23.2)	(25.6)	(29.5)
이자수익	2.7	3.2	4.9	9.0	11.4
이자비용	20.0	18.6	25.6	29.9	35.2
지분법손익	0.8	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	8.5	(1.6)	(2.5)	(4.8)	(5.8)
세전순이익	(7.8)	(121.5)	(121.6)	2.6	38.1
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	1,343.2
법인세비용	0.3	8.8	(20.9)	0.6	9.6
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(100.7)	2.1	28.5
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	1,284.5
지배주주지분	(8.0)	(130.2)	(100.7)	2.1	28.5
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	1,284.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	(123)	(1,989)	(1,538)	31	436
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	1,284.5
수정EPS(원)	(123)	(1,989)	(1,538)	31	436
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	1,284.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(123)	(1,989)	(1,538)	31	436
BPS	6,143	4,568	3,329	3,355	3,703
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	1,423.8	102.8
PBR	7.3	9.8	13.5	13.4	12.1
EV/ EBITDA	179.9	n/a	n/a	58.0	35.7
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	45.8	n/a	n/a	92.7	52.6
수익성(%)					
영업이익율	0.1	(22.8)	(20.0)	3.0	6.1
EBITDA이익율	4.4	(17.2)	(13.7)	6.7	9.5
순이익율	(2.0)	(28.6)	(20.5)	0.2	2.6
ROE	(1.6)	(29.7)	(31.2)	0.8	9.9
ROIC	0.0	(9.3)	(8.1)	2.4	4.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	59.6	124.9	249.4	248.2	272.9
유동비율	182.9	125.5	98.0	105.5	115.4
이자보상배율	0.0	(5.6)	(3.9)	0.9	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7
매출채권회전율	3.9	5.0	4.1	5.5	5.7
재고자산회전율	1.0	1.2	1.3	2.3	2.3
매입채무회전율	5.5	5.2	4.5	5.8	5.3

