두산퓨얼셀
(336260. KS)

미국 기대 유효, 국내는 부진

투자의견
HOLD(유지)

목표주가
33,000 원(상향)

현재주가
36,300 원(01/27)

시가총액
2,377(십억원)

Green Industry 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

- 4분기 별도 매출액 1,250억원, 영업이익 -343억원으로 컨센서스(1,658억원, -151억원) 대비 큰 폭 하회 예상
- 4분기 공급 예정되었던 신규 SOFC 기기 공급이 지연되면서 지연 패널티가 부과되었고, 일부 PAFC 공급도 이연된 반면 주요 원재료인 백금 가격 급등으로 원가율이 예상을 대폭 상회했기 때문으로 판단
- 백금은 PAFC 스택에 필수 소재로 과거에는 매출원가의 약 6~7% 수준이었으나, 현재는 10% 이상인 것으로 추정됨. 지난 20년간 1천달러/온스 근처에서 등락을 보여온 백금 가격은 최근 1) 중국의 전략 비축 광물 지정 2) 남아프리카 공화국, 러시아 등 주 생산국의 공급 부진 3) 하이브리드 차량 증가에 따른 수요 증가로 2,500달러 이상으로 레벨업 된 상태
- 동사의 PAFC는 설치 후 6~7년부터 스택 교체 주기가 돌아오는데, 올해부터 교체 물량이 본격적으로 늘어날 것으로 판단
- 국내 PAFC 사업은 사실상 국가를 대상으로 하는 것으로 원가 상승에 따른 부담을 전가하는 것이 제한적인 구조. 따라서 원가 상승에 따른 적자를 보전하기 위해서는 정부 입찰에서 이를 명문화해서 반영하는 것이 필요
- 국내 부진에도 불구 미국향 PAFC 수출은 올 4분기부터 시작 예상. 본격적인 데이터센터용 공급을 위해서는 절대적으로 선호도가 높은 SOFC를 공급해야. 수율이 높아져 공급 후 교체 비용 리스크가 낮아지는 2027년부터 미국에 수출 가능 예상
- 투자의견 HOLD 유지. 목표주가는 2.7만원에서 3.3만원으로 상향. 미국 수출에 대한 기대감 일부 반영. 다만, 국내 PAFC 사업 부진으로 인해 적자 폭은 예상보다 깊어지고 기간도 늘어나고 있는 점은 우려. SOFC 수출이 언제부터 시작되고 얼마나 늘어날지에 따라 기업가치 크게 달라질 것

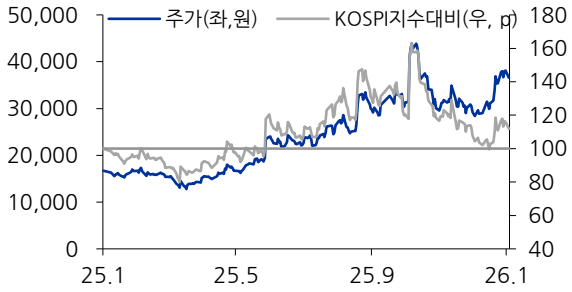
주가(원,01/27)	36,300
시가총액(십억원)	2,377
발행주식수	65,494천주
52주 최고가	46,300원
최저가	12,500원
52주 일간 Beta	2.11
60일 일평균거래대금	526억원
외국인 지분율	19.1%
배당수익률(2025F)	0.0%
주주구성	
두산에너빌리티 (외 17인)	37.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.7	-6.9	16.7
절대기준	27.8	52.2	117.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	33,000	27,000	▲
영업이익(25)	-61.8	-39.3	▼

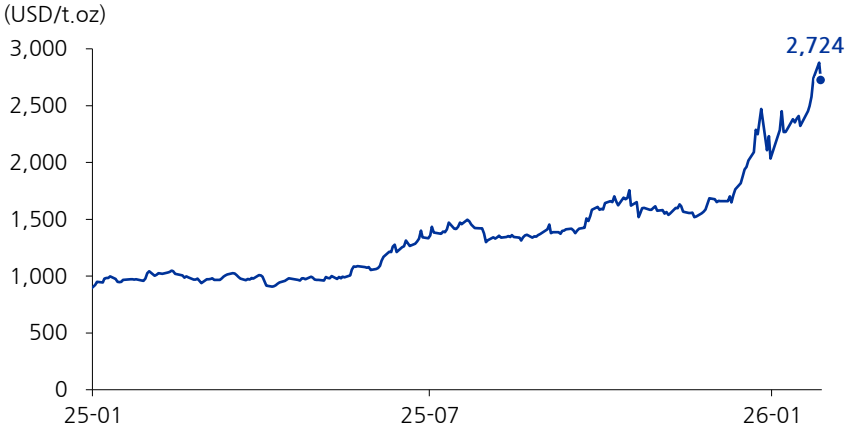
12월 결산(십억원)	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	411.8	444.1	605.0	676.0
영업이익	0.3	(61.8)	(41.0)	(14.8)
세전손익	(7.8)	(78.6)	(61.5)	(33.9)
당기순이익	(8.0)	(59.2)	(47.9)	(26.4)
EPS(원)	(123)	(905)	(732)	(403)
증감률(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	(1.6)	(12.5)	(11.4)	(6.9)
PBR(배)	5.9	6.7	7.5	8.1
EV/EBITDA(배)	154.5	-	-	139.9

자료: 유진투자증권



영업이익(26)	-41.0	-18.0	▼

도표 1. **백금 선물가격 추이**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. **분기실적 추정(별도기준, 수정 후)**

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F
매출액	**31.7**	**86.5**	**32.0**	**261.6**	**99.8**	**128.5**	**90.8**	**125.0**
YoY(%)	(36.5)	75.9	(29.7)	125.1	214.8	48.5	183.5	(52.2)
연료전지 주기기	0.1	53.8	3.2	235.0	75.0	102.3	68.2	101.0
장기유지보수서비스	31.6	32.7	28.9	26.6	24.8	26.2	22.6	24.0
매출원가	20.0	74.8	26.0	254.7	99.7	119.6	96.7	148.8
매출총이익	11.7	11.7	6.0	6.9	0.1	8.9	(5.9)	(23.8)
판관비	9.7	8.8	8.3	9.1	11.1	10.3	9.2	10.5
영업이익	**2.0**	**2.9**	**(2.3)**	**(2.2)**	**(11.0)**	**(1.4)**	**(15.1)**	**(34.3)**
YoY(%)	(0.4)	4.9	적자전환	적자유지	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속
영업이익률(%)	**6.3**	**3.3**	**(7.2)**	**(0.9)**	**(11.1)**	**(1.1)**	**(16.7)**	**(27.4)**
영업외손익	(2.2)	(2.3)	(1.2)	(2.4)	(3.6)	(2.9)	(4.8)	(5.5)
세전이익	**(0.2)**	**0.5**	**(3.5)**	**(4.6)**	**(14.6)**	**(4.3)**	**(20.0)**	**(39.8)**
법인세	(0.3)	0.1	(0.7)	1.2	(5.1)	(2.4)	(3.1)	(8.7)
당기순이익	**0.1**	**0.4**	**(2.8)**	**(5.8)**	**(9.5)**	**(1.9)**	**(16.8)**	**(31.0)**

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. **분기실적 추정(별도기준, 수정 전)**

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F
매출액	**31.7**	**86.5**	**32.0**	**261.6**	**99.8**	**128.5**	**90.8**	**207.0**
YoY(%)	(36.5)	75.9	(29.7)	125.1	214.8	48.5	183.5	(20.9)
연료전지 주기기	0.1	53.8	3.2	235.0	75.0	102.3	68.2	179.0
장기유지보수서비스	31.6	32.7	28.9	26.6	24.8	26.2	22.6	28.0
매출원가	20.0	74.8	26.0	254.7	99.7	119.6	96.7	209.1
매출총이익	11.7	11.7	6.0	6.9	0.1	8.9	(5.9)	(2.1)
판관비	9.7	8.8	8.3	9.1	11.1	10.3	9.2	10.5
영업이익	**2.0**	**2.9**	**(2.3)**	**(2.2)**	**(11.0)**	**(1.4)**	**(15.1)**	**(12.6)**
YoY(%)	(0.4)	4.9	적자전환	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속
영업이익률(%)	**6.3**	**3.3**	**(7.2)**	**(0.9)**	**(11.1)**	**(1.1)**	**(16.7)**	**(6.1)**
영업외손익	(2.2)	(2.3)	(1.2)	(2.4)	(3.6)	(2.9)	(4.8)	(5.5)
세전이익	**(0.2)**	**0.5**	**(3.5)**	**(4.6)**	**(14.6)**	**(4.3)**	**(20.0)**	**(18.1)**
법인세	(0.3)	0.1	(0.7)	1.2	(5.1)	(2.4)	(3.1)	(4.0)
당기순이익	**0.1**	**0.4**	**(2.8)**	**(5.8)**	**(9.5)**	**(1.9)**	**(16.8)**	**(14.1)**

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 4. **연간실적 추정(별도기준, 수정 후)**

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	**312.1**	**260.9**	**411.8**	**444.1**	**605.0**	**676.0**	**728.0**
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	7.8	36.2	11.7	7.7
연료전지 주기기	206.2	145.7	292.1	346.4	501.0	566.0	614.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	119.8	97.6	104.0	110.0	114.0
매출원가	267.5	221.3	375.6	464.7	601.2	644.0	678.0
매출총이익	44.7	39.5	36.2	(20.7)	3.8	32.0	50.0
판관비	37.5	37.9	35.9	41.2	44.8	46.8	47.4
영업이익	**7.2**	**1.6**	**0.3**	**(61.8)**	**(41.0)**	**(14.8)**	**0.6**
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	(80.6)	적자전환	적자전환	적자전환	흑자전환
영업이익률(%)	**2.3**	**0.6**	**0.1**	**(13.9)**	**(6.8)**	**(2.2)**	**0.1**
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(16.8)	(20.5)	(19.1)	(20.8)
세전이익	**4.3**	**(12.5)**	**(7.8)**	**(78.6)**	**(61.5)**	**(33.9)**	**(20.2)**
법인세	0.4	(4.0)	0.3	(19.4)	(13.5)	(7.4)	(4.5)
당기순이익	**3.9**	**(8.5)**	**(8.0)**	**(59.2)**	**(47.9)**	**(26.4)**	**(15.8)**

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 5. **연간실적 추정(별도기준, 수정 전)**

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**312.1**	**260.9**	**411.8**	**544.2**	**623.0**	**766.0**
YoY(%)	(18.2)	(16.4)	57.9	32.2	14.5	23.0
연료전지 주기기	206.2	145.7	292.1	437.3	501.0	635.0
장기유지보수서비스	105.9	115.2	119.8	107.0	122.0	131.0
매출원가	267.5	221.3	375.6	541.7	596.2	708.6
매출총이익	44.7	39.5	36.2	2.6	26.8	57.4
판관비	37.5	37.9	35.9	41.8	44.8	47.8
영업이익	**7.2**	**1.6**	**0.3**	**(39.3)**	**(18.0)**	**9.6**
YoY(%)	(59.9)	(77.3)	(80.6)	적자전환	적자지속	흑자전환
영업이익률(%)	**2.3**	**0.6**	**0.1**	**(7.2)**	**(2.9)**	**1.3**
영업외손익	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(15.0)	(13.5)	(15.0)
세전이익	**4.3**	**(12.5)**	**(7.8)**	**(54.2)**	**(31.5)**	**(5.4)**
법인세	0.4	(4.0)	0.3	(15.3)	(6.9)	(1.2)
당기순이익	**3.9**	**(8.5)**	**(8.0)**	**(38.9)**	**(24.6)**	**(4.2)**

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 6. PeerGroup Valuation

(백만달러, 십억원, 배, %)		두산퓨얼셀	BLOOM ENERGY	PLUG POWER	BALLARD POWER	ITM POWER	CERES POWER HOLDINGS
국가		KR	US	BT	BT	US	CA
2026-01-27		36,300	139.6	0.9	4.5	2.3	2.6
시가총액		2,377	33,021.6	573.7	875.4	3,200.8	769.9
PSR	FY24A	5.8	3.4	19.0	6.4	2.7	7.1
	FY25F	5.4	11.2	10.5	5.9	3.8	9.2
	FY26F	3.9	9.1	6.7	4.6	3.1	7.5
	FY27F	3.5	6.3	4.3	4.5	2.5	6.0
PBR	FY24A	5.9	9.0	1.2	2.2	1.1	0.7
	FY25F	6.7	30.5	2.1	2.1	1.6	1.4
	FY26F	7.5	22.4	2.4	2.3	1.7	1.6
	FY27F	8.1	14.4	2.6	2.5	1.9	1.8
매출액	FY24A	411.8	1,473.9	20.8	66.3	628.8	69.7
	FY25F	444.1	1,761.6	31.6	62.4	710.5	88.4
	FY26F	605.0	2,171.1	57.9	79.1	881.4	108.8
	FY27F	676.0	3,131.6	90.8	81.6	1,086.4	136.9
영업이익	FY24A	0.3	22.9	-47.8	-40.0	-2,019.8	-183.3
	FY25F	-61.8	158.4	-69.9	-41.0	-576.2	-125.1
	FY26F	-41.0	289.7	-44.3	-22.2	-324.8	-85.3
	FY27F	-14.8	522.3	-36.6	-17.4	-216.3	-73.0
영업 이익률	FY24A	0.1	1.6	-230.2	-60.4	-321.2	-262.9
	FY25F	-13.9	9.0	-221.1	-65.8	-81.1	-141.5
	FY26F	-6.8	13.3	-76.5	-28.0	-36.8	-78.4
	FY27F	-2.2	16.7	-40.2	-21.4	-19.9	-53.3
순이익	FY24A	-8.0	-29.2	-34.2	-36.2	-2,104.7	-324.2
	FY25F	-59.2	92.7	-37.1	-39.0	-676.2	-101.9
	FY26F	-47.9	212.9	-31.7	-19.4	-406.9	-76.1
	FY27F	-26.4	441.1	-13.7	-14.7	-322.4	-62.8

참고: 2026.01.27 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치
자료: Bloomberg, 유진투자증권

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
자산총계	**1,180.0**	**1,336.1**	**1,551.9**	**1,621.1**	**1,634.7**
유동자산	666.1	641.9	823.1	854.8	831.0
현금성자산	156.2	75.0	231.9	221.3	63.2
매출채권	100.0	135.0	158.0	179.0	212.0
재고자산	379.3	401.0	402.0	423.0	524.0
비유동자산	514.0	694.2	728.8	766.3	803.6
투자자산	151.7	189.0	196.0	203.3	210.9
유형자산	332.4	377.3	378.3	384.1	391.7
기타	29.8	127.9	154.6	178.9	201.1
부채총계	**677.3**	**893.3**	**1,157.1**	**1,252.6**	**1,282.0**
유동부채	364.2	507.3	767.8	860.0	885.9
매입채무	77.1	131.5	251.5	263.1	288.3
유동성이자부채	226.9	314.9	454.9	534.9	534.9
기타	60.2	60.8	61.4	62.1	62.7
비유동부채	313.1	386.0	389.2	392.6	396.1
비유동이자부채	229.2	303.1	303.1	303.1	303.1
기타	83.8	82.9	86.1	89.5	93.0
자본총계	**502.8**	**442.8**	**394.9**	**368.5**	**352.7**
지배지분	502.8	442.8	394.9	368.5	352.7
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	(42.8)	(90.7)	(117.1)	(132.9)
기타	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**502.8**	**442.8**	**394.9**	**368.5**	**352.7**
총차입금	456.1	618.0	758.0	838.0	838.0
순차입금	299.9	543.0	526.1	616.8	774.8

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	**411.8**	**444.1**	**605.0**	**676.0**	**728.0**
증가율(%)	57.9	7.8	36.2	11.7	7.7
매출원가	375.6	464.7	601.2	644.0	678.0
매출총이익	**36.2**	**(20.7)**	**3.8**	**32.0**	**50.0**
판매 및 일반관리비	35.9	41.8	44.8	46.8	49.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**0.3**	**(61.8)**	**(41.0)**	**(14.8)**	**0.6**
증가율(%)	(80.6)	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	**18.0**	**(38.2)**	**(6.7)**	**22.1**	**40.0**
증가율(%)	5.5	적전	적지	흑전	80.5
영업외손익	**(8.1)**	**(16.8)**	**(20.5)**	**(19.1)**	**(20.8)**
이자수익	2.7	3.8	5.7	7.0	7.4
이자비용	20.0	16.5	28.4	32.2	33.5
지분법손익	0.8	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	8.5	(4.0)	2.2	6.2	5.3
세전순이익	**(7.8)**	**(78.6)**	**(61.5)**	**(33.9)**	**(20.2)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	0.3	(19.4)	(13.5)	(7.4)	(4.5)
당기순이익	**(8.0)**	**(59.2)**	**(47.9)**	**(26.4)**	**(15.8)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분	(8.0)	(59.2)	(47.9)	(26.4)	(15.8)
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**(123)**	**(905)**	**(732)**	**(403)**	**(241)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
수정EPS(원)	(123)	(905)	(732)	(403)	(241)
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
영업현금	**103.2**	**5.3**	**85.8**	**(16.3)**	**(81.3)**
당기순이익	(8.0)	(59.2)	(47.9)	(26.4)	(15.8)
자산상각비	17.7	23.6	34.3	36.9	39.4
기타비현금성손익	61.7	85.9	3.2	3.4	3.5
운전자본증감	47.6	(46.0)	96.3	(30.1)	(108.4)
매출채권감소(증가)	(25.0)	(62.7)	(23.0)	(21.0)	(33.0)
재고자산감소(증가)	71.2	(39.9)	(1.0)	(21.0)	(101.0)
매입채무증가(감소)	6.8	62.9	120.0	11.6	25.3
기타	(5.4)	(6.3)	0.3	0.3	0.3
투자현금	**(90.5)**	**(171.3)**	**(69.6)**	**(75.0)**	**(77.4)**
단기투자자산감소	(8.9)	8.6	(0.6)	(0.7)	(0.7)
장기투자증권감소	(0.5)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(68.2)	(38.0)	(21.9)	(27.0)	(29.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(104.6)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
재무현금	**71.4**	**91.0**	**140.0**	**80.0**	**0.0**
차입금증가	71.4	90.8	140.0	80.0	0.0
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**	**(75.1)**	**156.3**	**(11.3)**	**(158.8)**
기초현금	50.2	134.3	59.2	215.5	204.2
기말현금	134.3	59.2	215.5	204.2	45.5
Gross Cash flow	80.1	51.3	(10.4)	13.8	27.1
Gross Investment	33.9	225.9	(27.3)	104.5	185.2
Free Cash Flow	**46.2**	**(174.7)**	**16.9**	**(90.6)**	**(158.1)**

주요투자지표

	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(123)	(905)	(732)	(403)	(241)
BPS	6,143	5,410	4,825	4,502	4,309
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	5.9	6.7	7.5	8.1	8.4
EV/ EBITDA	154.5	-	-	139.9	81.4
배당수익율	-	-	-	-	-
PCR	37.1	58.0	-	214.7	109.6
수익성(%)					
영업이익율	0.1	(13.9)	(6.8)	(2.2)	0.1
EBITDA이익율	4.4	(8.6)	(1.1)	3.3	5.5
순이익율	(2.0)	(13.3)	(7.9)	(3.9)	(2.2)
ROE	(1.6)	(12.5)	(11.4)	(6.9)	(4.4)
ROIC	0.0	(5.1)	(3.2)	(1.1)	0.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	59.6	122.6	133.2	167.4	219.7
유동비율	182.9	126.5	107.2	99.4	93.8
이자보상배율	0.0	(3.8)	(1.4)	(0.5)	0.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	3.9	3.8	4.1	4.0	3.7
재고자산회전율	1.0	1.1	1.5	1.6	1.5
매입채무회전율	5.5	4.3	3.2	2.6	2.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

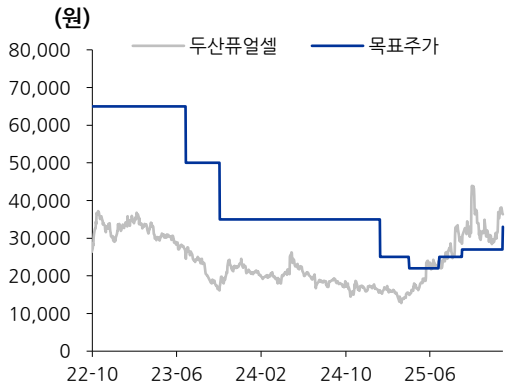
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
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: 12 개월 (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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-02-15	Buy	35,000	1년	-45.7	-25.1
2024-05-02	Buy	35,000	1년	-46.3	-25.1
2024-06-03	Buy	35,000	1년	-47.7	-32.7
2024-07-29	Buy	35,000	1년	-50.2	-41.9
2024-10-30	Buy	35,000	1년	-52.4	-46.6
2025-02-07	Buy	25,000	1년	-38.9	-30.6
2025-05-02	Buy	22,000	1년	-8.9	10.5
2025-07-28	Buy	25,000	1년	8.0	33.8
2025-10-02	Hold	27,000	1년	24.3	5.2
2026-01-27	Buy	33,000	1년	-46.3	-25.1

두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화