두산퓨얼셀 (336260)

유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

4Q25 Review:
대규모 적자, 이제 시선은 데이터센터 수주로

예상보다 어려운 SOFC, 품질 이슈 발생한 PAFC

4Q25 연결 영업적자는 -766억원(적확 YoY)을 기록하며 컨센서스(-260억원)를 크게 하회했다. 1)첫 SOFC 프로젝트인 하이창원퓨얼셀에서 4Q25부터 납품이 시작됐는데, 저조한 수율로 인한 원가 상승 및 지체 상금 등 대거 손실을 반영했다(2025년 연간 SOFC GP -500억원). 1Q26 잔여 납품 물량에 대해서도 선제 비용 반영했다. 2)PAFC 사업부에서는 서비스 이익이 대폭 하락했다(2025년 연간 서비스 GP -188억원). 이는 2018~19년 익산 공장 초기 생산품에서 품질 이슈가 발생하여, 스택 교체 비용이 발생했기 때문이다. 2020~22년 생산 물량에 있어서도 같은 이슈가 반복될 수 있다. 따라서 2026년에는 SOFC 관련 비용이 크게 줄어듦에도 불구하고 대규모 적자가 유지될 것으로 판단한다(2027년부터는 서비스 이슈 해소).

상반기 미국 데이터센터 수주 주목. 빅테크와도 활발한 논의 중

2026년 상반기 내 미국 데이터센터 향 수출 개시를 기대한다. 하나의 프로젝트가 아닌 다수의 고객사들과 논의 중인데, 이 중 빅테크 1개 회사와는 1년 이상의 기간에 걸쳐 익산 공장 실사, 기술 및 품질에 대한 검증을 완료했다. 긍정적 피드백을 받았으며 현재 세부적인 공급 논의를 이어나가고 있다. 현재 데이터센터 공급 논의는 PAFC 모델을 중심으로 이루어지고 있다. 한편, SOFC 모델의 수율은 초기(1H25) 50% 미만 대비 급격히 개선되고 있으며 2026년 내 목표 수율(90%) 달성을 예상하고 있다. 독일을 포함한 해외 시장에서 2027년 SOFC 스택 판매를 위해 협의 중이다.

800VDC 핵심 밸류체인. 시총 2조는 저렴해보인다

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 유지한다. Bloom Energy 대비 시가총액은 4%에 불과하다. 미국 데이터센터 수주 시 큰 폭의 리레이팅이 가능하다. 당사는 수주 성공 가능성을 높게 보는데, 1)Bloom Energy의 급격한 증설에 따른 공급망 병목 가능성, 2)PAFC의 부하 추종 능력과 열 효율 때문이다. 영업적자와 국내 CHPS 제도 불확실성 등 남아있는 리스크도 있으나, 이를 초월하는 리턴이 더 매력적이다.

Meritz Research 2026. 2. 12

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (2.11)	33,850원
상승여력	62.5%

KOSPI	5,354.49pt
시가총액	22,170억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.57%
외국인비중	18.13%
52주 최고/최저가	43,900원/12,770원
평균거래대금	238.4억원

주요주주(%)

두산에너빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8	37.9	119.4
상대주가	-6.8	-17.4	4.0

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	411.8	-1.7	-10.5	-160	23.2	6,096	-99.8	2.6	87.8	-2.1	136.5
2025E	454.8	-105.7	-132.8	-2,028	1,167.9	4,478	-14.2	6.4	-32.6	-30.7	232.8
2026E	465.6	-65.5	-63.0	-962	-52.6	3,708	-35.2	9.1	-196.1	-18.8	317.7
2027E	683.8	11.5	-8.1	-124	-87.1	3,609	-273.4	9.4	50.2	-2.7	367.4
2028E	1,004.1	15.5	-8.3	-127	2.7	3,507	-266.1	9.7	33.4	-2.9	434.2

표1 두산퓨얼셀 4Q25P Review 테이블

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**135.8**	261.6	-48.1	90.8	49.5	131.6	3.2	129.8	4.6
영업이익	**-76.6**	-2.6	적확	-15.6	적확	-33.8	적확	-26.0	적확
세전이익	**-83.2**	-5.1	적확	-20.6	적확	-37.2	적확	-39.5	적확
순이익	**-102.6**	-6.2	적확	-17.5	적확	-28.3	적확	-25.3	적확
영업이익률(%)	**-56.4**	-1.0		-17.2		-25.7		-20.1	
세전이익률(%)	**-61.3**	-1.9		-22.7		-28.3		-30.4	
순이익률(%)	**-75.6**	-2.4		-19.3		-21.5		-19.5	

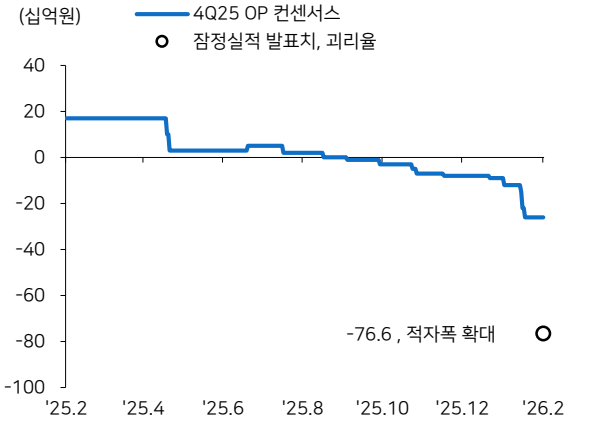
자료: Quantiwise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

	2025E			2026E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**454.8**	450.6	0.9	**465.6**	599.0	-22.3
영업이익	**-105.7**	-62.9	적확	**-65.5**	-34.8	적확
세전이익	**-124.0**	-78.0	적확	**-82.9**	-49.3	적확
순이익	**-132.8**	-58.4	적확	**-63.0**	-37.5	적확
영업이익률(%)	**-23.2**	-14.0		**-14.1**	-5.8	
세전이익률(%)	**-27.3**	-17.3		**-17.8**	-8.2	
순이익률(%)	**-29.2**	-13.0		**-13.5**	-6.3	

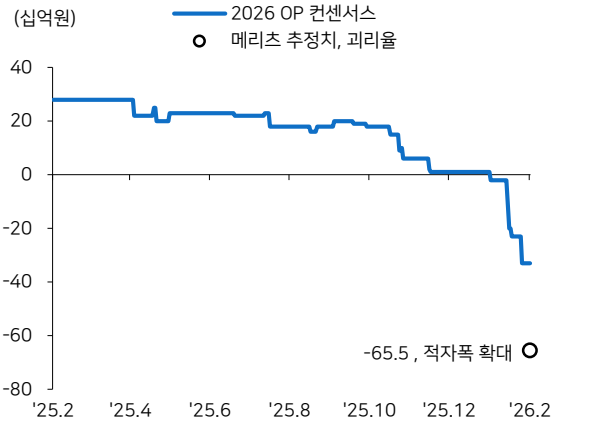
자료: Quantiwise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 적자폭 확대



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 적자폭 확대 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025P	2026E	2027E
주요 가정												
수주(MW)	9.7	21.1	38.3	2.9	25.0	45.0	25.0	75.0	73.9	72.0	170.0	200.0
수주잔고(십억원)	2,450.0	2,045.6	2,164.0	2,047.4	2,130.6	2,255.8	2,291.4	2,441.7	2,530.6	2,047.4	2,441.7	2,708.0
실적 전망												
매출	**99.7**	**128.5**	**90.8**	**135.8**	**79.2**	**97.4**	**126.8**	**162.2**	**411.8**	**454.8**	**465.6**	**683.8**
매출액 성장률(% YoY)	214.8	48.5	183.6	-48.1	-20.6	-24.2	39.7	19.5	57.8	10.4	2.4	46.8
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	112.0	55.6	72.9	98.8	133.3	292.1	357.5	360.6	560.3
LTSA	24.8	26.2	22.6	23.8	23.6	24.4	28.0	28.9	119.8	97.4	105.0	123.5
LTSA 비중(%)	24.9	20.4	24.9	17.5	29.8	25.1	22.1	17.8	29.1	21.4	22.5	18.1
매출원가	99.7	119.6	96.7	203.0	97.1	107.6	128.0	150.8	375.6	519.0	483.5	618.8
판관비	11.6	10.8	9.7	9.4	13.0	12.2	11.2	11.3	37.9	41.5	47.6	53.5
영업이익	**-11.5**	**-1.9**	**-15.6**	**-76.6**	**-30.8**	**-22.4**	**-12.4**	**0.1**	**-1.7**	**-105.7**	**-65.5**	**11.5**
영업이익률(%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.4	-38.9	-23.0	-9.8	0.1	-0.4	-23.2	-14.1	1.7
금융손익	-3.8	-4.3	-4.3	-3.6	-3.0	-4.0	-4.5	-5.5	-11.9	-16.0	-17.0	-21.6
기타손익	0.0	0.9	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	2.6	0.7	0.2	0.1
종속, 지배, 관계 손익	0.1	0.3	-0.6	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.8	-0.1	-0.6	-0.6
세전이익	**-15.2**	**-5.0**	**-20.6**	**-83.2**	**-33.9**	**-26.5**	**-17.1**	**-5.5**	**-10.2**	**-124.0**	**-82.9**	**-10.7**
법인세비용	-5.1	-2.4	-3.1	19.4	-8.1	-6.4	-4.1	-1.3	0.3	8.8	-19.9	-2.6
법인세율(%)	33.6	48.0	15.1	-23.3	24.0	24.0	24.0	24.0	-2.5	-7.1	24.0	24.0
당기순이익	**-10.1**	**-2.6**	**-17.5**	**-102.6**	**-25.8**	**-20.1**	**-13.0**	**-4.2**	**-10.5**	**-132.8**	**-63.0**	**-8.1**
순이익률(%)	-10.1	-2.0	-19.3	-75.6	-32.5	-20.7	-10.2	-2.6	-2.5	-29.2	-13.5	-1.2

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	**411.8**	**454.8**	**465.6**	**683.8**	**1,004.1**
매출액증가율(%)	57.8	10.4	2.4	46.8	46.8
매출원가	375.6	519.0	483.5	618.8	908.6
매출총이익	36.2	-64.2	-17.9	65.0	95.4
판매관리비	37.9	41.5	47.6	53.5	79.9
영업이익	**-1.7**	**-105.7**	**-65.5**	**11.5**	**15.5**
영업이익률(%)	-0.4	-23.2	-14.1	1.7	1.5
금융손익	-11.9	-16.0	-17.1	-21.6	-25.2
종속/관계기업손익	0.8	-0.1	-0.6	-0.6	0.0
기타영업외손익	2.6	-2.2	0.2	0.1	0.0
세전계속사업이익	-10.2	-124.0	-82.9	-10.7	-9.7
법인세비용	0.3	8.8	-19.9	-2.6	-1.3
당기순이익	**-10.5**	**-132.8**	**-63.0**	**-8.1**	**-8.3**
지배주주지분 순이익	-10.5	-132.8	-63.0	-8.1	-8.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**101.1**	**-95.6**	**-69.1**	**-5.1**	**-86.4**
당기순이익(손실)	-10.5	-132.8	-63.0	-8.1	-8.3
유형자산상각비	15.3	24.2	46.3	43.6	73.2
무형자산상각비	2.8	4.6	4.3	4.0	2.8
운전자본의 증감	47.3	-45.8	-56.6	-44.6	-154.1
투자활동 현금흐름	**-82.7**	**-75.4**	**-31.0**	**-25.2**	**-1.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-68.3	-21.8	-30.8	-24.6	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.9	5.6	-0.2	-0.6	-1.0
재무활동 현금흐름	**69.1**	**56.7**	**114.3**	**41.1**	**-32.2**
차입금의 증감	74.2	59.3	114.3	41.1	-32.2
자본의 증가	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	87.4	-114.3	14.2	10.8	-119.5
기초현금	50.2	137.6	23.3	37.5	48.3
기말현금	137.6	23.3	37.5	48.3	-71.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	660.6	586.4	654.2	789.5	1,017.1
현금및현금성자산	137.6	23.2	37.5	48.3	-71.3
매출채권	69.5	114.1	132.1	159.0	233.5
재고자산	380.4	372.8	397.7	478.7	703.0
비유동자산	519.1	633.1	613.6	591.2	516.1
유형자산	334.7	356.4	340.9	321.9	248.7
무형자산	32.6	99.3	95.0	91.0	88.2
투자자산	14.4	8.7	8.9	9.5	10.5
자산총계	**1,179.7**	**1,219.5**	**1,267.8**	**1,380.6**	**1,533.2**
유동부채	366.0	536.8	649.3	621.5	743.6
매입채무	37.6	77.6	73.5	152.3	223.7
단기차입금	100.0	96.0	366.0	260.0	260.0
유동성장기부채	127.5	187.6	33.5	32.2	0.0
비유동부채	314.8	316.3	315.0	463.7	502.6
사채	147.7	117.5	117.5	267.5	267.5
장기차입금	60.0	42.1	40.4	38.8	38.8
부채총계	**680.8**	**853.1**	**964.3**	**1,085.3**	**1,246.2**
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	476.1	476.1	476.1	476.1	476.1
기타포괄이익누계액	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	14.0	-118.8	-181.8	-189.9	-198.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**498.9**	**366.5**	**303.5**	**295.4**	**287.0**

Key Financial Data

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	6,287	6,944	7,110	10,440	15,330
EPS(지배주주)	-160	-2,028	-962	-124	-127
CFPS	1,202	-150	-212	903	1,398
EBITDAPS	251	-1,175	-229	903	1,398
BPS	6,096	4,478	3,708	3,609	3,507
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-99.8	-14.2	-35.2	-273.4	-266.1
PCR	13.3	-191.9	-159.7	37.5	24.2
PSR	2.5	4.2	4.8	3.2	2.2
PBR	2.6	6.4	9.1	9.4	9.7
EBITDA(십억원)	16.4	-76.9	-15.0	59.1	91.6
EV/EBITDA	87.8	-32.6	-196.1	50.2	33.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-30.7	-18.8	-2.7	-2.9
EBITDA 이익률	4.0	-16.9	-3.2	8.6	9.1
부채비율	136.5	232.8	317.7	367.4	434.2
금융비용부담률	4.9	3.6	5.1	3.6	2.4
이자보상배율(x)	-0.1	-6.4	-2.8	0.5	0.6
매출채권회전율(x)	7.2	5.0	3.8	4.7	5.1
재고자산회전율(x)	1.0	1.2	1.2	1.6	1.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

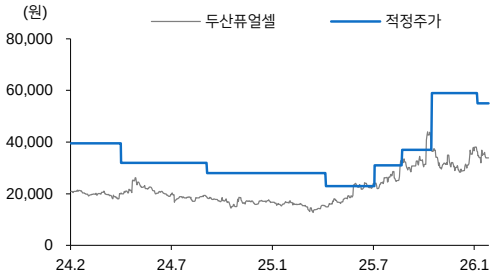
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.11.27	기업브리프	Buy	39,500	문경원	-47.0	-38.0
2024.05.02	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-36.5	-18.1
2024.10.02	산업분석	Buy	28,000	문경원	-41.9	-33.3
2025.05.02	기업브리프	Buy	23,000	문경원	-13.3	5.7
2025.07.28	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-17.8	5.6
2025.09.15	산업분석	Buy	37,000	문경원	-8.4	18.6
2025.11.07	산업분석	Buy	59,000	문경원	-44.7	-35.4
2026.01.27	산업분석	Buy	55,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이