두산퓨얼셀 (336260)

1Q26 Review:
개선되는 SOFC 수율, 다가오는 PAFC 수주

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

RA 이동석
dongseok.lee@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 4. 30

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	65,000원
현재주가 (4.29)	58,600원
상승여력	10.9%

개선된 SOFC 수율, 일회성 이익 감안해도 긍정적인 수익성 개선

1Q26 연결 영업적자는 -13억원(적축 YoY)을 기록하며 컨센서스(-207억원)를 상회했다. 적자 축소 원인으로는 1)SOFC 수율이 2025년 말 예상했던 수준보다 개선되며(80% 대 달성) 충당금이 환입, 2)스택 교체 과정에서 발생한 폐전극 매각, 3)스택 교체 비용이 예상보다 낮았던 점 등을 들 수 있다. 일회성 요인(1,2)을 제외하더라도 적자 규모는 100억원 이하이며, 시장 예상보다 양호한 상황이다. 특히 SOFC 수율 개선이 인상적이다. 수율 안정화는 곧 수출 확대로 이어질 수 있기 때문이다. 최근 해외 고객사향 SOFC 스택 판매를 위한 테스트 계약을 체결하였으며 2Q26 중 장기공급계약 체결을 목표로 하고 있다(非데이터센터).

빅테크의 PAFC 관심은 '진짜'

연료전지 1등 업체인 Bloom Energy가 Oracle과의 계약 체결, 호실적을 기반으로 연초 대비 +129% 상승했다. 동사 역시 연초 이후 약 2배 상승했으나, 시가총액은 Bloom Energy 대비 약 4%에 불과하다. 미국 AI데이터센터 공급 여부가 결정적 차이다. 동사는 두가지 모델(SOFC, PAFC) 중 PAFC를 우선 공급할 예정이며, 연내 계약을 위한 빅테크와의 협의가 구체화되고 있다. PAFC는 SOFC 대비 연료 효율이 떨어지지만, 1)기자재 가격이 저렴하고 유지보수 비용이 적으며, 2)부하추종 능력이 뛰어나고, 3)열 합산 효율이 높다는 장점이 있다. 무엇보다, 극심한 On-site 발전원 쇼티지 속에 선박용 엔진 등 대체 발전원의 발굴이 한창인데 PAFC만 소외되는 것은 매우 어색한 상황이다.

수출 vs 내수: 희비 엇갈리지만... 사이즈가 다르다

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 65,000원으로 +18% 상향한다. Bloom Energy 등 Peer 멀티플 상승을 반영했다. 리스크 요인으로는 국내 정책을 주목한다. 언론에 따르면, 기후에너지환경부는 일반수소발전입찰 시장을 폐지하거나, 혹은 축소하는 계획을 이르면 5월 중 발표할 예정이다. 청정수소를 사용한다면 여전히 입찰할 수 있는 시장이 있으나, 국내 청정수소 공급은 아직 제한적이다. 그러나 국내 시장(수십 MW)의 리스크보다는 수출 시장이 열어줄 잠재 수주 풀(수백MW~GW)가 훨씬 크다. 주가가 조정 받을 경우 매수로 대응을 권고한다.

표1 두산퓨얼셀 1Q26P Review 테이블

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**144.8**	99.7	45.2	135.8	6.7	118.4	22.3	111.0	30.5
영업이익	**-1.3**	-11.5	적축	-76.6	적축	-11.9	적축	-20.7	적축
세전이익	**-9.1**	-15.2	적축	-83.2	적축	-15.3	적축	-28.7	적축
순이익	**-13.2**	-10.1	적확	-102.6	적축	-11.6	적확	-18.2	적축
영업이익률(%)	**-0.9**	-11.6		-56.4		-10.1		-18.7	
세전이익률(%)	**-6.3**	-15.3		-61.3		-12.9		-25.9	
순이익률(%)	**-9.1**	-10.1		-75.6		-9.8		-16.4	

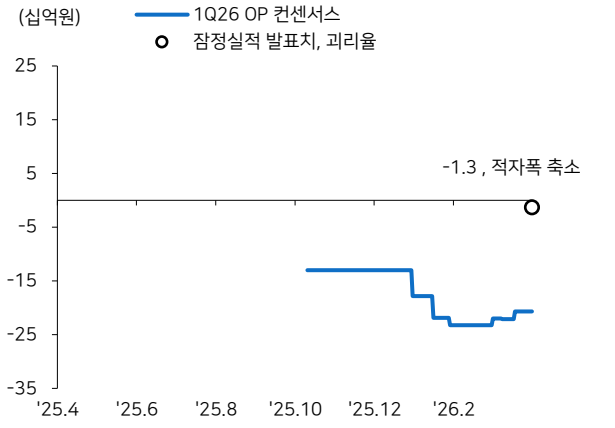
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**511.9**	495.5	3.3	**750.2**	632.0	18.7
영업이익	**-41.4**	-49.4	적축	**57.7**	20.8	177.3
세전이익	**-63.5**	-67.7	적축	**37.8**	-1.2	흑전
순이익	**-54.5**	-51.4	적확	**28.7**	-0.9	흑전
영업이익률(%)	**-8.1**	-10.0		**7.7**	3.3	
세전이익률(%)	**-12.4**	-13.7		**5.0**	-0.2	
순이익률(%)	**-10.6**	-10.4		**3.8**	-0.1	

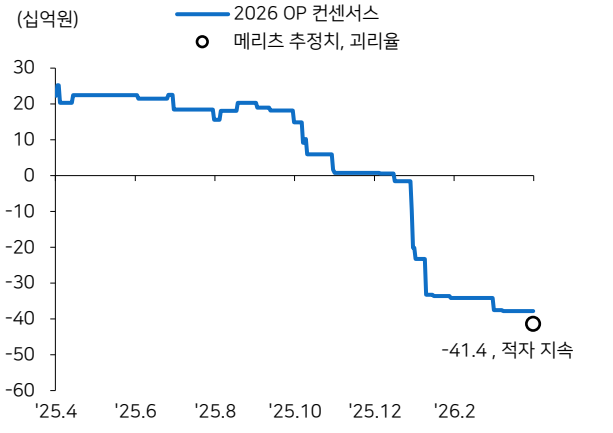
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26P 영업이익, 적자폭 축소



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 적자 지속 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 적정주가 산출 내역

구분	값(십억원)	내용
매출	515.9	12개월 선행 매출
적정 배수(배)	9.4	Bloom Energy, Plug Power, Nel, Ceres Power 평균 EV/Sales 적용
적정 EV(십억원)	4,849.8	
우선주 시가총액	131.1	
순차입금	481.4	2025년말 순차입금
보통주 적정 시가총액	4,237.3	EV에서 우선주 시가총액 및 순차입금 차감
발행 주식수(천주)	65,494	기간 말 보통주 주식수
적정 주가(원)	**65,000**	
현재 주가(원)	58,600	
상승 여력(%)	10.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
주요 가정												
수주(MW)	9.7	21.1	38.3	2.9	12.3	15.0	90.0	40.0	73.9	72.0	157.3	240.0
수주잔고(십억원)	2,450.0	2,045.6	2,164.0	2,032.6	1,967.8	1,957.4	2,293.6	2,368.2	2,530.6	2,032.6	2,368.2	2,618.1
실적 전망												
매출	**99.7**	**128.5**	**90.8**	**135.8**	**144.8**	**107.9**	**73.8**	**185.4**	**411.8**	**454.8**	**511.9**	**750.2**
매출액 성장률(% YoY)	214.8	48.5	183.6	-48.1	45.2	-16.0	-18.8	36.5	57.8	10.4	12.5	46.6
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	113.5	121.5	84.1	47.0	157.0	292.1	359.0	409.6	627.2
LTSA	24.8	26.2	22.6	22.3	23.3	23.8	26.8	28.4	119.8	95.9	102.2	123.0
LTSA 비중(%)	24.9	20.4	24.9	16.4	16.1	22.0	36.3	15.3	29.1	21.1	20.0	16.4
매출원가	99.7	119.6	96.7	201.1	136.8	112.9	88.1	170.3	375.6	517.1	508.1	637.2
판관비	11.6	10.8	9.7	11.3	13.0	12.2	11.2	12.4	37.9	43.4	48.8	55.3
영업이익	**-11.5**	**-1.9**	**-15.6**	**-76.6**	**-1.3**	**-17.2**	**-25.5**	**2.7**	**-1.7**	**-105.7**	**-41.4**	**57.7**
영업이익률(%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.4	-0.9	-16.0	-34.6	1.4	-0.4	-23.2	-8.1	7.7
금융손익	-3.8	-4.3	-4.3	-6.2	-3.4	-4.4	-4.0	-4.7	-11.9	-18.6	-16.5	-18.1
기타손익	0.0	0.9	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	2.6	1.0	0.4	0.1
종속, 지배, 관계 손익	0.1	0.3	-0.6	-0.6	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4	0.8	-0.7	-1.7	-1.9
세전이익	**-15.2**	**-5.0**	**-20.6**	**-83.2**	**-9.1**	**-22.0**	**-30.0**	**-2.4**	**-10.2**	**-124.0**	**-63.5**	**37.8**
법인세비용	-5.1	-2.4	-3.1	19.4	4.0	-5.3	-7.2	-0.6	0.3	8.8	-9.0	9.1
법인세율(%)	33.6	48.0	15.1	-23.3	-44.1	24.0	24.0	24.0	-2.5	-7.1	14.2	24.0
당기순이익	**-10.1**	**-2.6**	**-17.5**	**-102.6**	**-13.2**	**-16.7**	**-22.8**	**-1.8**	**-10.5**	**-132.8**	**-54.5**	**28.7**
순이익률(%)	-10.1	-2.0	-19.3	-75.6	-9.1	-15.5	-30.9	-1.0	-2.5	-29.2	-10.6	3.8

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

두산퓨얼셀 (336260)

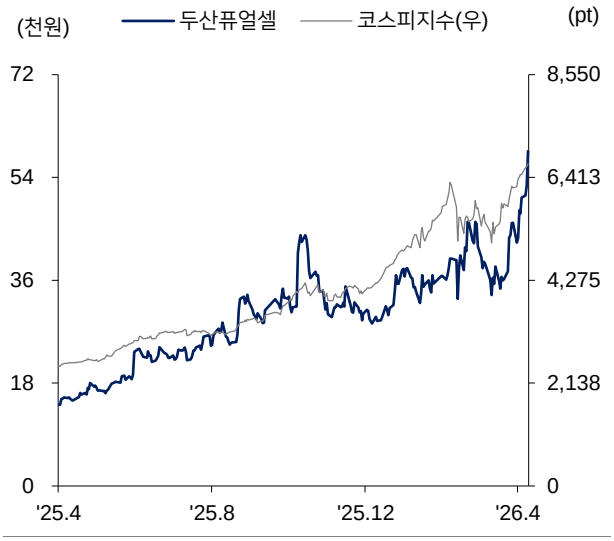
KOSPI	6,690.90pt
시가총액	38,379억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.57%
외국인비중	21.59%
52주 최고/최저가	58,600원/14,940원
평균거래대금	389.9억원

주요주주(%)

두산에너빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	53.6	37.6	278.6
상대주가	24.9	-16.1	45.1

주가그래프



Financial Data

(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
2025	454.8	-105.7	-132.8	-2,028	1,167.9	4,490	-14.2	6.4	-31.3	-30.7	226.1
2026E	511.9	-45.0	-54.5	-833	-58.9	3,824	-70.4	15.3	-3,672.9	-16.0	303.0
2027E	750.2	57.7	28.7	438	-152.6	4,175	133.7	14.0	45.6	8.8	309.9
2028E	956.5	93.2	57.4	876	99.8	4,875	66.9	12.0	33.0	15.5	297.6

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**411.8**	**454.8**	**511.9**	**750.2**	**956.5**
매출액증가율(%)	57.8	10.4	12.5	46.6	27.5
매출원가	375.6	517.1	508.1	637.2	800.9
매출총이익	36.2	-62.3	3.8	113.0	155.6
판매관리비	37.9	43.4	48.8	55.3	62.4
영업이익	**-1.7**	**-105.7**	**-45.0**	**57.7**	**93.2**
영업이익률(%)	-0.4	-23.2	-8.8	7.7	9.7
금융손익	-11.9	-18.6	-16.5	-18.1	-15.8
종속/관계기업손익	0.8	-0.7	-1.7	-1.9	-2.0
기타영업외손익	2.6	1.0	-0.4	0.1	0.1
세전계속사업이익	-10.2	-124.0	-63.5	37.8	75.5
법인세비용	0.3	8.8	-9.0	9.1	18.1
당기순이익	**-10.5**	**-132.8**	**-54.5**	**28.7**	**57.4**
지배주주지분 순이익	-10.5	-132.8	-54.5	28.7	57.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**101.1**	**-56.5**	**4.3**	**0.9**	**161.2**
당기순이익(손실)	-10.5	-132.8	-54.5	28.7	57.4
유형자산상각비	15.3	21.0	39.5	37.9	36.0
무형자산상각비	2.8	4.9	4.3	4.1	3.8
운전자본의 증감	47.3	-84.4	15.1	-69.7	64.0
투자활동 현금흐름	**-82.7**	**-102.5**	**-41.9**	**-24.0**	**-18.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-68.3	-34.3	-52.4	-21.9	-17.6
투자자산의감소(증가)	-1.9	-5.7	7.7	-2.0	-0.9
재무활동 현금흐름	**69.1**	**86.3**	**113.6**	**40.4**	**-15.5**
차입금의 증감	74.2	90.7	113.6	40.4	-15.5
자본의 증가	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	87.4	-72.8	76.0	17.4	127.2
기초현금	50.2	137.6	64.8	140.8	158.1
기말현금	137.6	64.8	140.8	158.1	285.4

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	660.6	569.4	631.3	788.4	995.9
현금및현금성자산	137.6	64.8	140.8	158.1	285.4
매출채권	69.5	77.6	103.5	131.4	144.9
재고자산	380.4	373.0	297.2	377.3	416.2
비유동자산	519.1	629.1	630.1	612.1	590.7
유형자산	334.7	374.6	387.5	371.6	353.1
무형자산	32.6	99.5	95.2	91.2	87.3
투자자산	14.4	19.7	12.0	14.0	14.9
자산총계	**1,179.7**	**1,198.4**	**1,261.4**	**1,400.5**	**1,586.6**
유동부채	366.0	462.9	582.3	544.5	674.9
매입채무	37.6	61.4	64.4	133.5	276.9
단기차입금	100.0	76.0	346.0	240.0	228.0
유동성장기부채	127.5	192.1	37.9	36.4	35.0
비유동부채	314.8	368.0	366.1	514.3	512.6
사채	147.7	157.3	157.3	307.3	307.3
장기차입금	60.0	56.7	54.4	52.3	50.2
부채총계	**680.8**	**830.9**	**948.4**	**1,058.8**	**1,187.5**
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	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	14.0	-117.4	-171.9	-143.2	-85.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**498.9**	**367.5**	**313.0**	**341.7**	**399.0**

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	6,287	6,944	7,815	11,454	14,605
EPS(지배주주)	-160	-2,028	-833	438	876
CFPS	1,202	773	-22	1,512	2,023
EBITDAPS	251	-1,218	-19	1,521	2,032
BPS	6,096	4,490	3,824	4,175	4,875
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-99.8	-14.2	-70.4	133.7	66.9
PCR	13.3	37.3	-2,639.6	38.8	29.0
PSR	2.5	4.2	7.5	5.1	4.0
PBR	2.6	6.4	15.3	14.0	12.0
EBITDA(십억원)	16.4	-79.8	-1.2	99.6	133.1
EV/EBITDA	87.8	-31.3	-3,672.9	45.6	33.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-30.7	-16.0	8.8	15.5
EBITDA 이익률	4.0	-17.5	-0.2	13.3	13.9
부채비율	136.5	226.1	303.0	309.9	297.6
금융비용부담률	4.9	4.1	4.9	3.4	2.9
이자보상배율(x)	-0.1	-5.6	-1.8	2.3	3.4
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	5.7	6.4	6.9
재고자산회전율(x)	1.0	1.2	1.5	2.2	2.4

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)

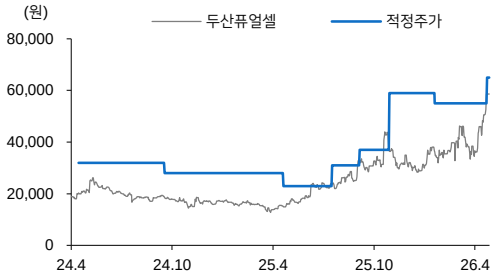
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 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)
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	채권분석	Buy	55,000	문경원	-27.8	6.5
2026.04.30	기업브리프	Buy	65,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이