

(336260.KS)

두산퓨얼셀

그린산업/ESG 한병화
bhh1026@eugenefn.com

미국 데이터센터 전력 공급 업체로 재평가될 것

“ 4분기부터 미국 데이터센터향 PAFC 공급 시작 예상

두산퓨얼셀의 미국 데이터센터향 PAFC 공급이 올 4분기 20MW를 시작으로 본격화될 것으로 예상. 내년 1분기말부터는 공급 물량이 크게 증가할 것으로 판단. 미국 고객사들의 숫자도 최근 3개까지 확대되면서 초도 물량 약 300MW에 추가 옵션 공급하는 계약이 진행되고 있는 것으로 파악됨. 미국 데이터센터 사업자들의 전력확보가 난항을 겪으면서 가장 빠르게 공급을 할 수 있는 전원인 연료전지가 기술 타입을 가리지 않고 선호되는 국면으로 진입

“ 생산능력 증설 불가피

동사의 PAFC 생산능력은 275MW까지 증가하였으나, 국내 물량이 줄어들면서 라인을 축소한 상태. 올 초 이후 미국 고객들의 공급 의사가 급증하면서 생산 라인을 확대하는 작업을 하고 있는 것으로 파악. 연간 생산능력을 2교대 기준 330MW까지 늘릴 것으로 판단됨. 추가 옵션 계약까지 확정 계약으로 변경되면 PAFC 라인은 더 확대될 수 있어. SOFC도 올 해 해외 수주가 확정될 것으로 판단되고, 내년 생산을 해서 수율을 확인한 뒤 계약 상황 확인하고 증설할 수 있어

“ 올 해를 기점으로 국내 연료전지 시장에서 탈피하고 미국으로 진입

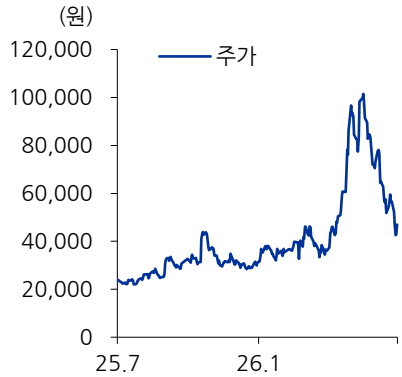
두산퓨얼셀의 지난해 실적이 큰 폭 적자를 기록한 이유는 국내 연료전지 시장의 낮은 단가와 초기 공급 모델의 교체 비용 때문. 이와 같은 상황은 올해에도 동일한 상태. 2026년 동사의 별도 기준 매출과 영업손익은 각각 4,919억원, -984억원으로 예상(2분기 매출액, 영업손익은 430억원, -454억원 예상). 과거 추정치 대비 영업손실 폭이 커질 것으로 예상되는데, 이는 국내 사업 부문의 잠재손실을 올 해 안에 대부분 인식하는 방향으로 회계 처리가 될 가능성이 높기 때문. 확정되면 내년부터 미국발 매출 증가로 인한 턴어라운드 가시성이 더 높아질 것으로 판단

“ Bloom Energy의 부침이 두산퓨얼셀에게는 기회 요인

최근 Bloom Energy의 주가가 약세를 보이는 가장 큰 원인은 스택에 사용되는 Scandium이라는 희토류를 중국이 대부분 정련하고 있다는 일부의 주장 때문. 데이터센터 사업자들 입장에서는 연료전지를 SOFC 한 타입의 기술에만 의존하는 것에 경각심을 갖게 되는 계기. 동사의 PAFC에 대한 구매 의사가 크게 늘어날 분기점이 될 수 있어. 투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가는 기존의 12만원에서 8만원으로 하향. 국내 주식시장과 글로벌 연료전지 업체들의 밸류에이션이 동반 하락한 것을 반영. 목표주가는 2027년 매출액 기준 PSR 5.6배 수준. 해외 비교업체들은 평균 PSR 7배 받고 있어

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
80,000 원(하향)
44,800 원(7/13)



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	226%
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 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	144.9	43.0	122.0	182.0
YoY(%)	214.8	48.5	183.5	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	34.0
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	19.0	98.0	157.0
장기유지보수서비스	24.8	26.2	22.6	22.2	23.3	24.0	24.0	25.0
매출원가	99.7	119.6	96.7	201.1	134.4	77.4	124.4	209.3
매출총이익	0.1	8.9	(5.9)	(65.3)	10.4	(34.4)	(2.4)	(27.3)
판관비	11.1	10.3	9.2	10.8	11.2	11.0	11.0	11.5
영업이익	(11.0)	(1.4)	(15.1)	(76.2)	(0.8)	(45.4)	(13.4)	(38.8)
YoY(%)	적자지속	적자지속	흑자전환	3,296.7	적자전환	흑자전환	적자전환	적자지속
영업이익률	(11.1)	(1.1)	(16.7)	(56.1)	(0.5)	(105.6)	(11.0)	(21.3)
영업외손익	(3.6)	(2.9)	(4.8)	(6.4)	(7.7)	(6.0)	(4.0)	(5.5)
세전이익	(14.6)	(4.3)	(20.0)	(82.6)	(8.4)	(51.4)	(17.4)	(44.3)
법인세	(5.1)	(2.4)	(3.1)	19.4	4.0	(11.3)	(3.8)	(9.7)
당기순이익	(9.5)	(1.9)	(16.8)	(102.0)	(12.5)	(40.1)	(13.6)	(34.6)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 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(%)	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	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	적자축소	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

도표 3. 두산퓨얼셀 Peer Valuation

		두산퓨얼셀	Peer 평균	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	PLUG POWER	BALLARD POWER
국가		KR		US	BT	BT	US	CA
2026-07-13		44,800		244.6	1.5	6.2	2.2	3.1
시가총액(백만달러, 십억원)		2,934.1		69,577.8	1,066.0	1,318.5	3,111.0	928.6
PSR (배)	FY24A	7.1	7.7	3.4	19.0	6.4	2.7	7.1
	FY25A	6.5	12.9	18.6	18.1	16.6	3.8	7.5
	FY26F	6.0	9.4	10.7	12.2	14.9	3.2	5.8
	FY27F	3.1	7.0	7.4	7.7	12.1	2.7	5.3
PBR (배)	FY24A	7.3	2.8	9.0	1.2	2.2	1.1	0.7
	FY25A	9.8	11.7	48.6	3.2	0.1	5.2	1.5
	FY26F	13.5	7.4	25.8	3.5	0.1	5.9	1.7
	FY27F	13.4	5.6	14.7	3.5	0.1	7.8	1.7
매출액 (백만달러, 십억원)	FY24A	411.8		1,473.9	20.8	66.3	628.8	69.7
	FY25A	454.9		1,903.2	31.1	42.6	701.3	98.2
	FY26F	491.9		3,746.2	58.4	79.7	813.3	124.5
	FY27F	934.0		6,516.0	86.8	88.8	961.5	159.8
영업이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	0.3		22.9	-47.8	-40.0	-2,019.8	-183.3
	FY25A	-103.7		72.8	-69.9	-62.8	-1,467.4	-103.5
	FY26F	-98.4		654.4	-45.7	-14.5	-337.3	-55.6
	FY27F	28.2		1,526.5	-36.1	-6.7	-192.7	-49.9
영업이익률 (%)	FY24A	0.1	-174.6	1.6	-230.2	-60.4	-321.2	-262.9
	FY25A	-22.8	-136.6	3.8	-224.8	-147.4	-209.2	-105.4
	FY26F	-20.0	-33.0	17.5	-78.3	-18.1	-41.5	-44.7
	FY27F	3.0	-15.4	23.4	-41.6	-7.5	-20.0	-31.2
순이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	-8.0		-29.2	-34.2	-36.2	-2,104.7	-324.2
	FY25A	-130.2		627.9	-37.7	-7.9	-467.6	-44.8
	FY26F	-100.7		1,340.2	-29.4	-1.1	-232.1	-39.2
	FY27F	2.1		2,150.3	-8.6	10.2	-152.2	-30.9

자료: Bloomberg, 유진투자증권

* 두산퓨얼셀은 당사 추정치

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: 유권투자증권

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
기타영업외손익	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
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	45.8	n/a	n/a	92.7	52.6
수익성(%)					
영업이익률	0.1	(22.8)	(20.0)	3.0	6.1
EBITDA이익률	4.4	(17.2)	(13.7)	6.7	9.5
순이익률	(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

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 기관투자자 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	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

