



BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(7.24) 42,800원

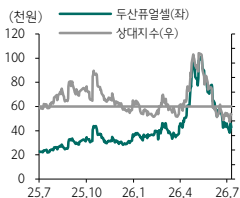
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,690.62
52주 최고/최저(원)	101,500/22,000
시가총액(십억원)	2,803.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	845.5
60일 평균 거래대금(십억원)	61.2
외국인지분율(%)	22.57
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	574.5	808.6
영업이익(십억원)	(27.9)	42.7
순이익(십억원)	(46.3)	13.1
EPS(원)	(565)	160
BPS(원)	3,934	4,091

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	411.8	454.8	529.5	618.3
영업이익	(1.7)	(105.7)	(88.8)	18.8
세전이익	(10.2)	(124.0)	(118.2)	(8.4)
순이익	(10.5)	(132.8)	(106.7)	(6.3)
EPS	(128)	(1,623)	(1,304)	(77)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(124.69)	(17.78)	(32.82)	(555.84)
PBR	2.62	6.42	13.35	13.68
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	(87.27)	73.07
ROE	(2.07)	(30.66)	(33.89)	(2.44)
BPS	6,099	4,492	3,206	3,129
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 27일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

실적 회복은 조금 더 기다려야

목표주가 70,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 70,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출 회복 시점은 하반기로 예상되며 추가적인 지연 이슈가 없다면 매출 규모는 전년대비 성장할 전망이다. 다만 CSA 교체 및 일부 고정비 등을 감안하면 하반기도 적자 흐름이 이어질 것으로 보인다. 2분기 누적 신규 수주는 37MW이고 2024년~2025년 CHPS 낙찰분 110MW 규모가 순차적으로 계약이 이뤄질 예정이다. 추가로 해외 계열사를 통한 미국 시장 판매와 셀스택 판매가 더해질 수 있다. 2026년 CHPS 입찰 물량은 125MW 규모로 전년대비 70% 수준으로 감소하지만 60% 이상 점유율은 유지할 것으로 기대된다. 2026년 기준 PBR 13.4배, PSR 5.3배이다.

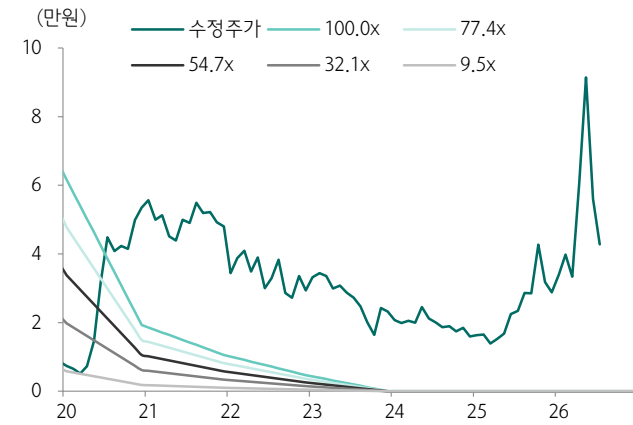
2Q26 영업이익 -504억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

2분기 매출액 443억원을 기록하며 전년대비 65.5% 감소했다. 납품 예정이던 프로젝트가 하반기로 이월되면서 주기기 매출이 크게 둔화되었다. 부문별 매출은 주기기 215억원, LTSA 228억원이다. 영업이익은 -504억원을 기록하면서 적자폭이 확대되었다. 1분기 하이창원 SOFC 납품 완료 후 수주 공백에 의한 조업도 손실에 더해 일회성 요인으로 PAFC CSA 교체 증가로 인한 손실 확대가 주요 원인이다. 2020년~2022년 설치 물량에 대한 전수 조사 결과 일부 성능 저하 스택 교체가 꾸준히 진행 중이며 하반기에도 상반기 수준의 비용이 발생할 여지가 존재한다. 해당 물량(C그룹) 이후부터는 교체 비용 이슈가 나타나지 않을 예정이다. 조업도 손실은 물량 공백으로 인한 결과이며 3분기 독일향 수주 이후 생산이 본격화되면서 빠르게 감소할 전망이다.

국내 시장 규모 감소 확인. 해외 진출 확대가 관건

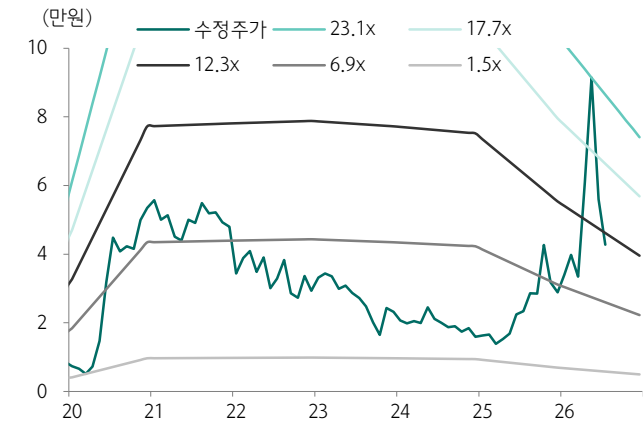
기후부는 2026년 CHPS 개설물량을 하향조정했고 2027년 이후 물량은 추가 고시 개정으로 설정할 예정이다. 기존 연간 일반수소 1,300GWh, 청정수소 3,000GWh로 입찰시장이 형성 되었지만 2026년은 일반수소 930GWh, 청정수소 500GWh로 기존 대비 감소했다. 점진적인 감축 기조가 이어질 것인지는 불확실하지만 탄소중립 정책 기조 상 확대 국면으로의 전환은 명분이 필요할 전망이다. 3대 메가프로젝트와 같이 모든 역량을 집중해야 하는 상황이 조성 된다면 일반수소의 역할이 부각될 가능성도 일부 존재한다. 3분기에 독일향 2026년~2027년 공급계약이 확인될 것으로 기대되며 북미 자회사와 현지 데이터센터 프로젝트향 PAFC 납품 여부도 조만간 가시화될 수 있을 전망이다.

도표 1. 두산퓨얼셀 12M Fwd PER 추이



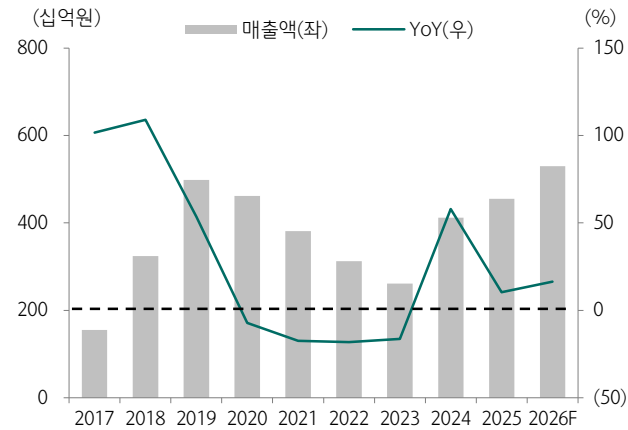
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 두산퓨얼셀 12M Fwd PBR 추이



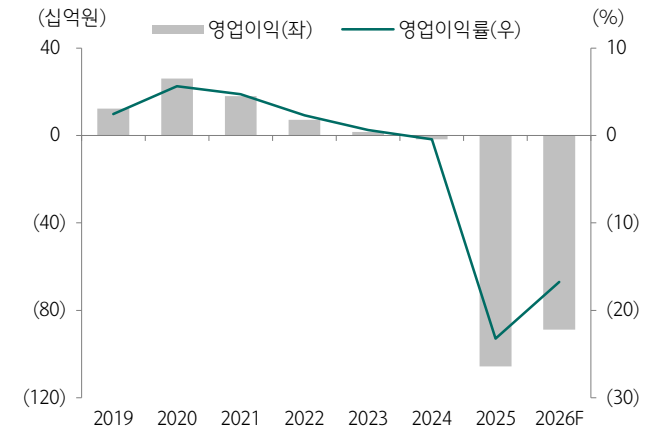
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연간 매출액 추이 및 전망



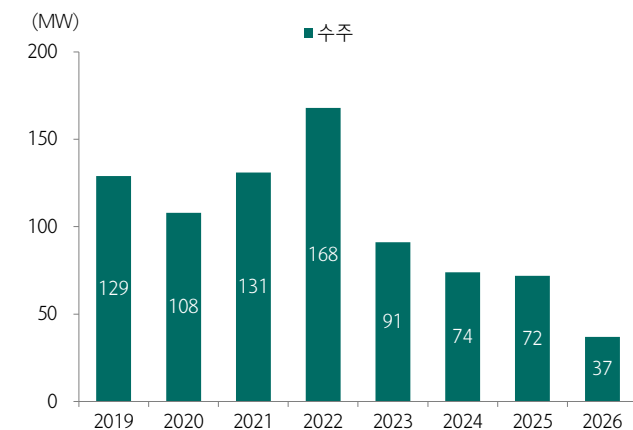
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



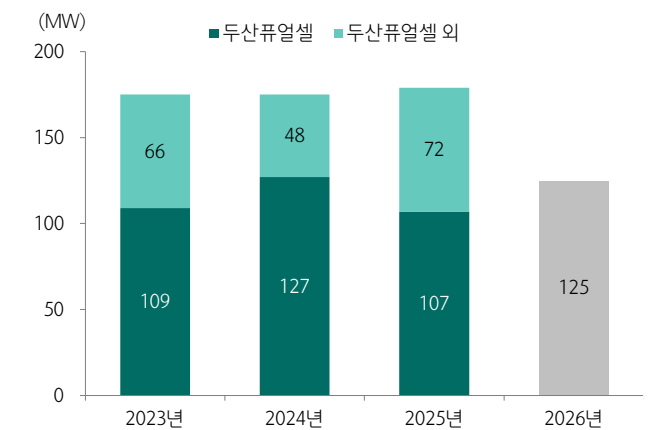
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 일반수소발전 입찰시장 결과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	411.8	454.8	529.5	618.3	711.4
매출원가	375.6	517.1	571.0	549.3	602.8
매출총이익	36.2	(62.3)	(41.5)	69.0	108.6
판매비	37.9	43.4	47.3	50.2	53.2
영업이익	(1.7)	(105.7)	(88.8)	18.8	55.4
금융손익	(11.9)	(18.6)	(31.4)	(28.7)	(26.7)
중속/관계기업손익	0.8	(0.7)	0.4	0.0	(0.1)
기타영업외손익	2.6	1.0	1.6	1.5	1.4
세전이익	(10.2)	(124.0)	(118.2)	(8.4)	30.2
법인세	0.3	8.8	(11.5)	(2.1)	7.5
계속사업이익	(10.5)	(132.8)	(106.7)	(6.3)	22.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(106.7)	(6.3)	22.6
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(10.5)	(132.8)	(106.7)	(6.3)	22.6
지배주주지분포괄이익	(12.3)	(131.4)	(105.2)	(6.3)	22.6
NOPAT	(1.8)	(113.2)	(80.1)	14.1	41.6
EBITDA	16.4	(79.8)	(48.4)	56.9	91.5
성장성(%)					
매출액증가율	57.84	10.44	16.42	16.77	15.06
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	195.04
EBITDA증가율	(3.53)	적전	적지	흑전	60.81
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	194.68
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	8.79	(13.70)	(7.84)	11.16	15.27
EBITDA이익률	3.98	(17.55)	(9.14)	9.20	12.86
영업이익률	(0.41)	(23.24)	(16.77)	3.04	7.79
계속사업이익률	(2.55)	(29.20)	(20.15)	(1.02)	3.18

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(128)	(1,623)	(1,304)	(77)	276
BPS	6,099	4,492	3,206	3,129	3,405
CFPS	961	619	(647)	797	1,244
EBITDAPS	201	(975)	(592)	696	1,118
SPS	5,031	5,557	6,470	7,554	8,693
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(124.69)	(17.78)	(32.82)	(555.84)	155.07
PBR	2.62	6.42	13.35	13.68	12.57
PCFR	16.61	46.61	(66.15)	53.70	34.41
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	(87.27)	73.07	45.47
PSR	3.17	5.19	6.62	5.67	4.92
재무비율(%)					
ROE	(2.07)	(30.66)	(33.89)	(2.44)	8.46
ROA	(0.93)	(11.17)	(8.07)	(0.45)	1.59
ROIC	(0.20)	(12.32)	(7.69)	1.32	3.99
부채비율	136.45	226.12	451.43	441.30	423.90
순부채비율	61.91	131.00	274.24	255.25	235.47
이자보상배율(배)	(0.09)	(5.64)	(2.38)	0.47	1.39

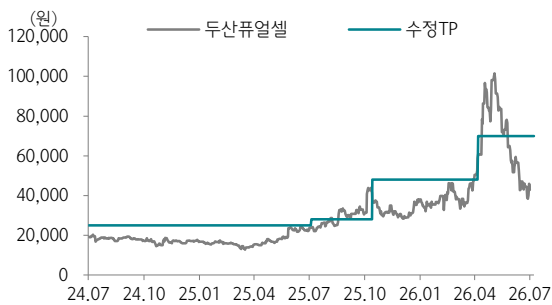
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	660.6	569.3	814.9	780.9	872.4
금융자산	149.5	67.6	45.0	110.9	108.3
현금성자산	137.6	64.8	38.2	105.1	101.6
매출채권	69.5	77.6	167.2	145.5	165.9
재고자산	380.4	373.0	520.5	452.9	516.6
기타유동자산	61.2	51.1	82.2	71.6	81.6
비유동자산	519.1	629.1	631.3	604.4	586.9
투자자산	14.4	19.7	29.1	25.3	28.9
금융자산	9.8	10.8	15.9	13.8	15.8
유형자산	334.7	374.6	360.7	343.0	327.0
무형자산	32.6	99.5	94.2	88.7	83.7
기타비유동자산	137.4	135.3	147.3	147.4	147.3
자산총계	1,179.7	1,198.4	1,446.2	1,385.3	1,459.3
유동부채	366.0	462.9	792.4	755.4	790.3
금융부채	227.5	268.1	507.2	507.2	507.2
매입채무	37.6	61.4	87.3	76.0	86.7
기타유동부채	100.9	133.4	197.9	172.2	196.4
비유동부채	314.8	368.0	391.5	374.0	390.5
금융부채	230.9	280.9	257.1	257.1	257.1
기타비유동부채	83.9	87.1	134.4	116.9	133.4
부채총계	680.8	830.9	1,183.9	1,129.4	1,180.8
지배주주지분	498.9	367.5	262.3	255.9	278.5
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	476.1	476.1	476.1	476.1	476.1
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.7	0.7	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	14.0	(117.4)	(224.1)	(230.4)	(207.8)
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	498.9	367.5	262.3	255.9	278.5
순금융부채	308.9	481.4	719.2	653.3	655.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	101.1	(56.5)	(178.0)	66.8	25.7
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(106.7)	(6.3)	22.6
조정	64.3	160.7	38.7	38.1	36.1
감가상각비	18.1	25.9	40.4	38.1	36.1
외환거래손익	(3.0)	(1.3)	1.9	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	0.7	(0.6)	0.0	0.0
기타	50.0	135.4	(3.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	47.3	(84.4)	(110.0)	35.0	(33.0)
투자활동 현금흐름	(82.7)	(102.5)	(36.6)	(10.3)	(19.4)
투자자산감소(증가)	(1.8)	(4.3)	(8.8)	3.8	(3.6)
자본증가(감소)	(68.2)	(34.3)	(25.7)	(15.0)	(15.0)
기타	(12.7)	(63.9)	(2.1)	0.9	(0.8)
재무활동 현금흐름	69.1	86.3	211.2	(0.0)	0.0
금융부채증가(감소)	74.2	90.7	215.2	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.7)	(4.4)	(4.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	87.4	(72.8)	6.2	66.8	(3.4)
Unlevered CFO	78.7	50.6	(52.9)	65.3	101.8
Free Cash Flow	32.8	(90.8)	(203.7)	51.8	10.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.4.30	BUY	70,000		
25.11.6	BUY	48,000	-24.12%	22.08%
25.7.28	BUY	28,000	5.90%	56.79%
23.11.2	BUY	25,000	-18.73%	4.80%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 7월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 7월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.14%	1.86%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 07월 24일