

두산퓨얼셀 (336260)

2Q26 Review: 고생 끝에 낙이 오리니

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.krRA 이동석
dongseok.lee@meritz.co.kr

약해진 매출 체력, 일부 프로젝트 지연으로 적자 확대

2Q26 연결 영업적자는 -504억원(적확 YoY)을 기록하며 컨센서스(-236억원)를 하회했다. 매출액(443억원)이 컨센서스(1,318억원)를 크게 하회한 것이 주요 원인이었는데, 이는 일부 프로젝트의 인도가 다음 분기로 지연되며 매출 인식이 늦어졌기 때문이다. 다만 연간 매출 전망치 변동은 제한적이다. 하반기 국내 CHPS 수주 및 매출 인식이 집중되기 때문이다. 2Q26에는 스택 교체 비용이 약 300억원 반영되며 예상 수준을 웃돌았는데, 불확실성이 있지만 하반기에도 상반기와 비슷한 비용 반영을 예상한다. 2027년부터의 비용 반영 규모는 대폭 줄어든 전망이다.

상승 경로는 정해졌다. 남은 것은 조금의 기다림

주요 주가 상승 트리거인 PAFC 미국 데이터센터 수주는 여전히 유효하다. 유통사인 HyAxiom과 고객사의 세부사항 조절을 기다리는 중이며 최종 계약 역시 임박한 것으로 보인다. 당사가 당초 기대했던 시점에서 소폭 지연되고 있으나 특별한 문제가 생긴 것은 아니다. 데이터센터는 한없이 미룰 수 있는 성격의 투자가 아니기에, 지연이 장기화될 가능성은 제한적으로 본다. 수주 이후 공급까지 리드타임은 장납기 품목까지 포함하면 약 9개월이다. SOFC 사업에서는 독일 고객사와 스택 공급 계약 주요 조건 협의를 완료한 가운데 3Q26 본계약으로 이어질 수 있을 것으로 보인다. 3Q26부터 SOFC 스택 생산에 들어간다.

경쟁사의 공급망 리스크는 동사에게는 기회

최근 Bloom Energy는 스칸듐 수급, 가스 파이프라인 연결 지연 등 공급 측 문제가 불거지면서 주가가 하락했는데, 이는 경쟁사인 동사 입장에서 중립적인 이슈이거나 오히려 기회다. 그럼에도 주가가 동반 하락했다는 사실은 비합리적으로 느껴지며, 다르게 보면 투자 기회다. 한편, 7월 10일 만기 도래한 회사채는 상환을 완료했다. 당장의 추가 자금 조달은 계획하고 있지 않으나 수주 상황에 따라 필요해질 수 있다. 투자 의견 Buy, 적정주가 76,000원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 7. 27

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	76,000원
현재주가 (7.24)	42,800원
상승여력	77.6%

표1 두산퓨얼셀 2Q26P Review 테이블

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	44.3	128.5	-65.5	144.8	-69.4	91.5	-51.6	131.8	-66.4
영업이익	-50.4	-1.9	적확	-1.3	적확	-20.2	적확	-23.6	적확
세전이익	-57.8	-5.0	적확	-9.1	적확	-24.7	적확	-28.4	적확
순이익	-54.9	-2.6	적확	-13.2	적확	-18.8	적확	-24.0	적확
영업이익률(%)	-113.8	-1.5		-0.9		-22.1		-17.9	
세전이익률(%)	-130.5	-3.9		-6.3		-27.0		-21.6	
순이익률(%)	-123.9	-2.0		-9.1		-20.5		-18.2	

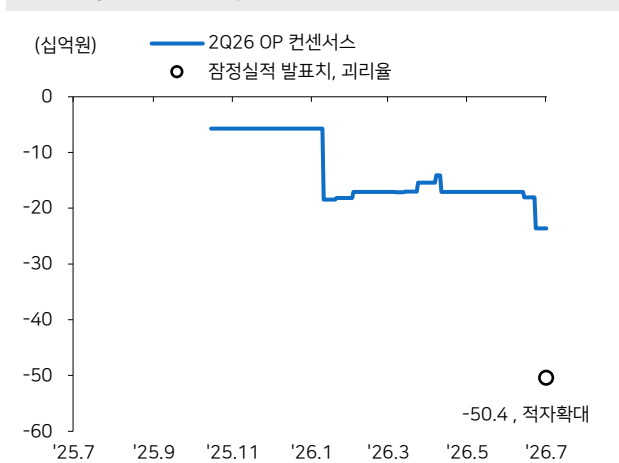
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	512.0	519.3	-1.4	1,053.4	1,022.9	3.0
영업이익	-77.3	-36.5	적확	94.9	93.4	1.6
세전이익	-105.6	-58.3	적확	59.6	69.0	-13.6
순이익	-97.5	-50.6	적확	45.3	52.4	-13.6
영업이익률(%)	-15.1	-7.0		9.0	9.1	
세전이익률(%)	-20.6	-11.2		5.7	6.7	
순이익률(%)	-19.0	-9.7		4.3	5.1	

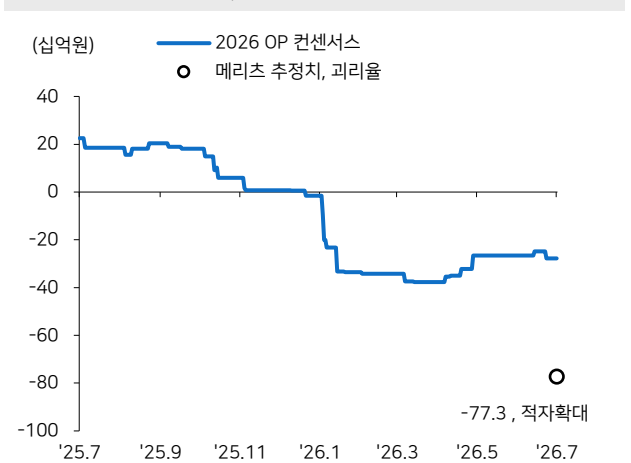
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 적자 확대



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 적자지속 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
주요 가정												
수주(MW)	9.7	21.1	38.3	2.9	12.3	24.7	140.0	60.0	73.9	72.0	237.0	280.0
수주잔고(십억원)	2,450.0	2,045.6	2,164.0	2,032.6	1,899.2	2,015.5	2,440.4	2,562.6	2,530.6	2,032.6	2,562.6	2,694.3
실적 전망												
매출	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	44.3	130.1	192.7	411.8	454.8	512.0	1,053.4
매출액 성장률(% YoY)	214.8	48.5	183.6	-48.1	45.2	-65.5	43.3	42.0	57.8	10.4	12.6	105.7
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	113.5	121.6	21.5	103.3	164.3	292.1	359.0	410.6	932.1
LTSA	24.8	26.2	22.6	22.3	23.3	22.8	26.8	28.4	119.8	95.9	101.3	121.3
LTSA 비중(%)	24.9	20.4	24.9	16.4	16.1	51.5	20.6	14.7	29.1	21.1	19.8	11.5
매출원가	99.7	119.6	96.7	201.1	134.4	84.8	140.8	184.0	375.6	517.1	544.0	905.4
판관비	11.6	10.8	9.7	11.3	11.7	9.9	11.2	12.4	37.9	43.4	45.2	53.2
영업이익	-11.5	-1.9	-15.6	-76.6	-1.3	-50.4	-21.9	-3.6	-1.7	-105.7	-77.3	94.9
영업이익률(%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.4	-0.9	-113.8	-16.9	-1.9	-0.4	-23.2	-15.1	9.0
금융손익	-3.8	-4.3	-4.3	-6.2	-9.1	-4.5	-4.5	-5.3	-11.9	-18.6	-26.9	-35.5
기타손익	0.0	0.9	-0.2	0.3	0.6	0.2	0.1	0.1	2.6	1.0	1.0	0.3
종속, 지배, 관계 손익	0.1	0.3	-0.6	-0.6	0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.8	-0.7	0.5	0.0
세전이익	-15.2	-5.0	-20.6	-83.2	-9.1	-57.8	-26.3	-8.7	-10.2	-124.0	-105.6	59.6
법인세비용	-5.1	-2.4	-3.1	19.4	4.0	-2.9	-6.3	-2.1	0.3	8.8	-8.1	14.3
법인세율(%)	33.6	48.0	15.1	-23.3	-44.1	5.0	24.0	24.0	-2.5	-7.1	7.7	24.0
당기순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-13.2	-54.9	-20.0	-6.6	-10.5	-132.8	-97.5	45.3
순이익률(%)	-10.1	-2.0	-19.3	-75.6	-9.1	-123.9	-15.4	-3.4	-2.5	-29.2	-19.0	4.3

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

두산퓨얼셀 (336260)

KOSPI	6,690.62pt
시가총액	28,031억원
발행주식수	6,549만주
유동주식비율	61.57%
외국인비중	22.23%
52주 최고/최저가	101,500원/22,000원
평균거래대금	612.1억원

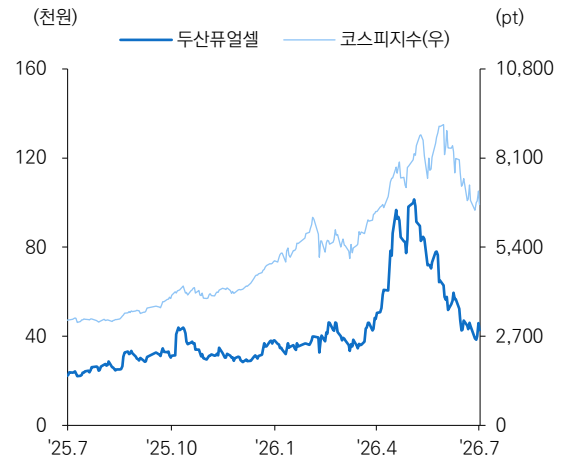
주요주주(%)

두산에너지빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-24.1	12.3	89.0
상대주가	-3.9	-16.2	-9.9

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	2.62	87.8	-2.1	136.5
2025	454.8	-105.7	-132.8	-2,028	1,167.9	4,490	-14.2	6.43	-31.3	-30.7	226.1
2026E	512.0	-77.3	-97.5	-1,487	-26.7	3,319	-28.8	12.90	-105.6	-30.5	317.9
2027E	1,053.4	94.9	45.3	692	-146.6	3,872	61.8	11.05	29.3	15.4	327.3
2028E	1,217.1	113.3	59.1	902	30.3	4,594	47.5	9.32	26.3	17.0	261.8

두산퓨얼셀 (336260)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	411.8	454.8	512.0	1,053.4	1,217.1
매출액증가율(%)	57.8	10.4	12.6	105.7	15.5
매출원가	375.6	517.1	544.0	905.4	1,044.7
매출총이익	36.2	-62.3	-32.0	148.0	172.3
판매관리비	37.9	43.4	45.2	53.2	59.0
영업이익	-1.7	-105.7	-77.3	94.9	113.3
영업이익률(%)	-0.4	-23.2	-15.1	9.0	9.3
금융손익	-11.9	-18.6	-26.9	-35.5	-35.8
종속/관계기업손익	0.8	-0.7	0.5	-0.0	0.1
기타영업외손익	2.6	1.0	-1.9	0.3	0.1
세전계속사업이익	-10.2	-124.0	-105.6	59.6	77.7
법인세비용	0.3	8.8	-8.1	14.3	18.7
당기순이익	-10.5	-132.8	-97.5	45.3	59.1
지배주주지분 순이익	-10.5	-132.8	-97.5	45.3	59.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	101.1	-56.5	-329.7	-189.6	-10.1
당기순이익(손실)	-10.5	-132.8	-97.4	45.3	59.1
유형자산상각비	15.3	21.0	36.9	36.0	34.1
무형자산상각비	2.8	4.9	4.9	4.3	4.0
운전자본의 증감	47.3	-84.4	-272.4	-275.1	-107.3
투자활동 현금흐름	-82.7	-102.5	-28.2	-23.2	-16.6
유형자산의증가(CAPEX)	-68.3	-34.3	-48.7	-19.0	-15.2
투자자산의감소(증가)	-1.9	-5.7	15.9	-4.2	-1.4
재무활동 현금흐름	69.1	86.3	48.8	146.2	-109.8
차입금의 증감	74.2	90.7	52.8	146.2	-109.8
자본의 증가	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	87.4	-72.8	-309.1	-66.5	-136.5
기초현금	50.2	137.6	64.8	-244.3	-310.9
기말현금	137.6	64.8	-244.3	-310.9	-447.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	660.6	569.4	506.7	743.2	770.6
현금및현금성자산	137.6	64.8	-244.3	-310.9	-447.3
매출채권	69.5	77.6	189.2	269.3	306.8
재고자산	380.4	373.0	498.5	709.7	808.5
비유동자산	519.1	629.1	628.3	611.2	589.7
유형자산	334.7	374.6	381.3	364.3	345.4
무형자산	32.6	99.5	95.2	91.0	86.9
투자자산	14.4	19.7	4.4	8.6	10.0
자산총계	1,179.7	1,198.4	1,135.0	1,354.3	1,360.3
유동부채	366.0	462.9	512.1	537.7	486.1
매입채무	37.6	61.4	25.0	51.9	107.6
단기차입금	100.0	76.0	375.0	372.0	263.0
유동성장기부채	127.5	192.1	-28.8	-27.7	-26.6
비유동부채	314.8	368.0	351.2	499.7	498.2
사채	147.7	157.3	149.1	299.1	299.1
장기차입금	60.0	56.7	49.3	47.4	45.5
부채총계	680.8	830.9	863.4	1,037.4	984.3
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	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	14.0	-117.4	-214.7	-169.4	-110.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	498.9	367.5	271.6	316.9	376.0

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	6,287	6,944	7,817	16,084	18,583
EPS(지배주주)	-160	-2,028	-1,487	692	902
CFPS	1,202	773	-694	2,048	2,296
EBITDAPS	251	-1,218	-542	2,063	2,312
BPS	6,096	4,490	3,319	3,872	4,594
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-99.8	-14.2	-28.8	61.8	47.5
PCR	13.3	37.3	-61.7	20.9	18.6
PSR	2.5	4.2	5.5	2.7	2.3
PBR	2.62	6.43	12.90	11.05	9.32
EBITDA(십억원)	16.4	-79.8	-35.5	135.1	151.4
EV/EBITDA	87.8	-31.3	-105.6	29.3	26.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-30.7	-30.5	15.4	17.0
EBITDA 이익률	4.0	-17.5	-6.9	12.8	12.4
부채비율	136.5	226.1	317.9	327.3	261.8
금융비용부담률	4.9	4.1	4.8	2.6	2.4
이자보상배율(x)	-0.1	-5.6	-3.1	3.4	3.9
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	3.8	4.6	4.2
재고자산회전율(x)	1.0	1.2	1.2	1.7	1.6

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	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산퓨얼셀 (336260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.05.31	산업분석	Buy	32,000	문경원	-37.9	-23.4	
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	16.1	56.2	
2026.07.07	기업브리프	Buy	76,000	문경원	-	-	