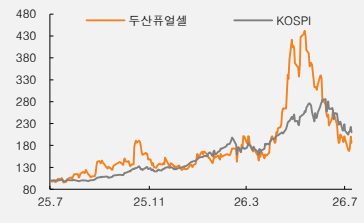


투자의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 42,000원
현재주가(26/7/24)	42,800원
상승여력	-1.9%

영업이익(26F,십억원)	-35
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-98
EPS 성장률(26F,%)	적지
MKT EPS 성장률(26F,%)	260.0
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	7.3
KOSPI	6,690.62
시가총액(십억원)	2,803
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.6
외국인 보유비중(%)	22.6
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	22,000
52주 최고가(원)	101,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-24.1	12.3	89.0
상대주가	-3.9	-16.2	-9.9



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

두산퓨얼셀

장기 경쟁력 증명이 필요

2Q26 Review: 납품 지연과, 비용 부담의 이중고

두산퓨얼셀의 2026년 2분기 별도 기준 매출액은 443억 원으로 전 분기 대비 69.4% 급감하며 시장의 기대를 하회했다. 영업손실은 504억 원을 기록하며 적자 폭이 확대되었다. 2Q26 예정되었던 주기기 납품 물량이 하반기로 이월되면서 매출 감소가 나타났다. 원가 측면에서는 1) 하이창원 프로젝트 이후 발생한 수주 공백으로 인한 약 100억 원의 SOFC 조업도 손실과 2) LTSA(장기유지보수계약) 품질 대응을 위한 약 300억 원 규모의 CSA(셀스택 어셈블리) 교체 비용이 반영되었다.

미국 PAFC 수익성과 SOFC 사업성 확인 필요

하반기에는 이월된 물량과 이미 확보된 CHPS(수소발전 입찰시장) 낙찰분 인식이 집중되면서 매출 반등이 예상된다. 다만, 수익성 측면에서는 CSA 교체 비용이 하반기에도 상반기와 유사한 규모로 발생할 예정으로 단기적인 이익 개선 폭은 제한적일 전망이다. 다만, CSA 교체 작업이 그룹 C 물량(현재 2020~2022년 설치분)을 끝으로 마무리될 전망이며, 비용 인식도 연내 상당 부분 마무리될 예정이라는 점이다.

향후 관건은 미국 PAFC 신규 수주와 SOFC 사업 수익성이다. 다만, 하이엑시움을 판매법인으로 두고 있는 미국 사업의 특징상 최종 수익성에 대한 확인은 추가적으로 필요하다. SOFC는 아직 하이창원 납품 물량의 상업운전이 9월 시작된 이후 제품 경쟁력을 서서히 확인할 수 있을 것으로 보인다. 현재 SOFC 사업은 스택 납품으로 이루어지고 있어 여전히 시스템 납품과 성공적인 가동이 증명될 필요가 있다.

목표주가 42,000원으로 상향하나 중립 의견 유지

두산퓨얼셀에 대한 목표주가를 기존 35,000원에서 42,000원(EV/Sales 9배 유지)으로 상향조정하나 중립의견을 유지한다. 동사에 대한 주가는 미국 AI 데이터센터향 주기기 납품 기대감으로 상승하기도 했으나, 수주 지연, 실적 우려로 다시 하락한 바 있다. 동사의 미국 시장 진출은 긍정적이나 지속적인 수주 경쟁력을 위해서는 효율성이 높은 SOFC의 경쟁력 확인이 필요하다. 목표 수율 90%에 도달한 이후 SOFC 스택 판매가 본격화되면 수익성 개선 뿐 아니라 장기 수출 경쟁력도 크게 개선될 전망이다. 다만, CSA 교체 비용 부담이 일단락되고 수익성이 턴어라운드 하는 2026년 말까지 적극적인 매수 시점을 연기할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	412	455	489	682	620
영업이익 (십억원)	0	-104	-35	52	57
영업이익률 (%)	0.0	-22.9	-7.2	7.6	9.2
순이익 (십억원)	-8	-130	-65	7	37
EPS (원)	-98	-1,591	-793	84	456
ROE (%)	-1.6	-29.7	-19.0	2.2	11.1
P/E (배)	-	-	-	512.3	93.8
P/B (배)	2.6	6.3	11.3	11.0	9.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q26 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	128	145	44	22	43	-65.6	-69.4
영업이익	-1	-1	-50	-4	-45	적지	적지
영업이익률 (%)	-1.1	-0.5	-113.0	-19.5	-105.6	적지	적지
세전이익	-4	-8	-58	-9	-51	적지	적지
순이익	-2	-12	-55	-8	-40	적지	적지

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	530	678	489	682	-7.8	0.5	수주 지연, 매출 이월 반영 CSA 교체 비용, SOFC 관련 고정비
영업이익	11	50	-35	52	적전	3.1	
세전이익	-6	23	-65	6	적지	-75.7	
순이익	-4	17	-65	7	적지	-59.5	
EPS (원)	-47	206	-793	84	적지	-59.5	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	100	128	91	136	145	44	69	231	455	489	682
영업이익	-11	-1	-15	-76	-1	-50	-3	19	-104	-35	52
세전이익	-15	-4	-20	-83	-8	-58	-9	10	-121	-65	6
순이익(지배)	-9	-2	-17	-102	-12	-55	-10	13	-130	-65	7
영업이익률 (%)	-11.1	-1.1	-16.7	-56.1	-0.5	-113.0	-4.1	8.1	-22.8	-7.2	7.6
세전순이익률 (%)	-14.6	-3.3	-22.0	-60.8	-5.8	-130.6	-13.1	4.5	-26.7	-13.2	0.8
순이익률 (지배, %)	-9.5	-1.5	-18.6	-75.1	-8.6	-124.0	-14.7	5.4	-28.6	-13.3	1.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

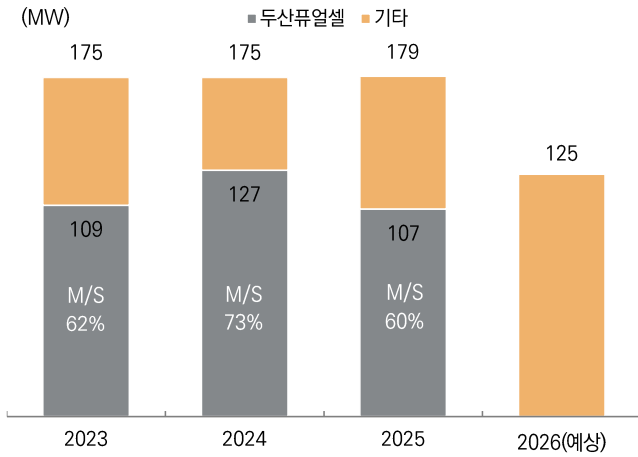
표 4. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명		티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
연료전지 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	2,793	552	814	-41	40	-16.2	3.5	5.1	3.4	269.6	40.4	5.9	2.8
	플러그 파워	PLUG US	4,482	1,201	1,420	-499	-285	-60.1	-48.3	3.8	3.2	-	-	4.5	2.8
	블룸 에너지	BE US	90,667	5,537	9,652	1,031	2,239	45.8	51.4	16.5	9.5	81.9	38.1	16.6	4.1
	발라드 파워	BLDP US	1,318	185	238	-80	-72	-8.5	-7.5	7.2	5.6	-	-	3.2	0.7
	세레스 파워	CWR LN	1,673	119	132	-18	-8	-3.8	0.5	14.4	12.9	-	-	13.0	1.6
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	2,677	243	379	-199	-116	-12.9	-10.5	11.1	7.1	-	-	10.3	0.9
	PowerCell	PCELL SS	179	44	66	-16	-6	-31.1	-10.6	4.1	2.8	-	-	4.2	4.1
	평균		2,462	14,827	1,126	1,815	25	256	-12.4	-3.1	8.9	6.4	175.8	39.2	8.2

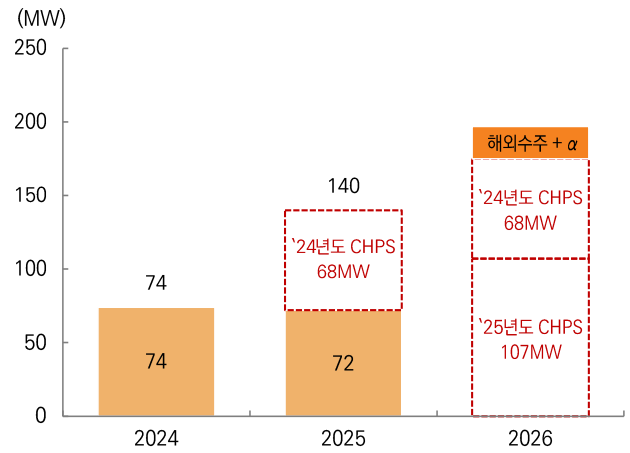
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 일반수소발전 입찰시장



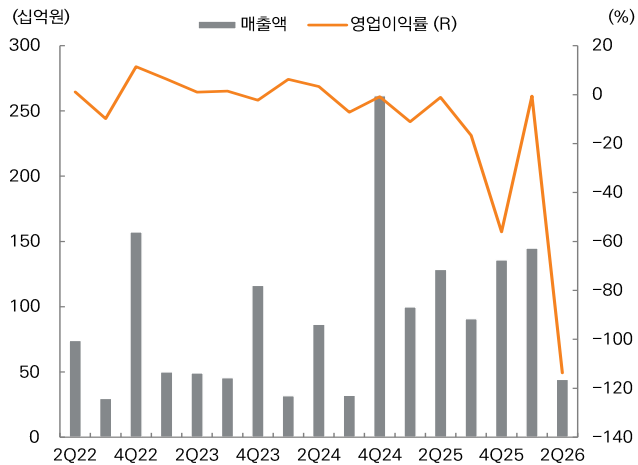
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산퓨얼셀 수주 실적 및 전망



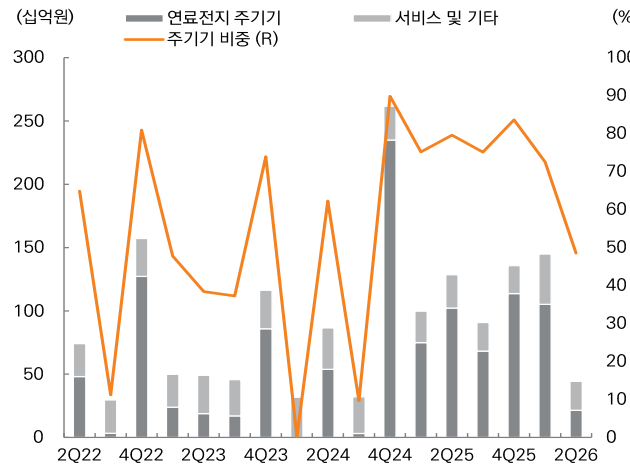
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기별 매출액 및 영업이익률



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 분기별 주기가·서비스 매출 및 주기가 비중



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2025년 일반 및 청정수소발전 입찰시장 개요

구분		일반수소	청정수소
개설물량		1,300GWh	3,000GWh
대상설비		연료전지	수소 전소 또는 혼소 발전설비 (LNG-수소, 석탄-암모니아, 연료전지 등)
활용연료		청정/개질/부생수소	청정수소 (수소생산 1kg 당 온실가스 배출량 4kg 이하인 수소)
기준 혼소율		-	열량 기준 20% 이상
구분		일반수소	청정수소
평가기준	가격 (60%)	발전단가	발전단가
	비가격 (40%)	산업·경제 기여도, 분산전원 특성, 계통수용성 등	청정수소 등급, 연료도입의 안정성 등
정산방식		입찰가격과 전력시장가격 간 차액정산	입찰가격과 전력시장가격 간 차액정산
계약기간		준비기간 2년, 거래기간 20년 - 전력계약 체결 후 2년 내 상업운전 미개시 시 페널티	준비기간 3년, 거래기간 15년 - 전력계약 체결 후 3년 내 상업운전 미개시 시 페널티

자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	455	489	682	620
매출원가	517	482	586	517
매출총이익	-62	7	96	103
판매비와관리비	41	42	44	46
조정영업이익	-104	-35	52	57
영업이익	-104	-35	52	57
비영업손익	-17	-30	-46	-25
금융손익	-16	-28	-46	-25
관계기업등 투자손익	-1	1	0	0
세전계속사업손익	-121	-65	6	32
계속사업법인세비용	9	0	-1	-5
계속사업이익	-130	-65	7	37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-130	-65	7	37
지배주주	-130	-65	7	37
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-129	-63	7	37
지배주주	-129	-63	7	37
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-78	4	90	101
FCF	-88	-214	116	-57
EBITDA 마진율 (%)	-17.1	0.8	13.2	16.3
영업이익률 (%)	-22.9	-7.2	7.6	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-28.6	-13.3	1.0	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	580	1,004	1,375	1,486
현금 및 현금성자산	64	107	249	118
매출채권 및 기타채권	82	139	236	287
재고자산	372	652	712	865
기타유동자산	62	106	178	216
비유동자산	622	609	635	688
관계기업투자등	9	16	27	33
유형자산	372	344	361	402
무형자산	95	89	84	79
자산총계	1,202	1,613	2,011	2,174
유동부채	462	840	1,128	1,415
매입채무 및 기타채무	80	137	232	281
단기금융부채	268	509	567	733
기타유동부채	114	194	329	401
비유동부채	366	463	566	405
장기금융부채	279	315	315	100
기타비유동부채	87	148	251	305
부채총계	828	1,303	1,693	1,819
지배주주지분	374	310	317	355
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	-112	-177	-170	-133
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	374	310	317	355

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-54	-204	166	23
당기순이익	-130	-65	7	37
비현금수익비용가감	182	61	83	64
유형자산감가상각비	20	34	33	39
무형자산상각비	5	6	5	5
기타	157	21	45	20
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-83	-176	121	-59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-54	-92	-48
재고자산 감소(증가)	-33	-256	-59	-153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	43	73	38
법인세납부	0	4	1	5
투자활동으로 인한 현금흐름	-103	-21	-71	-100
유형자산처분(취득)	-34	-11	-50	-80
무형자산감소(증가)	-70	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-13	-21	-11
기타투자활동	-5	3	0	-9
재무활동으로 인한 현금흐름	87	274	58	-49
장단기금융부채의 증가(감소)	90	278	58	-49
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-4	0	0
현금의 증가	-70	43	142	-131
기초현금	134	64	107	249
기말현금	64	107	249	118

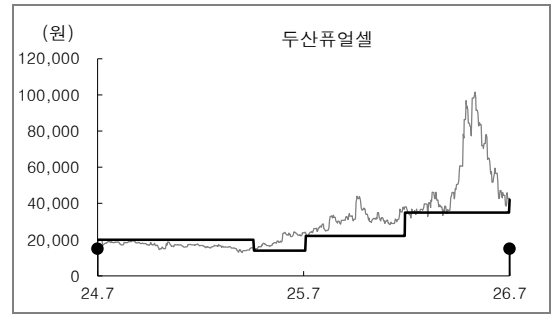
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	-	512.3	93.8
P/CF (x)	45.5	-	39.1	34.6
P/B (x)	6.3	11.3	11.0	9.9
EV/EBITDA (x)	-	801.9	38.9	35.1
EPS (원)	-1,591	-793	84	456
CFPS (원)	634	-51	1,096	1,238
BPS (원)	4,570	3,795	3,879	4,335
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.4	7.5	39.5	-9.1
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	1,905.2	12.9
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	10.8
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	446.4
매출채권 회전율 (회)	6.2	4.7	3.8	2.5
재고자산 회전율 (회)	1.2	1.0	1.0	0.8
매입채무 회전율 (회)	10.5	5.8	4.2	2.6
ROA (%)	-10.9	-4.6	0.4	1.8
ROE (%)	-29.7	-19.0	2.2	11.1
ROIC (%)	-11.9	-2.8	4.8	4.5
부채비율 (%)	221.5	419.7	533.8	513.1
유동비율 (%)	125.5	119.6	122.0	105.1
순차입금/자기자본 (%)	124.9	222.8	186.0	187.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.6	-1.1	1.0	2.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2026.07.27	중립	42,000	-	-
2026.01.23	중립	35,000	51.64	190.00
2025.07.31	중립	22,000	41.43	99.55
2025.04.30	중립	14,000	43.93	73.57
2024.05.02	중립	20,000	-10.22	31.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.