

# 두산퓨얼셀 (336260)

## 돌격 나팔에 움츠러들지 마라

유틸리티/건설

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

### 불과 한달 만에 내수 업체에서 수출 업체로 변모

동사는 9월 2일 HyAxiom(주)두산 자회사. 연료전지 유통 및 유지보수 담당) 향으로 5,014억원의 수주(약 100MW 중반대로 추측)를 공시했다. 미국 데이터센터 On-site 발전용 PAFC 시스템을 공급하는 계약이며, 고객사는 공개되지 않았다. 2Q27부터 본격적으로 공급이 이뤄질 것으로 예상된다. 당사가 강조했던 데이터센터 공급의 첫 발을 떼었다는 측면에서 큰 의미가 있다. 이에 더해 8월 초 유럽향 SOFC 스택 계약 1,000억원을 포함하면 2026년 예상 매출액보다 더 많은 수출 수주잔고(약 6,000억원)를 확보한 셈이다.

Meritz Research 2026. 9. 2

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

|             |         |
|-------------|---------|
| 적정주가 (12개월) | 76,000원 |
| 현재주가 (9.2)  | 38,700원 |
| 상승여력        | 96.4%   |

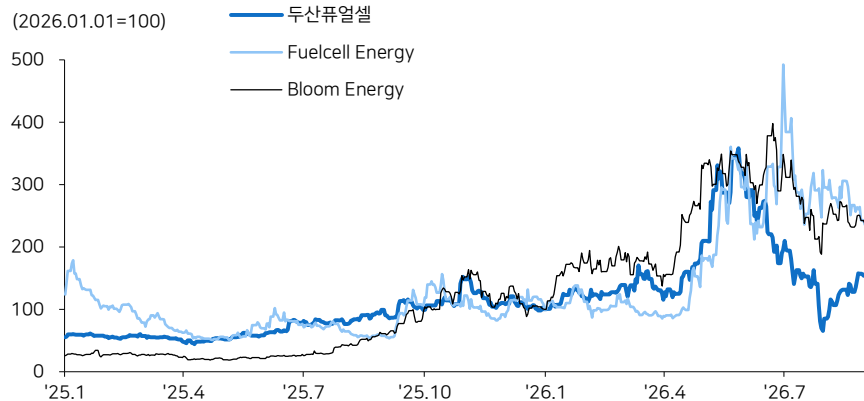
### 추가 수주 기대감 가질 때. 한 번이 어렵지 두 번부터는 수월해진다

향후 추가적인 상승을 위해 필요한 것은 크게 세 가지다. 1)후속 수주를 통한 수주의 연속성 확인, 2)CAPA 증설을 통한 매출액의 상방 확대, 3)실적 개선. 우선, PAFC 후속 수주 상황은 긍정적이다. 그간 이미 다수의 데이터센터 고객들과 협의해왔으며, 금번 계약을 통해 '참고 템플릿'이 생긴 만큼 협상 속도가 빨라질 전망이다. 일정 상의 불확실성이 아직 남아있지만, AI데이터센터 투자의 시급성을 감안할 때 연내 후속 수주 가능성을 높게 평가한다. 생산능력 증대는 유류 라인 재가동 및 인력 채용을 통해 이뤄지고 있으며, PAFC 기준 현 275MW에서 연말 350MW로 확대된다. 그 이상의 신규 설비 투자 여부는 후속 수주 규모에 따라 결정될 것이다. 매출액 상방을 열어주는 큰 이벤트다(물론, 증설이 결정된다면 자금 조달 필요성도 증가할 것이다). 한편, SOFC는 당장 후속 수주와 증설을 고려할 때는 아니나, 미국 및 유럽 향으로 수출 논의가 지속되고 있어 긍정적인 플러스 알파가 될 수 있다. 실적은 2026년까지 적자가 불가피하나, 2027년 하반기부터는 매출 상승에 따른 고정비 효과와 CSA 교체 비용 안정화에 따른 흑자 전환이 예상된다.

### 2027E 매출 컨센 대비 +52% 전망. 멀티플 리레이팅도 동반

2026년 8월 5일 유럽향 SOFC 스택 수출, 9월 2일 미국향 PAFC 수출 계약 모두 2027년 내에 매출 인식이 상당 부분 이뤄진다. 따라서 매출액 전망치 대폭 상향이 필요하다. 당사의 2027E 매출 전망 1.11조원(+118% YoY)은 컨센서스(7,309억원) 대비 52% 높다. 이를 기반으로 한 2027E EV/Sales는 2.9배인데, 글로벌 Peer인 Bloom Energy가 9배, Fuelcell Energy가 5배에 거래되는 점을 봤을 때 멀티플 상향이 필요하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 76,000원을 유지한다.

그림1 연료전지 제조 3사 주가 추이



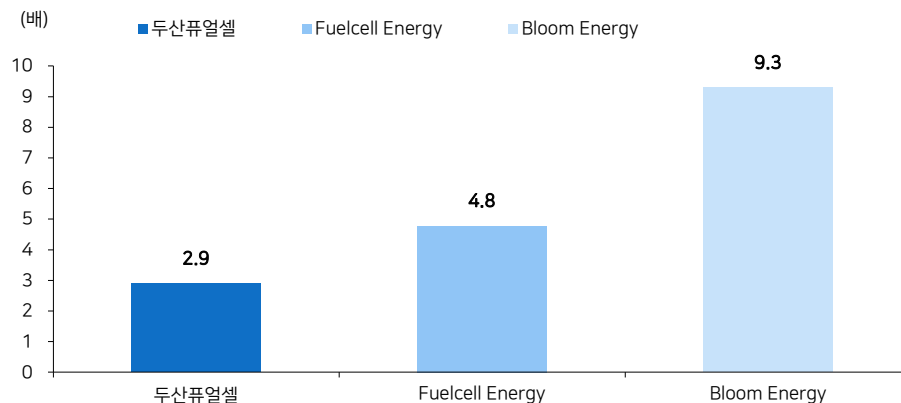
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 연료전지 기술 비교

| 종류/특징                     | 고온형 연료전지          |                         | 저온형 연료전지            |                           |
|---------------------------|-------------------|-------------------------|---------------------|---------------------------|
|                           | 용융탄산염 연료전지 (MCFC) | 고체산화물 연료전지 (SOFC)       | 인산염 연료전지 (PAFC)     | 고분자전해질막 연료전지 (PEMFC)      |
| 작동온도                      | 550~700℃          | 500~1000℃               | 150~250℃            | 50~100℃                   |
| 주 촉매                      | 니켈/니켈산화물          | 페로브스카이트/cermet          | 백금                  | 백금                        |
| 외부 개질기 필요성                | No                | No                      | Yes                 | Yes                       |
| 출력밀도(mW/cm <sup>2</sup> ) | 100~300           | 250~350                 | 150~300             | 300~1,200                 |
| 전력 효율(%LHV)               | 45~55             | 40~60                   | 40~45               | 40~60                     |
| 주용도                       | 대규모발전, 중소 산업 설비   | 대규모발전, 중소 산업 설비         | 대규모발전, 중소 산업 설비     | 수송용 전원, 휴대용 전원            |
| 특징                        | 내부개질 가능, 열병합대응 가능 | 발전효율 높음, 내부개질 가능        | 반응 속도 빠름, 열병합 대응 가능 | 반응 속도 빠름, 고출력밀도           |
| 과제                        | 재료부식, 용융염취산       | 고온열화, 열파괴               | 재료부식, 인산유출          | 고온운전 불가능, 고가의 촉매 및 전해질    |
| 주요 업체                     | Fuelcell Energy   | Bloom Energy, Ceres, 미코 | 두산퓨얼셀               | Plug Power, Ballard Power |

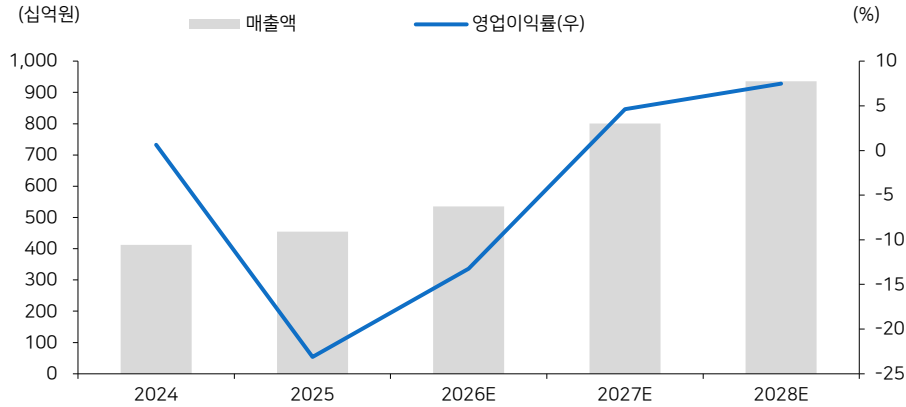
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 연료전지 제조 3사 2027E EV/SALES 비교



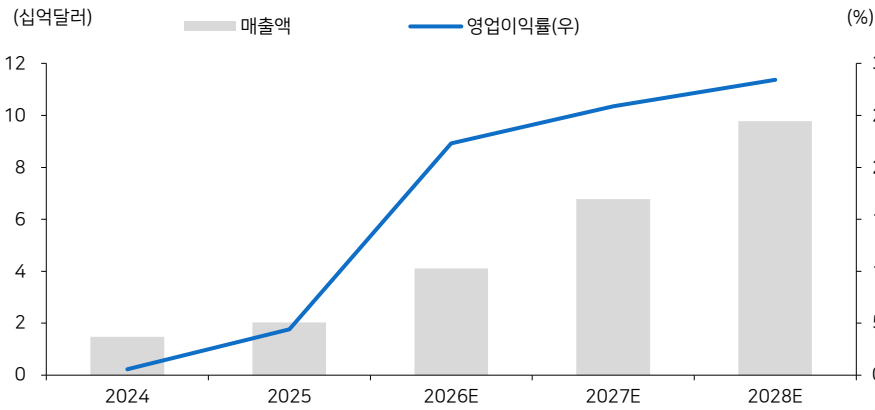
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산퓨얼셀 매출액, 영업이익률 컨센서스: 대폭 상향 필요



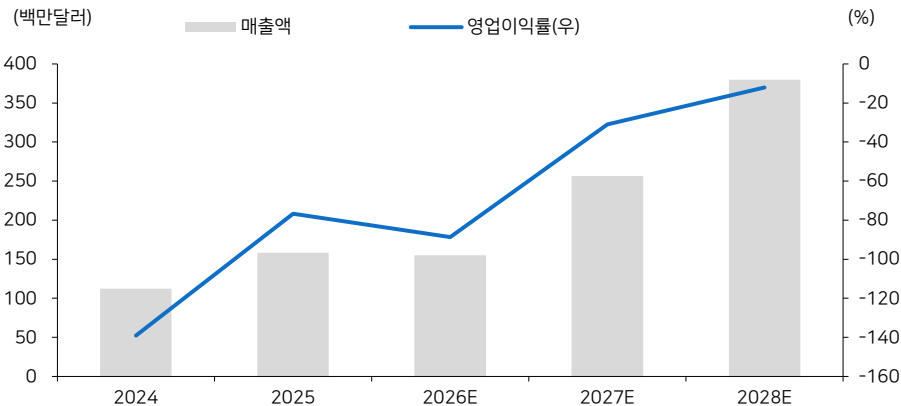
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Bloom Energy 매출액, 영업이익률 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Fuelcell Energy 매출액, 영업이익률 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 추이 및 전망

| (십억원)          | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25          | 1Q26         | 2Q26         | 3Q26E        | 4Q26E        | 2024         | 2025          | 2026E         | 2027E          |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>주요 가정</b>   |              |              |              |               |              |              |              |              |              |               |               |                |
| 수주(MW)         | 9.7          | 21.1         | 38.3         | 2.9           | 12.3         | 24.7         | 230.0        | 100.0        | 73.9         | 72.0          | 367.0         | 410.0          |
| 수주잔고(십억원)      | 2,450.0      | 2,045.6      | 2,164.0      | 2,032.6       | 1,899.2      | 2,051.0      | 2,714.0      | 2,984.1      | 2,530.6      | 2,032.6       | 2,984.1       | 3,510.2        |
| <b>실적 전망</b>   |              |              |              |               |              |              |              |              |              |               |               |                |
| <b>매출</b>      | <b>99.7</b>  | <b>128.5</b> | <b>90.8</b>  | <b>135.8</b>  | <b>144.8</b> | <b>44.3</b>  | <b>136.0</b> | <b>184.9</b> | <b>411.8</b> | <b>454.8</b>  | <b>510.0</b>  | <b>1,113.9</b> |
| 매출액 성장률(% YoY) | 214.8        | 48.5         | 183.6        | -48.1         | 45.2         | -65.5        | 49.7         | 36.2         | 57.8         | 10.4          | 12.1          | 118.4          |
| 연료전지 주기기       | 75.0         | 102.3        | 68.2         | 113.5         | 121.6        | 21.5         | 111.9        | 159.8        | 292.1        | 359.0         | 414.7         | 1,006.1        |
| LTSA           | 24.8         | 26.2         | 22.6         | 22.3          | 23.3         | 22.8         | 24.1         | 25.1         | 119.8        | 95.9          | 95.3          | 107.8          |
| LTSA 비중(%)     | 24.9         | 20.4         | 24.9         | 16.4          | 16.1         | 51.5         | 17.7         | 13.6         | 29.1         | 21.1          | 18.7          | 9.7            |
| 매출원가           | 99.7         | 119.6        | 96.7         | 201.1         | 134.4        | 84.8         | 151.0        | 187.2        | 375.6        | 517.1         | 557.5         | 1,014.4        |
| 판관비            | 11.6         | 10.8         | 9.7          | 11.3          | 11.7         | 10.3         | 11.2         | 12.4         | 37.9         | 43.4          | 45.6          | 62.3           |
| <b>영업이익</b>    | <b>-11.5</b> | <b>-1.9</b>  | <b>-15.6</b> | <b>-76.6</b>  | <b>-1.3</b>  | <b>-50.9</b> | <b>-26.2</b> | <b>-14.7</b> | <b>-1.7</b>  | <b>-105.7</b> | <b>-93.1</b>  | <b>37.2</b>    |
| 영업이익률(%)       | -11.6        | -1.5         | -17.2        | -56.4         | -0.9         | -115.0       | -19.3        | -8.0         | -0.4         | -23.2         | -18.3         | 3.3            |
| 금융손익           | -3.8         | -4.3         | -4.3         | -6.2          | -9.1         | -7.7         | -6.0         | -8.3         | -11.9        | -18.6         | -31.0         | -41.9          |
| 기타손익           | 0.0          | 0.9          | -0.2         | 0.3           | 0.6          | 0.0          | 0.1          | 0.1          | 2.6          | 1.0           | 0.8           | 0.2            |
| 총속, 지배, 관계 손익  | 0.1          | 0.3          | -0.6         | -0.6          | 0.6          | 0.1          | 0.0          | 0.2          | 0.8          | -0.7          | 1.0           | 0.6            |
| <b>세전이익</b>    | <b>-15.2</b> | <b>-5.0</b>  | <b>-20.6</b> | <b>-83.2</b>  | <b>-9.1</b>  | <b>-58.5</b> | <b>-32.1</b> | <b>-22.6</b> | <b>-10.2</b> | <b>-124.0</b> | <b>-122.4</b> | <b>-3.9</b>    |
| 법인세비용          | -5.1         | -2.4         | -3.1         | 19.4          | 4.0          | -2.9         | -7.7         | -5.4         | 0.3          | 8.8           | -12.0         | -0.9           |
| 법인세율(%)        | 33.6         | 48.0         | 15.1         | -23.3         | -44.1        | 5.0          | 24.0         | 24.0         | -2.5         | -7.1          | 9.8           | 24.0           |
| <b>당기순이익</b>   | <b>-10.1</b> | <b>-2.6</b>  | <b>-17.5</b> | <b>-102.6</b> | <b>-13.2</b> | <b>-55.6</b> | <b>-24.4</b> | <b>-17.2</b> | <b>-10.5</b> | <b>-132.8</b> | <b>-110.4</b> | <b>-3.0</b>    |
| 순이익률(%)        | -10.1        | -2.0         | -19.3        | -75.6         | -9.1         | -125.6       | -17.9        | -9.3         | -2.5         | -29.2         | -21.6         | -0.3           |

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

## Company Data

## 두산퓨얼셀 (336260)

|            |                  |
|------------|------------------|
| KOSPI      | 6,562.72pt       |
| 시가총액       | 25,346억원         |
| 발행주식수      | 6,549만주          |
| 유동주식비율     | 61.57%           |
| 외국인비중      | 15.75%           |
| 52주 최고/최저가 | 101,500원/18,900원 |
| 평균거래대금     | 346.3억원          |

## 주요주주(%)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 두산에너지빌리티 외 16 인 | 37.85 |
| 국민연금공단          | 7.92  |

## 주가상승률(%)

|      | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|------|------|------|-------|
| 절대주가 | 57.6 | -2.8 | 49.1  |
| 상대주가 | 58.4 | -7.5 | -27.9 |

## 주가그래프



## Financial Data

| (십억원) | 매출액     | 영업이익   | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|--------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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 | 510.0   | -93.1  | -110.4        | -1,685            | -16.9      | 3,153      | -23.0      | 12.27      | -65.8            | -35.3      | 614.6       |
| 2027E | 1,113.9 | 37.2   | -3.0          | -45               | -97.3      | 3,117      | -856.2     | 12.42      | 49.9             | -1.2       | 703.4       |
| 2028E | 1,593.2 | 111.6  | 49.9          | 762               | -1,784.9   | 3,727      | 50.8       | 10.38      | 25.1             | 17.8       | 566.4       |

## 두산퓨얼셀 (336260)

## Income Statement

| (십억원)      | 2024  | 2025   | 2026E  | 2027E   | 2028E   |
|------------|-------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액        | 411.8 | 454.8  | 510.0  | 1,113.9 | 1,593.2 |
| 매출액증가율(%)  | 57.8  | 10.4   | 12.1   | 118.4   | 43.0    |
| 매출원가       | 375.6 | 517.1  | 557.5  | 1,014.4 | 1,389.8 |
| 매출총이익      | 36.2  | -62.3  | -47.5  | 99.5    | 203.4   |
| 판매관리비      | 37.9  | 43.4   | 45.7   | 62.3    | 91.8    |
| 영업이익       | -1.7  | -105.7 | -93.1  | 37.2    | 111.6   |
| 영업이익률(%)   | -0.4  | -23.2  | -18.3  | 3.3     | 7.0     |
| 금융손익       | -11.9 | -18.6  | -31.0  | -41.9   | -46.6   |
| 종속/관계기업손익  | 0.8   | -0.7   | 1.0    | 0.6     | 0.6     |
| 기타영업외손익    | 2.6   | 1.0    | 0.8    | 0.2     | 0.1     |
| 세전계속사업이익   | -10.2 | -124.0 | -122.4 | -3.9    | 65.7    |
| 법인세비용      | 0.3   | 8.8    | -12.0  | -0.9    | 15.8    |
| 당기순이익      | -10.5 | -132.8 | -110.4 | -3.0    | 49.9    |
| 지배주주지분 순이익 | -10.5 | -132.8 | -110.4 | -3.0    | 49.9    |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2024  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 101.1 | -56.5  | -347.6 | -250.7 | 62.7  |
| 당기순이익(손실)      | -10.5 | -132.8 | -110.4 | -3.0   | 49.9  |
| 유형자산상각비        | 15.3  | 21.0   | 34.8   | 33.5   | 31.3  |
| 무형자산상각비        | 2.8   | 4.9    | 5.4    | 4.4    | 4.1   |
| 운전자본의 증감       | 47.3  | -84.4  | -305.6 | -285.7 | -22.6 |
| 투자활동 현금흐름      | -82.7 | -102.5 | -9.2   | -15.4  | -9.0  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -68.3 | -34.3  | -21.5  | -10.8  | -8.6  |
| 투자자산의감소(증가)    | -1.9  | -5.7   | 8.4    | -4.6   | -0.3  |
| 재무활동 현금흐름      | 69.1  | 86.3   | 512.3  | 140.2  | -71.6 |
| 차입금의 증감        | 74.2  | 90.7   | 518.0  | 140.2  | -71.6 |
| 자본의 증가         | -1.4  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 87.4  | -72.8  | 155.5  | -126.0 | -17.9 |
| 기초현금           | 50.2  | 137.6  | 64.8   | 220.3  | 94.3  |
| 기말현금           | 137.6 | 64.8   | 220.3  | 94.3   | 76.4  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 660.6   | 569.4   | 1,231.0 | 1,458.6 | 1,468.3 |
| 현금및현금성자산  | 137.6   | 64.8    | 220.3   | 94.3    | 76.4    |
| 매출채권      | 69.5    | 77.6    | 141.8   | 213.8   | 218.0   |
| 재고자산      | 380.4   | 373.0   | 808.6   | 1,083.9 | 1,105.4 |
| 비유동자산     | 519.1   | 629.1   | 613.2   | 590.7   | 564.3   |
| 유형자산      | 334.7   | 374.6   | 365.1   | 342.4   | 319.8   |
| 무형자산      | 32.6    | 99.5    | 94.9    | 90.5    | 86.4    |
| 투자자산      | 14.4    | 19.7    | 12.0    | 16.6    | 17.0    |
| 자산총계      | 1,179.7 | 1,198.4 | 1,844.2 | 2,049.3 | 2,032.6 |
| 유동부채      | 366.0   | 462.9   | 931.4   | 990.8   | 925.4   |
| 매입채무      | 37.6    | 61.4    | 109.3   | 164.7   | 168.0   |
| 단기차입금     | 100.0   | 76.0    | 385.0   | 382.0   | 317.0   |
| 유동성장기부채   | 127.5   | 192.1   | 130.2   | 125.0   | 120.1   |
| 비유동부채     | 314.8   | 368.0   | 654.7   | 803.4   | 802.2   |
| 사채        | 147.7   | 157.3   | 459.7   | 609.7   | 609.7   |
| 장기차입금     | 60.0    | 56.7    | 44.1    | 42.4    | 40.7    |
| 부채총계      | 680.8   | 830.9   | 1,586.1 | 1,794.2 | 1,727.6 |
| 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     | 1.6     | 1.6     | 1.6     |
| 이익잉여금     | 14.0    | -117.4  | -227.7  | -230.7  | -180.8  |
| 비지배주주지분   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 498.9   | 367.5   | 258.1   | 255.1   | 305.0   |

## Key Financial Data

|                        | 2024  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |       |        |        |        |        |
| SPS                    | 6,287 | 6,944  | 7,787  | 17,007 | 24,326 |
| EPS(지배주주)              | -160  | -2,028 | -1,685 | -45    | 762    |
| CFPS                   | 1,202 | 773    | -426   | 1,131  | 2,228  |
| EBITDAPS               | 251   | -1,218 | -808   | 1,146  | 2,245  |
| BPS                    | 6,096 | 4,490  | 3,153  | 3,117  | 3,727  |
| DPS                    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당수익률(%)               | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Valuation(Multiple)    |       |        |        |        |        |
| PER                    | -99.8 | -14.2  | -23.0  | -856.2 | 50.8   |
| PCR                    | 13.3  | 37.3   | -90.9  | 34.2   | 17.4   |
| PSR                    | 2.5   | 4.2    | 5.0    | 2.3    | 1.6    |
| PBR                    | 2.62  | 6.43   | 12.27  | 12.42  | 10.38  |
| EBITDA(십억원)            | 16.4  | -79.8  | -52.9  | 75.1   | 147.0  |
| EV/EBITDA              | 87.8  | -31.3  | -65.8  | 49.9   | 25.1   |
| Key Financial Ratio(%) |       |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | -2.1  | -30.7  | -35.3  | -1.2   | 17.8   |
| EBITDA 이익률             | 4.0   | -17.5  | -10.4  | 6.7    | 9.2    |
| 부채비율                   | 136.5 | 226.1  | 614.6  | 703.4  | 566.4  |
| 금융비용부담률                | 4.9   | 4.1    | 6.3    | 4.2    | 3.1    |
| 이자보상배율(x)              | -0.1  | -5.6   | -2.9   | 0.8    | 2.3    |
| 매출채권회전율(x)             | 7.2   | 6.2    | 4.6    | 6.3    | 7.4    |
| 재고자산회전율(x)             | 1.0   | 1.2    | 0.9    | 1.2    | 1.5    |

## 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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미                                                                                             |
|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상<br>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                                                                                                              |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>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<br>(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 | - -         |                |