

두산퓨얼셀 (336260/KS)

PAFC, 미국진출 성공

유틸/신재생. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

Signal: AIDC 인허가 중단은 전기 요금 상승 부담 주체에 대한 논의
Key: AI 규제 속 연료전지는 빠른 전력연결·주민수용성 측면에서 우위
Step: PAFC 연료전지 시스템 공급 계약으로 미국 DC 시장 진출

매수(유지)

목표주가: 74,000 원(상향)

현재주가: 49,250 원

상승여력: 50.3%

STOCK DATA

주가(26/09/08)	49,250 원
KOSPI	6,954.52 pt
52주 최고가	101,500 원
60일 평균 거래대금	37 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,549 만주
시가총액	3,226 십억원
주요주주	
두산에너지빌리티(외 16)	37.85%
국민연금공단	7.92%
외국인 지분율	14.93%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	505	861	1,029
영업이익	십억원	-71	45	76
순이익(지배주주)	십억원	-83	11	40
EPS	원	-1,015	139	486
PER	배	-49.2	360.2	102.7
PBR	배	14.3	13.8	12.1
EV/EBITDA	배	-109.6	56.1	39.9
ROE	%	-25.4	3.9	12.6
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

미국 진출 이벤트가 반영되지 않은 주가 수준

미국 내 AI 데이터센터 건설 인허가 중단이 주가의 부담 요인으로 작용하고 있다. 그러나 인허가 헤드라인 리스크는 11월 3일 미국의 중간선거 이후에는 점차 사라질 것으로 전망한다. 데이터센터 규제는 AI 투자를 금지하겠다는 것이 아니다. 본질은 가정용 전기요금 상승 부담을 하이퍼스케일러, 유틸리티, 유권자 중 누가 나눌 것인가에 대한 정치적 타협이다. (1) 뉴욕주 행정명령은 데이터센터에 더 높은 요금을 내거나 자체 전원을 확보하도록 요구, (2) 펜실베이니아는 지역 승인과 에너지 비용 기준을 부과했다. 이는 금지가 아닌, 전기요금 상승 부담의 주체가 누가 될 것인지에 대한 논의라고 판단한다.

연료전지는 AI 규제의 피해자가 아니라 해법

빠른 전력연결, 주민수용성에 있어서 연료전지는 강점이 있다. (1) 현장 발전의 1순위 선택지는 가스터빈이지만 이미 리드타임이 늘어졌다. GE Vernova 기준으로 가스터빈은 30년 생산분까지 사실상 완판되었다. 리드타임이 4년 이상 벌어진 상황에서 가스터빈은 더 이상 기다릴 수 있는 선택지가 아니라고 판단한다. 상대적으로 리드타임이 짧은 연료전지가 부각받을 수 있다. (2) 주민수용성 관련해서 오라클의 사례를 참고할 만하다. 오라클이 Project Jupiter에서 가스터빈·디젤을 연료전지로 대체한 주요 이유는 이산화탄소 배출 저감을 통한 지역수용성 확보이다. BE 경영진 역시 지역주민 반발이 오히려 기회라고 강조하고 있다. Project Jupiter는 뉴멕시코 대법원이 8월 23일 대기질 허가 심리를 중단시켜 11월 23일 결정 기한을 앞두고 표류 중이나, 이는 연료전지 자체의 환경문제가 아닌 주지사-오라클 면담이라는 정치적 개입 정황 때문으로 판단한다.

PAFC 5,000억원 규모 계약 체결

미국 데이터센터 시장 진출이 계약 공시로 확인됐다. 9월 2일 동사는 미국 자회사 하이엑시엄(HyAxiom)과 5,014억원 규모의 PAFC 연료전지 시스템 공급계약 체결을 공시했다. 제품은 익산공장에서 생산해서 하이엑시엄에 납품하고, 하이엑시엄이 미국 내 AI 데이터센터에 공급하는 구조다. 납품일정은 27년 3월~28년 4월이다. 계약 구조에서 확인할 사실은 세 가지다. (1) 대금은 PO 발생 시 선금금 20%, 중도금 75%, 잔금 5%로 지급 예정이다. 선금금 20% 구조는 운전자본 부담이 커진 현재 재무 상황에서 의미가 있다. (2) 장기유지보수계약(LTSA)은 포함되지 않았다. 영업, 설계, 프로젝트 수행, 시운전, LTSA는 하이엑시엄이 담당하고 두산퓨얼셀은 주기기 제조·공급을 맡는 분업 구조다. 국내 프로젝트와 달리 미국 수출은 장비 매출이 대부분이다. (3) 최종 고객사, 설치 지역, 총 용량은 공개되지 않았다.

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
SPS (27년)	(원)	8,576	10,523	
Target multiple	(배)	4.9	7.0	
목표주가	(원)	42,000	74,000	
전일종가	(원)	33,850	49,250	
상승여력	%	+24.1	+50.3	

자료: SK 증권

분기실적추정 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	100	128	91	136	145	44	108	208	412	455	505	861
YoY(%)	214.8	48.5	183.5	-48.0	45.2	-65.5	19.4	52.7	57.8	10.5	11.0	70.5
연료전지	75	102	68	114	122	22	81	179	292	359	402	744
유지보수	25	26	23	22	23	23	28	29	120	96	103	118
영업비용	111	130	106	212	146	95	127	208	414	560	576	816
원재료	66	90	59	144	86	43	85	134	262	360	349	512
임직원급여	15	15	19	20	20	19	13	25	51	69	77	103
감가상각비	4	5	7	10	10	10	7	7	18	26	35	29
기타	26	20	22	38	29	23	22	42	82	106	115	172
영업이익	-12	-2	-16	-76	-1	-51	-19	-1	-2	-106	-71	45
YoY(%)	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	목전
영업이익률(%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.3	-0.9	-114.8	-17.2	-0.3	-0.4	-23.2	-14.1	5.2
금융수익(비용)	-4	-4	-4	-6	-9	-8	-7	-7	-12	-19	-31	-30
기타 영업외손익	0	1	0	0	1	0	0	16	3	1	16	1
종속 및 관계기업관련	0	0	-1	-1	1	0	0	0	1	-1	1	0
법인세	-5	-2	-3	19	4	-3	-5	2	0	9	-3	5
당기순이익	-10	-3	-17	-102	-13	-56	-20	6	-10	-133	-83	11
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	목전	적지	적지	적지	목전
순이익률(%)	-10.1	-2.0	-19.3	-75.4	-9.1	-125.4	-18.7	2.9	-2.5	-29.2	-16.4	1.3

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	661	569	816	1,190	1,403
현금및현금성자산	138	65	36	46	51
매출채권 및 기타채권	100	82	125	189	226
재고자산	380	373	570	864	1,032
비유동자산	519	629	632	641	646
장기금융자산	10	11	13	15	16
유형자산	335	375	367	367	367
무형자산	33	100	97	97	97
자산총계	1,180	1,198	1,448	1,831	2,050
유동부채	366	463	778	1,086	1,228
단기금융부채	227	268	481	634	689
매입채무 및 기타채무	56	81	147	223	267
단기충당부채	36	82	126	191	228
비유동부채	315	368	384	449	485
장기금융부채	231	281	253	253	253
장기매입채무 및 기타채무	3	6	7	7	7
장기충당부채	76	80	122	185	221
부채총계	681	831	1,163	1,534	1,713
지배주주지분	499	367	285	297	336
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	476	476	476	476	476
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	14	-117	-200	-189	-149
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	499	367	285	297	336
부채와자본총계	1,180	1,198	1,448	1,831	2,050

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	101	-57	-143	-100	-12
당기순이익(손실)	-10	-133	-83	11	40
비현금성항목등	89	183	89	78	86
유형자산감가상각비	15	21	32	29	29
무형자산감각비	3	5	3	0	0
기타	71	158	54	50	57
운전자본감소(증가)	47	-84	-123	-140	-80
매출채권및기타채권의감소(증가)	-25	-8	-42	-64	-37
재고자산의감소(증가)	70	-33	-171	-294	-168
매입채무및기타채무의증가(감소)	7	24	41	76	44
기타	-25	-23	-22	-54	-65
법인세납부	-0	-0	4	-5	-8
투자활동현금흐름	-83	-103	-102	-40	-35
금융자산의감소(증가)	-9	9	-76	-2	-1
유형자산의감소(증가)	-68	-34	-21	-29	-29
무형자산의감소(증가)	-3	-72	-1	0	0
기타	-2	-5	-4	-9	-5
재무활동현금흐름	69	86	179	154	55
단기금융부채의증가(감소)	-83	-157	160	154	55
장기금융부채의증가(감소)	152	175	18	0	0
자본의증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1	69	-0	0	0
현금의 증가(감소)	87	-73	-29	10	5
기초현금	50	138	65	36	46
기말현금	138	65	36	46	51
FCF	33	-91	-164	-129	-41

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

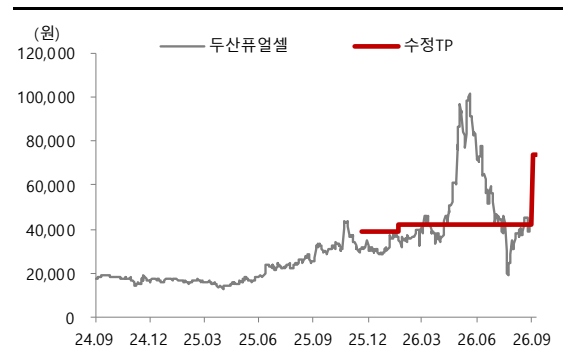
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	412	455	505	861	1,029
매출원가	376	517	518	728	849
매출총이익	36	-62	-13	134	180
매출총이익률(%)	8.8	-13.7	-2.6	15.5	17.5
판매비와 관리비	38	43	58	89	103
영업이익	-2	-106	-71	45	76
영업이익률(%)	-0.4	-23.2	-14.1	5.2	7.4
비영업손익	-8	-18	-14	-29	-29
순금융손익	-18	-16	-31	-45	-50
외환관련손익	6	-0	-3	0	0
관계기업등 투자손익	1	-1	1	0	0
세전계속사업이익	-10	-124	-86	16	47
세전계속사업이익률(%)	-2.5	-27.3	-16.9	1.9	4.6
계속사업법인세	0	9	-3	5	8
계속사업이익	-10	-133	-83	11	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-10	-133	-83	11	40
순이익률(%)	-2.5	-29.2	-16.4	1.3	3.9
지배주주	-10	-133	-83	11	40
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.5	-29.2	-16.4	1.3	3.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-12	-131	-82	11	40
지배주주	-12	-131	-82	11	40
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	16	-80	-36	74	105

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	57.8	10.4	11.0	70.5	19.5
영업이익	적전	적지	적지	흑전	69.3
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	194.5
EBITDA	-3.7	적전	적지	흑전	42.3
EPS	적지	적지	적지	흑전	250.8
수익성 (%)					
ROA	-0.9	-11.2	-6.3	0.7	2.0
ROE	-2.1	-30.7	-25.4	3.9	12.6
EBITDA마진	4.0	-17.5	-7.2	8.6	10.2
안정성 (%)					
유동비율	180.5	123.0	104.9	109.6	114.3
부채비율	136.5	226.1	407.5	517.1	509.2
순차입금/자기자본	61.9	131.0	216.7	256.2	240.1
EBITDA/이자비용(배)	0.8	-4.3	-1.1	1.5	2.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-128	-1,623	-1,015	139	486
BPS	6,099	4,492	3,489	3,627	4,113
CFPS	94	-1,306	-588	489	837
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-124.7	-17.8	-49.2	360.2	102.7
PBR	2.6	6.4	14.3	13.8	12.1
PCR	170.3	-22.1	-84.9	102.0	59.7
EV/EBITDA	87.8	-31.3	-109.6	56.1	39.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.09	매수	74,000원	6개월		
2026.01.29	매수	42,000원	6개월	19.24%	141.67%
2025.11.27	매수	38,500원	6개월	-15.68%	-1.04%
2025.10.29	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 09 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%