

(336260.KS)

두산퓨얼셀

그린산업/ESG 한병화
bhh1026@eugenefn.com

미국, 유럽 공급 위한 준비 완료

“ 자금조달 확정되며 라인 확장과 기자재 구매비 확보

두산퓨얼셀은 자본으로 인정되는 전환사채(CB)와 신주인수권부사채(BW) 4천억원 발행을 확정. 이 자금은 동사가 미국(8,234억원)과 유럽(1,087억원)에서 올 해 수주한 물량의 제작을 위한 기자재 대금과 PAFC 라인 확장 비용으로 사용됨. 국내 연료전지 부문의 부진으로 인한 적자로 지난 2분기 부채비율이 350% 수준이었기 때문에, 수주 받는 것 자체가 재무 부담을 높였던 상태. 이번 자금 조달로 당분간 부담 없이 수주가 가능해진 상태. 동사의 PAFC 생산능력은 연말 350MW 수준인데, 추가 투자를 통해 400MW까지 확대 가능

“ PAFC, SOFC 모두 추가 계약 논의 활발

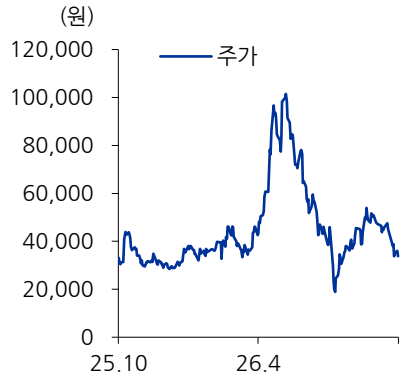
미국향 PAFC 수주 규모는 약 240~250MW, 유럽향 SOFC 수주는 약 30MW 수준으로 추정됨. PAFC에 대한 수주는 관계사인 HyAxiom이 하고 있는데, 고객사들과 논의하고 있는 수주 풀이 기수주 대비 4배 이상인 것으로 파악됨. 또한 SOFC도 복수의 업체들과 동사가 직접 수주 논의를 진행하고 있어. 미국 중간선거 이후 민주당이 다수당이 되면 데이터센터 건설에 따른 환경문제가 주요 화두가 될 가능성 높아. 업체들은 자체 발전 설비를 독립망을 통해 운영하는 것이 표준이 될 것이고, 발전원의 대기오염, 소음 등도 중요해질 것. 연료전지 발전의 중요성이 커질 것으로 판단

“ 내년 하반기부터 영업 흑자 전환 가능

3분기 매출과 영업손익은 각각 1,420억원, -165억원으로 예상. 국내 기수 주분의 인도가 증가하면서 매출은 전년비 56% 증가하나, 스택 교체 비용과 SOFC 공장 고정비 상승으로 영업적자 유지 추정. 미국향 물량은 내년 1분기말부터 인도가 시작되고, 하반기로 갈수록 물량 증가. 따라서 동사의 영업 손익도 내년 하반기부터는 이익을 시현할 것으로 예상. 일부 미국 데이터센터 사업자들의 자금 조달 이슈로 연관된 연료전지 업체들 주가 조정세. 속도 조절 있다하더라도 파이프라인 규모 워낙 커서 건설 주기가 짧은 연료전지와 같은 발전원에 대해서는 실수요에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단. 두산퓨얼셀에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 8만원에서 7만원으로 하향. 자금조달로 인한 자본 희석(14%)을 반영했기 때문. 미국 데이터센터용 연료전지 업체로 Bloom Energy와 비교 가능해진 상태. 동사의 2027년 매출 기준 PSR은 2.3배. Bloom Energy의 6.5배 수준에 비해 저평가된 상태

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
70,000 원(하향)
33,850 원(10/21)



시가총액(십억원)	2,217
발행주식수(천주)	65,494
52 주 최고	108,900 원
최저	18,230 원
52 주 일단 Beta	1.07
60 일 평균 거래대금	412 억원
외국인 지분율	15.7%
배당수익률(26F)	0.0%
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 17 인)	37.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-29.7	-21.9	2.3
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	80,000	▼
영업이익(26F)	-102.2	-98.4	▼
영업이익(27F)	18.0	28.2	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026F	2027F
매출액	454.9	484.1	964.0
영업이익	(103.7)	(102.2)	18.0
세전손익	(121.5)	(126.8)	(7.6)
당기순이익	(130.2)	(114.6)	(6.0)
EPS(원)	(1,989)	(1,717)	(80)
증감률(%)	적지	적지	적지
PER(배)	n/a	n/a	n/a
ROE(%)	(29.7)	(22.2)	(0.9)
PBR(배)	7.4	4.7	4.7
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	48.2



도표 1. 두산퓨얼셀 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	144.9	44.3	142.0	153.0
YoY(%)	214.8	48.5	183.5	(48.1)	45.2	(65.5)	56.4	12.7
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	21.5	118.0	128.0
장기유지보수서비스	24.8	26.2	22.6	22.2	23.3	22.8	24.0	25.0
매출원가	99.7	119.6	96.7	201.1	134.4	84.8	147.5	176.0
매출총이익	0.1	8.9	(5.9)	(65.3)	10.4	(40.6)	(5.5)	(23.0)
판관비	11.1	10.3	9.2	10.8	11.2	9.9	11.0	11.5
영업이익	(11.0)	(1.4)	(15.1)	(76.2)	(0.8)	(50.4)	(16.5)	(34.5)
YoY(%)	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
영업이익률	(11.1)	(1.1)	(16.7)	(56.1)	(0.5)	(113.9)	(11.6)	(22.5)
영업외손익	(3.6)	(2.9)	(4.8)	(6.4)	(7.7)	(7.4)	(4.0)	(5.5)
세전이익	(14.6)	(4.3)	(20.0)	(82.6)	(8.4)	(57.8)	(20.5)	(40.0)
법인세	(5.1)	(2.4)	(3.1)	19.4	4.0	(2.9)	(4.5)	(8.8)
당기순이익	(9.5)	(1.9)	(16.8)	(102.0)	(12.5)	(54.9)	(16.0)	(31.2)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 두산퓨얼셀 연간 실적 전망

(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	260.9	411.8	454.9	484.1	964.0	1,149.0	1,295.0	1,484.0
YoY(%)	(16.4)	57.9	10.4	6.4	99.1	19.2	12.7	14.6
연료전지 주기기	145.7	292.1	359.0	389.1	854.0	1,052.0	1,116.0	1,317.0
장기유지보수서비스	115.2	119.8	95.9	95.0	110.0	107.0	103.0	92.0
매출원가	221.3	375.6	517.1	542.8	899.2	1,037.6	1,152.4	1,317.4
매출총이익	39.5	36.2	(62.2)	(58.6)	64.8	111.4	142.6	166.6
판관비	37.9	35.9	41.5	43.6	46.8	51.5	53.8	55.5
영업이익	1.6	0.3	(103.7)	(102.2)	18.0	59.9	88.8	111.1
YoY(%)	(77.3)	(80.6)	적자전환	적자지속	흑자전환	233.4	48.2	25.1
영업이익률	0.6	0.1	(22.8)	(21.1)	1.9	5.2	6.9	7.5
영업외손익	(14.2)	(8.1)	(17.7)	(24.6)	(25.6)	(24.0)	(20.0)	(17.0)
세전이익	(12.5)	(7.8)	(121.5)	(126.8)	(7.6)	35.9	68.8	94.1
법인세	(4.0)	0.3	8.8	(12.2)	(1.7)	7.9	15.1	20.7
당기순이익	(8.5)	(8.0)	(130.2)	(114.6)	(6.0)	28.0	53.6	73.4

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 두산퓨얼셀 Peer Valuation

		두산퓨얼셀	Peer 평균	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	PLUG POWER	BALLARD POWER
국가		KR		US	BT	BT	US	CA
2026-10-21		33,800		222.7	1.2	3.7	1.4	1.5
시가총액(백만달러, 십억원)		2,213.7		65,576.5	795.2	800.7	1,956.1	530.5
PSR (배)	FY24A	5.4	7.7	3.4	19.0	6.4	2.7	7.1
	FY25A	4.9	8.8	16.0	10.5	10.5	2.4	4.8
	FY26F	4.6	5.9	9.6	5.7	9.1	2.0	3.4
	FY27F	2.3	4.5	6.5	4.4	6.9	1.7	3.0
PBR (배)	FY24A	5.5	2.8	9.0	1.2	2.2	1.1	0.7
	FY25A	7.4	8.5	32.3	2.6	2.9	3.8	0.8
	FY26F	4.7	5.9	19.5	2.6	2.8	3.9	0.9
	FY27F	4.7	4.3	11.8	2.7	2.4	3.8	0.9
매출액 (백만달러, 십억원)	FY24A	411.8		1,473.9	20.8	66.3	628.8	69.7
	FY25A	454.9		1,903.2	31.1	42.6	701.3	98.2
	FY26F	484.1		4,109.6	55.7	75.3	819.6	110.2
	FY27F	964.0		6,865.4	75.5	87.4	976.5	157.6
영업이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	0.3		22.9	-47.8	-40.0	-2,019.8	-183.3
	FY25A	-103.7		72.8	-69.9	-62.8	-1,467.4	-103.5
	FY26F	-102.2		822.1	-41.6	-18.9	-287.3	-55.0
	FY27F	18.0		1,739.5	-34.1	-7.6	-166.6	-47.5
영업이익률 (%)	FY24A	0.1	-174.6	1.6	-230.2	-60.4	-321.2	-262.9
	FY25A	-22.8	-136.6	3.8	-224.8	-147.4	-209.2	-105.4
	FY26F	-21.1	-33.0	20.0	-74.7	-25.1	-35.0	-49.9
	FY27F	1.9	-15.1	25.3	-45.1	-8.7	-17.1	-30.1
순이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	-8.0		-29.2	-34.2	-36.2	-2,104.7	-324.2
	FY25A	-130.2		801.1	-26.8	-14.0	-566.0	-54.5
	FY26F	-114.6		1,567.0	-8.4	-1.7	-222.2	-41.2
	FY27F	-6.0		2,505.4	-2.7	12.9	-108.4	-26.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

* 두산퓨얼셀은 당사 추정치

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,180.0	1,201.9	1,235.6	1,516.3	1,657.4
유동자산	666.1	580.0	581.8	812.2	899.0
현금성자산	156.2	79.3	(25.6)	162.3	114.7
매출채권	100.0	82.0	158.0	179.0	212.0
재고자산	379.3	371.8	402.0	423.0	524.0
비유동자산	514.0	621.8	653.8	704.1	758.4
투자자산	151.7	154.9	160.5	166.4	172.4
유형자산	332.4	372.0	368.9	386.5	410.1
기타	29.8	94.9	124.4	151.3	175.9
부채총계	677.3	828.0	577.0	863.6	976.8
유동부채	364.2	462.1	607.8	791.0	800.6
매입채무	77.1	96.2	100.9	203.1	211.7
유동성이자부채	226.9	267.5	407.5	487.5	487.5
기타	60.2	98.3	99.3	100.3	101.3
비유동부채	313.1	365.9	(30.8)	72.6	176.2
비유동이자부채	229.2	278.9	(121.1)	(21.1)	78.9
기타	83.8	87.0	90.3	93.7	97.3
자본총계	502.8	373.9	658.6	652.7	680.7
자본지분	502.8	373.9	658.6	652.7	680.7
자본금	8.2	8.2	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	477.5	477.5	876.6	876.6	876.6
이익잉여금	16.5	(112.4)	(226.9)	(232.9)	(204.9)
기타	0.6	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	502.8	373.9	658.6	652.7	680.7
총차입금	456.1	546.5	286.5	466.5	566.5
순차입금	299.9	467.2	312.1	304.2	451.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	103.2	(15.6)	(581.9)	92.3	(55.6)
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(114.6)	(6.0)	28.0
자산상각비	17.7	25.3	31.1	34.1	37.7
기타비현금성손익	61.7	85.7	(397.4)	3.4	3.6
운전자본증감	47.6	0.0	(101.0)	60.8	(124.9)
매출채권감소(증가)	(25.0)	(8.1)	(76.0)	(21.0)	(33.0)
재고자산감소(증가)	71.2	(33.3)	(30.2)	(21.0)	(101.0)
매입채무증가(감소)	6.8	24.1	4.7	102.2	8.6
기타	(5.4)	17.3	0.5	0.5	0.5
투자현금	(90.5)	(102.6)	(63.7)	(85.0)	(92.7)
단기투자자산감소	(8.9)	9.7	(0.6)	(0.6)	(0.7)
장기투자증권감소	(0.5)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(68.2)	(38.6)	(17.5)	(38.6)	(46.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(69.8)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
재무현금	71.4	48.3	540.0	180.0	100.0
차입금증가	71.4	48.2	140.0	180.0	100.0
자본증가	0.0	0.1	400.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	84.1	(69.8)	(105.5)	187.3	(48.3)
기초현금	50.2	134.3	64.5	(41.1)	146.3
기말현금	134.3	64.5	(41.1)	146.3	98.0
Gross Cash flow	80.1	(15.6)	(480.9)	31.6	69.3
Gross Investment	33.9	112.2	164.1	23.6	216.9
Free Cash Flow	46.2	(127.8)	(644.9)	8.0	(147.6)

자료: 유권투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	411.8	454.9	484.1	964.0	1,149.0
증가율(%)	57.9	10.4	6.4	99.1	19.2
매출원가	375.6	517.1	542.8	899.2	1,037.6
매출총이익	36.2	(62.2)	(58.6)	64.8	111.4
판매 및 일반관리비	35.9	41.8	43.6	46.8	51.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	0.3	(103.7)	(102.2)	18.0	59.9
증가율(%)	(80.6)	적전	적지	흑전	233.4
EBITDA	18.0	(78.4)	(71.2)	52.1	97.6
증가율(%)	5.5	적전	적지	흑전	87.5
영업외손익	(8.1)	(17.7)	(24.6)	(25.6)	(24.0)
이자수익	2.7	3.2	4.9	9.2	11.9
이자비용	20.0	18.6	23.6	13.9	19.2
지분법손익	0.8	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	8.5	(1.6)	(5.9)	(20.9)	(16.7)
세전순이익	(7.8)	(121.5)	(126.8)	(7.6)	35.9
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	0.3	8.8	(12.2)	(1.7)	7.9
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(114.6)	(6.0)	28.0
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(8.0)	(130.2)	(114.6)	(6.0)	28.0
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	(123)	(1,989)	(1,717)	(80)	375
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(123)	(1,989)	(1,717)	(80)	375
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(123)	(1,989)	(1,717)	(80)	375
BPS	6,143	4,568	7,238	7,173	7,480
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	90.3
PBR	5.5	7.4	4.7	4.7	4.5
EV/ EBITDA	140.0	n/a	n/a	48.4	27.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	34.6	n/a	n/a	97.5	44.4
수익성(%)					
영업이익률	0.1	(22.8)	(21.1)	1.9	5.2
EBITDA이익률	4.4	(17.2)	(14.7)	5.4	8.5
순이익률	(2.0)	(28.6)	(23.7)	(0.6)	2.4
ROE	(1.6)	(29.7)	(22.2)	(0.9)	4.2
ROIC	0.0	(9.3)	(8.3)	1.4	4.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	59.6	124.9	47.4	46.6	66.4
유동비율	182.9	125.5	95.7	102.7	112.3
이자보상배율	0.0	(5.6)	(4.3)	1.3	3.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7
매출채권회전율	3.9	5.0	4.0	5.7	5.9
재고자산회전율	1.0	1.2	1.3	2.3	2.4
매입채무회전율	5.5	5.2	4.9	6.3	5.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

