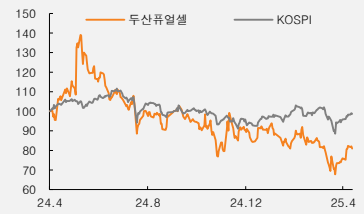


투자의견(유지)	중립
목표주가(하향)	▼ 14,000원
현재주가(25/4/30)	15,260원
상승여력	-8.3%

영업이익(25F,십억원)	13
Consensus 영업이익(25F,십억원)	10
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,556.61
시가총액(십억원)	999
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	10.6
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	12,770
52주 최고가(원)	26,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.4	-11.9	-23.4
상대주가	2.5	-10.7	-19.4



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

두산퓨얼셀

다시 나타난 수익성 악화

1Q25 Review: 고원가 재고 매출 반영으로 적자 전환

두산퓨얼셀의 1Q25 매출액은 214.8% YoY 증가한 998억원을 기록했다. CHPS(청정수소 의무 발전) 프로젝트 2건과 관련한 주기기 매출(750억원, 1Q24 1억원)이 인식되었다. 서비스 매출액은 전년동기(316억원) 대비 감소한 248억원을 기록했다.

영업이익은 110억원의 적자를 기록하며 시장 기대치(52억원 적자)를 크게 하회하였다. 수익성이 높은 서비스 매출액이 감소한 데다, 매출 인식된 주기기의 원가율이 높았기 때문이다. 가동률 부진에 따라 규모의 경제가 충분히 발생하지 못하고 있다.

IP 권한 범위 확대는 긍정적이나 턴어라운드에는 시간이 필요

부진한 실적 속에서도 긍정적인 소식도 발표했다. HyAxiom에 속해 있었던 동사의 IP(지적 재산권)를 일부 동사에 포함시켰다는 점이다. 이로써 두산퓨얼셀은 한국에 국한되었던 사업권이 아시아, 오세아니아로 확대되었다. 또한 또한 독자적인 R&D와 라이선싱이 가능해졌다. IP 확대로 인해 제품 발생시 지급했던 발생했던 로열티를 일회성 지급을 통해 해결함으로써 수익성 개선의 발판을 마련한 것으로 보인다.

2Q25 실적 역시 1Q25 대비로는 개선될 전망이다. 1) 원가율이 상대적으로 좋은 M500(수소모델) 비중이 상승하고, 2) 로열티 지급이 축소될 것으로 보이기 때문이다. 일부 미국형 매출이 발생하기 시작하는 점도 긍정적이다.

이를 통해 2Q25 매출액은 1Q25 대비 크게 개선된 1,480억원을 기록할 것으로 보인다. 이를 통해 영업이익 역시 116억원으로의 흑자 전환을 기대한다. 다만, 금융손익을 감안한 순이익 턴어라운드에는 시간이 걸릴 전망이다. 충분하지 않은 원가율로 인해 2025년 순손실은 157억원을 기록할 전망이다.

목표주가 14,000원으로 하향하며 투자의견 중립 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 20,000원에서 14,000원으로 하향한다. 목표주가는 EV/Sales 3배를 적용해 산출되었다. 매출 전망치에는 크게 변화가 없으나, 대표적인 경쟁사인 블루에너지의 Valuation이 EV/Sales 3배까지 하락하였다. 최근 체결한 삼천리와업의 업무협약을 통해 수소발전 입찰 시장에서 SOFC 사업화를 추진할 수 있다는 점, 2) 아시아 시장으로 진출이 본격화될 수 있음은 긍정적이다. 다만, 본격적인 주가 반등은 수익성 개선 시점 확인 이후가 될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	412	457	493	512
영업이익 (십억원)	2	0	13	33	39
영업이익률 (%)	0.8	0.0	2.8	6.7	7.6
순이익 (십억원)	-9	-8	-16	-5	9
EPS (원)	-104	-98	-192	-64	112
ROE (%)	-1.6	-1.6	-3.2	-1.1	1.9
P/E (배)	-	-	-	-	136.7
P/B (배)	3.7	2.6	2.6	2.6	2.5
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. 1Q25 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	32	262	100	22	71	214.9	-61.8
영업이익	2	-2	-11	-4	-5	적전	적지
영업이익률 (%)	6.3	-0.9	-11.0	-19.5	-7.3	-17.3	-10.2
세전이익	0	-5	-15	-9	-7	적지	적지
순이익	0	-6	-9	-8	-5	적전	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
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	431	499	457	493	6.0	-1.2	추가 수주 기대감
영업이익	45	57	13	33	-70.3	-42.0	1분기 실적 반영
세전이익	19	22	-21	-6	-212.2	-128.4	
순이익	15	15	-16	-5	-204.6	-135.2	
EPS (원)	183	182	-192	-64	-204.6	-135.2	

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

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	32	87	32	262	100	148	97	112	412	457	493
영업이익	2	3	-2	-2	-11	12	8	4	0	13	33
세전이익	0	1	-4	-5	-15	-1	-2	-3	-8	-21	-6
순이익(지배)	0	0	-3	-6	-9	-1	-2	-3	-8	-16	-5
영업이익률 (%)	6.3	3.3	-7.2	-0.9	-11.0	7.9	8.7	3.7	0.1	2.9	6.8
세전순이익률 (%)	-0.6	0.6	-11.0	-1.8	-14.6	-0.8	-2.4	-3.0	-1.9	-4.7	-1.3
순이익률 (지배, %)	0.5	0.5	-8.8	-2.2	-9.5	-0.7	-2.2	-2.7	-2.0	-3.4	-1.1

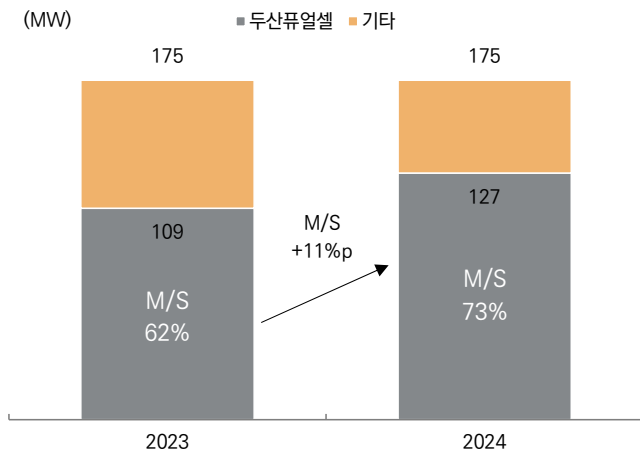
주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 수소 업체 Peer Valuation (십억원, %, 배)

회사명		티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
연료전지	두산퓨얼셀	336260 KS	999	541	665	15	27	0.3	3.8	1.9	1.5	37.1	23.5	2.4	1.9
솔루션	플러그 파워	PLUG US	1,315	1,061	1,311	-814	-521	-34.0	-27.9	1.3	0.9	-	-	2.1	1.6
	블룸 에너지	BE US	6,221	2,489	2,989	232	313	15.9	23.8	2.5	1.9	21.0	13.9	2.9	2.5
	발라드 파워	BLDP US	526	141	179	-175	-157	-15.9	-15.6	3.7	2.9	-	-	-	-
	세레스 파워	CWR LN	212	105	117	-47	-36	-15.0	-12.7	2.0	-	-	-	0.2	-
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	123	215	247	-165	-144	-15.4	-16.5	0.6	-	-	-	0.7	-
	PowerCell	PCELL SS	214	63	79	-5	1	-9.0	3.8	3.4	-	-	85.2	3.1	-
평균			1,374	659	798	-137	-74	-10.4	-5.9	2.2	1.8	29.0	40.8	1.9	2.0

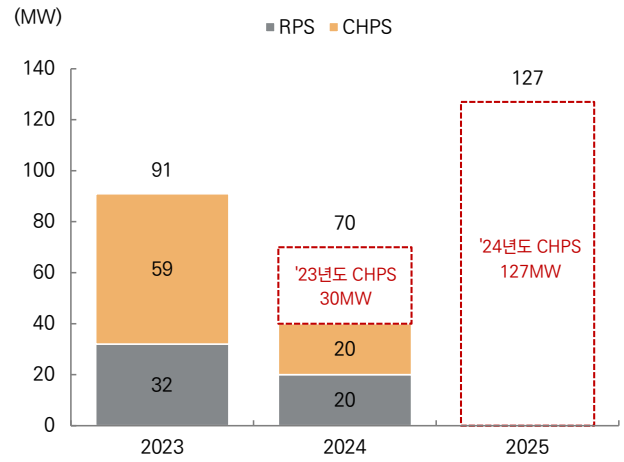
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 2024년 일반수소발전 입찰결과



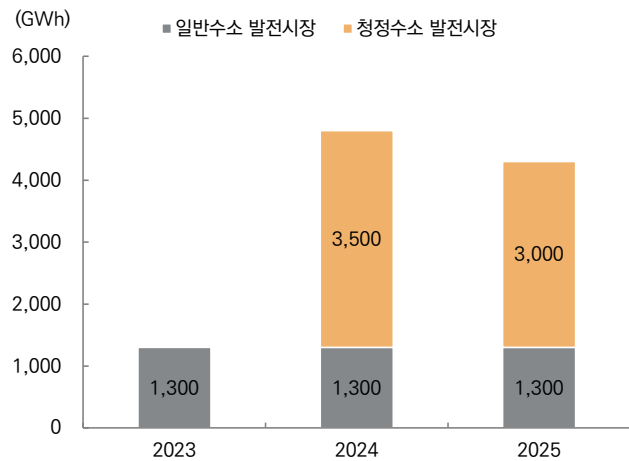
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산퓨얼셀 수주 실적 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. CHPS 입찰시장 개설 물량



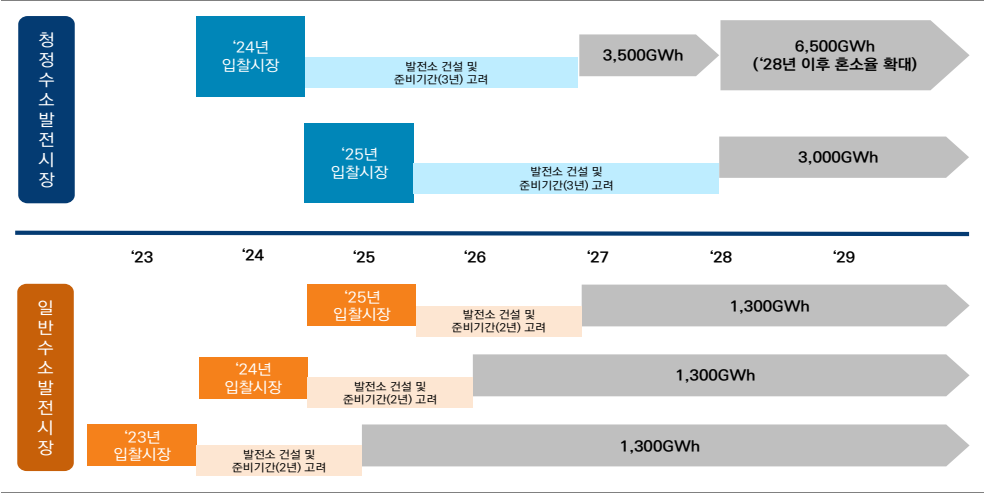
주: 2024년 입찰 물량은 수소, 암모니아 혼소율이 낮을 수 있는 점을 감안해 3,500GWh로 설정했으나 정상혼소율 가정 시 6,500GWh 규모
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CHPS 도입 기본 방향



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 중장기 국내 수소발전시장 개설 로드맵



자료: 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2024년 일반 및 청정수소발전 입찰시장 개요

구분		일반수소	청정수소
제도취지		분산전원 확대	온실가스 감축
대상설비		연료전지	연료전지 및 혼소 발전설비 (LNG-수소, 석탄-암모니아)
활용연료		청정/개질/부생수소	청정수소
기준 혼소율		-	열량 기준 20% 이상
평가기준	가격 (60%)	발전단가	발전단가
	비가격 (40%)	산업, 경제 기여도, 분산전원 특성, 계통수용성	청정수소 등급, 연료도입의 안정성
개설물량		1,300GWh	6,500GWh (주1)
준비기간		2년	3년
거래기간		20년	15년

주1: 상업운전 개시 지연 및 수소 혼소율 미달 등 감안 시 2027년 실제 구매량은 3,500GWh 예상
자료: 두산퓨얼셀, 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. CHPS/RPS/전력시장 제도 비교

구분	CHPS	RPS	전력시장
기본 개념	수소발전에 대한 "전력량" 거래	수소발전에 대한 "인증서" 거래	모든 발전사와 판매사는 "전력량" 거래
공급자	수소발전사업자	신재생발전사업자	모든 발전사업자
거래의무 여부	판매사업자 등에 발전량 구매 의무 부여	신재생이 아닌 발전사업자에 인증서 확보 의무 부여	특정 거래 의무 없음
정산 방식	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	입찰가격 (Pay-As-Bid) 정산	한계가격 (Pay-As-Clear) 정산
입찰 기준	입찰가격 비가격평가 고려	입찰가격 비가격평가 고려	거래소가 평가한 발전 비용 비가격평가 없음

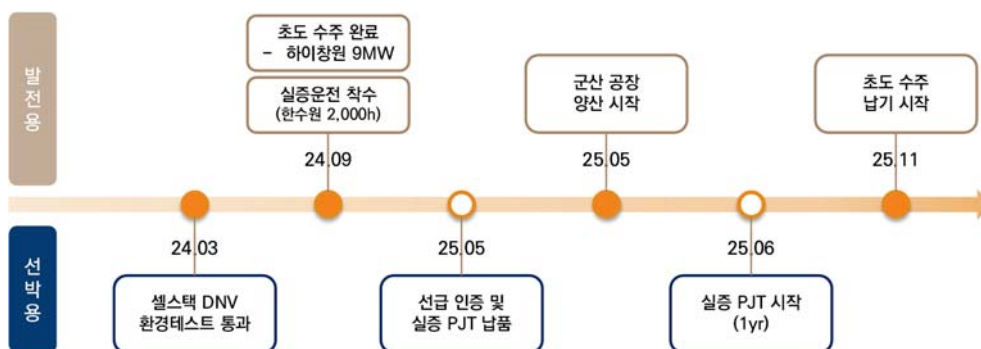
자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 두산퓨얼셀 제품별 중장기 사업계획



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 두산퓨얼셀 중장기 SOFC 사업계획



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	412	457	493	512
매출원가	376	401	409	412
매출총이익	36	56	84	100
판매비와관리비	36	42	50	61
조정영업이익	0	13	33	39
영업이익	0	13	33	39
비영업손익	-8	-34	-39	-28
금융손익	-17	-41	-40	-29
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-8	-21	-6	11
계속사업법인세비용	0	-6	-1	1
계속사업이익	-8	-16	-5	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-8	-16	-5	9
지배주주	-8	-16	-5	9
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	-16	-5	9
지배주주	-10	-16	-5	9
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	18	31	55	66
FCF	35	50	-295	-71
EBITDA 마진율 (%)	4.4	6.8	11.2	12.9
영업이익률 (%)	0.0	2.8	6.7	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.9	-3.5	-1.0	1.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	666	569	838	802
현금 및 현금성자산	134	305	316	333
매출채권 및 기타채권	100	43	84	75
재고자산	379	199	394	355
기타유동자산	53	22	44	39
비유동자산	514	572	709	818
관계기업투자등	5	2	4	4
유형자산	332	397	532	642
무형자산	30	28	26	26
자산총계	1,180	1,141	1,547	1,620
유동부채	364	389	755	827
매입채무 및 기타채무	55	24	47	41
단기금융부채	227	330	639	725
기타유동부채	82	35	69	61
비유동부채	313	265	310	302
장기금융부채	229	229	239	239
기타비유동부채	84	36	71	63
부채총계	677	654	1,065	1,129
지배주주지분	503	487	482	491
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	16	1	-4	5
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	503	487	482	491

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	130	-140	65
당기순이익	-8	-16	-5	9
비현금수익비용가감	88	53	60	57
유형자산감가상각비	15	16	20	26
무형자산상각비	3	2	1	1
기타	70	35	39	30
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	48	128	-156	30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-25	40	-29	7
재고자산 감소(증가)	71	180	-194	38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	-21	16	-4
법인세납부	0	6	1	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-90	-66	-165	-134
유형자산처분(취득)	-68	-80	-155	-136
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-21	14	-10	2
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	71	103	319	86
장단기금융부채의 증가(감소)	72	103	319	86
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	84	170	12	17
기초현금	50	134	305	316
기말현금	134	305	316	333

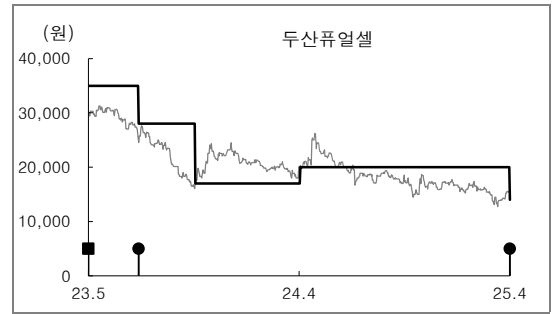
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	-	136.7
P/CF (x)	16.3	33.7	22.8	19.0
P/B (x)	2.6	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA (x)	79.7	42.9	29.7	25.8
EPS (원)	-98	-192	-64	112
CFPS (원)	979	453	668	804
BPS (원)	6,146	5,954	5,891	6,002
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 (%)	57.9	10.9	7.9	3.9
EBITDA증가율 (%)	5.5	72.2	76.6	20.3
조정영업이익증가율 (%)	-80.6	4,061.4	151.6	18.3
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.2	9.2	11.1	9.3
재고자산 회전율 (회)	1.0	1.6	1.7	1.4
매입채무 회전율 (회)	11.0	15.0	17.1	13.8
ROA (%)	-0.7	-1.4	-0.4	0.6
ROE (%)	-1.6	-3.2	-1.1	1.9
ROIC (%)	0.0	1.2	3.0	3.0
부채비율 (%)	134.7	134.3	221.1	230.0
유동비율 (%)	182.9	146.3	111.0	97.0
순차입금/자기자본 (%)	59.6	50.4	112.9	125.2
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.3	0.7	1.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2025.04.30	중립	14,000	-	-
2024.05.02	중립	20,000	-10.22	31.00
2023.11.02	중립	17,000	22.07	44.12
2023.07.27	중립	28,000	-20.77	-1.43
2023.04.28	Trading Buy	35,000	-16.18	-10.71



* 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
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산퓨얼셀 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 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.