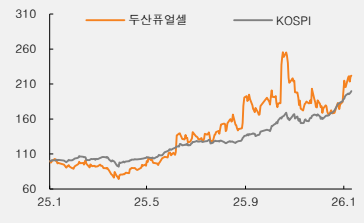


투자의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 35,000원
현재주가(26/1/23)	38,100원
상승여력	-8.1%

영업이익(25F,십억원)	-53
Consensus 영업이익(25F,십억원)	0
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	35.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	17.0
KOSPI	4,990.07
시가총액(십억원)	2,495
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.6
외국인 보유비중(%)	19.0
베타(12M) 일간수익률	2.11
52주 최저가(원)	12,770
52주 최고가(원)	43,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	24.5 71.6 129.8
상대주가	2.7 9.5 15.8



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

김주희

joohee.kim@miraeasset.com

두산퓨얼셀

경쟁력 시험대에 오르는 2026년

4Q25 Preview: 매출 전망치 예상치 상회

두산퓨얼셀의 4Q25 매출액은 전년 동기비 -51.5% 하락한 1,269억원을 기록하며 통상 관찰되는 계절적 요인이 소멸될 전망이다. 당초 예상되었던 CHPS 프로젝트에 대한 수주 확정이 지연되며, 4Q25 수주는 미미했던 것으로 보인다. 수주 부진에 따라 2025년 전체 수주 규모는 전년과 유사한 70MW 수준에 머물렀을 것으로 보인다. 따라 당초에 기대되었던 매출 인식 역시 지연되었을 것으로 추정된다. 영업손실은 전년 동기 대비 적자가 확대된 256억원으로 전망한다. SOFC의 초기 수율 부진과 스택 교체 비용 등으로 원가율이 3Q25 대비 악화되었을 것으로 추정된다.

2026년 관찰 포인트: SOFC 경쟁력 확인과 해외 수출

2026년부터는 이월된 물량과 신규 수주가 맞물리며 수주 규모가 크게 확대될 전망이다. 기납찰된 물량(107MW)과 이월된 낙찰 물량(70MW), 그리고 미국을 중심으로 한 해외 수주가 본격화되면 처음으로 연간 200MW 이상의 수주도 가능하다.

2026년부터는 신제품인 SOFC와 검증된 PAFC의 조합으로 시장을 공략할 계획을 가지고 있는 만큼 현재 점유율(50% 이상)을 지킬 수 있느냐가 관건이다. 동사의 SOFC는 세레스 파워의 금속 지지형 모델을 바탕으로 양산된 제품으로 경쟁사 대비 내구성 측면에서 우수한 것으로 알려져 있다. 하지만, 실질 운영의 초기인 만큼 2026년 내구성과 수율 개선 등 검증이 필요하다.

해외에서는 데이터센터 수요가 급증하고 있는 미국에서의 수주를 기대하고 있다. 계열사인 하이엑시엄(HyAxiom)이 생산을 중단하고 두산퓨얼셀이 OEM 공급을 담당하게 되면서, 2026년 1분기 내에 1~2개의 프로젝트 수주가 기대된다.

목표주가 35,000원으로 상향하나 중립 의견 유지

두산퓨얼셀에 대한 목표주가를 기존 22,000원에서 35,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 동종 업계 밸류에이션 상승(EV/Sales 7.9배)에 기인한다. 투자의견은 중립을 유지한다. 블루에너지로 대표되는 연료전지 업체의 밸류에이션은 데이터센터 전력 수요와 빠른 건설 기간에 따른 수주 경쟁력을 바탕으로 빠르게 상승하고 있다. 이러한 밸류에이션 상승에 지속 편승하기 위해서는 동사 역시 상반기 SOFC 운영을 바탕으로 한 글로벌 경쟁력 확인이 필요하다. 미국 수출 역시 현실화될 필요가 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	412	446	530	678
영업이익 (십억원)	2	0	-53	11	50
영업이익률 (%)	0.8	0.0	-11.9	2.1	7.4
순이익 (십억원)	-9	-8	-51	-4	17
EPS (원)	-104	-98	-626	-47	206
ROE (%)	-1.6	-1.6	-10.7	-0.8	3.7
P/E (배)	-	-	-	-	184.7
P/B (배)	3.7	2.6	5.2	7.0	6.7
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. 4Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	262	91	127	N/A	-51.5	39.7
영업이익	-2	-15	-26	N/A	적지	적지
영업이익률 (%)	-0.9	-16.7	-20.2	N/A	적지	적지
세전이익	-5	-20	-29	N/A	적지	적지
순이익	-6	-17	-23	N/A	적지	적지

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	497	466	446	530	-10.3	13.7	수주 지연, 매출 이월 반영
영업이익	-14	-10	-53	11	280.3	-201.9	
세전이익	-36	-35	-68	-6	88.6	-82.8	
순이익	-25	-24	-51	-4	107.5	-84.2	
EPS (원)	-302	-294	-626	-47	107.5	-84.2	

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	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	100	128	91	127	106	98	90	235	446	530	678
영업이익	-11	-1	-15	-26	-4	-4	-1	20	-53	11	50
세전이익	-15	-4	-20	-29	-8	-8	-5	15	-68	-6	23
순이익(지배)	-9	-2	-17	-23	-5	-6	-4	11	-51	-4	17
영업이익률 (%)	-11.1	-1.1	-16.7	-20.2	-3.8	-4.0	-1.3	8.3	-11.9	2.0	7.4
세전순이익률 (%)	-14.6	-3.3	-22.0	-22.7	-7.4	-8.1	-5.6	6.3	-15.2	-1.1	3.4
순이익률 (지배, %)	-9.5	-1.5	-18.6	-18.1	-5.1	-5.6	-4.2	4.6	-11.5	-0.7	2.5

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터 예상

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 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	2,495	542	627	-32	3	-7.2	-2.5	4.6	3.9	-	100.7	5.3	4.5
	플러그 파워	PLUG US	5,281	1,038	1,259	-1,142	-501	-54.4	-26.8	5.1	4.2	-	-	6.0	4.9
	블룸 에너지	BE US	50,464	2,791	3,653	260	473	-3.9	32.5	18.1	13.8	154.4	87.5	18.6	14.2
	발라드 파워	BLDP US	1,172	143	160	-175	-116	-15.6	-14.5	8.3	7.4	-	-	3.0	2.7
	세레스 파워	CWR LN	1,302	64	119	-79	-14	-28.7	-6.0	20.4	10.9	-	-	17.3	9.2
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	694	263	356	-127	-115	-22.2	-8.7	2.6	2.0	-	-	2.3	1.7
	PowerCell	PCELL SS	261	70	79	1	1	-	-	3.7	3.2	-	-	3.7	3.3
	평균		8,806	701	893	-185	-38	-22.0	-4.3	9.0	6.5	154.4	94.1	8.0	5.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	412	446	530	678
매출원가	376	458	476	583
매출총이익	36	-12	54	95
판매비와관리비	36	41	43	45
조정영업이익	0	-53	11	50
영업이익	0	-53	11	50
비영업손익	-8	-15	-17	-27
금융손익	-17	-13	-17	-27
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-8	-68	-6	23
계속사업법인세비용	0	-16	-2	6
계속사업이익	-8	-51	-4	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-8	-51	-4	17
지배주주	-8	-51	-4	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	-51	-4	17
지배주주	-10	-51	-4	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	18	-31	41	82
FCF	35	-56	-258	-297
EBITDA 마진율 (%)	4.4	-7.0	7.7	12.1
영업이익률 (%)	0.0	-11.9	2.1	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.9	-11.4	-0.8	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	666	371	634	1,094
현금 및 현금성자산	134	71	78	155
매출채권 및 기타채권	100	48	90	149
재고자산	379	226	419	711
기타유동자산	53	26	47	79
비유동자산	514	694	797	877
관계기업투자등	5	2	5	8
유형자산	332	421	525	606
무형자산	30	94	89	84
자산총계	1,180	1,066	1,430	1,970
유동부채	364	260	584	1,057
매입채무 및 기타채무	55	27	50	83
단기금융부채	227	193	461	852
기타유동부채	82	40	73	122
비유동부채	313	354	398	448
장기금융부채	229	313	323	323
기타비유동부채	84	41	75	125
부채총계	677	614	982	1,505
지배주주지분	503	452	448	465
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478
이익잉여금	16	-35	-39	-22
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	503	452	448	465

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	25	-128	-189
당기순이익	-8	-51	-4	17
비현금수익비용가감	88	90	45	65
유형자산감가상각비	15	18	25	27
무형자산상각비	3	5	5	5
기타	70	67	15	33
영업활동으로인한자산및부채의변동	48	0	-155	-238
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-25	36	-29	-42
재고자산 감소(증가)	71	135	-193	-292
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	-19	16	22
법인세납부	0	6	2	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-90	-142	-140	-122
유형자산처분(취득)	-68	-82	-130	-108
무형자산감소(증가)	-1	-70	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-21	13	-10	-15
기타투자활동	0	-3	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	71	48	277	391
장단기금융부채의 증가(감소)	72	50	277	391
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-2	0	0
현금의 증가	84	-63	7	77
기초현금	50	134	71	78
기말현금	134	71	78	155

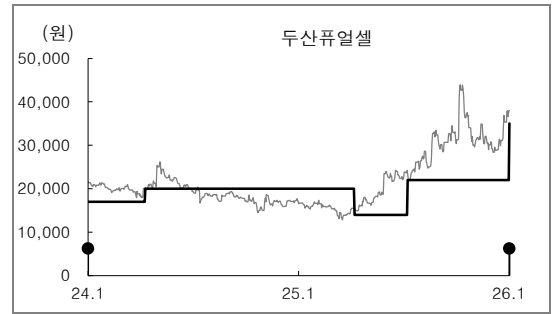
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	-	184.7
P/CF (x)	16.3	60.2	76.0	38.0
P/B (x)	2.6	5.2	7.0	6.7
EV/EBITDA (x)	79.7	-	80.5	44.0
EPS (원)	-98	-626	-47	206
CFPS (원)	979	480	501	1,002
BPS (원)	6,146	5,524	5,478	5,684
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	8.3	18.8	28.0
EBITDA증가율 (%)	5.5	적전	흑전	99.6
조정영업이익증가율 (%)	-80.6	적전	흑전	376.1
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.2	8.6	11.0	8.2
재고자산 회전율 (회)	1.0	1.5	1.6	1.2
매입채무 회전율 (회)	11.0	16.4	18.3	13.0
ROA (%)	-0.7	-4.6	-0.3	1.0
ROE (%)	-1.6	-10.7	-0.8	3.7
ROIC (%)	0.0	-5.7	0.6	2.6
부채비율 (%)	134.7	135.8	219.2	323.7
유동비율 (%)	182.9	142.9	108.5	103.5
순차입금/자기자본 (%)	59.6	93.9	153.1	212.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	-3.3	0.6	1.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2026.01.23	중립	35,000	-	-
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
2023.11.02	중립	17,000	22.07	44.12



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 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.