



BUY (유지)

목표주가(12M) 25,000원(유지)
현재주가(4.30) 15,260원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.61
52주 최고/최저(원)	26,200/12,770
시가총액(십억원)	999.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	202.4
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
외국인지분율(%)	10.58
주요주주 지분율(%)	
두산에너지빌리티 외 16 인	37.85
국민연금공단	6.48

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	551.0	636.0
영업이익(십억원)	5.4	20.0
순이익(십억원)	(6.0)	8.3
EPS(원)	(74)	101
BPS(원)	6,036	6,131

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	260.9	411.8	589.3	626.7
영업이익	1.6	(1.7)	20.0	44.4
세전이익	(12.5)	(10.2)	8.5	33.4
순이익	(8.5)	(10.5)	7.8	25.0
EPS	(104)	(128)	96	306
증감율	N/A	적지	흑전	218.75
PER	(223.08)	(124.69)	158.96	49.87
PBR	3.70	2.62	2.46	2.35
EV/EBITDA	116.01	87.81	33.05	19.41
ROE	(1.66)	(2.07)	1.56	4.82
BPS	6,267	6,099	6,195	6,501
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 2일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

올해는 외형과 이익 모두 성장

목표주가 25,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 25,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출이 크게 늘어났지만 높은 원가율로 인해 적자를 기록했다. 1분기 신규 수주는 9.7MW로 작지만 현재 대기 중인 CHPS 낙찰분이 있기 때문에 연내 수주와 매출로 반영될 전망이다. 2029년 이후 일반수소 입찰시장이 향후 어느 정도 규모로 개설될 것인지 확인할 필요가 있다. 2025년 기준 PER 159.0배, PBR 2.5배다.

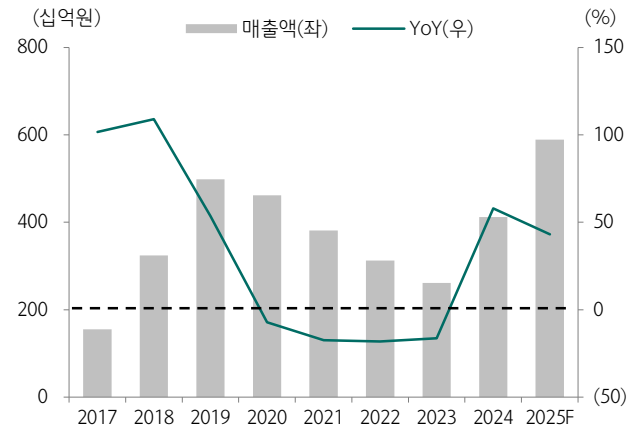
1Q25 영업이익 -116억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 997억원을 기록하며 전년대비 214.8% 증가했다. 2024년 1분기에는 주기기 매출이 없었던 기저효과로 외형 성장이 가파르게 나타났다. 2023년 CHPS 입찰에서 낙찰된 2개 프로젝트 물량 주기기 매출이 이번 분기에 인식되었다. 서비스 매출은 전년대비 21.6% 감소하면서 2개 분기 연속 역성장을 기록했다. 영업이익은 -116억원을 기록하며 전년대비 적자로 전환했다. 2023년 당시 생산량이 감소하면서 당시 제품에 고정비 부담이 상당 수준 배분되면서 원가율이 상승했기 때문이다. 연결 자회사 하이엑스오토모티브 적자는 기존 추세 대비 차이가 크지 않았다. 한편 당시 제조된 51대 중 45대가 모두 납품되었기 때문에 향후 적자폭 확대 가능성은 제한적이다. 원가율이 양호한 수소모델 비중이 상승하고 전극 사업부 내재화에 따른 시너지에 더해 IP 권한 획득으로 로열티 비용이 발생하지 않는 점에서 2분기 부터 이익 정상화가 기대된다.

높은 국내 점유율 기반으로 연간 매출 성장 가능

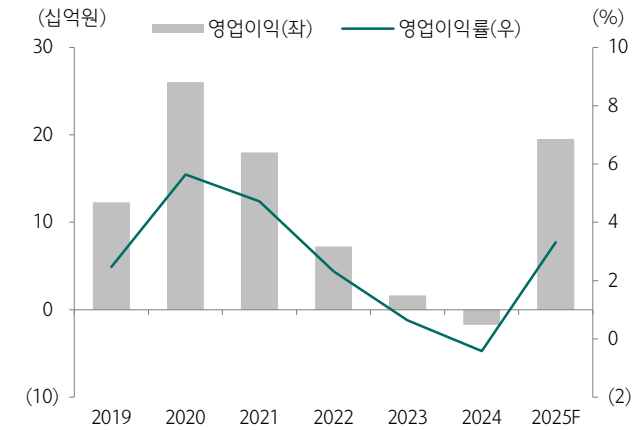
3월 31일, 4월 2일 공시된 공급계약 해지 3건의 경우 착수지시서 장기 미발급, PF약정 체결 무산 등에 따른 계약 해지다. 한편 기존 수주잔고 또는 사업전망에 포함되지 않았던 건이기 때문에 향후 실적에 미치는 영향은 없다. RPS 제도에서 출발한 사업들의 경우 시간 경과가 오래되었고 CHPS 입찰에서 40MW 초과하는 대규모 사업은 낙찰이 거의 불가능하기 때문에 해지가 불가피했던 사안으로 해석된다. CHPS 입찰에서 수주 점유율을 높게 유지하고 있어 연간 5천억원대 매출 규모로 회복이 가능하다. 올해 7월부터 군산 SOFC 공장에서 양산이 시작되면 생산제품 다변화에 따른 수요 발굴로 추가적인 성장을 기대해볼 수 있다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



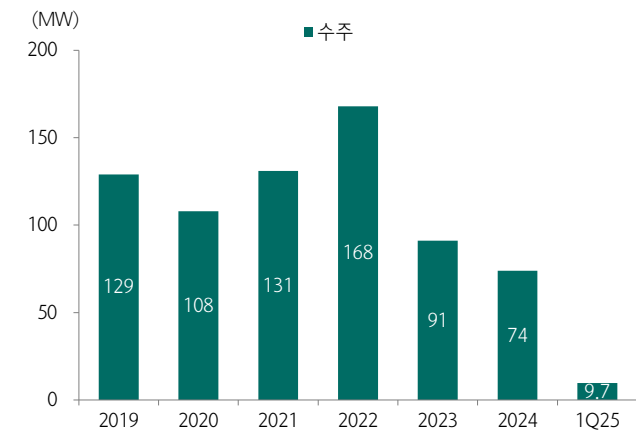
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



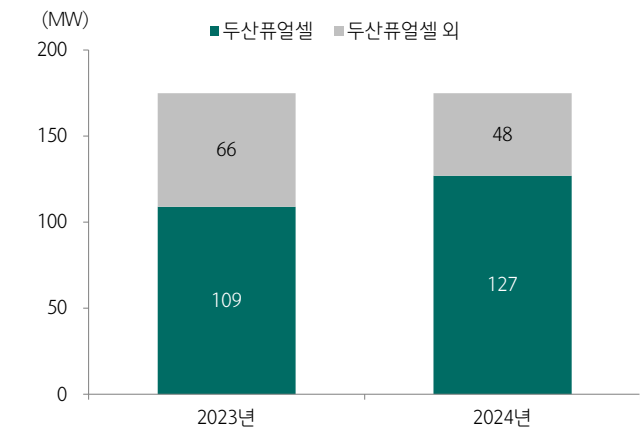
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년~2024년 일반수소발전 입찰시장 결과



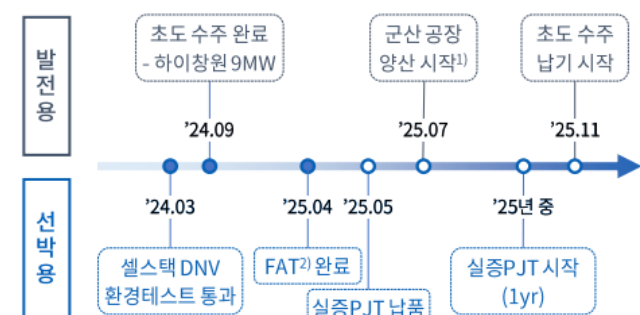
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. PAFC 전용실시권 취득 내용

	기존	변경
사업권역	한국 두산퓨얼셀 (Non-exclusive)	한국 포함 Global HyAxiom, Inc.
권한범위	• (한국 내) 생산, 판매, 서비스	• 아시아, 오세아니아 두산퓨얼셀 (Exclusive) HyAxiom, Inc.
로열티	• 제품매출 발생 시 로열티 지급	• 생산은 사업권역과 무관하게 두산퓨얼셀 담당 • (권역 내) 생산, 판매, 서비스, R&D, Sub-license • 일회성 지급 (추가 로열티 없음)
기대효과	- 제품 및 기술 경쟁력 제고 - R&D 권한 확대로 설계 개선의 신속도 및 자유도 상승 → 품질 경쟁력 제고 가능 - 해외시장 진출 - 중국, 대만, 호주 등 해외 주요 타겟 시장 진출을 위한 기반 강화 - 최근 미-중 무역갈등 심화로 당사의 독립적인 영업활동 필요성 부각 - 사업모델 다각화 - 서비스라이선스 권한을 바탕으로 사업모델 다각화 가능(ex. 해외 Localization, LTSA 아웃소싱 등)	

자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. SOFC 개발 현황



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	260.9	411.8	589.3	626.7	657.2
매출원가	221.3	375.6	527.1	537.6	558.5
매출총이익	39.6	36.2	62.2	89.1	98.7
판매비	37.9	37.9	42.2	44.8	47.5
영업이익	1.6	(1.7)	20.0	44.4	51.2
금융손익	(13.4)	(11.9)	(14.5)	(14.3)	(14.3)
종속/관계기업손익	1.3	0.8	0.6	0.6	0.6
기타영업외손익	(2.1)	2.6	2.5	2.7	2.7
세전이익	(12.5)	(10.2)	8.5	33.4	40.2
법인세	(4.0)	0.3	0.7	8.3	10.0
계속사업이익	(8.5)	(10.5)	7.8	25.0	30.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.5)	(10.5)	7.8	25.0	30.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(8.5)	(10.5)	7.8	25.0	30.1
지배주주지분포괄이익	(10.5)	(12.3)	7.8	25.0	30.1
NOPAT	1.1	(1.8)	18.4	33.3	38.4
EBITDA	17.0	16.4	35.3	59.2	65.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	57.84	43.10	6.35	4.87
NOPAT증가율	N/A	적전	흑전	80.98	15.32
EBITDA증가율	N/A	(3.53)	115.24	67.71	10.98
영업이익증가율	N/A	적전	흑전	122.00	15.32
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	220.51	20.40
EPS증가율	N/A	적지	흑전	218.75	20.26
수익성(%)					
매출총이익률	15.18	8.79	10.55	14.22	15.02
EBITDA이익률	6.52	3.98	5.99	9.45	10.00
영업이익률	0.61	(0.41)	3.39	7.08	7.79
계속사업이익률	(3.26)	(2.55)	1.32	3.99	4.58

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(104)	(128)	96	306	368
BPS	6,267	6,099	6,195	6,501	6,869
CFPS	854	961	410	694	763
EBITDAPS	208	201	431	723	803
SPS	3,188	5,031	7,201	7,658	8,030
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(223.08)	(124.69)	158.96	49.87	41.47
PBR	3.70	2.62	2.46	2.35	2.22
PCFR	27.17	16.61	37.22	21.99	20.00
EV/EBITDA	116.01	87.81	33.05	19.41	17.18
PSR	7.28	3.17	2.12	1.99	1.90
재무비율(%)					
ROE	(1.66)	(2.07)	1.56	4.82	5.51
ROA	(0.79)	(0.93)	0.70	2.35	2.77
ROIC	0.12	(0.20)	2.29	4.44	5.04
부채비율	108.88	136.45	108.91	101.15	96.84
순부채비율	64.82	61.91	41.32	36.20	30.45
이자보상배율(배)	0.09	(0.09)	1.03	2.51	3.14

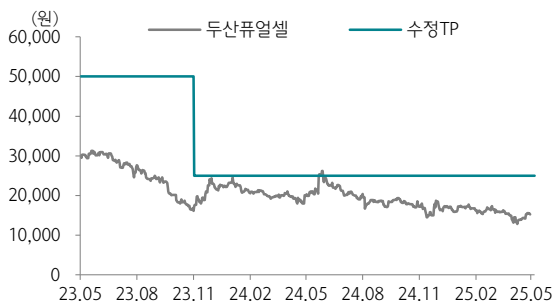
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	648.1	660.6	541.9	552.6	588.3
금융자산	51.8	149.5	189.0	185.8	207.2
현금성자산	50.2	137.6	180.7	177.3	198.3
매출채권	44.4	69.5	48.0	49.9	51.8
재고자산	460.1	380.4	262.6	272.9	283.5
기타유동자산	91.8	61.2	42.3	44.0	45.8
비유동자산	422.8	519.1	516.7	517.1	517.7
투자자산	11.6	14.4	12.2	12.4	12.6
금융자산	7.8	9.8	9.1	9.1	9.2
유형자산	271.3	334.7	336.7	338.6	340.2
무형자산	34.2	32.6	30.3	28.7	27.5
기타비유동자산	105.7	137.4	137.5	137.4	137.4
자산총계	1,070.8	1,179.7	1,058.6	1,069.6	1,106.0
유동부채	287.4	366.0	263.1	246.8	250.7
금융부채	186.0	227.5	167.5	147.5	147.5
매입채무	30.5	37.6	25.9	26.9	28.0
기타유동부채	70.9	100.9	69.7	72.4	75.2
비유동부채	270.8	314.8	288.8	291.1	293.4
금융부채	198.1	230.9	230.9	230.9	230.9
기타비유동부채	72.7	83.9	57.9	60.2	62.5
부채총계	558.2	680.8	551.9	537.9	544.1
지배주주지분	512.7	498.9	506.7	531.7	561.9
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	476.1	476.1	476.1	476.1
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	26.3	14.0	21.9	46.9	77.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	512.7	498.9	506.7	531.7	561.9
순금융부채	332.3	308.9	209.4	192.5	171.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	7.8	101.1	102.4	32.9	37.5
당기순이익	(8.5)	(10.5)	7.8	25.0	30.1
조정	53.7	64.3	15.3	14.8	14.6
감가상각비	15.4	18.1	15.2	14.8	14.5
외환거래손익	(2.0)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	41.6	50.0	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(37.4)	47.3	79.3	(6.9)	(7.2)
투자활동 현금흐름	(95.7)	(82.7)	(9.2)	(15.5)	(15.5)
투자자산감소(증가)	(10.0)	(1.8)	2.2	(0.2)	(0.2)
자본증가(감소)	(113.9)	(68.2)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타	28.2	(12.7)	3.6	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름	105.3	69.1	(60.0)	(20.0)	0.0
금융부채증가(감소)	384.1	74.2	(60.0)	(20.0)	0.0
자본증가(감소)	485.7	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(764.5)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.3	87.4	76.0	(3.4)	21.0
Unlevered CFO	69.9	78.7	33.5	56.8	62.5
Free Cash Flow	(106.2)	32.8	87.4	17.9	22.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.2	BUY	25,000		
23.8.1	1년 경과		-	-
22.8.1	BUY	50,000	-35.90%	-18.20%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 5월 2일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.95%	5.05%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 29일