



BUY (유지)

목표주가(12M) 28,000원(상향)
현재주가(7.25) 23,850원

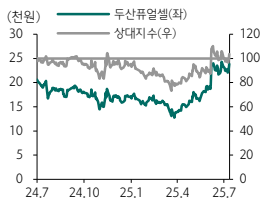
Key Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 3,196.05 |
| 52주 최고/최저(원) | 24,300/12,770 |
| 시가총액(십억원) | 1,562.0 |
| 시가총액비중(%) | 0.06 |
| 발행주식수(천주) | 65,493.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 631.3 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 13.5 |
| 외국인지분율(%) | 10.45 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| - 두산에너빌리티 외 16 인 | 37.85 |
| - 국민연금공단 | 6.48 |

Consensus Data

| | 2025 | 2026 |
|-----------|--------|-------|
| 매출액(십억원) | 586.8 | 657.7 |
| 영업이익(십억원) | (4.4) | 22.6 |
| 순이익(십억원) | (13.4) | 10.0 |
| EPS(원) | (163) | 123 |
| BPS(원) | 5,938 | 6,060 |

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|-----------|----------|----------|----------|--------|
| 매출액 | 260.9 | 411.8 | 601.6 | 712.0 |
| 영업이익 | 1.6 | (1.7) | (13.0) | 34.5 |
| 세전이익 | (12.5) | (10.2) | (25.4) | 22.6 |
| 순이익 | (8.5) | (10.5) | (16.6) | 16.9 |
| EPS | (104) | (128) | (203) | 207 |
| 증감율 | N/A | 적지 | 적지 | 흑전 |
| PER | (223.08) | (124.69) | (117.49) | 115.22 |
| PBR | 3.70 | 2.62 | 4.05 | 3.91 |
| EV/EBITDA | 116.01 | 87.81 | 784.78 | 46.60 |
| ROE | (1.66) | (2.07) | (3.38) | 3.45 |
| BPS | 6,267 | 6,099 | 5,895 | 6,102 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 7월 28일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

복미 수주 기대감

목표주가 28,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 28,000원으로 기존대비 12% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 4.4배를 적용했다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 주기기 매출이 크게 늘어났지만 높은 원가율로 적자를 지속 중이다. 2분기 누적 신규 수주 규모는 30.8MW이며 2024년 CHPS에서 낙찰된 9개 프로젝트 수주가 예정되어 있어 연내 계약으로 이어질 전망이다. 2025년 기준 PBR 4.1배다.

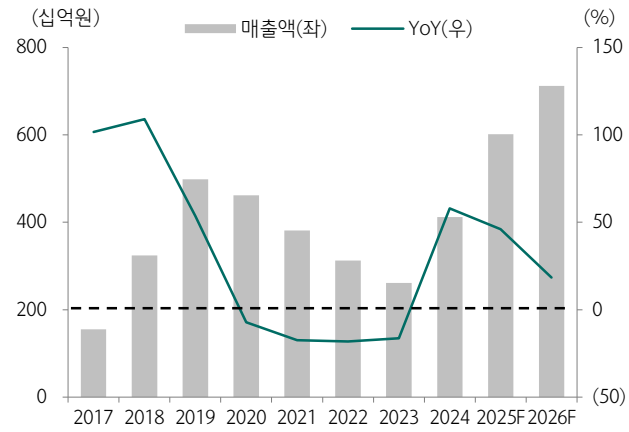
2Q25 영업이익 -19억원(적자전환)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액 1,285억원을 기록하며 전년대비 48.5% 증가했다. 서비스 매출은 감소했으나 주기기 매출이 성장하며 외형 확대를 견인했다. 하반기에는 주기기 매출 인식이 본격화되며 유의미한 성장 추세가 나타날 전망이다. 영업이익은 -19억원을 기록하며 전년대비 적자로 전환했다. 과거 제작 제품에 대한 서비스 비용이 반영되며 마진이 훼손되는 모습이다. 다만 1분기 대비 원가율이 개선되면서 적자폭은 축소되었다. 원가율 높은 제품의 소진 시점은 2026년 1분기로 예상된다. 백금 등 촉매에 사용되는 주요 원재료 비용이 증가하는 가운데 하반기에 SOFC 생산이 본격화된 이후 안정화 과정에서 일부 비용 증가가 예상된다. SOFC 발전용 초도 납품은 11월로 예정되어 있으며 선박용도 4분기 중 실증 운항을 시작할 전망이다. 연결 자회사 하이엑시움모터스 적자는 기존 대비 차이가 크지 않았던 것으로 보인다.

안정적인 국내 물량에 더해 해외 수주를 기다리는 시기

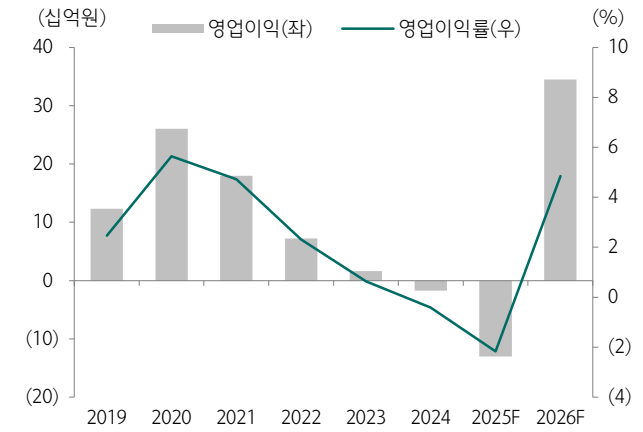
미국 데이터센터 밀집 지역의 전력수요 증가에 의한 수급 불균형으로 전력생산설비 납기의 중요성이 부각되는 모습이다. 미국 경쟁업체의 경우 다수 데이터센터 기업 향으로 공급을 확대하는 등 연료전지의 가능성에 관심이 부각되는 중이다. 미국향 수출의 경우 관세 영향, 현지에서의 가격경쟁력 등 고려할 요소가 많지만 단기적으로 수주로 수요가 확인될 여지가 많은 상황이다. 생산법인이 일원화되어 있기 때문에 향후 국내 제품으로 수출이 가능하며 2026년부터는 연간 20MW 규모의 수주를 기대하는 모습이다. 높은 점유율 기반의 안정적인 국내 물량에 더해 해외 수주가 유의미한 규모로 이뤄질 경우 추가적인 외형 성장 요인으로 작용할 전망이다. 실적 회복 시점은 외형 성장과 달리 지연되는 모습이나 마진 개선 시점이 2026년 상반기로 제시되어 있고 제한된 국내 CHPS 입찰 바깥의 추가 성장 동력을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적인 평가 지점이 존재한다.

도표 1. 연간 매출액 추이 및 전망



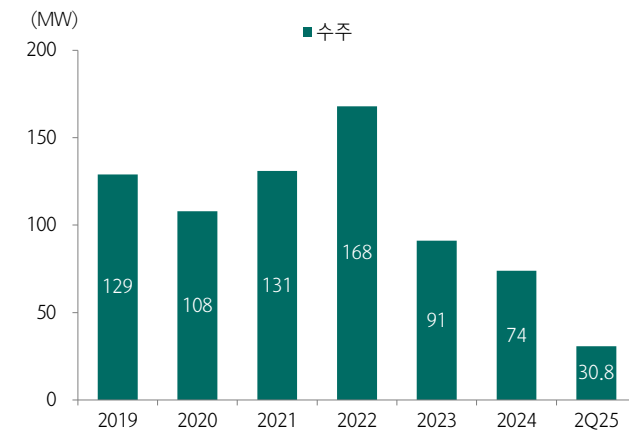
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 연간 영업이익 추이 및 전망



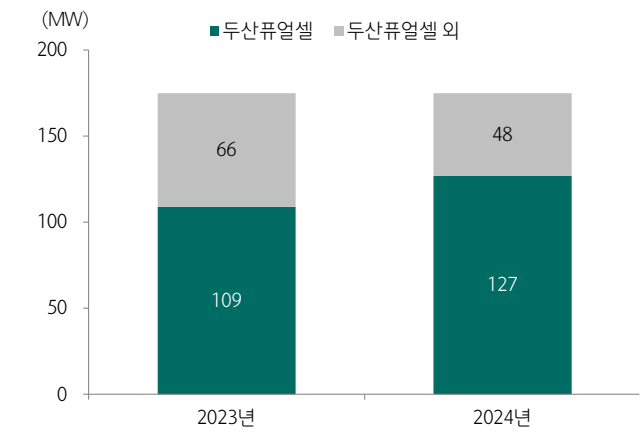
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 2023년~2024년 일반수소발전 입찰시장 결과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 260.9 | 411.8 | 601.6 | 712.0 | 737.8 |
| 매출원가 | 221.3 | 375.6 | 571.4 | 631.6 | 642.0 |
| 매출총이익 | 39.6 | 36.2 | 30.2 | 80.4 | 95.8 |
| 판매비 | 37.9 | 37.9 | 43.3 | 45.9 | 48.7 |
| 영업이익 | 1.6 | (1.7) | (13.0) | 34.5 | 47.2 |
| 금융손익 | (13.4) | (11.9) | (15.5) | (15.4) | (15.3) |
| 종속/관계기업손익 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 기타영업외손익 | (2.1) | 2.6 | 2.5 | 2.8 | 2.8 |
| 세전이익 | (12.5) | (10.2) | (25.4) | 22.6 | 35.3 |
| 법인세 | (4.0) | 0.3 | (8.8) | 5.6 | 8.8 |
| 계속사업이익 | (8.5) | (10.5) | (16.6) | 16.9 | 26.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (8.5) | (10.5) | (16.6) | 16.9 | 26.5 |
| 비배주주지분 손이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | (8.5) | (10.5) | (16.6) | 16.9 | 26.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | (10.5) | (12.3) | (16.6) | 16.9 | 26.5 |
| NOPAT | 1.1 | (1.8) | (8.5) | 25.9 | 35.4 |
| EBITDA | 17.0 | 16.4 | 2.9 | 50.0 | 62.4 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | N/A | 57.84 | 46.09 | 18.35 | 3.62 |
| NOPAT증가율 | N/A | 적전 | 적지 | 흑전 | 36.68 |
| EBITDA증가율 | N/A | (3.53) | (82.32) | 1,624.14 | 24.80 |
| 영업이익증가율 | N/A | 적전 | 적지 | 흑전 | 36.81 |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A | 적지 | 적지 | 흑전 | 56.80 |
| EPS증가율 | N/A | 적지 | 적지 | 흑전 | 56.04 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 15.18 | 8.79 | 5.02 | 11.29 | 12.98 |
| EBITDA이익률 | 6.52 | 3.98 | 0.48 | 7.02 | 8.46 |
| 영업이익률 | 0.61 | (0.41) | (2.16) | 4.85 | 6.40 |
| 계속사업이익률 | (3.26) | (2.55) | (2.76) | 2.37 | 3.59 |

투자지표

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|----------|----------|----------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (104) | (128) | (203) | 207 | 323 |
| BPS | 6,267 | 6,099 | 5,895 | 6,102 | 6,425 |
| CFPS | 854 | 961 | 397 | 743 | 897 |
| EBITDAPS | 208 | 201 | 35 | 611 | 762 |
| SPS | 3,188 | 5,031 | 7,351 | 8,700 | 9,015 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | (223.08) | (124.69) | (117.49) | 115.22 | 73.84 |
| PBR | 3.70 | 2.62 | 4.05 | 3.91 | 3.71 |
| PCFR | 27.17 | 16.61 | 60.08 | 32.10 | 26.59 |
| EV/EBITDA | 116.01 | 87.81 | 784.78 | 46.60 | 37.22 |
| PSR | 7.28 | 3.17 | 3.24 | 2.74 | 2.65 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | (1.66) | (2.07) | (3.38) | 3.45 | 5.16 |
| ROA | (0.79) | (0.93) | (1.11) | 0.90 | 1.35 |
| ROIC | 0.12 | (0.20) | (0.80) | 1.99 | 2.61 |
| 부채비율 | 108.88 | 136.45 | 274.14 | 288.42 | 276.67 |
| 순부채비율 | 64.82 | 61.91 | 140.97 | 147.59 | 138.65 |
| 이자보상비율(배) | 0.09 | (0.09) | (0.63) | 1.14 | 1.54 |

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 648.1 | 660.6 | 1,235.0 | 1,367.6 | 1,408.2 |
| 금융자산 | 51.8 | 149.5 | 166.7 | 169.8 | 177.8 |
| 현금성자산 | 50.2 | 137.6 | 145.6 | 146.2 | 153.5 |
| 매출채권 | 44.4 | 69.5 | 214.7 | 240.7 | 247.3 |
| 재고자산 | 460.1 | 380.4 | 732.1 | 820.9 | 843.3 |
| 기타유동자산 | 91.8 | 61.2 | 121.5 | 136.2 | 139.8 |
| 비유동자산 | 422.8 | 519.1 | 569.5 | 571.5 | 571.9 |
| 투자자산 | 11.6 | 14.4 | 28.2 | 30.7 | 31.3 |
| 금융자산 | 7.8 | 9.8 | 12.5 | 13.1 | 13.3 |
| 유형자산 | 271.3 | 334.7 | 354.5 | 355.5 | 356.5 |
| 무형자산 | 34.2 | 32.6 | 30.8 | 29.3 | 28.1 |
| 기타비유동자산 | 105.7 | 137.4 | 156.0 | 156.0 | 156.0 |
| 자산총계 | 1,070.8 | 1,179.7 | 1,804.5 | 1,939.1 | 1,980.1 |
| 유동부채 | 287.4 | 366.0 | 996.2 | 1,095.2 | 1,105.0 |
| 금융부채 | 186.0 | 227.5 | 675.1 | 735.1 | 735.1 |
| 매입채무 | 30.5 | 37.6 | 119.7 | 134.2 | 137.9 |
| 기타유동부채 | 70.9 | 100.9 | 201.4 | 225.9 | 232.0 |
| 비유동부채 | 270.8 | 314.8 | 325.9 | 344.7 | 349.4 |
| 금융부채 | 198.1 | 230.9 | 171.5 | 171.5 | 171.5 |
| 기타비유동부채 | 72.7 | 83.9 | 154.4 | 173.2 | 177.9 |
| 부채총계 | 558.2 | 680.8 | 1,322.2 | 1,439.9 | 1,454.4 |
| 지배주주지분 | 512.7 | 498.9 | 482.3 | 499.2 | 525.7 |
| 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) | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 이익잉여금 | 26.3 | 14.0 | (2.6) | 14.4 | 40.8 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 512.7 | 498.9 | 482.3 | 499.2 | 525.7 |
| 순금융부채 | 332.3 | 308.9 | 679.9 | 736.8 | 728.9 |

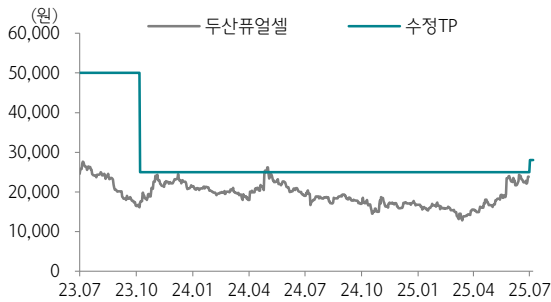
현금흐름표

(단위:십억원)

| | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 7.8 | 101.1 | (279.0) | (27.9) | 26.5 |
| 당기순이익 | (8.5) | (10.5) | (16.6) | 16.9 | 26.5 |
| 조정 | 53.7 | 64.3 | 32.9 | 15.5 | 15.2 |
| 감가상각비 | 15.4 | 18.1 | 15.9 | 15.5 | 15.2 |
| 외환거래손익 | (2.0) | (3.0) | 0.4 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (1.3) | (0.8) | (0.1) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 41.6 | 50.0 | 16.7 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채변동 | (37.4) | 47.3 | (295.3) | (60.3) | (15.2) |
| 투자활동 현금흐름 | (95.7) | (82.7) | (56.2) | (20.1) | (16.3) |
| 투자자산감소(증가) | (10.0) | (1.8) | (13.7) | (2.5) | (0.6) |
| 자본증가(감소) | (113.9) | (68.2) | (32.9) | (15.0) | (15.0) |
| 기타 | 28.2 | (12.7) | (9.6) | (2.6) | (0.7) |
| 재무활동 현금흐름 | 105.3 | 69.1 | 387.9 | 60.0 | 0.0 |
| 금융부채증가(감소) | 384.1 | 74.2 | 388.3 | 60.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 485.7 | (1.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (764.5) | (3.7) | (0.4) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 18.3 | 87.4 | 40.9 | 0.6 | 7.3 |
| Unlevered CFO | 69.9 | 78.7 | 32.5 | 60.8 | 73.4 |
| Free Cash Flow | (106.2) | 32.8 | (312.0) | (42.9) | 11.5 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 25.7.28 | BUY | 28,000 | - | - |
| 24.11.2 | 1년 경과 | | - | - |
| 23.11.2 | BUY | 25,000 | -18.73% | 4.80% |
| 23.8.1 | 1년 경과 | | - | - |
| 22.8.1 | BUY | 50,000 | -35.90% | -18.20% |

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 | 95.48% | 4.52% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2025년 07월 25일