



BUY (유지)

목표주가(12M) 48,000원
현재주가(2.11) 33,850원

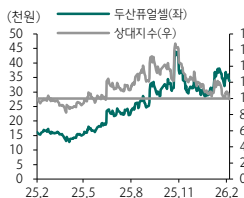
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,354.49
52주 최고/최저(원)	43,900/12,770
시가총액(십억원)	2,217.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	716.3
60일 평균 거래대금(십억원)	23.8
외국인지분율(%)	18.13
주요주주 지분율(%)	
두산에너지리미티드 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	448.8	532.3
영업이익(십억원)	(55.1)	(33.3)
순이익(십억원)	(54.5)	(37.8)
EPS(원)	(665)	(462)
BPS(원)	5,433	4,967

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	260.9	411.8	454.8	457.1
영업이익	1.6	(1.7)	(105.7)	(6.8)
세전이익	(12.5)	(10.2)	(124.0)	(26.7)
순이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)
EPS	(104)	(128)	(1,622)	(244)
증감율	N/A	적지	적지	적지
PER	(223.08)	(124.69)	(17.79)	(138.73)
PBR	3.70	2.62	6.44	7.99
EV/EBITDA	116.01	87.81	(32.46)	136.92
ROE	(1.66)	(2.07)	(30.68)	(5.61)
BPS	6,267	6,099	4,481	4,236
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2026년 2월 12일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

잠재 수요는 견조한 상황

목표주가 48,000원, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가 48,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 주기기 매출이 회복되었지만 비용 부담이 증가하면서 실적이 부진했다. 단기적인 실적 방향성 전환은 쉽지 않은 상황으로 해석된다. 4분기 누적 신규 수주 규모는 72MW로 전년대비 소폭 감소했다. 2024년 CHPS 낙찰물량 중 68MW의 수주가 2026년으로 이월된 영향이다. 2026년에는 해당 68MW에 2025년 낙찰물량, 해외수주까지 감안하면 양호한 수주 흐름이 기대된다. 2026년 기준 PBR 8.0배, PSR 5.2배이다.

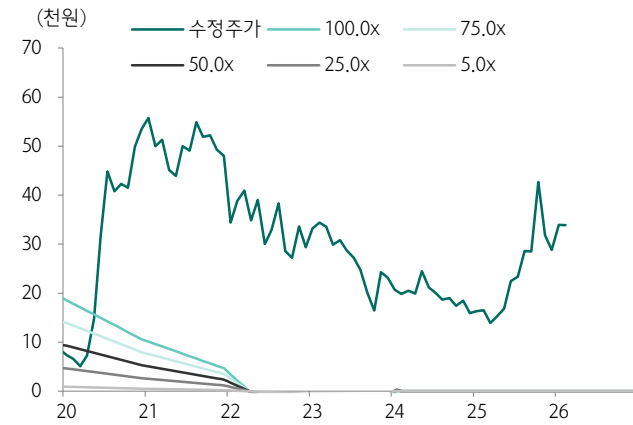
4Q25 영업이익 -766억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액 1,358억원을 기록하며 전년대비 48.1% 감소했다. 주기기 인도 물량이 집중된 2024년 4분기의 기저효과로 외형이 둔화되었다. 영업이익은 -766억원을 기록하며 적자폭이 확대되었다. PAFC 주기기 매출은 백금 등 원재료 가격의 급등에도 매출총이익 기준 흑자를 기록했으나 SOFC와 서비스 부문에서는 적자를 인식했다. 최근 백금 가격은 고점 대비 소폭 하락했으나 여전히 절대적으로 높은 레벨에 있어 2026년에도 원가 부담이 이어질 수 있다. SOFC는 하이창원 프로젝트 납품이 시작되면서 적자가 확대되었다. 레퍼런스 확보 차원의 저마진 수주였고 수율 이슈로 재료비 부담이 증가한 가운데 납기 지연으로 인한 배상금이 반영되었기 때문이다. 수율이 점차 상승하고 있으며 2027년까지 국내외 SOFC 수요에 대응하는 스택 매출 증가를 기대하는 모습이다. 서비스 부문은 과거 납품한 제품의 품질 이슈로 적자를 기록했다. 익산공장 준공 이후 생산된 일부 제품에서 품질 이슈가 확인되며 2023년 이후 제품들은 문제가 없는 것으로 보인다. 아직 성능검사 전 물량의 전수조사가 완료되지 않은 상황이기 때문에 2026년 연내 추가 비용이 발생할 여지가 존재한다.

국내 시장 축소 우려를 해외 수주로 극복할 필요

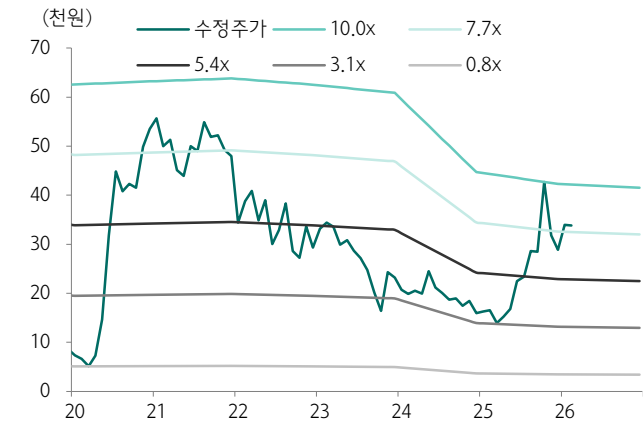
친환경 정책 강화로 CHPS 입찰시장에서 LNG 개질 연료전지 전용 일반수소 물량이 축소될 여지가 있다. 현재 2028년 물량까지는 고시로 확정된 상황이지만 이후 시점으로 연장되지 않거나 감소할 경우 장기적으로 매출 축소가 불가피할 전망이다. 해당 우려를 극복하려면 해외 진출이 필요하다. 최근 On-Site 설비 등 연료전지 수요가 증가하는 국면에서 PAFC와 흡수식냉동기 조합 및 SOFC 스택 판매가 증가할 것으로 기대된다. 전자의 경우 빅테크 1개 업체와 기술 및 품질 검증을 완료했다. 전력가격이 높을수록 고정비 및 냉방효율 관점에서 유리하며 대규모 수요처에 적합한 시스템으로 판단된다. 후자의 경우 발전설비뿐만 아니라 다양한 목적으로 활용될 수 있다. 현재 국내 1개 해외 3개 업체와 협의가 진행 중이고 그 중 독일 1개사와는 2025년 스택 구매 이후 후속 대량 발주를 논의 중인 것으로 보인다.

도표 1. 두산퓨얼셀 12M Fwd PER 추이



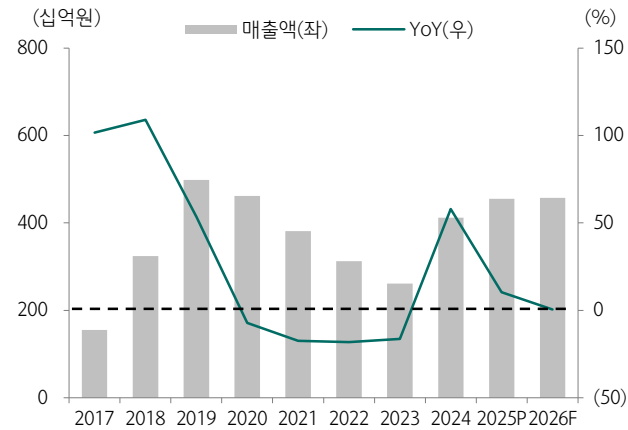
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 두산퓨얼셀 12M Fwd PBR 추이



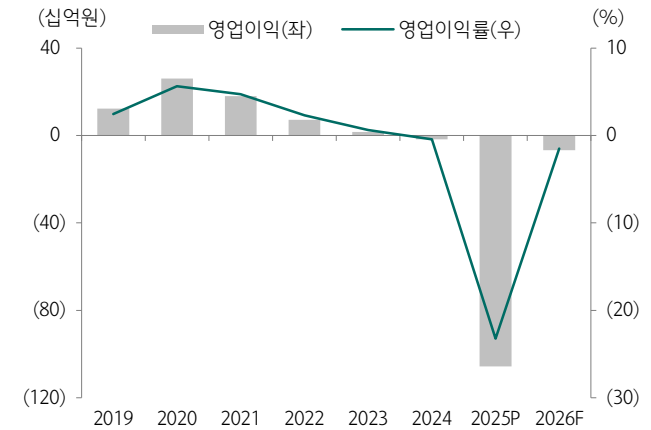
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연간 매출액 추이 및 전망



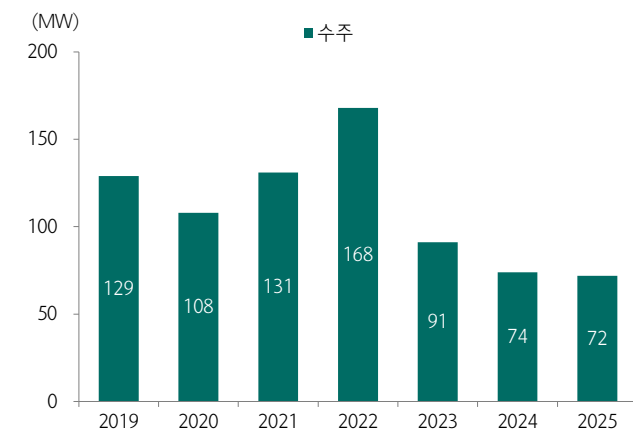
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



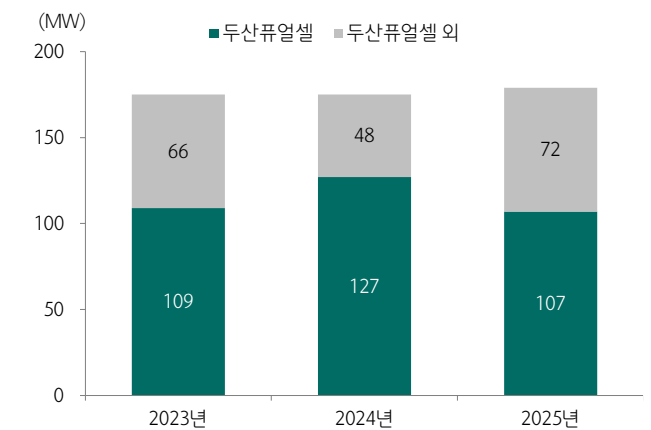
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 일반수소발전 입찰시장 결과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	260.9	411.8	454.8	457.1	542.7
매출원가	221.3	375.6	517.1	420.0	484.0
매출총이익	39.6	36.2	(62.3)	37.1	58.7
판매비	37.9	37.9	43.4	43.9	46.6
영업이익	1.6	(1.7)	(105.7)	(6.8)	12.1
금융손익	(13.4)	(11.9)	(15.9)	(15.9)	(15.8)
종속/관계기업손익	1.3	0.8	(0.1)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(2.1)	2.6	(2.3)	(3.8)	(4.2)
세전이익	(12.5)	(10.2)	(124.0)	(26.7)	(8.2)
법인세	(4.0)	0.3	8.8	(6.7)	(2.1)
계속사업이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)	(6.2)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)	(6.2)
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)	(6.2)
지배주주포괄이익	(10.5)	(12.3)	(132.4)	(20.0)	(6.2)
NOPAT	1.1	(1.8)	(113.2)	(5.1)	9.1
EBITDA	17.0	16.4	(83.0)	19.8	37.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	57.84	10.44	0.51	18.73
NOPAT증가율	N/A	적전	적지	적지	흑전
EBITDA증가율	N/A	(3.53)	적전	흑전	91.41
(조정)영업이익증가율	N/A	적전	적지	적지	흑전
(지분법제외)순이익증가율	N/A	적지	적지	적지	적지
(지분법제외)EPS증가율	N/A	적지	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	15.18	8.79	(13.70)	8.12	10.82
EBITDA이익률	6.52	3.98	(18.25)	4.33	6.98
(조정)영업이익률	0.61	(0.41)	(23.24)	(1.49)	2.23
계속사업이익률	(3.26)	(2.55)	(29.20)	(4.38)	(1.14)

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	648.1	660.6	978.8	975.4	1,151.0
금융자산	51.8	149.5	137.6	125.0	169.7
현금성자산	50.2	137.6	132.3	119.5	163.5
매출채권 등	44.4	69.5	179.7	181.7	209.6
재고자산	460.1	380.4	593.1	599.7	692.0
기타유동자산	91.8	61.2	68.4	69.0	79.7
비유동자산	422.8	519.1	679.6	668.2	659.9
투자자산	11.6	14.4	24.1	24.3	26.9
금융자산	7.8	9.8	12.1	12.1	12.9
유형자산	271.3	334.7	387.8	381.6	375.9
무형자산	34.2	32.6	99.0	93.5	88.4
기타비유동자산	105.7	137.4	168.7	168.8	168.7
자산총계	1,070.8	1,179.7	1,658.4	1,643.6	1,810.9
유동부채	287.4	366.0	934.4	938.3	1,092.6
금융부채	186.0	227.5	585.5	585.5	685.5
매입채무 등	30.5	37.6	77.6	78.5	90.5
기타유동부채	70.9	100.9	271.3	274.3	316.6
비유동부채	270.8	314.8	357.4	358.8	377.9
금융부채	198.1	230.9	234.4	234.4	234.4
기타비유동부채	72.7	83.9	123.0	124.4	143.5
부채총계	558.2	680.8	1,291.8	1,297.1	1,470.5
지배주주지분	512.7	498.9	366.5	346.5	340.4
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)
기타포괄이익누계	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	26.3	14.0	(118.7)	(138.7)	(144.9)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	512.7	498.9	366.5	346.5	340.4
순금융부채	332.3	308.9	682.3	694.9	750.2

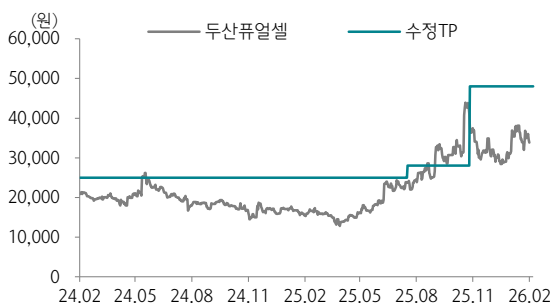
투자지표					
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(104)	(128)	(1,622)	(244)	(75)
BPS	6,267	6,099	4,481	4,236	4,161
CFPS	854	961	(187)	233	475
EBITDAPS	208	201	(1,014)	242	464
SPS	3,188	5,031	5,557	5,585	6,631
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(223.08)	(124.69)	(17.79)	(138.73)	(451.33)
PBR	3.70	2.62	6.44	7.99	8.14
PCFR	27.17	16.61	(154.28)	145.28	71.26
EV/EBITDA	116.01	87.81	(32.46)	136.92	73.00
PSR	7.28	3.17	5.19	6.06	5.10
재무비율(%)					
ROE	(1.66)	(2.07)	(30.68)	(5.61)	(1.79)
ROA	(0.79)	(0.93)	(9.36)	(1.21)	(0.36)
ROIC	0.12	(0.20)	(11.47)	(0.46)	0.80
부채비율	108.88	136.45	352.45	374.30	432.02
순부채비율	64.82	61.91	186.14	200.54	220.40
이자보상배율(배)	0.09	(0.09)	(6.09)	(0.28)	0.42

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동현금흐름	7.8	101.1	(209.3)	3.6	(21.8)
당기순이익	(8.5)	(10.5)	(132.8)	(20.0)	(6.2)
조정	53.7	64.3	77.0	26.6	25.8
감가상각비	15.4	18.1	22.7	26.6	25.8
외환거래손익	(2.0)	(3.0)	0.1	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	(0.8)	0.1	0.0	0.0
기타	41.6	50.0	54.1	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(37.4)	47.3	(153.5)	(3.0)	(41.4)
투자활동현금흐름	(95.7)	(82.7)	(121.2)	(15.2)	(18.4)
투자자산감소(증가)	(10.0)	(1.8)	(9.7)	(0.2)	(2.6)
유형자산감소(증가)	(113.9)	(68.2)	(46.8)	(15.0)	(15.0)
기타투자활동	28.2	(12.7)	(64.7)	0.0	(0.8)
재무활동현금흐름	105.3	69.1	359.0	0.0	100.0
금융부채증가(감소)	384.1	74.2	361.6	0.0	100.0
자본증가(감소)	485.7	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(764.5)	(3.7)	(2.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.3	87.4	27.5	(12.7)	43.9
Unlevered CFO	69.9	78.7	(15.3)	19.1	38.9
Free Cash Flow	(106.2)	32.8	(256.1)	(11.4)	(36.8)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.6	BUY	48,000		
25.7.28	BUY	28,000	5.90%	56.79%
23.11.2	BUY	25,000	-18.73%	4.80%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 12일 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 2월 12일 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 09일