



BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원(상향)
현재주가(4.29) 58,600원

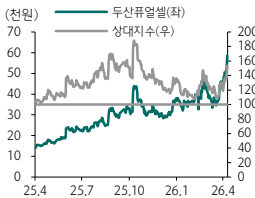
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,690.90
52주 최고/최저(원)	58,600/14,940
시가총액(십억원)	3,837.9
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	925.2
60일 평균 거래대금(십억원)	39.0
외국인지분율(%)	21.59
주요주주 지분율(%)	
- 두산에너빌리티 외 16 인	37.85
- 국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	531.2	691.6
영업이익(십억원)	(37.8)	15.9
순이익(십억원)	(43.5)	(2.5)
EPS(원)	(532)	(31)
BPS(원)	3,953	3,923

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	411.8	454.8	538.8	615.8
영업이익	(1.7)	(105.7)	(11.4)	30.9
세전이익	(10.2)	(124.0)	(37.7)	6.8
순이익	(10.5)	(132.8)	(34.6)	5.1
EPS	(128)	(1,623)	(423)	63
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(124.69)	(17.78)	(138.53)	930.16
PBR	2.62	6.42	14.40	14.18
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	152.16	61.33
ROE	(2.07)	(30.66)	(9.88)	1.53
BPS	6,099	4,492	4,069	4,132
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2026년 4월 30일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

미래 성장에 대한 기대치

목표주가 70,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 70,000원으로 기존대비 45.8% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2028년 예상 EPS에 목표 PER 140배를 적용했다. 1분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 주기기 매출이 회복되었고 비용 부담이 일회성 요인들로 감소했지만 적자를 지속하고 있다. 단기적으로 실적 회복을 기대하기는 쉽지 않은 상황이나 시장 눈높이는 미래 대규모 수주 및 턴어라운드에 맞춰져 있다. 1분기 신규 수주는 12.3MW이고 국내 일반수소 입찰 물량과 해외 수주 등을 고려한 수주 목표는 연간 160~170MW 수준을 예상하고 있다. 현재 PF가 진행 중인 다수 건들은 하반기 수주 실적으로 반영될 수 있다. 2026년 기준 PBR 14.4배, PSR 8.0배이다.

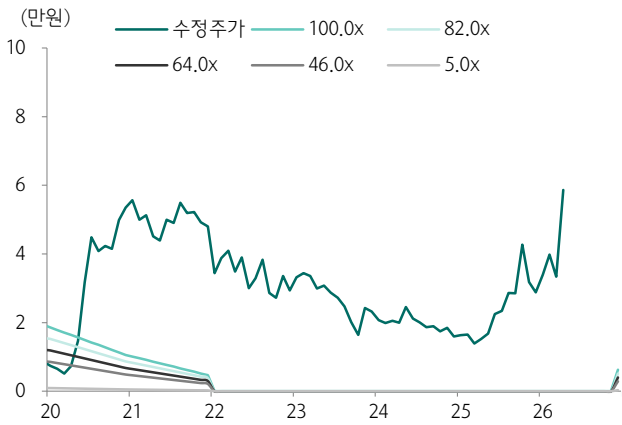
1Q26 영업이익 -13억원(적자지속)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액 1,448억원을 기록하며 전년대비 45.2% 증가했다. SOFC 매출이 발생했고 PAFC 납품 대수가 증가하며 주기기 매출이 62.1% 성장했다. 부문별 매출은 SOFC 164억원, PAFC 1,051억원, LTSA 233억원이다. SOFC는 1분기 중 이뤄진 하이창원 프로젝트 20대 납품 매출로 판단된다. PAFC는 과거 2025년 낙찰 CHPS 프로젝트 물량들의 납품이다. 영업이익은 -13억원을 기록하며 적자폭이 축소되었다. 일회성 요인으로 직전 분기 설정했던 총당금 중 약 60억원 가량이 환입되었다. 하이창원 SOFC 납품 완료 후 예상보다 수율이 개선된 영향이다. CSA 교체 시 폐전극 매각 수익에 대한 회계추정 기준을 과거 평균 3년에서 3개월로 변경하였고 백금 시세 상승이 반영되면서 관련 일회성 효과가 약 20억원 발생했다. 서비스 관련 스택 교체가 지속적으로 진행 중이며 완료 시 일부 비용 이슈 해소가 기대된다.

시장 기대치에 부응하는 해외 대규모 수주 필요

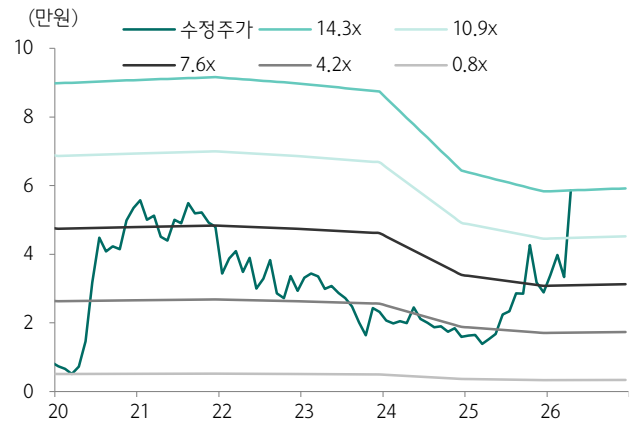
북미 지역의 고객사 대응이 지속되고 있으며 현재 PAFC 해외 진출 관련 데이터센터 솔루션 기술 검증이 완료된 상황이다. 그 외 다수 지역에서도 협의가 진행 중이며 연내 가시화된 성과가 기대된다. SOFC는 공정 수율이 80% 수준으로 상승했으며 국내 1개사 판매가 완료되었고 독일, 미국, 싱가포르 등 해외 3개사 향으로 공급을 협의 중이다. 하이창원 프로젝트는 2026년 2월 총 30대 9MW 규모 SOFC 납품이 완료되었고 약 3개월의 시운전을 거쳐 9월 상업운전이 개시될 예정이다. 국내 정책 변화로 연료전지 전용 입찰 물량이 축소될 여지가 많아진 가운데 해외 진출을 통해 극복할 수 있을지 관찰이 필요하다. 2분기 중에 해외 업체 향으로 SOFC 공급 계약이 이뤄질 것으로 기대되며 미국향 대규모 계약도 기대할 수 있는 상황이다.

도표 1. 두산퓨얼셀 12M Fwd PER 추이



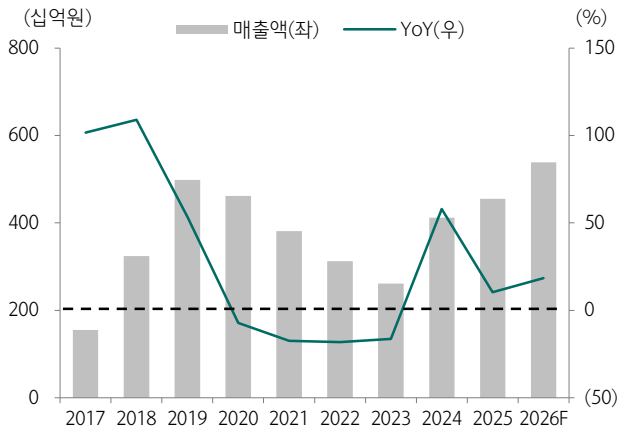
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 두산퓨얼셀 12M Fwd PBR 추이



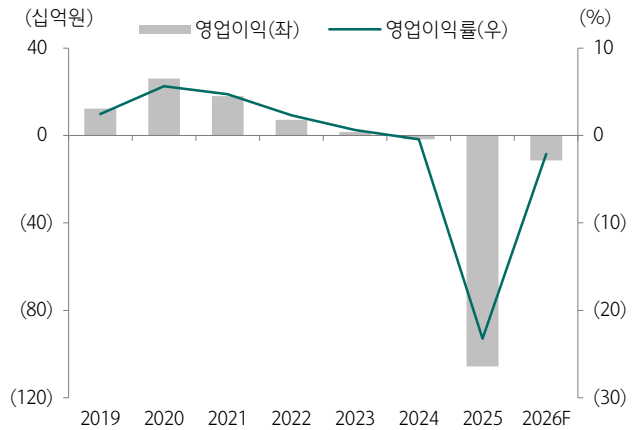
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연간 매출액 추이 및 전망



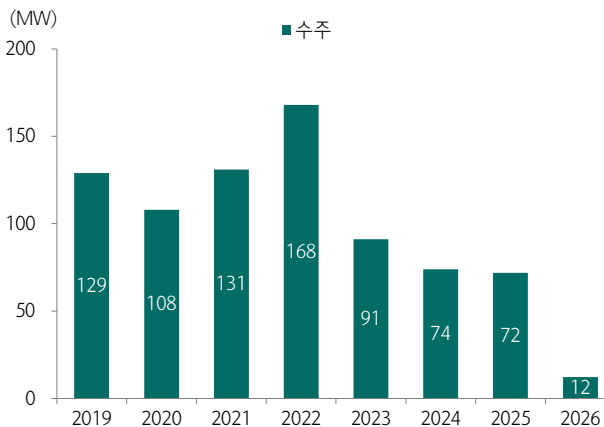
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



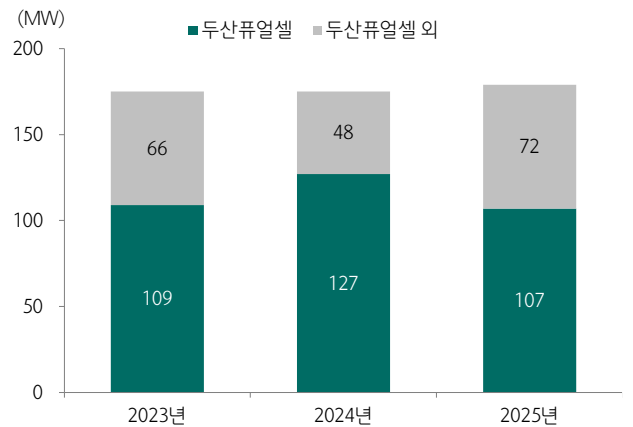
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 5. 연도별 신규수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 6. 일반수소발전 입찰시장 결과



자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	411.8	454.8	538.8	615.8	709.0
매출원가	375.6	517.1	506.3	538.4	582.9
매출총이익	36.2	(62.3)	32.5	77.4	126.1
판매비	37.9	43.4	43.8	46.5	49.3
영업이익	(1.7)	(105.7)	(11.4)	30.9	76.8
금융손익	(11.9)	(18.6)	(26.1)	(23.6)	(21.7)
중속/관계기업손익	0.8	(0.7)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
기타영업외손익	2.6	1.0	0.9	0.9	0.9
세전이익	(10.2)	(124.0)	(37.7)	6.8	54.7
법인세	0.3	8.8	(3.1)	1.7	13.7
계속사업이익	(10.5)	(132.8)	(34.6)	5.1	41.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(34.6)	5.1	41.0
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(10.5)	(132.8)	(34.6)	5.1	41.0
지배주주지분포괄이익	(12.3)	(131.4)	(34.6)	5.1	41.0
NOPAT	(1.8)	(113.2)	(10.4)	23.2	57.6
EBITDA	16.4	(79.8)	27.1	67.3	111.4
성장성(%)					
매출액증가율	57.84	10.44	18.47	14.29	15.13
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	148.28
EBITDA증가율	(3.53)	적전	흑전	148.34	65.53
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	148.54
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	703.92
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	695.24
수익성(%)					
매출총이익률	8.79	(13.70)	6.03	12.57	17.79
EBITDA이익률	3.98	(17.55)	5.03	10.93	15.71
영업이익률	(0.41)	(23.24)	(2.12)	5.02	10.83
계속사업이익률	(2.55)	(29.20)	(6.42)	0.83	5.78

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(128)	(1,623)	(423)	63	501
BPS	6,099	4,492	4,069	4,132	4,633
CFPS	961	619	301	829	1,389
EBITDAPS	201	(975)	331	822	1,361
SPS	5,031	5,557	6,583	7,524	8,663
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(124.69)	(17.78)	(138.53)	930.16	116.97
PBR	2.62	6.42	14.40	14.18	12.65
PCFR	16.61	46.61	194.68	70.69	42.19
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	152.16	61.33	36.90
PSR	3.17	5.19	8.90	7.79	6.76
재무비율(%)					
ROE	(2.07)	(30.66)	(9.88)	1.53	11.44
ROA	(0.93)	(11.17)	(2.88)	0.42	3.15
ROIC	(0.20)	(12.32)	(1.06)	2.27	5.41
부채비율	136.45	226.12	261.67	271.16	255.50
순부채비율	61.91	131.00	157.84	158.61	136.65
이자보상배율(배)	(0.09)	(5.64)	(0.44)	1.19	2.96

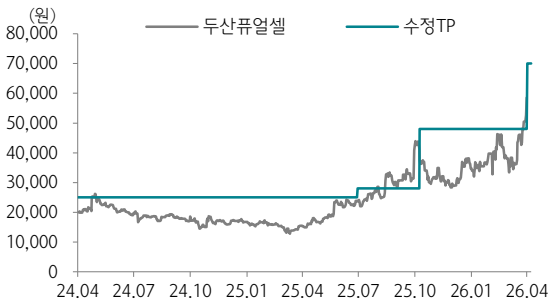
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	660.6	569.3	596.5	666.7	777.0
금융자산	149.5	67.6	23.6	12.9	31.1
현금성자산	137.6	64.8	20.4	9.2	26.9
매출채권	69.5	77.6	88.7	101.2	115.5
채고자산	380.4	373.0	426.0	486.3	554.8
기타유동자산	61.2	51.1	58.2	66.3	75.6
비유동자산	519.1	629.1	607.3	587.8	570.4
투자자산	14.4	19.7	21.4	23.3	25.5
금융자산	9.8	10.8	11.3	11.8	12.4
유형자산	334.7	374.6	356.7	340.5	325.6
무형자산	32.6	99.5	93.9	88.7	84.0
기타비유동자산	137.4	135.3	135.3	135.3	135.3
자산총계	1,179.7	1,198.4	1,203.9	1,254.6	1,347.4
유동부채	366.0	462.9	490.6	522.1	557.9
금융부채	227.5	268.1	268.1	268.1	268.1
매입채무	37.6	61.4	70.1	80.0	91.3
기타유동부채	100.9	133.4	152.4	174.0	198.5
비유동부채	314.8	368.0	380.4	394.5	410.5
금융부채	230.9	280.9	280.9	280.9	280.9
기타비유동부채	83.9	87.1	99.5	113.6	129.6
부채총계	680.8	830.9	871.0	916.6	968.4
지배주주지분	498.9	367.5	332.9	338.0	379.0
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	476.1	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	14.0	(117.4)	(152.0)	(146.8)	(105.8)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	498.9	367.5	332.9	338.0	379.0
순금융부채	308.9	481.4	525.4	536.1	517.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	101.1	(56.5)	(25.0)	8.8	38.4
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(34.6)	5.1	41.0
조정	64.3	160.7	38.4	36.4	34.7
감가상각비	18.1	25.9	38.4	36.4	34.6
외환거래손익	(3.0)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	50.0	135.4	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	47.3	(84.4)	(28.8)	(32.7)	(37.3)
투자활동 현금흐름	(82.7)	(102.5)	(17.1)	(17.4)	(17.7)
투자자산감소(증가)	(1.8)	(4.3)	(1.7)	(1.9)	(2.2)
자본증가(감소)	(68.2)	(34.3)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(12.7)	(63.9)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
재무활동 현금흐름	69.1	86.3	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	74.2	90.7	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.7)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	87.4	(72.8)	(11.6)	(11.2)	17.7
Unlevered CFO	78.7	50.6	24.6	67.9	113.7
Free Cash Flow	32.8	(90.8)	(40.0)	(6.2)	23.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.30	BUY	70,000		
25.11.6	BUY	48,000	-24.12%	22.08%
25.7.28	BUY	28,000	5.90%	56.79%
23.11.2	BUY	25,000	-18.73%	4.80%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 4월 30일 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 2026년 4월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 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	96.74%	3.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 04월 27일