



BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원(하향)
현재주가(10.28) 31,050원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,012.44
52주 최고/최저(원)	101,500/18,900
시가총액(십억원)	2,033.6
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	65,493.7
60일 평균 거래량(천주)	960.8
60일 평균 거래대금(십억원)	39.1
외국인지분율(%)	16.34
주요주주 지분율(%)	
두산에너지리미티드 외 16 인	37.85
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	496.8	925.4
영업이익(십억원)	(80.5)	48.8
순이익(십억원)	(94.6)	16.5
EPS(원)	(1,157)	200
BPS(원)	3,341	3,543

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	411.8	454.8	534.2	992.7
영업이익	(1.7)	(105.7)	(80.8)	24.4
세전이익	(10.2)	(124.0)	(116.6)	(3.7)
순이익	(10.5)	(132.8)	(111.1)	(2.8)
EPS	(128)	(1,623)	(1,357)	(34)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(124.69)	(17.78)	(22.88)	(913.24)
PBR	2.62	6.42	9.87	9.97
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	(93.90)	54.25
ROE	(2.07)	(30.66)	(35.55)	(1.08)
BPS	6,099	4,492	3,146	3,113
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 박시현 boxhyun@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 10월 29일 | 기업분석_Earnings Review

두산퓨얼셀 (336260)

미래 수주 대비 추가 증설도 검토 가능한 시점

목표주가 60,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 60,000원으로 14.3% 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2028년 예상 매출액에 목표 PSR 3.5배를 적용했다. 목표 배수는 글로벌 경쟁업체 대비 46% 할인한 수준이다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 주기기 매출이 회복되며 고정비 부담이 완화된 가운데 CSA 교체 관련 비용이 줄어들었기 때문이다. 2026년 3분기 누적 신규 수주 규모는 66MW이며 기존 CHPS 낙찰분과 4분기에 이뤄진 다수 해외 계약을 감안하면 연간 137MW 이상은 달성이 가능할 전망이다. 2026년 CHPS 입찰 물량은 125MW 규모로 전년 대비 70% 수준으로 감소하지만 높은 점유율이 지속될 것으로 보인다. 2027년 기준 PBR 9.9 배, PSR 2.1배이다.

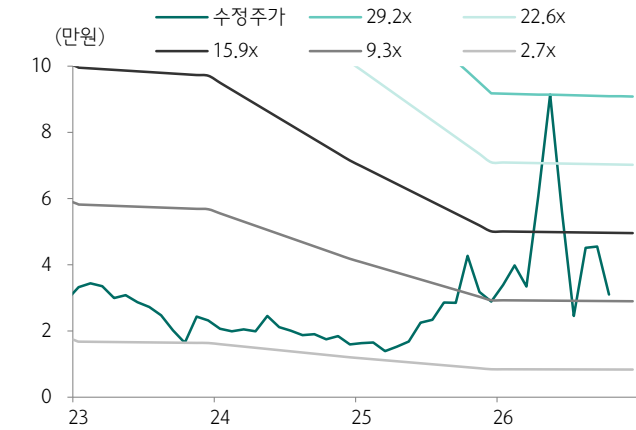
3Q26 영업이익 -170억원(적자지속)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액 1,452억원을 기록하며 전년대비 59.9% 증가했다. 2분기로부터 이연된 국내 PAFC 납품이 진행되었고 독일향 SOFC 스택 공급도 시작되었다. 독일향 매출은 2027년에 집중적으로 인식될 전망이다. 주기기 매출이 1,193억원으로 전년대비 크게 증가했고 서비스 매출도 260억원으로 개선되었다. 영업이익은 -170억원을 기록하면서 적자폭이 확대되었다. 지난 분기보다는 적자폭이 상당 부분 축소되었는데 매출 확대와 SOFC 스택 생산 본격화로 인한 고정비 절감에 더해 이번 분기 CSA 교체 물량이 감소한 영향이다. 2020년~2022년에 설치된 물량에 대한 교체가 진행 중이며 향후 교체 실적에 따라 분기 단위 실적 변동성이 나타날 수 있다.

스택 교체 수요 감안하면 2028년 이후 대규모 수주는 증설 병행 필요 예상

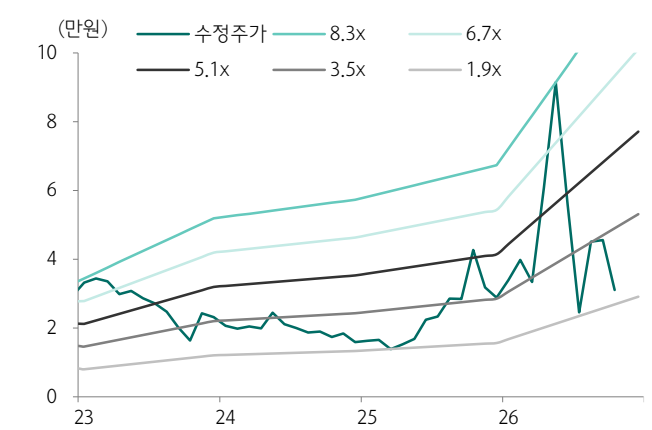
국내 연료전지 설치용량에서 두산퓨얼셀의 PAFC가 압도적인 점유율을 기록하고 있다. 지난 2018년부터는 연평균 100MW 이상이 공급되었다. 설치 후 8년차 정기검사에서 일부 스택 교체수요가 발생하며 10년 보증으로 이뤄지는 LTSA를 감안하면 2088년부터는 연평균 최대 100MW 가량의 교체수요 대응 물량이 필요할 수 있다. 최근 수주한 2건의 북미향 대규모 PAFC 납품 일정은 2027년과 2028년에 걸쳐있다. 국내 CHPS 물량에 더해 기존 설치 물량 대응 교체수요를 감안하면 최근 기록한 대규모 수주가 연속적으로 나타나기 위해서는 어느 정도 추가 증설이 필요할 수 있다. 물론 증설 없이도 현재 공급 가능한 용량 중 일부 신규 수주로 연결될 개연성이 존재하기 때문에 수주 공백에 대한 우려는 제한적일 전망이다.

도표 1. 두산퓨얼셀 12M Fwd PER 추이



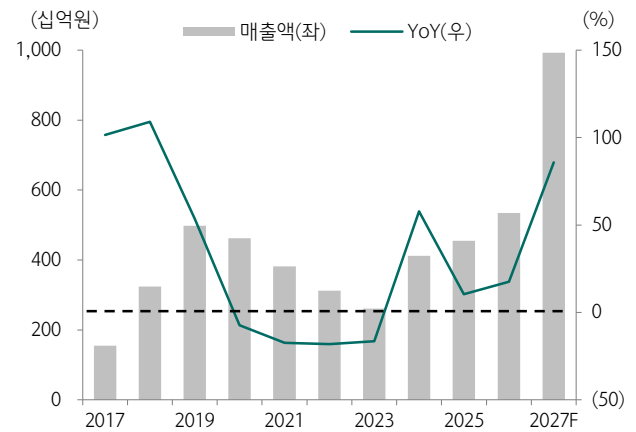
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 2. 두산퓨얼셀 12M Fwd PSR 추이



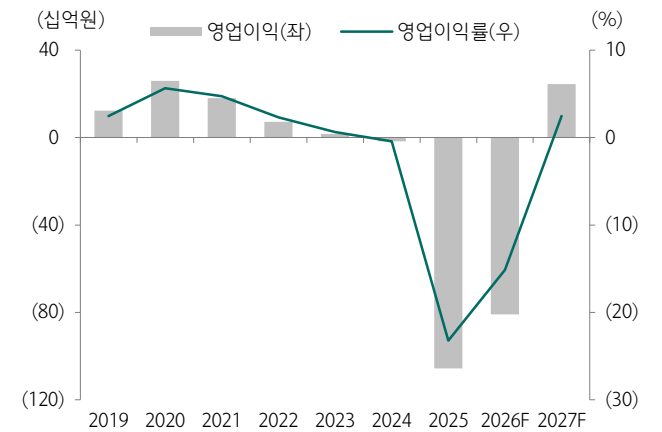
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 3. 연간 매출액 추이 및 전망



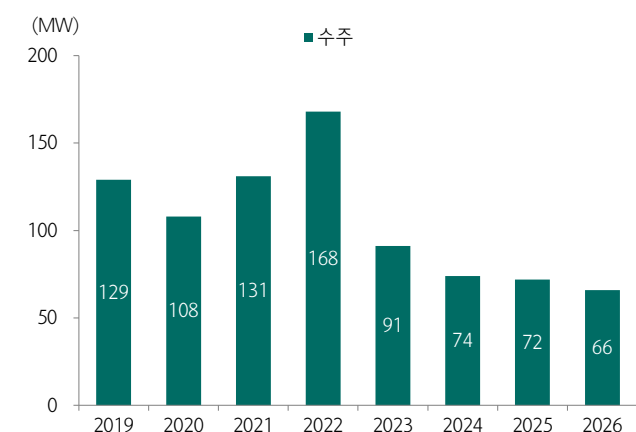
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

도표 4. 연간 영업이익 추이 및 전망



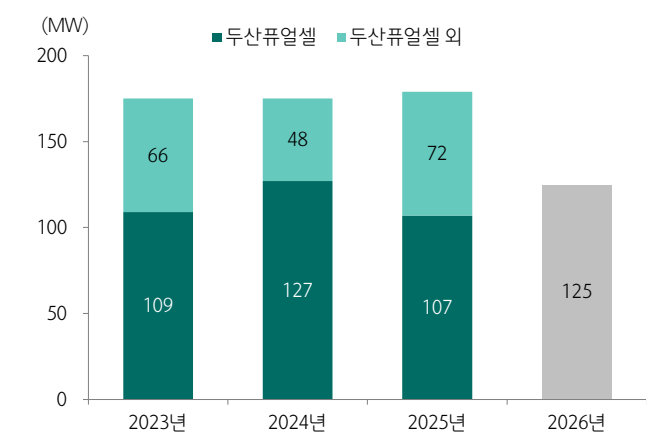
자료: 두산퓨얼셀, 하나증권

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	534.2	992.7	1,119.3
매출원가	375.6	517.1	572.2	924.7	985.0
매출총이익	36.2	(62.3)	(38.0)	68.0	134.3
판매비	37.9	43.4	42.9	43.6	46.2
영업이익	(1.7)	(105.7)	(80.8)	24.4	88.1
금융손익	(11.9)	(18.6)	(31.0)	(28.3)	(26.3)
중속/관계기업손익	0.8	(0.7)	0.6	0.2	0.2
기타영업외손익	2.6	1.0	(5.3)	0.0	0.0
세전이익	(10.2)	(124.0)	(116.6)	(3.7)	62.0
법인세	0.3	8.8	(5.5)	(0.9)	15.5
계속사업이익	(10.5)	(132.8)	(111.1)	(2.8)	46.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(111.1)	(2.8)	46.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(10.5)	(132.8)	(111.1)	(2.8)	46.5
지배주주지분포괄이익	(12.3)	(131.4)	(110.2)	(2.8)	46.5
NOPAT	(1.8)	(113.2)	(77.0)	18.3	66.1
EBITDA	16.4	(79.8)	(39.4)	66.4	130.9
성장성(%)					
매출액증가율	57.84	10.44	17.46	85.83	12.75
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	261.20
EBITDA증가율	(3.53)	적전	적지	흑전	97.14
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	261.07
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	8.79	(13.70)	(7.11)	6.85	12.00
EBITDA이익률	3.98	(17.55)	(7.38)	6.69	11.69
영업이익률	(0.41)	(23.24)	(15.13)	2.46	7.87
계속사업이익률	(2.55)	(29.20)	(20.80)	(0.28)	4.15

투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(128)	(1,623)	(1,357)	(34)	568
BPS	6,099	4,492	3,146	3,113	3,680
CFPS	961	619	(249)	797	1,599
EBITDAPS	201	(975)	(482)	812	1,599
SPS	5,031	5,557	6,527	12,129	13,676
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(124.69)	(17.78)	(22.88)	(913.24)	54.67
PBR	2.62	6.42	9.87	9.97	8.44
PCFR	16.61	46.61	(124.70)	38.96	19.42
EV/EBITDA	87.81	(31.25)	(93.90)	54.25	27.23
PSR	3.17	5.19	4.76	2.56	2.27
재무비율(%)					
ROE	(2.07)	(30.66)	(35.55)	(1.08)	16.73
ROA	(0.93)	(11.17)	(5.87)	(0.09)	1.31
ROIC	(0.20)	(12.32)	(6.40)	1.18	3.82
부채비율	136.45	226.12	904.42	1,233.40	1,120.77
순부채비율	61.91	131.00	188.59	151.61	115.00
이자보상배율(배)					
	(0.09)	(5.64)	(2.44)	0.73	2.62

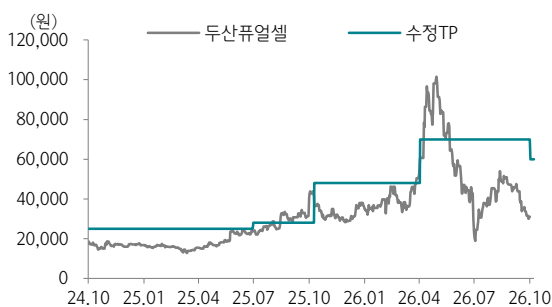
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	660.6	569.3	1,884.9	2,656.1	2,920.6
금융자산	149.5	67.6	183.9	283.3	323.1
현금성자산	137.6	64.8	49.0	119.1	150.4
매출채권	69.5	77.6	362.0	539.3	590.4
재고자산	380.4	373.0	1,120.2	1,507.6	1,650.4
기타유동자산	61.2	51.1	218.8	325.9	356.7
비유동자산	519.1	629.1	699.9	738.4	754.4
투자자산	14.4	19.7	70.0	100.5	109.3
금융자산	9.8	10.8	26.3	35.5	38.1
유형자산	334.7	374.6	394.6	408.3	420.7
무형자산	32.6	99.5	94.2	88.5	83.2
기타비유동자산	137.4	135.3	141.1	141.1	141.2
자산총계	1,179.7	1,198.4	2,584.7	3,394.5	3,675.0
유동부채	366.0	462.9	1,610.9	2,196.2	2,364.8
금융부채	227.5	268.1	416.5	416.5	416.5
매입채무	37.6	61.4	278.9	415.6	454.9
기타유동부채	100.9	133.4	915.5	1,364.1	1,493.4
비유동부채	314.8	368.0	716.5	943.7	1,009.2
금융부채	230.9	280.9	252.8	252.8	252.8
기타비유동부채	83.9	87.1	463.7	690.9	756.4
부채총계	680.8	830.9	2,327.4	3,139.9	3,374.0
지배주주지분	498.9	367.5	257.3	254.6	301.0
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	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	14.0	(117.4)	(228.4)	(231.2)	(184.7)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	498.9	367.5	257.3	254.6	301.0
순금융부채	308.9	481.4	485.3	386.0	346.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	101.1	(56.5)	166.4	220.6	110.3
당기순이익	(10.5)	(132.8)	(111.1)	(2.8)	46.5
조정	64.3	160.7	69.5	42.1	42.8
감가상각비	18.1	25.9	41.4	42.0	42.8
외환거래손익	(3.0)	(1.3)	2.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	0.7	(0.7)	0.0	0.0
기타	50.0	135.4	26.5	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	47.3	(84.4)	208.0	181.3	21.0
투자활동 현금흐름	(82.7)	(102.5)	(232.0)	(109.9)	(67.2)
투자자산감소(증가)	(1.8)	(4.3)	(49.6)	(30.5)	(8.8)
자본증가(감소)	(68.2)	(34.3)	(51.4)	(50.0)	(50.0)
기타	(12.7)	(63.9)	(131.0)	(29.4)	(8.4)
재무활동 현금흐름	69.1	86.3	114.5	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	74.2	90.7	120.2	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.7)	(4.4)	(5.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	87.4	(72.8)	17.0	70.0	31.3
Unlevered CFO	78.7	50.6	(20.4)	65.2	130.9
Free Cash Flow	32.8	(90.8)	115.1	170.6	60.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산퓨얼셀



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.10.29	BUY	60,000		
26.4.30	BUY	70,000	-24.23%	45.00%
25.11.6	BUY	48,000	-24.12%	22.08%
25.7.28	BUY	28,000	5.90%	56.79%
24.11.2	1년 경과		-	-
23.11.2	BUY	25,000	-18.73%	4.80%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2026년 10월 29일 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 10월 29일 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.74%	2.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 10월 26일