

# 두산퓨얼셀 (336260. KS)

## SOFC 공장 완공으로 사업 영역 확장

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**25,000** 원(상향)

현재주가

**23,850** 원(07/25)

시가총액

**1,562**(십억원)

Green Industry 한병화\_02)368-6171\_bhh1026@eugenefn.com

- 2분기 별도 매출액, 영업이익 1,285, -14억원으로 당사 추정치(1,680억원, -18억원) 대비 매출 하회, 이익 부합
- 하반기 주기기 매출 상반기 대비 70% 증가 예상되나 신공장 가동으로 인한 고정비 증가로 영업적자 예상
- 3분기에 SOFC 공장 완공. 국내는 물론 미국에 수출 가능해질 것. 사업 영역도 발전에서 선박용으로도 확대
- 미국 관계사 약 100MW의 PAFC 수주 논의 중. SOFC 공급 가능해지면 데이터센터용 수주도 기대
- 현 정부의 수소 관련 정책 방향은 아직 확정되지 않아. 기존 정책은 연간 200MW 설치 계획
- 투자의견 BUY 유지. 목표주가 2.2만원에서 2.5만원으로 상향. 목표주가 기준 PSR은 3.5배. 해외 비교업체들 PSR 평균은 7.2배. 향후 동사 주가의 추가 상승 모멘텀은 미국 수출 시작 여부일 것. 미국은 OBBBA에 수소보조금 포함 되었고, 데이터센터발 전력 수요 증가로 수소연료전지 발전 시장이 커지고 있어

|             |        |
|-------------|--------|
| 주가(원,07/25) | 23,850 |
| 시가총액(십억원)   | 1,562  |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 65,494천주 |
| 52주 최고가      | 25,500원  |
| 최저가          | 12,500원  |
| 52주 일간 Beta  | 1.39     |
| 60일 일평균거래대금  | 135억원    |
| 외국인 지분율      | 10.4%    |
| 배당수익률(2025F) | 0.0%     |

|                  |       |
|------------------|-------|
| 주주구성             |       |
| 두산에너지빌리티 (외 17인) | 37.9% |
| 국민연금공단 (외 1인)    | 6.5%  |

|         |      |      |      |
|---------|------|------|------|
| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M  |
| 상대기준    | -1.3 | 16.7 | 7.0  |
| 절대기준    | 1.5  | 42.6 | 24.9 |

|          |        |        |    |
|----------|--------|--------|----|
| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 25,000 | 22,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | -21.0  | -17.7  | ▼  |
| 영업이익(26) | -10.3  | 4.4    | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2023A  | 2024A | 2025F   | 2026F  |
|--------------|--------|-------|---------|--------|
| 매출액          | 260.9  | 411.8 | 589.3   | 682.0  |
| 영업이익         | 1.6    | 0.3   | (21.0)  | (10.3) |
| 세전손익         | (12.5) | (7.8) | (33.9)  | (21.2) |
| 당기순이익        | (8.5)  | (8.0) | (23.1)  | (16.6) |
| EPS(원)       | (130)  | (123) | (353)   | (253)  |
| 증감률(%)       | 적전     | 적지    | 적지      | 적지     |
| PER(배)       | -      | -     | -       | -      |
| ROE(%)       | (1.6)  | (1.6) | (4.7)   | (3.5)  |
| PBR(배)       | 3.7    | 3.9   | 4.1     | 4.2    |
| EV/EBITDA(배) | 116.0  | 103.6 | 3,139.3 | 185.2  |

자료: 유진투자증권

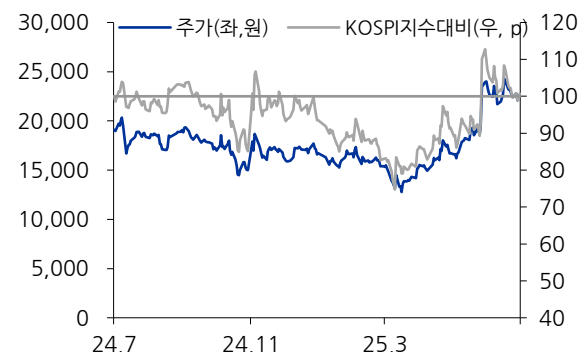


도표 1. 분기실적 추정(별도기준, 수정 후)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A | 3Q24A  | 4Q24A | 1Q25A  | 2Q25P | 3Q25F | 4Q25F  |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 31.7   | 86.5  | 32.0   | 261.6 | 99.8   | 128.5 | 169.0 | 192.0  |
| YoY(%)    | (36.5) | 75.9  | (29.7) | 125.1 | 214.8  | 48.5  | 427.5 | (26.6) |
| 연료전지 주기기  | 0.1    | 53.8  | 3.2    | 235.0 | 75.0   | 102.3 | 141.0 | 161.0  |
| 장기유지보수서비스 | 31.6   | 32.7  | 28.9   | 26.6  | 24.8   | 26.2  | 28.0  | 31.0   |
| 매출원가      | 20.0   | 74.8  | 26.0   | 254.7 | 99.7   | 119.6 | 163.9 | 184.3  |
| 매출총이익     | 11.7   | 11.7  | 6.0    | 6.9   | 0.1    | 8.9   | 5.1   | 7.7    |
| 판관비       | 9.7    | 8.8   | 8.3    | 9.1   | 11.1   | 10.3  | 10.3  | 11.0   |
| 영업이익      | 2.0    | 2.9   | (2.3)  | (2.2) | (11.0) | (1.4) | (5.2) | (3.3)  |
| YoY(%)    | (0.4)  | 4.9   | 적자전환   | 흑자전환  | 적자전환   | 적자전환  | 적자지속  | 흑자전환   |
| 영업이익률(%)  | 6.3    | 3.3   | (7.2)  | (0.9) | (11.1) | (1.1) | (3.1) | (1.7)  |
| 영업외손익     | (2.2)  | (2.3) | (1.2)  | (2.4) | (3.6)  | (2.9) | (1.0) | (5.5)  |
| 세전이익      | (0.2)  | 0.5   | (3.5)  | (4.6) | (14.6) | (4.3) | (6.2) | (8.8)  |
| 법인세       | (0.3)  | 0.1   | (0.7)  | 1.2   | (5.1)  | (2.4) | (1.4) | (1.9)  |
| 당기순이익     | 0.1    | 0.4   | (2.8)  | (5.8) | (9.5)  | (1.9) | (4.9) | (6.9)  |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(별도기준, 수정 전)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A | 3Q24A  | 4Q24A | 1Q25A  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F  |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 31.7   | 86.5  | 32.0   | 261.6 | 99.8   | 168.0 | 99.0  | 225.0  |
| YoY(%)    | (36.5) | 75.9  | (29.7) | 125.1 | 214.8  | 94.2  | 209.0 | (14.0) |
| 연료전지 주기기  | 0.1    | 53.8  | 3.2    | 235.0 | 75.0   | 137.0 | 67.0  | 191.0  |
| 장기유지보수서비스 | 31.6   | 32.7  | 28.9   | 26.6  | 24.8   | 31.0  | 32.0  | 34.0   |
| 매출원가      | 20.0   | 74.8  | 26.0   | 254.7 | 99.7   | 159.6 | 96.0  | 211.5  |
| 매출총이익     | 11.7   | 11.7  | 6.0    | 6.9   | 0.1    | 8.4   | 3.0   | 13.5   |
| 판관비       | 9.7    | 8.8   | 8.3    | 9.1   | 11.1   | 10.2  | 10.3  | 11.0   |
| 영업이익      | 2.0    | 2.9   | (2.3)  | (2.2) | (11.0) | (1.8) | (7.3) | 2.5    |
| YoY(%)    | (0.4)  | 4.9   | 적자전환   | 적자지속  | 적자전환   | 적자전환  | 적자지속  | 흑자전환   |
| 영업이익률(%)  | 6.3    | 3.3   | (7.2)  | (0.9) | (11.1) | (1.1) | (7.4) | 1.1    |
| 영업외손익     | (2.2)  | (2.3) | (1.2)  | (2.4) | (3.6)  | (3.0) | (1.0) | (5.5)  |
| 세전이익      | (0.2)  | 0.5   | (3.5)  | (4.6) | (14.6) | (4.8) | (8.3) | (3.0)  |
| 법인세       | (0.3)  | 0.1   | (0.7)  | 1.2   | (5.1)  | (1.1) | (1.8) | (0.7)  |
| 당기순이익     | 0.1    | 0.4   | (2.8)  | (5.8) | (9.5)  | (3.7) | (6.5) | (2.3)  |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(별도기준, 수정 후)

| (십억원)     | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 312.1  | 260.9  | 411.8  | 589.3  | 682.0  |
| YoY(%)    | (18.2) | (16.4) | 57.9   | 43.1   | 15.7   |
| 연료전지 주기기  | 206.2  | 145.7  | 292.1  | 479.3  | 540.0  |
| 장기유지보수서비스 | 105.9  | 115.2  | 119.8  | 110.0  | 142.0  |
| 매출원가      | 267.5  | 221.3  | 375.6  | 567.5  | 647.5  |
| 매출총이익     | 44.7   | 39.5   | 36.2   | 21.7   | 34.5   |
| 판관비       | 37.5   | 37.9   | 35.9   | 42.7   | 44.8   |
| 영업이익      | 7.2    | 1.6    | 0.3    | (21.0) | (10.3) |
| YoY(%)    | (59.9) | (77.3) | (80.6) | 적자전환   | 적자치속   |
| 영업이익률(%)  | 2.3    | 0.6    | 0.1    | (3.6)  | (1.5)  |
| 영업외손익     | (2.9)  | (14.2) | (8.1)  | (13.0) | (10.9) |
| 세전이익      | 4.3    | (12.5) | (7.8)  | (33.9) | (21.2) |
| 법인세       | 0.4    | (4.0)  | 0.3    | (10.8) | (4.7)  |
| 당기순이익     | 3.9    | (8.5)  | (8.0)  | (23.1) | (16.6) |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 4. 연간실적 추정(별도기준, 수정 전)

| (십억원)     | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F     | 2026F   |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|---------|
| 매출액       | 312.1  | 260.9  | 411.8  | 591.8     | 659.0   |
| YoY(%)    | (18.2) | (16.4) | 57.9   | 43.7      | 11.4    |
| 연료전지 주기기  | 206.2  | 145.7  | 292.1  | 470.0     | 517.0   |
| 장기유지보수서비스 | 105.9  | 115.2  | 119.8  | 121.8     | 142.0   |
| 매출원가      | 267.5  | 221.3  | 375.6  | 566.8     | 609.8   |
| 매출총이익     | 44.7   | 39.5   | 36.2   | 24.9      | 49.2    |
| 판관비       | 37.5   | 37.9   | 35.9   | 42.6      | 44.8    |
| 영업이익      | 7.2    | 1.6    | 0.3    | (17.7)    | 4.4     |
| YoY(%)    | (59.9) | (77.3) | (80.6) | (5,653.6) | (125.1) |
| 영업이익률(%)  | 2.3    | 0.6    | 0.1    | (3.0)     | 0.7     |
| 영업외손익     | (2.9)  | (14.2) | (8.1)  | (13.1)    | (10.9)  |
| 세전이익      | 4.3    | (12.5) | (7.8)  | (30.7)    | (6.5)   |
| 법인세       | 0.4    | (4.0)  | 0.3    | (8.6)     | (1.4)   |
| 당기순이익     | 3.9    | (8.5)  | (8.0)  | (22.1)    | (5.0)   |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 5. PeerGroup Valuation

| (백만달러,<br>십억원, 배, %) |       | 두산퓨얼셀  | 평균     | BLOOM<br>ENERGY | ITM<br>POWER | CERES<br>POWER | PLUG<br>POWER | BALLARD<br>POWER |
|----------------------|-------|--------|--------|-----------------|--------------|----------------|---------------|------------------|
| 국가                   |       | KR     |        | US              | BT           | BT             | US            | CA               |
| 2025-07-25           |       | 23,850 |        | 33.1            | 0.9          | 1.4            | 1.8           | 2.1              |
| 시가총액                 |       | 1,562  |        | 7,677.5         | 552.3        | 267.3          | 2,029.4       | 629.7            |
| PSR                  | FY24A | 5.0    | 7.7    | 3.4             | 19.0         | 6.4            | 2.7           | 7.1              |
|                      | FY25F | 3.5    | 7.2    | 4.4             | 18.0         | 3.7            | 2.8           | 7.2              |
|                      | FY26F | 3.0    | 4.5    | 3.6             | 8.2          | 3.4            | 2.2           | 5.3              |
|                      | FY27F | 3.0    | 3.3    | 3.0             | 4.8          | 3.1            | 1.8           | 4.0              |
| PBR                  | FY24A | 4.1    | 2.8    | 9.0             | 1.2          | 2.2            | 1.1           | 0.7              |
|                      | FY25F | 4.3    | 3.5    | 12.2            | 1.8          | 1.5            | 1.1           | 1.1              |
|                      | FY26F | 4.4    | 3.0    | 9.1             | 2.0          | 1.6            | 1.3           | 1.3              |
|                      | FY27F | 4.3    | 2.3    | 6.4             | 2.2          | 0.0            | 1.5           | 1.3              |
| 매출액                  | FY24A | 411.8  |        | 1,473.9         | 20.8         | 66.3           | 628.8         | 69.7             |
|                      | FY25F | 589.3  |        | 1,745.7         | 30.5         | 71.8           | 727.3         | 87.2             |
|                      | FY26F | 682.0  |        | 2,108.4         | 67.2         | 78.8           | 907.6         | 118.0            |
|                      | FY27F | 688.8  |        | 2,567.1         | 115.1        | 86.9           | 1,140.6       | 156.1            |
| 영업이익                 | FY24A | 0.3    |        | 22.9            | -47.8        | -40.0          | -2,019.8      | -183.3           |
|                      | FY25F | (21.0) |        | 122.1           | -56.7        | -33.3          | -549.9        | -114.8           |
|                      | FY26F | (10.3) |        | 229.8           | -43.4        | -27.7          | -340.7        | -103.0           |
|                      | FY27F | 39.4   |        | 341.8           | -32.3        | -19.1          | -210.1        | -91.2            |
| 영업<br>이익률            | FY24A | 0.1    | -174.6 | 1.6             | -230.2       | -60.4          | -321.2        | -262.9           |
|                      | FY25F | (3.6)  | -86.6  | 7.0             | -186.1       | -46.4          | -75.6         | -131.7           |
|                      | FY26F | (1.5)  | -42.7  | 10.9            | -64.6        | -35.2          | -37.5         | -87.3            |
|                      | FY27F | 5.7    | -22.7  | 13.3            | -28.0        | -21.9          | -18.4         | -58.4            |
| 순이익                  | FY24A | (8.0)  |        | -29.2           | -34.2        | -36.2          | -2,104.7      | -324.2           |
|                      | FY25F | (23.1) |        | 93.6            | -47.4        | -28.7          | -605.4        | -101.7           |
|                      | FY26F | (16.6) |        | 204.6           | -38.1        | -24.3          | -408.9        | -95.0            |
|                      | FY27F | 9.4    |        | 330.3           | -28.4        | -15.3          | -289.6        | -85.0            |

참고: 2025.07.25 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치  
자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2023A          | 2024A          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>자산총계</b> | <b>1,070.8</b> | <b>1,180.0</b> | <b>1,224.4</b> | <b>1,252.5</b> | <b>1,266.8</b> |
| 유동자산        | 648.1          | 666.1          | 692.4          | 711.6          | 714.2          |
| 현금성자산       | 51.8           | 156.2          | 125.5          | 11.4           | 114.0          |
| 매출채권        | 109.2          | 100.0          | 135.0          | 158.0          | 84.5           |
| 재고자산        | 460.1          | 379.3          | 401.0          | 511.0          | 484.3          |
| 비유동자산       | 422.8          | 514.0          | 532.0          | 540.9          | 552.6          |
| 투자자산        | 117.2          | 151.7          | 157.3          | 163.2          | 169.3          |
| 유형자산        | 271.3          | 332.4          | 347.4          | 352.9          | 360.6          |
| 기타          | 34.2           | 29.8           | 27.2           | 24.8           | 22.6           |
| <b>부채총계</b> | <b>558.2</b>   | <b>677.3</b>   | <b>745.5</b>   | <b>790.1</b>   | <b>795.0</b>   |
| 유동부채        | 287.4          | 364.2          | 359.1          | 400.3          | 401.7          |
| 매입채무        | 71.3           | 77.1           | 51.4           | 72.0           | 72.7           |
| 유동성이자부채     | 186.0          | 226.9          | 246.9          | 266.9          | 266.9          |
| 기타          | 30.1           | 60.2           | 60.8           | 61.4           | 62.1           |
| 비유동부채       | 270.8          | 313.1          | 386.3          | 389.8          | 393.3          |
| 비유동이자부채     | 198.1          | 229.2          | 299.2          | 299.2          | 299.2          |
| 기타          | 72.7           | 83.8           | 87.1           | 90.5           | 94.1           |
| <b>자본총계</b> | <b>512.7</b>   | <b>502.8</b>   | <b>478.9</b>   | <b>462.4</b>   | <b>471.8</b>   |
| 지배지분        | 512.7          | 502.8          | 478.9          | 462.4          | 471.8          |
| 자본금         | 8.2            | 8.2            | 8.2            | 8.2            | 8.2            |
| 자본잉여금       | 477.5          | 477.5          | 477.5          | 477.5          | 477.5          |
| 이익잉여금       | 26.3           | 16.5           | (6.6)          | (23.2)         | (13.8)         |
| 기타          | 0.6            | 0.6            | (0.1)          | (0.1)          | (0.1)          |
| 비지배지분       | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>자본총계</b> | <b>512.7</b>   | <b>502.8</b>   | <b>478.9</b>   | <b>462.4</b>   | <b>471.8</b>   |
| 총차입금        | 384.1          | 456.1          | 546.1          | 566.1          | 566.1          |
| 순차입금        | 332.3          | 299.9          | 420.6          | 554.7          | 452.1          |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2023A         | 2024A         | 2025F          | 2026F          | 2027F         |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>7.8</b>    | <b>103.2</b>  | <b>(81.1)</b>  | <b>(103.5)</b> | <b>136.3</b>  |
| 당기순이익                 | (8.5)         | (8.0)         | (23.1)         | (16.6)         | 9.4           |
| 자산상각비                 | 15.4          | 17.7          | 21.6           | 21.8           | 22.0          |
| 기타비현금성손익              | 63.0          | 61.7          | 2.6            | 3.4            | 3.6           |
| 운전자본증감                | (37.4)        | 47.6          | (82.2)         | (112.1)        | 101.3         |
| 매출채권감소(증가)            | 103.4         | (25.0)        | (35.0)         | (23.0)         | 73.5          |
| 재고자산감소(증가)            | (38.4)        | 71.2          | (21.7)         | (110.0)        | 26.7          |
| 매입채무증가(감소)            | (55.2)        | 6.8           | (25.7)         | 20.6           | 0.7           |
| 기타                    | (47.3)        | (5.4)         | 0.3            | 0.3            | 0.3           |
| <b>투자현금</b>           | <b>(95.7)</b> | <b>(90.5)</b> | <b>(40.5)</b>  | <b>(31.6)</b>  | <b>(34.6)</b> |
| 단기투자자산감소              | 18.2          | (8.9)         | (0.9)          | (0.9)          | (1.0)         |
| 장기투자증권감소              | 0.0           | (0.5)         | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 설비투자                  | (113.9)       | (68.2)        | (34.0)         | (24.8)         | (27.6)        |
| 유형자산처분                | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 무형자산처분                | (1.3)         | (0.6)         | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| <b>재무현금</b>           | <b>105.3</b>  | <b>71.4</b>   | <b>90.0</b>    | <b>20.0</b>    | <b>0.0</b>    |
| 차입금증가                 | 35.6          | 71.4          | 90.0           | 20.0           | 0.0           |
| 자본증가                  | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 배당금지급                 | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| <b>현금 증감</b>          | <b>18.3</b>   | <b>84.1</b>   | <b>(31.6)</b>  | <b>(115.1)</b> | <b>101.7</b>  |
| 기초현금                  | 31.9          | 50.2          | 134.3          | 102.7          | (12.4)        |
| 기말현금                  | 50.2          | 134.3         | 102.7          | (12.4)         | 89.3          |
| Gross Cash flow       | 69.9          | 80.1          | 1.1            | 8.6            | 35.0          |
| Gross Investment      | 151.3         | 33.9          | 121.8          | 142.8          | (67.7)        |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(81.4)</b> | <b>46.2</b>   | <b>(120.7)</b> | <b>(134.1)</b> | <b>102.6</b>  |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2023A         | 2024A        | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>260.9</b>  | <b>411.8</b> | <b>589.3</b>  | <b>682.0</b>  | <b>688.8</b>  |
| 증가율(%)        | (16.4)        | 57.9         | 43.1          | 15.7          | 1.0           |
| 매출원가          | 221.3         | 375.6        | 567.5         | 647.5         | 584.4         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>39.5</b>   | <b>36.2</b>  | <b>21.7</b>   | <b>34.5</b>   | <b>104.4</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 37.9          | 35.9         | 42.7          | 44.8          | 65.0          |
| 기타영업손익        | 0.0           | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>영업이익</b>   | <b>1.6</b>    | <b>0.3</b>   | <b>(21.0)</b> | <b>(10.3)</b> | <b>39.4</b>   |
| 증가율(%)        | (77.3)        | (80.6)       | 적전            | 적지            | 흑전            |
| <b>EBITDA</b> | <b>17.0</b>   | <b>18.0</b>  | <b>0.6</b>    | <b>11.4</b>   | <b>61.4</b>   |
| 증가율(%)        | (12.8)        | 5.5          | (96.5)        | 1,710.0       | 436.7         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(14.2)</b> | <b>(8.1)</b> | <b>(13.0)</b> | <b>(10.9)</b> | <b>(25.5)</b> |
| 이자수익          | 3.0           | 2.7          | 8.0           | 6.7           | 7.1           |
| 이자비용          | 17.6          | 20.0         | 20.0          | 23.5          | 24.3          |
| 지분법손익         | 1.3           | 0.8          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타영업외손익       | (0.9)         | 8.5          | (0.9)         | 5.9           | (8.3)         |
| <b>세전순이익</b>  | <b>(12.5)</b> | <b>(7.8)</b> | <b>(33.9)</b> | <b>(21.2)</b> | <b>13.9</b>   |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 흑전            |
| 법인세비용         | (4.0)         | 0.3          | (10.8)        | (4.7)         | 4.5           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>(8.5)</b>  | <b>(8.0)</b> | <b>(23.1)</b> | <b>(16.6)</b> | <b>9.4</b>    |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 흑전            |
| 지배주주지분        | (8.5)         | (8.0)        | (23.1)        | (16.6)        | 9.4           |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 흑전            |
| 비지배지분         | 0.0           | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>(130)</b>  | <b>(123)</b> | <b>(353)</b>  | <b>(253)</b>  | <b>144</b>    |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 흑전            |
| 수정EPS(원)      | (130)         | (123)        | (353)         | (253)         | 144           |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 흑전            |

### 주요투자지표

|                    | 2023A | 2024A | 2025F   | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| <b>주당지표(원)</b>     |       |       |         |       |       |
| EPS                | (130) | (123) | (353)   | (253) | 144   |
| BPS                | 6,264 | 6,143 | 5,852   | 5,649 | 5,764 |
| DPS                | 0     | 0     | 0       | 0     | 0     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |       |       |         |       |       |
| PER                | -     | -     | -       | -     | 165.8 |
| PBR                | 3.7   | 3.9   | 4.1     | 4.2   | 4.1   |
| EV/ EBITDA         | 116.0 | 103.6 | 3,139.3 | 185.2 | 32.8  |
| 배당수익율              | 0.0   | n/a   | n/a     | n/a   | n/a   |
| PCR                | 27.2  | 24.4  | 1,794.0 | 226.2 | 55.8  |
| <b>수익성(%)</b>      |       |       |         |       |       |
| 영업이익율              | 0.6   | 0.1   | (3.6)   | (1.5) | 5.7   |
| EBITDA이익율          | 6.5   | 4.4   | 0.1     | 1.7   | 8.9   |
| 순이익율               | (3.3) | (2.0) | (3.9)   | (2.4) | 1.4   |
| ROE                | (1.6) | (1.6) | (4.7)   | (3.5) | 2.0   |
| ROIC               | 0.1   | 0.0   | (1.8)   | (0.8) | 2.8   |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |       |       |         |       |       |
| 순차입금/자기자본          | 64.8  | 59.6  | 87.8    | 120.0 | 95.8  |
| 유동비율               | 225.5 | 182.9 | 192.8   | 177.8 | 177.8 |
| 이자보상배율             | 0.1   | 0.0   | (1.0)   | (0.4) | 1.6   |
| <b>활동성 (회)</b>     |       |       |         |       |       |
| 총자산회전율             | 0.2   | 0.4   | 0.5     | 0.6   | 0.5   |
| 매출채권회전율            | 1.9   | 3.9   | 5.0     | 4.7   | 5.7   |
| 재고자산회전율            | 0.6   | 1.0   | 1.5     | 1.5   | 1.4   |
| 매입채무회전율            | 2.5   | 5.5   | 9.2     | 11.1  | 9.5   |

#### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작용물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

#### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 98% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 2%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2025.06.30 기준)

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |        |              |        |            | 두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이<br>담당 애널리스트: 한병화 |  |
|-------------------------|------|--------|--------------|--------|------------|------------------------------------------------|--|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율(%) |            | (원)                                            |  |
|                         |      |        |              | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |                                                |  |
| 2023-07-27              | Buy  | 50,000 | 1년           | -55.6  | -44.8      |                                                |  |
| 2023-11-02              | Buy  | 35,000 | 1년           | -44.1  | -25.1      |                                                |  |
| 2024-02-15              | Buy  | 35,000 | 1년           | -45.7  | -25.1      |                                                |  |
| 2024-05-02              | Buy  | 35,000 | 1년           | -46.3  | -25.1      |                                                |  |
| 2024-06-03              | Buy  | 35,000 | 1년           | -47.7  | -32.7      |                                                |  |
| 2024-07-29              | Buy  | 35,000 | 1년           | -50.2  | -41.9      |                                                |  |
| 2024-10-30              | Buy  | 35,000 | 1년           | -52.4  | -46.6      |                                                |  |
| 2025-02-07              | Buy  | 25,000 | 1년           | -38.9  | -30.6      |                                                |  |
| 2025-05-02              | Buy  | 22,000 | 1년           | -9.2   | 10.5       |                                                |  |
| 2025-07-25              | Buy  | 25,000 | 1년           |        |            |                                                |  |