

(336260. KS)

두산퓨얼셀

그린산업/ESG 한병화
bhh1026@eugenefn.com

해외 사업 중심으로 구조 전환

“ 미국 데이터센터향 연료전지 수요 강도 높아: Bloom Energy의 Oracle 데이터센터에 대한 공급계약이 체결된 후 연료전지는 부족한 가스발전의 대안으로 부상. 지난 해까지는 최대 발전효율(60%)이 가장 높은 SOFC만 주목을 받아왔으나, 최근에는 수요자들의 관심이 MCFC(용융염 연료전지), PEMFC(고분자전해질), PAFC(인산형)로 확산되는 국면. 데이터센터 사업자들의 연료전지 전반에 대한 실수요가 확대되는 이유는 빠른 공급 때문. 동일한 연료를 사용하는 가스발전의 경우 4~5년이 소요되는데 비해 연료전지는 3개월 이내에 공급 가능

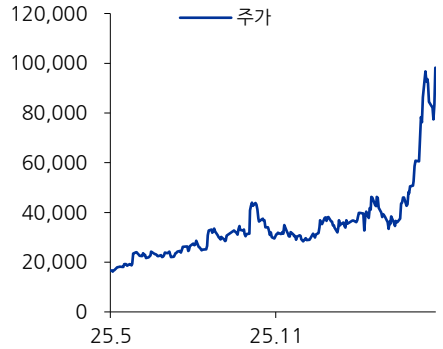
“ 두산퓨얼셀의 PAFC도 미국 데이터센터 공급 가능성 높아: 동사의 PAFC 연료전지의 미국 진입도 상반기내에 확정될 것으로 판단. 최근 미국 수요업체들의 강도가 높아지고 있는 것을 감안하면 공급 규모도 의미 있게 커질 것으로 예상. PAFC는 발전효율이 최대 45% 수준으로 SOFC 대비 낮는데 비해 폐열이 발생하고 이를 이용한 종합 효율은 SOFC와 유사. 두산퓨얼셀은 PAFC에서 발생한 폐열을 흡수식 냉동기로 냉각수를 생성해서 데이터센터의 냉방전력으로 사용하는 기술을 개발 완료. 내년부터 PAFC의 미국 데이터센터 공급이 시작되고, SOFC는 증설을 통해 원가경쟁력과 수율을 높인 후 해외 수출이 시작될 것으로 판단

“ 국내 연료전지 시장 축소는 불가피하나, 해외 스토리가 이를 상쇄: 국내 연료전지 발전 시장은 향후 단계적으로 축소될 예정. 다만 수요 절벽을 만들기 보다는 일정 기간 동안 점진적으로 물량을 낮추는 방식으로 진행 예상. 동사는 미국향 공급이 내년부터 본격화될 예정이어서 국내 물량 축소를 상쇄하고 2028년부터는 해외 수출 위주로 매출 구성이 이루어질 것으로 판단

“ 투자 의견 BUY로 상향: 동사에 대한 투자 의견을 HOLD에서 BUY로 상향하고 목표주가도 기존의 5.5만원에서 12만원으로 상향. 목표주가는 해외 비교업체들의 2027년 기준 평균 PSR 11배 적용. 글로벌 유일한 PAFC 연료전지 생산 밸류체인을 기반으로 미국 데이터센터에 공급이 예정되어 있고, SOFC 생산라인도 갖추고 있는 상태. 현재 PAFC의 생산능력은 232MW, SOFC는 50MW. 해외로 원활한 공급을 위해서는 증설이 필요할 것으로 판단. 지난 해 Bloom Energy를 기점으로 상승하던 연료전지업체들의 주가 상승은 올 해 들어 Fuelcell Energy, Ceres Power, Plug Power 등 다양한 플랫폼 업체들로 확산되는 중. 빠른 전력 공급이 필수가 되면서 태양광, 육상풍력, BESS 조합에 이어 가스를 이용한 연료전지가 브릿지 전원으로 부상. 따라서 향후 연료전지업체들의 주가는 미국 데이터센터 건설의 속도에 연동되어 움직일 것. 미래에 커질 이익을 선반영하고 있는 상태이기 때문에 주가 변동성은 높을 수밖에 없다는 점도 고려해야

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(상향)
120,000 원(상향)
98,200 원(5/22)



시가총액(십억원)	6,431
발행주식수(천주)	65,494
52 주 최고	106,000 원
최저	16,090 원
52 주 일단 Beta	1.47
60 일 평균 거래대금	627억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
두산에너지빌리티 (외 17인)	37.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	103.5	226.8	488.7
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	-
목표주가	120,000	55,000	▲
영업이익(25A)	-103.7	-103.7	-
영업이익(26F)	-41.7	-41.7	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026F	2027F
매출액	454.9	535.9	706.0
영업이익	(103.7)	(41.7)	5.3
세전손익	(121.5)	(64.8)	(20.3)
당기순이익	(130.2)	(56.4)	(15.8)
EPS(원)	(1,989)	(862)	(242)
증감률(%)	적지	적지	적지
PER(배)	n/a	n/a	n/a
ROE(%)	(29.7)	(16.3)	(5.1)
PBR(배)	21.5	25.4	26.7
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	181.8

도표 1. 두산퓨얼셀 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	144.9	127.0	122.0	142.0
YoY(%)	214.8	48.5	183.5	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	4.6
연료전지 주기기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	103.0	98.0	117.0
장기유지보수서비스	24.8	26.2	22.6	22.2	23.3	24.0	24.0	25.0
매출원가	99.7	119.6	96.7	201.1	134.4	133.4	124.4	140.6
매출총이익	0.1	8.9	(5.9)	(65.3)	10.4	(6.3)	(2.4)	1.4
판관비	11.1	10.3	9.2	10.8	11.2	11.0	11.0	11.5
영업이익	(11.0)	(1.4)	(15.1)	(76.2)	(0.8)	(17.4)	(13.4)	(10.1)
YoY(%)	적자지속	적자지속	흑자전환	3,296.7	적자전환	흑자전환	적자전환	적자지속
영업이익률	(11.1)	(1.1)	(16.7)	(56.1)	(0.5)	(13.7)	(11.0)	(7.1)
영업외손익	(3.6)	(2.9)	(4.8)	(6.4)	(7.7)	(6.0)	(4.0)	(5.5)
세전이익	(14.6)	(4.3)	(20.0)	(82.6)	(8.4)	(23.4)	(17.4)	(15.6)
법인세	(5.1)	(2.4)	(3.1)	19.4	4.0	(5.1)	(3.8)	(3.4)
당기순이익	(9.5)	(1.9)	(16.8)	(102.0)	(12.5)	(18.2)	(13.6)	(12.2)

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 두산퓨얼셀 연간 실적 전망

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	381.4	312.1	260.9	411.8	454.9	535.9	706.0	853.0
YoY(%)	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	10.4	17.8	31.8	20.8
연료전지 주기기	287.2	206.2	145.7	292.1	359.0	439.6	596.0	708.0
장기유지보수서비스	94.2	105.9	115.2	119.8	95.9	96.3	110.0	114.0
매출원가	333.2	267.5	221.3	375.6	517.1	532.8	653.9	766.8
매출총이익	48.2	44.7	39.5	36.2	(62.2)	3.1	52.1	86.2
판관비	30.2	37.5	37.9	35.9	41.5	44.7	46.8	49.9
영업이익	18.0	7.2	1.6	0.3	(103.7)	(41.7)	5.3	36.3
YoY(%)	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
영업이익률	4.7	2.3	0.6	0.1	(22.8)	(7.8)	0.8	4.3
영업외손익	0.6	(2.9)	(14.2)	(8.1)	(17.7)	(23.2)	(25.6)	(29.5)
세전이익	18.6	4.3	(12.5)	(7.8)	(121.5)	(64.8)	(20.3)	6.8
법인세	9.9	0.4	(4.0)	0.3	8.8	(8.4)	(4.5)	1.5
당기순이익	8.7	3.9	(8.5)	(8.0)	(130.2)	(56.4)	(15.8)	5.3

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 두산퓨얼셀 Peer Valuation

		두산퓨얼셀	Peer 평균	BLOOM ENERGY	ITM POWER	CERES POWER	PLUG POWER	BALLARD POWER
국가		KR		US	BT	BT	US	CA
2026-05-22		98,200		302.5	2.3	10.9	3.8	5.5
시가총액(백만달러, 십억원)		6,431.5		86,041.4	1,582.1	2,123.2	5,273.4	1,670.2
PSR (배)	FY24A	15.6	7.7	3.4	19.0	6.4	2.7	7.1
	FY25A	14.1	19.5	23.2	28.1	26.6	6.5	13.2
	FY26F	12.0	15.1	13.4	21.2	23.8	5.5	11.4
	FY27F	9.5	10.9	9.4	11.3	19.3	4.6	9.8
PBR (배)	FY24A	16.0	2.8	9.0	1.2	2.2	1.1	0.7
	FY25A	21.5	15.5	62.5	4.8	0.1	7.2	3.1
	FY26F	25.4	10.2	34.4	5.2	0.1	8.1	3.3
	FY27F	27.7	7.6	19.9	5.2	0.1	9.2	3.5
매출액 (백만달러, 십억원)	FY24A	411.8		1,473.9	20.8	66.3	628.8	69.7
	FY25A	454.9		1,903.2	31.6	43.1	701.3	98.2
	FY26F	535.9		3,713.5	56.2	79.8	813.1	126.3
	FY27F	676.0		6,405.6	74.6	89.1	960.9	146.0
영업이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	0.3		22.9	-47.8	-40.0	-2,019.8	-183.3
	FY25A	-103.7		72.8	-69.9	-62.8	-1,467.4	-103.5
	FY26F	-41.7		665.9	-46.3	-14.5	-335.2	-55.2
	FY27F	-7.0		1,507.5	-36.6	-6.7	-187.9	-49.8
영업이익률 (%)	FY24A	0.1	-174.6	1.6	-230.2	-60.4	-321.2	-262.9
	FY25A	-22.8	-135.5	3.8	-221.1	-145.8	-209.2	-105.4
	FY26F	-7.8	-33.5	17.9	-82.3	-18.2	-41.2	-43.7
	FY27F	-1.0	-17.3	23.5	-49.0	-7.5	-19.6	-34.1
순이익 (백만달러, 십억원)	FY24A	-8.0		-29.2	-34.2	-36.2	-2,104.7	-324.2
	FY25A	-130.2		626.9	-38.2	-7.9	-470.7	-46.4
	FY26F	-56.4		1,305.2	-29.9	-1.1	-232.4	-40.6
	FY27F	-26.8		2,044.7	-8.9	10.2	-152.3	-37.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

* 두산퓨얼셀은 당사 추정치

두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,180.0	1,201.9	1,286.5	1,526.3	1,643.4
유동자산	666.1	580.0	631.5	831.1	904.9
현금성자산	156.2	79.3	24.1	181.2	120.5
매출채권	100.0	82.0	158.0	179.0	212.0
재고자산	379.3	371.8	402.0	423.0	524.0
비유동자산	514.0	621.8	655.0	695.2	738.6
투자자산	151.7	154.9	160.5	166.4	172.4
유형자산	332.4	372.0	370.1	377.6	390.2
기타	29.8	94.9	124.4	151.3	175.9
부채총계	677.3	828.0	969.7	1,225.4	1,337.2
유동부채	364.2	462.1	600.5	752.7	761.0
매입채무	77.1	96.2	93.7	164.9	172.1
유동성이자부채	226.9	267.5	407.5	487.5	487.5
기타	60.2	98.3	99.3	100.3	101.3
비유동부채	313.1	365.9	369.2	472.6	576.2
비유동이자부채	229.2	278.9	278.9	378.9	478.9
기타	83.8	87.0	90.3	93.7	97.3
자본총계	502.8	373.9	316.8	300.9	306.2
지배지분	502.8	373.9	316.8	300.9	306.2
자본금	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	477.5	477.5	477.5	477.5	477.5
이익잉여금	16.5	(112.4)	(168.8)	(184.6)	(179.4)
기타	0.6	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	502.8	373.9	316.8	300.9	306.2
총차입금	456.1	546.5	686.5	866.5	966.5
순차입금	299.9	467.2	662.4	685.3	846.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	103.2	(15.6)	(130.9)	51.2	(80.5)
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(56.4)	(15.8)	5.3
자산상각비	17.7	25.3	31.1	33.8	36.8
기타비현금성손익	61.7	85.7	2.6	3.4	3.6
운전자본증감	47.6	0.0	(108.3)	29.8	(126.2)
매출채권감소(증가)	(25.0)	(8.1)	(76.0)	(21.0)	(33.0)
재고자산감소(증가)	71.2	(33.3)	(30.2)	(21.0)	(101.0)
매입채무증가(감소)	6.8	24.1	(2.6)	71.2	7.3
기타	(5.4)	17.3	0.5	0.5	0.5
투자현금	(90.5)	(102.6)	(64.9)	(74.7)	(80.8)
단기투자자산감소	(8.9)	9.7	(0.6)	(0.6)	(0.7)
장기투자증권감소	(0.5)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(68.2)	(38.6)	(18.7)	(28.2)	(34.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.6)	(69.8)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
재무현금	71.4	48.3	140.0	180.0	100.0
차입금증가	71.4	48.2	140.0	180.0	100.0
자본증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	84.1	(69.8)	(55.8)	156.5	(61.3)
기초현금	50.2	134.3	64.5	8.6	165.1
기말현금	134.3	64.5	8.6	165.1	103.8
Gross Cash flow	80.1	(15.6)	(22.7)	21.4	45.7
Gross Investment	33.9	112.2	172.6	44.3	206.4
Free Cash Flow	46.2	(127.8)	(195.2)	(22.9)	(160.7)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	411.8	454.9	535.9	706.0	853.0
증가율(%)	57.9	10.4	17.8	31.8	20.8
매출원가	375.6	517.1	532.8	653.9	766.8
매출총이익	36.2	(62.2)	3.1	52.1	86.2
판매 및 일반관리비	35.9	41.8	44.7	46.8	49.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	0.3	(103.7)	(41.7)	5.3	36.3
증가율(%)	(80.6)	적전	적지	흑전	585.0
EBITDA	18.0	(78.4)	(10.5)	39.1	73.1
증가율(%)	5.5	적전	적지	흑전	86.8
영업외손익	(8.1)	(17.7)	(23.2)	(25.6)	(29.5)
이자수익	2.7	3.2	5.5	6.8	8.8
이자비용	20.0	18.6	25.6	29.9	35.2
지분법손익	0.8	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.5	(1.6)	(3.1)	(2.5)	(3.1)
세전순이익	(7.8)	(121.5)	(64.8)	(20.3)	6.8
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	0.3	8.8	(8.4)	(4.5)	1.5
당기순이익	(8.0)	(130.2)	(56.4)	(15.8)	5.3
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(8.0)	(130.2)	(56.4)	(15.8)	5.3
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	(123)	(1,989)	(862)	(242)	81
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(123)	(1,989)	(862)	(242)	81
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(123)	(1,989)	(862)	(242)	81
BPS	6,143	4,568	3,870	3,677	3,741
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	1,217.0
PBR	16.0	21.5	25.4	26.7	26.2
EV/ EBITDA	374.5	n/a	n/a	181.8	99.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	100.3	n/a	n/a	374.7	175.8
수익성(%)					
영업이익률	0.1	(22.8)	(7.8)	0.8	4.3
EBITDA이익률	4.4	(17.2)	(2.0)	5.5	8.6
순이익률	(2.0)	(28.6)	(10.5)	(2.2)	0.6
ROE	(1.6)	(29.7)	(16.3)	(5.1)	1.7
ROIC	0.0	(9.3)	(3.4)	0.4	2.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	59.6	124.9	209.1	227.7	276.3
유동비율	182.9	125.5	105.2	110.4	118.9
이자보상배율	0.0	(5.6)	(1.6)	0.2	1.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	3.9	5.0	4.5	4.2	4.4
재고자산회전율	1.0	1.2	1.4	1.7	1.8
매입채무회전율	5.5	5.2	5.6	5.5	5.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

