

EARNINGS
PREVIEW

두산퓨얼셀 (336260/KS)

미국 기대감은 유효하다

유틸/신재생. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

Signal: 4Q25 일시적인 실적부진 전망**Key:** 국내 프로젝트 납품이연, 그러나 미국 데이터센터 가능성 유효**Step:** 주가상승 모멘텀은 남아있음

매수(유지)

목표주가: 42,000 원(상향)

현재주가: 34,750 원

상승여력: 20.9%

STOCK DATA

주가(26/01/28)	34,750 원
KOSPI	5,170.81pt
52주 최고가	43,900 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,549 만주
시가총액	2,276 십억원
주요주주	
두산에너지빌리티(외 16)	37.85%
국민연금공단	7.92%
외국인 지분율	19.05%

주가 및 상대수익률



4Q25 컨센서스 하회 전망

4Q25 매출액 1,460 억원(YoY -44.2%), 영업적자 260 억원(YoY 적자지속)을 추정한다. 컨센서스 매출액 1,500 억원, 영업적자 220 억원대비해서 하회할 것으로 전망한다. 단기적인 실적부진 배경은 ① 국내 연료전지 프로젝트 납품일정이 이연 ② 군산 SOFC 공장 감가상각비 인식으로 인한 비용증가에 있다. 이연 물량은 계약취소가 아니기 때문에 26년 매출액으로 인식될 것으로 전망한다.

트럼프, 비상전력경매 발표

26년 1월 트럼프 행정부는 비상 전력 경매를 발표했다. 데이터센터로 인해서 전기요금이 상승하며 생활비 부담이 가중되고 있다. 26년 중간선거를 앞두고 전기요금 상승이 주요 정책현안으로 떠오르며 이번 이니셔티브를 발표한 것이다. 요지는 AI 데이터센터에 필요한 발전기, 인프라는 빅테크의 비용으로 부담하는 것이다. 미국 발전기 시장에서 리드타임(적시공급)이 가장 중요한 변수로 떠오르고 있는데, 두산퓨얼셀과 같은 국내 발전기기 기업이 미국시장 진출의 기회요인으로 될 것으로 판단한다. 하이엑시움을 통해서 동사의 PAFC가 데이터센터 시장에 침투할 가능성이 높아졌다고 생각한다.

목표주가 상향

목표주가 42,000 원으로 상향한다. 27년 SPS 8,576 원, Target PSR 4.9 배를 적용했다. 실적과 주가 사이에 괴리가 발생하고 있지만, 주가 상승 모멘텀인 미국 데이터센터 시장진입 가능성이 높다고 판단하여 목표주가를 상향한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					26년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	146	226	-35.4	150	-2.7	533	653	-18.4	568	-6.1
영업이익(십억원)	-26	-8	-225.0	-22	-18.2	-40	-24	-66.8	-15	-166.0
지배주주순이익(십억원)	-23	-9	155.6	-26	+11.5	-44	-32	-39.1	-26	-70.7
영업이익률(%)	-17.8	-3.5	-	-14.7	-	-7.5	-3.7	-	-2.6	-
지배주주순이익률(%)	-15.8	-4.0	-	-17.3	-	-8.3	-4.9	-	-4.6	-

자료: SK 증권

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
SPS (27년)	(원)	8,576	8,576	
Target multiple	(배)	4.5	4.9	
목표주가	(원)	38,500	42,000	
전일종가	(원)	31,200	34,750	
상승여력	%	+23.4%	+20.9	

자료: SK 증권

분기실적추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025	2026E	2027E
매출액	32	86	32	262	100	128	91	146	412	465	533	702
YoY(%)	-36.5	75.9	-29.8	125.1	214.8	48.5	183.5	-44.2	57.8	12.9	14.6	31.7
연료전지	0	54	3	235	75	102	68	121	292	366	406	401
유지보수	32	33	29	27	25	26	23	25	120	99	127	131
해외매출	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	30	84	35	264	111	130	106	172	414	520	599	751
원재료	-1	47	-2	218	66	90	59	110	262	325	374	477
임직원급여	12	12	13	15	15	15	19	27	51	76	87	105
감가상각비	5	4	5	4	4	5	7	7	18	23	28	28
기타	15	21	19	27	26	20	22	28	82	96	110	140
영업이익	2	2	-3	-3	-12	-2	-16	-26	-2	-55	-66	-49
YoY(%)	-48	345	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지
영업이익률(%)	5.2	2.5	-9.3	-1.0	-11.6	-1.5	-17.2	-17.5	-0.4	-11.7	-12.4	-7.0
금융수익(비용)	-1	-3	-6	-2	-4	-4	-4	-4	-12	-16	-16	-16
기타 영업외손익	-1	0	4	-1	0	1	0	0	3	1	1	1
종속 및 관계기업관련	0	0	0	0	0	0	-1	0	1	0	0	0
법인세	0	0	-1	1	-5	-2	-3	-6	0	-16	-16	-13
당기순이익	0	0	-4	-6	-10	-3	-17	-23	-10	-53	-65	-52
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
순이익률(%)	-0.8	-0.4	-11.5	-2.4	-10.1	-2.0	-19.3	-15.9	-2.5	-11.5	-12.2	-7.4

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	648	661	365	585	888
현금및현금성자산	50	138	72	65	74
매출채권 및 기타채권	109	100	56	99	155
재고자산	460	380	212	377	591
비유동자산	423	519	657	655	654
장기금융자산	8	10	9	10	11
유형자산	271	335	378	378	378
무형자산	34	33	99	93	88
자산총계	1,071	1,180	1,022	1,239	1,541
유동부채	287	366	293	519	811
단기금융부채	186	227	216	382	595
매입채무 및 기타채무	63	56	44	78	122
단기충당부채	18	36	20	36	56
비유동부채	271	315	283	318	364
장기금융부채	198	231	234	234	234
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	3	3
장기충당부채	66	76	42	75	118
부채총계	558	681	576	838	1,175
지배주주지분	513	499	446	401	367
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	476	476	476	476
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	26	14	-39	-84	-119
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	513	499	446	401	367
부채와자본총계	1,071	1,180	1,022	1,239	1,541

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	8	101	21	-124	-149
당기순이익(손실)	-9	-10	-53	-44	-35
비현금성항목등	78	89	93	36	40
유형자산감가상각비	12	15	19	28	28
무형자산상각비	3	3	5	5	5
기타	63	71	68	2	7
운전자본감소(증가)	-37	47	-4	-113	-147
매출채권및기타채권의감소(증가)	103	-25	16	-43	-56
재고자산의감소(증가)	-38	70	150	-165	-214
매입채무및기타채무의증가(감소)	-55	7	-25	34	44
기타	-28	-25	-9	9	2
법인세납부	-3	-0	6	11	9
투자활동현금흐름	-96	-83	-102	-36	-39
금융자산의감소(증가)	18	-9	5	-5	-7
유형자산의감소(증가)	-114	-68	-39	-28	-28
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-71	0	0
기타	2	-2	3	-3	-4
재무활동현금흐름	105	69	-11	166	213
단기금융부채의증가(감소)	-12	-83	-194	166	213
장기금융부채의증가(감소)	117	152	115	0	0
자본의증가(감소)	486	-1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-486	1	69	0	0
현금의 증가(감소)	18	87	-65	-7	9
기초현금	32	50	138	72	65
기말현금	50	138	72	65	74
FCF	-106	33	-17	-152	-177

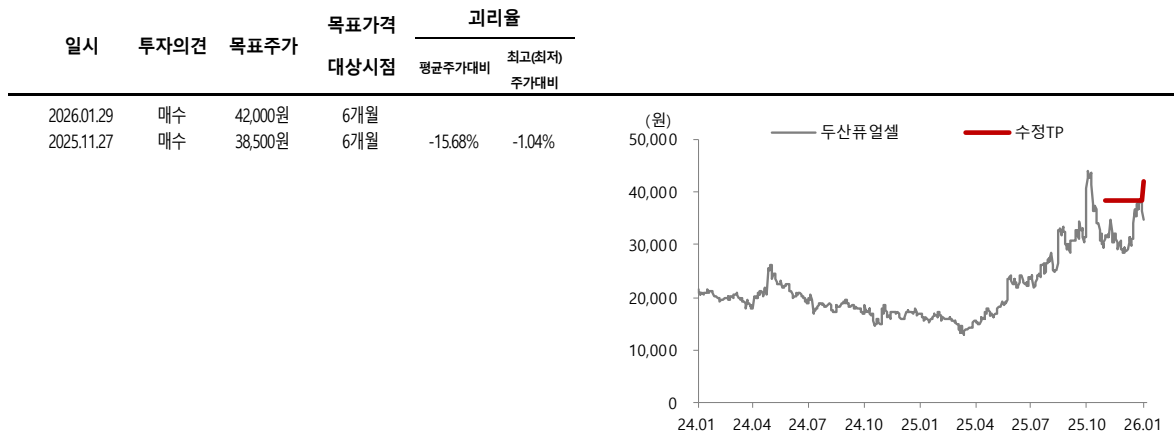
자료 : 두산퓨얼셀 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	261	412	465	533	702
매출원가	221	376	472	521	663
매출총이익	40	36	-7	12	39
매출총이익률(%)	15.2	8.8	-1.5	2.3	5.5
판매비와 관리비	38	38	48	52	67
영업이익	2	-2	-55	-40	-28
영업이익률(%)	0.6	-0.4	-11.7	-7.5	-4.0
비영업손익	-14	-8	-15	-16	-16
순금융손익	-16	-18	-13	-13	-16
외환관련손익	1	6	-1	0	0
관계기업등 투자손익	1	1	-0	0	0
세전계속사업이익	-13	-10	-70	-55	-44
세전계속사업이익률(%)	-4.8	-2.5	-15.0	-10.4	-6.2
계속사업법인세	-4	0	-16	-11	-9
계속사업이익	-9	-10	-53	-44	-35
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-10	-53	-44	-35
순이익률(%)	-3.3	-2.5	-11.5	-8.3	-5.0
지배주주	-9	-10	-53	-44	-35
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.3	-2.5	-11.5	-8.3	-5.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-10	-12	-53	-44	-35
지배주주	-10	-12	-53	-44	-35
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	17	16	-30	-6	5

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-	57.8	12.9	14.6	31.7
영업이익	N/A	적전	적지	적지	적지
세전계속사업이익	N/A	적지	적지	적지	적지
EBITDA	N/A	-3.7	적전	적지	흑전
EPS	N/A	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROA	-0.8	-0.9	-4.9	-3.9	-2.5
ROE	-1.7	-2.1	-11.3	-10.5	-9.1
EBITDA마진	6.5	4.0	-6.5	-1.2	0.7
안정성 (%)					
유동비율	225.5	180.5	124.5	112.5	109.5
부채비율	108.9	136.5	129.3	208.7	320.5
순차입금/자기자본	64.8	61.9	83.3	134.4	201.0
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.8	-1.9	-0.4	0.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-104	-128	-653	-542	-426
BPS	6,267	6,099	5,449	4,907	4,482
CFPS	84	94	-357	-134	-22
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-223.4	-124.7	-44.2	-64.1	-81.7
PBR	3.7	2.6	5.3	7.1	7.8
PCR	275.1	170.3	-80.8	-259.3	-1,554.5
EV/EBITDA	116.0	87.8	-78.5	-452.9	619.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 29일 기준)

매수 93.90% 중립 6.10% 매도 0.00%