2026-02-12

EARNINGS REVIEW

두산퓨얼셀 (336260/KS)

내 거친 생각과 불안한 눈빛

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

Signal: 4Q25 컨센서스 하회
Key: CSA 조기교체 이슈발생으로 수익성 악화
Step: 그러나 미국 데이터센터 시장에 진출만 된다면…!

매수(유지)

목표주가: 42,000 원(유지)
현재주가: 33,850 원
상승여력: 24.1%

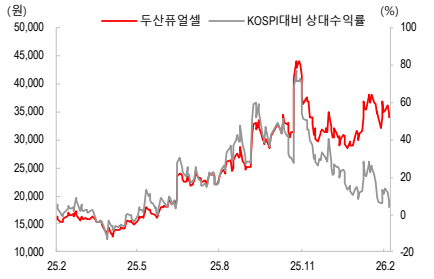
STOCK DATA

주가(26/02/11)	33,850 원
KOSPI	5,354.49 pt
52 주 최고가	43,900 원
60 일 평균 거래대금	24 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,549 만주
시가총액	2,217 십억원
주요주주	
두산에너빌리티(외 16)	37.85%
국민연금공단	7.92%
외국인 지분율	18.13%

주가 및 상대수익률



4Q25 Review: 영업적자 기록하며 컨센서스 하회

4Q25 매출액 1,360 억원(YoY -48.1%), 영업적자 760 억원(YoY 적자지속)을 기록했다. 매출액은 납품 예정인 연료전지가 26 년으로 지연된 영향으로 감소했으며, 영업이익은 CSA 품질이슈, SOFC 초기양산비용, 백금가격 급등이라는 영향이 중첩되며 크게 악화되었다. 실적측면에서 26 년은 미국 데이터센터 시장 진입, PAFC 품질 안정화, SOFC 생산성 개선을 동시에 추진하는 과도기적인 한 해가 될 것으로 전망한다. 중장기적으로 경영진은 SOFC 파운드리(스택 공급) 사업에 집중할 것을 언급했다.

수익성 악화의 3 가지 이유

수익성은 세 가지 구조적 부담이 중첩되며 크게 악화되었다. ① (CSA 조기교체) 8 년차 정기검사를 두고 2 년 앞서서 PAFC 셀 스택을 조기 교체했다. 이 영향으로 서비스 부문에서 적자를 기록했다. ② (백금가격) 사업계획 기준 대비해서 백금가격이 상승하며 추가원가 부담이 발생했다. 백금가격은 사업기준 1,200 달러 대비해서 25 년 연평균 1,700 달러에 거래되었다. ③ (SOFC 초기생산) 군산공장 가동률이 50%에서 출발해서 70% 초반까지 개선되었으나, 목표치인 80%까지 미달한 상황이다. 감가상각비가 분기 40 억원에서 3Q25 부터 약 70 억원으로 증가했다.

미국 데이터센터 시장 진출은 가시권

트럼프 행정부의 비상전력경매도입 발표 이후 현장발전(on-site)으로서 PAFC 연료전지에 관심도가 높아졌다. 빅테크 1 개사의 경우 익산 PAFC 공장 실사를 진행했으며 기술 및 품질에 대한 검증이 완료되었다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25 년 4 분기					26 년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	136	146	-6.8	130	4.6	533	533	0.0	532	0.2
영업이익(십억원)	-76	-26	192.3	-26	192.3	-39	-40	-2.5	-33	18.2
지배주주순이익(십억원)	-103	-23	347.8	-25	312.0	-47	-44	6.8	-38	23.7
영업이익률(%)	-55.9	-17.8	-	-20.0	-	-7.3	-7.5	-	-6.2	-
지배주주순이익률(%)	-75.7	-15.8	-	-19.2	-	-8.8	-8.3	-	-7.1	-

자료: SK 증권

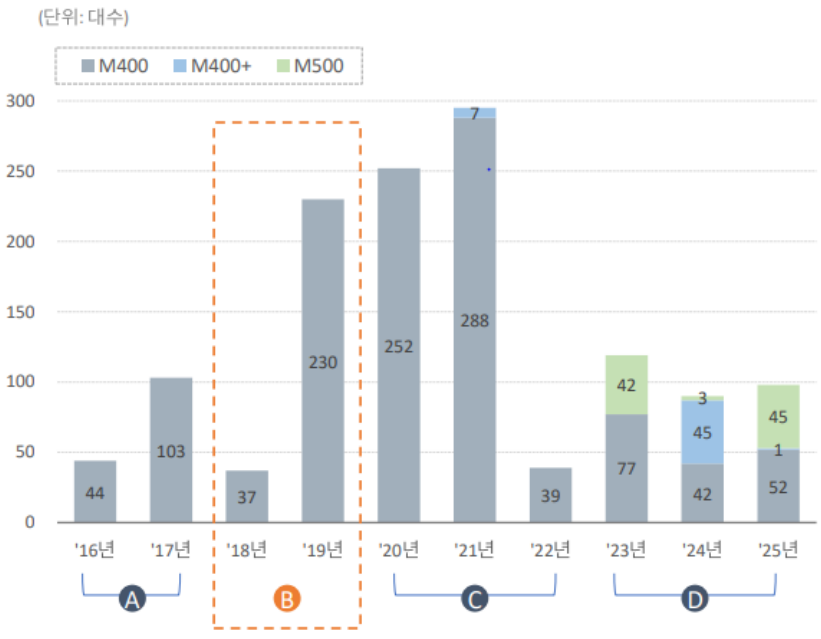
CSA 품질문제 상세

경영진은 실적발표에서 CSA 품질 문제와 관련하여 투명하게 소통했다. 8 년차 정기 검사를 앞둔 품목에 대해서 1~2 년 앞서 조기교체를 단행하며 수익성이 낮아졌다. 연료전지는 상업운전 개시 이후, 매 4 년마다 성능검사를 실시한다.

동사의 연료전지는 LTSA 개시 시점에 따라서 그룹별로 나눌 수 있다. 문제가 발생한 그룹은 B 그룹(18~19 년)으로 익산공장 준공 후 초기 생산품에서 품질문제가 발생하여 조기체를 했다. 익산공장 준공 후 초기 생산품이며 원가절감 차원에서 공급망을 교체함에 따라서 품질 문제가 발생한 것으로 밝혔다. 이후 생산된 C 그룹(20~22 년)은 교체비용은 낮을 것으로 전망하고 있으나 개별적으로 전수조사 진행 중에 있다. D 그룹(23 년 이후~) IP 전량 확보이후 제조공정에 반영했기에 큰 이슈가 없다고 판단하고 있다.

B 그룹에서 발생한 품질문제가 C 그룹까지 전이될지 모니터링이 필요한 시점이다.

연도별 LTSA 개시 연료전지 대수



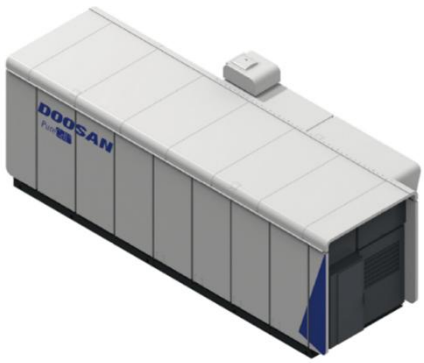
자료: 두산퓨얼셀

분기실적추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**32**	**86**	**32**	**262**	**100**	**128**	**91**	**136**	**412**	**455**	**533**	**702**
YoY(%)	*-36.5*	*75.9*	*-29.8*	*125.1*	*214.8*	*48.5*	*183.5*	*-48.1*	*57.8*	*10.5*	*17.2*	*31.7*
연료전지	0	54	3	235	75	102	68	111	292	356	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**	**212**	**414**	**560**	**572**	**730**
원재료	-1	47	-2	218	66	90	59	150	262	366	373	477
임직원급여	12	12	13	15	15	15	19	29	51	77	64	84
감가상각비	5	4	5	4	4	5	7	7	18	23	28	28
기타	15	21	19	27	26	20	22	26	82	94	107	140
영업이익	**2**	**2**	**-3**	**-3**	**-12**	**-2**	**-16**	**-76**	**-2**	**-105**	**-39**	**-28**
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*	*-56.1*	*-0.4*	*-23.1*	*-7.2*	*-4.0*
금융수익(비용)	-1	-3	-6	-2	-4	-4	-4	-6	-12	-19	-20	-20
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	20	0	9	-12	-10
당기순이익	**0**	**0**	**-4**	**-6**	**-10**	**-3**	**-17**	**-103**	**-10**	**-133**	**-47**	**-38**
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*	*-75.6*	*-2.5*	*-29.2*	*-8.7*	*-5.5*

자료: SK 증권

M400



자료: 두산퓨얼셀, SK 증권

M500

자료: Ceres Power, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	648	661	344	585	888
현금및현금성자산	50	138	72	66	75
매출채권 및 기타채권	109	100	52	99	155
재고자산	460	380	197	377	591
비유동자산	423	519	658	662	666
장기금융자산	8	10	9	10	11
유형자산	271	335	378	378	378
무형자산	34	33	100	100	100
자산총계	1,071	1,180	1,003	1,247	1,554
유동부채	287	366	356	608	908
단기금융부채	186	227	284	471	693
매입채무 및 기타채무	63	56	41	78	122
단기충당부채	18	36	19	36	56
비유동부채	271	315	280	318	364
장기금융부채	198	231	234	234	234
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	3	3
장기충당부채	66	76	39	75	118
부채총계	558	681	636	927	1,273
지배주주지분	513	499	367	320	282
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	-119	-165	-204
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	513	499	367	320	282
부채와자본총계	1,071	1,180	1,003	1,247	1,554

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	261	412	455	533	702
매출원가	221	376	509	520	663
매출총이익	40	36	-54	13	39
매출총이익률(%)	15.2	8.8	-11.8	2.5	5.5
판매비와 관리비	38	38	51	52	67
영업이익	2	-2	-105	-39	-28
영업이익률(%)	0.6	-0.4	-23.1	-7.2	-4.0
비영업손익	-14	-8	-18	-20	-20
순금융손익	-16	-18	-14	-16	-19
외환관련손익	1	6	-1	0	0
관계기업등 투자손익	1	1	-0	0	0
세전계속사업이익	-13	-10	-123	-58	-48
세전계속사업이익률(%)	-4.8	-2.5	-27.1	-10.9	-6.8
계속사업법인세	-4	0	9	-12	-10
계속사업이익	-9	-10	-133	-47	-38
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-10	-133	-47	-38
순이익률(%)	-3.3	-2.5	-29.2	-8.7	-5.5
지배주주	-9	-10	-133	-47	-38
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.3	-2.5	-29.2	-8.7	-5.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-10	-12	-132	-47	-38
지배주주	-10	-12	-132	-47	-38
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	17	16	-82	-11	0

현금흐름표

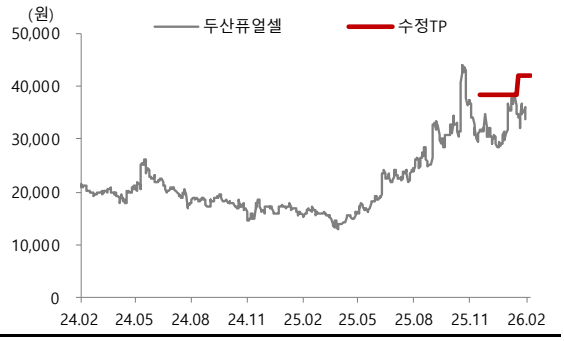
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	8	101	-49	-142	-157
당기순이익(손실)	-9	-10	-133	-47	-38
비현금성항목등	78	89	117	32	37
유형자산감가상각비	12	15	19	28	28
무형자산상각비	3	3	3	0	0
기타	63	71	94	4	9
운전자본감소(증가)	-37	47	7	-123	-147
매출채권및기타채권의감소(증가)	103	-25	20	-47	-56
재고자산의감소(증가)	-38	70	165	-180	-214
매입채무및기타채무의증가(감소)	-55	7	-28	37	44
기타	-28	-25	-60	8	1
법인세납부	-3	-0	-20	12	10
투자활동현금흐름	-96	-83	-101	-37	-39
금융자산의감소(증가)	18	-9	5	-6	-7
유형자산의감소(증가)	-114	-68	-39	-28	-28
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-71	0	0
기타	2	-2	4	-3	-4
재무활동현금흐름	105	69	58	186	222
단기금융부채의증가(감소)	-12	-83	-126	186	222
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	66
기말현금	50	138	72	66	75
FCF	-106	33	-88	-170	-185

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-	57.8	10.5	17.2	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	-12.2	-4.1	-2.7
ROE	-1.7	-2.1	-30.7	-13.6	-12.8
EBITDA마진	6.5	4.0	-18.1	-2.0	0.0
안정성 (%)					
유동비율	225.5	180.5	96.7	96.2	97.8
부채비율	108.9	136.5	173.6	289.7	452.0
순차입금/자기자본	64.8	61.9	120.1	196.2	296.3
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.8	-5.1	-0.6	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-104	-128	-1,622	-569	-469
BPS	6,267	6,099	4,480	3,911	3,442
CFPS	84	94	-1,344	-228	-128
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-223.4	-124.7	-17.8	-59.5	-72.2
PBR	3.7	2.6	6.4	8.7	9.8
PCR	275.1	170.3	-21.5	-148.4	-265.0
EV/EBITDA	116.0	87.8	-29.7	-278.8	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 두산퓨얼셀, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.01.29	매수	42,000원	6개월		
2025.11.27	매수	38,500원	6개월	-15.68%	-1.04%
2025.10.29	Not Rated				
2024.03.06	매수	31,600원	6개월	-36.80%	29.11%



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 02 월 12 일 기준)	매수	92.99%	중립	7.01%	매도	0.00%