

두산퓨얼셀 336260

수주를 기다리며

투자의견 매수, 목표주가 하향

두산퓨얼셀에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 47,000원으로 하향한다. 목표주가는 해외 수주 유입이 당초 예상보다 늦어지고 있으며 이에 하락한 주가를 반영했다. 두산퓨얼셀은 올해 해외 수주 확보가 매우 중요하다. 국내는 정부에서 연료전지 입찰 물량을 축소시키고 있기 때문이다. 이에 따라 현재 추진하고 있는 PAFC와 SOFC 스택 수출 성과가 두산퓨얼셀의 중장기 실적 방향을 결정할 것이다. 미국을 중심으로 연료전지에 대한 수요는 올라오고 있으며 성장성도 좋은 것은 분명하다. 전 세계적으로 발전용 연료전지 사업을 영위하고 있는 기업이 동사를 포함해 극소수인 만큼 하반기 수출을 통한 주가 반등을 기대한다.

실적은 올해가 바닥일 것

2분기 영업적자는 509억원으로 적자 폭이 커졌다. 주기기 매출 공백으로 인한 원가 상승과 스택 교체 비용 300억원 반영 및 SOFC 시설 고정비 부담 등이 더해졌기 때문이다. 하반기에는 국내에서 3,000억원의 주기기 매출액이 반영되면서 적자 폭은 축소될 전망이다. 스택 교체는 올해까지 진행될 예정으로 하반기에도 관련 비용은 반영될 것으로 추정한다. 현재 SOFC공장 수율은 80% 수준이며 연말까지 90%로 끌어올리는 것이 사측의 목표이다. 따라서 실적은 올해가 바닥일 것으로 판단한다.

해외수주에 대한 기대를 놓지 못하는 이유

시장의 관심은 해외 수주이다. 두산퓨얼셀도 올해 주요 전략으로 PAFC의 데이터센터 활용과 SOFC 사업화를 통한 수익 확보이다. SOFC 스택은 독일 기업과 26~27년 공급계약 주요 조건 협의가 완료되었다. PAFC도 북미 지역 데이터센터 프로젝트 공급 논의가 지속되고 있어 여전히 진행 중이다. 해외로 수출 시 공급단가도 국내보다 높을 것이며 한 번 레퍼런스를 쌓으면 후속 수주는 자연스레 늘어난다. 특히 미국은 데이터센터 산업으로 전력난이 심한 상황이며 연료전지의 강점들이 계속 부각되고 있어 결국 두산퓨얼셀에게도 기회는 온다 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	0	412	455	483	632
영업이익	0	-2	-106	-64	85
영업이익률(%)		-0.4	-23.2	-13.2	13.5
세전이익	0	-10	-124	-94	58
지배주주지분순이익	0	-10	-133	-92	57
EPS(원)	0	-160	-2,028	-1,410	870
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	n/a	n/a	-30.7	-28.7	18.8
PER (배)	n/a	-99.8	-14.2	-30.4	49.2
PBR (배)	n/a	2.6	6.4	12.7	10.6
EV/EBITDA (배)	n/a	87.8	-31.3	-103.3	29.5

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.07.27

매수

목표주가(하향)	47,000원
현재주가(07/24)	42,800원
상승여력	9.8%

Stock Data

KOSPI	6,690.6pt
시가총액(보통주)	2,803십억원
발행주식수	65,494천주
액면가	100원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	846천주
60일 평균거래대금	61,207백만원
외국인 지분율	22.6%
52주 최고가	108,900원
52주 최저가	21,300원
주요주주	
두산에너지빌리티(외 17인)	37.9%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-24.1	-3.1
3M	-15.2	-18.6
6M	12.3	-21.7

주가차트

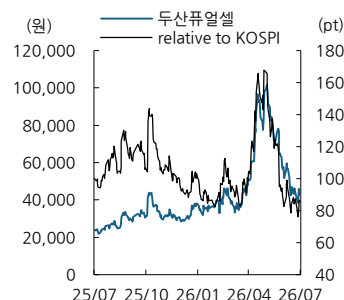


표1 두산퓨얼셀 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	144.9	44.3	104.4	189.9	454.8	483.5	632.1
증가율	214.8%	48.5%	183.6%	-48.1%	45.2%	-65.5%	15.0%	39.9%	10.4%	6.3%	30.7%
주기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	21.5	117.6	120.0	359.0	380.7	513.9
서비스	24.8	26.2	22.6	22.2	23.3	22.8	27.8	28.9	95.8	102.8	118.2
영업이익	-11.6	-1.9	-15.6	-76.6	-1.3	-50.9	-15.6	4.0	-105.7	-63.8	85.3
영업이익률	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-114.9%	-14.9%	2.1%	-23.2%	-13.2%	13.5%
지배주주 순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-13.2	-55.6	-21.9	-1.6	-132.8	-92.3	57.0
순이익률	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-75.6%	-9.1%	-125.5%	-21.0%	-0.8%	-29.2%	-19.1%	9.0%

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출 테이블

(십억원, 원, 배)	내용	비고
영업가치	3,742.9	27년 추정치 블룸에너지 27F EV/EBITDA 적용
EBITDA	116.4	
Target EV/EBITDA	32.1	
순차입금	539.6	
우선주 시가총액	77.2	
목표시가총액	3,126.1	보통주
주식 수(천주)	65,493.7	
목표주가	47,000	
현재주가	42,800	
상승여력	9.8%	

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

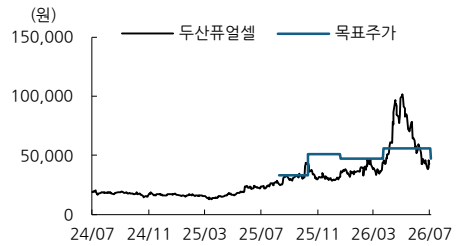
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	0	661	569	612	776	매출액	0	412	455	483	632
현금 및 현금성자산	0	138	65	81	217	매출원가	0	376	517	508	499
매출채권 및 기타채권	0	100	82	90	100	매출총이익	0	36	-62	-25	133
재고자산	0	380	373	391	410	판매비 및 관리비	0	38	43	39	47
기타	0	43	50	50	50	영업이익	0	-2	-106	-64	85
비유동자산	0	519	629	652	671	(EBITDA)	0	16	-80	-34	116
관계기업투자등	0	12	17	17	17	금융손익	0	-11	-16	-27	-26
유형자산	0	335	375	390	405	이자비용	0	20	19	29	29
무형자산	0	33	100	104	108	관계기업등 투자손익	0	1	-1	-1	-1
자산총계	0	1,180	1,198	1,264	1,447	기타영업외손익	0	2	-1	-2	-1
유동부채	0	366	463	529	624	세전계속사업이익	0	-10	-124	-94	58
매입채무 및 기타채무	0	78	96	100	126	계속사업법인세비용	0	0	9	-1	1
단기금융부채	0	227	268	318	368	계속사업이익	0	-10	-133	-92	57
기타유동부채	0	60	98	111	130	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	315	368	459	491	당기순이익	0	-10	-133	-92	57
장기금융부채	0	231	281	361	391	지배주주	0	-10	-133	-92	57
기타비유동부채	0	84	87	98	100	총포괄이익	0	-10	-133	-92	57
부채총계	0	681	831	989	1,115	매출총이익률 (%)	n/a	8.8	-13.7	-5.1	21.0
지배주주지분	0	499	367	275	332	영업이익률 (%)	n/a	-0.4	-23.2	-13.2	13.5
자본금	0	8	8	8	8	EBITDA마진률 (%)	n/a	4.0	-17.5	-7.0	18.4
자본잉여금	0	476	476	476	476	당기순이익률 (%)	n/a	-2.5	-29.2	-19.1	9.0
이익잉여금	0	14	-117	-210	-153	ROA (%)	n/a	n/a	-11.2	-7.5	4.2
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	n/a	-30.7	-28.7	18.8
자본총계	0	499	367	275	332	ROIC (%)	n/a	n/a	-9.4	-5.5	9.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	101	-57	17	137	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-10	-133	-92	57	P/E	n/a	-99.8	-14.2	-30.4	49.2
비현금수익비용가감	0	89	183	120	64	P/B	n/a	2.6	6.4	12.7	10.6
유형자산감가상각비	0	15	21	25	26	P/S	n/a	3.2	5.2	7.2	5.5
무형자산상각비	0	3	5	5	6	EV/EBITDA	n/a	87.8	-31.3	-103.3	29.5
기타현금수익비용	0	71	158	79	21	P/CF	n/a	16.6	46.6	128.1	29.0
영업활동 자산부채변동	0	47	-84	-10	16	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	0	-25	-8	-8	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	70	-33	-18	-19	매출액	n/a	n/a	10.4	6.3	30.7
매입채무 증가(감소)	0	7	24	4	25	영업이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
기타자산 부채변동	0	-5	-67	12	19	세전이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
투자활동 현금	0	-83	-103	-51	-51	당기순이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	0	-68	-34	-41	-41	EPS	n/a	n/a	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	0	-3	-72	-10	-10	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	-9	5	-1	-1	부채비율	n/a	136.5	226.1	359.5	335.9
기타투자활동	0	-2	-1	0	0	유동비율	n/a	180.5	123.0	115.6	124.4
재무활동 현금	0	69	86	50	50	순차입금/자기자본(x)	n/a	61.9	131.0	216.4	162.6
차입금의 증가(감소)	0	69	18	50	50	영업이익/금융비용(x)	n/a	-0.1	-5.6	-2.2	2.9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	0	458	549	679	759
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	0	309	481	595	540
기타재무활동	0	0	69	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	87	-73	16	135	EPS	0	-160	-2,028	-1,410	870
기초현금	0	50	138	65	81	BPS	0	6,096	4,490	3,360	4,056
기말현금	0	138	65	81	217	SPS	0	5,031	5,557	5,907	7,723
NOPLAT	0	-1	-77	-46	84	CFPS	0	961	619	334	1,478
FCF	0	43	-136	-34	85	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산퓨얼셀 (336260) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-09-02	담당자변경				
2025-09-02	매수	33,000	-3.7	33.0	
2025-11-04	매수	51,000	-36.8	-15.4	
2026-01-13	매수	47,000	-19.6	-1.6	
2026-04-16	매수	56,000	16.5	81.3	
2026-07-27	매수	47,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.