

두산퓨얼셀 336260

미국 진출에도 웃지 못한 주가

투자의견 매수, 목표주가 47,000원 유지

두산퓨얼셀에 대해 투자의견과 목표주가 47,000원을 유지한다. 8월 초 SOFC 스택 수출에 이어 PAFC 미국 수주도 확보되었다. 이로써 국내에서만 연료전지 사업을 하던 두산퓨얼셀의 해외 진출이 확인되었으며 블룸에너지와 함께 연료전지 사업자로서의 경쟁력을 증명했다. 다만 최근 미국에서 전기요금 상승, 환경오염, 소음 등으로 데이터센터 건설 금지가 확산되고 있어 해외 수주 소식에도 주가는 13%나 하락했다. 결국 주가가 반등하기 위해서는 미국 내 데이터센터 규제 완화 움직임이 가시화되거나 이를 뒷받침 할 수 있는 추가 수주 성과가 있어야 할 것으로 판단한다. 이와 함께 한 차례 모라토리엄을 경험한 데이터센터 사업자들은 향후 인허가 리스크를 줄이기 위해 온사이트 발전을 더욱 필요로 할 것이며 연료전지가 가장 선호될 것이다.

꼭 필요했던 해외수주, 규모 면에서도 의미 있는 성과

시장에서 기다리던 미국 수주가 나왔다. 공급규모는 약 5,000억원으로 데이터센터 향이며 납품은 내년 3월부터 시작될 예정이다. 추정되는 영업이익률은 6~7% 이다. 공급단가는 국내보다 높은 것으로 보인다. PAFC CAPA는 올해 말 350MW이며 금액 기준으로는 1조원을 상회하기 때문에 당장 큰 규모의 증설은 필요하지 않다. 향후 미국에서 추가 수주가 비슷한 규모로 유입된다면 그때는 생산시설에 대한 증설도 이루어져야 할 것으로 보인다. 이번 해외 수주는 국내 연료전지 시장이 축소되는 가운데 두산퓨얼셀의 중장기 성장을 위해 꼭 필요했던 계약이었으며 규모도 큰 만큼 분명 의미 있는 성과이다.

올해까지 적자, 내년 턴어라운드

26년 연간 영업적자는 638억원으로 예상된다. 저조한 매출액과 PAFC 스택 교체 비용 반영 및 SOFC 고정비 부담이 한꺼번에 반영되는 해이다. 다행히 올해 국내외 수주를 기반으로 27년에는 뚜렷한 실적 성장이 예상된다. 27년 연간 실적은 매출액 8,444억원(+74.7% YoY)과 영업이익 726억원(흑자전환, OPM 8.6%)로 추정한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	0	412	455	483	844
영업이익	0	-2	-106	-64	73
영업이익률(%)		-0.4	-23.2	-13.2	8.6
세전이익	0	-10	-124	-94	45
지배주주지분순이익	0	-10	-133	-92	45
EPS(원)	0	-160	-2,028	-1,410	680
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	n/a	n/a	-30.7	-28.7	15.0
PER(배)	n/a	-99.8	-14.2	-27.4	56.9
PBR(배)	n/a	2.6	6.4	11.5	9.9
EV/EBITDA(배)	n/a	87.8	-31.3	-95.4	30.7

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.09.03

매수

목표주가(유지)	47,000원
현재주가(09/02)	38,700원
상승여력	21.4%

Stock Data

KOSPI	6,562.7pt
시가총액(보통주)	2,535십억원
발행주식수	65,494천주
액면가	100원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	812천주
60일 평균거래대금	34,873백만원
외국인 지분율	15.7%
52주 최고가	108,900원
52주 최저가	18,230원
주요주주	
두산에너지빌리티(외 17인)	37.9%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	57.6	58.1
3M	-53.3	-27.8
6M	-2.8	-7.9

주가차트

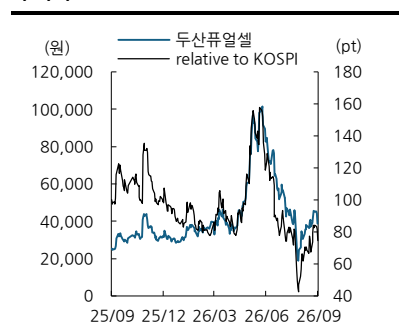


표1 두산퓨얼셀 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	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	844.4
증가율	214.8%	48.5%	183.6%	-48.1%	45.2%	-65.5%	15.0%	39.9%	10.4%	6.3%	74.7%
주기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	21.5	117.6	120.0	359.0	380.7	726.2
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	-19.6	7.9	-105.7	-63.8	72.6
영업이익률	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-114.8%	-18.7%	4.2%	-23.2%	-13.2%	8.6%
지배주주 순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-13.2	-55.6	-25.7	2.2	-132.8	-92.3	44.5
순이익률	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-75.6%	-9.1%	-125.5%	-24.6%	1.2%	-29.2%	-19.1%	5.3%

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출 테이블

(십억원, 원, 배)	내용	비고
영업가치	3,713.0	
EBITDA	103.7	27년 추정치
Target EV/EBITDA	35.8	블룸에너지 27F EV/EBITDA 적용
순차입금	552.1	
우선주 시가총액	100.6	
목표시가총액	3,060.3	
주식 수(천주)	65,493.7	보통주
목표주가	47,000	
현재주가	38,700	
상승여력	21%	

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

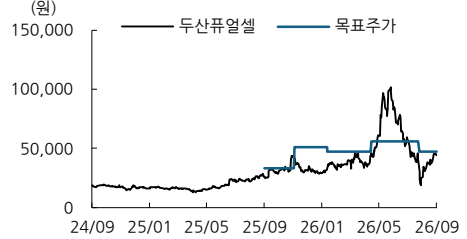
재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	0	661	569	612	764	매출액	0	412	455	483	844
현금 및 현금성자산	0	138	65	81	204	매출원가	0	376	517	508	708
매출채권 및 기타채권	0	100	82	90	100	매출총이익	0	36	-62	-25	136
재고자산	0	380	373	391	410	판매비 및 관리비	0	38	43	39	63
기타	0	43	50	50	50	영업이익	0	-2	-106	-64	73
비유동자산	0	519	629	652	671	(EBITDA)	0	16	-80	-34	104
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	1,435	기타영업외손익	0	2	-1	-2	-1
유동부채	0	366	463	529	624	세전계속사업이익	0	-10	-124	-94	45
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	45
기타유동부채	0	60	98	111	130	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	315	368	459	491	당기순이익	0	-10	-133	-92	45
장기금융부채	0	231	281	361	391	지배주주	0	-10	-133	-92	45
기타비유동부채	0	84	87	98	100	총포괄이익	0	-10	-133	-92	45
부채총계	0	681	831	989	1,115	매출총이익률 (%)	n/a	8.8	-13.7	-5.1	16.1
지배주주지분	0	499	367	275	319	영업이익률 (%)	n/a	-0.4	-23.2	-13.2	8.6
자본금	0	8	8	8	8	EBITDA마진률 (%)	n/a	4.0	-17.5	-7.0	12.3
자본잉여금	0	476	476	476	476	당기순이익률 (%)	n/a	-2.5	-29.2	-19.1	5.3
이익잉여금	0	14	-117	-210	-165	ROA (%)	n/a	n/a	-11.2	-7.5	3.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	n/a	-30.7	-28.7	15.0
자본총계	0	499	367	275	319	ROIC (%)	n/a	n/a	-9.4	-5.5	8.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	101	-57	17	124	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-10	-133	-92	45	P/E	n/a	-99.8	-14.2	-27.4	56.9
비현금수익비용가감	0	89	183	120	64	P/B	n/a	2.6	6.4	11.5	9.9
유형자산감가상각비	0	15	21	25	26	P/S	n/a	3.2	5.2	6.6	3.8
무형자산상각비	0	3	5	5	6	EV/EBITDA	n/a	87.8	-31.3	-95.4	30.7
기타현금수익비용	0	71	158	79	21	P/CF	n/a	16.6	46.6	115.8	29.2
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	74.7
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	349.0
기타투자활동	0	-2	-1	0	0	유동비율	n/a	180.5	123.0	115.6	122.4
재무활동 현금	0	69	86	50	50	순차입금/자기자본(x)	n/a	61.9	131.0	216.4	172.8
차입금의 증가(감소)	0	69	18	50	50	영업이익/금융비용(x)	n/a	-0.1	-5.6	-2.2	2.5
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	552
기타재무활동	0	0	69	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	87	-73	16	123	EPS	0	-160	-2,028	-1,410	680
기초현금	0	50	138	65	81	BPS	0	6,096	4,490	3,360	3,904
기말현금	0	138	65	81	204	SPS	0	5,031	5,557	5,907	10,317
NOPLAT	0	-1	-77	-46	72	CFPS	0	961	619	334	1,325
FCF	0	43	-136	-34	73	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)	괴리율(%)		(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	-25.2	-3.2	
2026-09-03	매수	47,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
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 하시기를 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.