

두산퓨얼셀 336260

확실히 기대되는 27년 실적

투자의견 매수, 목표주가 47,000원 유지

두산퓨얼셀에 대해 투자의견과 목표주가 47,000원을 유지한다. 올해 8~9월에 확보한 해외 수주(독일 1,087억원/미국 8,236억원)로 수출 경쟁력을 증명했다. 내년부터 본격적으로 공급이 시작되며 원활한 진행을 위한 자금도 확보했다(자본으로 인정되는 CB 3,000억원/BW 1,000억원). 미국에서 연료전지에 대한 수요가 계속 늘어나고 있으며 이에 대응 가능한 기업이 전무한 만큼 두산퓨얼셀에 제도 기회가 계속 올 것으로 판단한다. 최근 미국 AI사이클 둔화에 대한 우려로 두산퓨얼셀 주가흐름도 부진했으나 추가 해외 수주와 내년 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 커지면서 반등할 것으로 예상된다.

3Q26 Review: 적자 폭 축소

3분기 실적은 매출액 1,452억원(+59.9% YoY)과 영업적자 170억원을 기록했다. 주기기 매출액이 1,193억원(YoY +75%, QoQ +455%)으로 늘어났으며 PAFC 스택 교체비용(3분기 100억원 반영)이 줄어들면서 원가 개선이 이루어졌다. 주기기 매출액은 국내 프로젝트 향 납품이 많이 늘어났고 독일 향 SOFC 스택 공급도 일부 시작되었다. 분기별로 스택 교체 비용은 계속 발생할 것으로 보이나 올해가 정점일 것으로 추정한다. 현재 SOFC 공장 수율은 약 80%이며 내년 1분기까지 90%로 올리는 것을 목표로 하고 있다.

진짜 실적은 내년부터

2027년 실적은 매출액 9,258억원(+91.5% YoY)과 영업이익 889억원(흑자전환)으로 추정한다. 확보된 해외 수주들이 공급되면서 주기기 매출액만 전년대비 112% 증가한 8,097억원으로 예상된다. 또한 공장 가동률이 올라오에 따라 고정비 부담도 많이 낮아질 것이다. 대규모로 수출을 하는 첫 해임에도 발생할 수 있는 여러 리스크에 대한 대비도 끝났다. 이에 따라 1분기부터 흑자전환이 가능할 것으로 보인다. 올해는 실적이 좋지 않았던 가운데 해외 수주만이 주가를 견인하는 유일한 요소였다. 하지만 내년부터는 수주와 실적이 동시에 받쳐주는 해가 될 것으로 기대되는 만큼 주가도 안정적으로 올라갈 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	0	412	455	483	926
영업이익	0	-2	-106	-81	89
영업이익률(%)		-0.4	-23.2	-16.7	9.6
세전이익	0	-10	-124	-111	62
지배주주지분순이익	0	-10	-133	-110	61
EPS(원)	0	-160	-2,028	-1,675	931
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	n/a	n/a	-30.7	-35.1	21.2
PER(배)	n/a	-99.8	-14.2	-18.5	33.3
PBR(배)	n/a	2.6	6.4	9.9	8.0
EV/EBITDA(배)	n/a	87.8	-31.3	-53.9	22.3

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

김현지 연구원

02-709-2663

guswl4461@ds-sec.co.kr

2026.10.29

매수

목표주가(유지)	47,000원
현재주가(10/28)	31,050원
상승여력	51.4%

Stock Data

KOSPI	6,012.4pt
시가총액(보통주)	2,034십억원
발행주식수	65,494천주
액면가	100원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	988천주
60일 평균거래대금	39,744백만원
외국인 지분율	16.1%
52주 최고가	108,900원
52주 최저가	18,230원
주요주주	
두산에너지(외 17인)	37.9%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-33.2	-20.4
3M	31.8	32.0
6M	-41.0	-31.5

주가차트

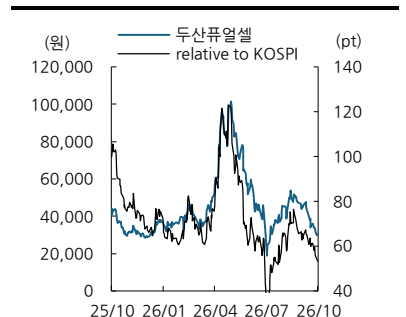


표1 두산퓨얼셀 실적 리뷰

(십억원)	3Q26	3Q25	2Q26	%YoY	%QoQ	컨센서스	DS 추정치	차이(컨센)	차이(추정치)
매출액	145.2	90.8	44.3	59.9%	227.8%	114.0	104.4	27.4%	39.1%
영업이익	-17.0	-15.6	-50.9	적확	적축	-23.1	-19.6	적축	적축
지배주주순이익	-28.0	-17.5	-55.6	적확	적축	-26.2	-25.7	적확	적확
영업이익률	-11.7%	-17.2%	-114.8%	-	-	-20.2%	-18.7%	-	-
순이익률	-19.3%	-19.3%	-125.5%	-	-	-23.0%	-24.6%	-	-

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

표2 두산퓨얼셀 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	144.9	44.3	145.2	149.0	454.8	483.4	925.8
증가율	214.8%	48.5%	183.6%	-48.1%	45.2%	-65.5%	59.9%	9.7%	10.4%	6.3%	91.5%
주기기	75.0	102.3	68.2	113.6	121.6	21.5	119.3	120.0	359.0	382.4	809.7
서비스	24.8	26.2	22.6	22.2	23.3	22.8	26.0	28.9	95.8	101.0	116.1
영업이익	-11.6	-1.9	-15.6	-76.6	-1.3	-50.9	-17.0	-11.5	-105.7	-80.7	88.9
영업이익률	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-114.8%	-11.7%	-7.7%	-23.2%	-16.7%	9.6%
지배주주 순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-13.2	-55.6	-28.0	-12.9	-132.8	-109.7	61.0
순이익률	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-75.6%	-9.1%	-125.5%	-19.3%	-8.7%	-29.2%	-22.7%	6.6%

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

표3 목표주가 산출 테이블

(십억원, 원, 배)	내용	비고
영업가치	4,120.0	
EBITDA	120.0	27년 추정치
Target EV/EBITDA	34.3	블룸에너지 27F EV/EBITDA 적용
순차입금	553.0	27년 추정치
우선주 시가총액	89.6	
목표시가총액	3,477.4	
주식 수(천주)	74,636.9	보통주 기준, 자기주식 수 제외, CB/BW 전환 반영
목표주가	47,000	
현재주가	31,050	
상승여력	51.4%	

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

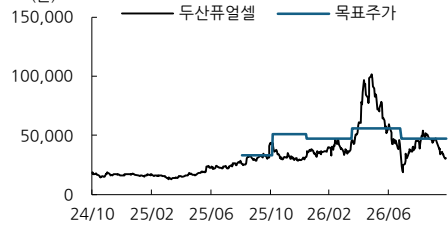
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	0	661	569	645	793	매출액	0	412	455	483	926
현금 및 현금성자산	0	138	65	114	233	매출원가	0	376	517	521	777
매출채권 및 기타채권	0	100	82	90	100	매출총이익	0	36	-62	-38	149
재고자산	0	380	373	391	410	판매비 및 관리비	0	38	43	43	60
기타	0	43	50	50	50	영업이익	0	-2	-106	-81	89
비유동자산	0	519	629	652	671	(EBITDA)	0	16	-80	-51	120
관계기업투자등	0	12	17	17	17	금융손익	0	-11	-16	-28	-23
유형자산	0	335	375	390	405	이자비용	0	20	19	30	25
무형자산	0	33	100	104	108	관계기업등 투자손익	0	1	-1	-1	-1
자산총계	0	1,180	1,198	1,296	1,464	기타영업외손익	0	2	-1	-2	-3
유동부채	0	366	463	559	634	세전계속사업이익	0	-10	-124	-111	62
매입채무 및 기타채무	0	78	96	100	126	계속사업법인세비용	0	0	9	-2	1
단기금융부채	0	227	268	348	378	계속사업이익	0	-10	-133	-110	61
기타유동부채	0	60	98	111	130	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	315	368	479	511	당기순이익	0	-10	-133	-110	61
장기금융부채	0	231	281	381	411	지배주주	0	-10	-133	-110	61
기타비유동부채	0	84	87	98	100	총포괄이익	0	-10	-133	-110	61
부채총계	0	681	831	1,039	1,145	매출총이익률 (%)	n/a	8.8	-13.7	-7.8	16.1
지배주주지분	0	499	367	258	319	영업이익률 (%)	n/a	-0.4	-23.2	-16.7	9.6
자본금	0	8	8	8	8	EBITDA마진률 (%)	n/a	4.0	-17.5	-10.5	13.0
자본잉여금	0	476	476	476	476	당기순이익률 (%)	n/a	-2.5	-29.2	-22.7	6.6
이익잉여금	0	14	-117	-227	-166	ROA (%)	n/a	n/a	-11.2	-8.8	4.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	n/a	-30.7	-35.1	21.2
자본총계	0	499	367	258	319	ROIC (%)	n/a	n/a	-9.4	-6.9	10.2

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	101	-57	20	141	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-10	-133	-110	61	P/E	n/a	-99.8	-14.2	-18.5	33.3
비현금수익비용가감	0	89	183	140	64	P/B	n/a	2.6	6.4	9.9	8.0
유형자산감가상각비	0	15	21	25	26	P/S	n/a	3.2	5.2	5.3	2.7
무형자산상각비	0	3	5	5	6	EV/EBITDA	n/a	87.8	-31.3	-53.9	22.3
기타현금수익비용	0	71	158	99	22	P/CF	n/a	16.6	46.6	84.7	20.3
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	91.5
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	403.1	359.4
기타투자활동	0	-2	-1	0	0	유동비율	n/a	180.5	123.0	115.3	125.1
재무활동 현금	0	69	86	80	30	순차입금/자기자본(x)	n/a	61.9	131.0	237.7	173.6
차입금의 증가(감소)	0	69	18	80	30	영업이익/금융비용(x)	n/a	-0.1	-5.6	-2.7	3.5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	0	458	549	729	789
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	0	309	481	612	553
기타재무활동	0	0	69	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	87	-73	49	119	EPS	0	-160	-2,028	-1,675	931
기초현금	0	50	138	65	114	BPS	0	6,096	4,490	3,148	3,893
기말현금	0	138	65	114	233	SPS	0	5,031	5,557	5,906	11,312
NOPLAT	0	-1	-77	-59	88	CFPS	0	961	619	367	1,527
FCF	0	43	-136	-31	89	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

두산퓨얼셀 (336260) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	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	-16.0	14.7	
2026-09-03	매수	47,000	-8.7	14.7	
2026-10-28	매수	47,000			



투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자이건 비율

기준일 2026.09.30

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 당사에 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.