

Issue Comment

2025. 11. 6

두산퓨얼셀 336260

3Q25 Review: 실적보다 미국

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

일회성 비용과 수출 문제, 고정비 확대가 겹친 3분기

3Q25 연결 영업적자는 -151억원(적화 YoY)을 기록하며 컨센서스(-78억원)를 하회. 주요 원인은 1)불용 재고자산 폐기 등 일회성 비용 48억원, 2)SOFC 신제품의 저조한 수출로 인한 원가 악화 21억원, 3)SOFC 신공장 증설에 따른 고정비 증가 40억원 등 다방면에서 비용이 증가한 것이 주요 원인. 또한 매출액 역시 908억원(+184% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,832억원)를 하회. 일부 프로젝트가 LTSA 협상 지연으로 매출 인식 시점이 3Q25에서 4Q25로 이월된 것이 주요 원인으로, 연간 매출액 전망에는 변동이 없음

눈앞에 다가온 미국 데이터센터 시장. 생각보다 더 빠르고, 더 강하다

동사는 Hyaxiom과 협력 하에 미국 데이터센터 시장 진출을 눈앞에 두고 있음. 1Q26 중 학교, 병원 등 상업용 연료전지 공급 계약(PAFC 모델)은 가시성이 높으며, 비슷한 시기 미국 데이터센터향 계약 체결도 기대

당사는 'Gastech 2025' 참관을 통해 중소형 가스 발전원에 대한 수요 급증을 확인. 특히 연료전지는 중소형 터빈, 엔진 대비 리드 타임이 짧고 인허가가 쉬우며, 가용률과 반응 속도가 높음. 이러한 맥락에서 동사의 PAFC 모델의 미국 데이터센터 시장 침투 가능성을 높게 평가. 북미 고객사들의 문의는 최근 증가 중. 이에 더해 동사는 자체적으로 아시아 내 데이터센터 시범 공급 논의 중

동사의 주력 모델인 PAFC 모델은 Bloom Energy 대비 전기효율이 낮으나 열을 활용할 수 있다는 장점이 있음. 흡수식 냉동기를 활용한다면 데이터센터 열 관리에 도움을 줄 수 있음. 동사는 Ceres와 협력 하에 SOFC 모델 수출 계획도 가지고 있으며, 시점은 수출이 안정화되는 2026년 말 이후 예상

실적은 아쉽지만 더 악화되지는 않는다. 수주에 초점을 둔 투자 전략 필요

동사의 적자 폭은 4Q25까지도 큰 개선이 어려울 것으로 보임(수율이 낮은 SOFC 납품이 본격화되면서 원재료비 악화). 2026년 이후 고정비 부담 완화, 수출 개선, 악성 재고 해소 등을 감안한다면 적자 폭이 단계적으로 축소될 가능성이 높으며, 2026년 하반기 중 흑자 전환이 가능

다만 실적 개선을 기다리기는 아쉬움. 2025년 동사를 둘러싼 주요 내러티브가 미국 데이터센터 수주입을 감안할 때 실적 개선보다 주가 상승이 더 빠르게 이루어질 가능성 높다는 판단

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.