

# 두산퓨얼셀 (336260. KS)

## 미국 기대감 높으나 국내는 부진

투자의견

**HOLD** (하향)

목표주가

**27,000** 원(상향)

현재주가

**28,600** 원(10/01)

시가총액

**1,873** (십억원)

Green Industry 한병화\_02)368-6171\_bhh1026@eugenefn.com

- 3분기 별도 매출액 1,090억원, 영업이익 -143억원으로 기존 추정치(1,690억원, -52억원) 대비 큰 폭 하회 예상
- 2025년 매출액, 영업이익 5,442억원, -393억원 예상되어 시장 예상치 하회할 것으로 추정
- 스택 교체 비용 증가, 경쟁으로 인한 판가 상승 제한, SOFC 공장 가동으로 인한 고정비와 낮은 수율로 2026년에도 적자 유지 전망
- 미국향 수출은 올 연말에서 내년 초에 확정 예상. 관련 매출은 2027년 시작될 것으로 판단
- 국내 수소 정책은 그린수소 중심으로 전환되면서 국내업체들 과도기 겪을 것으로 예상
- 투자의견 HOLD로 하향. 미국 수출과 SOFC 라인업 추가로 인한 중장기 성장 전망은 여전하나, 국내 시장에서의 수익성 부진으로 내년까지 영업적자가 지속되는 것은 부담. 미국 수소연료전지 업체들 주가 상승에 연동되었으나, 국내 시장은 미국과 달리 그린수소로 전환 예상되어 다른 상황. 동사가 미국 시장 진입으로 국내 부진을 상쇄하는 시점에 대한 가시성이 확보되면 투자 의견 상향할 것

|              |          |
|--------------|----------|
| 주가(원,10/01)  | 28,600   |
| 시가총액(십억원)    | 1,873    |
| 발행주식수        | 65,494천주 |
| 52주 최고가      | 34,950원  |
| 최저가          | 12,500원  |
| 52주 일간 Beta  | 1.83     |
| 60일 일평균거래대금  | 372억원    |
| 외국인 지분율      | 12.9%    |
| 배당수익률(2025F) | 0.0%     |

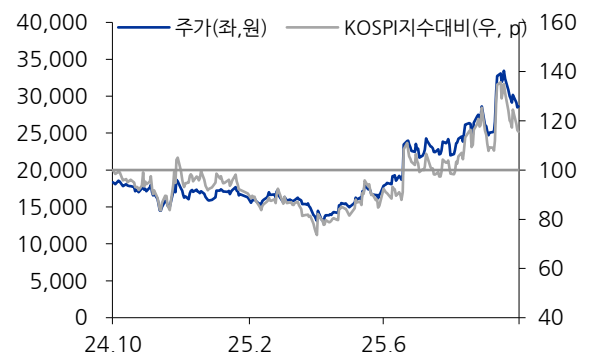
|                  |       |
|------------------|-------|
| 주주구성             |       |
| 두산에너지빌리티 (외 17인) | 37.9% |
| 국민연금공단 (외 1인)    | 6.5%  |

| 주가상승(%) | 1M   | 6M    | 12M  |
|---------|------|-------|------|
| 상대기준    | -0.4 | 70.9  | 17.4 |
| 절대기준    | 9.6  | 108.0 | 50.7 |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | HOLD   | BUY    | ▼  |
| 목표주가     | 27,000 | 25,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | -39.3  | -21.0  | ▼  |
| 영업이익(26) | -18.0  | -10.3  | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2023A  | 2024A | 2025F  | 2026F  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액          | 260.9  | 411.8 | 544.2  | 623.0  |
| 영업이익         | 1.6    | 0.3   | (39.3) | (18.0) |
| 세전손익         | (12.5) | (7.8) | (54.2) | (31.5) |
| 당기순이익        | (8.5)  | (8.0) | (38.9) | (24.6) |
| EPS(원)       | (130)  | (123) | (595)  | (375)  |
| 증감률(%)       | 적전     | 적지    | 적지     | 적지     |
| PER(배)       | -      | -     | -      | -      |
| ROE(%)       | (1.6)  | (1.6) | (8.1)  | (5.5)  |
| PBR(배)       | 3.7    | 4.7   | 5.1    | 5.3    |
| EV/EBITDA(배) | 116.0  | 120.9 | -      | 683.6  |

자료: 유진투자증권



3 분기 영업적자 폭  
커질 것

두산퓨얼셀의 별도기준 3 분기 매출액과 영업이익은 1,090 억원, -143 억원으로 당사 기존 추정치(1,690 억원, -52 억원) 및 (컨센서스 1,434, -44 억원)를 대폭 하회할 것으로 예상된다. 4 분기로 일부 매출이 이연된 것도 있지만, 적자 폭이 커진 가장 큰 이유는 유지, 보수 관련 스택 교체비용이 크게 증가했기 때문으로 추정된다. SOFC 신공장 가동 고정비 증가도 부담을 더했을 것이다. 4 분기에는 매출액은 크게 증가하나 동일한 이유로 영업적자 폭은 개선되기 어려울 것으로 판단된다.

2027 년에  
흑자전환 예상

국내 연료전지 발전 시장은 당분간 확대되기 어려울 전망이다. 정책이 그레이 수소 중심에서 그린 수소로 전환할 것으로 판단되는데, 보조금 도입, 인프라 구축 등의 시간이 걸리기 때문이다. 시장 정체에도 불구하고 HD 현대, 미코파워 2 개의 신규업체들이 진입했다. 따라서 당분간 경쟁 강도 확대에 따른 효과가 있을 것으로 판단된다. 두산퓨얼셀은 이를 극복하기 위해 미국시장에 진입할 예정이다. 올 연말에서 내년 초에 미국향 수주가 확정되면 관련 매출은 2027년부터 본격화될 것으로 판단된다. 2027 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 7,660 억원, 96 억원으로 추정된다.

투자의견  
HOLD 로 하향

두산퓨얼셀에 대해 투자의견을 기존의 BUY 에서 HOLD 로 하향한다. 미국 수소 연료전지 업체들의 주가 상승에 연동되면서 동사의 주가도 큰 폭 상승했지만, 내년까지의 실적은 예상보다 부진하기 때문이다. 미국 시장은 천연가스 기반의 그레이 수소를 권장하는 정책이지만, 국내는 그린 수소 쪽으로 전환되고 있다. 따라서 동사가 펀더멘탈이 개선되려면 미국 시장에 진입해서 국내의 부진을 상쇄할 수 있어야 한다. 시간이 다소 걸릴 것으로 판단한다. 단기 실적부진에도 불구하고 미국 시장 성장 스토리, SOFC 라인업 확보 등으로 두산퓨얼셀의 중장기 성장 전망은 여전히 긍정적이다. 목표주가는 기존 2.5 만원에서 2.7 만원으로 상향한다. 목표주가 기준 PSR(2026 년 기준)은 3.6 배이다. 해외 비교업체들 중 독보적으로 주가가 상승한 Bloom Energy 의 2026 년 매출 기준 PSR 은 9.1 배로 높으며, 비교업체들 중 동사와 가장 비슷한 규모인 Plug Power 의 2026 년 기준 PSR 은 3.1 배이다. Bloom 은 데이터센터용 매출 계약을 하면서 영업흑자로 전환했고, 올해부터 이익 고성장기에 진입했기 때문에 높은 밸류에이션을 받고 있다. Plug Power 등 다른 업체들은 상황이 달라서 주가 상승 폭이 미미하다. 두산퓨얼셀의 미국 스토리가 본격화된다면 Bloom Energy의 밸류에이션을 추종하게 될 것이다.

도표 1. 분기실적 추정(별도기준, 수정 후)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A | 3Q24A  | 4Q24A | 1Q25A  | 2Q25A | 3Q25F  | 4Q25F  |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액       | 31.7   | 86.5  | 32.0   | 261.6 | 99.8   | 128.5 | 109.0  | 207.0  |
| YoY(%)    | (36.5) | 75.9  | (29.7) | 125.1 | 214.8  | 48.5  | 240.2  | (20.9) |
| 연료전지 주기기  | 0.1    | 53.8  | 3.2    | 235.0 | 75.0   | 102.3 | 81.0   | 179.0  |
| 장기유지보수서비스 | 31.6   | 32.7  | 28.9   | 26.6  | 24.8   | 26.2  | 28.0   | 28.0   |
| 매출원가      | 20.0   | 74.8  | 26.0   | 254.7 | 99.7   | 119.6 | 113.4  | 209.1  |
| 매출총이익     | 11.7   | 11.7  | 6.0    | 6.9   | 0.1    | 8.9   | (4.4)  | (2.1)  |
| 판관비       | 9.7    | 8.8   | 8.3    | 9.1   | 11.1   | 10.3  | 9.9    | 10.5   |
| 영업이익      | 2.0    | 2.9   | (2.3)  | (2.2) | (11.0) | (1.4) | (14.3) | (12.6) |
| YoY(%)    | (0.4)  | 4.9   | 적자전환   | 적자지속  | 적자전환   | 적자전환  | 적자지속   | 적자지속   |
| 영업이익률(%)  | 6.3    | 3.3   | (7.2)  | (0.9) | (11.1) | (1.1) | (13.1) | (6.1)  |
| 영업외손익     | (2.2)  | (2.3) | (1.2)  | (2.4) | (3.6)  | (2.9) | (3.0)  | (5.5)  |
| 세전이익      | (0.2)  | 0.5   | (3.5)  | (4.6) | (14.6) | (4.3) | (17.3) | (18.1) |
| 법인세       | (0.3)  | 0.1   | (0.7)  | 1.2   | (5.1)  | (2.4) | (3.8)  | (4.0)  |
| 당기순이익     | 0.1    | 0.4   | (2.8)  | (5.8) | (9.5)  | (1.9) | (13.5) | (14.1) |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 2. 분기실적 추정(별도기준, 수정 전)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A | 3Q24A  | 4Q24A | 1Q25A  | 2Q25A | 3Q25F | 4Q25F  |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 31.7   | 86.5  | 32.0   | 261.6 | 99.8   | 128.5 | 169.0 | 192.0  |
| YoY(%)    | (36.5) | 75.9  | (29.7) | 125.1 | 214.8  | 48.5  | 427.5 | (26.6) |
| 연료전지 주기기  | 0.1    | 53.8  | 3.2    | 235.0 | 75.0   | 102.3 | 141.0 | 161.0  |
| 장기유지보수서비스 | 31.6   | 32.7  | 28.9   | 26.6  | 24.8   | 26.2  | 28.0  | 31.0   |
| 매출원가      | 20.0   | 74.8  | 26.0   | 254.7 | 99.7   | 119.6 | 163.9 | 184.3  |
| 매출총이익     | 11.7   | 11.7  | 6.0    | 6.9   | 0.1    | 8.9   | 5.1   | 7.7    |
| 판관비       | 9.7    | 8.8   | 8.3    | 9.1   | 11.1   | 10.3  | 10.3  | 11.0   |
| 영업이익      | 2.0    | 2.9   | (2.3)  | (2.2) | (11.0) | (1.4) | (5.2) | (3.3)  |
| YoY(%)    | (0.4)  | 4.9   | 적자전환   | 적자지속  | 적자전환   | 적자전환  | 적자지속  | 적자지속   |
| 영업이익률(%)  | 6.3    | 3.3   | (7.2)  | (0.9) | (11.1) | (1.1) | (3.1) | (1.7)  |
| 영업외손익     | (2.2)  | (2.3) | (1.2)  | (2.4) | (3.6)  | (2.9) | (1.0) | (5.5)  |
| 세전이익      | (0.2)  | 0.5   | (3.5)  | (4.6) | (14.6) | (4.3) | (6.2) | (8.8)  |
| 법인세       | (0.3)  | 0.1   | (0.7)  | 1.2   | (5.1)  | (2.4) | (1.4) | (1.9)  |
| 당기순이익     | 0.1    | 0.4   | (2.8)  | (5.8) | (9.5)  | (1.9) | (4.9) | (6.9)  |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 3. 연간실적 추정(별도기준, 수정 후)

| (십억원)     | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 312.1  | 260.9  | 411.8  | 544.2  | 623.0  | 766.0  |
| YoY(%)    | (18.2) | (16.4) | 57.9   | 32.2   | 14.5   | 23.0   |
| 연료전지 주기기  | 206.2  | 145.7  | 292.1  | 437.3  | 501.0  | 635.0  |
| 장기유지보수서비스 | 105.9  | 115.2  | 119.8  | 107.0  | 122.0  | 131.0  |
| 매출원가      | 267.5  | 221.3  | 375.6  | 541.7  | 596.2  | 708.6  |
| 매출총이익     | 44.7   | 39.5   | 36.2   | 2.6    | 26.8   | 57.4   |
| 판관비       | 37.5   | 37.9   | 35.9   | 41.8   | 44.8   | 47.8   |
| 영업이익      | 7.2    | 1.6    | 0.3    | (39.3) | (18.0) | 9.6    |
| YoY(%)    | (59.9) | (77.3) | (80.6) | 적자전환   | 적자지속   | 흑자전환   |
| 영업이익률(%)  | 2.3    | 0.6    | 0.1    | (7.2)  | (2.9)  | 1.3    |
| 영업외손익     | (2.9)  | (14.2) | (8.1)  | (15.0) | (13.5) | (15.0) |
| 세전이익      | 4.3    | (12.5) | (7.8)  | (54.2) | (31.5) | (5.4)  |
| 법인세       | 0.4    | (4.0)  | 0.3    | (15.3) | (6.9)  | (1.2)  |
| 당기순이익     | 3.9    | (8.5)  | (8.0)  | (38.9) | (24.6) | (4.2)  |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 4. 연간실적 추정(별도기준, 수정 전)

| (십억원)     | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 312.1  | 260.9  | 411.8  | 589.3  | 682.0  |
| YoY(%)    | (18.2) | (16.4) | 57.9   | 43.1   | 15.7   |
| 연료전지 주기기  | 206.2  | 145.7  | 292.1  | 479.3  | 540.0  |
| 장기유지보수서비스 | 105.9  | 115.2  | 119.8  | 110.0  | 142.0  |
| 매출원가      | 267.5  | 221.3  | 375.6  | 567.5  | 647.5  |
| 매출총이익     | 44.7   | 39.5   | 36.2   | 21.7   | 34.5   |
| 판관비       | 37.5   | 37.9   | 35.9   | 42.7   | 44.8   |
| 영업이익      | 7.2    | 1.6    | 0.3    | (21.0) | (10.3) |
| YoY(%)    | (59.9) | (77.3) | (80.6) | 적자전환   | 적자지속   |
| 영업이익률(%)  | 2.3    | 0.6    | 0.1    | (3.6)  | (1.5)  |
| 영업외손익     | (2.9)  | (14.2) | (8.1)  | (13.0) | (10.9) |
| 세전이익      | 4.3    | (12.5) | (7.8)  | (33.9) | (21.2) |
| 법인세       | 0.4    | (4.0)  | 0.3    | (10.8) | (4.7)  |
| 당기순이익     | 3.9    | (8.5)  | (8.0)  | (23.1) | (16.6) |

자료: 두산퓨얼셀, 유진투자증권

도표 5. PeerGroup Valuation

| (백만달러,<br>십억원, 배, %) |       | 두산퓨얼셀   | BLOOM<br>ENERGY | PLUG POWER | BALLARD<br>POWER | ITM POWER | CERES POWER<br>HOLDINGS |
|----------------------|-------|---------|-----------------|------------|------------------|-----------|-------------------------|
| 국가                   |       | KR      | US              | BT         | BT               | US        | CA                      |
| 2025-10-01           |       | 28,600  | 84.6            | 2.3        | 2.7              | 1.0       | 1.9                     |
| 시가총액                 |       | 1,873.1 | 19,789.2        | 2,690.8    | 817.6            | 607.3     | 368.0                   |
| PSR                  | FY24A | 4.5     | 3.4             | 2.7        | 7.1              | 19.0      | 6.4                     |
|                      | FY25F | 3.4     | 11.2            | 3.8        | 9.2              | 10.5      | 5.9                     |
|                      | FY26F | 3.0     | 9.1             | 3.1        | 7.5              | 6.7       | 4.6                     |
|                      | FY27F | 2.4     | 6.3             | 2.5        | 6.0              | 4.3       | 4.5                     |
| PBR                  | FY24A | 4.7     | 9.0             | 1.1        | 0.7              | 1.2       | 2.2                     |
|                      | FY25F | 5.1     | 30.5            | 1.6        | 1.4              | 2.1       | 2.1                     |
|                      | FY26F | 5.3     | 22.4            | 1.7        | 1.6              | 2.4       | 2.3                     |
|                      | FY27F | 5.4     | 14.4            | 1.9        | 1.8              | 2.6       | 2.5                     |
| 매출액                  | FY24A | 411.8   | 1,473.9         | 628.8      | 69.7             | 20.8      | 66.3                    |
|                      | FY25F | 544.2   | 1,761.6         | 710.5      | 88.4             | 31.6      | 62.4                    |
|                      | FY26F | 623.0   | 2,171.1         | 881.4      | 108.8            | 57.9      | 79.1                    |
|                      | FY27F | 766.0   | 3,131.6         | 1,086.4    | 136.9            | 90.8      | 81.6                    |
| 영업이익                 | FY24A | 0.3     | 22.9            | -2,019.8   | -183.3           | -47.8     | -40.0                   |
|                      | FY25F | -39.3   | 158.4           | -576.2     | -125.1           | -69.9     | -41.0                   |
|                      | FY26F | -18.0   | 289.7           | -324.8     | -85.3            | -44.3     | -22.2                   |
|                      | FY27F | 9.7     | 522.3           | -216.3     | -73.0            | -36.6     | -17.4                   |
| 영업<br>이익률            | FY24A | 0.1     | 1.6             | -321.2     | -262.9           | -230.2    | -60.4                   |
|                      | FY25F | -7.2    | 9.0             | -81.1      | -141.5           | -221.1    | -65.8                   |
|                      | FY26F | -2.9    | 13.3            | -36.8      | -78.4            | -76.5     | -28.0                   |
|                      | FY27F | 1.3     | 16.7            | -19.9      | -53.3            | -40.2     | -21.4                   |
| 순이익                  | FY24A | -8.0    | -29.2           | -2,104.7   | -324.2           | -34.2     | -36.2                   |
|                      | FY25F | -38.9   | 92.7            | -676.2     | -101.9           | -37.1     | -39.0                   |
|                      | FY26F | -24.6   | 212.9           | -406.9     | -76.1            | -31.7     | -19.4                   |
|                      | FY27F | -4.2    | 441.1           | -322.4     | -62.8            | -13.7     | -14.7                   |

참고: 2025.10.01 종가 기준, 컨센서스 적용. 두산퓨얼셀은 당사 추정치  
 자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 두산퓨얼셀(336260.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2023A          | 2024A          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>자산총계</b> | <b>1,070.8</b> | <b>1,180.0</b> | <b>1,222.6</b> | <b>1,251.9</b> | <b>1,267.9</b> |
| 유동자산        | 648.1          | 666.1          | 692.8          | 715.3          | 716.5          |
| 현금성자산       | 51.8           | 156.2          | 125.9          | 15.1           | (47.0)         |
| 매출채권        | 109.2          | 100.0          | 135.0          | 158.0          | 179.0          |
| 재고자산        | 460.1          | 379.3          | 401.0          | 511.0          | 553.0          |
| 비유동자산       | 422.8          | 514.0          | 529.8          | 536.6          | 551.3          |
| 투자자산        | 117.2          | 151.7          | 157.3          | 163.2          | 169.3          |
| 유형자산        | 271.3          | 332.4          | 345.3          | 348.6          | 359.4          |
| 기타          | 34.2           | 29.8           | 27.2           | 24.8           | 22.6           |
| <b>부채총계</b> | <b>558.2</b>   | <b>677.3</b>   | <b>759.5</b>   | <b>813.4</b>   | <b>833.5</b>   |
| 유동부채        | 287.4          | 364.2          | 373.1          | 423.6          | 440.2          |
| 매입채무        | 71.3           | 77.1           | 55.4           | 65.3           | 51.3           |
| 유동성이자부채     | 186.0          | 226.9          | 256.9          | 296.9          | 326.9          |
| 기타          | 30.1           | 60.2           | 60.8           | 61.4           | 62.1           |
| 비유동부채       | 270.8          | 313.1          | 386.3          | 389.8          | 393.3          |
| 비유동이자부채     | 198.1          | 229.2          | 299.2          | 299.2          | 299.2          |
| 기타          | 72.7           | 83.8           | 87.1           | 90.5           | 94.1           |
| <b>자본총계</b> | <b>512.7</b>   | <b>502.8</b>   | <b>463.1</b>   | <b>438.5</b>   | <b>434.3</b>   |
| 지배지분        | 512.7          | 502.8          | 463.1          | 438.5          | 434.3          |
| 자본금         | 8.2            | 8.2            | 8.2            | 8.2            | 8.2            |
| 자본잉여금       | 477.5          | 477.5          | 477.5          | 477.5          | 477.5          |
| 이익잉여금       | 26.3           | 16.5           | (22.5)         | (47.0)         | (51.2)         |
| 기타          | 0.6            | 0.6            | (0.1)          | (0.1)          | (0.1)          |
| 비지배지분       | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>자본총계</b> | <b>512.7</b>   | <b>502.8</b>   | <b>463.1</b>   | <b>438.5</b>   | <b>434.3</b>   |
| 총차입금        | 384.1          | 456.1          | 556.1          | 596.1          | 626.1          |
| 순차입금        | 332.3          | 299.9          | 430.2          | 581.0          | 673.1          |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2023A         | 2024A         | 2025F          | 2026F          | 2027F         |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>7.8</b>    | <b>103.2</b>  | <b>(93.0)</b>  | <b>(122.3)</b> | <b>(55.4)</b> |
| 당기순이익                 | (8.5)         | (8.0)         | (38.9)         | (24.6)         | (4.2)         |
| 자산상각비                 | 15.4          | 17.7          | 21.6           | 21.6           | 22.0          |
| 기타비현금성손익              | 63.0          | 61.7          | 2.6            | 3.4            | 3.6           |
| 운전자본증감                | (37.4)        | 47.6          | (78.1)         | (122.8)        | (76.7)        |
| 매출채권감소(증가)            | 103.4         | (25.0)        | (35.0)         | (23.0)         | (21.0)        |
| 재고자산감소(증가)            | (38.4)        | 71.2          | (21.7)         | (110.0)        | (42.0)        |
| 매입채무증가(감소)            | (55.2)        | 6.8           | (21.7)         | 9.9            | (14.1)        |
| 기타                    | (47.3)        | (5.4)         | 0.3            | 0.3            | 0.3           |
| <b>투자현금</b>           | <b>(95.7)</b> | <b>(90.5)</b> | <b>(38.3)</b>  | <b>(29.3)</b>  | <b>(37.7)</b> |
| 단기투자자산감소              | 18.2          | (8.9)         | (0.9)          | (0.9)          | (1.0)         |
| 장기투자증권감소              | 0.0           | (0.5)         | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 설비투자                  | (113.9)       | (68.2)        | (31.8)         | (22.6)         | (30.6)        |
| 유형자산처분                | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 무형자산처분                | (1.3)         | (0.6)         | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| <b>재무현금</b>           | <b>105.3</b>  | <b>71.4</b>   | <b>100.0</b>   | <b>40.0</b>    | <b>30.0</b>   |
| 차입금증가                 | 35.6          | 71.4          | 100.0          | 40.0           | 30.0          |
| 자본증가                  | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| 배당금지급                 | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0           |
| <b>현금 증감</b>          | <b>18.3</b>   | <b>84.1</b>   | <b>(31.3)</b>  | <b>(111.7)</b> | <b>(63.1)</b> |
| 기초현금                  | 31.9          | 50.2          | 134.3          | 103.1          | (8.6)         |
| 기말현금                  | 50.2          | 134.3         | 103.1          | (8.6)          | (71.7)        |
| Gross Cash flow       | 69.9          | 80.1          | (14.8)         | 0.4            | 21.4          |
| Gross Investment      | 151.3         | 33.9          | 115.5          | 151.2          | 113.5         |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(81.4)</b> | <b>46.2</b>   | <b>(130.4)</b> | <b>(150.8)</b> | <b>(92.1)</b> |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2023A         | 2024A        | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>260.9</b>  | <b>411.8</b> | <b>544.2</b>  | <b>623.0</b>  | <b>766.0</b>  |
| 증가율(%)        | (16.4)        | 57.9         | 32.2          | 14.5          | 23.0          |
| 매출원가          | 221.3         | 375.6        | 541.7         | 596.2         | 708.6         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>39.5</b>   | <b>36.2</b>  | <b>2.6</b>    | <b>26.8</b>   | <b>57.5</b>   |
| 판매 및 일반관리비    | 37.9          | 35.9         | 41.8          | 44.8          | 47.8          |
| 기타영업손익        | 0.0           | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>영업이익</b>   | <b>1.6</b>    | <b>0.3</b>   | <b>(39.3)</b> | <b>(18.0)</b> | <b>9.7</b>    |
| 증가율(%)        | (77.3)        | (80.6)       | 적전            | 적지            | 흑전            |
| <b>EBITDA</b> | <b>17.0</b>   | <b>18.0</b>  | <b>(17.7)</b> | <b>3.6</b>    | <b>31.6</b>   |
| 증가율(%)        | (12.8)        | 5.5          | 적전            | 흑전            | 781.3         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(14.2)</b> | <b>(8.1)</b> | <b>(15.0)</b> | <b>(13.5)</b> | <b>(15.0)</b> |
| 이자수익          | 3.0           | 2.7          | 7.3           | 6.3           | 8.2           |
| 이자비용          | 17.6          | 20.0         | 20.1          | 24.1          | 25.7          |
| 지분법손익         | 1.3           | 0.8          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 기타영업외손익       | (0.9)         | 8.5          | (2.2)         | 4.3           | 2.5           |
| <b>세전순이익</b>  | <b>(12.5)</b> | <b>(7.8)</b> | <b>(54.2)</b> | <b>(31.5)</b> | <b>(5.3)</b>  |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 적지            |
| 법인세비용         | (4.0)         | 0.3          | (15.3)        | (6.9)         | (1.2)         |
| <b>당기순이익</b>  | <b>(8.5)</b>  | <b>(8.0)</b> | <b>(38.9)</b> | <b>(24.6)</b> | <b>(4.2)</b>  |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 적지            |
| 지배주주지분        | (8.5)         | (8.0)        | (38.9)        | (24.6)        | (4.2)         |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 적지            |
| 비지배지분         | 0.0           | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>(130)</b>  | <b>(123)</b> | <b>(595)</b>  | <b>(375)</b>  | <b>(64)</b>   |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 적지            |
| 수정EPS(원)      | (130)         | (123)        | (595)         | (375)         | (64)          |
| 증가율(%)        | 적전            | 적지           | 적지            | 적지            | 적지            |

### 주요투자지표

|                    | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F   | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| <b>주당지표(원)</b>     |       |       |       |         |       |
| EPS                | (130) | (123) | (595) | (375)   | (64)  |
| BPS                | 6,264 | 6,143 | 5,658 | 5,358   | 5,307 |
| DPS                | 0     | 0     | 0     | 0       | 0     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |       |       |       |         |       |
| PER                | -     | -     | -     | -       | -     |
| PBR                | 3.7   | 4.7   | 5.1   | 5.3     | 5.4   |
| EV/EBITDA          | 116.0 | 120.9 | -     | 683.6   | 80.5  |
| 배당수익률              | 0.0   | -     | -     | -       | -     |
| PCR                | 27.2  | 29.2  | -     | 5,219.3 | 109.5 |
| <b>수익성(%)</b>      |       |       |       |         |       |
| 영업이익률              | 0.6   | 0.1   | (7.2) | (2.9)   | 1.3   |
| EBITDA이익률          | 6.5   | 4.4   | (3.3) | 0.6     | 4.1   |
| 순이익률               | (3.3) | (2.0) | (7.2) | (3.9)   | (0.5) |
| ROE                | (1.6) | (1.6) | (8.1) | (5.5)   | (1.0) |
| ROIC               | 0.1   | 0.0   | (3.4) | (1.4)   | 0.7   |
| <b>안정성(배, %)</b>   |       |       |       |         |       |
| 순차입금/자기자본          | 64.8  | 59.6  | 92.9  | 132.5   | 155.0 |
| 유동비율               | 225.5 | 182.9 | 185.7 | 168.9   | 162.8 |
| 이자보상배율             | 0.1   | 0.0   | (2.0) | (0.7)   | 0.4   |
| <b>활동성(회)</b>      |       |       |       |         |       |
| 총자산회전율             | 0.2   | 0.4   | 0.5   | 0.5     | 0.6   |
| 매출채권회전율            | 1.9   | 3.9   | 4.6   | 4.3     | 4.5   |
| 재고자산회전율            | 0.6   | 1.0   | 1.4   | 1.4     | 1.4   |
| 매입채무회전율            | 2.5   | 5.5   | 8.2   | 10.3    | 13.1  |

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

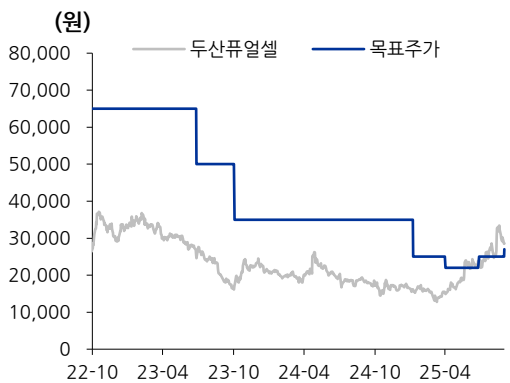
### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 98% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 2%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2025.09.30 기준)

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |        |              |        |             | 두산퓨얼셀(336260.KS) 주가 및 목표주가 추이                                                        |  |
|-------------------------|------|--------|--------------|--------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율(%) |             | 담당 애널리스트: 한병화                                                                        |  |
|                         |      |        |              | 평균주가대비 | 최고(최저)주가 대비 |                                                                                      |  |
| 2023-07-27              | Buy  | 50,000 | 1년           | -55.6  | -44.8       |  |  |
| 2023-11-02              | Buy  | 35,000 | 1년           | -44.1  | -25.1       |                                                                                      |  |
| 2024-02-15              | Buy  | 35,000 | 1년           | -45.7  | -25.1       |                                                                                      |  |
| 2024-05-02              | Buy  | 35,000 | 1년           | -46.3  | -25.1       |                                                                                      |  |
| 2024-06-03              | Buy  | 35,000 | 1년           | -47.7  | -32.7       |                                                                                      |  |
| 2024-07-29              | Buy  | 35,000 | 1년           | -50.2  | -41.9       |                                                                                      |  |
| 2024-10-30              | Buy  | 35,000 | 1년           | -52.4  | -46.6       |                                                                                      |  |
| 2025-02-07              | Buy  | 25,000 | 1년           | -38.9  | -30.6       |                                                                                      |  |
| 2025-05-02              | Buy  | 22,000 | 1년           | -8.9   | 10.5        |                                                                                      |  |
| 2025-07-28              | Buy  | 25,000 | 1년           | 7.8    | 33.8        |                                                                                      |  |
| 2025-10-02              | Buy  | 27,000 | 1년           |        |             |                                                                                      |  |