

투자의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 45,000원
현재주가(26/10/28)	31,050원
상승여력	44.9%

영업이익(26F,십억원)	-75
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-102
EPS 성장률(26F,%)	적지
MKT EPS 성장률(26F,%)	278.0
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	5.9
KOSPI	6,012.44
시가총액(십억원)	2,034
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	61.6
외국인 보유비중(%)	16.3
베타(12M) 일간수익률	1.00
52주 최저가(원)	18,900
52주 최고가(원)	101,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-33.2 -41.0 -23.9
상대주가	-23.4 -34.8 -49.2



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

두산퓨얼셀

본격화된 해외 수주, 경쟁력 증명의 한해

3Q26 Review: 납품 재개로 적자 축소, 2027년 수출 본격화

3분기 매출액은 1,452억 원(전년 동기 대비 59.9% 증가)으로 컨센서스를 38.3% 상회했다. 영업손실은 167억 원으로 전분기 대비 338억 원 축소됐다. 국내 PAFC(인산형 연료전지) 납품 재개와 SOFC(고체산화물 연료전지) 첫 공급이 기여했다. 미국 데이터센터는 전력망 접속 지연으로 납기(PAFC 약 14개월)가 짧은 온사이트 수요가 증가하고 있다.

2027년은 계열회사 HyAxiom항 북미 물량이 3월부터 인도돼 수출이 150MW 수준으로 증가할 전망이다. 생산능력은 CSA(셀스택 어셈블리) 라인 재가동으로 최대 390MW를 확보했다. 2026년 수주는 137MW 이상으로 전년의 약 1.9배가 될 전망이다. SOFC는 핵심 공정 수율을 2027년 3월까지 90%로 높일 계획이다

2027년 영업이익 354억 원으로 흑자 전환 전망

2026년, 2027년 매출 추정을 각각 6.1%, 15.4% 상향한다. 2027년 매출액은 8,382억 원(56.5% 증가), 영업이익은 354억 원으로 흑자 전환을 전망한다. 영업이익은 컨센서스(505억 원)를 하회한다. 장기보수 비용이 추가 마진 변동의 변수이다.

SOFC 매출은 Reverion 계약 물량을 반영해 2027년 840억 원으로 증가할 전망이다. 2028년은 계약 잔여분만 남아 매출액이 8,162억 원으로 줄고, 수출 추가 수주가 더해지는 2029년부터 회복할 전망이다. 영구채 4,000억 원 발행으로 재무 부담은 완화될 것으로 판단한다.

목표주가 45,000원, 투자의견 매수로 상향

목표주가를 45,000원(기존 42,000원)으로 상향한다. 2027년 매출액에 연료전지 평균 EV/Sales 4배를 적용했다. 44.9%의 상승여력으로 투자의견을 중립에서 매수로 상향한다. HyAxiom 의존도, 충당금 규모, SOFC 수율과 원재료 공급은 리스크요인이나 2027년 납품 일정과 생산능력이 확보된 만큼 최근 주가 조정은 장기적인 매수 기회로 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	412	455	536	838	816
영업이익 (십억원)	-2	-106	-75	35	17
영업이익률 (%)	-0.5	-23.3	-14.0	4.2	2.1
순이익 (십억원)	-10	-133	-108	15	-5
EPS (원)	-128	-1,623	-1,323	184	-61
ROE (%)	-2.1	-30.7	-21.1	2.3	-0.8
P/E (배)	-	-	-	168.3	-
P/B (배)	2.6	6.4	3.8	3.9	4.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 실적 상세 및 전망

국내 납품 재개로 매출 컨센서스 상회

3분기 연결 매출액은 1,452억 원으로 전년 동기 대비 59.9%, 전분기 대비 228.1% 증가했다. 영업손실은 170억 원(영업이익률 -11.7%)으로 전분기 509억 원에서 339억 원 축소됐다. 매출은 당사 추정(687억 원)과 컨센서스(999억 원)를 상회했다. 영업손실은 컨센서스(202억 원)를 소폭 하회했다. 지배주주순손실은 236.3억 원으로 컨센서스(208억 원)를 소폭 상회했다. 세전손실 298억 원 가운데 영업외손실이 128억 원으로 상반기 분기 평균(77억 원)을 상회했다.

매출 증가는 기기 매출에서 나왔다. 기기 매출(PAFC와 SOFC 합산)은 2분기 215억 원에서 1,192억 원으로 977억 원 증가했고, 서비스 매출은 228억 원에서 260억 원으로 증가했다(별도 기준). 2분기에 이연된 국내 PAFC 프로젝트의 납품이 재개됐고, 독일 Reverion 향 SOFC 스택 공급이 시작됐다. 회사는 SOFC 매출을 따로 공개하지 않았으나 3분기 금액은 크지 않고, Reverion 계약 1,087억 원 가운데 2026년 매출은 약 20% 수준일 것으로 보인다. 당사는 3분기 기기 매출을 국내 PAFC 1,147억 원과 SOFC 45억 원으로 추정한다. 계열회사 HyAxiom, Inc.와 맺은 1·2차 계약분은 인도 시점에 매출로 인식되므로 납품이 시작되는 2027년 3월 전까지는 매출이 발생하지 않는 것으로 추정한다.

수익성 개선은 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화와 원가 개선이 함께 작용한 결과이다. 매출총손실은 2분기 406억 원에서 68억 원으로 337억 원 축소됐다(별도 기준). 서비스 부문은 CSA(셀스택 어셈블리) 교체 계획에 따라 당분기 교체 물량이 줄면서 원가가 감소했고, SOFC 부문은 스택 생산으로 가동률이 상승하면서 조업도 손실이 감소했다(회사측 코멘트). 서비스 원가 감소는 교체 일정에 따른 일시적 요인이어서 분기 손익의 변동성은 당분간 이어질 것으로 판단한다. 회사는 품질 이슈가 있는 제품을 발전소 정기검사 일정에 맞춰 교체하고 있고, 관련 총당금 규모는 연말에 확정할 예정이다.

4분기 매출액은 2,012억 원, 영업손실은 58억 원으로 전망한다. 국내 PAFC 1,628억 원과 SOFC 155억 원을 반영했으며, 3분기를 더한 하반기 기기 매출은 2,975억 원으로 2분기 실적 발표 때 회사가 언급한 하반기 3,000억 원 이상을 소폭 하회하는 수준이다. SOFC 2026년 매출은 회사 예상(200억 원 수준)과 같은 200억 원이다. 생산 증가로 조업도 손실이 줄어들 수 있으나 CSA 관련 총당금 등 비용 항목이 관건이다.

표 1. 3Q26 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	91	44	145	69	100	59.9	228.1
영업이익	-15	-50	-17	-3	-20	적지	적지
영업이익률 (%)	-16.7	-113.0	-11.7	-4.1	-20.2	적지	적지
세전이익	-20	-58	-40	-9	-27	적지	적지
순이익	-17	-55	-38	-10	-24	적지	적지

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산퓨얼셀, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	997	1,285	908	1,358	1,448	443	1,452	2,012	4,548	5,356	8,382
주기기 (국내)	750	1,022	682	1,136	1,216	215	1,147	1,628	3,590	4,206	2,066
주기기 (수출)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4,558
LTSA (장기유지보수)	248	262	226	223	232	228	260	230	959	950	920
SOFC	0	0	0	0	0	0	45	155	0	200	840
기타·연결조정	-1	1	0	-1	0	0	0	-1	-1	0	-3
영업이익	-115	-19	-156	-766	-13	-509	-170	-58	-1,057	-751	354
영업이익률 (%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.4	-0.9	-115.0	-11.7	-2.9	-23.2	-14.0	4.2
세전이익	-152	-50	-206	-832	-91	-585	-298	-115	-1,240	-1,090	151
지배주주순이익	-101	-26	-175	-1,026	-132	-556	-280	-115	-1,328	-1,083	151

주: 부문 구분과 부문 손익은 당사 추정, 3Q26P는 연결 잠정실적

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

수주: 해외 계약이 더해진 수주 확대

수주잔고의 구성이 달라지고 있다. 주기기 잔고는 2024년 말 6,510억 원에서 2026년 1분기 300억 원까지 줄었다가 2분기 1,208억 원으로 반등했다. 주기기 잔고의 감소를 전부 매출 인식으로 설명할 수는 없다. 2025년 한 해 주기기 잔고의 당기 증감은 마이너스 1,401억 원으로, 매출로 계상되지 않은 채 잔고에서 빠진 금액이다(2025년 전사 매출의 31%, 주기기 매출의 39%). 당사는 국내 CHPS(청정수소발전 입찰시장) 낙찰분의 계약 인식 지연과 당기증감의 순감소가 함께 작용한 결과로 판단한다. LTSA(장기유지보수계약) 잔고는 1조 9,302억 원으로 최근 6개 분기에 2.7% 늘었다.

표 3. 수주잔고 추이

수주잔고 (억원)	FY24말	1Q25	2Q25	3Q25	FY25말	1Q26	2Q26
주기기	6,510	6,064	2,178	2,586	1,519	300	1,208
LTSA	18,796	18,436	18,278	19,054	18,807	18,692	19,302
합계	25,306	24,500	20,456	21,640	20,326	18,992	20,510

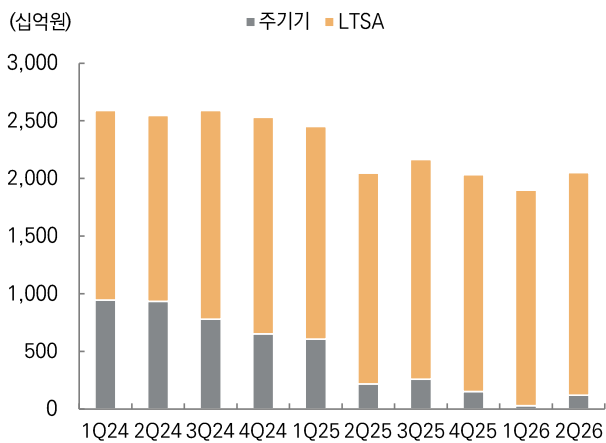
주: 분기 보고서 수주잔고 롤포워드의 기말 잔고

자료: 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터

수주는 해외 계약이 더해지며 큰 폭의 증가가 예상된다. 9월 누계 신규 수주는 66MW(상반기 37MW, 3분기 29MW)이고, 4분기에는 CHPS 기납찰분과 북미향 계약이 순차적으로 수주로 인식되면서 71MW 이상이 더해질 예정이다. 회사는 2026년 수주를 137MW 이상으로 전망했으며 전년(72MW)의 약 1.9배이다(회사 내부 기준으로 선수금 수령 시점에 수주 인식).

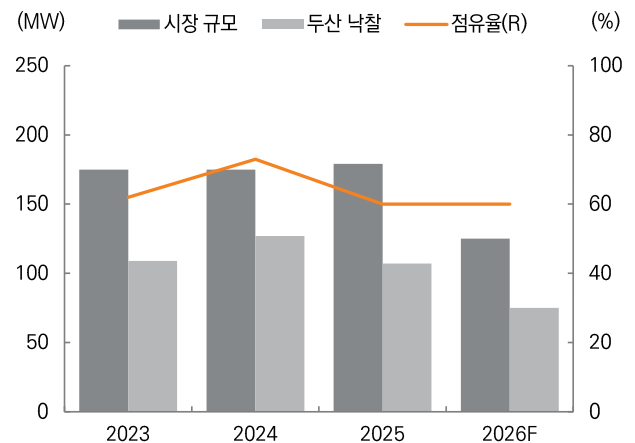
3분기에 체결한 해외 계약은 독일 Reverion향 SOFC 스택 1,087억 원과 북미향 PAFC 2건(계열회사 HyAxiom, Inc. 상대, 5,014억 원, 3,222억 원)으로 합계 9,323억 원이다. 당사는 HyAxiom 1차 계약을 2027년 3월부터 11개월(회사측 코멘트의 2027년 수출 150MW 기준), 2차 계약을 2028년 7월부터 4개월에 걸쳐 인도 시점에 인식하는 것으로 추정하며, 2027년 매출액은 8,382억 원으로 증가할 전망이다.

그림 1. 수주잔고 추이: 주기기 소진, LTSA 견조



자료: 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 국내 CHPS 시장과 두산퓨얼셀 낙찰



주: 2026F 낙찰과 점유율은 당사 추정

자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

추정 변경: 2026년, 2027년 매출 각각 9.6%, 22.9% 상향

추정은 3분기 실적 발표 전 당사 추정 대비 상향 조정했다. 2026년 매출액은 3분기 실적과 4분기 SOFC 매출 반영으로 9.6% 상향했고, 2027년은 HyAxiom 1차 계약의 인도 일정을 회사가 언급한 2027년 수출 150MW에 맞추면서 매출액 22.9% 상향했다.

2027년 매출액은 8,382억 원으로 56.5% 증가할 전망이다. 계열회사 HyAxiom항 1차 계약의 납품이 3월부터 시작되면서 수출 매출 4,558억 원(약 150MW)이 인식되고, SOFC 매출은 Reverion 계약 잔여분을 중심으로 840억 원으로 증가한다. 영업이익은 354억 원으로 흑자 전환할 전망이다. 2028년은 HyAxiom 계약 잔여분 3,678억 원(약 121MW)만 남아 매출액 8,162억 원, 영업이익 166억 원으로 감소하고, 수출 추가 수주가 더해지는 2029년 매출액 8,378억 원, 2030년 9,627억 원으로 회복할 전망이다. 부문별 공헌이익률을 고정한 채 전사 고정비가 매출보다 느리게 증가하면서 이익률이 개선되는 구조이다.

2029년 이후 추정은 계약이 공시되지 않은 가정에 의존하는 비중이 크다. 수출 추가 수주(2029년 3,444억 원, 2030년 4,143억 원)는 익산 PAFC 라인의 목표 가동률에서 역산한 물량이며 계약은 공시되지 않았다. 2028년은 회사가 언급한 해외 수출 100MW 수준에 맞춰 추가 수주를 두지 않았다. 회사는 HyAxiom과 2030년까지의 장기 공급계약을 논의하고 있고, 내후년 물량에 대해 총액의 10% 수준을 미리 받는 예약(Reservation) 계약으로 영업 방식을 바꾸는 것을 검토하고 있다(회사측 코멘트). 예약 계약이 체결되면 추가 수주 가정의 일부가 계약 물량으로 대체될 가능성이 있다.

생산능력은 회사 발표를 반영했다. 회사는 10월부터 기존 CSA 라인을 재가동해 CSA 라인 기준 최대 390MW(최대 가동 시 400MW)의 생산능력을 확보했다고 밝혔다. 향후 교체용 CSA 물량을 먼저 배정하고 남은 능력을 수출에 배정할 전망이다.

당사는 2027년 이후 익산 PAFC 능력을 350MW로 두었다. 2027년 PAFC 물량은 국내 약 84MW와 수출 150MW를 더한 약 234MW로 현재 생산능력 목표로 충당 가능하다. 2028년 수출은 계약 잔여분 약 121MW로 전망한다.

표 4. 수익예상 변경표

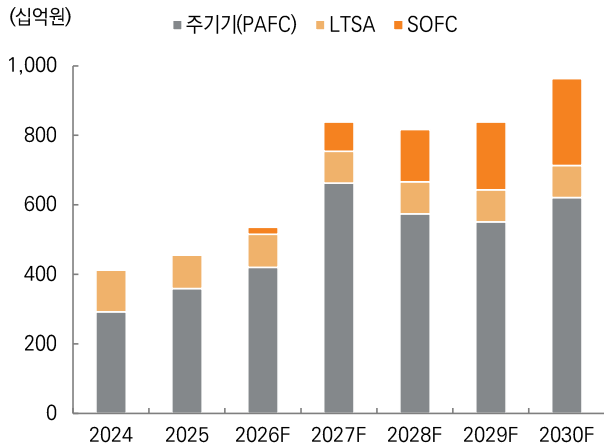
(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	489	682	536	838	9.6	22.9	최근 수주 반영
영업이익	-35	52	-75	35	114.6	-31.5	장기보수
세전이익	-65	6	-109	15	68.4	168.1	
순이익	-65	7	-108	15	66.8	120.8	
EPS (원)	-793	84	-1,323	184	66.9	119.6	

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

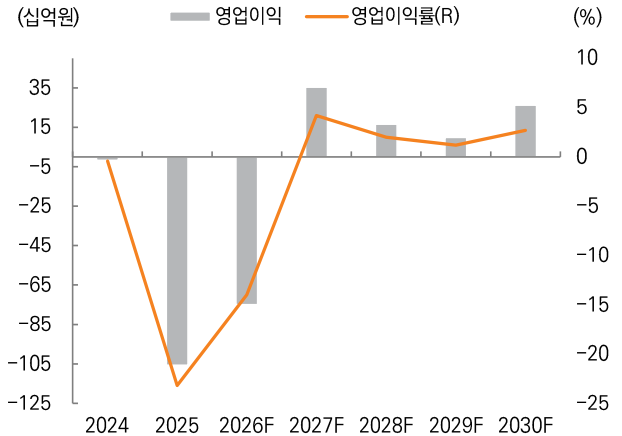
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터 예상

그림 3. 부문별 매출 전망



주: 주기기(PAFC)는 국내·수출 주기기 합산
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 영업이익률 경로: 2027년 흑자 전환



주: 2026년 이후는 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션: 목표주가 45,000원, 투자 의견 매수로 상향

목표주가를 45,000원(기존 42,000원)으로 7.1% 상향하고, 투자 의견을 중립에서 매수로 상향한다. 2027년 매출액 8,382억 원에 목표 EV/Sales 3.79배를 적용한 기업가치 31,768억 원에서 2027년 말 순차입금 2,255억 원을 차감했다. 2026년까지 적자가 이어져 매출 배수를 적용했고, 흑자 전환 첫 해인 2027년을 기준 연도로 삼았다.

표 5. 목표주가 산출

구분	값	비고
2027F 매출액	8,382.1억원	당사 추정
목표 EV/Sales	3.79배	연료전지 Peer 평균 대비 20% 할인
목표 기업가치 (EV)	31,768.0억원	매출액과 목표배수의 곱
순차입금 (2027F 말)	2,255.1억원	리스부채 포함, 미인도 선금금 차감
자기자본가치	29,512.9억원	EV에서 순차입금 차감
주식수 (보통주)	65,493,726주	발행 보통주
주당 가치	45,062원	산출값
목표주가	45,000원	상승여력 +44.9%

주: 순차입금은 리스부채 포함, 미인도 선금금 735.6억원 차감
자료: 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스콜 질의응답(Q&A)

Q. HyAxiom 후속 수주의 공급 시점

A. 현재 HyAxiom과의 계약은 2028년 말까지이다. 추가 물량은 계속 논의하고 있으며 납품 시점은 2028~2029년이 될 것으로 보이고, 장기적으로 2030년까지의 물량을 미리 확보하기 위해 논의하고 있다. 최종 수요처의 공개 시점은 HyAxiom과 최종 수요처가 정할 사안이며, 발전소 완공 이후 일부 공개될 가능성이 있다.

Q. CSA 교체 비용의 추이와 종료 시점

A. 품질 이슈가 있는 CSA는 발전소별 정기검사 일정에 맞춰 교체하고 있어 분기별 편차가 있다. 8년차 정기검사에서 일부 스택 교체가 필요한 물량도 있어 정확한 수량 추정은 어렵다. 교체 수량은 올해, 내년, 내후년으로 갈수록 감소할 것으로 추정하나, 10년차에는 계약상 오버홀이 필요해 교체가 다시 증가한다. 2030년까지 보면 현재보다 감소하는 추세가 예상된다. 총당금 규모는 연말에 확정해 내년 실적 발표 때 공개할 예정이다.

Q. SOFC 추가 투자와 수출

A. SOFC 추가 투자는 Reverion 외에 최소 하나 이상의 공급계약이 가시화되는 시점에 결정할 계획이며, 군산 공장 개조, 신규 공장, 공장 임대 등을 모두 검토하고 있다. SOFC 생산능력은 50MW 수준으로, 이를 넘어서는 수요가 생기면 예약 계약을 먼저 맺는 업체에 우선 배정할 계획이다. 핵심 공정 수출은 현재 79% 수준이며 2027년 3월까지 90% 달성이 목표이다. 희토류 등 원재료 수급이 중국 수출 통제 등으로 불안정해질 가능성에 대비해 공급업체와 장기 계약을 추진하고 있다.

Q. 3분기 SOFC 매출과 해외 공급 리스크

A. 3분기 SOFC 매출은 크지 않다. Reverion 계약 1,070~1,080억 원 가운데 올해 매출은 200억 원 수준이고 나머지는 내년에 인식될 것으로 예상된다. SOFC는 고객 공장까지 운송하는 조건이어서 포장과 해상 운송 리스크를 사전에 점검했고, 초기 물량은 항공으로 운송했다. PAFC는 FOB(본선인도) 조건으로 선적까지가 회사의 책임 범위이고, HyAxiom향으로 이미 일부 물량을 수출해 왔다.

Q. 4분기 손익 전망

A. 생산 증가로 조업도 손실이 줄어 이익이 개선될 여지는 있으나, 연간 항목이 확정되지 않았고 과거 생산 CSA의 이슈 여부를 조사하고 있어 총당금 발생 가능성이 있다. 4분기 이익 규모를 지금 언급하기는 어렵다.

Q. 생산원가 절감과 영업 방식

A. 내년에는 공장을 거의 최대로 가동해야 하는 상황이어서 규모의 경제에 따른 원가 절감이 기대되고, 원소재 업체와의 확정 물량 계약으로 단가 인하를 추진하고 있다. PAFC IP 취득 이후 부품 국산화와 변경을 검토하고 있어 2027년 말 생산 제품은 현재와 원가 차이가 클 것으로 기대한다. HyAxiom과는 2030년까지의 장기 공급계약을 논의하고 있고, 내후년 물량은 총액의 10% 수준을 선수령하는 예약 계약 형태로 영업 방식을 바꾸는 것을 검토하고 있다.

Q. CSA 교체 물량과 수출 가능 능력

A. 390MW(최대 400MW)는 CSA 생산 라인 기준이다. 2027년 해외 수출 150MW, 2028년 100MW 수준이 잡혀 있고, 교체 물량을 먼저 배정한 뒤 나머지를 수출 능력으로 본다. 일부 CSA는 회수 후 서브스택만 교체해 내보내기도 해 능력에 여유가 있으며, 현재 수주 물량은 충분히 감당할 수 있는 수준이다. 2028년 이후 대응 방안은 HyAxiom과 논의하며 준비하고 있다.

애널리스트 코멘트

3분기 실적으로 국내 납품 재개와 SOFC 공급 개시를 확인했다. 매출이 회복되면서 매출총손실이 큰 폭으로 축소됐고, 분기 영업손실은 전년 동기(156억 원)와 비슷한 수준으로 돌아왔다. 서비스 원가 감소에는 CSA 교체 일정에 따른 일시적 요인이 섞여 있고 연말 총당금 규모가 확정되지 않아 4분기 손익의 변동성은 남아 있다고 판단한다.

관전 포인트는 2028년 이후 물량이다. 회사는 생산능력을 CSA 라인 기준 390MW로 확대했고 2027년 수출 150MW, 2028년 100MW 수준을 언급했다. 당사는 2027년 HyAxiom 매출 4,558억 원(약 150MW)으로 회사 언급을 반영했고, 2028년은 계약 잔여분 3,678억 원(약 121MW)만 두었다. HyAxiom과의 2030년까지 장기 공급계약과 예약계약이 체결되면 2029년 이후 추가 수주 가정이 계약으로 대체되면서 추정의 신뢰도가 높아질 것으로 판단한다.

미국 데이터센터: 열리는 연료전지 수주 시장

수요: 5년 만에 1.8~3.3배로 커지는 전력 소비

기관별 전망은 편차가 크지만 미국 데이터센터 전력 소비가 늘어난다는 방향은 같다. 2023년 소비량은 176TWh로 미국 전체의 4.4%였다. 미국 에너지부와 로렌스버클리국립연구소는 데이터센터 전력 소비가 2028년 325~580TWh, 전체의 6.7~12%로 1.8~3.3배 늘어난다고 전망한다(2024년 12월). 맥킨지는 2030년 606TWh, 전체 전력 수요의 11.7%까지 전망한다(2024년). AI 학습과 추론 수요가 전력 인프라의 증설 속도를 앞지르고 있다.

병목: 전력망 5년, 가스터빈 5~7년, 데이터센터는 1~2년

전력 공급 속도가 데이터센터 건설 속도를 따라가지 못한다. 미국에서 발전 자원이 전력망 접속을 신청해 상업 운전까지 이르기까지 평균 약 5년이 걸린다(Morgan Lewis, 2025년 7월). 대안인 가스터빈은 리드타임이 2~3년에서 5~7년으로 늘었고, GE Vernova의 가스터빈 수주잔고는 약 100GW로 2029~2030년 슬롯까지 판매가 진행 중이다(GE Vernova 2026년 실적 발표). 반면 데이터센터 건설 주기는 12~24개월이다(Epoch AI, 2025년). 두 속도의 시차가 전력망을 거치지 않는 현장 설치형(behind-the-meter) 자가발전 수요를 만들었고, 미국 데이터센터 대상 자가발전 제안 물량은 130GW를 넘는다(Rabobank, 2026년).

연료전지는 전력망 접속이나 가스터빈보다 짧은 납기로 경쟁할 여지가 있다. 무연소 발전이라 질소산화물 배출과 소음 부담이 작아 데이터센터 인접 설치가 가능하다. 블루에너지는 모듈형이라 90일 내 공급을 제시한다(오라클·블루에너지 발표, 2025년 7월). 블루에너지에 따르면 오라클 사이트는 55일 만에 가동됐다(블루에너지 발표, 2026년 4월). 곧

두산퓨얼셀의 첫 미국 데이터센터 계약: CHPS 시장 축소 상쇄

수주 움직임이 데이터센터향 연료전지 수요를 뒷받침한다. 블루에너지는 AEP와 최대 1GW 조달 계약(2024년 11월), 오라클과 최대 2.8GW 기본공급계약(2026년 4월), 브룩필드와 250억 달러 규모 AI 인프라 파트너십(2026년 6월)을 발표했다. 두산퓨얼셀의 9월 2일 공시 계약은 공시 본문에 미국 데이터센터가 명시된 첫 계약이다.

계약 총액 5,014억 원은 전년 매출의 110.3%이고, 약 20개월 계약기간으로 연율화하면 연 3,008억 원으로 전년 매출의 66% 수준이다. 국내 CHPS 시장이 179MW에서 125MW로 줄어드는 전망을 두산 몫으로 환산하면 점유율 60%와 전환배율 1.12, MW당 24.6억 원을 적용해 약 890억 원의 감소인데, 계약 한 건의 연율 금액이 그 감소분보다 크다.

효율 열위의 PAFC 수주에 대한 평가: 공급 병목기의 기회

SOFC 대비 구조적인 효율 격차

전기효율은 PAFC가 37~45%, SOFC가 50~60%로 구조적 격차가 있다(EPA 열병합 기술 카탈로그, 블룸에너지 공시). 전기요금이 지배적 비용인 데이터센터에서 전기효율 열위는 연료비 열위로 직결된다. 데이터센터용 기가와트급 계약이 블룸의 SOFC로 쏠린 것도 사실이다. 그럼에도 PAFC에 수주가 오는 이유는 세 가지다.

그럼에도 수주가 현실화되는 이유

첫째, PAFC는 열병합으로 종합효율을 높인다. 발전 후 배열로 온수와 냉방(흡수식 냉동기)을 함께 공급해 종합효율이 최대 90%에 이른다(HyAxiom PureCell M400 Hydrogen 데이터시트, 2023년). 냉방 부하가 큰 데이터센터에서는 전기효율 격차의 일부를 열로 되찾을 수 있다. 둘째, PAFC 셀스택의 설계 수명이 길다. 다만 회사 IR 자료에 따르면 2017~2022년에 생산한 PAFC 스택 일부에서 성능 저하가 확인돼 교체가 진행 중이고, 2023년 이후 생산분에는 같은 이슈가 없다. HyAxiom은 UTC Power를 승계한 50년 기술 계보 위에 있다. 전력 공급 중단이 바로 사고로 이어지는 데이터센터 운영자에게는 운전 이력도 효율 못지않게 볼 변수이다.

셋째, 공급 병목 국면에서는 납기가 경쟁 요소가 된다. 두산퓨얼셀이 내세우는 주문 후 14개월 내 전력 공급(회사 3Q26 IR 자료)은 전력망 접속(약 5년)과 가스터빈(2~3년에서 5~7년으로 증가)보다 짧지만 블룸에너지의 90일 공급 제시나 55일 가동 사례보다는 길다. 수요가 생산능력을 앞서는 국면에서 두산퓨얼셀은 공시 생산능력 연 205MW(2025년 기준, 2026년 상반기 115MW의 연율 230MW)를 내세운다.

공급 병목기의 수주 기회

당사는 이번 수주를 PAFC의 구조적 우위보다 공급 병목기의 기회로 해석한다. 회사가 군산에 SOFC 공장을 세우고 Reverion GmbH와 공시 기준 첫 해외 SOFC 계약(1,087억 원, 2026년 8월 5일 공시)을 체결하며 기술 전환에 투자하고 있다는 점이 그 방증이다. 당사는 SOFC 생산능력을 2027년까지 연 30MW로 가정한다.

공급 병목기의 기회가 이어지는 기간은 블룸에너지의 증설 속도와 데이터센터 전력 수요의 초과 상태가 얼마나 유지되느냐에 달려 있다. 당사가 추가 수주를 가정한 2029년에는 공급 병목이 지금보다 풀려 있을 수 있다. 당사 추정의 2029년 이후 수출 추가 수주(2029년 3,444억 원에서 2030년 4,143억 원)는 공급 병목 국면의 지속을 전제하며, 같은 계열 고객에서 물량이 이어진다는 가정도 포함한다.

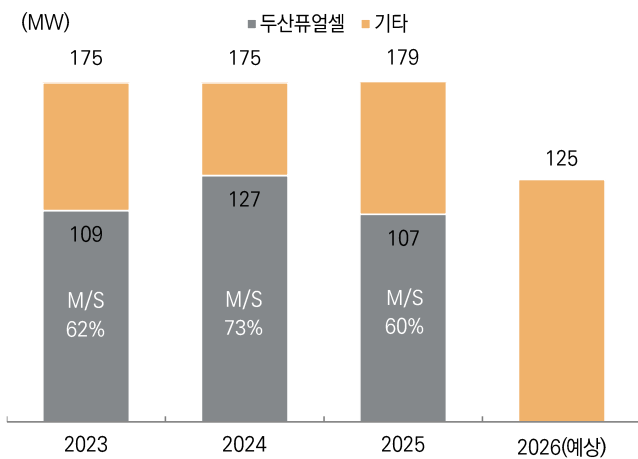
표 6. 수소 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

회사명		티커	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PSR		EV/EBITDA		EV/SALES	
				26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
연료전지 솔루션	두산퓨얼셀	336260 KS	2,034	525	848	-72	40	-26.6	3.4	3.9	2.4	-	32.0	4.8	3.0
	플러그 파워	PLUG US	2,620	1,088	1,288	-388	-224	-70.2	-51.0	2.4	2.0	-	-	3.2	2.7
	블룸 에너지	BE US	86,542	5,820	9,473	1,227	2,375	45.4	43.4	14.7	9.0	62.4	34.3	14.8	9.1
	발라드 파워	BLDP US	729	149	208	-73	-58	-10.2	-14.7	4.8	3.5	-	-	0.5	0.4
	세레스 파워	CWR LN	1,097	101	117	-28	-14	-4.5	-0.4	10.8	9.3	-	-	7.8	6.8
	퓨얼셀 에너지	FCEL US	1,305	197	335	-213	-119	-14.4	-8.5	6.6	3.9	-	-	3.8	2.2
	PowerCell	PCELL SS	128	38	54	-14	-5	-30.9	-11.8	3.3	2.4	-	-	3.5	2.5
	평균		13,494	1,131	1,760	63	285	-15.9	-5.7	6.7	4.6	62.4	33.2	5.5	3.8

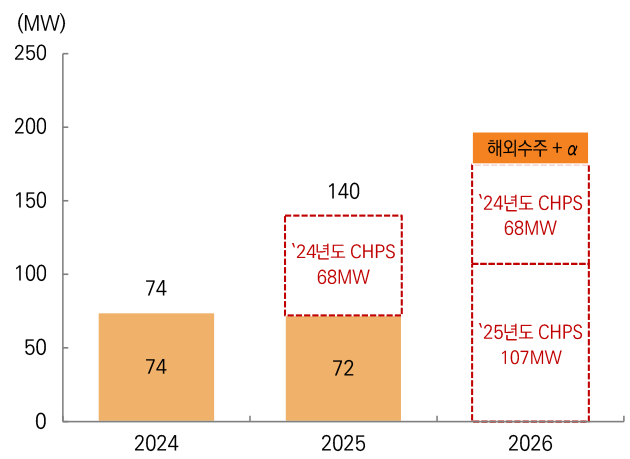
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 일반수소발전 입찰시장



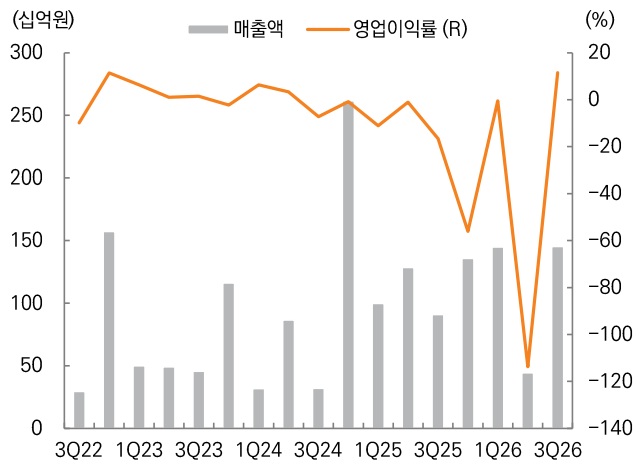
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 두산퓨얼셀 수주 실적 및 전망



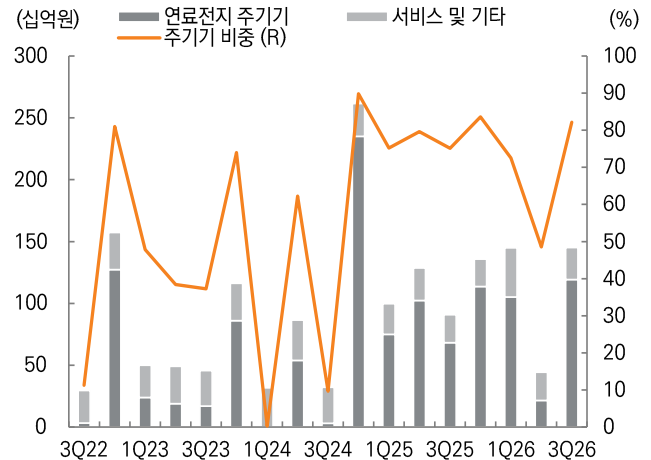
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 분기별 매출액 및 영업이익률



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 분기별 주기기·서비스 매출 및 주기기 비중



자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

두산퓨얼셀 (336260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	455	536	838	816
매출원가	517	568	757	752
매출총이익	-62	-32	81	64
판매비와관리비	43	43	46	48
조정영업이익	-106	-75	35	17
영업이익	-106	-75	35	17
비영업손익	-18	-34	-20	-22
금융손익	-16	-30	-16	-19
관계기업등 투자손익	-1	1	0	0
세전계속사업손익	-124	-109	15	-5
계속사업법인세비용	9	-1	0	0
계속사업이익	-133	-108	15	-5
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-133	-108	15	-5
지배주주	-133	-108	15	-5
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-131	-107	15	-5
지배주주	-131	-107	15	-5
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-80	-34	77	61
FCF	-91	-221	93	-184
EBITDA 마진율 (%)	-17.6	-6.3	9.2	7.5
영업이익률 (%)	-23.3	-14.0	4.2	2.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-29.2	-20.1	1.8	-0.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	569	1,035	1,215	1,156
현금 및 현금성자산	65	190	302	149
매출채권 및 기타채권	82	121	170	154
재고자산	373	575	564	684
기타유동자산	49	149	179	169
비유동자산	629	624	656	684
관계기업투자등	9	13	18	17
유형자산	375	364	393	429
무형자산	100	94	88	83
자산총계	1,198	1,659	1,870	1,840
유동부채	463	555	721	735
매입채무 및 기타채무	81	119	167	152
단기금융부채	268	267	317	367
기타유동부채	114	169	237	216
비유동부채	368	444	496	479
장기금융부채	281	315	315	315
기타비유동부채	87	129	181	164
부채총계	831	999	1,217	1,214
지배주주지분	367	660	653	626
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	476	476	476	476
이익잉여금	-117	-226	-211	-216
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	367	660	653	626

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-57	-201	159	-109
당기순이익	-133	-108	15	-5
비현금수익비용가감	183	95	58	64
유형자산감가상각비	21	35	36	39
무형자산상각비	5	6	6	5
기타	157	54	16	20
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-84	-162	102	-149
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-37	-46	15
재고자산 감소(증가)	-33	-176	11	-120
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	30	37	-12
법인세납부	0	2	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-103	-97	-69	-74
유형자산처분(취득)	-34	-20	-66	-75
무형자산감소(증가)	-72	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-3	-4	1
기타투자활동	-5	-73	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	86	427	28	28
장단기금융부채의 증가(감소)	91	32	50	50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	395	-22	-22
현금의 증가	-73	125	112	-154
기초현금	138	65	190	302
기말현금	65	190	302	149

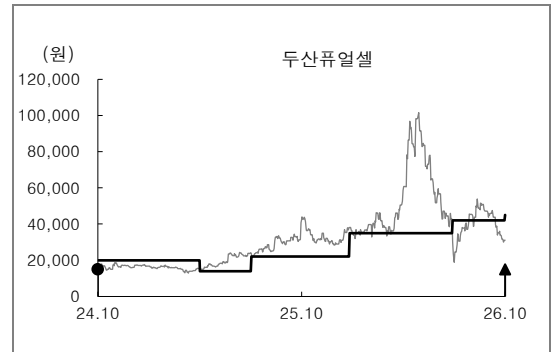
자료: 두산퓨얼셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	-	168.3	-
P/CF (x)	46.6	-	35.0	43.4
P/B (x)	6.4	3.8	3.9	4.1
EV/EBITDA (x)	-	-	30.7	42.1
EPS (원)	-1,623	-1,323	184	-61
CFPS (원)	619	-163	887	715
BPS (원)	4,492	8,068	7,983	7,653
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.4	17.8	56.5	-2.6
EBITDA증가율 (%)	적전	적지	흑전	-20.7
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	-53.0
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	적전
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.6	6.1	5.3
재고자산 회전율 (회)	1.2	1.1	1.5	1.3
매입채무 회전율 (회)	10.5	7.4	6.9	6.2
ROA (%)	-11.2	-7.6	0.9	-0.3
ROE (%)	-30.7	-21.1	2.3	-0.8
ROIC (%)	-12.0	-6.7	2.9	1.3
부채비율 (%)	226.1	151.4	186.3	193.8
유동비율 (%)	123.0	186.4	168.4	157.4
순차입금/자기자본 (%)	131.0	47.3	38.0	72.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.6	-2.2	1.2	0.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산퓨얼셀 (336260)				
2026.10.29	매수	45,000	-	-
2026.07.27	중립	42,000	-5.60	28.33
2026.01.23	중립	35,000	51.64	190.00
2025.07.31	중립	22,000	41.43	99.55
2025.04.30	중립	14,000	43.93	73.57
2024.05.02	중립	20,000	-10.22	31.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.