

두산에너지빌리티 (034020)

대만 NDR 후기: 같은 스토리, 다른 렌즈

아 다르고 어 다르다

당사는 7월 13~15일 대만 현지에서 8개 기관을 대상으로 NDR을 진행하였다. 펀더멘탈 스토리는 당사에서 진행한 5월 Corporate Day 대비 크게 달라진 부분이 없었으나, 대만 투자자들이 파고든 관심사와 우려의 결이 앞서 다녀온 북미·유럽·홍콩·싱가포르와 뚜렷하게 달랐다는 점이 이번 미팅의 핵심 시사점이다.

가장 큰 관심사: 가스터빈 수요 지속성

대만 투자자들이 가장 관심 있어 한 주제는 가스터빈 수요의 지속성이었다. 이들은 double booking 가능성, 하이퍼스케일러의 프로젝트 다운사이징, 그리고 2030년 이후의 수요 절벽 리스크를 중점적으로 질문하였다. 이는 대만 투자자들이 자국 반도체·데이터센터 밸류체인에 대한 이해도가 높은 데서 비롯된, 'AI·반도체의 관점에서 전력 인프라를 역산하는' 시각으로 보인다. 다만 동사의 가스터빈 물량은 2029년 납기 슬롯까지 이미 full booking되어 있고, 2030~2031년 납기를 두고 신규 유틸리티사와 협의가 진행 중이어서 수요 가시성은 여전히 견조하다고 판단한다. 두 번째 관심사는 대미 투자와 Westinghouse AP1000의 실현 가능성이었으나, 그 톤은 북미 투자자 대비 확연히 회의적이었다. "트럼프가 2년 뒤 없어지면", "한·미 달이 중단되면 사업 기회가 사라지는 것이 아닌지" 등 질문이 반복되었고, 당사의 상반기 Corporate Day 당시 확인되었던 '북미 투자자의 낙관 vs 유럽 투자자의 보수'라는 구도에서, 대만 투자자가 후자에 더 가깝게 위치한다고 판단한다. SMR에 대해서는 관심 자체는 높았으나 상업화 지연과 마진 불확실성에 대한 근본적 회의가 여전하였다.

대만도 반도체 집중, 그러나 동사에 대한 관심은 확실

한국과 유사하게, 최근 대만 투자자들이 반도체 섹터 강세로 인해 산업재 비중을 축소하거나 관심을 반도체에 집중하고 있음이 확인되었다. 또한, 단기적인 실적을 중시하는 경향이 있어, 이익 가시화까지 장기간의 시간이 소요되는 동사의 스토리를 설득하는 데에 다소 어려움이 있었다. 그럼에도 불구하고, 동사를 대체 불가능한 에너지 설비 기업으로 인식하는 시각은 뚜렷하였으며, 우호적인 관심도 확인되었다. 이번 NDR로 투자 포인트는 재확인되었으며, 투자 의견 Buy, 목표주가 149,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,730	3.5	11.0	4,678	1.1
영업이익	306	12.7	30.8	267	14.4
세전계속사업이익	234	-24.8	95.8	200	16.7
지배순이익	56	-57.6	7,233.5	72	-22.8
영업이익률 (%)	6.5	+0.6 %pt	+1.0 %pt	5.7	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	1.2	-1.7 %pt	+1.2 %pt	1.5	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	16,233	17,058	18,127	20,299
영업이익	1,018	763	1,182	1,606
지배순이익	111	85	188	349
PER	104.1	388.7	220.6	118.8
PBR	1.5	4.2	5.0	4.6
EV/EBITDA	12.7	30.5	27.3	21.4
ROE	1.5	1.1	2.3	4.0

자료: 유안타증권



김도엽 건설/기계
doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **149,000원 (M)**

직전 목표주가 **149,000원**

현재주가 (7/20) **64,800원**

상승여력 **130%**

시가총액	415,084억원
총발행주식수	640,561,146주
60일 평균 거래대금	3,866억원
60일 평균 거래량	3,711,684주
52주 고/저	136,400원 / 57,400원
외인지분율	24.00%
배당수익률	0.00%
주요주주	두산 외 28 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(33.8)	(41.6)	0.0
상대	(8.0)	(44.3)	(51.1)
절대 (달러환산)	(31.6)	(41.7)	(5.8)

대만 NDR 주요 Q&A

가스터빈

Q1: 미국 데이터센터향 가스터빈(GT)에 이중 예약(double booking) 우려가 큼. 하이퍼스케일러들이 텍사스·애리조나 등 여러 주에 동시에 줄 세워 놓고 어디가 먼저 될지 몰라 이중으로 예약한다는 얘기가 시장에 도는데, 동사 수주잔고에도 이런 허수가 섞인 것은 아닌지?

A1:

- 동사 GT 수주는 특정 하이퍼스케일러의 '확정 프로젝트'에 기반한 계약 물량. 허수 아님
- 발주처가 특정 프로젝트를 확정한다는 것 = 이미 PPA(전력판매계약) 체결했거나 실제 진행 단계 진입을 의미
- 개발사는 PPA 기반으로 현금흐름·자금조달 계산 후에야 EPC·기자재 발주에 착수 → 유틸리티 관점에서 이중 예약 행위 자체가 성립하기 어려움
- 이미 2029년 납기 슬롯까지 full booking 완료. 최근엔 2030~2031년 납기로 신규 유틸리티와도 협의 중

Q2: 최근 일부 하이퍼스케일러가 주민 반발 등으로 대형 데이터센터를 취소·다운사이징하는 움직임이 있음. 발주 축소로 이어질 수 있지 않은지? 또 고객이 유틸리티나 하이퍼스케일러냐에 따라 사업 성격이 어떻게 다른지?

A2:

- 현재 미국 확보 고객은 하이퍼스케일러 1개사. 두 번째 타깃은 유틸리티
- 고객 유형별 의사결정 기준이 상이
- 하이퍼스케일러: 효율·용량·가격보다 납기가 최우선
- 유틸리티: PF 구조상 용량·효율·가격을 보수적으로 따지고, 검증된 기술만 채택
- 유틸리티 수주 성공 시 = 동사 GT가 성능·효율 검증을 통과했다는 방증
- 계약 구조 변화 확인: 초기 simple cycle(GT 단독, 약 380MW급, 효율 30~40%) → 동일 고객이 스팀터빈 6기를 추가 발주하며 combined cycle(2:1:1 구성, 약 1.1~1.2GW급, 효율 60%+)로 전환

Q3: 가스터빈 CAPA 증설 계획과 블레이드 등 고온 부품(hot parts) 병목은? 경쟁사(GE Vernova·Siemens·Mitsubishi)도 증설을 언급하는데 공급 과잉 우려는? 가격은 여전히 오르는지?

A3:

- 현재 대형 GT CAPA 연 6~8기 → 2028년까지 최소 12기로 확대 투자가 이미 사내 의결·집행 중
- 12기까지 증설은 고온 부품 공급망 협의 완료 → 병목 아님. 추가도 큰 부담 없이 가능
- 단, 현재 대비 2배 이상 확대 시엔 고온 부품 벤더와 사전 협의 필요
- 고온 부품 병목의 본질: 글로벌 공급 가능 업체 제한적. 동사도 기존 OEM과 동일 공급망 사용 → 시장 전반의 구조적 병목
- 경쟁사 증설 시각:
 - GE·Siemens는 실제 증설 여부 여전히 불확실, Mitsubishi만 '25년 말~'26년 초 커뮤니케이션 톤 변화
 - 경쟁사 증설 목표를 2031~2032년으로 잡음. 증설 자체는 2~3년이면 가능 → 실제로는 증설 규모 고심하며 그 사이 가격 인상 노리는 의도로 해석
 - 기존 OEM은 2000년대 초 증설 후 대규모 손실 학습효과 → 공격적 증설 쉽지 않음
- 가격: 동사는 신규 진입자라 시장가를 선도하진 못하나 경쟁사 인상분을 그대로 추종(follower). 가격은 여전히 상승세

Q4: 중소형 가스터빈(90MW급)은 데이터센터 대응용으로 개발하는 것인지? 대형과 시장이 다른지? 마진·서비스 합의는?

A4:

- 'DC 대응용'이라는 시장 이해는 사실과 다름. 본래 별도로 존재하는 시장
- 대형 GT 타깃 = 미국·중동·유럽 대형 유틸리티. 중소형 GT 타깃 = 산업단지 자가발전, 도서 지역, 산업 성격 시장
- 접근법이 경쟁사와 근본적으로 상이: 경쟁사는 항공용(aerospace) 소형 → 대형으로 확대. 동사는 이미 개발한 대형 가스터빈을 scale-down → 동급 peer 대비 효율·성능 월등

대형원전

Q5: 미국 대형원전 확대 및 대미 투자 얘기가 많음. Westinghouse AP1000 프로젝트에서 동사가 실제 수혜를 볼 수 있는지? 왜 프로젝트가 진행이 안 되는지?

A5:

- 미국 정부는 대형원전 드라이브에 확고. 인허가·지원 의지도 강함
- 그러나 Westinghouse가 과거 미국 프로젝트 공기 지연으로 큰 손실 경험 → 시공(C) 리스크 회피, EP(설계·조달)만 하려는 구조 고수 → 프로젝트 교착
- 미국 내 원전 시공 가능 업체 = Bechtel · Fluor 정도로 제한적. 이들도 EPC 리스크 전부 부담은 난색 → 진행 지연
- 이 '악한 고리'를 한국 정부 대미 투자가 파고드는 구도:
 - 한국 대미 투자 약 3,500억 달러 중 조선(약 1,500억 달러) 제외분 상당수가 에너지 배정 유력
 - 옵션 중 하나 = 미국정부가 APR1400(한국형) 미국 설치 허용 시, 한국 측이 Team Korea + Westinghouse 프로젝트 EPC 리스크까지 부담
 - 이 경우 Westinghouse는 로열티만 수취, 별도 리스크 없음 → 나쁘지 않은 옵션. 한국이 EPC 리스크 부담하면 교착 해소 가능
- 단, 미국 정부·Westinghouse가 이 옵션을 수용할지는 불확실

Q6: 미국 정부가 2030년까지 대형원전 10기를 얘기하는데 동사 계획엔 왜 4기만 반영? 계약도 없는데 물리적 납기가 가능한지?

A6:

- 미국 정부 10GW(10기)는 어디까지나 '2030년까지 발주(order) 기준'. 준공·가동 기준 아님
- 발주 기준이면 매년 2~4기씩 수년 분산 → 제작 리드타임(주기기 8~10년, EPC 포함 10~12년) 관점에서 무리 없음
- 동사 5개년 계획엔 미국 신규 원전 4기만 보수 반영 (유럽 폴란드·불가리아 5기 포함 시 Westinghouse향 총 9기)
- DOC(Department of Commerce) 관장 별도 10GW 등은 진행 여부 무관하게 일단 미반영 → 계약 구체화 시 전량 업사이드 전환
- 동사는 AP1000 유일 레퍼런스 보유 제작사(중국 4기·미국 4기 납품 이력), Westinghouse는 주기기 자체 제작 불가 → 반드시 발주

Q7: Team Korea 해외 원전은 어느 국가가 유력? APR1400과 AP1000의 동사 기여도(scope) 차이는? 국내 · 체코 · 베트남 현황은?

A7:

- 대형원전 구분: Team Korea(한전·한수원 주도) vs Westinghouse 주도
- 5개년 반영: Team Korea 6기 = '27년 해외 2기 + '28년 해외 2기 + '30년 국내 2기. 후보국 (베트남·UAE · 사우디·튀르키예) 중 2개 국가만 보수 반영
- scope · 금액 차이가 핵심:
 - Team Korea(APR1400): 원자로·증기발생기·가압기·냉각재펌프·I&C·기타 BOP 등 주기기 full scope 공급
 - Westinghouse(AP1000): 원자로·증기발생기 2종만 공급
 - 동일 1기라도 물량·금액 규모가 근본적으로 상이. 미국이 Team Korea 노형 채택 시 동사 기여도 몇 배로 확대
- 국내 신규 원전: 11차 전기본 2기(2030년 반영), 연말 예정 12차 전기본 추가 반영 시 업사이드
- 체코: 두코바니 5 · 6호기: 주기기는 기 수주 완료(2025년), 시공(EPC)은 대우건설(55%) · 두산에너지빌리티(45%) 컨소시엄으로 연내 발주 기대
- 베트남: 대통령 방문 연계. 일본이 철수한 공백을 Team Korea가 공략

Q8: 만약 2년 뒤 트럼프 행정부가 바뀌거나 한 · 미 딜이 중단되면 미국 원전 기회 자체가 사라지는 것은 아닌지?

A8:

- 원전 산업은 초당적(bipartisan) 성격 → 정권 무관하게 중요성 유지
- 바이든 행정부 시기에도 원전 중시. 스리마일 섬 · 후쿠시마 사고 후 10~15년 신규 원전 공백기에 러시아가 상업적으로 잠식 → 양당 공통의 문제의식
- 특히 SMR은 미국에 전략적으로 중요
- 투자자 지역별 시각 차 솔직 공유: 국내 투자자는 APR1400 미국 진입을 '작은 가능성'이나마 기대, 미국 투자자는 기대 안 함
- 근본적으로 Westinghouse가 EPC 리스크 구조 입장 안 바꾸면 진행 지연

SMR

Q9: SMR 은 최대 상상력 업사이드지만 아직 상용화 프로젝트가 하나도 없음. NuScale 의 TVA-ENTRA1 건은 언제 구체화? NuScale 이 어떻게 가장 먼저 설계 인증을 받았는지?

A9:

- SMR = 최대 업사이드이자 최대 불확실성이라는 시장 인식은 인정하지만, 사업 진도는 착실
- 글로벌 설계사 100개+ 존재하나 상용화 완료는 아직 전무. 대부분 자체 fab 없어 원전 제작 경험 대형 제작사 물색 → 동사가 인기 파트너
- NuScale = 약 6~7년 협업, 진도 가장 빠름
 - 배경: 3.5세대 경수형(냉각재 물) → NRC에 기존 대형원전 규제·룰 이미 존재 → 설계 인증(design certificate) 유일하게 선확보
 - 4세대 비경수형(소듐·헬륨 냉각)은 규제 자체 부재 → 심사 중 규제 신설 필요 → 시간 소요
- 구조: TVA-ENTRA1 PPA 체결 → ENTRAI-NuScale 계약 → NuScale이 동사에 발주
- TVA가 '25년 말에야 이사회 구성 완료 등 지연. 정부 압박·경영진 교체까지 발생 → 동사는 PPA 즉시 제작계약 착수하도록 강하게 요청. '26년 하반기(2~3분기 이사회) 구체화 기대
- 시장은 ENTRAI이 소규모(10~20명) 개발사인 점 우려. 단, 프로젝트 개발 경험은 보유

Q10: NuScale 외 나머지 파트너(X-energy · TerraPower · Rolls-Royce · GE-Hitachi) 진도와 계약 범위는?

A10:

- X-energy: 초도 Dow Chemical 순조롭게 진행 중
- TerraPower: 동사는 주기기 3종 중 2종 계약 완료, 1종 연내 계약 확신
- Rolls-Royce: 영국 localization 요구로 동사와 협력 공개 언급은 어려운 상황
- GE-Hitachi: 초도 캐나다 프로젝트가 현지화 조항 탓 BWXT Canada와 협의. 캐나다 제외 미국·유럽 프로젝트에서 동사와 협력

Q11: SMR 마진 · 모듈당 단가는? 5개년 계획 반영 물량은? 대형원전 대비 매력적인지?

A11:

- 신사업 + 설계사 대부분 자금력 부족 신생기업 → 초기엔 대형원전급 고마진 고집 없이 10~15%에서 출발
- 첫 프로젝트 설치 성공 후 시장 확대 → mass production으로 원가 절감·마진 제고 전략
- 핵심 차별점: 대형원전은 프로젝트별 개별 수주, SMR은 동일 모델 반복 제작 → mass production 가능
- 5개년 계획에 약 72개 모듈 반영
- 모듈 단가: NuScale · X-energy급(각 77MW · 80MW급) 기준 대략 1,000억원 내외. TerraPower는 약 1,300억원 내외 추정
- 시기·규모 불확실성 커 지나친 낙관론 지양, feasibility 높은 프로젝트 중심 보수 반영

Q12: SMR 전용 생산능력은 확보되어 있는지?

A12:

- 창원 SMR 전용 공장 투자 확정
- '28년 말 완공 목표
- 완공 시 SMR CAPA 현재 연 8개 모듈 → 연 20개 모듈로 확대. 특정 노형 국한 없이 다양한 모듈 제작 가능한 first-come first-served 운영

수주

Q13: 수주는 원래 변동성이 큰 항목인데 어떻게 2030년까지 수주를 가이드선으로 제시하는지? 직관적이지 않음.

A13:

- 동사 5개년 계획은 보수적이라는 점이 오히려 방어 논리. 대다수 애널리스트가 보수적이라 평가(미국 원전 4기만 반영)
- 수주 가시성 원천이 사업부별로 상이:
 - 원전: 각국 장기 국가계획(전력수급기본계획 등) 기반, 특정 프로젝트를 3년가량 선행해서 특정
 - 가스터빈: 국내 국가계획 기반 매년 4~6기 + AI 데이터센터 수요 추가 반영
 - 중동: 사우디·UAE·카타르 등 각국 자체 계획 기반 특정 프로젝트 겨냥
- 시장점유율 목표가 아니라 특정 프로젝트 단위로 적층 → 계획 신뢰도 상대적으로 높음

Q14: 수주잔고가 매출로 전환되는 구조는?

A14:

- 사업계획 매출·마진의 90~95%가 전년 말 수주잔고에서 진행률로 산출 → 가장 중요한 지표는 수주. 수주 달성이 곧 향후 실적으로 직결
- '22년 포트폴리오 전환 이후 매년 수주 목표 초과 달성
 - '24년 계획 4.6조 → 7.1조 달성
 - '25년 계획 10.6조 → 최종 14.7조 달성
- 5개년 평균 수주도 전년 계획 12.8조 → 올해 계획 14.8조로 상향 → 착실한 성장
- 수주 리드타임: 원전 주기기 8~10년 / 원전 시공 10~12년 / 가스터빈 2~3년 / 가스터빈 EPC 3~4년 / 풍력 1.5~3년 / 풍력 EPC 4년
- 원전 비중 확대로 수주잔고가 급증하나 당장의 매출 인식은 완만(수주잔고 '25년 말 23조 → '26년 말 29조 → '30년 말 47.7조)

수익성

Q15: 사업부별 마진 서열은? 원전 마진은 왜 공개 안 하는지?

A15:

- 마진 서열: 대형원전(주기) (GPM 기준 최고 마진, 비공개) > 서비스(경쟁사 기준 EBITDA 마진 30~40%) > 가스터빈·스팀터빈·풍력 등 기자재(10~15% GPM) > EPC(5~10% GPM)
- 원전 마진 비공개 이유:
 - 동사가 한전·한수원향 주기기 사실상 단독 벤더. 발주처도 동사 마진 높은 것 인지
 - 구체 수치 공개 시 정부 차원 단가 인하 압력 불가피
- 발주처가 고마진 용인하는 이유: 원전은 8~12년 초장기 프로젝트 → 제작사가 그 기간 안정적으로 생존·완수하는 것이 발주처에게도 결정적 → 일종의 장기 협력 관계

Q16: 가이드스 2026년 OPM 5.4% → 2030년 9.9% 개선 요인은?

A16:

- 요인 1) 저수익 legacy EPC(과거 석탄화력 등 대규모 EPC) 물량 소진: 저마진·손실 EPC가 올해 말~내년 초 대부분 종료 → 마진 하방 압력 해소
- 요인 2) 포트폴리오 mix 고수익 전환: 대형원전(체코 등) 매출 본격화 + SMR 매출 확대 + 가스터빈 기자재 후속 장기 서비스 매출 누적
- 가스터빈: 100기 설치 시 서비스 100건 뒤따라 연 1조원 서비스 매출 + 30~40% 서비스 마진

Q17: 원전은 초장기 계약인데 인플레이션·환율 변동 리스크는 어떻게 관리하는지?

A17:

- 모든 원전 계약에 에스컬레이션 조항(escalation clause) 포함 → 매월/매 분기 잔여 계약금액을 인플레이션 인덱스(국내 한국 물가지수, 해외 미국 물가지수)로 재산정
- 결과적으로 계약금액이 시간에 따라 점진 증가. 신고리 3·4호기 대비 몇 년 뒤 체결된 체코 두코바니 금액이 훨씬 큰 것도 에스컬레이션 효과
- 단기: 중등 정세(이란 관련)로 2~3분기 운송비 등 일부 비용 선반영 → 단기 원가 부담 가능. 단, 계약상 발주처 사후 보전(reimburse) 가능

재무 안정성 및 투자 계획

Q18: 장기 사업이라 투자 판단이 어려움. 재무 안정성과 투자 계획은?

A18:

- 평상시 연 CAPEX 약 6,000억 규모 → 올해 · 내년은 SMR · 가스터빈 집중 투자로 증가, 국책은행 차입 활용
- 2028년부터 현금흐름 개선 → 신용등급 단계적 상향도 추진

지배구조 및 주주구성

Q19: 두산 그룹 지배구조가 복잡함. 상장 자회사 지분 관계는?

A19:

- 그룹 3축: 친환경 에너지(두산에너지빌리티·두산퓨얼셀) / 스마트 머신(두산밥캣·로보틱스) / 반도체·소재(두산주)
- 지분 관계: 두산(주) → 두산에너지빌리티 약 30% 보유. 두산에너지빌리티 → 두산밥캣 약 46% · 두산퓨얼셀 약 30% 보유

Q20: 주주 구성 · 외국인 비중 변화는? 대만 · 아시아 자금의 관심은?

A20:

- 주요 주주: 두산(주) 약 30% / 국민연금 약 7~8% / 국내 기관 약 5%
- 외국인 비중: 2년 전 약 16% → 최근 20%대로 확대
- '25년 이후 주가 급등 배경 = 미국계 자금 유입(미국 원전 밸류체인에서 투자 가능한 사실상 유일 대안 + 공장 방문 후 관심 확산)
- 반면 이번 대만 및 최근 홍콩·싱가포르 미팅에선 자금이 반도체로 쏠림 반복 확인
 - 일부는 아시아·이머징 펀드 내 산업재 비중 축소, 반도체 집중
 - 일부는 GIC·테마섹 등도 최근 반도체에 더 무게

[Fig. 1] 두산에너지실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,748.6	4,569.0	3,880.3	4,860.0	4,261.1	4,729.6	4,033.3	5,102.9	17,057.9	18,126.9	20,299.1
YoY (%)	-8.5%	10.1%	14.3%	5.9%	13.7%	3.5%	3.9%	5.0%	5.1%	6.3%	12.0%
에너지비리	1,575.6	2,267.7	1,678.3	2,359.7	1,895.9	2,185.1	1,796.3	2,501.5	7,881.3	8,378.7	10,040.9
두산밥캣	2,098.2	2,201.4	2,115.2	2,377.2	2,247.3	2,430.7	2,175.6	2,418.3	8,791.9	9,271.8	9,621.5
두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	123.2	79.0	184.1	454.8	531.2	691.6
기타 및 연결조정	(24.9)	(28.5)	(4.0)	(12.7)	(26.9)	(9.4)	(17.6)	(1.0)	(70.2)	(54.8)	(54.8)
매출총이익	597.7	746.4	604.1	795.1	716.0	804.8	693.2	897.7	2,743.3	3,111.7	3,724.7
YoY (%)	-20.0%	2.4%	15.3%	9.0%	19.8%	7.8%	14.8%	12.9%	0.5%	13.4%	19.7%
영업이익	142.5	271.1	137.0	212.1	233.5	305.5	230.7	412.6	762.7	1,182.3	1,606.1
YoY (%)	-60.2%	-12.5%	19.3%	-9.8%	63.9%	12.7%	68.4%	94.5%	-25.0%	55.0%	35.8%
에너지비리	(1.4)	92.4	43.4	167.9	57.0	138.4	99.8	231.4	302.3	526.5	1,016.3
두산밥캣	200.0	204.2	133.6	148.3	207.0	197.5	176.8	196.5	686.1	753.5	903.1
두산퓨얼셀	(11.5)	(1.9)	(15.6)	(76.6)	(1.3)	(8.8)	(5.6)	(13.1)	(105.7)	(37.8)	15.9
세전이익	30.2	310.5	(17.9)	4.0	119.3	233.7	380.6	174.4	326.8	908.0	1,470.1
YoY (%)	-91.8%	-1.9%	적자전환	흑자전환	295.1%	-24.8%	흑자전환	4262.7%	-50.3%	177.8%	61.9%
지배주주 순이익	(68.9)	130.9	(50.1)	72.8	0.8	55.5	90.5	41.4	84.8	188.2	349.4
YoY (%)	적자전환	-3.9%	적자지속	흑자전환	흑자전환	-57.6%	흑자전환	-43.1%	-23.9%	122.0%	85.6%
이익률											
매출총이익률	15.9%	16.3%	15.6%	16.4%	16.8%	17.0%	17.2%	17.6%	16.1%	17.2%	18.3%
영업이익률	3.8%	5.9%	3.5%	4.4%	5.5%	6.5%	5.7%	8.1%	4.5%	6.5%	7.9%
에너지비리	-0.1%	4.1%	2.6%	7.1%	3.0%	6.3%	5.6%	9.2%	3.8%	6.3%	10.1%
두산밥캣	9.5%	9.3%	6.3%	6.2%	9.2%	8.1%	8.1%	8.1%	7.8%	8.1%	9.4%
두산퓨얼셀	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-7.1%	-7.1%	-7.1%	-23.2%	-7.1%	2.3%
세전이익률	0.8%	6.8%	-0.5%	0.1%	2.8%	4.9%	9.4%	3.4%	1.9%	5.0%	7.2%
지배주주 순이익률	-1.8%	2.9%	-1.3%	1.5%	0.0%	1.2%	2.2%	0.8%	0.5%	1.0%	1.7%

자료: 두산에너지, 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	16,233	17,058	18,127	20,299	22,091
매출원가	13,503	14,315	15,015	16,574	18,003
매출총이익	2,730	2,743	3,112	3,725	4,089
판매비	1,712	1,981	1,929	2,119	1,767
영업이익	1,018	763	1,182	1,606	2,321
EBITDA	1,509	1,320	1,763	2,208	2,934
영업외손익	-360	-436	-274	-136	-76
외환관련손익	57	-89	-7	-7	0
이자손익	-220	-239	-217	-173	-120
관계기업관련손익	20	23	-46	18	18
기타	-218	-131	-4	26	26
법인세비용차감전순이익	658	327	908	1,470	2,246
법인세비용	263	122	248	353	539
계속사업순이익	395	205	660	1,117	1,707
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	395	205	660	1,117	1,707
지배지분순이익	111	85	188	349	534
포괄순이익	973	527	1,009	1,467	2,056
지배지분포괄이익	370	272	655	952	1,335

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	242	752	2,141	2,571	3,200
당기순이익	395	205	660	1,117	1,707
감가상각비	350	394	416	437	455
외환손익	-56	70	7	7	0
중속, 관계기업관련손익	-20	-23	46	-18	-18
자산부채의 증감	-891	-416	260	207	244
기타현금흐름	465	522	752	820	811
투자활동 현금흐름	-821	-311	-148	-291	-299
투자자산	-53	335	-37	-106	-78
유형자산 증가 (CAPEX)	-461	-403	-450	-504	-549
유형자산 감소	9	6	0	0	0
기타현금흐름	-317	-249	340	320	328
재무활동 현금흐름	608	-288	10	30	22
단기차입금	1,131	-390	10	30	22
사채 및 장기차입금	151	200	0	0	0
자본	-141	-131	0	0	0
현금배당	-86	-108	0	0	0
기타현금흐름	-446	140	0	0	0
연결범위변동 등 기타	249	29	-816	-624	-524
현금의 증감	278	183	1,188	1,686	2,398
기초 현금	2,620	2,898	3,081	4,269	5,954
기말 현금	2,898	3,081	4,269	5,954	8,352
NOPLAT	1,018	763	1,182	1,606	2,321
FCF	-219	349	1,691	2,066	2,651

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

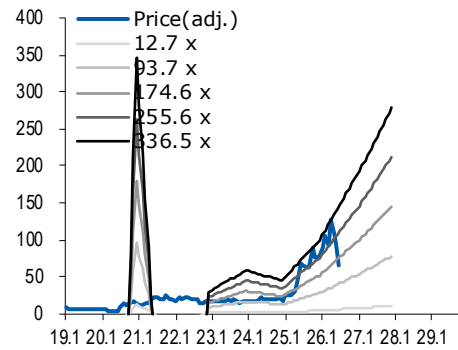
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,049	10,772	12,344	15,129	18,148
현금및현금성자산	2,898	3,081	4,269	5,954	8,352
매출채권 및 기타채권	3,405	4,046	4,248	4,827	5,064
재고자산	2,734	2,544	2,671	3,035	3,303
비유동자산	16,266	16,742	16,628	16,636	16,651
유형자산	5,703	5,777	5,800	5,868	5,961
관계기업 등 자본관련 자산	348	353	370	421	458
기타투자자산	834	857	877	932	973
자산총계	26,315	27,513	28,972	31,765	34,799
유동부채	8,946	10,107	10,467	11,495	12,253
매입채무 및 기타채무	5,463	6,434	6,755	7,675	8,353
단기차입금	2,141	1,884	1,884	1,884	1,884
유동성장기부채	398	1,030	1,030	1,030	1,030
비유동부채	5,708	5,397	5,501	5,799	6,019
장기차입금	2,435	2,336	2,336	2,336	2,336
사채	907	499	499	499	499
부채총계	14,654	15,504	15,968	17,294	18,271
지배지분	7,497	7,786	8,309	9,008	9,891
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,572	1,442	1,442	1,442	1,442
이익잉여금	1,394	1,696	1,885	2,234	2,768
비지배지분	4,165	4,224	4,695	5,463	6,636
자본총계	11,661	12,009	13,004	14,471	16,527
순차입금	3,403	3,137	1,949	263	-2,136
총차입금	6,624	6,435	6,445	6,475	6,497

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	174	132	294	545	833
BPS	11,705	12,156	12,973	14,065	15,444
EBITDAPS	2,355	2,061	2,752	3,447	4,580
SPS	25,342	26,630	28,298	31,690	34,487
DPS	0	0	0	0	0
PER	104.1	388.7	220.6	118.8	77.8
PBR	1.5	4.2	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	12.7	30.5	27.3	21.4	15.7
PSR	0.7	1.9	2.3	2.0	1.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-7.7	5.1	6.3	12.0	8.8
영업이익 증가율 (%)	-30.6	-25.0	55.0	35.8	44.5
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-23.9	122.0	85.6	52.8
매출총이익률 (%)	16.8	16.1	17.2	18.3	18.5
영업이익률 (%)	6.3	4.5	6.5	7.9	10.5
지배순이익률 (%)	0.7	0.5	1.0	1.7	2.4
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.7	9.7	10.9	13.3
ROIC	4.4	3.2	6.0	8.8	12.4
ROA	0.4	0.3	0.7	1.2	1.6
ROE	1.5	1.1	2.3	4.0	5.6
부채비율 (%)	125.7	129.1	122.8	119.5	110.6
순차입금/자기자본 (%)	45.4	40.3	23.5	2.9	-21.6
영업이익/금융비용 (배)	3.1	2.3	3.8	5.1	7.4

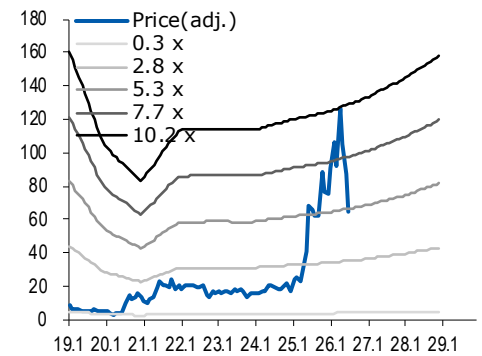
P/E band chart

(천원)

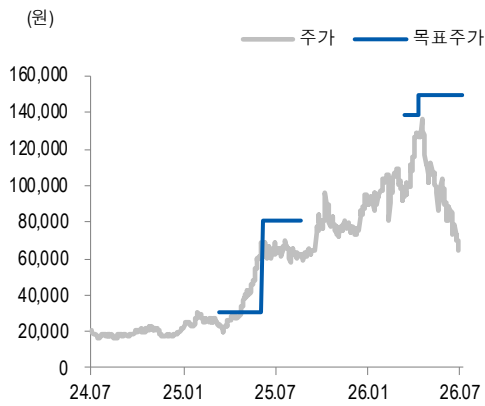


P/B band chart

(천원)



두산에너지빌리티 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-07-21	BUY	149,000	1년		
2026-04-30	BUY	149,000	1년		
2026-04-02	BUY	139,000	1년	-20.89	-7.05
2025-09-22	BUY	81,000	1년	6.01	35.31
	담당자변경				
2025-06-25	BUY	81,000	1년	-21.49	-14.32
2025-04-03	BUY	31,000	1년	19.08	122.26

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-07-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김도엽)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.