



## BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(7/27): 70,900원

시가총액: 454,158억원



유틸리티/스몰캡

Analyst 조재원

## Stock Data

|              |          |            |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI (7/27) |          | 6,755.75pt |
| 52 주 주가동향    | 최고가      | 최저가        |
| 최고/최저가 대비    | 136,400원 | 57,400원    |
| 등락률          | -48.0%   | 23.5%      |
| 수익률          | 절대       | 상대         |
| 1M           | -12.6%   | 8.8%       |
| 6M           | -24.3%   | -43.0%     |
| 1Y           | 11.7%    | -47.0%     |

## Company Data

|              |                |
|--------------|----------------|
| 발행주식수        | 640,561 천주     |
| 일평균거래량(3M)   | 3,454천주        |
| 외국인 지분율      | 24.1%          |
| 배당수익률(2026E) | 0.0%           |
| BPS(2026E)   | 12,926원        |
| 주요 주주        | 두산 외 28인 30.7% |

## 투자지표

| (십억 원, IFRS 연결) | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액             | 17,057.9 | 18,206.2 | 20,916.3 | 22,838.2 |
| 영업이익            | 762.7    | 1,144.9  | 1,732.8  | 2,181.8  |
| EBITDA          | 1,320.0  | 1,721.7  | 2,366.1  | 2,887.3  |
| 세전이익            | 326.8    | 709.7    | 1,308.6  | 1,709.4  |
| 순이익             | 205.2    | 444.9    | 951.3    | 1,242.6  |
| 지배주주지분순이익       | 84.8     | 268.6    | 621.9    | 812.4    |
| EPS(원)          | 132      | 419      | 971      | 1,268    |
| 증감률(% YoY)      | -23.9    | 216.9    | 131.5    | 30.6     |
| PER(배)          | 569.1    | 169.1    | 73.0     | 55.9     |
| PBR(배)          | 6.20     | 5.48     | 5.01     | 4.53     |
| EV/EBITDA(배)    | 42.0     | 30.4     | 22.1     | 17.9     |
| 영업이익률(%)        | 4.5      | 6.3      | 8.3      | 9.6      |
| ROE(%)          | 1.1      | 3.3      | 7.2      | 8.5      |
| 순차입금비용(%)       | 25.3     | 20.4     | 15.8     | 8.1      |

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 두산에너지빌리티 (034020)

## 저평가된 국내 시장 잠재력에 주목



국내 전력 수요 및 발전 시장 확대에 따른 신규 사업 기회에 주목한다. 12차 전기본에서 신규 대형원전 추가 도입 계획이 포함될 경우, 국내에서만 최소 30조원 이상의 수주 기회가 추가될 수 있다. SMR, AP1000 기자재 수주 모멘텀도 연내 가시화될 전망이다. 상반기에 부진했던 상대수익률을 만회하는 하반기를 기대해본다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q26 호실적, 연내 가이던스 상향 기대

2Q26 연결 영업이익 3조 1,426억원(+35%QoQ)으로, 시장 기대치(2,629억원)와 당사 추정치(2,520억원)를 모두 상회했다. 에너지빌리티 호실적과 두산밥캣 관세 환급 효과가 반영되며, 전년 대비 수익성 개선 흐름이 지속됐다. 에너지빌리티 부문 매출액 2조 2,330억원(+18%QoQ), 영업이익 974억원(+71%QoQ), 영업이익률 4.4%를 기록했다. 대형 가스 프로젝트와 원전 기자재 공정 초과 영향으로 매출액과 영업이익 규모는 당사 추정치를 상회했으나, 영업이익률은 당사 추정치(4.5%)에 부합했다. 1H26 누적 매출액 4조 1,289억원, 누적 신규 수주 7조 1,225억원을 기록하며, 연초 사측에서 제시한 연간 가이던스를 각각 56%, 54% 달성했다. 2H26에도 공정 효율화 성과에 따른 견조한 외형 성장이 기대되며, SMR, 가스터빈, AP1000 기자재 수주 가능성도 남아 있다. 따라서 하반기 중 올해 매출, 수주 가이던스 상향이 예상된다. 원전 기자재, 가스터빈 매출 비중 상승에 따른 영업이익률 개선은 2H26부터 본격화될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 재평가가 필요한 국내 사업 기회

국내 반도체, AI 데이터센터 투자 확대에 따라, 향후 10년간 약 30GW의 추가 전력 수요가 필요할 전망이다. 첨단 산업 전력 수요는 높은 '안정성'이 요구되는 만큼, 재생에너지 외에도 원전과 복합화력 발전의 역할이 전보다 확대될 수밖에 없다. 12차 전기본에서 전력 수요 전망치 상향과 더불어, 공급 측면에서는 신규 대형원전(4기 이상) 및 SMR 추가 도입과 가스 발전 확대 계획이 발표될 것으로 예상된다. 원전, 가스, 해상풍력 등 다각화된 사업 포트폴리오를 가진 동사의 직접적인 수혜가 기대되지만, 아직까지 국내 사업 기회는 동사 기업 가치에 반영되지 못했다. 12차 전기본에서 신규 대형원전 도입 계획이 포함될 시, 국내 신규 원전 시장 규모는 올 한해에만 누적 6기 이상으로 확대될 수 있다. 최소 30조원의 수주 기회가 추가되는 셈이다. 메가프로젝트 전력 수요 덕분에, 동사가 타겟하는 국내 가스터빈 시장 규모도 연간 4~6기에서 추가로 확대될 가능성이 높다. 구체적인 시장 규모는 12차 전기본 발표가 있을 4Q26에 가시화될 전망이다.

대미투자 프로젝트, 베트남 원전 파트너사 선정 등이 예정된 3Q26부터 주가 및 투자 심리 회복이 동반될 수 있다고 생각한다. 미국 고객사향 SMR 모듈 수주, 미국/유럽발 AP1000 기자재 수주도 연내 언제든지 나올 수 있다. 현재 주가는 관련 기대감이 대부분 사라진 수준이라는 점을 상기할 필요가 있다.

## 두산에너지 연결 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억 원)       | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25   | 1Q26  | 2Q26P | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>       | 3,749 | 4,569 | 3,880 | 4,860  | 4,261 | 4,725 | 4,273 | 4,935 | 17,058 | 18,206 | 20,916 |
| %YoY             | -9%   | 10%   | 14%   | 6%     | 14%   | 3%    | 10%   | 2%    | 5%     | 7%     | 15%    |
| <b>에너지빌리티</b>    | 1,576 | 2,268 | 1,678 | 2,360  | 1,896 | 2,233 | 1,817 | 2,250 | 7,881  | 8,196  | 10,174 |
| 두산밥캣             | 2,098 | 2,201 | 2,115 | 2,377  | 2,247 | 2,448 | 2,365 | 2,440 | 8,792  | 9,500  | 9,994  |
| 두산퓨얼셀            | 100   | 128   | 91    | 136    | 145   | 44    | 106   | 279   | 455    | 574    | 809    |
| 기타 및 조정          | -25   | -29   | -4    | -13    | -27   | 0     | -15   | -34   | -70    | -64    | -61    |
| <b>영업이익</b>      | 142   | 271   | 137   | 212    | 234   | 314   | 238   | 359   | 763    | 1,145  | 1,733  |
| %YoY             | -60%  | -12%  | 19%   | -10%   | 64%   | 16%   | 74%   | 69%   | -25%   | 50%    | 51%    |
| <b>에너지빌리티</b>    | -1    | 92    | 43    | 168    | 57    | 97    | 109   | 202   | 302    | 466    | 862    |
| 두산밥캣             | 200   | 204   | 134   | 148    | 207   | 292   | 173   | 177   | 686    | 849    | 930    |
| 두산퓨얼셀            | -12   | -2    | -16   | -77    | -1    | -51   | -15   | 4     | -106   | -63    | 43     |
| 기타 및 조정          | -45   | -24   | -24   | -28    | -29   | -24   | -29   | -25   | -120   | -107   | -102   |
| <b>영업이익률 (%)</b> | 3.8%  | 5.9%  | 3.5%  | 4.4%   | 5.5%  | 6.7%  | 5.6%  | 7.3%  | 4.5%   | 6.3%   | 8.3%   |
| <b>세전이익</b>      | 30    | 311   | -18   | 4      | 119   | 348   | 164   | 159   | 327    | 710    | 1,309  |
| 법인세 비용           | 51    | 113   | 6     | -49    | 59    | 122   | 46    | 38    | 122    | 265    | 357    |
| 법인세율 (%)         | 170%  | 36%   | -34%  | -1217% | 50%   | 35%   | 28%   | 24%   | 37%    | 37%    | 27%    |
| <b>당기순이익</b>     | -21   | 198   | -24   | 53     | 60    | 226   | 118   | 41    | 205    | 445    | 951    |
| 지배주주순이익          | -69   | 131   | -50   | 73     | 1     | 158   | 82    | 28    | 85     | 269    | 622    |

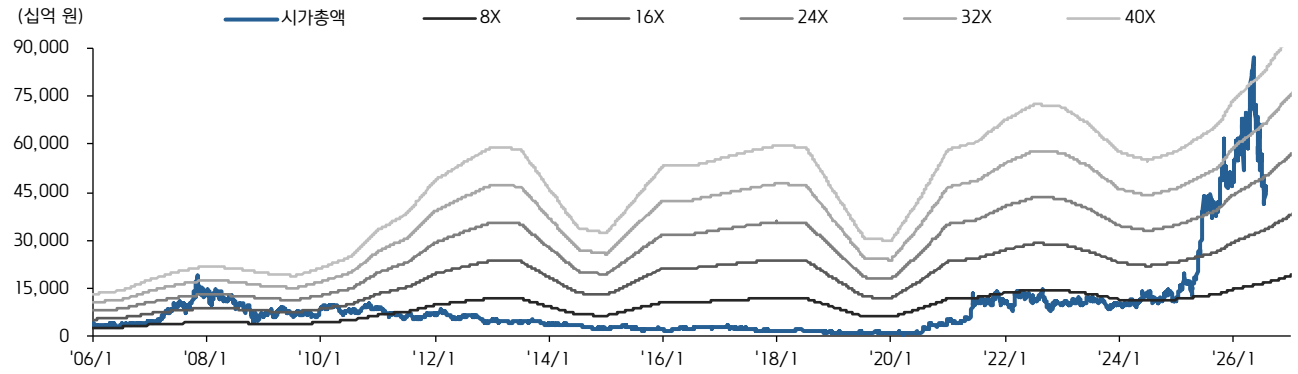
자료: 키움증권 리서치센터

## 에너지빌리티 부문 중장기 실적 전망

| (단위: 십 억원)            | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 2029E         | 2030E         | 2031E         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>주요 가정 (기)</b>      |               |               |               |               |               |               |               |
| 팀코리아 대형원전             | 2             | 0             | 2             | 2             | 2             | 2             | 2             |
| 웨스팅하우스 대형원전           | 0             | 4             | 3             | 3             | 3             | 3             | 4             |
| SMR                   |               |               |               |               |               |               | 누적 88기        |
| 국내 복합화력(가스터빈)         | 3             | 5             | 5             | 5             | 5             | 5             | 5             |
| 해외 가스터빈               | 5             | 10            | 8             | 8             | 8             | 8             | 8             |
| 가스터빈 서비스              | 0             | 0             | 1             | 10            | 23            | 37            | 50            |
| <b>신규 수주</b>          | <b>14,728</b> | <b>16,512</b> | <b>19,664</b> | <b>20,192</b> | <b>20,510</b> | <b>20,590</b> | <b>21,553</b> |
| <b>원자력</b>            | <b>6,840</b>  | <b>6,300</b>  | <b>10,050</b> | <b>10,450</b> | <b>10,818</b> | <b>11,151</b> | <b>12,068</b> |
| 대형원전 기자재              | 5,640         | 1,800         | 6,350         | 6,350         | 6,350         | 6,350         | 6,800         |
| EPC                   | 0             | 3,000         | 2,000         | 2,000         | 2,000         | 2,000         | 2,000         |
| SMR                   | 0             | 1,200         | 1,200         | 1,600         | 1,868         | 2,201         | 2,668         |
| 서비스 및 기타              | 1,200         | 300           | 500           | 500           | 600           | 600           | 600           |
| <b>가스 기자재/EPC</b>     | <b>4,730</b>  | <b>7,250</b>  | <b>6,810</b>  | <b>6,890</b>  | <b>6,890</b>  | <b>6,890</b>  | <b>6,890</b>  |
| 가스 기자재                | 1,300         | 4,250         | 3,810         | 3,890         | 3,890         | 3,890         | 3,890         |
| 복합화력 EPC              | 3,430         | 3,000         | 3,000         | 3,000         | 3,000         | 3,000         | 3,000         |
| 신재생                   | 930           | 1,163         | 1,604         | 1,652         | 1,702         | 1,549         | 1,595         |
| 기타                    | 2,228         | 1,800         | 1,200         | 1,200         | 1,100         | 1,000         | 1,000         |
| <b>수주 잔고</b>          | <b>23,047</b> | <b>31,364</b> | <b>40,853</b> | <b>48,947</b> | <b>55,345</b> | <b>59,998</b> | <b>64,166</b> |
| <b>매출액</b>            | <b>7,881</b>  | <b>8,196</b>  | <b>10,174</b> | <b>12,099</b> | <b>14,111</b> | <b>15,937</b> | <b>17,195</b> |
| %YoY                  | 7%            | 4%            | 24%           | 19%           | 17%           | 13%           | 8%            |
| <b>원자력</b>            | <b>1,505</b>  | <b>2,123</b>  | <b>2,987</b>  | <b>4,212</b>  | <b>5,704</b>  | <b>7,209</b>  | <b>8,078</b>  |
| 대형원전 기자재 등            | 1,355         | 1,884         | 2,387         | 3,373         | 4,345         | 5,502         | 6,187         |
| SMR                   | 150           | 240           | 600           | 840           | 1,360         | 1,707         | 1,891         |
| <b>가스 기자재/EPC</b>     | <b>4,231</b>  | <b>3,842</b>  | <b>4,770</b>  | <b>5,410</b>  | <b>5,917</b>  | <b>6,271</b>  | <b>6,674</b>  |
| 가스 기자재/서비스            | 637           | 1,488         | 2,068         | 2,692         | 3,146         | 3,530         | 3,842         |
| 복합화력 EPC              | 3,594         | 2,354         | 2,703         | 2,718         | 2,771         | 2,742         | 2,832         |
| 신재생                   | 340           | 451           | 751           | 931           | 1,086         | 1,178         | 1,262         |
| 기타                    | 1,805         | 1,779         | 1,666         | 1,545         | 1,404         | 1,278         | 1,181         |
| <b>영업이익</b>           | <b>302</b>    | <b>466</b>    | <b>862</b>    | <b>1,322</b>  | <b>1,876</b>  | <b>2,464</b>  | <b>2,879</b>  |
| %YoY                  | 24%           | 54%           | 85%           | 53%           | 42%           | 31%           | 17%           |
| <b>영업이익률 (%)</b>      | <b>3.8%</b>   | <b>5.7%</b>   | <b>8.5%</b>   | <b>10.9%</b>  | <b>13.3%</b>  | <b>15.5%</b>  | <b>16.7%</b>  |
| 감가상각비                 | 134           | 145           | 236           | 292           | 303           | 368           | 405           |
| <b>EBITDA</b>         | <b>436</b>    | <b>610</b>    | <b>1,098</b>  | <b>1,615</b>  | <b>2,179</b>  | <b>2,833</b>  | <b>3,284</b>  |
| %YoY                  | 15%           | 40%           | 80%           | 47%           | 35%           | 30%           | 16%           |
| <b>EBITDA 마진율 (%)</b> | <b>5.5%</b>   | <b>7.4%</b>   | <b>10.8%</b>  | <b>13.3%</b>  | <b>15.4%</b>  | <b>17.8%</b>  | <b>19.1%</b>  |

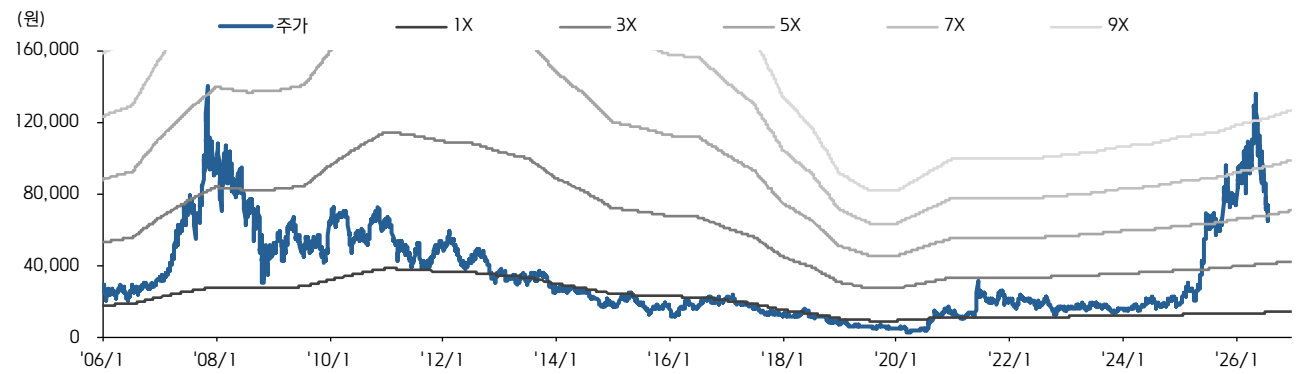
자료: 키움증권 리서치센터

### 두산에너지빌리티 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 두산에너지빌리티 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 원전 기업 주가 및 밸류에이션

| 분류     | 기업                   | 시가총액<br>(백만 달러) | 주가 추이 (%) |       |       |       |       | P/E   |      | P/B  |      | EV/EBITDA |      | 영업이익률   |        | EBITDA<br>마진율 |        | ROE (%) |       |
|--------|----------------------|-----------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-----------|------|---------|--------|---------------|--------|---------|-------|
|        |                      |                 | 5D        | 1M    | 3M    | 6M    | 1Y    | 26E   | 27E  | 26E  | 27E  | 26E       | 27E  | 26E     | 27E    | 26E           | 27E    | 26E     | 27E   |
| 기자재    | 두산에너지빌리티             | 31,090          | 8.5       | -12.4 | -44.8 | -24.1 | 8.2   | 138.2 | 77.1 | 5.6  | 5.2  | 31.0      | 24.1 | 6%      | 8%     | 9%            | 11%    | 4.3     | 7.2   |
|        | GE Vernova           | 270,262         | -4.1      | -2.9  | -9.4  | 46.5  | 57.4  | 45.3  | 41.4 | 18.7 | 14.5 | 41.2      | 26.9 | 10%     | 15%    | 14%           | 18%    | 45.8    | 38.0  |
|        | 미쓰비시중공업              | 80,252          | 5.7       | 9.1   | -17.0 | -14.5 | 8.8   | 45.7  | 31.8 | 5.0  | 3.8  | 22.4      | 17.7 | 9%      | 10%    | 12%           | 13%    | 11.6    | 12.6  |
|        | Siemens Energy       | 151,155         | 0.9       | 0.1   | -13.2 | 8.3   | 59.0  | 35.2  | 25.2 | 11.1 | 9.2  | 18.5      | 14.0 | 11%     | 14%    | 15%           | 17%    | 32.9    | 40.0  |
|        | BWXT                 | 15,989          | 2.0       | -11.8 | -21.4 | -17.8 | 18.0  | 37.5  | 33.3 | 10.3 | 8.9  | 26.3      | 23.0 | 14%     | 15%    | 17%           | 18%    | 30.3    | 28.2  |
|        | Curtiss-Wright       | 27,713          | 6.0       | 0.4   | 4.6   | 13.6  | 54.7  | 49.3  | 43.9 | 9.4  | 8.3  | 32.8      | 29.8 | 19%     | 20%    | 22%           | 23%    | 20.2    | 20.5  |
|        | JSW                  | 3,494           | 4.7       | -0.6  | -21.2 | -10.7 | -16.3 | 29.0  | 26.3 | 2.7  | 2.5  | 14.9      | 14.7 | 9%      | 9%     | 12%           | 13%    | 9.9     | 9.9   |
|        | 비에이치아이               | 948             | 9.9       | -7.9  | -54.4 | -37.2 | 11.1  | 18.7  | 11.4 | 5.5  | 3.7  | 10.8      | 8.1  | 11%     | 11%    | 12%           | 12%    | 34.2    | 39.1  |
| 연료     | Cameco               | 38,266          | 2.6       | -15.9 | -28.6 | -30.3 | 10.4  | 76.9  | 45.9 | 7.1  | 6.3  | 29.7      | 23.2 | 19%     | 30%    | 52%           | 57%    | 9.5     | 15.1  |
|        | Centrus Energy       | 3,224           | 5.0       | -1.0  | -26.2 | -47.0 | -32.0 | 54.9  | 56.3 | 4.5  | 3.7  | 65.0      | 30.5 | 5%      | 7%     | 11%           | 19%    | 8.2     | 7.8   |
| 설계     | 한전기술                 | 2,547           | 10.9      | -1.0  | -49.2 | -27.7 | 12.9  | 57.1  | 46.0 | 5.8  | 5.5  | 45.4      | 37.0 | 13%     | 14%    | 16%           | 16%    | 10.4    | 12.4  |
| SMR 설계 | Rolls-Royce          | 159,802         | 5.9       | 2.3   | 27.2  | 16.0  | 47.2  | 38.7  | 32.0 | 41.1 | 30.3 | 23.7      | 20.6 | 18%     | 19%    | 22%           | 23%    | 122.7   | 129.0 |
|        | NuScale              | 2,957           | 4.8       | -19.9 | -36.0 | -57.9 | -84.3 | N/A   | N/A  | 2.6  | 1.6  | N/A       | N/A  | -690%   | -193%  | -670%         | -219%  | -14.8   | -16.6 |
|        | Oklo                 | 7,003           | -2.1      | -19.5 | -47.0 | -52.8 | -46.7 | N/A   | N/A  | 2.5  | 2.6  | N/A       | N/A  | -10679% | -4252% | -9936%        | -3767% | -5.3    | -5.4  |
| 유틸리티   | 한국전력                 | 15,841          | 9.2       | -2.0  | -21.1 | -40.4 | -5.7  | 3.6   | 2.9  | 0.4  | 0.4  | 5.8       | 5.1  | 11%     | 13%    | 26%           | 28%    | 12.4    | 13.6  |
|        | Constellation Energy | 99,396          | 8.7       | 3.9   | -13.0 | -5.0  | -16.2 | 23.4  | 20.1 | 3.2  | 3.3  | 13.8      | 12.6 | 20%     | 21%    | 25%           | 26%    | 19.6    | 16.6  |
|        | Vistra Energy        | 55,089          | 5.1       | -0.1  | -1.9  | -0.5  | -15.0 | 17.8  | 14.7 | 10.4 | 7.8  | 10.6      | 9.0  | 22%     | 23%    | 31%           | 33%    | 67.6    | 56.4  |
|        | Dominion Energy      | 62,529          | 0.1       | 2.5   | 13.8  | 16.3  | 21.0  | 19.8  | 18.6 | 1.9  | 1.8  | 14.9      | 14.0 | 30%     | 31%    | 45%           | 48%    | 9.5     | 9.6   |
| 정비     | 한전 KPS               | 1,438           | 9.6       | 8.7   | -27.9 | -19.9 | -8.5  | 13.3  | 12.3 | 1.5  | 1.4  | 6.9       | 6.2  | 12%     | 12%    | 15%           | 16%    | 11.5    | 11.9  |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 7 월 27 일(한국시간) 기준. 추정치는 Bloomberg Consensus

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>매출액</b>           | 16,233.1 | 17,057.9 | 18,206.2 | 20,916.3 | 22,838.2 |
| 매출원가                 | 13,503.3 | 14,314.6 | 15,096.1 | 17,175.9 | 18,571.5 |
| 매출총이익                | 2,729.7  | 2,743.3  | 3,110.0  | 3,740.3  | 4,266.7  |
| 판매비                  | 1,712.1  | 1,980.6  | 1,965.2  | 2,007.5  | 2,084.9  |
| 영업이익                 | 1,017.6  | 762.7    | 1,144.9  | 1,732.8  | 2,181.8  |
| <b>EBITDA</b>        | 1,508.6  | 1,320.0  | 1,721.7  | 2,366.1  | 2,887.3  |
| 영업외손익                | -359.8   | -435.9   | -435.2   | -424.2   | -472.4   |
| 이자수익                 | 109.2    | 86.7     | 101.9    | 111.6    | 129.1    |
| 이자비용                 | 329.1    | 325.9    | 332.0    | 329.3    | 313.8    |
| 외환관련이익               | 588.5    | 413.1    | 281.4    | 281.4    | 281.4    |
| 외환관련손실               | 531.2    | 501.7    | 300.4    | 300.4    | 300.4    |
| 종속 및 관계기업손익          | 20.5     | 22.8     | 26.0     | 28.6     | 22.8     |
| 기타                   | -217.7   | -130.9   | -212.1   | -216.1   | -291.5   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 657.8    | 326.8    | 709.7    | 1,308.6  | 1,709.4  |
| 법인세비용                | 263.1    | 121.6    | 264.7    | 357.3    | 466.8    |
| 계속사업손익               | 394.7    | 205.2    | 444.9    | 951.3    | 1,242.6  |
| <b>당기순이익</b>         | 394.7    | 205.2    | 444.9    | 951.3    | 1,242.6  |
| <b>지배주주순이익</b>       | 111.4    | 84.8     | 268.6    | 621.9    | 812.4    |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |          |          |          |          |          |
| 매출액 증감율              | -7.7     | 5.1      | 6.7      | 14.9     | 9.2      |
| 영업이익 증감율             | -30.6    | -25.0    | 50.1     | 51.3     | 25.9     |
| EBITDA 증감율           | -22.0    | -12.5    | 30.4     | 37.4     | 22.0     |
| 지배주주순이익 증감율          | 100.4    | -23.9    | 216.7    | 131.5    | 30.6     |
| EPS 증감율              | 100.1    | -23.9    | 216.9    | 131.5    | 30.6     |
| 매출총이익율(%)            | 16.8     | 16.1     | 17.1     | 17.9     | 18.7     |
| 영업이익율(%)             | 6.3      | 4.5      | 6.3      | 8.3      | 9.6      |
| EBITDA Margin(%)     | 9.3      | 7.7      | 9.5      | 11.3     | 12.6     |
| 지배주주순이익율(%)          | 0.7      | 0.5      | 1.5      | 3.0      | 3.6      |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 242.2   | 751.8   | 1,163.3 | 1,529.0 | 1,966.0 |
| 당기순이익                  | 394.7   | 205.2   | 444.9   | 951.3   | 1,242.6 |
| 비현금항목의 가감              | 1,344.2 | 1,458.6 | 1,369.0 | 1,505.6 | 1,654.2 |
| 유형자산감가상각비              | 350.3   | 394.1   | 406.4   | 461.4   | 534.7   |
| 무형자산감가상각비              | 140.7   | 163.2   | 170.4   | 171.9   | 170.8   |
| 지분법평가손익                | -26.7   | -22.8   | -22.8   | -22.8   | -22.8   |
| 기타                     | 879.9   | 924.1   | 815.0   | 895.1   | 971.5   |
| 영업활동자산부채증감             | -891.3  | -415.9  | -158.2  | -355.3  | -281.9  |
| 매출채권및기타채권의감소           | 85.8    | -397.9  | -144.9  | -205.5  | -61.4   |
| 재고자산의감소                | 58.9    | 152.0   | -80.2   | -181.5  | -143.6  |
| 매입채무및기타채무의증가           | -854.5  | 557.8   | 119.3   | 101.3   | -2.7    |
| 기타                     | -181.5  | -727.8  | -52.4   | -69.6   | -74.2   |
| 기타현금흐름                 | -605.4  | -496.1  | -492.4  | -572.6  | -648.9  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -821.4  | -310.6  | -586.2  | -729.2  | -640.0  |
| 유형자산의 취득               | -461.5  | -403.1  | -700.0  | -850.0  | -750.0  |
| 유형자산의 처분               | 9.4     | 6.3     | 6.0     | 5.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -190.8  | -293.7  | -200.0  | -150.0  | -150.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | -158.6  | 77.6    | 80.2    | 43.0    | 43.0    |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 79.4    | 50.6    | -24.1   | -28.9   | -34.7   |
| 기타                     | -99.3   | 251.7   | 251.7   | 251.7   | 251.7   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 608.4   | -287.9  | 109.3   | -58.3   | -196.4  |
| 차입금의 증가(감소)            | 861.1   | -142.3  | 116.3   | -51.4   | -297.6  |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | -64.8   | -138.7  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | -86.3   | -108.1  | -108.1  | -108.1  | 0.0     |
| 기타                     | -101.6  | 101.2   | 101.1   | 101.2   | 101.2   |
| 기타현금흐름                 | 248.9   | 29.4    | -153.0  | -409.8  | -517.9  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 278.1   | 182.7   | 533.5   | 331.7   | 611.7   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 2,620.2 | 2,898.3 | 3,081.0 | 3,614.5 | 3,946.2 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 2,898.3 | 3,081.0 | 3,614.5 | 3,946.2 | 4,557.8 |

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 10,049.0 | 10,771.7 | 11,619.7 | 12,436.9 | 13,362.6 |
| 현금 및 현금성자산      | 2,898.3  | 3,081.0  | 3,614.5  | 3,946.2  | 4,557.8  |
| 단기금융자산          | 171.2    | 120.6    | 144.7    | 173.6    | 208.3    |
| 매출채권 및 기타채권     | 3,405.2  | 4,045.7  | 4,190.7  | 4,396.1  | 4,457.5  |
| 재고자산            | 2,733.9  | 2,544.0  | 2,624.3  | 2,805.7  | 2,949.3  |
| 기타유동자산          | 840.4    | 980.4    | 1,045.5  | 1,115.3  | 1,189.7  |
| <b>비유동자산</b>    | 16,265.8 | 16,741.5 | 16,812.8 | 17,154.3 | 17,328.5 |
| 투자자산            | 1,150.7  | 1,095.9  | 1,038.5  | 1,018.3  | 998.1    |
| 유형자산            | 5,703.0  | 5,776.6  | 6,064.2  | 6,447.8  | 6,663.0  |
| 무형자산            | 8,397.3  | 8,723.6  | 8,753.2  | 8,731.3  | 8,710.6  |
| 기타비유동자산         | 1,014.8  | 1,145.4  | 956.9    | 956.9    | 956.8    |
| <b>자산총계</b>     | 26,314.8 | 27,513.2 | 28,432.5 | 29,591.2 | 30,691.1 |
| <b>유동부채</b>     | 8,945.8  | 10,107.1 | 10,305.6 | 10,355.5 | 10,155.2 |
| 매입채무 및 기타채무     | 5,462.6  | 6,433.7  | 6,553.0  | 6,654.3  | 6,651.6  |
| 단기금융부채          | 2,660.7  | 3,030.4  | 3,096.8  | 3,045.4  | 2,847.8  |
| 기타유동부채          | 822.5    | 643.0    | 655.8    | 655.8    | 655.8    |
| <b>비유동부채</b>    | 5,707.9  | 5,396.8  | 5,446.8  | 5,446.8  | 5,346.8  |
| 장기금융부채          | 3,711.0  | 3,204.1  | 3,254.1  | 3,254.1  | 3,154.1  |
| 기타비유동부채         | 1,996.9  | 2,192.7  | 2,192.7  | 2,192.7  | 2,192.7  |
| <b>부채총계</b>     | 14,653.7 | 15,503.9 | 15,752.4 | 15,802.3 | 15,502.0 |
| <b>지배지분</b>     | 7,496.6  | 7,785.7  | 8,280.2  | 9,059.6  | 10,029.5 |
| 자본금             | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  |
| 자본잉여금           | 1,572.1  | 1,441.6  | 1,441.6  | 1,441.6  | 1,441.6  |
| 기타자본            | 46.8     | 45.5     | 45.5     | 45.5     | 45.5     |
| 기타포괄손익누계액       | 1,215.9  | 1,335.0  | 1,560.8  | 1,718.3  | 1,875.8  |
| 이익잉여금           | 1,394.4  | 1,696.3  | 1,964.9  | 2,586.9  | 3,399.2  |
| 비지배지분           | 4,164.5  | 4,223.6  | 4,399.9  | 4,729.3  | 5,159.5  |
| <b>자본총계</b>     | 11,661.1 | 12,009.4 | 12,680.1 | 13,788.9 | 15,189.0 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 174     | 132     | 419     | 971     | 1,268   |
| BPS                | 11,703  | 12,155  | 12,926  | 14,143  | 15,657  |
| CFPS               | 2,715   | 2,597   | 2,832   | 3,836   | 4,522   |
| DPS                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>주가배수(배)</b>     |         |         |         |         |         |
| PER                | 100.9   | 569.1   | 169.1   | 73.0    | 55.9    |
| PER(최고)            | 143.8   | 736.1   | 331.9   |         |         |
| PER(최저)            | 82.3    | 133.0   | 150.2   |         |         |
| PBR                | 1.50    | 6.20    | 5.48    | 5.01    | 4.53    |
| PBR(최고)            | 2.14    | 8.01    | 10.77   |         |         |
| PBR(최저)            | 1.22    | 1.45    | 4.87    |         |         |
| PSR                | 0.69    | 2.83    | 2.49    | 2.17    | 1.99    |
| PCFR               | 6.5     | 29.0    | 25.0    | 18.5    | 15.7    |
| EV/EBITDA          | 12.4    | 42.0    | 30.4    | 22.1    | 17.9    |
| <b>주요비율(%)</b>     |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA                | 1.5     | 0.8     | 1.6     | 3.3     | 4.1     |
| ROE                | 1.5     | 1.1     | 3.3     | 7.2     | 8.5     |
| ROIC               | 4.2     | 3.3     | 5.8     | 7.8     | 9.5     |
| 매출채권회전율            | 4.8     | 4.6     | 4.4     | 4.9     | 5.2     |
| 재고자산회전율            | 6.2     | 6.5     | 7.0     | 7.7     | 7.9     |
| 부채비율               | 125.7   | 129.1   | 124.2   | 114.6   | 102.1   |
| 순차입금비용             | 28.3    | 25.3    | 20.4    | 15.8    | 8.1     |
| 이자보상배율             | 3.1     | 2.3     | 3.4     | 5.3     | 7.0     |
| <b>총차입금</b>        | 6,371.6 | 6,234.5 | 6,350.8 | 6,299.5 | 6,001.9 |
| 순차입금               | 3,302.1 | 3,033.0 | 2,591.7 | 2,179.7 | 1,235.7 |
| NOPLAT             | 1,508.6 | 1,320.0 | 1,721.7 | 2,366.1 | 2,887.3 |
| FCF                | -453.0  | -49.4   | 430.9   | 542.6   | 1,109.6 |

## Compliance Notice

- 당사는 7월 27일 현재 '두산에너지리티' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

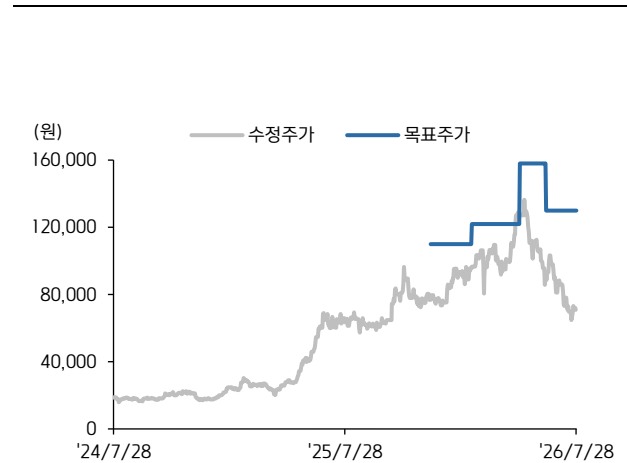
## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명                 | 일자         | 투자 의견         | 목표주가      | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|---------------------|------------|---------------|-----------|----------------------|------------|------------|
|                     |            |               |           |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 두산에너지리티<br>(034020) | 2025/12/10 | BUY(Initiate) | 110,000 원 | 6 개월                 | -22.76     | -12.27     |
|                     | 2026/02/13 | BUY(Maintain) | 122,000 원 | 6 개월                 | -14.87     | 5.90       |
|                     | 2026/04/30 | BUY(Maintain) | 158,000 원 | 6 개월                 | -28.57     | -13.67     |
|                     | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 130,000 원 | 6 개월                 | -31.93     | -20.54     |
|                     | 2026/07/13 | BUY(Maintain) | 130,000 원 | 6 개월                 | -36.26     | -20.54     |
|                     | 2026/07/28 | BUY(Maintain) | 130,000 원 | 6 개월                 |            |            |

## 목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자 의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 96.10% | 3.41% | 0.49% |