

# 두산에너지빌리티 (034020)

## 2Q26 Review: 무언가 시작되는 느낌

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA  
kyeongwon.moon@meritz.co.krRA 이동석  
dongseok.lee@meritz.co.kr

### 밥캣의 관세 환급 효과 덕분에 서프라이즈

2Q26 연결 영업이익은 3,143억원(+15.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,629억원)를 상회했다. 두산밥캣이 대미 상호관세 환급 효과로 영업이익이 개선(+40.5% YoY)된 것이 주요 원인이었다. 에너지빌리티 부문 영업이익 974억원(+5.4% YoY)은 예상 수준이었다. 수주는 4.3조원, 상반기 누적 7.1조원(+87.4% YoY)을 달성했다. 국내 외 가스터빈 수주와 중동 가스복합 EPC 수주가 주요 동력이었다.

### 2026년, AP1000 발주가 시작될 가능성에 주목

당사의 2026년 수주 전망치를 17.9조원으로 상향한다(vs 직전 보고서 15.7조원). 이는 상반기 가스터빈 수주 호조와 AP1000 기자재 수주 가능성을 반영한 것이다. 미국 DOE는 7월 'American Nuclear Supply Chain Loans'을 통해 Westinghouse에게 장납기 기자재 발주를 위한 자금을 마련해줬다. 총 10기 대형원전을 위한 이번 자금은 단계적으로 집행된다. 당사 수주 전망치에는 2026년 중 4기에 해당하는 장납기 기자재 발주 가능성을 반영했다. 장납기 기자재에는 원자로 및 증기발생기가 포함된다. 협상 결과에 따라 추가적인 공급 범위(Scope) 확장도 가능하다. 이에 더해 하반기 가스터빈 추가 수주 가능성이 높으며, SMR 역시 Nuscale 향 수주를 연내 기대하고 있다. 수주 가이드선은 13.3조원으로 당사의 전망치와 괴리가 있는데, 체코 두코바니 시공 수주 이후 가이드선 상향 조정 가능성이 열려있다.

### 대미 투자, 12차 전기본 – 주가 상승 트리거 풍부한 하반기

투자 의견 Buy, 적정주가는 145,000원에서 131,000원으로 -10% 하향한다. 장기 마진을 조정해 따른 FCF 하락을 반영했으나 상승 여력 풍부하다. 주가 상승 트리거로 1)수주, 2)대미 투자, 3)12차 전기본을 주목한다. 대미 투자는 빠르면 8월 말, 혹은 9월 중 발표될 예정이며, 에너지 분야에서 이뤄질 전망이다. LNG, 가스 발전, 대형원전, SMR로 대표되는 에너지 사업 중 LNG 터미널을 제외한다면 동사가 참여가 가능한 분야다. 당사는 대미 투자 유력 프로젝트로 SMR을 주목하는데, 만약 실현된다면 대미 투자는 SMR 산업이 GW 급 양산을 시작하는 큰 분기점이 될 수 있다. 이와 함께 Nuscale 향 기자재 발주도 연내 기대하고 있다. 또한 연말 전후 발표가 예상되는 12차 전기본에서는 신규 원전 건설 계획 포함 가능성이 높다(3대 메가 프로젝트 등 전력 수요 급증 때문). 이 역시 투자 심리를 개선시키는 요인이다.

Meritz Research 2026. 7. 28

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)

131,000원

현재주가 (7.27)

70,900원

상승여력

84.8%

표1 두산에너지빌리티 2Q26P Review 테이블

| (십억원)    | 2Q26P   | 2Q25    | (% YoY) | 1Q25    | (% QoQ) | 기존 추정치  | (% diff.) | 컨센서스    | (% diff.) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액      | 4,724.8 | 4,569.0 | 3.4     | 4,261.1 | 10.9    | 4,417.3 | 7.0       | 4,664.7 | 1.3       |
| 영업이익     | 314.3   | 271.1   | 15.9    | 233.5   | 34.6    | 241.8   | 30.0      | 262.9   | 19.5      |
| 세전이익     | 347.9   | 310.5   | 12.0    | 119.5   | 191.2   | 175.0   | 98.8      | 189.1   | 83.9      |
| 당기순이익    | 226.4   | 197.8   | 14.4    | 60.2    | 275.9   | 126.9   | 78.4      | 72.7    | 211.4     |
| 영업이익률(%) | 6.7     | 5.9     |         | 5.5     |         | 5.5     |           | 5.6     |           |
| 세전이익률(%) | 7.4     | 6.8     |         | 2.8     |         | 4.0     |           | 4.1     |           |
| 순이익률(%)  | 4.8     | 4.3     |         | 1.4     |         | 2.9     |           | 1.6     |           |

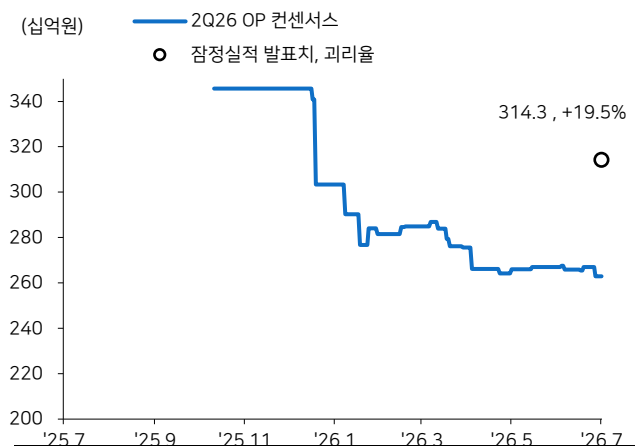
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산에너지빌리티 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

| (십억원)    | 2026E    |          |           | 2027E    |          |           |
|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
|          | 신규 추정치   | 기존 추정치   | (% diff.) | 신규 추정치   | 기존 추정치   | (% diff.) |
| 매출액      | 17,032.7 | 16,727.8 | 1.8       | 20,353.8 | 20,328.7 | 0.1       |
| 영업이익     | 1,008.6  | 953.6    | 5.8       | 1,629.1  | 1,624.8  | 0.3       |
| 세전이익     | 747.2    | 591.1    | 26.4      | 1,358.3  | 1,351.7  | 0.5       |
| 순이익      | 306.3    | 238.7    | 28.3      | 691.4    | 690.3    | 0.2       |
| 영업이익률(%) | 5.9      | 5.7      |           | 8.0      | 8.0      |           |
| 세전이익률(%) | 4.4      | 3.5      |           | 6.7      | 6.6      |           |
| 순이익률(%)  | 1.8      | 1.4      |           | 3.4      | 3.4      |           |

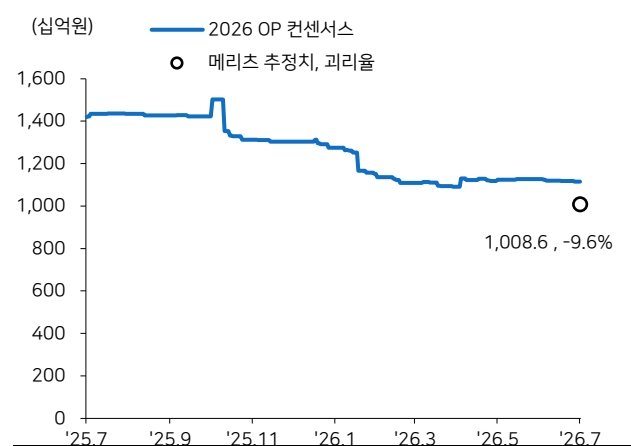
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 +19.5% 상회



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 -9.6% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산에너지 적정가치 계산

| 구분              | 내용 (십억원)       | 비고                                 |
|-----------------|----------------|------------------------------------|
| 영업가치 (A)        | 83,624.2       |                                    |
| NPV of FCFF     | 17,439.3       | WACC 7.1% 적용(COE7.6%, 세후 COD 3.6%) |
| NPV of TV       | 66,185.0       | 영구성장률 2.5% 적용                      |
| 자회사 지분가치 (B)    | 2,647.8        |                                    |
| 두산밥캣            | 1,702.2        | 시가총액 × 지분율 × 60% (상장 자회사 할인)       |
| 두산퓨얼셀           | 357.2          | 당사 추정 적정가치 × 지분율 × 60% (상장 자회사 할인) |
| 두산건설, 큐백스       | 588.4          | 투자법인 장부가 × 70%                     |
| 기업 가치           | 86,272.0       |                                    |
| 순차입금 (C)        | 2,611.2        | 에너지빌리티 부문 2025년 말 순차입금             |
| 적정 시가총액 (A+B-C) | 83,660.8       |                                    |
| 주식 수 (백만주)      | 640,561        |                                    |
| <b>적정주가 (원)</b> | <b>131,000</b> |                                    |
| 현재주가 (7/27, 원)  | 70,900         |                                    |
| 과리율 (%)         | 84.8           |                                    |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산에너지 장기 실적 전망 (에너지빌리티 부문)

| (십억원)       | 2025            | 2026E           | 2027E           | 2028E           | 2029E           | 2030E           | 2031E           | 2032E           | 2033E           | 2034E           | 2035E           |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>수주</b>   | <b>14,728.0</b> | <b>17,939.1</b> | <b>21,259.5</b> | <b>26,022.8</b> | <b>27,974.5</b> | <b>33,749.0</b> | <b>36,665.4</b> | <b>37,891.2</b> | <b>39,194.6</b> | <b>40,578.8</b> | <b>42,063.4</b> |
| 대형 원전       | 5,640.1         | 2,000.0         | 8,280.0         | 8,462.0         | 8,673.6         | 12,422.6        | 12,733.2        | 13,051.5        | 13,377.8        | 13,712.2        | 14,055.0        |
| SMR         | 0.0             | 2,430.0         | 3,600.6         | 5,878.3         | 6,791.7         | 8,334.7         | 9,384.7         | 9,572.4         | 9,763.8         | 9,959.1         | 10,158.3        |
| 가스터빈        | 1,000.0         | 3,558.0         | 3,438.6         | 4,099.9         | 4,645.6         | 4,738.5         | 4,833.2         | 4,929.9         | 5,028.5         | 5,129.1         | 5,231.7         |
| 풍력          | 187.2           | 882.0           | 1,799.3         | 1,835.3         | 1,872.0         | 1,909.4         | 2,921.4         | 2,979.8         | 3,039.4         | 3,100.2         | 3,162.2         |
| EPC         | 5,695.2         | 7,500.0         | 2,510.0         | 4,020.2         | 4,060.6         | 4,109.5         | 4,159.5         | 4,210.7         | 4,263.2         | 4,316.9         | 4,371.9         |
| 기타          | 2,205.5         | 1,569.1         | 1,631.0         | 1,727.2         | 1,931.1         | 2,234.3         | 2,633.5         | 3,146.8         | 3,721.9         | 4,361.3         | 5,084.3         |
| <b>매출</b>   | <b>7,881.3</b>  | <b>7,145.9</b>  | <b>9,449.8</b>  | <b>13,495.9</b> | <b>17,628.8</b> | <b>21,023.7</b> | <b>25,837.2</b> | <b>29,224.5</b> | <b>32,854.9</b> | <b>35,867.5</b> | <b>38,682.5</b> |
| 매출성장률(%)    | 7.0             | -9.3            | 32.2            | 42.8            | 30.6            | 19.3            | 22.9            | 13.1            | 12.4            | 9.2             | 7.8             |
| 대형 원전       | 414.0           | 940.0           | 1,339.5         | 1,862.6         | 3,499.5         | 4,338.1         | 5,138.3         | 6,164.2         | 7,927.2         | 9,305.9         | 10,643.8        |
| SMR         | 0.0             | 0.0             | 729.0           | 1,590.5         | 2,876.8         | 4,051.3         | 7,115.1         | 8,022.9         | 8,642.7         | 9,091.2         | 9,438.3         |
| 가스터빈        | 661.1           | 643.1           | 1,953.1         | 3,450.9         | 4,275.9         | 5,096.2         | 5,736.9         | 6,274.9         | 6,756.6         | 7,210.1         | 7,652.3         |
| 풍력          | 5.2             | 105.8           | 482.0           | 1,098.6         | 1,508.0         | 1,794.7         | 2,038.3         | 2,631.1         | 3,054.0         | 3,377.6         | 3,644.0         |
| EPC         | 2,690.8         | 2,998.2         | 2,843.3         | 3,579.2         | 3,629.2         | 3,867.4         | 3,789.3         | 3,866.5         | 3,856.7         | 3,823.3         | 3,723.9         |
| 기타          | 4,110.2         | 2,458.7         | 2,102.9         | 1,914.2         | 1,839.4         | 1,876.1         | 2,019.4         | 2,265.0         | 2,617.7         | 3,059.4         | 3,580.1         |
| <b>영업이익</b> | <b>302.3</b>    | <b>368.4</b>    | <b>716.9</b>    | <b>1,457.5</b>  | <b>2,542.5</b>  | <b>3,313.5</b>  | <b>4,614.3</b>  | <b>5,359.3</b>  | <b>6,286.1</b>  | <b>7,054.6</b>  | <b>7,778.0</b>  |
| 영업이익률(%)    | 3.8             | 5.2             | 7.6             | 10.8            | 14.4            | 15.8            | 17.9            | 18.3            | 19.1            | 19.7            | 20.1            |
| 영업이익성장률(%)  | 24.1            | 21.9            | 94.6            | 103.3           | 74.4            | 30.3            | 39.3            | 16.1            | 17.3            | 12.2            | 10.3            |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 두산에너지빌리티 연결 실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25           | 1Q26           | 2Q26P          | 3Q26E          | 4Q26E          | 2024            | 2025            | 2026E           | 2027E           | 2028E           |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>주요 가정</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| 에너지빌리티 수주       | 1,720.8        | 2,079.2        | 1,590.3        | 9,337.7        | 2,785.7        | 4,336.8        | 2,138.4        | 8,678.3        | 7,131.4         | 14,728.0        | 17,939.1        | 21,259.5        | 26,022.8        |
| 에너지빌리티 수주잔고     | 17,267.5       | 17,165.0       | 17,122.3       | 23,047.2       | 24,134.3       | 26,350.9       | 27,008.6       | 34,804.3       | 17,122.3        | 23,047.2        | 34,804.3        | 47,365.0        | 60,931.1        |
| <b>실적 전망</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>매출</b>       | <b>3,748.6</b> | <b>4,569.0</b> | <b>3,880.4</b> | <b>4,859.9</b> | <b>4,261.1</b> | <b>4,724.8</b> | <b>3,931.6</b> | <b>4,115.2</b> | <b>16,233.1</b> | <b>17,057.9</b> | <b>17,032.7</b> | <b>20,353.8</b> | <b>25,110.1</b> |
| 에너지빌리티          | 1,575.6        | 2,181.7        | 1,633.0        | 2,491.0        | 1,895.9        | 2,233.0        | 1,480.6        | 1,536.4        | 7,366.8         | 7,881.3         | 7,145.9         | 9,449.8         | 13,495.9        |
| 두산밥캣            | 2,098.2        | 2,237.1        | 2,160.8        | 2,377.2        | 2,247.4        | 2,447.9        | 2,364.8        | 2,439.9        | 8,501.8         | 8,791.9         | 9,499.9         | 9,993.9         | 10,545.7        |
| 두산퓨얼셀           | 99.8           | 128.5          | 90.8           | 135.8          | 144.9          | 44.3           | 130.1          | 192.7          | 411.8           | 454.8           | 511.9           | 1,053.4         | 1,217.1         |
| 기타 및 조정         | -24.9          | 21.8           | -4.3           | -144.0         | -27.0          | -0.4           | -43.9          | -53.8          | -47.3           | -107.5          | -125.0          | -143.3          | -148.5          |
| 매출 성장률(% YoY)   | -8.5           | 10.1           | 14.3           | 5.9            | 13.7           | 3.4            | 1.3            | -15.3          | -7.7            | 5.1             | -0.1            | 19.5            | 23.4            |
| <b>영업이익</b>     | <b>142.5</b>   | <b>271.1</b>   | <b>137.1</b>   | <b>212.1</b>   | <b>233.5</b>   | <b>314.3</b>   | <b>191.1</b>   | <b>269.7</b>   | <b>1,017.6</b>  | <b>762.7</b>    | <b>1,008.6</b>  | <b>1,629.1</b>  | <b>2,492.4</b>  |
| 에너지빌리티          | -1.4           | 92.4           | 43.4           | 167.9          | 57.0           | 97.4           | 69.0           | 145.1          | 243.6           | 302.3           | 368.4           | 716.9           | 1,457.5         |
| 두산밥캣            | 200.0          | 207.6          | 137.9          | 148.3          | 207.0          | 291.7          | 173.3          | 156.3          | 864.8           | 686.1           | 828.3           | 929.9           | 1,036.4         |
| 두산퓨얼셀           | -11.6          | -1.9           | -15.6          | -76.6          | -1.3           | -50.9          | -21.9          | -3.6           | -1.7            | -105.7          | -77.8           | 94.9            | 113.3           |
| 기타 및 조정         | -44.6          | -27.0          | -28.6          | -27.5          | -29.2          | -23.9          | -29.2          | -28.1          | -89.1           | -120.0          | -110.4          | -112.6          | -114.8          |
| 영업이익률(%)        | 3.8            | 5.9            | 3.5            | 4.4            | 5.5            | 6.7            | 4.9            | 6.6            | 6.3             | 4.5             | 5.9             | 8.0             | 9.9             |
| 영업이익 성장률(% YoY) | -60.2          | -12.5          | 19.4           | -9.7           | 63.9           | 15.9           | 39.4           | 27.2           | -30.6           | -25.0           | 32.2            | 61.5            | 53.0            |
| 금융손익            | -79.4          | -73.1          | -131.2         | -61.3          | -110.6         | -59.9          | -60.2          | -56.6          | -181.3          | -345.1          | -286.4          | -213.8          | -166.7          |
| 기타손익            | -34.7          | 107.2          | -40.2          | -146.0         | -17.2          | -20.8          | -42.6          | 0.0            | -199.1          | -113.6          | 19.6            | -73.2           | -67.9           |
| 종속, 지배, 관계기업 손익 | 1.9            | 5.4            | 16.4           | -0.8           | 13.8           | 13.9           | -1.3           | -20.9          | 20.5            | 22.8            | 5.4             | 16.2            | 14.8            |
| 중단손익            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>세전이익</b>     | <b>30.2</b>    | <b>310.5</b>   | <b>-17.9</b>   | <b>4.0</b>     | <b>119.5</b>   | <b>347.9</b>   | <b>87.0</b>    | <b>192.1</b>   | <b>657.8</b>    | <b>326.8</b>    | <b>747.2</b>    | <b>1,358.3</b>  | <b>2,272.6</b>  |
| 법인세비용           | 51.4           | 112.7          | 6.1            | -48.5          | 59.2           | 121.5          | 23.9           | 52.8           | 263.1           | 121.6           | 257.7           | 373.5           | 625.0           |
| 법인세율(%)         | 170.0          | 36.3           | -34.0          | -1,214.5       | 49.6           | 34.9           | 27.5           | 27.5           | 40.0            | 37.2            | 34.5            | 27.5            | 27.5            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>-21.2</b>   | <b>197.8</b>   | <b>-24.0</b>   | <b>52.5</b>    | <b>60.2</b>    | <b>226.4</b>   | <b>63.1</b>    | <b>139.3</b>   | <b>394.7</b>    | <b>205.2</b>    | <b>489.5</b>    | <b>984.7</b>    | <b>1,647.6</b>  |
| 순이익률(%)         | -0.6           | 4.3            | -0.6           | 1.1            | 1.4            | 4.8            | 1.6            | 3.4            | 2.4             | 1.2             | 2.9             | 4.8             | 6.6             |
| <b>지배주주순이익</b>  | <b>-68.9</b>   | <b>130.9</b>   | <b>-50.1</b>   | <b>72.8</b>    | <b>0.8</b>     | <b>157.6</b>   | <b>42.9</b>    | <b>104.6</b>   | <b>111.4</b>    | <b>84.8</b>     | <b>306.3</b>    | <b>691.4</b>    | <b>1,278.4</b>  |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Company Data

## 두산에너지 (034020)

|            |                  |
|------------|------------------|
| KOSPI      | 6,755.75pt       |
| 시가총액       | 454,158억원        |
| 발행주식수      | 64,056만주         |
| 유동주식비율     | 68.89%           |
| 외국인비중      | 24.14%           |
| 52주 최고/최저가 | 136,400원/57,400원 |
| 평균거래대금     | 3,460.8억원        |

## 주요주주(%)

|           |       |
|-----------|-------|
| 두산 외 28 인 | 30.68 |
| 국민연금공단    | 7.86  |

## 주가상승률(%)

|      | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -12.6 | -24.3 | 7.6   |
| 상대주가 | 8.8   | -43.0 | -49.1 |

## 주가그래프



## Financial Data

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2024  | 16,233.1 | 1,017.6 | 111.4         | 174               | 100.1      | 11,703     | 100.9      | 1.50       | 12.5             | 1.5        | 125.7       |
| 2025  | 17,057.9 | 762.7   | 84.8          | 132               | -23.9      | 12,155     | 569.2      | 6.20       | 42.1             | 1.1        | 129.1       |
| 2026E | 17,032.7 | 1,008.6 | 306.3         | 478               | 261.3      | 13,018     | 148.3      | 5.45       | 33.3             | 3.8        | 113.5       |
| 2027E | 20,353.8 | 1,629.1 | 691.4         | 1,079             | 125.7      | 14,097     | 65.7       | 5.03       | 23.3             | 8.0        | 119.2       |
| 2028E | 25,110.1 | 2,492.4 | 1,278.4       | 1,996             | 84.9       | 16,093     | 35.5       | 4.41       | 16.1             | 13.2       | 115.7       |

## 두산에너지빌리티 (034020)

## Income Statement

| (십억원)      | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액        | 16,233.1 | 17,057.9 | 17,032.7 | 20,353.8 | 25,110.1 |
| 매출액증가율(%)  | -7.7     | 5.1      | -0.1     | 19.5     | 23.4     |
| 매출원가       | 13,503.3 | 14,314.6 | 14,087.0 | 16,387.1 | 19,750.0 |
| 매출총이익      | 2,729.7  | 2,743.3  | 2,945.8  | 3,966.7  | 5,360.1  |
| 판매관리비      | 1,712.1  | 1,980.6  | 1,937.2  | 2,337.7  | 2,867.7  |
| 영업이익       | 1,017.6  | 762.7    | 1,008.6  | 1,629.1  | 2,492.4  |
| 영업이익률(%)   | 6.3      | 4.5      | 5.9      | 8.0      | 9.9      |
| 금융손익       | -181.3   | -345.1   | -286.4   | -213.8   | -166.8   |
| 종속/관계기업손익  | 20.5     | 22.8     | 5.4      | 16.2     | 14.8     |
| 기타영업외손익    | -199.1   | -113.6   | 19.6     | -73.2    | -67.9    |
| 세전계속사업이익   | 657.8    | 326.8    | 747.2    | 1,358.3  | 2,272.6  |
| 법인세비용      | 263.1    | 121.6    | 257.7    | 373.5    | 625.0    |
| 당기순이익      | 394.7    | 205.2    | 489.5    | 984.7    | 1,647.6  |
| 지배주주지분 순이익 | 111.4    | 84.8     | 306.3    | 691.4    | 1,278.4  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산      | 10,049.0 | 10,771.7 | 11,007.6 | 13,562.2 | 16,349.3 |
| 현금및현금성자산  | 2,898.3  | 3,081.0  | 4,495.5  | 5,174.7  | 5,612.3  |
| 매출채권      | 1,290.3  | 1,616.7  | 1,369.0  | 1,763.2  | 2,257.1  |
| 재고자산      | 2,733.9  | 2,544.0  | 2,154.2  | 2,774.5  | 3,551.7  |
| 비유동자산     | 16,265.8 | 16,741.5 | 16,471.4 | 16,813.3 | 17,092.8 |
| 유형자산      | 5,703.1  | 5,776.6  | 5,882.9  | 6,119.8  | 6,247.0  |
| 무형자산      | 8,397.3  | 8,723.6  | 8,927.9  | 8,851.9  | 8,777.6  |
| 투자자산      | 1,182.0  | 1,209.7  | 628.1    | 809.0    | 1,035.6  |
| 자산총계      | 26,314.8 | 27,513.2 | 27,479.0 | 30,375.5 | 33,442.0 |
| 유동부채      | 8,945.8  | 10,107.1 | 10,043.2 | 11,638.6 | 13,683.7 |
| 매입채무      | 2,220.9  | 3,183.1  | 2,695.3  | 3,471.5  | 4,443.9  |
| 단기차입금     | 2,141.3  | 1,883.6  | 2,510.0  | 2,409.2  | 2,312.3  |
| 유동성장기부채   | 398.2    | 1,029.9  | 1,441.9  | 1,384.0  | 1,328.4  |
| 비유동부채     | 5,707.9  | 5,396.8  | 4,562.9  | 4,879.2  | 4,253.1  |
| 사채        | 906.8    | 499.1    | 329.0    | 217.1    | 11.7     |
| 장기차입금     | 2,434.5  | 2,336.1  | 1,989.7  | 1,909.7  | 852.2    |
| 부채총계      | 14,653.7 | 15,503.9 | 14,606.1 | 16,517.8 | 17,936.8 |
| 자본금       | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  |
| 자본잉여금     | 1,572.1  | 1,441.6  | 1,441.0  | 1,441.0  | 1,441.0  |
| 기타포괄이익누계액 | 1,215.9  | 1,335.0  | 1,526.3  | 1,526.3  | 1,526.3  |
| 이익잉여금     | 1,394.5  | 1,696.3  | 2,019.1  | 2,710.5  | 3,988.9  |
| 비지배주주지분   | 4,164.5  | 4,223.6  | 4,534.4  | 4,827.8  | 5,197.0  |
| 자본총계      | 11,661.1 | 12,009.4 | 12,872.9 | 13,857.6 | 15,505.2 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 영업활동 현금흐름      | 242.2   | 751.8   | 1,009.6 | 1,952.5 | 2,745.8  |
| 당기순이익(손실)      | 394.7   | 205.2   | 489.5   | 984.7   | 1,647.6  |
| 유형자산상각비        | 350.3   | 394.1   | 453.0   | 502.8   | 536.6    |
| 무형자산상각비        | 140.7   | 163.2   | 106.6   | 76.0    | 74.3     |
| 운전자본의 증감       | -891.3  | -415.9  | -224.6  | 388.9   | 487.2    |
| 투자활동 현금흐름      | -821.4  | -310.6  | 37.0    | -973.5  | -956.6   |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -461.5  | -403.1  | -525.8  | -739.8  | -663.9   |
| 투자자산의감소(증가)    | -54.1   | -16.1   | 587.3   | -180.9  | -226.6   |
| 재무활동 현금흐름      | 608.4   | -288.0  | 288.1   | -299.8  | -1,351.6 |
| 차입금의 증감        | 1,281.7 | -189.5  | 492.1   | -299.8  | -1,351.6 |
| 자본의 증가         | -140.7  | -130.5  | -0.6    | 0.0     | 0.0      |
| 현금의 증가(감소)     | 278.1   | 182.7   | 1,414.5 | 679.2   | 437.6    |
| 기초현금           | 2,620.2 | 2,898.3 | 3,081.0 | 4,495.5 | 5,174.7  |
| 기말현금           | 2,898.3 | 3,081.0 | 4,495.5 | 5,174.7 | 5,612.3  |

## Key Financial Data

|                        | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 25,342  | 26,630  | 26,590  | 31,775  | 39,200  |
| EPS(지배주주)              | 174     | 132     | 478     | 1,079   | 1,996   |
| CFPS                   | 2,715   | 2,597   | 2,664   | 3,358   | 4,762   |
| EBITDAPS               | 2,355   | 2,061   | 2,448   | 3,447   | 4,845   |
| BPS                    | 11,703  | 12,155  | 13,018  | 14,097  | 16,093  |
| DPS                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 배당수익률(%)               | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 100.9   | 569.2   | 148.3   | 65.7    | 35.5    |
| PCR                    | 6.5     | 29.0    | 26.6    | 21.1    | 14.9    |
| PSR                    | 0.7     | 2.8     | 2.7     | 2.2     | 1.8     |
| PBR                    | 1.50    | 6.20    | 5.45    | 5.03    | 4.41    |
| EBITDA(십억원)            | 1,508.6 | 1,320.0 | 1,568.1 | 2,207.9 | 3,103.4 |
| EV/EBITDA              | 12.5    | 42.1    | 33.3    | 23.3    | 16.1    |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 1.5     | 1.1     | 3.8     | 8.0     | 13.2    |
| EBITDA 이익률             | 9.3     | 7.7     | 9.2     | 10.8    | 12.4    |
| 부채비율                   | 125.7   | 129.1   | 113.5   | 119.2   | 115.7   |
| 금융비용부담률                | 2.0     | 1.9     | 1.9     | 1.5     | 1.0     |
| 이자보상배율(x)              | 3.1     | 2.3     | 3.2     | 5.3     | 9.5     |
| 매출채권회전율(x)             | 12.4    | 11.7    | 11.4    | 13.0    | 12.5    |
| 재고자산회전율(x)             | 6.2     | 6.5     | 7.3     | 8.3     | 7.9     |

## 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 하시기 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.

## 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업                             | 향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미                                                                                              |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1 개월간<br>종가대비 3 등급 | Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상<br>Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br>Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업                             | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                                                                                                                 |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3 등급           | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소)                                                                                         |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 89.7% |
| 중립    | 10.3% |
| 매도    | 0.0%  |

2026년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 두산에너지빌리티 (034020) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |       |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2024.07.29 | 기업브리프 | Buy   | 26,000      | 문경원 | -29.2   | -16.0  |                |
| 2024.11.01 | 산업분석  | Buy   | 28,000      | 문경원 | -25.8   | 0.7    |                |
| 2025.02.18 | 기업브리프 | Buy   | 30,000      | 문경원 | -14.8   | 1.0    |                |
| 2025.04.15 | 산업분석  | Buy   | 33,000      | 문경원 | -20.1   | -12.3  |                |
| 2025.05.02 | 기업브리프 | Buy   | 37,000      | 문경원 | 31.6    | 86.2   |                |
| 2025.07.10 | 기업분석  | Buy   | 92,000      | 문경원 | -26.1   | 4.8    |                |
| 2025.11.06 | 기업브리프 | Buy   | 102,000     | 문경원 | -18.8   | -5.4   |                |
| 2026.02.13 | 기업브리프 | Buy   | 115,000     | 문경원 | -13.0   | -4.7   |                |
| 2026.04.06 | 기업브리프 | Buy   | 122,000     | 문경원 | -9.3    | 5.9    |                |
| 2026.04.30 | 기업브리프 | Buy   | 145,000     | 문경원 | -34.0   | -5.9   |                |
| 2026.07.28 | 기업브리프 | Buy   | 131,000     | 문경원 | -       | -      |                |