

(034020)

두산에너지빌리티

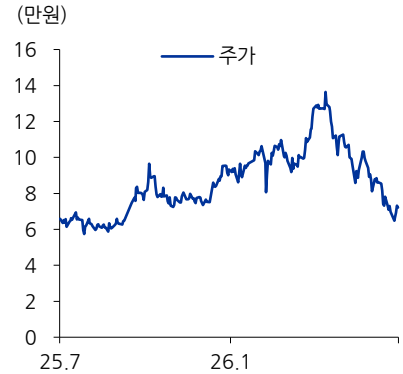
에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

하반기 수주 기대

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
110,000 원(하향)
70,900 원(7/27)

- “ **[투자의견]** 당사는 두산에너지빌리티에 대해 목표주가를 110,000원으로 27% 하향하며, 투자의견 BUY를 유지한다. 실적은 견조한 회복을 보이고 있으나, 최근 GE Vernova(GEV) 등 글로벌 Peer의 주가 조정을 반영했다. 실적·수주 모멘텀 훼손이 아니므로 대미투자, SMR 신규 계약 가시화 등 중 장기 주가 상승 스토리는 여전히 유효하다고 판단한다.
- “ **[2Q26 Review]** 매출액 4.7조원(+11%qoq, +3%yoy), 영업이익 3,143억 원(+35%qoq, +16%yoy)으로 컨센서스를 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 호실적의 이유는 밥캣의 관세 환급과 대형원전 공정 초과 반영 때문이다. 에너지빌리티 부문은 매출액 2.2조원(+18%qoq), 영업이익 974억원(영업이익률 4.4%, +1.4%p qoq)을 기록하며 국내외 대형 가스발전 PJT 및 원전 기자재 공정 초과 반영 영향으로 수익성이 개선되었다. 분기 수주는 4.3조원(+56%qoq)으로 상반기 누적 수주 7.1조원(연간 계획의 53%)을 달성했으며, 수주잔고는 26.4조원(+60%yoy)으로 최고치를 경신했다. 수주 잔고 가이드는 26년말 29조원, 2030년 최대 50조원으로 유지했으며, 대형원전 시공 수주 가이드는 향후 상향 조정될 가능성이 존재한다.
- “ **[3Q26 Preview]** 매출액 4.4조원(-8%qoq, +12%yoy), 영업이익 2,392억 원(-24%qoq, +75%yoy)로 전망한다. 대형원전 공정 진행률 반영을 보수적으로 가정했다. 연간 실적 회복 추세는 유지될 것이라 판단하며, 단기 실적 보다 대미투자, 신규 수주에 따라 주가가 변동성이 확대될 전망이다.
- “ **[가스터빈]** 상반기 국내 가스터빈 5기·장기서비스 5건, 북미 가스터빈 12기·스팀터빈 6기 수주를 달성했다. 미국 대형 H급 가스터빈 발주 18기 중 두산이 7기를 수주해 GE(6기)를 앞서는 등 글로벌 OEM 동등 경쟁 구도에 진입했다. 하반기 추가 해외 수주도 가능하며, 증설 계획은 상향 조정될 가능성이 존재한다. '30년 인도분에 대한 예약계약 협상이 진행 중으로 하반기 정식 계약 전환이 기대된다. 2034년 누적 수주 목표 110기도 유지했다.
- “ **[SMR]** NuScale(TVA-ENTRA1)은 PPA 체결이 임박했고, 오프테이커들이 기존 6GW를 상회하는 물량을 요구하고 있어 규모 확대 가능성이 있다. PPA 체결 후 하반기 내 주기기 제작 계약을 목표로 한다. X-Energy, TerraPower(건설허가 완료, 주기기 3종 중 2종 계약 완료)도 순조롭게 진행 중이다. Rolls-Royce SMR과는 원자로를 포함한 주기기 3종 공급 계약을 체결했으며, 英 Wylfa 프로젝트의 제작 발주는 인허가 완료 후 2027년에 나올 것으로 예상된다. i-SMR은 SDA 신청을 완료하고 상세설계가 진행 중이며, SMR 전용 공장은 2H28 연 20모듈 생산 체계를 구축할 계획이다.
- “ **[기타]** 8~9월 대미투자 1호 프로젝트 현실화, 웨스트하우스 AP1000 서플라이체인 변화로 2~3개 품목 추가, 베트남 원전 수주가 기대된다.



시가총액(십억원)	45,416
발행주식수(천주)	640,561
52 주 최고	139,200 원
최저	51,100 원
52 주 일간 Beta	0.86
60 일 평균 거래대금	3,461 억원
외국인 지분율	242%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
두산 (외 29인)	30.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-126	-243	7.6
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	110,000	150,000	▼
영업이익(26E)	1,051	1,138	▼
영업이익(27E)	1,495	1,495	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	17,058	18,119	19,314
영업이익	763	1,051	1,495
세전손익	327	667	1,130
당기순이익	205	419	709
EPS(원)	132	270	457
증감률(%)	-239	104.1	69.4
PER(배)	569.1	262.5	155.0
ROE(%)	1.1	22	36
PBR(배)	6.2	5.7	5.5
EV/EBITDA(배)	38.9	29.6	23.5

설명회 Q&A

Q1. 해외 가스터빈 수주 진행 상황 및 AI 데이터센터 수요 전망

- 2030~2031 년 슬롯 확보를 위한 RA 협상 진행 중
- 현재 추진 중인 RA 는 올해 말~내년 계약으로 이어질 가능성이 높은 상황
- AI 데이터센터 관련 장기(2032 년 이후) 수요 불확실성은 존재
- 다만 향후 5 년간은 가스터빈 공급 부족이 지속될 것으로 판단

Q2. 폴스로이스 SMR 전략적 파트너십 의미 및 수주 시점

- 원자로를 포함한 핵심 기자재 3 종 공급 계약 체결(추가 품목 협의 중)
- 핵심 원자로 공급 파트너로 참여하는 것이 계약의 의미
- 영국 윌파(Wylfa) 프로젝트 기자재 발주는 2027 년 전망

Q3. 하반기 가스터빈 추가 수주 가능성

- 하반기 추가 수주 가능하며 일부 프로젝트는 계약이 임박한 상황
- 추가 수주 규모는 고객사의 프로젝트 준비 일정에 따라 변동 가능
- 3 분기 실적 발표에서 보다 구체적인 진행 상황 공유 예정

Q4. 국내 메가 프로젝트와 미국 수출 물량 우선순위

- 캐파를 확대해 국내와 미국 시장 모두 대응할 계획
- 이익률 차이는 존재하지만 특정 시장보다 양측 모두 공급하는 전략
- 3 대 메가 프로젝트 수요도 생산계획에 반영 중

Q5. TVA SMR 프로젝트와 대미 투자 연계 여부

- TVA 프로젝트는 대미 투자와 별도로 추진 중
- 대미 투자 없이도 프로젝트 추진은 가능하나 투자 유치 시 사업성이 더욱 개선될 전망
- 대미 투자 자금은 TVA 외 다른 프로젝트에 투입될 가능성도 존재

Q6. AP1000 SPV 설립과 기자재 발주 시점

- SPV 설립 목적은 장주기 기자재 조기 발주를 위한 구조
- 웨스팅하우스는 SPV 설립 직후 기자재 발주를 추진할 계획
- 현재 핵심 기자재 가격 협상이 진행 중

Q7. 대형 가스 프로젝트 및 원자력 기자재 매출 증가 배경

- EPC 프로젝트에서 설계 및 조달 일정이 예상보다 빠르게 진행되며 매출 조기 인식
- 원자력 기자재도 공정 효율화 및 고객 요청에 따라 공정률이 상승
- 현재 추세는 연말까지 지속 가능하나 분기별 변동성은 존재

Q8. 핵심 성장사업 수익성 전망

- 수주의 70~80%를 원자력가스터빈 등 핵심 기자재 중심으로 확보
- 핵심 성장사업 매출 비중 확대에 따라 수익성 개선 추세 지속
- 중장기 영업이익 가이드선 달성 방향성은 변함없음

Q9. 유럽 웨스팅하우스 프로젝트 진행 현황

- 폴란드-불가리아 원전 사업 참여 협의 진행 중
- 웨스팅하우스는 올해 3~5개 프로젝트 발주를 추진 중
- 기자재 견적 및 소재 공급 협의가 진행되고 있음

Q10. 대형 원전 생산 캐파 확대 계획

- 현재 연간 원전 5기 수준 생산능력 확보
- 기존 설비를 원전 생산시설로 전환하며 일부 캐파 증설 진행
- SMR 공장과 같은 대규모 신규 투자 계획은 없음

Q11. AP1000 공급 범위 확대 및 경쟁 구도

- 기존 원자로증기발생기 외 추가 2~3개 품목 공급 확대 협의 중
- AP1000 공급 실적을 보유한 업체로 경쟁 우위 확보
- 다만 대미 투자 등 정책 변수는 일부 영향 가능

Q12. APR1400 및 해외 원전 수출 전망

- 사우디, 베트남 등 기존 원전 프로젝트는 지속 추진 중
- 한전·한수원의 해외 원전 확대 움직임도 계속 진행
- 사우디가 AP1000을 선정하더라도 팀코리아 참여 기회는 충분하다고 판단

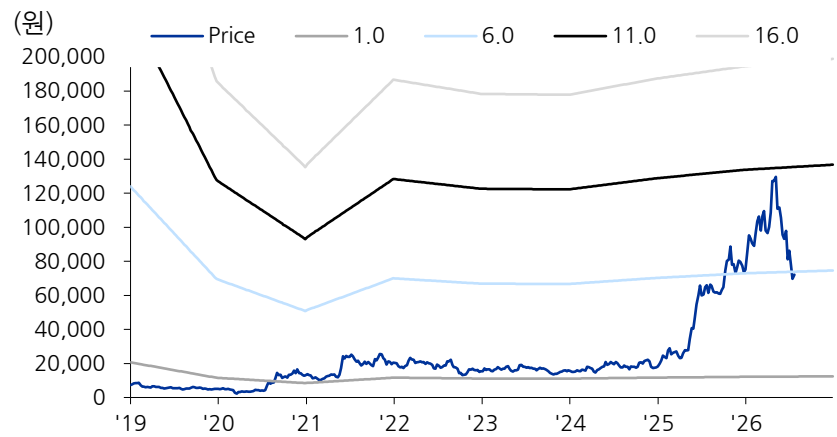
세부 실적 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,359	4,774	17,058	18,119	19,314
두산에너지빌리티	1,576	2,268	1,678	2,360	1,896	2,233	1,912	2,125	7,881	8,165	8,931
두산밥캣	2,098	2,201	2,161	2,377	2,247	2,448	2,375	2,480	8,838	9,550	9,751
두산퓨얼셀	100	128	91	136	145	44	122	182	455	493	712
영업이익	142	271	137	212	234	314	239	264	763	1,051	1,495
OPM(%)	3.8	5.9	3.5	4.4	5.5	6.7	5.5	5.5	4.5	5.8	7.7
세전이익	30	311	(18)	4	119	348	111	88	327	667	1,130
순이익	(21)	198	(24)	53	60	226	72	60	205	419	709

주: 연결 조정 생략

자료: 두산에너지빌리티, 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

두산에너지빌리티(034020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	26,315	27,513	28,125	29,413	30,393
유동자산	10,049	10,772	10,785	11,409	11,601
현금성자산	3,222	3,298	3,097	3,270	3,089
매출채권	3,405	4,046	4,120	4,445	4,783
재고자산	2,734	2,544	2,681	2,804	2,836
비유동자산	16,266	16,742	17,340	18,004	18,792
투자자산	2,165	2,241	2,381	2,538	2,667
유형자산	5,703	5,777	5,955	5,947	5,736
기타	8,397	8,724	9,005	9,519	10,388
부채총계	14,654	15,504	15,943	16,937	17,614
유동부채	8,946	10,107	10,016	10,461	10,835
매입채무	5,463	6,434	6,343	6,788	7,162
유동성이자부채	2,881	3,122	3,122	3,122	3,122
기타	603	551	551	551	551
비유동부채	5,708	5,397	5,926	6,476	6,779
비유동이자부채	3,744	3,312	3,823	4,354	4,638
기타	1,964	2,084	2,103	2,122	2,140
자본총계	11,661	12,009	12,182	12,475	12,779
자배지분	7,497	7,786	7,959	8,252	8,555
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	1,869	2,162	2,466
기타	1,263	1,381	1,381	1,381	1,381
비지배지분	4,165	4,224	4,224	4,224	4,224
자본총계	11,661	12,009	12,182	12,475	12,779
총차입금	6,624	6,435	6,946	7,477	7,761
순차입금	3,403	3,137	3,849	4,207	4,672

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	242	752	2,233	1,334	1,124
당기순이익	395	205	419	709	734
자산상각비	491	557	611	620	621
기타비현금성손익	853	901	1,462	(35)	(278)
운전자본증감	(891)	(416)	(304)	(6)	2
매출채권감소(증가)	86	(398)	(74)	(325)	(338)
재고자산감소(증가)	59	152	(137)	(124)	(32)
매입채무증가(감소)	(854)	558	(91)	445	374
기타	(182)	(728)	(3)	(3)	(3)
투자현금	(821)	(311)	(1,098)	(1,161)	(1,304)
단기투자자산감소	(23)	47	0	0	0
장기투자증권감소	(8)	386	(28)	(35)	(25)
설비투자	(461)	(403)	(617)	(431)	(212)
유형자산처분	9	6	0	0	0
무형자산처분	(191)	(294)	(453)	(695)	(1,068)
재무현금	608	(288)	(1,335)	0	0
차입금증가	760	(258)	0	0	0
자본증가	(151)	(247)	(1,335)	0	0
배당금지급	86	108	0	0	0
현금 증감	278	183	(201)	173	(181)
기초현금	2,620	2,898	3,081	2,880	3,053
기말현금	2,898	3,081	2,880	3,053	2,873
Gross Cash flow	1,739	1,664	2,537	1,340	1,122
Gross Investment	1,690	773	1,403	1,168	1,303
Free Cash Flow	49	890	1,134	173	(181)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233	17,058	18,119	19,314	20,299
증가율(%)	(7.7)	5.1	6.2	6.6	5.1
매출원가	13,503	14,315	14,963	15,672	16,503
매출총이익	2,730	2,743	3,156	3,642	3,796
판매 및 일반관리비	1,712	1,981	2,105	2,147	2,256
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,018	763	1,051	1,495	1,540
증가율(%)	(30.6)	(25.0)	37.8	42.3	3.0
EBITDA	1,509	1,320	1,662	2,115	2,161
증가율(%)	(22.0)	(12.5)	25.9	27.3	2.2
영업외손익	(360)	(436)	(384)	(365)	(371)
이자수익	112	90	96	103	108
이자비용	329	326	341	327	336
지분법손익	14	23	23	23	23
기타영업외손익	(156)	(223)	(162)	(164)	(166)
세전순이익	658	327	667	1,130	1,169
증가율(%)	(10.9)	(50.3)	104.1	69.4	3.5
법인세비용	263	122	248	421	435
당기순이익	395	205	419	709	734
증가율(%)	(23.7)	(48.0)	104.1	69.4	3.5
지배주주지분	111	85	173	293	303
증가율(%)	100.3	(23.9)	104.1	69.4	3.5
비지배지분	283	120	246	416	431
EPS(원)	174	132	270	457	473
증가율(%)	100.3	(23.9)	104.1	69.4	3.5
수정EPS(원)	174	132	270	457	473
증가율(%)	100.3	(23.9)	104.1	69.4	3.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	174	132	270	457	473
BPS	11,703	12,155	12,425	12,882	13,355
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	100.9	569.1	262.5	155.0	149.8
PBR	1.5	6.2	5.7	5.5	5.3
EV/ EBITDA	9.7	38.9	29.6	23.5	23.2
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	6.5	29.0	17.9	33.9	40.5
수익성(%)					
영업이익율	6.3	4.5	5.8	7.7	7.6
EBITDA이익율	9.3	7.7	9.2	11.0	10.6
순이익율	2.4	1.2	2.3	3.7	3.6
ROE	1.5	1.1	2.2	3.6	3.6
ROIC	4.5	3.3	4.5	6.1	6.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	29.2	26.1	31.6	33.7	36.6
유동비율	112.3	106.6	107.7	109.1	107.1
이자보상배율	3.1	2.3	3.1	4.6	4.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.8	4.6	4.4	4.5	4.4
재고자산회전율	6.2	6.5	6.9	7.0	7.2
매입채무회전율	2.8	2.9	2.8	2.9	2.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

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

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

