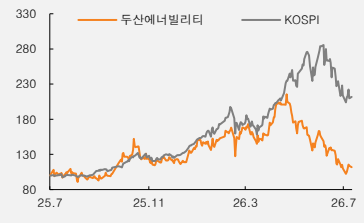


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 100,000원
현재주가(26/7/27)	70,900원
상승여력	41.0%

영업이익(26F,십억원)	1,239
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,116
EPS 성장률(26F,%)	400.5
MKT EPS 성장률(26F,%)	260.0
P/E(26F,x)	107.0
MKT P/E(26F,x)	6.9
KOSPI	6,755.75
시가총액(십억원)	45,416
발행주식수(백만주)	641
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	24.1
베타(12M) 일간수익률	0.85
52주 최저가(원)	57,400
52주 최고가(원)	136,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.6	-24.3	7.6
상대주가	8.8	-43.0	-49.1



[전력 솔루션]

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

두산에너지빌리티

2Q26 Review: 완벽한 청사진

2Q26 Review: 매출과 이익의 체질 개선 진행 중

동사의 2Q26 영업이익은 3,143억원(+15.9% YoY, OPM 6.7%)을 기록하며 컨센서스(2,629억원)를 상회했다. 에너지빌리티 부문은 매출액 2조 2,330억원 (-1.5% YoY, +17.8% QoQ), 영업이익 974억원(+5.4% YoY, +70.9% QoQ)을 달성하며 전분기 대비 유의미한 실적 개선을 나타냈다. 금번 분기 매출은 지난해와 올해 수주한 대형 가스발전 프로젝트의 매출 인식이 본격화된 가운데, 원전 기자재 사업에서의 초과 공정 인식으로 견조한 흐름을 보였다. 영업이익률은 수익성이 높은 기자재 사업의 매출 비중 확대에 따른 믹스 개선 효과로 전분기 대비 상승했다(3.0%→4.4%)

미국과 한국이 그린 완벽한 청사진

북미향 원전 기자재 발주가 가시화되고 있다. 6월 대미 투자 전담 조직이 출범했으며, 8~9월 중 첫 번째 투자 프로젝트가 구체화될 것으로 예상된다. 1호 투자 대상은 동사의 주력 사업인 원전 및 가스발전이 채택될 것으로 전망한다. 일본과 동일하게 약 400억달러가 원전 투자에 집행된다고 가정할 경우, 동사는 약 3.7조원 규모의 원전 기자재를 수주가 기대된다(표 7 참고). 더불어 웨스팅하우스는 최근 에너지부와 유틸리티사와 5개의 SPV 설립을 통해 장기기 품목에 대해 선발주를 계획하고 있다. 뉴스케일과 X-Energy와도 주기기 제작 계약이 임박한 것으로 파악된다.

국내에서는 메가프로젝트를 중심으로 원전 및 가스터빈 발주가 기대된다. 서남권 첨단 반도체 생산 거점 조성예 따라 추가 전력 수요가 12차 전기본에 반영될 예정이다. 반도체업의 특성상 대량의 기저 전력 공급이 필수인 만큼 최소 18.4GW의 신규 발전설비 증설이 필요한 것으로 추정된다. 계획된 재생에너지 29.2GW의 실효용량은 약 4GW 수준에 불과해 약 14GW의 추가 기저 전원이 필요할 것으로 분석한다. 정부는 기존 계획 외 2~4기의 신규 대형원전 건설을 검토하고 있으며, 가스발전 역시 부족한 기저전원을 보완하기 위한 추가 발주 논의가 이어질 것으로 예상된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 100,000원으로 33% 하향

동사의 목표주가를 기존 150,000원에서 100,000원으로 33% 하향하며, 투자의견은 '매수'를 유지한다. 대미 투자와 서남권 메가프로젝트를 반영해 2034년 EBITDA 추정치를 상향했다. 다만 최근 글로벌 원전 및 중공업 업종 전반의 밸류에이션 디레이팅을 고려해 적용 EV/EBITDA 멀티플은 기존 31.4배에서 20.9배로 하향했다. 데이터센터 전력원 관련 기대감이 되돌려지며 밸류에이션 부담은 완화됐지만, 중장기 실적 상향 여력은 오히려 확대되고 있다. 근시일 내 국내외 가스터빈 및 원전 기자재 발주를 고려하면 최근 주가 조정은 매수 기회로 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	16,233	17,058	19,047	23,169	26,930
영업이익 (십억원)	1,018	763	1,239	1,958	2,566
영업이익률 (%)	6.3	4.5	6.5	8.5	9.5
순이익 (십억원)	111	85	424	932	1,337
EPS (원)	174	132	662	1,456	2,088
ROE (%)	1.5	1.1	5.2	10.5	13.3
P/E (배)	100.9	569.1	107.0	48.7	34.0
P/B (배)	1.5	6.2	5.4	4.8	4.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 두산에너지빌리티 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,748.6	4,569.0	3,880.3	4,859.9	4,261.1	4,724.8	4,812.8	5,248.5	16,233.1	17,057.8	19,047.2	23,187.8
에너지빌리티	1,575.6	2,267.7	1,678.3	2,359.7	1,895.9	2,233.0	2,309.2	2,487.5	7,366.8	7,881.3	8,925.6	11,820.1
두산밥캣	2,098.2	2,237.1	2,115.2	2,377.2	2,247.3	2,447.9	2,393.6	2,585.4	8,551.2	8,827.7	9,674.2	10,637.8
두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	44.3	121.1	188.4	411.8	454.8	498.6	775.0
기타 및 연결조정	-24.9	-64.2	-4.0	-12.8	-26.9	-0.4	-11.0	-12.8	-47.3	-106.0	-51.1	-45.0
QoQ(%)	-18.3	21.9	-15.1	25.2	-12.3	10.9	1.9	9.1	-	-	-	-
YoY(%)	-8.5	10.1	14.3	5.9	13.7	3.4	24.0	8.0	-7.7	5.1	11.7	21.7
영업이익	142.5	271.1	137.1	212.1	233.5	314.3	324.3	366.9	1,017.6	762.7	1,239.0	1,962.4
에너지빌리티	-1.4	92.4	43.4	167.9	57.0	97.4	189.4	210.0	243.6	302.3	553.8	1,166.4
두산밥캣	200.0	203.5	133.7	148.3	207.0	291.7	173.8	193.8	868.2	685.5	866.3	885.1
두산퓨얼셀	-11.5	-1.9	-15.6	-76.2	-1.3	-50.9	-12.6	-10.1	2.7	-105.3	-74.8	16.3
기타 및 조정	-44.6	-22.8	-24.4	-27.9	-29.2	-23.9	-26.4	-26.8	-96.9	-119.8	-106.3	-105.4
QoQ(%)	-39.4	90.3	-49.4	54.7	10.1	34.6	3.2	13.1	-	-	-	-
YoY(%)	-60.2	-12.5	19.4	-9.7	63.9	15.9	136.6	73.0	-30.6	-25.0	62.5	58.4
영업이익률(%)	3.8	5.9	3.5	4.4	5.5	6.7	6.7	7.0	6.3	4.5	6.5	8.5
에너지빌리티(%)	-0.1	4.1	2.6	7.1	3.0	4.4	8.2	8.4	3.3	3.8	6.2	9.9
두산밥캣(%)	9.5	9.1	6.3	6.2	9.2	11.9	7.3	7.5	10.2	7.8	9.0	8.3
두산퓨얼셀(%)	-11.6	-1.5	-17.2	-56.1	-0.9	-115.0	-10.4	-5.3	0.6	-23.1	-15.0	2.1
EBITDA	274.5	405.3	276.9	327.6	358.2	447.6	488.7	536.4	1,508.6	1,284.3	1,830.9	2,680.5
EBITDA 마진(%)	7.3	8.9	7.1	6.7	8.4	9.5	10.2	10.2	9.3	7.5	9.6	11.6
당기순이익	-21.2	197.8	-24.0	52.6	60.2	226.4	142.2	165.7	394.7	205.2	594.5	1,042.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 두산에너지빌리티 에너지빌리티 부문 분기 및 연간 실적 추정

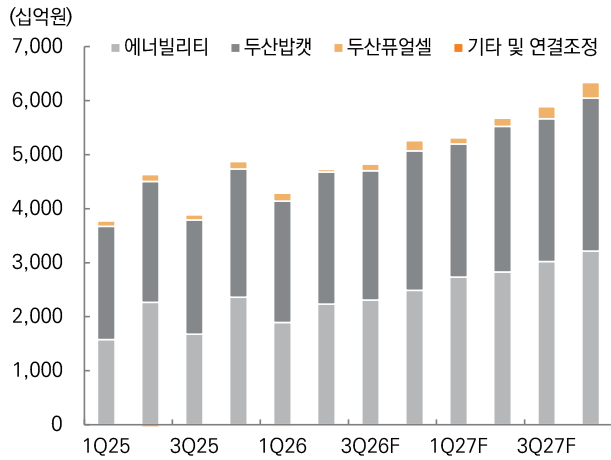
(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
수주	1,720.8	2,036.5	1,633.0	9,337.7	2,785.7	4,336.8	5,479.9	3,115.4	7,134.9	14,680.0	15,717.8	17,067.1
수주잔고	16,149.2	16,011.5	16,417.4	23,700.0	24,134.3	26,350.9	30,352.3	31,300.7	15,900.0	22,100.0	31,300.7	38,002.1
원자력	5,429.7	5,111.4	5,398.0	11,200.0	10,456.9	11,346.8	14,523.8	14,595.3	5,900.0	11,200.0	14,595.3	22,247.8
가스/수소	1,297.7	1,190.1	1,094.7	2,000.0	5,537.9	5,151.4	5,362.8	5,616.7	5,200.0	2,000.0	5,616.7	4,530.5
복합 EPC	3,070.1	3,823.8	3,383.1	4,200.0	5,089.2	5,758.1	5,813.3	6,435.7	2,027.2	4,200.0	6,435.7	6,582.5
신재생	587.8	626.3	643.2	2,100.0	1,050.9	1,103.5	1,142.7	1,168.3	500.0	1,200.0	1,168.3	1,209.9
기타	3,713.3	3,615.2	3,619.7	4,200.0	3,534.9	3,529.6	3,509.6	3,484.6	4,500.0	3,500.0	3,484.6	3,431.4
QoQ(%)	1.6	-0.9	2.5	44.4	1.8	9.2	15.2	3.1	-	-	-	-
YoY(%)	7.8	10.2	18.1	49.2	49.4	64.6	84.9	32.1	-1.2	39.0	41.6	21.4
매출액	1,575.6	2,267.7	1,678.3	2,359.7	1,895.9	2,233.0	2,309.0	2,487.3	7,366.8	7,881.3	8,925.2	11,801.1
Book to Bill(x)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.0	1.9	1.8	1.4
QoQ(%)	-29.7	43.9	-26.0	40.6	-19.7	17.8	3.4	7.7	-	-	-	-
YoY(%)	-7.3	25.0	4.1	5.3	20.3	-1.5	37.6	5.4	-3.7	5.3	12.4	32.9
영업이익	-1.4	92.4	43.4	167.9	57.0	97.4	189.4	210.0	243.6	302.3	553.8	1,162.2
영업이익률(%)	-0.1	4.1	2.6	7.1	3.0	4.4	8.2	8.4	3.2	3.8	6.2	9.8
QoQ(%)	적자전환	흑자전환	-53.0	286.9	-66.1	70.9	94.4	10.9	-	-	-	-
YoY(%)	적자전환	28.2	26.2	166.5	흑자전환	5.4	336.3	25.1	8.2	24.1	83.2	109.9
EBITDA	33.8	127.8	83.5	200.9	100.1	142.4	248.2	273.0	379.4	446.0	763.7	1,433.8
QoQ(%)	-66.0	278.1	-34.7	140.6	-50.2	42.3	74.3	10.0	-	-	-	-
YoY(%)	-68.5	19.4	27.1	102.1	196.2	11.4	197.2	35.9	4.3	17.6	71.2	87.7
EBITDA 마진(%)	2.1	5.6	5.0	8.5	5.3	6.4	10.7	11.0	5.2	5.7	8.6	12.1

주: 수주잔고는 당사 추정

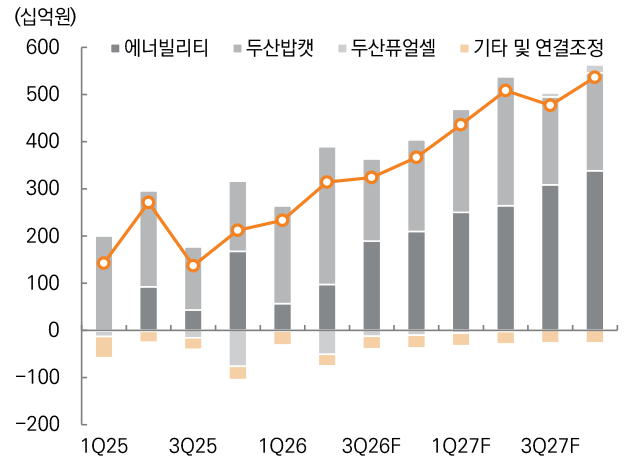
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 두산에너지리티 분기별 매출액 추이



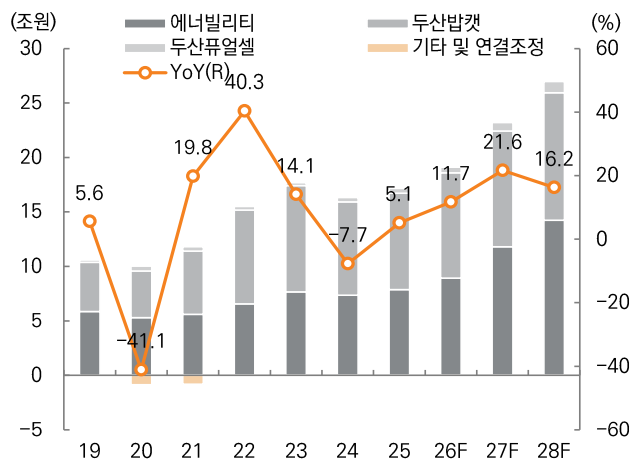
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산에너지리티 분기별 영업이익 추이



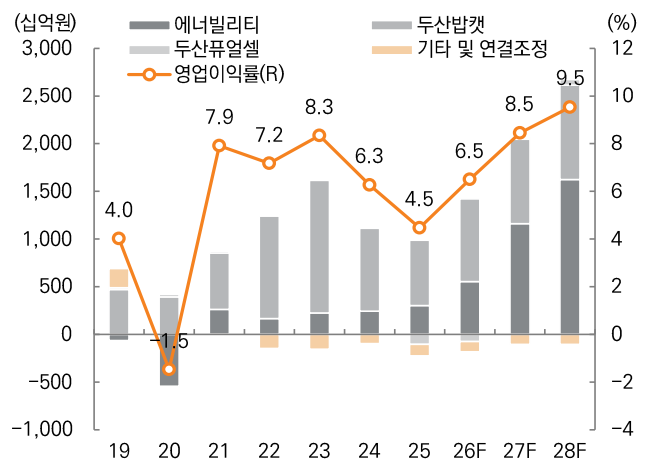
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 두산에너지리티 연도별 매출액 추이(연결)



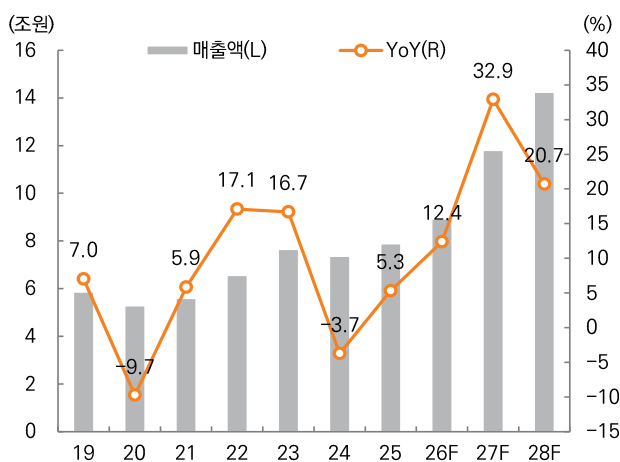
자료: 두산에너지리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 두산에너지리티 연도별 영업이익 추이(연결)



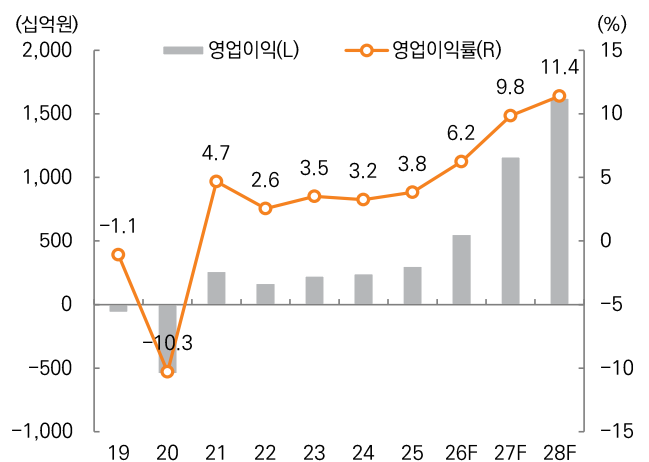
자료: 두산에너지리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 두산에너지리티 에너지리티 부문 연도별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 두산에너지리티 에너지리티 부문 연도별 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 두산에너지리티 에너지리티 부문 연간 실적 전망

(십억원)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
수주	14,680.0	15,717.8	17,067.1	22,480.8	18,015.5	21,634.1	26,245.8	28,765.4	27,178.7	31,389.2
YoY(%)	106.8	7.1	8.6	31.7	-19.9	20.1	21.3	9.6	-5.5	15.5
수주잔고	22,100.0	31,300.7	38,002.1	48,078.4	51,456.7	55,829.3	62,156.7	68,947.9	72,124.1	78,012.5
YoY(%)	10.0	41.6	21.4	26.5	7.0	8.5	11.3	10.9	4.6	8.2
매출액	7,881.3	8,925.2	11,801.1	14,243.1	17,016.7	19,916.7	23,056.0	25,568.3	28,001.0	29,840.0
원자력	1,550.0	1,491.4	2,160.0	3,412.5	5,034.7	6,680.6	7,933.1	8,812.6	9,588.7	9,901.8
가스/수소	650.0	1,714.9	2,675.2	3,304.9	4,004.6	4,951.2	6,351.5	7,558.3	8,707.5	9,755.0
복합 EPC	3,600.0	2,290.0	3,296.8	3,711.1	3,822.4	3,629.1	3,692.7	3,810.0	3,972.4	4,165.6
신재생	300.0	855.3	1,410.6	1,562.0	1,935.7	2,381.8	2,748.4	2,999.2	3,284.7	3,508.4
기타	1,800.0	2,250.1	2,258.6	2,252.7	2,219.4	2,274.1	2,330.3	2,388.2	2,447.8	2,509.2
YoY(%)	6.5	13.2	32.2	20.7	19.5	17.0	15.8	10.9	9.5	6.6
Book to Bill(x)	1.9	1.8	1.4	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1
영업이익	302.3	553.8	1,162.2	1,623.9	2,174.3	2,786.6	3,445.8	3,991.7	4,513.1	4,897.0
영업이익률(%)	3.8	6.2	9.8	11.4	12.8	14.0	14.9	15.6	16.1	16.4
YoY(%)	24.1	83.2	109.9	39.7	33.9	28.2	23.7	15.8	13.1	8.5
감가상각비	143.7	218.5	271.6	253.9	198.2	143.4	116.7	106.7	115.1	136.8
EBITDA	446.0	763.7	1,433.8	1,877.8	2,372.5	2,930.1	3,562.5	4,098.3	4,628.1	5,033.7
EBITDA 마진(%)	5.7	8.6	12.1	13.2	13.9	14.7	15.5	16.0	16.5	16.9
YoY(%)	6.0	71.2	87.7	31.0	26.3	23.5	21.6	15.0	12.9	8.8
CAPEX	87.1	525.5	446.1	190.1	12.1	-64.1	41.3	113.1	221.1	270.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 두산에너지리티 실적 추정 주요 가정

(기)

구분	사업부문	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
원자력 수주 기수	APR1400 국내	2	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	0
		0	0	0	0	2	2	0	0	2	2	0	2
	AP1000	0	0	0	0	5	6	4	2	2	2	2	2
	SMR	0	0	0	12	8	20	30	20	20	20	20	20
가스/수소 수주 기수	기자재	1	2	4	19	4	12	14	16	16	20	20	20
	서비스	1	1	1	1	1	9	23	34	46	62	82	102

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 두산에너지리티 밸류에이션

(십억원, 백만주)

구분	값	비고
2034F EBITDA	5,033.7	에너지리티 부문
시간가치 할인율	38.5	할인율 7.2%, 할인기간 7년
적용 EBITDA (a)	3,094.0	
Target EV/EBITDA (b)	21.4	원전 및 가스터빈 주기기 기업 2027F EV/EBITDA 평균 적용
Target EV (c) = (a) * (b)	66,212.6	
종속기업 (d)	4,845.9	
두산밥캣	2,877.0	시가총액 * 지분율(46.8%)
두산퓨얼셀	595.9	시가총액 * 지분율(30.3%)
기타	1,373.0	기타 법인 자산 장부가가치
기업가치 (e) = (c) + (d)	71,058.5	
순차입금	7,229.0	2Q26P 기준
지분가치	63,829.5	
발행 주식 수	640.5	
목표주가	100,000	천 단위 반올림
현재주가	70,900	26.07.27 기준
Upside(%)	41.0%	투자의견 매수

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 두산에너지빌리티 Peer Valuation 테이블

(십억달러, %, x)

기업명	산업구분				시가총액	영업지표(26F)				밸류에이션(26F)			밸류에이션(27F)		
	대형원전	SMR	가스터빈	전력기기		매출액	영업이익	OPM	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
두산에너지빌리티	O	O	O		31.0	12.2	0.8	6.3	4.3	137.8	5.6	31.7	76.8	5.2	24.9
GE 베르노바		O	O	O	270.3	46.0	4.5	9.7	44.9	45.3	18.7	41.5	41.4	14.5	28.2
지멘스 에너지	O	O	O	O	150.4	50.1	5.7	11.4	32.9	35.0	11.0	18.5	25.0	9.1	14.8
미쓰비시중공업	O	O	O		80.3	31.0	2.7	8.7	11.6	45.7	5.0	21.5	31.8	3.8	18.1
IHI	O	O	O		18.8	10.6	1.0	9.7	24.4	23.5	5.0	14.4	17.6	3.9	11.4
커티스 라이트	O	O			27.7	3.8	0.7	19.2	20.2	49.3	9.4	33.5	43.9	8.3	30.9
상하이 전기집단	O	O	O	O	13.5	19.5	0.8	4.0	2.7	64.7	1.9	14.2	57.4	1.8	12.8
BWX 테크놀로지스		O			16.0	3.8	0.5	14.1	30.3	37.5	10.3	26.5	33.3	8.9	24.2
바라트 중공업	O	O	O	O	15.1	3.5	0.2	5.2	5.3	121.2	5.6	71.9	43.9	5.0	30.8
평균										62.2	8.1	30.4	41.2	6.7	21.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 두산에너지빌리티 원전 Peer 상대주가 추이

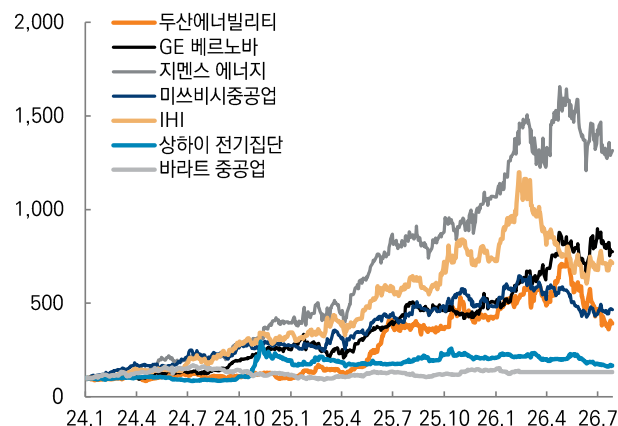
그림 8. 두산에너지빌리티 가스터빈 Peer 상대주가 추이

(2024.01.01=100)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(2024.01.01=100)

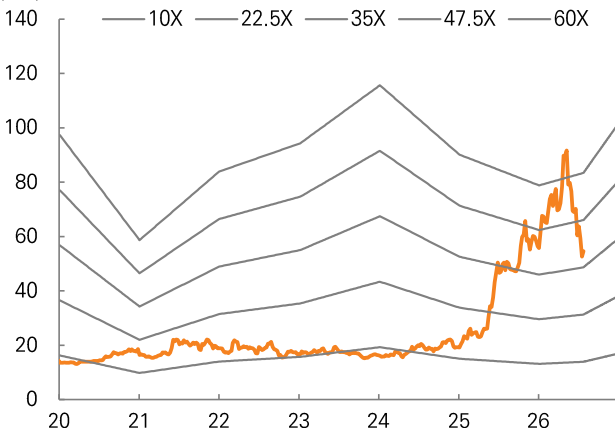


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 두산에너지빌리티 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

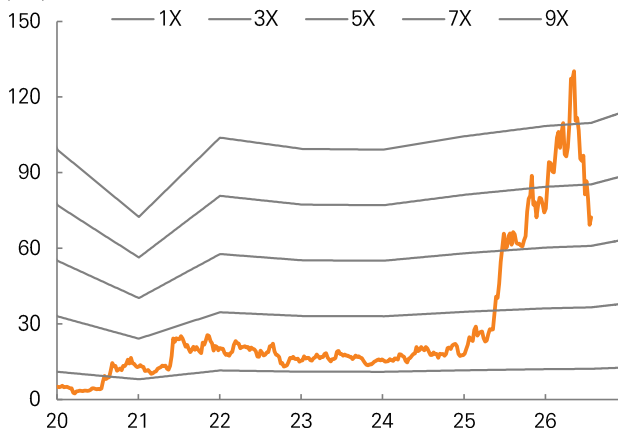
그림 10. 두산에너지빌리티 12MF PBR 밴드 차트

(조원)



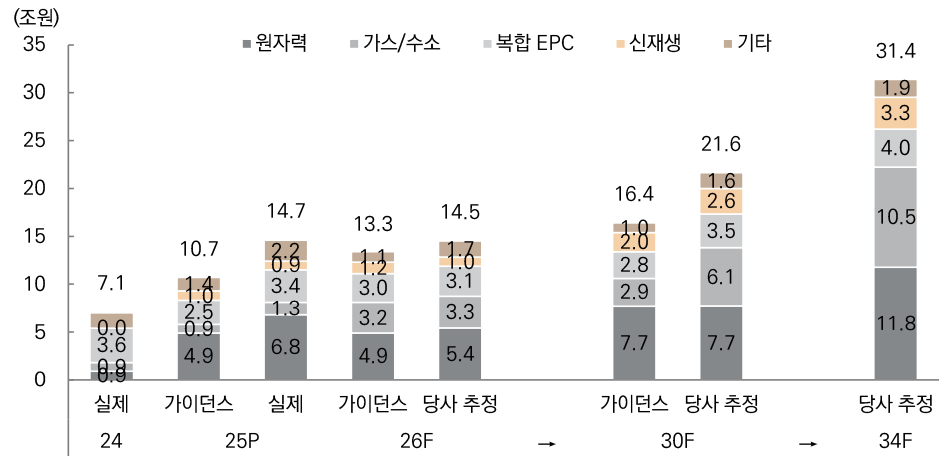
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(천원)



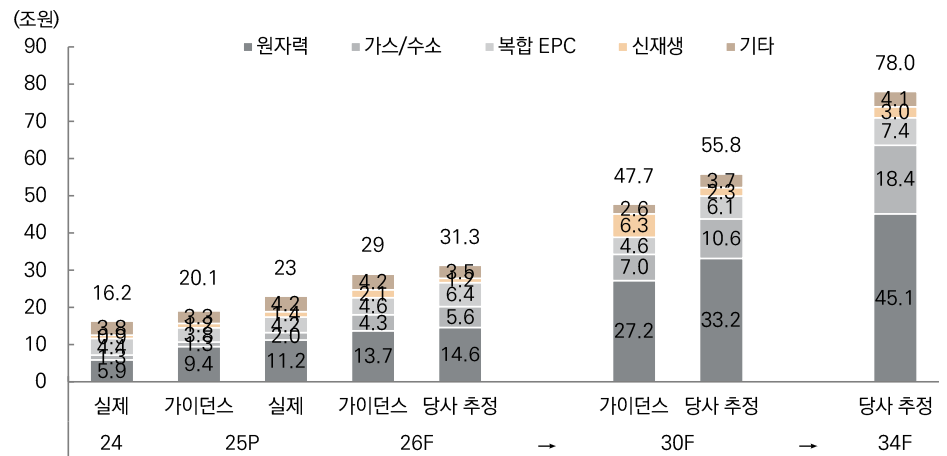
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 두산에너지빌리티 수주 가이드스 vs 추정치



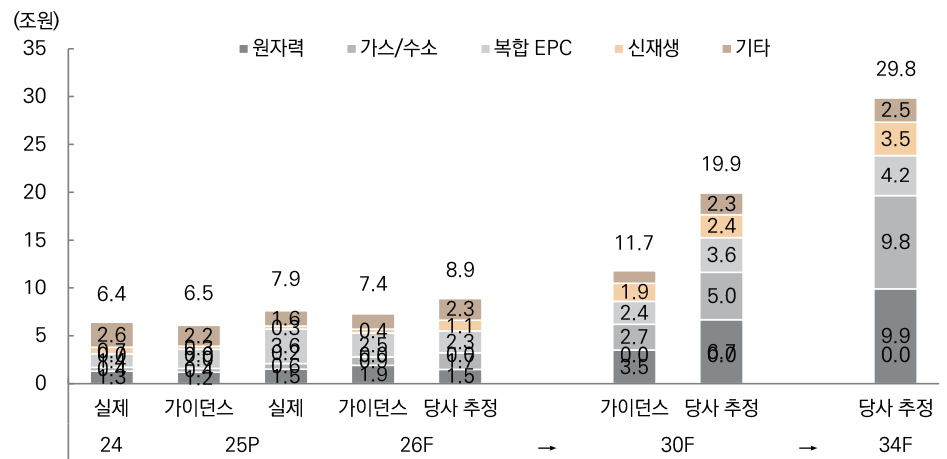
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 두산에너지빌리티 수주잔고 가이드스 vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 두산에너지빌리티 매출액 가이드스 vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 대미투자 사업에 따른 두산에너지빌리티 원전 기자재 수주 금액 추정(400억 달러 가정)

노형	APR-1400	AP-1000	뉴스케일 파워	TerraPower	BWRX-300
발전소별 사업 규모	1기당 72억 달러	1기당 80억 달러	6기 발전소당 43억 달러	1기당 49억 달러	1기당 25억 달러
예상 사업 규모	5.5기	5기	발전소 9.3개	8.2기	16기
필요 원자로 수	5.5기	5기	56기	8.2기	16기
원자로당 예상 사업 규모	2.8조원	5,000억원	1,000억원	1,300억원	0원
기대 사업 규모	15조 4,000억원	2조 5,000억원	5조 6,000억원	1조 400억원	0원
사업 채택 가능성	10%	60%	10%	10%	10%
사업별 기댓값	1조 5,400억원	1조 5,000억원	5,600억원	1,040억원	0원
최종 기댓값	3조 7,040억원				

주: 사업 채택 가능성은 당사 추정

자료: 카메코, TVA IRP, 뉴스케일 파워, DOE, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 팀 코리아 원전 수출 파이프라인

(GW)

국가	원전	발전용량	수주목표	준공	경쟁사	진행상황
체코	두코바니 5, 6호기	2.0	2025	2036~2038	- 팀 코리아 확정	- 2024년 7월 팀 코리아 우선협상대상자 선정 - 2025년 6월 4일 본계약 체결
UAE	바라카 5, 6호기	2.8	2026?	2037~2038	- 팀 코리아 유력	- 2025년 중으로 경쟁입찰 예정이었으나 지연 - 팀 코리아와 함께 제3국 수출 방안 논의 중 - 2026년 2월 Rosatom, UAE에 400억 규모 원전 사업 제안
사우디	두와이힌 1, 2호기	2.2~2.8	2027?	2038~2039	- 웨스팅하우스 유력 - 팀 코리아 - 중국 CNNC	- 2018년 7월 원자로 공급 5개사 대상으로 예비사업자로 선정 - 2023년 8월 중국의 원전 공급 제안을 고려 중으로 보도 - 2025년 10월 미국의 웨스팅하우스 채택 압박 경향 보도
베트남	닌 투언 2원전	2.0~2.8	2027년 5월	2035	- Rosatom 유력	- 2024년 11월 베트남 정치국 자국 내 원전 개발 공식 승인 - 2025년 2월 원자로 공급 5개사와 원전 협의 계획 발표 - 2025년 2월, 일본 시한 문제로 베트남 원전 사업에서 철수 - 2026년 4월 한전 닌투언 2호기 수주 위해 재정자문사 선임 착수 - 2026년 4월 PVN과 원전 개발 협력 가능성 검토 MOU 체결
베트남	중부원전 1, 2호기	2.0~2.8	2027~2028?	2030	- 원자로 공급 5개사	- 2025년 8월 팀 코리아와 원전 인력양성 MOU 체결 - 2025년 8월 양국 정상회담에서 한국의 원전 수출 의사 표명
체코	테멀린 3, 4호기	2.2~2.8	2030?	2041~2042	- 팀 코리아(유력) - 프랑스 EDF	- 2024년 7월 팀 코리아에 우선협상권 부여
한국	신한울 5, 6호기	2.8	2029	2037~2038	- 팀 코리아	- 제11차 전력수급기본계획안
튀르키예	시노프 1, 2호기	2.2~2.8	2026~2027	2035~2037	- 팀 코리아 - 웨스팅하우스	- 2025년 11월 한국과 원자력 협력 MOU 체결 - 2025년 12월 팀 코리아와 웨스팅하우스에 협력 방안 제안 - 2025년 12월 美 테라파워와 소형원전 도입협상 진행 - 2026년 2월 한국과 신규 원전 사업성 검증위한 작업반 구축 - 2026년 2월 한국과 예비타당성 조사 개시
필리핀	바탄 원전	0.6~1.4	?	2032?	- 팀 코리아	- 2024년 10월 한수원과 바탄 원전 가동을 위한 MOU 체결

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 웨스팅하우스 원전 수출 파이프라인

(GW)

국가	원전	발전용량	수주목표	준공	경쟁사	진행상황
폴란드	호체보 1~3호기	3.3	2026	2035~2037	- 웨스팅하우스 유력	- 2025년 4월 EDA 체결, 2026년 중으로 본계약 체결 예정
불가리아	코즐로두이 7, 8호기	2.2	2026	2035~2037		- 2026년 중으로 FID 예정, 2026년 중으로 본계약 체결 예정
미국	페르미 아메리카 4기	4.4	2027	2032~2036		- 2025년 6월 AP1000 4기에 대해 COL 2차 보완자료 제출
미국	행정명령 목표 6기	6.6	2028	?		- 미국 원자력 산업 기반 재건 행정명령안
폴란드	퐁트누프 1, 2호기	2.2	2029	2039~2040		- 한국의 사업 철수로 웨스팅하우스 수주 유력
우크라이나	호멜니츠키 5, 6호기	2.2	2030	?		- 러우 전쟁으로 건설 중단
인도	미정	6.6	?	?		- 미중 인도 협력상으로 잠정 중단
네덜란드	보르셀레 2, 3호기	2.2	?	?		- 2024년 2월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결
슬로베니아	크르슈코 2호기	1.1	?	?		- 2025년 1월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	17,058	19,047	23,169	26,930
매출원가	14,315	16,166	18,521	21,151
매출총이익	2,743	2,881	4,648	5,779
판매비와관리비	1,981	1,642	2,690	3,213
조정영업이익	763	1,239	1,958	2,566
영업이익	763	1,239	1,958	2,566
비영업손익	-436	-478	-491	-501
금융손익	-239	-240	-230	-200
관계기업등 투자손익	23	40	37	0
세전계속사업손익	327	761	1,467	2,065
계속사업법인세비용	122	213	403	568
계속사업이익	205	548	1,063	1,497
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	205	548	1,063	1,497
지배주주	85	424	932	1,337
비지배주주	120	123	131	160
총포괄이익	527	907	1,063	1,497
지배주주	272	451	529	745
비지배주주	256	456	534	752
EBITDA	1,320	1,883	2,676	3,312
FCF	349	547	1,153	1,813
EBITDA 마진율 (%)	7.7	9.9	11.5	12.3
영업이익률 (%)	4.5	6.5	8.5	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	2.2	4.0	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,772	12,985	15,702	18,904
현금 및 현금성자산	3,081	4,680	5,691	7,338
매출채권 및 기타채권	2,280	2,462	2,967	3,428
재고자산	2,544	2,747	3,312	3,826
기타유동자산	2,867	3,096	3,732	4,312
비유동자산	16,742	16,986	17,391	17,561
관계기업투자등	353	381	459	530
유형자산	5,777	6,308	6,728	6,919
무형자산	8,724	8,844	8,665	8,494
자산총계	27,513	29,971	33,092	36,465
유동부채	10,107	11,825	13,420	14,875
매입채무 및 기타채무	3,563	3,848	4,638	5,359
단기금융부채	3,122	4,282	4,328	4,370
기타유동부채	3,422	3,695	4,454	5,146
비유동부채	5,397	5,230	5,692	6,113
장기금융부채	3,312	2,979	2,979	2,979
기타비유동부채	2,085	2,251	2,713	3,134
부채총계	15,504	17,055	19,112	20,988
지배주주지분	7,785	8,442	9,375	10,712
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,442	1,441	1,441	1,441
이익잉여금	1,696	2,137	3,070	4,407
비지배주주지분	4,224	4,475	4,605	4,765
자본총계	12,009	12,917	13,980	15,477

예상 현금흐름표 (요약)

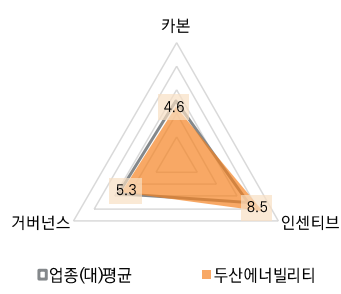
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	752	1,499	2,111	2,580
당기순이익	205	548	1,063	1,497
비현금수익비용가감	1,459	1,234	1,322	1,523
유형자산감가상각비	394	454	538	576
무형자산상각비	163	190	180	170
기타	902	590	604	777
영업활동으로인한자산및부채의변동	-416	147	354	322
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-398	-405	-359	-327
재고자산 감소(증가)	152	-80	-564	-514
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	558	259	706	643
법인세납부	-214	-188	-403	-568
투자활동으로 인한 현금흐름	-311	-605	-1,092	-890
유형자산처분(취득)	-397	-951	-958	-767
무형자산감소(증가)	-294	-56	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	115	-48	-134	-122
기타투자활동	265	450	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-288	622	46	42
장단기금융부채의 증가(감소)	-189	826	46	42
자본의 증가(감소)	-131	-1	0	0
배당금의 지급	-108	0	0	0
기타재무활동	140	-203	0	0
현금의 증가	183	1,599	1,011	1,647
기초현금	2,898	3,081	4,680	5,691
기말현금	3,081	4,680	5,691	7,338

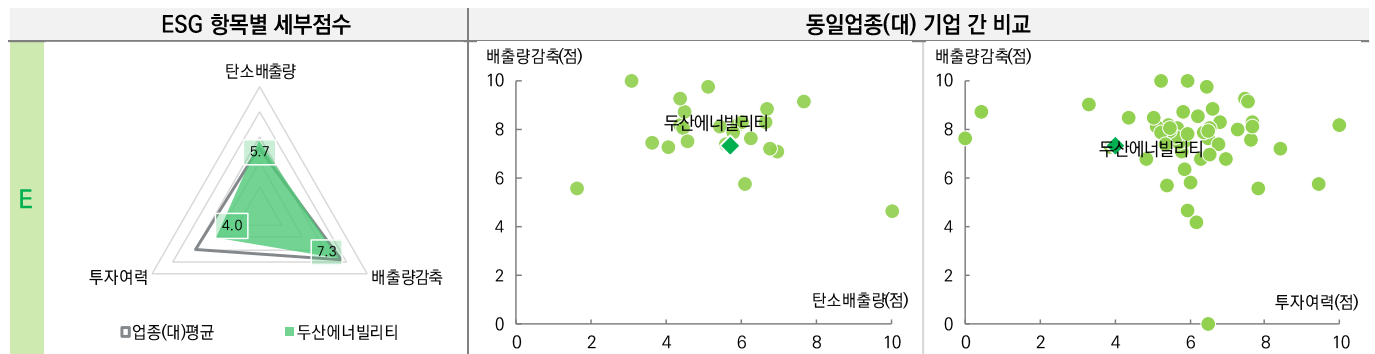
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

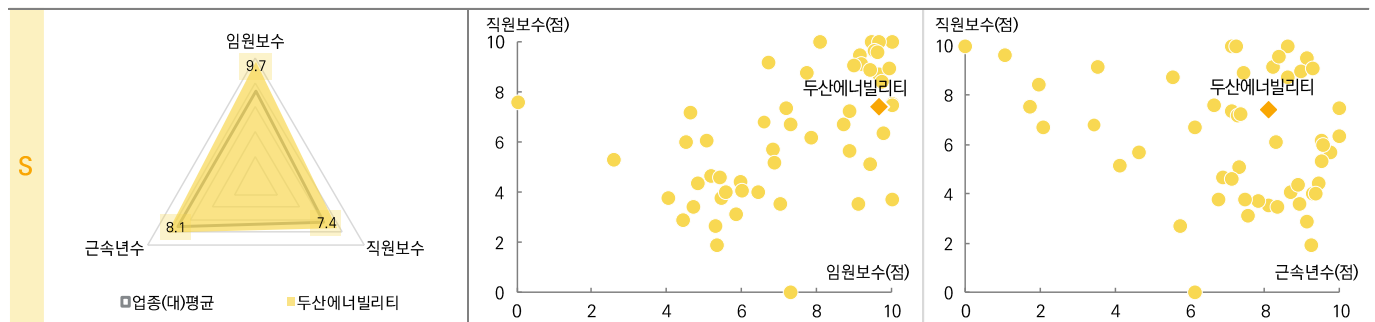
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	569.1	107.0	48.7	34.0
P/CF (x)	29.0	25.5	19.0	15.0
P/B (x)	6.2	5.4	4.8	4.2
EV/EBITDA (x)	42.1	27.7	19.2	15.1
EPS (원)	132	662	1,456	2,088
CFPS (원)	2,597	2,781	3,724	4,715
BPS (원)	12,158	13,182	14,638	16,726
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	5.1	11.7	21.6	16.2
EBITDA증가율 (%)	-12.5	42.7	42.1	23.8
조정영업이익증가율 (%)	-25.0	62.4	58.1	31.0
EPS증가율 (%)	-23.9	400.5	119.8	43.4
매출채권 회전율 (회)	11.7	11.3	12.0	11.9
재고자산 회전율 (회)	6.5	7.2	7.6	7.5
매입채무 회전율 (회)	5.3	4.9	4.9	4.7
ROA (%)	0.8	1.9	3.4	4.3
ROE (%)	1.1	5.2	10.5	13.3
ROIC (%)	3.1	6.0	9.5	11.9
부채비율 (%)	129.1	132.0	136.7	135.6
유동비율 (%)	106.6	109.8	117.0	127.1
순차입금/자기자본 (%)	26.1	18.2	9.5	-2.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.7	5.8	7.5

ESG 레이팅 : 두산에너지빌리티 (034020)

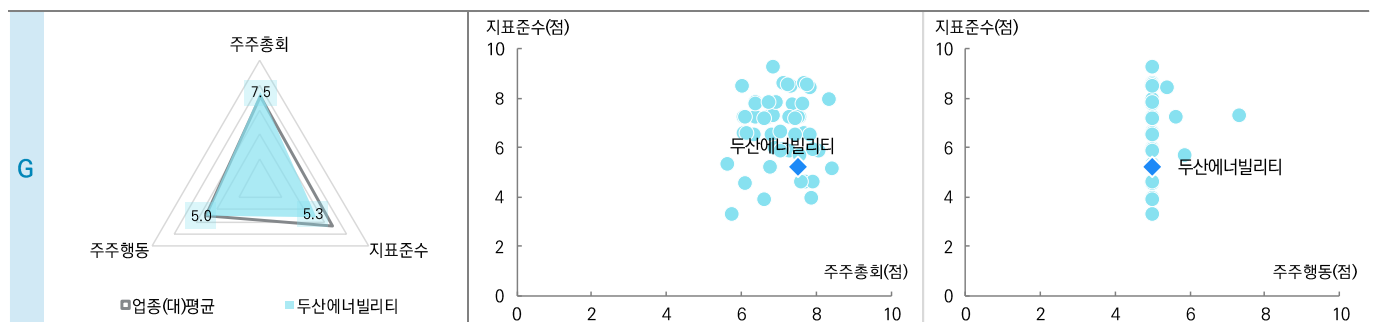
종합		세부항목						
ESG	 카본 거버넌스 인센티브 □업종(대)평균 ■두산에너지빌리티	ESG 점수	5.4	=	직전점수	5.4	업종(대)	산업재
		ESG 등급	BBB	=	직전등급	BBB	업종(중)	자본재
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김태형
		카본(E)	4.6	A	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	8.5	AA	10	=		
		거버넌스(G)	5.3	A	50	=		
가중치 변경 없음.								



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



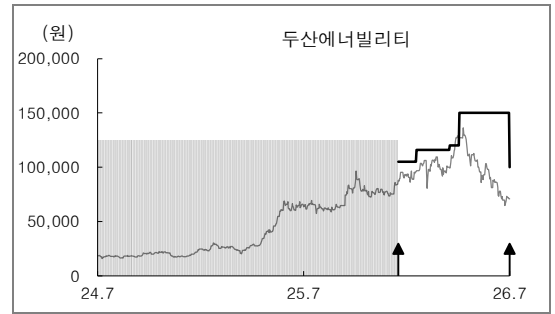
(1) 주주총회 = 주총 안전 종합 반대·기권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산에너지빌리티 (034020)				
2026.07.28	매수	100,000	-	-
2026.04.30	매수	150,000	-36.55	-9.07
2026.04.13	매수	120,000	-2.68	7.67
2026.02.13	매수	116,000	-13.85	-5.52
2026.01.12	매수	105,000	-12.10	-8.10



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산에너지빌리티 유(限) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.