

두산에너지빌리티 (034020)

기대 이상의 외형성장

2Q25 영업이익, 컨센서스(2,825억원) 부합

2Q25 연결 매출액 4.6조원(YoY +10%, 영업이익 2,711억원(YoY -12%))으로 매출액이 컨센서스를 +18% 상회했지만 영업이익률(5.9%)이 시장 기대치(7.0%)에 미치지 못하며 영업이익의 절대규모는 컨센서스에 부합. 주가와 상관관계가 높은 에너지빌리티 부문 매출은 '24년 수주한 물량과 더불어 '25년 초 계약한 3.4조원 규모 중등 가스발전 프로젝트 4건의 매출 인식이 시작되며 YoY +25% 증가. 영업이익(924억원, OPM 4.1%) 또한 기대 이상의 매출 증가와 제품 믹스 개선 효과에 힘입어 YoY +28% 성장

수주에 대한 자신감

상반기 신규수주는 3.8조원(YoY +98%)으로 '25년 연간 목표치 10.7조원(YoY +47%) 대비 35%를 달성하며 표면적으로는 두드러질 것 없는 성과를 기록. 그러나 하반기 계약이 예정되어 있는 체코 원전 주기기(3.8조원), SMR 모듈(0.5조원) 등 수주금액이 기존 예상치 대비 상황될 가능성이 높다는 점, On-hand 성격의 해외 복합 EPC(0.9조원) 수주 가시성 등을 고려하면 연간 목표 초과달성을 기대할 수 있는 업황이라고 판단. 미래 실적 방향을 가늠할 수 있는 수주 확보를 확인하는 것이 특히 중요해질 하반기가 될 전망

수주가 움직일 주가 방향성

두산에너지빌리티에 대한 기존 투자 의견 Buy와 목표주가 81,000원 유지. 전세계적으로 급증하는 대형원전과 SMR 수요에 기반한 동사 수주잔고 규모가 '24년 16조원에서 '29년 34조원으로 급증할 것으로 예상되는 가운데 수주 이후 실제 수익 인식까지 상당한 시간이 소요되는 업종 특성을 고려해 기존 Price to Backlog 밸류에이션 산정방식을 유지. 추가적인 기업가치 개선을 위해서는 실제 수주 확인은 물론이며 전 세계 원전 주기기 분야에서의 독보적인 지위를 활용한 동사의 가격결정력과 기대 이상의 수익성 증명이 필요하다고 판단



장윤석, FRM 건설/기계
yoonseok.chang@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **81,000원 (M)**

직전 목표주가 **81,000원**

현재주가 (07/25) **65,900원**

상승여력 **23%**

시가총액	422,130억원
총발행주식수	640,561,146주
60일 평균 거래대금	5,829억원
60일 평균 거래량	11,562,665주
52주 고/저	68,900원 / 15,860원
외인지분율	24.00%
배당수익률	0.00%
주요주주	두산 외 28 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	136.2	248.1
상대	(2.6)	88.2	195.3
절대 (달러환산)	(1.0)	146.2	250.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,569	10.1	21.9	4,040	13.1
영업이익	271	-12.5	90.3	285	-4.8
세전계속사업이익	311	-1.7	930.5	219	42.3
지배순이익	131	-3.6	흑전	106	23.9
영업이익률 (%)	5.9	-1.6 %pt	+2.1 %pt	7.1	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	-0.4 %pt	흑전	2.6	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,590	16,233	16,174	18,051
영업이익	1,467	1,018	1,171	1,547
지배순이익	56	111	236	553
PER	189.0	104.1	178.9	76.3
PBR	1.5	1.5	5.1	4.5
EV/EBITDA	8.6	12.7	29.9	25.1
ROE	0.8	1.5	3.0	6.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 2Q25 영업이익, 기대 이상의 매출과 기대 이하의 수익성을 기록하며 컨센서스 부합 (단위: 십억원)

	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	컨센서스	Diff(%)	유안타증권	Diff(%)
매출액	4,569	4,150	10.1	3,749	21.9	4,046	12.9	3,880	17.8
영업이익	271	310	-12.5	142	90.3	283	-4.0	261	3.8
세전이익	311	317	-1.9	30	928.0	213	45.8	167	85.6
지배순이익	131	136	-3.9	-69	흑전	108	21.7	72	82.0
영업이익률	5.9%	7.5%		3.8%		7.0%		6.7%	
세전이익률	6.8%	7.6%		0.8%		5.3%		4.3%	
지배순이익률	2.9%	3.3%		-1.8%		2.7%		1.9%	

자료: 두산에너지빌리티, 유안타증권 리서치센터

[표-2] 두산에너지빌리티 실적 추정치 비교 - 유안타증권 vs 컨센서스 (단위: 십억원)

	2025E			2026E		
	유안타	컨센서스	차이 (%)	유안타	컨센서스	차이 (%)
매출액	16,174	16,155	0.1	18,051	18,006	0.3
영업이익	1,171	1,093	7.2	1,547	1,497	3.4
세전이익	624	629	-0.8	1,092	1,094	-0.2
지배순이익	236	267	-11.6	553	532	4.0
영업이익률	7.2%	6.8%		8.6%	8.3%	
세전이익률	3.9%	3.9%		6.1%	6.1%	
지배순이익률	1.5%	1.7%		3.1%	3.0%	

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표-3] 두산에너지빌리티 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율(%)		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E
매출액	3,880	15,601	17,726	4,569	16,174	18,051	17.8%	3.7%	1.8%
영업이익	261	1,030	1,312	271	1,171	1,547	3.8%	13.7%	17.9%
OPM	6.7%	6.6%	7.4%	5.9%	7.2%	8.6%	-0.8%p	0.6%p	1.2%p
세전이익	167	632	925	311	624	1,092	85.6%	-1.2%	18.1%
지배순이익	72	207	151	131	236	553	82.0%	14.2%	265.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-4] 두산에너지빌리티 목표주가 산정

(단위: 십억원, 백만주)

구분	수주잔고	적용배수	적정가치	비고
사업가치 (A)			51,851	
에너지빌리티	34,386	1.85	51,851	2029년 예상 수주잔고에 2007년 해수담수화 및 원전 프로젝트 수주 기대감으로 확장했던 멀티플 고평, 할인율 7% 적용
구분	기업가치	지분율(%)	적정가치	비고
자회사 가치 (B = a+b)			3,488	
a. 상장 자회사 가치			1,864	상장 자회사 가치에 두산에너지빌리티 일반주주 지분율(69.4%) 제외
두산밥캣	4,987	46.1%	2,297	최근 시가총액 기준
두산퓨얼셀	1,292	30.3%	392	
b. 비상장 자회사 가치			1,624	4Q24말 장부가 기준
순차입금 (C)			2,600	'25년 말 예상 에너지빌리티 부문 순차입금 기준
적정 기업가치 (D = A+B-C)			51,699	
발행주식수(E)			641	
목표주가 (F = D/E)			81,000원	반올림 적용
현재주가			65,900원	2025년 7월 25일 종가 기준
상승여력			+23%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-5] 두산에너지빌리티 신규수주 및 수주잔고 주요 가정

(단위: 십억원, 기)

	25E	26E	27E	28e	29E	비고
에너지빌리티 부문 수주잔고	20,050	22,940	26,541	29,780	34,386	
신규수주	10,700	11,140	13,040	14,160	16,860	
대형원전	3,800	5,700	7,600	7,600	9,500	
SMR	600	1,200	1,200	1,200	2,000	
원자력 서비스	600	600	600	600	600	
가스터빈(기자재)	1,120	2,240	2,240	3,360	3,360	
신재생	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
기타	3,580	400	400	400	400	
ASP						
대형원전	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	체코 원전 1기당 주기기 예상 수주금액 동일 가정
SMR	100	100	100	100	100	1 모듈 당 1,000억원 가정
가스터빈(기자재)	280	280	280	280	280	보령신복합 프로젝트 수주금액 동일 가정
신규수주(기)						
대형원전(기)	2	3	4	4	5	
SMR(모듈)	6	12	12	12	20	2030년까지 연간 수주 가능 CAPA 20 모듈 증설 가정
가스터빈 수주대수	4	8	8	12	12	가스터빈 CAPA 8기 → 12기 증설 가정

자료: 두산에너지빌리티, 유안타증권 리서치센터

[표-6] 두산에너지빌리티 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,663.1	3,748.6	4,569.0	3,388.2	4,468.0	16,307.0	16,173.8	18,051.3
YoY (%)	1%	-9%	-18%	-4%	-9%	10%	0%	-4%	-7%	-1%	12%
에너지빌리티	1,700.1	1,814.4	1,611.5	2,240.8	1,575.6	2,267.7	1,344.4	1,826.5	7,366.8	7,014.2	8,054.2
두산밥캣	2,394.6	2,236.6	1,777.7	2,142.1	2,098.2	2,201.4	1,962.3	2,317.5	8,551.0	8,579.4	9,248.5
두산퓨얼셀	31.7	86.5	32.0	194.1	99.7	128.5	66.9	291.7	344.3	586.8	657.7
기타 및 연결조정	(28.5)	13.0	(25.7)	86.1	(24.9)	(28.5)	14.6	32.3	44.9	(6.6)	91.0
매출총이익	947.0	729.2	524.1	803.3	329.9	755.9	551.8	737.2	3,003.5	2,374.8	2,957.0
YoY (%)	32%	-11%	-26%	3%	-65%	4%	5%	-8%	0%	-21%	25%
영업이익	557.9	309.8	114.8	308.9	142.5	271.1	314.3	443.4	1,291.4	1,171.3	1,547.4
YoY (%)	53%	-37%	-63%	4%	-74%	-12%	174%	44%	-12%	-9%	32%
에너지빌리티	74.1	72.1	34.4	63.0	(1.4)	92.4	102.2	144.6	243.6	337.8	465.9
두산밥캣	326.0	239.5	125.7	180.2	200.0	204.2	197.2	250.3	871.4	851.8	960.4
두산퓨얼셀	1.7	2.2	(3.0)	(2.6)	(11.5)	(1.9)	4.5	4.5	(1.7)	(4.4)	22.6
세전이익	368.8	316.7	38.6	(66.3)	30.2	310.5	221.4	61.0	657.8	623.9	1,092.3
YoY (%)	28%	-24%	-80%	-59%	-92%	-2%	474%	흑전	-11%	-5%	75%
지배주주 순이익	144.2	136.2	(55.0)	(113.9)	(68.9)	130.9	132.0	41.5	111.4	235.9	553.1
YoY (%)	107%	27%	적전	적지	적전	-4%	흑전	흑전	100%	112%	134%
이익률											
매출총이익률	23.1%	17.6%	15.4%	17.2%	8.8%	16.5%	16.3%	16.5%	18.4%	14.7%	16.4%
영업이익률	13.6%	7.5%	3.4%	6.6%	3.8%	5.9%	9.3%	9.9%	7.9%	7.2%	8.6%
에너지빌리티	4.4%	4.0%	2.1%	2.8%	-0.1%	4.1%	7.6%	7.9%	3.3%	4.8%	5.8%
두산밥캣	13.6%	10.7%	7.1%	8.4%	9.5%	9.3%	10.0%	10.8%	10.2%	9.9%	10.4%
두산퓨얼셀	5.2%	2.5%	-9.3%	-1.3%	-11.6%	-1.5%	6.8%	1.6%	-0.5%	-0.7%	3.4%
세전이익률	9.0%	7.6%	1.1%	-1.4%	0.8%	6.8%	6.5%	1.4%	4.0%	3.9%	6.1%
지배주주 순이익률	3.5%	3.3%	-1.6%	-2.4%	-1.8%	2.9%	3.9%	0.9%	0.7%	1.5%	3.1%

자료: 두산에너지빌리티, 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	16,174	18,051	19,686
매출원가	14,573	13,503	13,531	15,094	16,462
매출총이익	3,017	2,730	2,643	2,957	3,225
판매비	1,550	1,712	1,471	1,410	1,219
영업이익	1,467	1,018	1,171	1,547	2,006
EBITDA	1,934	1,509	1,673	1,985	2,388
영업외손익	-729	-360	-547	-455	-445
외환관련손익	-4	57	-9	0	0
이자손익	-241	-220	-243	-228	-218
관계기업관련손익	-39	20	141	8	8
기타	-446	-218	-436	-234	-234
법인세비용차감전순이익	738	658	624	1,092	1,561
법인세비용	221	263	361	627	808
계속사업순이익	518	395	263	465	753
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	518	395	263	465	753
지배지분순이익	56	111	236	553	895
포괄순이익	537	973	808	1,011	1,298
지배지분포괄이익	-1	370	110	137	176

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,071	242	-1,196	-458	98
당기순이익	518	395	263	465	753
감가상각비	323	350	352	294	246
외환손익	13	-56	9	0	0
중속, 관계기업관련손익	39	-20	-141	-8	-8
자산부채의 증감	645	-891	-2,382	-1,988	-1,665
기타현금흐름	535	465	703	779	772
투자활동 현금흐름	-817	-821	-273	-128	-9
투자자산	-10	-53	20	-163	-81
유형자산 증가 (CAPEX)	-396	-461	-464	-462	-462
유형자산 감소	9	9	4	0	0
기타현금흐름	-420	-317	166	497	533
재무활동 현금흐름	-53	608	500	75	37
단기차입금	-277	1,131	277	75	37
사채 및 장기차입금	98	151	131	0	0
자본	-1,146	-141	-131	0	0
현금배당	-80	-86	0	0	0
기타현금흐름	1,353	-446	222	0	0
연결범위변동 등 기타	23	249	1,050	657	492
현금의 증감	1,224	278	81	146	617
기초 현금	1,396	2,620	2,898	2,979	3,125
기말 현금	2,620	2,898	2,979	3,125	3,742
NOPLAT	1,467	1,018	1,171	1,547	2,006
FCF	1,675	-219	-1,660	-920	-364

자료: 유안타증권

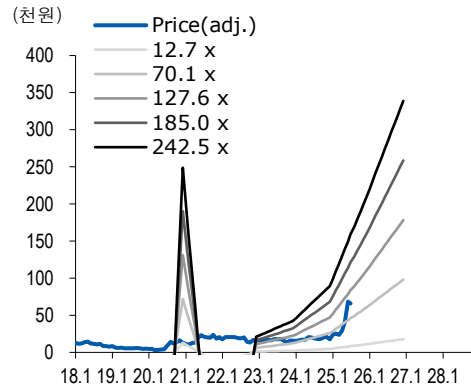
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,642	10,049	11,361	14,356	16,488
현금및현금성자산	2,620	2,898	2,979	3,125	3,742
매출채권 및 기타채권	3,351	3,405	3,857	4,830	4,946
재고자산	2,539	2,734	3,210	4,016	4,380
비유동자산	14,999	16,266	16,560	16,748	16,908
유형자산	5,225	5,703	5,833	6,001	6,217
관계기업 등 지분관련 자산	317	348	338	415	452
기타투자자산	698	834	842	929	972
자산총계	24,641	26,315	27,921	31,104	33,396
유동부채	9,597	8,946	9,883	11,626	12,407
매입채무 및 기타채무	6,119	5,463	5,968	7,504	8,184
단기차입금	1,187	2,141	2,427	2,427	2,427
유동성장기부채	1,576	398	569	569	569
비유동부채	4,203	5,708	5,617	6,047	6,259
장기차입금	1,458	2,435	2,513	2,513	2,513
사채	494	907	818	818	818
부채총계	13,799	14,654	15,500	17,672	18,666
지배지분	7,117	7,497	8,302	9,401	10,842
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,713	1,572	1,442	1,442	1,442
이익잉여금	1,185	1,394	1,853	2,406	3,302
비지배지분	3,724	4,165	4,119	4,031	3,888
자본총계	10,842	11,661	12,421	13,431	14,730
순차입금	2,414	3,403	3,739	3,597	2,982
총차입금	5,343	6,624	7,033	7,108	7,144

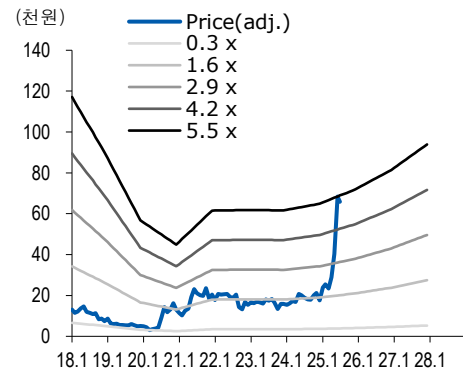
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	87	174	368	863	1,398
BPS	11,113	11,705	12,963	14,678	16,928
EBITDAPS	3,022	2,355	2,612	3,098	3,728
SPS	27,483	25,342	25,249	28,180	30,733
DPS	0	0	0	0	0
PER	189.0	104.1	178.9	76.3	47.2
PBR	1.5	1.5	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	8.6	12.7	29.9	25.1	20.6
PSR	0.6	0.7	2.6	2.3	2.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.1	-7.7	-0.4	11.6	9.1
영업이익 증가율 (%)	32.7	-30.6	15.1	32.1	29.6
지배순이익 증가율 (%)	흑전	100.3	111.8	134.4	61.9
매출총이익률 (%)	17.2	16.8	16.3	16.4	16.4
영업이익률 (%)	8.3	6.3	7.2	8.6	10.2
지배순이익률 (%)	0.3	0.7	1.5	3.1	4.5
EBITDA 마진 (%)	11.0	9.3	10.3	11.0	12.1
ROIC	7.7	4.4	3.1	4.7	5.9
ROA	0.2	0.4	0.9	1.9	2.8
ROE	0.8	1.5	3.0	6.2	8.8
부채비율 (%)	127.3	125.7	124.8	131.6	126.7
순차입금/자기자본 (%)	33.9	45.4	45.0	38.3	27.5
영업이익/금융비용 (배)	4.6	3.1	3.6	4.7	6.0

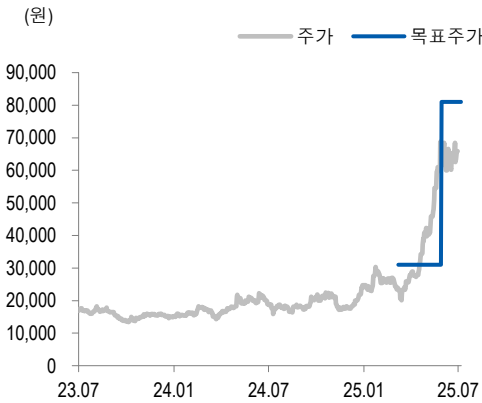
P/E band chart



P/B band chart



두산에너지빌리티 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 최고(최저) 대비 주가 대비	
2025-07-28	BUY	81,000	1년		
2025-06-25	BUY	81,000	1년		
2025-04-03	BUY	31,000	1년	19.08	122.26
2022-09-13	담당자변경 Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-27

※ 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 : 장윤석)
- 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.