

두산에너지빌리티 (034020)



김도엽 건설/기계
doyub.kim@yuantakorea.com

가스터빈: 아직 서막일 뿐야

1Q26 Review: 영업이익 컨센서스 상회

동사 2026년 1분기 연결 실적은 매출액 4조 2,611억원(+13.7% YoY), 영업이익 2,335억원(+63.9% YoY, OPM 5.5%)으로 영업이익 컨센서스 1,942억원을 상회하였다. 매출 증가는 에너지빌리티, 밥캣, 퓨얼셀 전 부문의 매출 증가, 영업이익 증가는 에너지빌리티 및 퓨얼셀의 매출 증가와 수익성 개선에 기인하였다. 에너지빌리티부문 매출액은 1조 8,959억원(+20.3% YoY), 영업이익은 570억원(흑전 YoY, OPM 3.0%)을 기록하였다. 에너지빌리티부문 매출은 체코 원전 기자재, 가스터빈 매출 증대와 중동지역 복합EPC 공정초과로 증가하였다. 영업이익은 매출 증가, 고수익성의 성장사업 매출 비중 확대로 증가하였다.

원전, 판단은 이르다: 신에겐 아직 3개 분기가 남아 있습니다

대형원전의 경우, 팀코리아의 체코 두코바니 원전 시공 계약은 연내 체결될 것으로 전망한다. 불가리아 AP1000 대형원전은 자금 조달 불확실성으로 인해 폴란드와 미국 프로젝트에 비해 시간 소요가 더 될 것으로 전망하며 연내 발주는 어려울 것으로 판단한다. SMR의 경우, TerraPower와 2월에 2종 계약(약 500억원)을 완료하였으며, 잔여 1종에 또한 1H26 중 계약이 전망되며, 3종 합산 시 모듈 당 약 1,300억원으로 추정한다. 추후 Rolls-Royce, GE-Hitachi 등 추가적인 SMR 설계사와의 수주가 가시화될 경우, 추정치 상향이 전망된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 149,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 149,000원으로 상향한다. 기존의 Price/Backlog Valuation 방식 및 적용 배수를 유지하였고, 2035F 수주잔고 추정치를 기준 76.3조에서 79.9조로 상향하였다. 1분기에 수주한 가스터빈의 상당 부분이 booking fee를 받고 계약까지 이어진 점을 고려할 때, 현재 가스터빈 시장이 쇼티지가 강한 Seller's Market이라는 상황을 반영해 가스터빈과 증기터빈 관련 ASP를 기존 대비 상향하였다. 또한, 1분기에만 국내외에서 가스터빈 수주 10기를 달성한 점, 3월 스팀터빈 북미 초도 진출(2기)을 반영해 가스터빈, 증기터빈 수주 대수 추정치를 소폭 상향하였다. 추후 중형 가스터빈(2027년 6월 90MW급 가스터빈 완제품 예상) 출시에 따라 이익률 상향 또한 기대된다.

BUY (M)

목표주가 **149,000원 (U)**

직전 목표주가 **139,000원**

현재주가 (4/30) **127,100원**

상승여력 **17%**

시가총액	814,153억원
총발행주식수	640,561,146주
60일 평균 거래대금	5,731억원
60일 평균 거래량	5,628,816주
52주 고/저	129,200원 / 27,300원
외인지분율	25.53%
배당수익률	0.00%
주요주주	두산 외 28 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	34.9	40.3	339.0
상대	7.9	11.1	70.1
절대 (달러환산)	37.9	36.1	320.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q26P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,261	13.7	-12.3	4,066	4.8
영업이익	234	63.9	10.1	194	20.2
세전계속사업이익	119	295.1	2,885.7	112	6.5
지배순이익	1	흑전	-99.0	65	-98.8
영업이익률 (%)	5.5	+1.7 %pt	+1.1 %pt	4.8	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	0.0	+1.8 %pt	-1.5 %pt	1.6	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	16,233	17,058	18,127	20,299
영업이익	1,018	763	1,182	1,606
지배순이익	111	85	188	349
PER	104.1	388.7	432.6	233.0
PBR	1.5	4.2	9.8	9.0
EV/EBITDA	12.7	30.5	50.0	39.5
ROE	1.5	1.1	2.3	4.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 두산에너지빌리티 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,748.6	4,569.0	3,880.3	4,860.0	4,261.1	4,729.6	4,033.3	5,102.9	17,041.5	18,126.9	20,299.1
YoY (%)	-8.5%	10.1%	14.3%	5.9%	13.7%	3.5%	3.9%	5.0%	-3.1%	6.3%	12.0%
에너지빌리티	1,575.6	2,267.7	1,678.3	2,359.7	1,895.9	2,185.1	1,796.3	2,501.5	7,881.3	8,378.7	10,040.9
두산밥캣	2,098.2	2,201.4	2,115.2	2,377.2	2,247.3	2,430.7	2,175.6	2,418.3	8,746.0	9,271.8	9,621.5
두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	123.2	79.0	184.1	448.8	531.2	691.6
기타 및 연결조정	(24.9)	(28.5)	(4.0)	(12.7)	(26.9)	(9.4)	(17.6)	(1.0)	(34.6)	(54.8)	(54.8)
매출총이익	597.7	746.4	604.1	795.1	716.0	804.8	693.2	897.7	2,743.3	3,111.7	3,724.7
YoY (%)	-20.0%	2.4%	15.3%	9.0%	19.8%	7.8%	14.8%	12.9%	0.5%	13.4%	19.7%
영업이익	142.5	271.1	137.0	212.1	233.5	305.5	230.7	412.6	762.7	1,182.3	1,606.1
YoY (%)	-60.2%	-12.5%	19.3%	-9.8%	63.9%	12.7%	68.4%	94.5%	-25.1%	55.0%	35.8%
에너지빌리티	(1.4)	92.4	43.4	167.9	57.0	138.4	99.8	231.4	302.3	526.5	1,016.3
두산밥캣	200.0	204.2	133.6	148.3	207.0	197.5	176.8	196.5	692.1	753.5	903.1
두산퓨얼셀	(11.5)	(1.9)	(15.6)	(76.6)	(1.3)	(8.8)	(5.6)	(13.1)	(55.1)	(37.8)	15.9
세전이익	30.2	310.5	(17.9)	4.0	119.3	233.7	380.6	174.4	326.8	908.0	1,470.1
YoY (%)	-91.8%	-1.9%	-146.5%	-106.0%	295.1%	-24.8%	흑자전환	4262.7%	-50.3%	177.8%	61.9%
지배주주 순이익	(68.9)	130.9	(50.1)	72.8	0.8	55.5	90.5	41.4	84.8	188.2	349.4
YoY (%)	-147.8%	-3.9%	-9.0%	-163.9%	흑자전환	-57.6%	흑자전환	-43.1%	-23.9%	122.0%	85.6%
이익률											
매출총이익률	15.9%	16.3%	15.6%	16.4%	16.8%	17.0%	17.2%	17.6%	16.1%	17.2%	18.3%
영업이익률	3.8%	5.9%	3.5%	4.4%	5.5%	6.5%	5.7%	8.1%	4.5%	6.5%	7.9%
에너지빌리티	-0.1%	4.1%	2.6%	7.1%	3.0%	6.3%	5.6%	9.2%	3.8%	6.3%	10.1%
두산밥캣	9.5%	9.3%	6.3%	6.2%	9.2%	8.1%	8.1%	8.1%	7.9%	8.1%	9.4%
두산퓨얼셀	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-7.1%	-7.1%	-7.1%	-12.3%	-7.1%	2.3%
세전이익률	0.8%	6.8%	-0.5%	0.1%	2.8%	4.9%	9.4%	3.4%	1.9%	5.0%	7.2%
지배주주 순이익률	-1.8%	2.9%	-1.3%	1.5%	0.0%	1.2%	2.2%	0.8%	0.5%	1.0%	1.7%

자료: 두산에너지빌리티, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 1Q26P 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원)

	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	컨센서스	Diff(%)	유안타증권	Diff(%)
매출액	4,261	3,749	13.7	4,860	-12.3	4,066	4.8	4,084	4.3
영업이익	234	142	63.9	212	10.1	194	20.2	160	45.8
세전이익	119	30	295.1	4	2,885.7	112	6.5	110	8.8
지배순이익	1	-69	-101.1	73	-99.0	65	-98.8	50	-98.5
영업이익률	5.5%	3.8%		4.4%		4.8%		3.9%	
세전이익률	2.8%	0.8%		0.1%		2.8%		2.7%	
지배순이익률	0.0%	-1.8%		1.5%		1.6%		1.2%	

자료: 두산에너지빌리티, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 두산에너지빌리티 실적 추정치 비교 - 유안타증권 vs 컨센서스

(단위: 십억원)

	2026E			2027E		
	유안타	컨센서스	차이 (%)	유안타	컨센서스	차이 (%)
매출액	18,127	17,674	2.6	20,299	19,582	3.7
영업이익	1,182	1,092	8.3	1,606	1,548	3.8
세전이익	908	768	18.3	1,470	1,244	18.1
지배순이익	188	333	-43.5	349	561	-37.7
영업이익률	6.5%	6.2%		7.9%	7.9%	
세전이익률	5.0%	4.3%		7.2%	6.4%	
지배순이익률	1.0%	1.9%		1.7%	2.9%	

자료: 예프앤가이드, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 4] 두산에너지빌리티 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율(%)		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26P	2026E	2027E	1Q26P	2026E	2027E
매출액	4,084	17,687	19,480	4,261	18,127	20,299	4.3%	2.5%	4.2%
영업이익	160	1,091	1,517	234	1,182	1,606	45.8%	8.4%	5.9%
OPM	3.9%	6.2%	7.8%	5.5%	6.5%	7.9%	1.6%p	0.4%p	0.1%p
세전이익	110	881	1,382	119	908	1,470	8.8%	3.1%	6.4%
지배순이익	50	402	630	1	188	349	-98.5%	-53.2%	-44.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 5] 두산에너지 목표주가 산정 (단위: 십억원, 백만주)

구분	수주잔고	적용배수	적정가치	비고
사업가치 (A)			96,186	
에너지	79,929.8	2.41	96,186	2035F 수주잔고*두산에너지 역사적 주가/수주잔고 곱셈인 1.85배에 30% premium 적용. 할인율 8% 적용
구분	기업가치	지분율(%)	적정가치	비고
자회사 가치 (B = a+b)			5,738	
a. 상장 자회사 가치			4,775	
두산밥캣	7,141	48.2%	3,440	4/29 시가총액 기준
두산퓨얼셀	3,838	34.8%	1,335	
b. 비상장 자회사 가치			963	4Q25 말 장부가 기준
순차입금 (C)			6,812	2025년 말 에너지 부문 순차입금
적정 기업가치 (D = A+B-C)			95,112	
발행주식수(E)			640	
목표주가 (F = D/E)			149,000원	100의 자리에서 반올림
현재주가(2026/4/30)			127,100원	
상승여력			17%	

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	16,233	17,058	18,127	20,299	22,091
매출원가	13,503	14,315	15,015	16,574	18,003
매출충이익	2,730	2,743	3,112	3,725	4,089
판매비	1,712	1,981	1,929	2,119	1,767
영업이익	1,018	763	1,182	1,606	2,321
EBITDA	1,509	1,320	1,763	2,208	2,934
영업외손익	-360	-436	-274	-136	-76
외환관련손익	57	-89	-7	-7	0
이자손익	-220	-239	-217	-173	-120
관계기업관련손익	20	23	-46	18	18
기타	-218	-131	-4	26	26
법인세비용차감전순이익	658	327	908	1,470	2,246
법인세비용	263	122	248	353	539
계속사업순이익	395	205	660	1,117	1,707
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	395	205	660	1,117	1,707
지배지분순이익	111	85	188	349	534
포괄순이익	973	527	1,009	1,467	2,056
지배지분포괄이익	370	272	655	952	1,335

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	242	752	2,141	2,571	3,200
당기순이익	395	205	660	1,117	1,707
감가상각비	350	394	416	437	455
외환손익	-56	70	7	7	0
중속, 관계기업관련손익	-20	-23	46	-18	-18
자산부채의 증감	-891	-416	260	207	244
기타현금흐름	465	522	752	820	811
투자활동 현금흐름	-821	-311	-148	-291	-299
투자자산	-53	335	-37	-106	-78
유형자산 증가 (CAPEX)	-461	-403	-450	-504	-549
유형자산 감소	9	6	0	0	0
기타현금흐름	-317	-249	340	320	328
재무활동 현금흐름	608	-288	10	30	22
단기차입금	1,131	-390	10	30	22
사채 및 장기차입금	151	200	0	0	0
자본	-141	-131	0	0	0
현금배당	-86	-108	0	0	0
기타현금흐름	-446	140	0	0	0
연결범위변동 등 기타	249	29	-816	-624	-524
현금의 증감	278	183	1,188	1,686	2,398
기초 현금	2,620	2,898	3,081	4,269	5,954
기말 현금	2,898	3,081	4,269	5,954	8,352
NOPLAT	1,018	763	1,182	1,606	2,321
FCF	-219	349	1,691	2,066	2,651

자료: 유안타증권

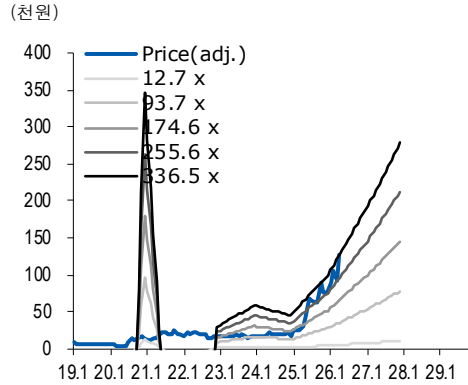
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,049	10,772	12,344	15,129	18,148
현금및현금성자산	2,898	3,081	4,269	5,954	8,352
매출채권 및 기타채권	3,405	4,046	4,248	4,827	5,064
재고자산	2,734	2,544	2,671	3,035	3,303
비유동자산	16,266	16,742	16,628	16,636	16,651
유형자산	5,703	5,777	5,800	5,868	5,961
관계기업 등 지분관련 자산	348	353	370	421	458
기타투자자산	834	857	877	932	973
자산총계	26,315	27,513	28,972	31,765	34,799
유동부채	8,946	10,107	10,467	11,495	12,253
매입채무 및 기타채무	5,463	6,434	6,755	7,675	8,353
단기차입금	2,141	1,884	1,884	1,884	1,884
유동성장기부채	398	1,030	1,030	1,030	1,030
비유동부채	5,708	5,397	5,501	5,799	6,019
장기차입금	2,435	2,336	2,336	2,336	2,336
사채	907	499	499	499	499
부채총계	14,654	15,504	15,968	17,294	18,271
지배지분	7,497	7,786	8,309	9,008	9,891
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	1,885	2,234	2,768
비지배지분	4,165	4,224	4,695	5,463	6,636
자본총계	11,661	12,009	13,004	14,471	16,527
순차입금	3,403	3,137	1,949	263	-2,136
총차입금	6,624	6,435	6,445	6,475	6,497

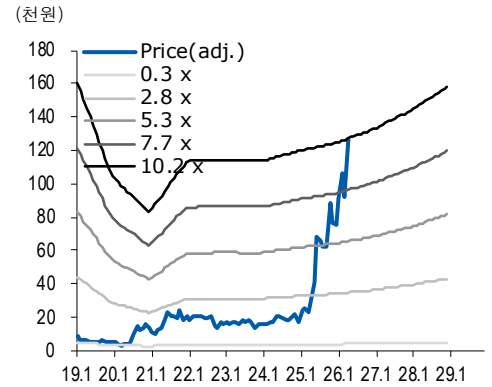
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	174	132	294	545	833
BPS	11,705	12,156	12,973	14,065	15,444
EBITDAPS	2,355	2,061	2,752	3,447	4,580
SPS	25,342	26,630	28,298	31,690	34,487
DPS	0	0	0	0	0
PER	104.1	388.7	432.6	233.0	152.5
PBR	1.5	4.2	9.8	9.0	8.2
EV/EBITDA	12.7	30.5	50.0	39.5	29.3
PSR	0.7	1.9	4.5	4.0	3.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-7.7	5.1	6.3	12.0	8.8
영업이익 증가율 (%)	-30.6	-25.0	55.0	35.8	44.5
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-23.9	122.0	85.6	52.8
매출총이익률 (%)	16.8	16.1	17.2	18.3	18.5
영업이익률 (%)	6.3	4.5	6.5	7.9	10.5
지배순이익률 (%)	0.7	0.5	1.0	1.7	2.4
EBITDA 마진 (%)	9.3	7.7	9.7	10.9	13.3
ROIC	4.4	3.2	6.0	8.8	12.4
ROA	0.4	0.3	0.7	1.2	1.6
ROE	1.5	1.1	2.3	4.0	5.6
부채비율 (%)	125.7	129.1	122.8	119.5	110.6
순차입금/자기자본 (%)	45.4	40.3	23.5	2.9	-21.6
영업이익/금융비용 (배)	3.1	2.3	3.8	5.1	7.4

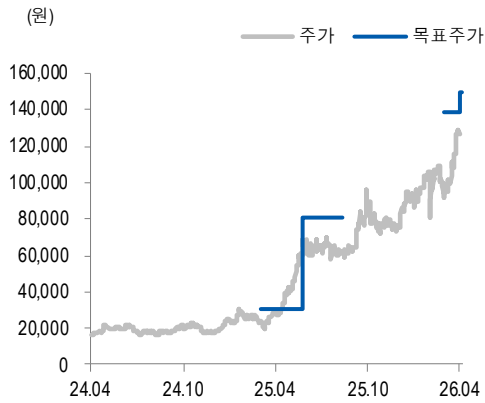
P/E band chart



P/B band chart



두산에너지빌리티 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-30	BUY	149,000	1년		
2026-04-02	BUY	139,000	1년	-20.89	-7.05
2025-09-22	BUY	81,000	1년	6.01	35.31
	담당자변경				
2025-06-25	BUY	81,000	1년	-21.49	-14.32
2025-04-03	BUY	31,000	1년	19.08	122.26

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-30

※해의 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 : 김도엽)
- 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.