

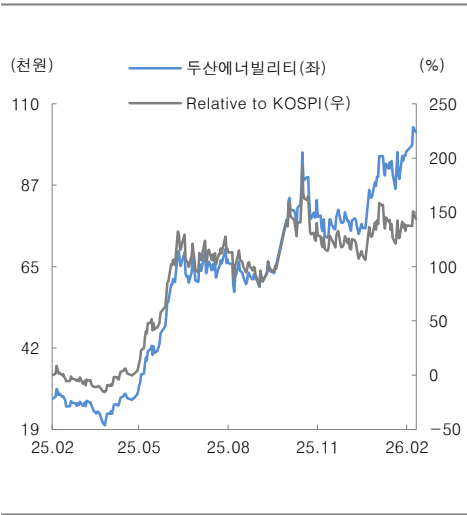
두산에너지 (034020)

대형원전, SMR 모두 수주 모멘텀 확장

투자의견	BUY (매수, 유지)
목표주가	130,000원 (상향)
현재주가 (26.02.23)	102,000원

KOSPI	5846.09
시가총액	65,337십억원
시가총액비중	1.96%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	103,500원/20,150원
120일 평균 거래대금	5,233억원
외국인지분율	24.01%
주요주주	두산외 28인 30.68% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	39.5	64.0	252.3
상대수익률	-6.7	-8.0	-11.1	60.0



- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 130,000원(2035F EV/EBITDA 20배, 중장기 실적 전망치 상향)으로 상향. 2026년 폴란드향 AP1000 원자로용기/증기발생기, TerraPower의 미국향 Natrium SMR 주요 기자재, NuScale의 루마니아 및 미국향 VOYGR SMR 주기기 등 해외 원전 기술사향 수주 확대 본격화 예상. 2026년 수주금액은 원자력 5.8조 원, 가스발전 5.3조 원 등 총 14.3조 원 전망
- AP1000 원전향으로 원자로 압력용기, 증기발생기만 공급해 왔음. AP1000 원전 2기당 수주금액은 1.9조 원으로 예상. 한국전력·한수원이 AP1000 원전의 '원자로 빌딩 시공 + 터빈 빌딩 및 보조기기 EPC'를 담당할 경우, 스팀터빈·발전기와 원자로 내 일부 부품, 주기기 빌딩 시공 등도 추가 수주 가능. 스팀터빈·발전기 수주금액은 원전 2기당 7,900억 원 기대
- 2026년 에너지부문의 매출액은 7.57조 원(-4%, 이하 YoY), 영업이익은 3,975억 원(+32%) 전망. 5월 TVA 이사회에서 '2025 IRP' 승인될 경우, 8월 이사회에서 작업 착수 지시 승인, 11월 조건부 PPA 승인 기대. TVA의 PPA는 NuScale SMR의 참조 계약으로 역할 가능, 이는 미국 내 다른 프로젝트들의 건설 논의 본격화와 함께 동사의 SMR 주기기 양산사업 성장의 기반으로 작용할 수 있음

(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	17,058	17,172	17,935
영업이익	1,467	1,018	763	964	1,434
세전순이익	738	658	327	553	1,104
종당기순이익	518	395	205	410	836
지배지분순이익	56	111	85	181	508
EPS	87	174	132	283	793
PER	183.0	100.9	770.2	360.1	128.6
BPS	11,120	11,703	11,874	12,196	13,028
PBR	1.4	1.5	8.6	8.4	7.8
ROE	0.8	1.5	1.1	2.4	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

두산에너지 (034020)

에너지부문의 2035년 이후 원자력, 가스/수소터빈 생산량, 점유율 가정

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
생산량(생산능력) (기)	LWR	5	5	5	5	5
	K-LMR	1	1	1	1	1
	WH-LMR	4	4	4	4	4
	SMR	6	20	20	30	60
	가스/수소 터빈	6	12	16	20	24
가동률	LWR	100%	100%	100%	100%	100%
	SMR	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 대신증권 Research Center

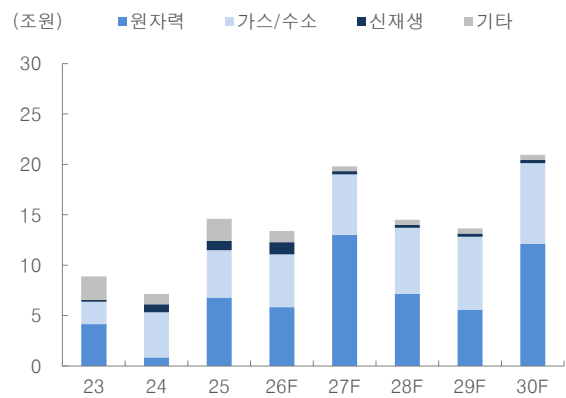
시나리오별 에너지부문의 2035년 실적 전망 및 밸류에이션

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
	2030F	2035F	2035F	2035F	2035F	2035F
매출액 (십억원)	15,152	14,398	18,711	21,988	24,083	30,184
원자력 기자재	6,689	6,950	8,923	9,494	11,175	15,715
APR	3,007	2,820	2,820	2,820	2,820	2,820
AP1000	1,144	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774
SMR	1,754	1,093	3,066	3,638	5,318	9,858
원자력 Service, I&C	784	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
가스/수소/양수발전 기자재 및 서비스	3,478	2,630	4,970	7,250	8,090	9,650
가스/수소발전 주기기	2,749	1,800	3,600	4,800	6,000	7,200
L TSA	397	540	900	1,140	1,380	1,620
양수발전 주기기, 단품 등	332	290	470	1,310	710	830
풍력발전 기자재	741	741	741	741	741	741
EPC	4,244	4,244	4,244	4,668	4,244	4,244
영업이익	2,053	2,105	2,835	3,249	3,726	4,905
EBITDA	2,253	2,308	3,037	3,451	3,953	5,158
이자손익	-23	75	101	112	145	162
영업외손익	-100	-100	-100	-100	-100	-100
세전이익	1,930	2,080	2,836	3,261	3,771	4,967
순이익	1,466	1,581	2,155	2,478	2,866	3,775
NOPLAT	1,666	1,783	2,357	2,680	3,093	4,028
순부채	-274	-7,863	-9,298	-10,106	-10,638	-12,474
유지보수 CAPEX	207	207	207	207	207	207
영업이익률 (%)	13.5%	14.6%	15.2%	14.8%	15.5%	16.3%
EBITDA마진율 (%)	14.9%	16.0%	16.2%	15.7%	16.4%	17.1%
EV/EBITDA		20	20	20	20	20
사업가치		46,561	61,275	69,625	79,757	104,060
지분가치		3,322	3,322	3,322	3,322	3,322
순차입금		-7,863	-9,298	-10,106	-10,638	-12,474
주주가치 (십억원)		57,746	73,896	83,054	93,717	119,856
목표주가 (원)		90,000	115,000	130,000	146,000	187,000
상승여력 (%)		-11.8%	12.7%	27.5%	43.1%	83.3%

자료: 대신증권 Research Center

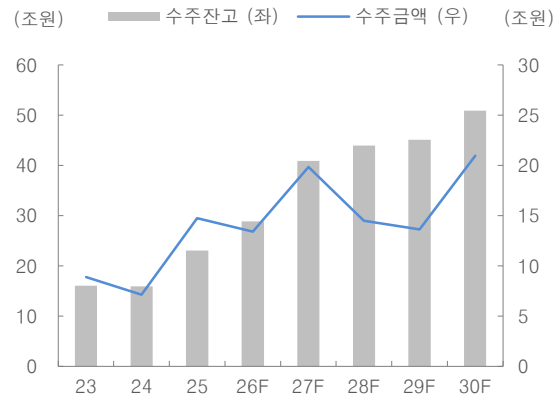
두산에너지 (034020)

두산에너지빌리티의 수주금액 추이 및 전망



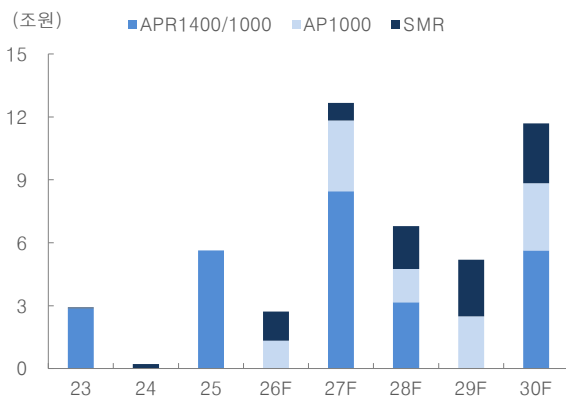
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티의 수주잔고, 수주잔고 추이 및 전망



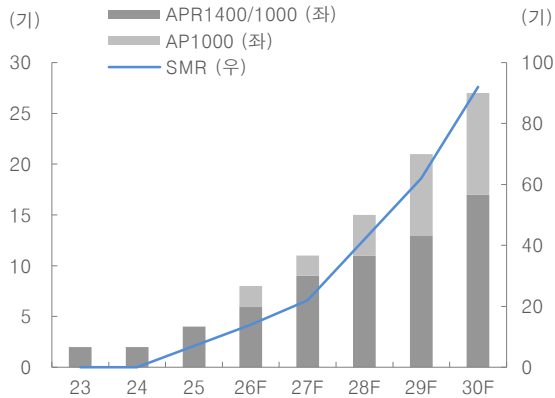
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center 추정

에너지빌리티의 원전 수주 추이 및 전망



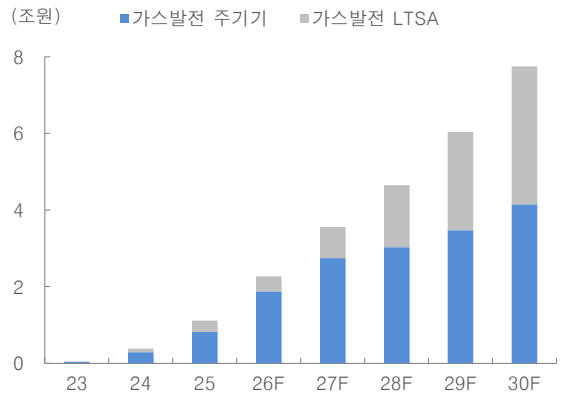
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center 추정

에너지빌리티의 원전 누적 수주 호기 수 전망



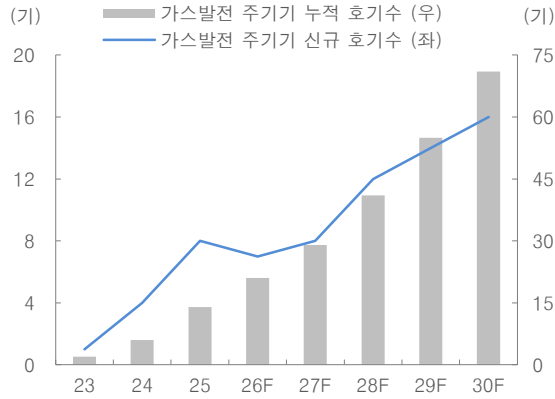
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center 추정

에너지빌리티의 가스발전 주기기 수주 전망 (금액 기준)



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center 추정

에너지빌리티의 가스발전 주기기 수주 전망 (호기 수 기준)



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center 추정

두산에너지 (034020)

두산에너지의 영업실적 추이 및 전망 (연결 기준)

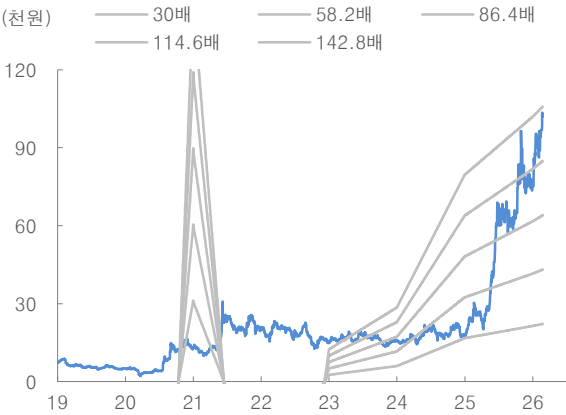
[단위: 십억원, %]	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
수주금액	1,721	2,037	1,633	9,338	1,906	4,214	3,078	4,192	7,135	14,728	13,389	19,817	14,497
수주잔고	16,149	16,012	16,066	23,047	23,180	25,366	26,698	28,867	15,888	23,047	28,867	40,887	43,901
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	4,032	4,424	4,120	4,596	16,233	17,058	17,172	17,935	22,132
에너지비리	1,576	2,268	1,678	2,360	1,772	2,028	1,745	2,023	7,367	7,881	7,569	7,797	11,483
발전	2,098	2,201	2,115	2,377	2,190	2,311	2,260	2,423	8,551	8,792	9,155	9,533	10,009
퓨얼셀	100	128	91	136	94	113	119	162	412	455	498	674	708
기타	-25	-29	-4	-13	-25	-28	-4	-12	-97	-70	-68	-66	-64
영업이익	142	271	137	212	180	239	227	318	1,018	763	964	1,434	1,868
에너지비리	-1	92	43	168	93	107	71	127	244	302	397	667	1,056
발전	200	204	134	148	153	175	191	206	871	686	739	872	915
퓨얼셀	-12	-2	-16	-77	-22	-18	-12	13	-2	-106	-34	16	17
기타	-45	-24	-24	-27	-44	-24	-24	-28	-96	-120	-120	-120	-120
세전이익	30	311	-18	4	135	188	70	160	658	327	553	1,104	1,556
당기순이익	-21	198	-24	53	93	136	63	117	395	205	410	836	1,162
당기순이익(지배)	-69	131	-50	73	36	65	21	59	111	85	181	508	816
에너지비리	-78	100	-83	464	12	25	-4	39	-115	403	73	332	625
발전	52	56	38	39	67	71	48	50	260	186	236	285	299
퓨얼셀	-3	-1	-5	-31	-8	-6	-4	-1	-3	-40	-19	-0	0
기타	-40	-24	1	-400	-35	-25	-19	-29	-30	-463	-108	-108	-108
영업이익률 (%)	3.8	5.9	3.5	4.4	4.5	5.4	5.5	6.9	6.3	4.5	5.6	8.0	8.4
에너지비리	(0.1)	4.1	2.6	7.1	5.3	5.3	4.1	6.3	3.3	3.8	5.3	8.6	9.2
발전	9.5	9.3	6.3	6.2	7.0	7.6	8.5	8.5	10.2	7.8	8.1	9.1	9.1
퓨얼셀	(11.6)	(1.5)	(17.2)	(56.4)	(23.2)	(16.1)	(9.7)	8.2	(0.4)	(23.2)	(6.8)	2.3	2.3
지배지분율 (%)	325.5	66.2	207.8	138.4	38.8	47.9	33.0	50.5	28.2	41.3	44.3	60.8	70.2

자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

주1. 수주금액과 수주잔고는 두산에너지 부문 기준임

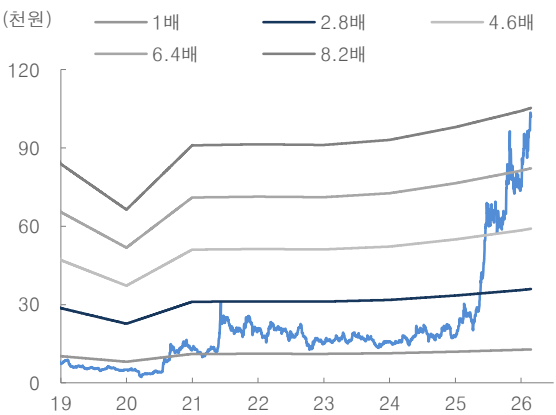
주2. 기타는 두산큐백스 등의 실적 이외에 배당수익(중간지주회사인 에너지비리 부문이 발전, 퓨얼셀 등으로 받는 배당수익) 등의 내부거래가 제거된 것임

두산에너지의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

두산에너지의 12MF PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티 (034020)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	17,058	17,172	17,935
매출원가	14,573	13,503	14,396	14,337	14,524
매출총이익	3,017	2,730	2,662	2,835	3,410
판매비와관리비	1,550	1,712	1,899	1,871	1,976
영업이익	1,467	1,018	763	964	1,434
영업이익률	8.3	6.3	4.5	5.6	8.0
EBITDA	1,934	1,509	1,331	1,559	2,050
영업외손익	-729	-360	-436	-411	-330
관계기업손익	-39	20	13	14	14
금융수익	595	1,156	711	163	159
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-863	-1,337	-1,000	-285	-263
외환관련손실	329	531	260	260	260
기타	-422	-199	-159	-302	-240
법인세비용차감전순이익	738	658	327	553	1,104
법인세비용	-221	-263	-122	-143	-268
계속사업순이익	518	395	205	410	836
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	518	395	205	410	836
당기순이익률	2.9	2.4	1.2	2.4	4.7
비지배지분손이익	462	283	120	228	328
지배지분손이익	56	111	85	181	508
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	58	1,693	49,571	1,451,364
포괄순이익	537	973	17,136	496,122	14,514,479
비지배지분포괄이익	538	603	10,053	276,335	5,696,215
지배지분포괄이익	-1	370	7,083	219,787	8,818,263

Valuation지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	87	174	132	283	793
PER	183.0	100.9	770.2	360.1	128.6
BPS	11,120	11,703	11,874	12,196	13,028
PBR	1.4	1.5	8.6	8.4	7.8
EBITDAPS	3,022	2,355	2,079	2,434	3,200
EV/EBITDA	8.4	12.5	54.8	46.9	35.5
SPS	27,483	25,342	26,630	26,807	27,998
PSR	0.6	0.7	3.8	3.8	3.6
CFPS	3,226	2,715	2,378	2,742	3,605
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액증가율	14.1	-7.7	5.1	0.7	4.4
영업이익증가율	32.7	-30.6	-25.0	26.4	48.8
순이익증가율	흑전	-23.7	-48.0	99.6	104.2
수익성					
ROIC	7.0	4.0	3.0	4.4	6.6
ROA	6.2	4.0	2.9	3.6	5.2
ROE	0.8	1.5	1.1	2.4	6.3
안정성					
부채비율	127.3	125.7	125.1	121.5	114.5
순차입금비율	22.3	29.2	28.9	28.2	22.2
이자보상배율	4.6	3.1	2.5	3.4	5.5

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,642	10,049	10,202	10,335	11,148
현금및현금성자산	2,620	2,898	2,747	2,527	2,839
매출채권 및 기타채권	3,351	3,405	3,574	3,717	3,906
재고자산	2,539	2,734	2,751	2,815	2,940
기타유동자산	1,132	1,012	1,129	1,277	1,462
비유동자산	14,999	16,266	16,434	16,575	16,697
유형자산	5,225	5,703	5,872	6,013	6,131
관계기업투자금	317	348	398	449	500
기타비유동자산	9,457	10,215	10,164	10,113	10,065
자산총계	24,641	26,315	26,636	26,910	27,845
유동부채	9,597	8,946	9,313	9,381	9,598
매입채무 및 기타채무	6,119	5,463	5,575	5,531	5,633
차입금	1,187	2,141	2,355	2,426	2,499
유동성채무	1,576	398	410	422	435
기타유동부채	714	944	972	1,001	1,031
비유동부채	4,203	5,708	5,492	5,378	5,265
차입금	1,952	3,341	3,066	2,891	2,716
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,251	2,367	2,426	2,486	2,549
부채총계	13,799	14,654	14,805	14,758	14,863
지배지분	7,117	7,497	7,606	7,812	8,345
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,713	1,572	1,572	1,572	1,572
이익잉여금	1,185	1,394	1,479	1,661	2,169
기타자본변동	953	1,263	1,287	1,312	1,337
비지배지분	3,724	4,165	4,225	4,340	4,636
자본총계	10,842	11,661	11,831	12,152	12,982
순차입금	2,414	3,403	3,418	3,431	2,876

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,071	242	1,052	1,112	1,601
당기순이익	518	395	205	410	836
비현금항목의 가감	1,547	1,344	1,318	1,347	1,473
감가상각비	467	491	569	595	615
외환손익	13	-56	-1	-1	-1
지분법평가손익	39	-20	-20	-20	-20
기타	1,029	930	771	773	879
자산부채의 증감	645	-891	-150	-321	-278
기타현금흐름	-639	-605	-322	-324	-430
투자활동 현금흐름	-817	-821	-997	-1,026	-1,064
투자자산	-178	16	-55	-55	-55
유형자산					-387
기타	-252	-386	-365	-394	-432
재무활동 현금흐름	-53	608	-1	-44	-42
단기차입금	-242	1,063	214	71	73
사채	509	474	-125	-25	-25
장기차입금	255	873	-150	-150	-150
유상증자	-1,125	-149	0	0	0
현금배당	-80	-86	0	0	0
기타	630	-1,566	60	60	61
현금의 증감	1,224	278	-151	-220	312
기초 현금	1,396	2,620	2,898	2,747	2,527
기말 현금	2,620	2,898	2,747	2,527	2,839
NOPLAT	1,028	611	479	714	1,087
FCF	894	449	361	623	1,015

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 허민호)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	10.0%	0.0%

기준일자: 2026.02.22

[유틸리티]

두산에너지빌리티(034020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

