

두산에너지빌리티 (034020)

대만 NDR 후기: 같은 스토리, 다른 렌즈

아 다르고 어 다르다

당사는 7월 13~15일 대만 현지에서 8개 기관을 대상으로 NDR을 진행하였다. 펀더멘탈 스토리는 당사에서 진행한 5월 Corporate Day 대비 크게 달라진 부분이 없었으나, 대만 투자자들이 파고든 관심사와 우려의 결이 앞서 다녀온 북미·유럽·홍콩·싱가포르와 뚜렷하게 달랐다는 점이 이번 미팅의 핵심 시사점이다.

가장 큰 관심사: 가스터빈 수요 지속성

대만 투자자들이 가장 관심 있어 한 주제는 가스터빈 수요의 지속성이었다. 이들은 double booking 가능성, 하이퍼스케일러의 프로젝트 다운사이징, 그리고 2030년 이후의 수요 절벽 리스크를 중점적으로 질문하였다. 이는 대만 투자자들이 자국 반도체·데이터센터 밸류체인에 대한 이해도가 높은 데서 비롯된, 'AI·반도체의 관점에서 전력 인프라를 역산하는' 시각으로 보인다. 다만 동사의 가스터빈 물량은 2029년 납기 슬롯까지 이미 full booking되어 있고, 2030~2031년 납기를 두고 신규 유틸리티사와 협의가 진행 중이어서 수요 가시성은 여전히 견조하다고 판단한다. 두 번째 관심사는 대미 투자와 Westinghouse AP1000의 실현 가능성이었으나, 그 톤은 북미 투자자 대비 확연히 회의적이었다. "트럼프가 2년 뒤 없어지면", "한·미 달이 중단되면 사업 기회가 사라지는 것이 아닌지" 등 질문이 반복되었고, 당사의 상반기 Corporate Day 당시 확인되었던 '북미 투자자의 낙관 vs 유럽 투자자의 보수'라는 구도에서, 대만 투자자가 후자에 더 가깝게 위치한다고 판단한다. SMR에 대해서는 관심 자체는 높았으나 상업화 지연과 마진 불확실성에 대한 근본적 회의가 여전하였다.

대만도 반도체 집중, 그러나 동사에 대한 관심은 확실

한국과 유사하게, 최근 대만 투자자들이 반도체 섹터 강세로 인해 산업재 비중을 축소하거나 관심을 반도체에 집중하고 있음이 확인되었다. 또한, 단기적인 실적을 중시하는 경향이 있어, 이익 가시화까지 장기간의 시간이 소요되는 동사의 스토리를 설득하는 데에 다소 어려움이 있었다. 그럼에도 불구하고, 동사를 대체 불가능한 에너지 설비 기업으로 인식하는 시각은 뚜렷하였으며, 우호적인 관심도 확인되었다. 이번 NDR로 투자 포인트는 재확인되었으며, 투자 의견 Buy, 목표주가 149,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,730	3.5	11.0	4,678	1.1
영업이익	306	12.7	30.8	267	14.4
세전계속사업이익	234	-24.8	95.8	200	16.7
지배순이익	56	-57.6	7,233.5	72	-22.8
영업이익률 (%)	6.5	+0.6 %pt	+1.0 %pt	5.7	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	1.2	-1.7 %pt	+1.2 %pt	1.5	-0.3 %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	220.6	118.8
PBR	1.5	4.2	5.0	4.6
EV/EBITDA	12.7	30.5	27.3	21.4
ROE	1.5	1.1	2.3	4.0

자료: 유안타증권



김도엽 건설/기계
doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **149,000원 (M)**

직전 목표주가 **149,000원**

현재주가 (7/20) **64,800원**

상승여력 **130%**

시가총액	415,084억원
총발행주식수	640,561,146주
60일 평균 거래대금	3,866억원
60일 평균 거래량	3,711,684주
52주 고/저	136,400원 / 57,400원
외인지분율	24.00%
배당수익률	0.00%
주요주주	두산 외 28 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(33.8)	(41.6)	0.0
상대	(8.0)	(44.3)	(51.1)
절대 (달러환산)	(31.6)	(41.7)	(5.8)

[Fig. 1] 두산에너지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	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	17,057.9	18,126.9	20,299.1
YoY (%)	-8.5%	10.1%	14.3%	5.9%	13.7%	3.5%	3.9%	5.0%	5.1%	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	8,791.9	9,271.8	9,621.5
두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	123.2	79.0	184.1	454.8	531.2	691.6
기타 및 연결조정	(24.9)	(28.5)	(4.0)	(12.7)	(26.9)	(9.4)	(17.6)	(1.0)	(70.2)	(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%	-25.0%	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	686.1	753.5	903.1
두산퓨얼셀	(11.5)	(1.9)	(15.6)	(76.6)	(1.3)	(8.8)	(5.6)	(13.1)	(105.7)	(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%	적자전환	흑자전환	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 (%)	적자전환	-3.9%	적자지속	흑자전환	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%	7.8%	8.1%	9.4%
두산퓨얼셀	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-7.1%	-7.1%	-7.1%	-23.2%	-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: 두산에너지, 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
매출총이익	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

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

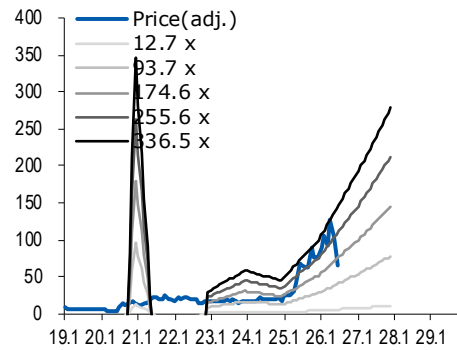
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,049	10,772	12,344	15,129	18,148
현금및현금성자산	2,898	3,081	4,269	5,954	8,352
매출채권 및 기타채권	3,405	4,046	4,248	4,827	5,064
재고자산	2,734	2,544	2,671	3,035	3,303
비유동자산	16,266	16,742	16,628	16,636	16,651
유형자산	5,703	5,777	5,800	5,868	5,961
관계기업 등 자본관련 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	220.6	118.8	77.8
PBR	1.5	4.2	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	12.7	30.5	27.3	21.4	15.7
PSR	0.7	1.9	2.3	2.0	1.9

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

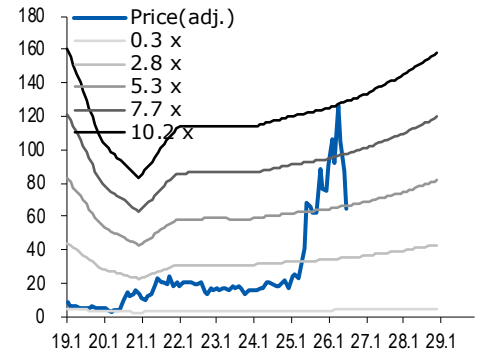
P/E band chart

(천원)

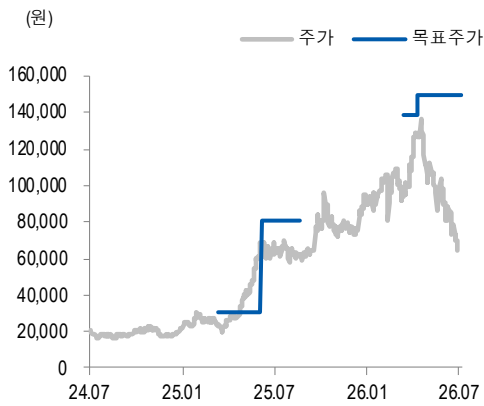


P/B band chart

(천원)



두산에너지빌리티 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-07-21	BUY	149,000	1년		
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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-07-21

※ 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 : 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.