

# 두산 에너빌리티 (034020)

허민호 minho.hur@dshin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 신규

6개월

**30,000**

목표주가

신규

현재주가

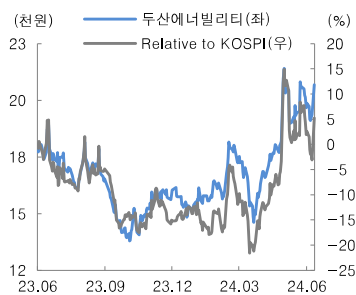
**21,000**

(24.07.08)

유틸리티업종

KOSPI	2,857.76
시가총액	13,452십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	21,800원 / 13,420원
120일 평균거래대금	1,132억원
외국인지분율	
주요주주	두산 외 26 인 30.67% 국민연금공단 6.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	26.9	35.0	20.7
상대수익률	4.4	20.7	21.3	6.7



Initiation

## 한국과 미국의 글로벌 원전 공략의 최대 수혜주

- 목표주가는 에너빌리티 부문의 '27년 EBITDA x EV/EBTIDA 18배 적용
- 한국과 미국 원전의 주기기 기자재 공급, 국내 가스터빈 수주 확대
- 에너빌리티 부문의 영업이익률은 '24F 3.6%, '25F 5.0%, '27F 8.6%

### 투자 의견 '매수', 목표주가 30,000원(상승여력 42.9%) 제시

목표주가 30,000원은 에너빌리티 부문의 '27년 EBITDA에 목표 EV/EBTIDA 18배 적용 등을 통해 산출. 당사는 K-원전 이외에도 미국 WEC의 원전향으로도 일부 주기기 공급, NuScale, X-energy 등의 SMR 공동 개발 등 한국과 미국의 글로벌 원전 시장 공략의 핵심 수혜 기대

### 한국과 미국 원전의 주기기 기자재 공급 + 국내 가스터빈 수주 확대

당사는 1) 한국이 '24년 체코 우선협상사업자 선정, '26년 폴란드 원전 수주 계약 성공 시, 대형 원전 주기기(K-원전, WEC의 원전) 관련 수주금액은 '23년 2.87조원, '25년 5.74조원, '26년 3.93조원, '27년 5.0조원으로 확대 전망. 2) SMR 관련 소재 및 주기기 관련 수주금액은 '24년 0.4조원, '26년 0.7조원, '27년 1조원으로 증가 기대. 3) 최근 당사는 '23년 ~ '28년 가스발전소 주기기(가스터빈 등) 수주금액 목표를 7조원에서 9.9조원(국내 8.1조원, 해외 1.8조원)으로 상향하는 가스터빈 사업 호조 등을 예상

### 에너빌리티 부문은 '25년 이후 의미있는 수익성 개선 본격화 예상

에너빌리티 부문은 '22년 ~ '23년 구조조정을 마무리하고, '24년 영업이익 2,531억원(+12%), 영업이익률 3.6%로 실적 다지기에 성공할 전망. '25년 이후에는 정상마진의 수주 물량 매출 증가, 원전 매출 확대 등으로 의미있는 수익성 개선 본격화 기대, 특히 원전 및 가스터빈의 예상 수주가 모두 매출로 인식되는 '27년에는 매출액 8.8조원, 영업이익률 8.6% 달성 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421	17,590	16,976	17,855	19,046
영업이익	1,106	1,467	1,342	1,500	1,752
세전순이익	-186	738	1,217	1,282	1,580
총당기순이익	-453	518	868	966	1,189
지배지분순이익	-772	56	463	526	694
EPS	-1,247	87	722	821	1,083
PER	NA	183.0	29.1	25.6	19.4
BPS	11,481	11,120	11,872	12,732	13,856
PBR	1.3	1.4	1.8	1.6	1.5
ROE	-11.7	0.8	6.3	6.7	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산에너빌리티, 대신증권 Research Center

## 1. Valuation: 투자 의견 '매수', 목표주가 30,000 원

목표주가는 2027년  
예상 EBITDA 기준  
영업가치와 자회사  
(두산밥캣, 두산퓨어셀)  
가치 등을 합하여 산출

두산에너지빌리티는 원전 주기기 및 가스/풍력터빈 제조, 발전소 시공을 주사업으로 하고 있으며, 두산그룹의 중간지주회사로 두산밥캣(미국 중소형 건설기계) 지분 46.1%, 두산퓨어셀(국내 연료전지) 지분 30.3% 등을 보유하고 있다. 2023년 기타 손실(내부거래 등)을 제외한 연결기준 영업이익 1.62조원(기타손실 반영된 영업이익은 1.47조원) 중 에너지빌리티 부문 비중은 13.9%, 밥캣 부문 비중은 86.0%, 퓨어셀 부문 비중은 0.1%이다. 향후 에너지빌리티 부문의 실적 개선으로 에너지빌리티 부문의 이익기여도 확대가 전망된다.

동사에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 에너지빌리티의 영업가치 16.94조원과 자회사의 지분가치 3.51조원, 2027년 에너지빌리티의 예상 순차입금 1.39조원을 합한 19.06조원을 발행주식수로 나누어 산출했다. 영업가치는 2027년 예상 EBITDA 9,227억원에 목표 EV/EBITDA 18배를 적용하여 산출했다. 2027년 실적을 적용한 이유는 현재 설계를 진행중인 국내 신한울 3,4호기와 함께 체코 4기, 폴란드 2기, 국내 신규 원전 3기의 매출이 모두 반영하는 시기이기 때문이다.

목표 EV/EBITDA는  
18배로 미국/캐나다  
원전 Peer의 2024F  
평균 EV/EBITDA  
20배 대비 10% 할인

목표 EV/EBITDA 18배는 미국/캐나다 원전 Peer의 2024년 예상 실적 기준 평균 EV/EBITDA 20배 대비 10% 할인했다. 미국/캐나다 원전 Peer의 2024년 예상 실적 기준 평균 EV/EBITDA 20배이다. 미국/캐나다 원전 Peer는 군사용 원자로 설계 및 민간 원자력 부품/서비스(BWXT), 우라늄 채굴 및 WEC 지분 49% 보유(Cameco), 가스/풍력발전 및 중수로 원전(GE Vernova), 원자력 발전(Constellation Energy) 업체이다.

미국은 당분간 대형원전 증설 계획이 아직 없고, 기존 대형 원전 수명 연장 및 SMR/첨단 원전 개발에 집중하고 있는 점을 감안하면, 해외 원전 시장 진출 확대가 예상되는 동사의 성장성이 더 높을 것으로 기대된다. 다만, 아직 해외 원전 수주 및 수익성 개선 모습이 확인되지 못 했으며, 원전 이외의 가스발전 및 풍력 사업은 후발주자로서 해외 Peer(GE Vernova 등) 대비 경쟁력이 부족한 점 등을 감안해 20% 할인했다.

동 목표주가는 2Q24F ~ 1Q25F 기준 EV/EBITDA로는 43배에 해당하지만, 2023년 구조조정 마무리 이후, 아직 과거 저가 수주물량이 매출로 인식되고 있으며, 원전 주기기 사업도 원전 2개 호기(현재 2023년 12월 수주한 신한울 3,4호기만 반영, 공정율이 96% 수준인 새울 3,4호기는 제외)만 제작하고 있어, 고정비 부담을 감안하면 본연의 수익성을 제대로 보이고 있지 못하고 있기 때문이다. 2027년에는 총 11기의 원전을 동시에 제작함에 따라 높은 수익성을 시현할 것으로 예상된다.

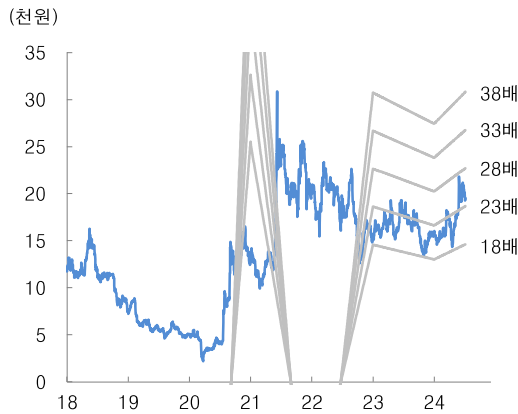
표 21. 두산에너지밸리티의 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, %)

	Value		비고
	2Q24F~1Q25F	2027F	
(A) 영업가치	17,522	16,940	에너지밸리티 부문의 2027F EBITDA 적용(2027년 체코, 폴란드, 국내 신규 원전 매출을 모두 반영)
EBITDA	407	923	미국 원전 Peer의 2024F 실적 기준 EV/EBITDA 20배 적용 대비 10% 할인
EV/EBITDA	43	18	미국 원전 Peer는 우라늄 채굴, 군수용원자로/민간 핵부품/서비스, 원자력 발전 업체로, 동사의
(B) 지분가치	3,511	3,511	중장기 성장성이 더 큼, 해외 원전 수주 확정, 수익성 개선 확인 시 할인율(불확실성) 축소 가능
두산밥캣	2,302	2,302	
두산퓨얼셀	410	410	지분가치는 두산밥캣 시가총액 x 지분율 46.1%, 두산퓨얼셀 시가총액 x 지분율 30.3%,
비상장 자회사	798	798	비상장 자회사 장부가치로 계산
(C) 기업가치	21,033	20,451	
(D) 순차입금	1,970	1,388	순차입금은 두산에너지밸리티 부문 기준
(E) 주주가치	19,063	19,063	주주가치는 (E) = (A) + (B) + (C) - (D)
목표주가		30,000	발행주식수 640,6백만주, 목표주가는 2027F PER 22배에 해당
현재주가		21,000	
상승여력		42.9	

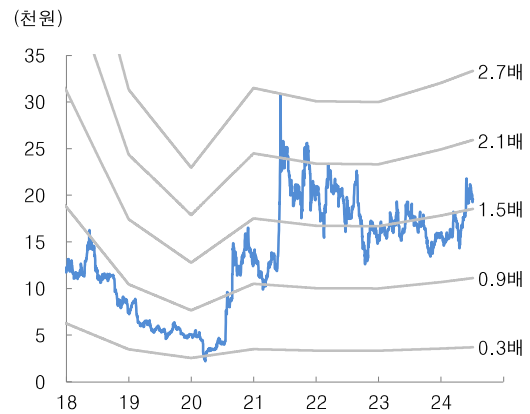
자료: 대신증권 Research Center

그림 38. 두산에너지밸리티의 12MF PER 밴드



자료: WISEIn, 대신증권 Research Center

그림 39. 두산에너지밸리티의 12MF PBR 밴드



자료: WISEIn, 대신증권 Research Center

표 22. 글로벌 원전 밸류체인 Peer의 Valuation 비교 (2024년 7월 08일 기준)

(단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS Growth		
		23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
Constellation Energy	66,197	22.4	27.0	24.8	3.4	5.4	4.8	11.0	17.5	16.1	15.4	21.4	23.1	-	48.4	8.8
GE Vernova	47,329	-	51.5	31.8	-	4.5	4.0	-	21.2	15.8	-	10.0	12.3	-	-	61.3
Cameco	21,636	-	62.7	34.6	4.0	2.9	-	49.7	22.4	18.1	6.1	11.0	10.5	-	-	81.0
BWX	8,617	27.6	29.7	27.5	7.5	7.8	6.9	17.2	19.5	17.9	30.3	29.0	26.4	-0.4	14.0	7.8
NuScale	2,656	-	-	-	8.5	6.0	5.0	-	-	-	-56.1	-	-	-	-	-
Uranium Fuels	2,395	196.8	158.4	32.0	4.4	-	-	121.2	347.9	27.5	1.4	6.0	20.0	-	102.2	394.6
평균(NuScale, Uranium Fuels 제외)		25.0	42.7	29.7	5.0	5.2	5.2	26.0	20.2	17.0	17.3	17.9	18.1	(0.4)	31.2	39.7

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 2. 투자 포인트

### 투자 포인트 1)

체코, 폴란드 원전  
수주 성공시,  
대형 원전 주기기  
관련 수주금액은  
'23년 2.87조원,  
'25년 5.74조원,  
'26년 3.93조원,  
'27년 5.0조원 전망

투자 포인트는 다음과 같다.

첫째, 동사는 2023년 국내 신한울 3,4호기 주기기 2.87조원, 주설비 공사 1.1조원을 수주한 바있다. 2025년부터 2027년까지 순차적으로 체코 4기, 폴란드 2기, 국내 신규 원전 3기, 총 9기의 원전 주기기설비 또는 주설비 공사 수주가 전망된다. 또한 2026년 이후 미국 WEC(Westinghouse Electric Company)의 폴란드 원전 3기, 불가리아 원전 2기 관련 일부 주기기 기자재 공급도 기대된다. 체코 원전의 주기기 수주금액은 5.74조원(순공사비 대비 29.5% 가정)로 예상된다. 동사는 대우건설과 함께 체코 원전의 주설비 공사에도 참여하고 있는데, 주설비 공사 수주금액은 2.81조원으로 기대된다.

이에 따라 대형 원전 주기기 관련 수주금액은 2023년 2.87조원, 2025년 5.74조원, 2026년 3.93조원, 2027년 5.0조원으로 늘어날 전망이다. 매출은 수주 이후 5 ~ 7년에 걸쳐서 발생될 것으로 기대된다.

그림 40. 에너지빌리티 부문의 사업분야별 제품 및 역무 현황

	원자력		가스/수소	신재생	기타 단품 / 서비스
제품	대형원전 주기기 (NSSS, T/G)	원자로, 증기발생기 가압기, 냉각재펌프 터빈/발전기 계측제어시스템 기타 주기기/보조기기	· 가스 터빈 (최대 380MW 생산) · 수소혼소 터빈 (300MW 개발중) · 수소전소 터빈 (400MW 개발 계획)	· 양수 터빈/발전기 · 육상 풍력터빈(최대 3.3MW) · 해상 풍력터빈(5.5MW, 8MW) · 풍력 실적: 국내 340MW(97기) · 풍력 점유율: 용량 기준 20%	· 발전/선박/제철기계 등의 주조/단조 소재 제작 · 신사업: 3D부품, 리튬회수
	SMR NSSS	VOYGR(미국 NuScale) Xe-100(미국 X-Energy) i-SMR(한국 혁신형 SMR)			
EPC	대형원전 주기기 시공		가스/수소 발전소 시공	양수/풍력/연료전지 발전소 시공	건설(도로, 철도, 항만, 산업단지)

주1: NSSS(Nuclear Steam Supply System): 핵증기공급계통, 원자로, 증기발생기, 가압기, 냉각재 펌프로 구성

주2: T/G(TBN/GEN System): 터빈발전기계통, Xe-100: X-energy사의 고온가스로형 SMR

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

표 23. 한국 원전 수주 성공 시, 두산에너지빌리티의 주기기 및 주설비 공사 수주금액 추정

(단위: 십억원)

보수적 가정 1: 환율 1,300원/달러 보수적 가정 2: 물가상승률은 마반영	UAE Barakah 1,2,3,4		국내 신한울 3,4		체코 두코바니/터필린 4기		폴란드 폰트누프 2기		국내 신규 원전 3기	
	계약 기간	AFR 1400	계약 기간	AFR 1400	수주 시점	AFR 1000	수주 시점	AFR 1400	수주 시점	AFR 1400
사업비(순공사비, 사업자비용, 금융비용 등. 가정: 1기당 국내 5.8조원, 해외 7.6조원)		23,000		11,700		30,421		15,210		17,550
순공사비 추정(사업비 중 순공사비 비중 가정: 해외 64%, 국내 83%)		15,703		9,719		19,438		9,719		14,578
주기기	'10/06~'24/06	4,657	'23/03~'33/10	2,870	2025F	5,740	2026F	2,870	2027F	4,305
주설비 공사		-		1,092	2026F	2,807		-		-
O&M		N/A		N/A		N/A		N/A		N/A
총계		4,657		3,962		8,548		2,870		4,305

주 1: 국내외 원전 사업비 및 순공사비는 신한울 3,4호기 사업비를 감안해 추정한 것임. 신한울 3,4호기 사업비는 1기당 5.85조원, 순공사비는 1기당 4.86조원

주 2: 참고로 AFR1400 원자로의 첫 상용 원전인 새울 1,2호기는 사업비 3,7조원, 순건설비 2,67조원 대비 각각 60%, 80% 증가)으로 추산됨

자료: 각 사, 언론보도, 대신증권 Research Center

**투자 포인트 2)**  
**SMR 관련 소재 및 주기기 관련 수주금액은 '24년 4,000억원, '26년 7,000억원, '27년 1조원으로 증가 기대**

둘째, NuScale, X-energy 등 미국 SMR과 국내 i-SMR 개발 및 사전 제작 수주도 꾸준히 증가할 전망이다. SMR 관련 소재 및 주기기 관련 수주금액은 2023년 2,400억원이 발생한 바 있으며, 2024년에도 4,000억원, 2025년 5,000억원, 2026년 7,000억원, 2027년 1조원으로 증가할 것으로 기대된다. SMR은 미국 정부의 강력한 개발 보조금 및 프로젝트 금융지원, 가동 시 PTC(발전량당 보조금) 30달러/MWh 지급 등과 함께 기존 대형 원전과 달리 빠른 인허가를 진행하고 있다.

최근 NuScale의 2023년 11월 미국 UAMPS(Utah Associated Municipal Power Systems) 462MW(77MWx6기) 프로젝트는 높은 발전단가로 인해 중단되었지만, 여전히 루마니아 462MW는 진행중에 있으며, 2025년 2단계 FEED 마무리 이후 2026년 착공, 2029년 가동을 목표로 하고 있다. 그 이외 지역에도 현재 프로젝트 논의가 진행중인 것으로 알려져 있다. SMR 관련해서는 향후 원전 시리즈 2탄으로 '글로벌 원전 패권전쟁 Phase2: SMR 및 첨단 원자로'(가칭)를 통해 자세히 다루고자 한다.

참고로 루마니아 SMR 프로젝트는 미국 정부가 인허가/부지평가 140만달러, FEED 1,400만달러를 지원하고, 사업비 59억달러 중 미국 EXIM, DFC 등이 40.9억달러를 지원하는 프로젝트(해외 SMR 수출 지원 위한 FIRST Program(2021년 법안 통과), EXIM SMR Financing Toolkit(2023년 법안 통과) 등의 일환)이다.

**표 24. NuScale 의 루마니아 SMR 프로젝트 현황**

프로젝트 소유주 (자분)	SMR 설계	부지	단계	본계약	가동 목표
Nuclearelectrica(국영원자력전력회사, 50%) Nova Power & Gas(천연가스 유통, 50%)	NuScale	Doicești 석탄발전소	FEED2	2025년	2029년
설비용량 (MW)	사업비 (억달러)	파이낸싱 (억달러)			루마니아
462 (77 x 6)	59.0	미국 EXIM	미국 DFC	미국/일본/한국 /JAE 파트너	16.3

자료: Nuclearelectrica, 언론보도, 대신증권 Research Center

**투자 포인트 3)**  
**2023년 ~ 2028년 가스발전소 주기기 (가스터빈 등) 수주금액 목표를 7조원에서 9.9조원 (국내 8.1조원, 해외 1.8조원)으로 상향**

셋째, 380MW 규모의 H급 가스터빈의 자체 개발 성공으로 향후 국내 가스발전소 증설에 따른 수혜가 예상된다. 향후 국내에서의 레퍼런스와 가격경쟁력을 바탕으로 해외 시장 진출도 기대된다. 동사는 2023 ~ 2028년 가스발전 주기기 수주금액 목표를 7조원에서 9.9조원(국내 8.1조원, 해외 1.8조원)으로 상향하는 만큼 자신감을 표출하고 있다. 실제로 동사가 주기기설비(가스터빈, 스팀터빈, 배열회수보일러 등)를 공급한 김포열병합소가 2023년 7월 상업 가동에 성공함에 따라 2023년 보령신복합발전소 1호기 주기기설비(2,800억원), 2024년 안동복합발전소 2호기(2,800억원), 분당복합발전소(2,600억원)향 주기기설비 공급계약을 체결하는 등 국내 가스발전소향 주기기 수주가 늘어나고 있다.

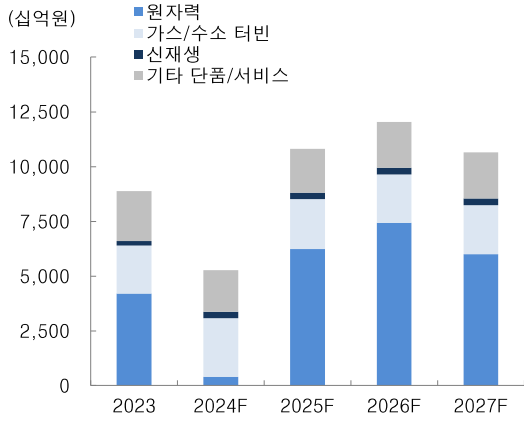
투자 포인트 4)  
 에너지빌리티 부문은  
 2025년 이후  
 의미있는 수익성  
 개선 본격화,  
 2027년 매출액  
 8.8조원,  
 영업이익률 8.6%  
 달성 전망

넷째, 2025년 에너지빌리티 부문의 영업이익률은 5.1%로 2023년 2.9% 대비 2.2% 개선되며 의미 있는 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망된다. 특히 2027년에는 영업이익률이 10% 이상으로 상승이 기대된다. 이는 2027년 한국 원전 11기의 주기기 제조, WEC의 일부 주기기 제조, 루마니아향 SMR 주기기 공급 확대, 2023년 ~ 2024년 수주한 가스터빈 공급 등으로 그 동안 준비해왔던 사업이 동시에 매출로 실현되기 때문이다.

동사는 2022년 ~ 2023년의 구조조정이 마무리된 이후, 2024년에는 아직 과거 저가 수주 물량이 매출로 인식되고 있어 3 ~ 4%의 영업이익률에 머무를 것으로 예상된다. 원전 주기기 사업도 현재 원전 2개 호기만 제조하고 있어, 본연 수익성을 제대로 보이고 있지 못하고 있다. 2025년 이후에는 정상마진의 수주물량 매출 확대와 함께 한국의 APR1400/1000 6기(국내 2기, 체코 4기), 2026년 8기(국내 2기, 체코 4기, 폴란드 2기), 2027년 11기(국내 5기, 체코 4기, 폴란드 2기)의 주기기의 매출이 인식되고, WEC의 AP1000은 2026년 3기(폴란드 3기), 2027년 5기(폴란드 3기, 불가리아 2기)의 일부 주기기 기자재 매출 등 원전 관련 매출이 확대될 것으로 기대된다.

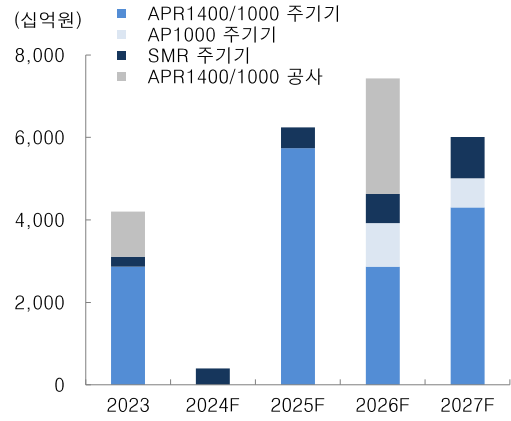
이를 통해 에너지빌리티 부문은 2027년 매출액 8.8조원, 영업이익 7,551억원, 영업이익률은 8.6%를 실현할 것으로 전망된다.

그림 41. 에너지 부문 분야의 분야별 수주금액 전망



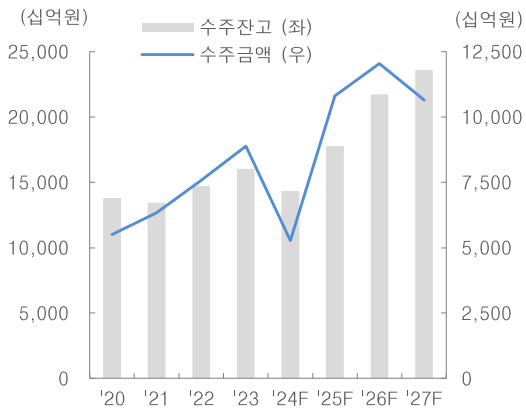
자료: 두산에너지리티, 대신증권 Research Center

그림 42. 에너지 부문 분야의 원자력 수주금액 전망



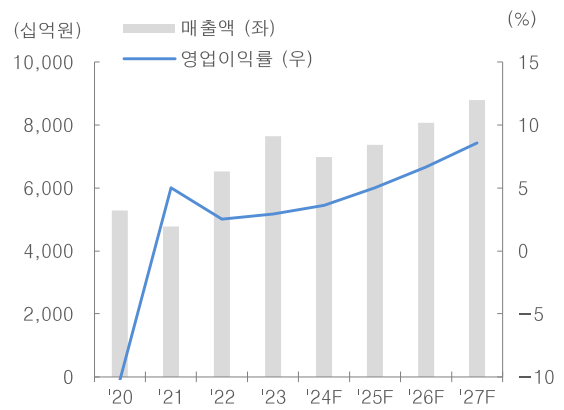
자료: 두산에너지리티, 대신증권 Research Center

그림 43. 에너지 부문 분야의 수주금액, 수주잔고 전망



자료: 두산에너지리티, 대신증권 Research Center

그림 44. 에너지 부문 분야의 매출액, 영업이익률 전망



자료: 두산에너지리티, 대신증권 Research Center

### 3. 실적 전망

2024년 연결기준  
영업이익 1,34조원  
(-8% YoY) 전망

2024년 2분기 연결기준 매출액은 4.2조원(+7%, 이하 YoY), 영업이익은 3,781억원(-24%)으로 예상된다. 연결기준 실적 부진이 예상하는 이유는 밥캣부문의 실적 부진 때문이다. 에너지부문의 매출액은 1.58조원(-13%)로 부진하지만, 영업이익은 449억원(+34%)으로 개선될 것으로 기대된다. 이는 전년도 분기중 수익성이 가장 낮았던 것에 대한 기저효과가 예상되기 때문이다.

2024년 연간 매출액은 16,98조원(-4%, 이하 YoY), 영업이익은 1.34조원(-8%)을 전망한다. 가장 중요한 에너지부문의 매출액은 6.98조원(-9%), 영업이익은 2,531억원(+12%)으로 예상된다. 이는 2022년 ~ 2023년 단행된 구조조정 효과의 효과가 나타나며 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 2024년 에너지부문의 영업이익률은 3.6%로 전년 대비 0.7%p 개선을 예상한다.

2024년 지배지분 순이익은 4,627억원으로 전년 대비 4,071억원 증가할 것으로 예상된다. 특히 에너지부문의 순이익은 1,395억원으로 2023년 -2,688억원 대비 흑자전환에 성공할 것을 예상된다. 지배지분 내 비중도 30%로 상승할 전망이다.

표 25.두산에너지의 실적 추이 및 전망 (연결기준)

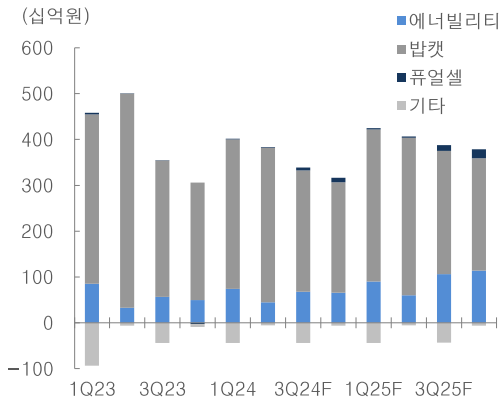
(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
수주금액	4,305	859	710	3,012	634	900	1,300	2,444	8,886	5,278	10,811	12,043	10,659
수주잔고	17,458	16,373	15,395	16,050	14,984	14,309	13,985	14,345	16,050	14,345	17,779	21,744	23,604
<b>매출액</b>	<b>4,041</b>	<b>4,539</b>	<b>4,155</b>	<b>4,855</b>	<b>4,098</b>	<b>4,202</b>	<b>4,068</b>	<b>4,609</b>	<b>17,590</b>	<b>16,976</b>	<b>17,855</b>	<b>19,046</b>	<b>19,768</b>
에너지	1,663	1,806	1,770	2,413	1,700	1,575	1,624	2,084	7,652	6,984	7,376	8,078	8,799
밥캣	2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,555	2,354	2,354	9,759	9,657	9,905	10,261	10,261
퓨얼셀	50	49	46	116	32	59	116	161	261	368	607	738	738
기타	(77)	12	(26)	9	(29)	12	(26)	10	(82)	(33)	(32)	(31)	(30)
<b>영업이익</b>	<b>365</b>	<b>495</b>	<b>311</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	<b>378</b>	<b>296</b>	<b>311</b>	<b>1,467</b>	<b>1,342</b>	<b>1,500</b>	<b>1,752</b>	<b>1,970</b>
에너지	85	33	57	50	74	45	68	66	225	253	370	539	755
밥캣	370	467	298	256	326	337	264	241	1,390	1,168	1,189	1,249	1,249
퓨얼셀	3	0	1	(3)	2	2	6	10	2	20	39	62	62
기타	(94)	(6)	(44)	(6)	(44)	(6)	(43)	(6)	(149)	(99)	(98)	(97)	(96)
세전이익	288	415	197	(161)	369	327	246	274	738	1,217	1,282	1,580	1,814
<b>순이익</b>	<b>171</b>	<b>263</b>	<b>120</b>	<b>(36)</b>	<b>261</b>	<b>230</b>	<b>188</b>	<b>189</b>	<b>518</b>	<b>868</b>	<b>966</b>	<b>1,189</b>	<b>1,366</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>70</b>	<b>107</b>	<b>22</b>	<b>(143)</b>	<b>144</b>	<b>116</b>	<b>89</b>	<b>113</b>	<b>56</b>	<b>463</b>	<b>526</b>	<b>694</b>	<b>871</b>
에너지	37	(3)	(46)	(258)	72	11	29	27	(269)	139	190	323	499
밥캣	96	142	87	100	100	106	86	76	425	368	391	426	426
퓨얼셀	1	(0)	(0)	(3)	(0)	(1)	1	1	(3)	2	6	12	12
기타	(63)	(32)	(20)	17	(28)	(1)	(27)	9	(98)	(47)	(61)	(67)	(66)
<b>영업이익률</b>	<b>9.0</b>	<b>10.9</b>	<b>7.5</b>	<b>6.1</b>	<b>8.7</b>	<b>9.0</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>	<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>8.4</b>	<b>9.2</b>	<b>10.0</b>
에너지	5.1	1.8	3.2	2.1	4.4	2.8	4.2	3.2	2.9	3.6	5.0	6.7	8.6
밥캣	15.4	17.5	12.6	11.1	13.6	13.2	11.2	10.2	14.2	12.1	12.0	12.2	12.2
퓨얼셀	6.4	1.0	1.4	(2.3)	5.2	2.7	5.5	6.2	0.6	5.3	6.4	8.4	8.4
<b>지배지분율</b>	<b>40.7</b>	<b>40.9</b>	<b>18.1</b>	<b>393.7</b>	<b>55.2</b>	<b>50.4</b>	<b>47.5</b>	<b>59.9</b>	<b>10.7</b>	<b>53.3</b>	<b>54.4</b>	<b>58.3</b>	<b>63.7</b>

주 1: 수주금액 및 수주잔고는 에너지부문만 반영, 지배지분율은 당기순이익 대비 지배지분 당기순이익 비율임  
 주 2: 기타부문은 중간지주회사 사업을 영위하는 두산에너지의 자회사로부터의 배당수익, 기타 자회사 실적 등으로 구성  
 주 3: 두산밥캣, 두산퓨얼셀 실적 전망치는 WSEIn 컨센서스임  
 자료: WSEIn, 두산에너지, 대신증권 Research Center

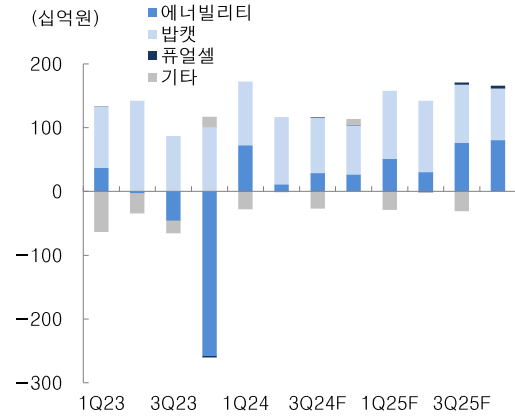


그림 45. 부문별 영업이익의 추이 및 전망



주: 영업이익은 연결기준임  
 자료: WSEfn, 두산에너빌리티, 대신증권 Research Center

그림 46. 부문별 지배지분 순이익의 추이 및 전망



주: 지배지분 순이익은 연결기준임  
 자료: WSEfn, 두산에너빌리티, 대신증권 Research Center

표 26. 두산에너빌리티의 부문별 실적비중 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출액 비중</b>													
에너빌리티	41.2	39.8	42.6	49.7	41.5	37.5	39.9	45.2	43.5	41.1	41.3	42.4	44.5
밥캣	59.5	58.9	56.9	47.7	58.4	60.8	57.9	51.1	55.5	56.9	55.5	53.9	51.9
퓨얼셀	1.2	1.1	1.1	2.4	0.8	1.4	2.9	3.5	1.5	2.2	3.4	3.9	3.7
기타	(1.9)	0.3	(0.6)	0.2	(0.7)	0.3	(0.6)	0.2	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>영업이익 비중</b>													
에너빌리티	23.4	6.8	18.2	16.8	20.7	11.9	23.1	21.2	15.3	18.9	24.7	30.7	38.3
밥캣	101.4	94.3	95.6	86.3	91.0	89.2	89.4	77.6	94.7	87.0	79.3	71.3	63.4
퓨얼셀	0.9	0.1	0.2	(0.9)	0.5	0.4	2.2	3.2	0.1	1.5	2.6	3.5	3.1
기타	(25.7)	(1.2)	(14.0)	(2.2)	(12.2)	(1.5)	(14.7)	(2.0)	(10.2)	(7.4)	(6.5)	(5.5)	(4.9)
<b>지배지분순이익 비중</b>													
에너빌리티	52.9	(2.4)	(209.3)	180.0	50.2	9.6	32.4	23.9	(483.5)	30.1	36.1	46.5	57.3
밥캣	137.6	132.2	401.0	(69.9)	69.3	91.4	96.4	67.3	764.2	79.6	74.3	61.4	48.9
퓨얼셀	0.8	(0.1)	(1.1)	2.0	(0.1)	(0.4)	1.3	1.3	(4.6)	0.4	1.1	1.7	1.4
기타	(91.3)	(29.7)	(90.6)	(12.0)	(19.4)	(0.6)	(30.1)	7.6	(176.1)	(10.2)	(11.5)	(9.6)	(7.6)

자료: WSEfn, 두산에너빌리티, 대신증권 Research Center

재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421	17,590	16,976	17,855	19,046
매출원가	12,865	14,573	14,080	14,749	15,572
매출총이익	2,556	3,017	2,896	3,107	3,474
판매비와관리비	1,450	1,550	1,544	1,607	1,722
영업이익	1,106	1,467	1,342	1,500	1,752
영업이익률	7.2	8.3	7.9	8.4	9.2
ETIDA	1,578	1,934	1,886	2,095	2,368
영업외손익	-1,293	-729	-126	-218	-172
관계기업손익	-230	-39	-38	-38	-38
금융수익	747	595	461	137	133
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,225	-863	-605	-253	-191
외환관련손실	631	329	261	261	261
기타	-585	-422	57	-64	-77
법인세비용차감전순이익	-186	738	1,217	1,282	1,580
법인세비용	-147	-221	-349	-316	-391
계속사업순이익	-333	518	868	966	1,189
중단사업순이익	-120	0	0	0	0
당기순이익	-453	518	868	966	1,189
당기순이익률	-2.9	2.9	5.1	5.4	6.2
비배지분순이익	319	462	405	441	495
지배지분순이익	-772	56	463	526	694
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	33	2	0	0	0
포괄순이익	-119	537	869	966	1,189
비배지분포괄이익	436	538	406	441	495
지배지분포괄이익	-554	-1	463	526	694

**Valuation 지표** (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,247	87	722	821	1,083
PER	NA	183.0	26.9	25.6	19.4
BPS	11,481	11,120	11,872	12,732	13,856
PBR	1.3	1.4	1.6	1.6	1.5
ETIDAPS	2,546	3,022	2,944	3,271	3,696
EV/ETIDA	10.5	8.4	9.9	9.4	8.3
SPS	24,889	27,483	26,502	27,875	29,734
PSR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
CFPS	3,113	3,226	4,056	4,241	4,547
DPS	0	0	0	0	0

**재무비율** (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	40.3	14.1	-3.5	5.2	6.7
영업이익 증가율	27.2	32.7	-8.5	11.7	16.8
순이익 증가율	작전	흑전	67.7	11.3	23.0
수익성					
ROIC	13.5	7.0	6.4	7.3	8.2
ROA	4.7	6.2	5.4	5.9	6.6
ROE	-11.7	0.8	6.3	6.7	8.1
안정성					
부채비율	128.7	127.3	118.0	108.8	98.1
순차입금비율	37.6	22.3	19.4	16.4	11.3
이자보상배율	4.3	4.6	4.2	5.9	9.2

자료: 투산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

**재무상태표** (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,099	9,642	9,948	10,600	11,566
현금및현금성자산	1,396	2,620	2,689	2,478	2,654
매출채권 및 기타채권	3,024	3,351	3,445	3,734	4,007
재고자산	2,459	2,539	2,652	3,068	3,399
기타유동자산	1,220	1,132	1,162	1,319	1,506
비유동자산	14,951	14,999	15,300	15,570	15,680
유형자산	5,022	5,225	5,554	5,822	5,928
관계기업투자금	356	317	298	304	311
기타비유동자산	9,573	9,457	9,448	9,444	9,442
자산총계	23,050	24,641	25,248	26,170	27,246
유동부채	8,069	9,597	9,299	9,564	9,539
매입채무 및 기타채무	5,133	6,119	6,034	6,318	6,450
차입금	1,434	1,187	982	972	963
유동성채무	771	1,576	1,561	1,545	1,391
기타유동부채	722	714	722	729	736
비유동부채	4,910	4,203	4,365	4,109	3,952
차입금	2,707	1,952	2,147	1,872	1,697
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,203	2,251	2,219	2,237	2,255
부채총계	12,969	13,799	13,664	13,673	13,490
지배지분	7,113	7,117	7,605	8,204	9,030
자본금	3,256	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	2,870	1,713	1,713	1,713	1,713
이익잉여금	59	1,185	1,647	2,221	3,021
기타지분변동	928	953	977	1,003	1,029
비배지분	2,967	3,724	3,979	4,293	4,725
자본총계	10,080	10,842	11,584	12,497	13,755
순차입금	3,793	2,414	2,250	2,088	1,479

**현금흐름표** (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	625	2,071	2,053	2,127	2,384
당기순이익	-453	518	868	1,015	1,295
비현금항목의 가감	2,382	1,547	1,730	1,702	1,758
감가상각비	471	467	543	595	615
외환손익	153	13	-9	-9	-9
지분법평가손익	230	39	39	39	39
기타	1,527	1,029	1,157	1,077	1,113
자산부채의 증감	-747	645	40	-85	-129
기타현금흐름	-557	-639	-585	-505	-541
투자활동 현금흐름	-71	-817	-846	-915	-799
투자자산	-189	-178	-15	-42	-45
유형자산	-338	-387	-728	-719	-338
기타	455	-252	-103	-154	-176
재무활동 현금흐름	-1,132	-53	1,343	1,068	1,029
단기차입금	-2,368	-242	-204	-10	-10
사채	-32	509	-5	-125	-25
장기차입금	897	255	200	-150	-150
유상증자	1,708	-1,125	0	0	0
현금배당	-88	-80	0	0	0
기타	-1,250	630	1,353	1,353	1,214
현금의 증감	-513	1,224	69	-211	175
기초 현금	1,909	1,396	2,620	2,689	2,478
기말 현금	1,396	2,620	2,689	2,478	2,654
NOPLAT	1,978	1,028	958	1,181	1,426
FCF	1,906	894	664	948	1,355