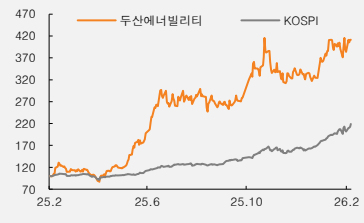


|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 투자 의견(유지)     | <b>매수</b>         |
| 목표주가(상향)      | <b>▲ 116,000원</b> |
| 현재주가(26/2/12) | 95,500원           |
| 상승여력          | 21.5%             |

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| 영업이익(25F, 십억원)           | 763             |
| Consensus 영업이익(25F, 십억원) | 888             |
| EPS 성장률(25F, %)          | -52.3           |
| MKT EPS 성장률(25F, %)      | 36.0            |
| P/E(25F, x)              | 907.6           |
| MKT P/E(25F, x)          | 19.0            |
| KOSPI                    | 5,522.27        |
| 시가총액(십억원)                | 61,174          |
| 발행주식수(백만주)               | 641             |
| 유동주식비율(%)                | 69.1            |
| 외국인 보유비중(%)              | 23.6            |
| 베타(12M) 일간수익률            | 1.29            |
| 52주 최저가(원)               | 20,150          |
| 52주 최고가(원)               | 96,500          |
| (%)                      | 1M 6M 12M       |
| 절대주가                     | 8.4 45.8 293.8  |
| 상대주가                     | -9.2 -15.8 81.7 |



[글로벌 에너지]

김태형  
taehyoung.kim@miraeasset.com

# 두산에너지빌리티

## 가이드언스에 일회일비 않기

### 4Q25 Review: 에너지빌리티 실적은 견조

동사의 4Q25 영업이익은 2,121억원(-9.7% YoY, OPM 4.1%)를 기록하며 컨센서스(3,120억원)을 하회했다. 매출액이 전년 동기 대비 5.9% 성장했고, 컨센서스(4조 7,744억원)를 상회했음에도 불구하고, 자회사인 밥캣의 관세 및 판관비 증가와 퓨얼셀의 일회성 비용으로 이익률이 소폭 감소했다. 에너지빌리티 부문은 Variation Order 변경 계약에 따른 이월 효과(약 100억원)를 제외하면 가이드언스와 부합했다. 분기 신규 수주로는 두코바니 원전, 북미 가스터빈 5기와 복합 EPC 사업 등을 인식했다. 연간 수주는 14.7조원을 달성하며 앞서 수주 가이드언스(13~14조원)를 상회했다.

### 보수적인 가이드언스에 실망하지 말자

동사는 2026년 및 2030년 수주 가이드언스로 각각 13.3조원과 16.4조원을 제시했다. 당사 전망치(26년 14.5조원, 2030년 22.0조원)와 비교해 보수적인 편이다. 다만 동사는 과거 경영진이 제시한 가이드언스(25년 수주: 가이드언스 10.7조원 vs 실제치 14.7조원, 25년 매출: 가이드언스 6.5조원 vs 실제치 7.9조원)를 큰 폭으로 상회한 이력이 있다. 금년도 역시 주요 프로젝트의 수주 가시성이 확보됨에 따라 가이드언스가 점진적으로 상향될 것으로 전망한다.

현 시점에서 가시성이 확보된 프로젝트만 감안하더라도 13.3조원은 충분히 달성 가능한 목표로 판단한다. 원전 부문에서는 두코바니 원전 시공과 TVA항 뉴스케일 SMR 첫 batch의 기자재 발주가 전망된다. 웨스팅하우스는 2026년 중으로 폴란드 호체보 3기와 불가리아 코즐로두이 2기 본계약 체결이 예정돼있어 AP1000 압력용기 및 스팀발생기 발주도 기대된다. 아울러 한미 원자력 협상에 따라 미국으로의 추가 APR1400 수주도 기대해볼 수 있는 상황이다. 가스/수소 부문에서는 11차 전기본에 기반해 국내에서만 매년 5기 내외의 H급 터빈 발주가 예상되며 북미향으로도 추가 계약이 논의중인것으로 확인된다. 금번 남부발전과 계약한 H급 터빈의 납기 일정은 2029년으로 글로벌 OEM사 대비 납기경쟁력도 여전히 유효하다.

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 116,000원으로 10% 상향

동사의 목표주가를 기존 105,000원에서 116,000원으로 10% 상향하며, 투자 의견은 '매수'를 유지한다. 예상보다 빠른 H급 터빈 수주를 고려해 터빈 서비스 사업 추정치를 소폭 상향 조정했다. 또한 글로벌 원전 및 가스 주기기 기업들의 최근 주가 상승을 반영해 적용 EV/EBITDA 멀티플을 기존 26.4배에서 28.5배로 상향했다.

| 결산기 (12월)  | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 17,590 | 16,233 | 17,058 | 18,958 | 21,640 |
| 영업이익 (십억원) | 1,467  | 1,018  | 763    | 1,396  | 1,900  |
| 영업이익률 (%)  | 8.3    | 6.3    | 4.5    | 7.4    | 8.8    |
| 순이익 (십억원)  | 56     | 111    | 53     | 619    | 932    |
| EPS (원)    | 87     | 174    | 83     | 967    | 1,455  |
| ROE (%)    | 0.8    | 1.5    | 0.7    | 7.7    | 10.6   |
| P/E (배)    | 183.0  | 100.9  | 907.6  | 98.8   | 65.6   |
| P/B (배)    | 1.4    | 1.5    | 6.2    | 7.3    | 6.6    |
| 배당수익률 (%)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 두산에너지빌리티 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)

|              | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25P   | 1Q26F   | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2024     | 2025F    | 2026F    | 2027F    |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 3,748.6 | 4,569.0 | 3,880.3 | 4,860.0 | 4,383.9 | 4,648.8 | 4,806.7 | 5,119.0 | 16,233.1 | 17,057.9 | 18,958.4 | 21,640.0 |
| 에너지빌리티       | 1,575.6 | 2,267.7 | 1,678.3 | 2,359.7 | 2,163.6 | 2,324.4 | 2,419.8 | 2,577.4 | 7,366.8  | 7,881.3  | 9,485.3  | 11,954.8 |
| 두산밥캣         | 2,098.2 | 2,237.1 | 2,115.2 | 2,377.2 | 2,153.0 | 2,242.0 | 2,299.0 | 2,328.0 | 8,551.2  | 8,827.7  | 9,022.0  | 9,202.7  |
| 두산퓨얼셀        | 99.7    | 128.5   | 90.8    | 135.8   | 93.8    | 109.3   | 105.4   | 234.4   | 411.8    | 454.8    | 542.9    | 570.0    |
| 기타 및 연결조정    | -24.9   | -64.2   | -4.0    | -12.7   | -26.5   | -26.9   | -17.5   | -20.9   | -47.3    | -105.9   | -91.7    | -87.5    |
| QoQ(%)       | -18.3   | 21.9    | -15.1   | 25.2    | -9.8    | 6.0     | 3.4     | 6.5     | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)       | -8.5    | 10.1    | 14.3    | 5.9     | 16.9    | 1.7     | 23.9    | 5.3     | -7.7     | 5.1      | 11.1     | 14.1     |
| 영업이익         | 142.5   | 271.1   | 137.1   | 212.1   | 259.5   | 325.7   | 380.2   | 431.0   | 1,017.6  | 762.7    | 1,396.4  | 1,900.2  |
| 에너지빌리티       | -1.4    | 92.4    | 43.4    | 167.9   | 152.2   | 175.9   | 200.3   | 219.7   | 243.6    | 302.3    | 748.1    | 1,171.0  |
| 두산밥캣         | 200.0   | 203.5   | 133.7   | 148.3   | 154.0   | 190.0   | 217.0   | 232.0   | 868.2    | 685.5    | 793.0    | 843.7    |
| 두산퓨얼셀        | -11.5   | -1.9    | -15.6   | -76.2   | -16.8   | -14.0   | -9.9    | 7.1     | 2.7      | -105.3   | -33.5    | -4.3     |
| 기타 및 조정      | -44.6   | -22.8   | -24.4   | -27.9   | -30.0   | -26.3   | -27.2   | -27.8   | -96.9    | -119.8   | -111.2   | -110.2   |
| QoQ(%)       | -39.4   | 90.3    | -49.4   | 54.7    | 22.4    | 25.5    | 16.8    | 13.4    | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)       | -60.2   | -12.5   | 19.4    | -9.7    | 82.1    | 20.1    | 177.4   | 103.2   | -30.6    | -25.0    | 83.1     | 36.1     |
| 영업이익률(%)     | 3.8     | 5.9     | 3.5     | 4.4     | 5.9     | 7.0     | 7.9     | 8.4     | 6.3      | 4.5      | 7.4      | 8.8      |
| 에너지빌리티(%)    | -0.1    | 4.1     | 2.6     | 7.1     | 7.0     | 7.6     | 8.3     | 8.5     | 3.3      | 3.8      | 7.9      | 9.8      |
| 두산밥캣(%)      | 9.5     | 9.1     | 6.3     | 6.2     | 7.2     | 8.5     | 9.4     | 10.0    | 10.2     | 7.8      | 8.8      | 9.2      |
| 두산퓨얼셀(%)     | -11.6   | -1.5    | -17.2   | -56.1   | -17.9   | -12.8   | -9.4    | 3.0     | 0.6      | -23.1    | -6.2     | -0.8     |
| EBITDA       | 274.5   | 405.3   | 276.9   | 327.6   | 416.2   | 490.2   | 550.0   | 605.7   | 1,508.6  | 1,284.3  | 2,062.0  | 2,637.2  |
| EBITDA 마진(%) | 7.3     | 8.9     | 7.1     | 6.7     | 9.5     | 10.5    | 11.4    | 11.8    | 9.3      | 7.5      | 10.9     | 12.2     |
| 당기순이익        | -21.2   | 197.8   | -24.0   | 52.6    | 109.8   | 141.5   | 178.7   | 189.3   | 394.7    | 205.2    | 619.3    | 932.0    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

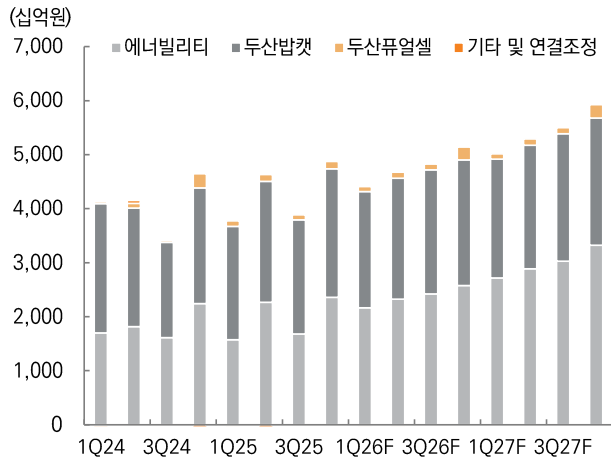
표 2. 두산에너지빌리티 에너지빌리티 부문 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)

|                 | 1Q25     | 2Q25     | 3Q25     | 4Q25P    | 1Q26F    | 2Q26F    | 3Q26F    | 4Q26F    | 2024     | 2025F    | 2026F    | 2027F    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 수주              | 1,720.8  | 2,036.5  | 1,633.0  | 9,929.0  | 7,232.2  | 2,502.4  | 1,617.8  | 3,115.4  | 7,134.9  | 14,680.0 | 14,467.9 | 18,335.4 |
| 수주잔고            | 16,149.2 | 16,011.5 | 16,417.4 | 23,487.0 | 28,822.5 | 29,316.6 | 28,842.3 | 29,722.2 | 15,900.0 | 23,603.9 | 29,722.2 | 37,672.0 |
| 원자력             | 5,429.7  | 5,111.4  | 5,089.7  | 10,462.1 | 13,704.3 | 14,589.3 | 14,273.8 | 14,363.8 | 5,900.0  | 10,462.1 | 14,363.8 | 22,188.1 |
| 가스/수소           | 1,297.7  | 1,190.1  | 1,059.1  | 1,208.4  | 3,330.6  | 3,046.6  | 3,073.0  | 3,451.0  | 5,200.0  | 1,208.4  | 3,451.0  | 4,118.3  |
| 복합 EPC          | 3,630.4  | 4,915.1  | 4,895.3  | 7,233.4  | 7,158.6  | 7,027.1  | 6,845.2  | 7,282.8  | 2,027.2  | 7,233.4  | 7,282.8  | 6,741.5  |
| 신재생             | 587.8    | 626.3    | 643.2    | 985.4    | 1,050.9  | 1,103.5  | 1,142.7  | 1,168.3  | 500.0    | 1,200.0  | 1,168.3  | 1,209.9  |
| 기타              | 3,713.3  | 3,615.2  | 3,603.2  | 3,597.7  | 3,578.0  | 3,550.2  | 3,507.5  | 3,456.2  | 4,500.0  | 3,500.0  | 3,456.2  | 3,414.2  |
| QoQ(%)          | 1.6      | -0.9     | 2.5      | 43.1     | 22.7     | 1.7      | -1.6     | 3.1      | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)          | 7.8      | 10.2     | 18.1     | 47.8     | 78.5     | 83.1     | 75.7     | 26.5     | -1.2     | 48.5     | 25.9     | 26.7     |
| 매출액             | 1,575.6  | 2,267.7  | 1,678.3  | 2,359.7  | 2,163.6  | 2,324.4  | 2,419.8  | 2,577.4  | 7,366.8  | 7,881.3  | 9,485.3  | 11,954.8 |
| Book to Bill(x) | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 1.0      | 1.9      | 1.5      | 1.5      |
| QoQ(%)          | -29.7    | 43.9     | -26.0    | 40.6     | -8.3     | 7.4      | 4.1      | 6.5      | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)          | -7.3     | 25.0     | 4.1      | 5.3      | 37.3     | 2.5      | 44.2     | 9.2      | -3.7     | 5.3      | 20.1     | 26.0     |
| 영업이익            | -1.4     | 92.4     | 43.4     | 167.9    | 152.2    | 175.9    | 200.3    | 219.7    | 243.6    | 302.3    | 748.1    | 1,171.0  |
| 영업이익률(%)        | -0.1     | 4.1      | 2.6      | 7.1      | 7.0      | 7.6      | 8.3      | 8.5      | 3.2      | 3.8      | 7.9      | 9.8      |
| QoQ(%)          | 적자전환     | 흑자전환     | -53.0    | 286.9    | -9.3     | 15.6     | 13.8     | 9.7      | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)          | 적자전환     | 28.2     | 26.2     | 166.5    | 흑자전환     | 90.4     | 361.4    | 30.9     | 8.2      | 24.1     | 147.5    | 56.5     |
| EBITDA          | 33.8     | 127.8    | 83.5     | 200.9    | 212.0    | 243.0    | 271.7    | 295.4    | 379.4    | 446.0    | 1,022.2  | 1,493.4  |
| QoQ(%)          | -66.0    | 278.1    | -34.7    | 140.6    | 5.5      | 14.6     | 11.8     | 8.7      | -        | -        | -        | -        |
| YoY(%)          | -68.5    | 19.4     | 27.1     | 102.1    | 527.3    | 90.1     | 225.4    | 47.0     | 4.3      | 17.6     | 129.2    | 46.1     |
| EBITDA 마진(%)    | 2.1      | 5.6      | 5.0      | 8.5      | 9.8      | 10.5     | 11.2     | 11.5     | 5.2      | 5.7      | 10.8     | 12.5     |

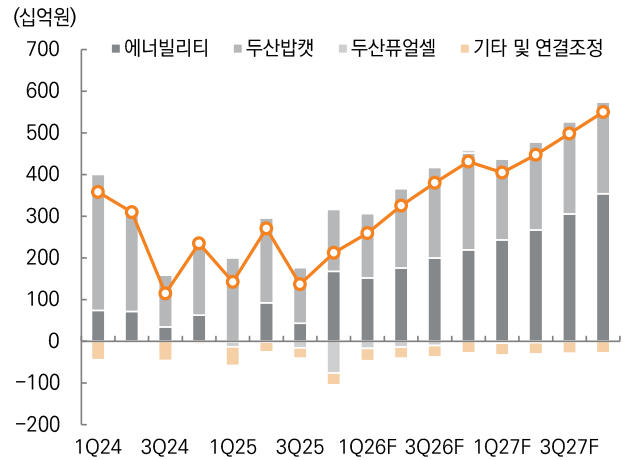
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 두산에너지빌리티 분기별 매출액 추이



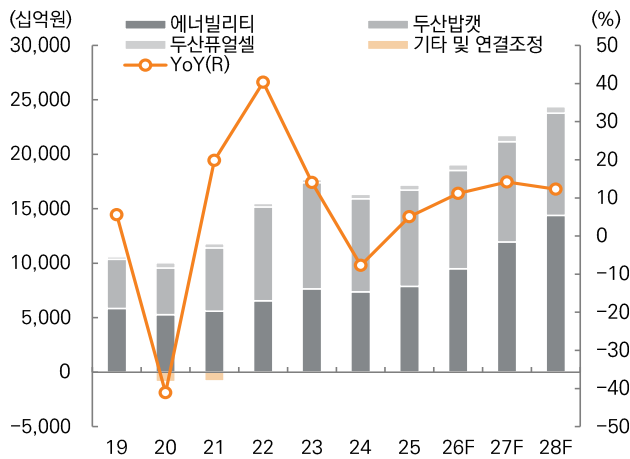
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산에너지빌리티 분기별 영업이익 추이



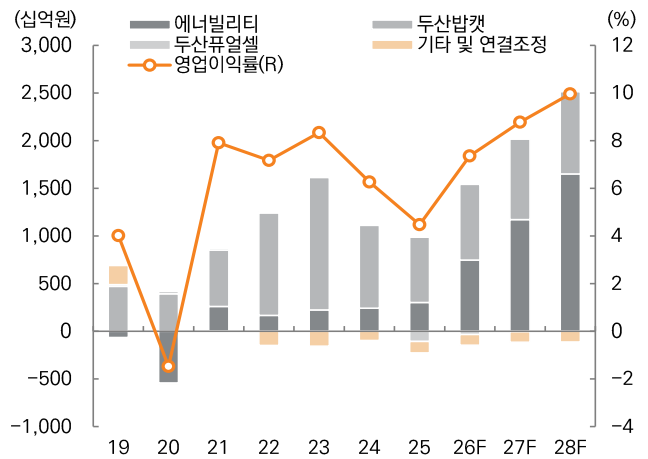
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 두산에너지빌리티 매출액 추이(연결)



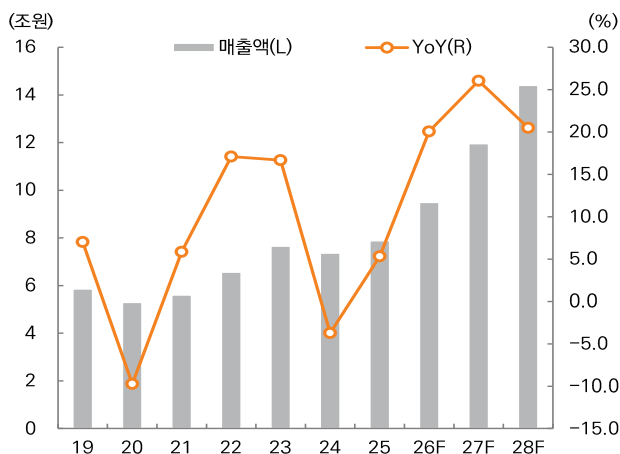
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 두산에너지빌리티 영업이익 추이(연결)



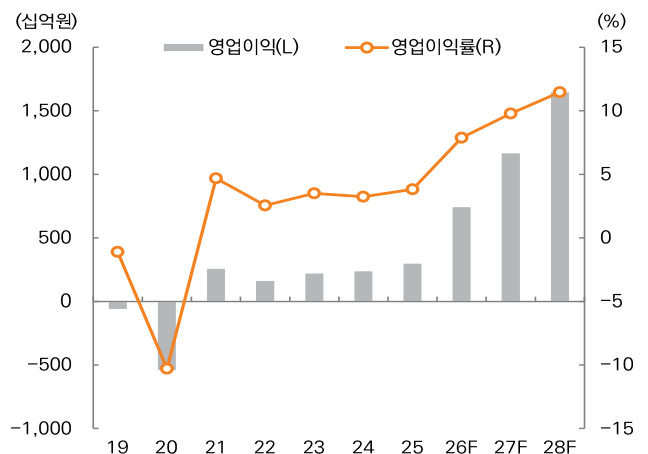
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 두산에너지빌리티 에너지빌리티 부문 매출액 추이



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 두산에너지빌리티 에너지빌리티 부문 영업이익 추이



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 두산에너지리터 에너지리터 부문 연간 실적 전망

(십억원)

|                 | 2025P    | 2026F    | 2027F    | 2028F    | 2029F    | 2030F    | 2031F    | 2032F    | 2033F    | 2034F    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 수주              | 14,680.0 | 14,467.9 | 18,335.4 | 22,480.8 | 17,343.5 | 21,970.1 | 26,245.8 | 27,202.2 | 28,512.6 | 29,696.5 |
| YoY(%)          | 106.8    | -1.4     | 26.7     | 22.6     | -22.9    | 26.7     | 19.5     | 3.6      | 4.8      | 4.2      |
| 수주잔고            | 23,603.9 | 29,722.2 | 37,672.0 | 47,741.0 | 50,713.5 | 55,502.7 | 61,813.0 | 67,085.1 | 72,088.6 | 77,515.0 |
| YoY(%)          | 17.4     | 25.9     | 26.7     | 26.7     | 6.2      | 9.4      | 11.4     | 8.5      | 7.5      | 7.5      |
| 매출액             | 7,881.3  | 9,485.3  | 11,954.8 | 14,402.5 | 16,860.0 | 19,923.0 | 23,117.8 | 25,506.3 | 27,403.1 | 28,431.8 |
| 원자력             | 1,550.0  | 1,527.6  | 2,131.9  | 3,518.6  | 5,180.8  | 6,794.6  | 8,136.2  | 9,150.4  | 9,920.3  | 10,009.7 |
| 가스/수소           | 650.0    | 1,323.4  | 2,120.6  | 2,839.3  | 3,857.5  | 4,987.8  | 6,234.9  | 7,158.7  | 7,777.9  | 8,238.9  |
| 복합 EPC          | 3,600.0  | 3,257.9  | 4,044.4  | 4,259.2  | 3,666.6  | 3,484.8  | 3,668.0  | 3,809.7  | 3,972.4  | 4,165.6  |
| 신재생             | 300.0    | 855.3    | 1,410.6  | 1,562.0  | 1,935.7  | 2,381.8  | 2,748.4  | 2,999.2  | 3,284.7  | 3,508.4  |
| 기타              | 1,800.0  | 2,243.2  | 2,247.4  | 2,223.4  | 2,219.4  | 2,274.1  | 2,330.3  | 2,388.2  | 2,447.8  | 2,509.2  |
| YoY(%)          | 6.5      | 20.4     | 26.0     | 20.5     | 17.1     | 18.2     | 16.0     | 10.3     | 7.4      | 3.8      |
| Book to Bill(x) | 1.9      | 1.5      | 1.5      | 1.6      | 1.0      | 1.1      | 1.1      | 1.1      | 1.0      | 1.0      |
| 영업이익            | 302.3    | 748.1    | 1,171.0  | 1,650.3  | 2,160.2  | 2,795.3  | 3,463.8  | 3,987.4  | 4,401.8  | 4,619.4  |
| 영업이익률(%)        | 3.8      | 7.9      | 9.8      | 11.5     | 12.8     | 14.0     | 15.0     | 15.6     | 16.1     | 16.2     |
| YoY(%)          | 24.1     | 147.5    | 56.5     | 40.9     | 30.9     | 29.4     | 23.9     | 15.1     | 10.4     | 4.9      |
| 감가상각비           | 165.4    | 274.0    | 322.4    | 320.6    | 287.9    | 258.0    | 231.5    | 245.4    | 269.2    | 299.2    |
| EBITDA          | 446.0    | 1,022.2  | 1,493.4  | 1,970.9  | 2,448.1  | 3,053.3  | 3,695.3  | 4,232.8  | 4,671.0  | 4,918.6  |
| EBITDA 마진(%)    | 6.2      | 11.2     | 12.8     | 13.9     | 14.7     | 15.5     | 16.2     | 16.9     | 17.5     | 17.8     |
| YoY(%)          | 14.0     | 119.7    | 33.9     | 29.7     | 27.4     | 28.1     | 22.5     | 15.4     | 8.8      | 5.3      |
| CAPEX           | 282.2    | 724.2    | 540.5    | 357.6    | 223.6    | 189.5    | 301.1    | 355.4    | 431.7    | 466.3    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 두산에너지리터 실적 추정 주요 가정

(기)

| 구분          | 사업부문       | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F |
|-------------|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 원자력 수주 기수   | APR1400 국내 | 2    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|             | 해외         | 0    | 0    | 2     | 0     | 2     | 2     | 0     | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
|             | AP1000     | 0    | 0    | 0     | 0     | 5     | 6     | 4     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
|             | SMR        | 0    | 0    | 0     | 12    | 8     | 20    | 30    | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 가스/수소 수주 기수 | 기자재        | 1    | 2    | 4     | 11    | 8     | 12    | 14    | 16    | 16    | 16    | 16    | 16    |
|             | 서비스        | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     | 9     | 15    | 23    | 35    | 49    | 65    | 81    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 두산에너지리터 밸류에이션

(십억원, 백만주)

| 구분                        | 값         | 비고                                     |
|---------------------------|-----------|----------------------------------------|
| 2034F EBITDA              | 4,918.6   | 에너지리터 부문                               |
| 시간가치 할인율                  | 46.8      | 할인율 8.2%, 할인기간 8년                      |
| 적용 EBITDA (a)             | 2,618.3   |                                        |
| Target EV/EBITDA (b)      | 28.5      | 원전 및 가스터빈 주기기 기업 2026F EV/EBITDA 평균 적용 |
| Target EV (c) = (a) * (b) | 74,621.8  |                                        |
| 종속기업 (d)                  | 3,800.9   |                                        |
| 두산밥캣                      | 2,100.7   | 시가총액 * 지분율(48.2%) * 할인율 (30.0%)        |
| 두산퓨얼셀                     | 470.7     | 시가총액 * 지분율(30.3%) * 할인율 (30.0%)        |
| 기타                        | 1,229.5   | 기타 법인 자산 장부가가치                         |
| 기업가치 (e) = (c) + (d)      | 78,422.7  |                                        |
| 순차입금                      | 3,889.0   | 4Q26F 기준                               |
| 지분가치                      | 74,533.7  |                                        |
| 발행 주식 수                   | 640.5     |                                        |
| 목표주가                      | 116,000.0 | 천 단위 반올림                               |
| 현재주가                      | 95,500.0  | 26.02.12 기준                            |
| Upside(%)                 | 21.5%     | 투자의견 매수                                |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 두산에너지빌리티 Peer Valuation 테이블

(십억달러, %, x)

| 기업명        | 산업구분 |     |      |      | 시가총액  | 영업지표(25F) |      |      |      | 밸류에이션(25F) |      |           | 밸류에이션(26F) |      |           |
|------------|------|-----|------|------|-------|-----------|------|------|------|------------|------|-----------|------------|------|-----------|
|            | 대형원전 | SMR | 가스터빈 | 전력기기 |       | 매출액       | 영업이익 | OPM  | ROE  | PER        | PBR  | EV/EBITDA | PER        | PBR  | EV/EBITDA |
| 두산에너지빌리티   | O    | O   | O    |      | 41.1  | 12.5      | 0.9  | 6.9  | 5.9  | 325.7      | 7.7  | 49.4      | 127.2      | 7.3  | 37.9      |
| GE 베르노바    |      | O   | O    | O    | 222.0 | 44.5      | 4.3  | 9.7  | 31.7 | 110.5      | 22.2 | 64.1      | 57.6       | 16.2 | 37.3      |
| 히타치        |      | O   | O    | O    | 170.6 | 66.1      | 7.3  | 11.0 | 13.7 | 41.0       | 4.4  | 18.7      | 32.0       | 4.2  | 16.1      |
| 지멘스 에너지    | O    | O   | O    | O    | 166.9 | 51.8      | 5.4  | 10.3 | 29.9 | 100.0      | 12.9 | 35.9      | 42.5       | 11.6 | 21.3      |
| 미쓰비시중공업    | O    | O   | O    |      | 110.4 | 31.6      | 2.7  | 8.4  | 10.8 | 62.5       | 6.9  | 31.6      | 62.3       | 6.5  | 30.0      |
| IHI        | O    | O   | O    |      | 29.9  | 10.9      | 1.1  | 9.9  | 24.4 | 47.2       | 9.8  | 23.3      | 35.1       | 7.4  | 21.3      |
| 커티스 라이트    | O    | O   |      |      | 23.4  | 3.7       | 0.7  | 19.1 | 20.1 | 48.3       | 9.6  | 31.6      | 43.7       | 8.5  | 29.0      |
| 상하이 전기집단   | O    | O   | O    | O    | 17.5  | 17.3      | 0.5  | 3.2  | 1.7  | 174.2      | 2.6  | 29.0      | 145.2      | 2.6  | 26.9      |
| BWX 테크놀로지스 |      | O   |      |      | 18.1  | 3.7       | 0.5  | 14.8 | 22.5 | 52.1       | 13.9 | 34.2      | 46.3       | 5.4  | 30.0      |
| 바라트 중공업    | O    | O   | O    | O    | 10.0  | 3.6       | 0.2  | 5.6  | 5.9  | 89.1       | 3.8  | 55.6      | 60.8       | 3.5  | 45.2      |
| 평균         |      |     |      |      |       |           |      |      |      | 105.1      | 9.4  | 37.3      | 65.3       | 7.3  | 28.5      |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 두산에너지빌리티 원전 Peer 상대주가 추이

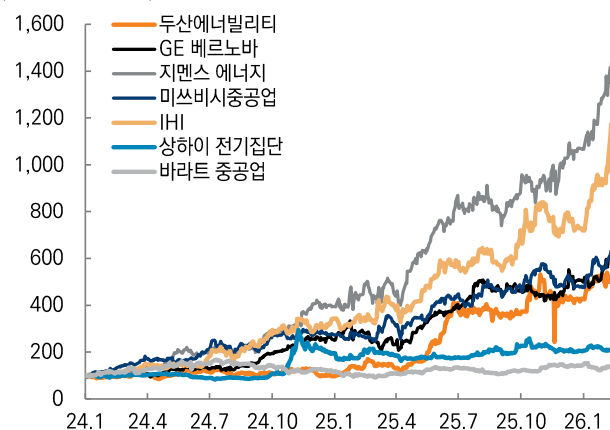
그림 8. 두산에너지빌리티 가스터빈 Peer 상대주가 추이

(2024.01.01=100)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

(2024.01.01=100)

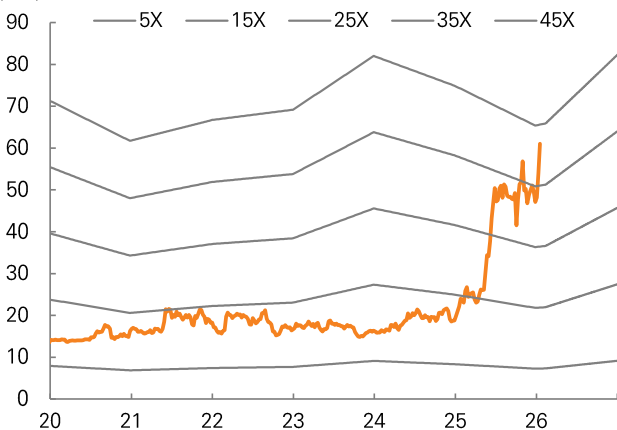


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 두산에너지빌리티 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

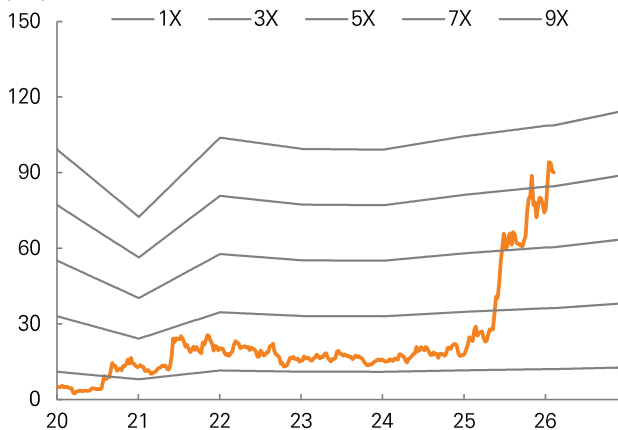
그림 10. 두산에너지빌리티 12MF PBR 밴드 차트

(조원)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(천원)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

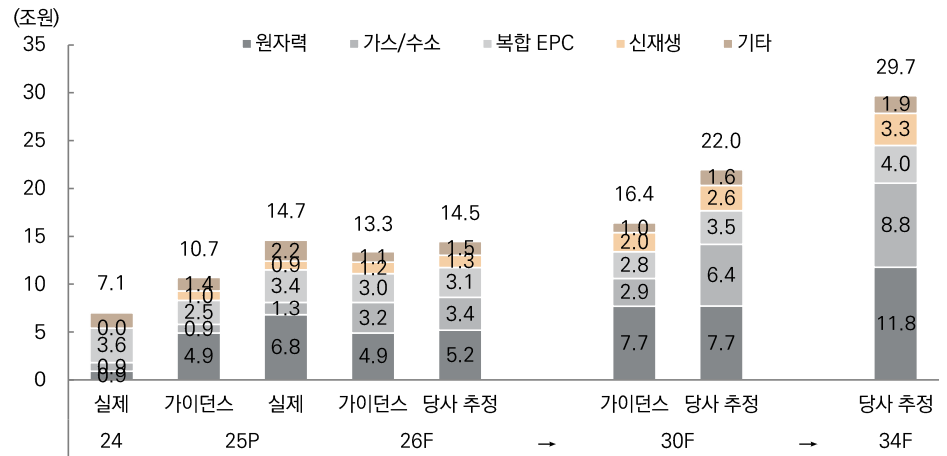
표 7. 글로벌 원전 관련 기업 실적 및 밸류에이션

(백만달러, x, %)

| 기업                    |      |         | 주가수익률      | 연도    | 매출액      | 영업이익    | OPM    | ROE   | PER   | PBR  | PSR   | EV/EBITDA | EV/SALES |
|-----------------------|------|---------|------------|-------|----------|---------|--------|-------|-------|------|-------|-----------|----------|
| 두산에너지빌리티<br>034020 KS | 통화   | KRW     | 1M 7.7%    | 2024  | 11,905.1 | 746.3   | 6.3    | 1.5   | 100.9 | 1.5  | 0.7   | 12.5      | 4.0      |
|                       | 주가   | 94,200  | 3M 12.8%   | 2025F | 11,775.9 | 583.8   | 5.0    | 2.1   | 395.8 | 7.8  | 3.5   | 51.8      | 4.1      |
|                       | 목표주가 | 115,813 | 12M 283.7% | 2026F | 12,391.6 | 837.6   | 6.8    | 5.6   | 136.1 | 7.4  | 3.4   | 39.7      | 3.9      |
|                       | 상승여력 | 22.9%   | YTD 24.3%  | 2027F | 13,913.1 | 1,122.4 | 8.1    | 7.7   | 87.3  | 6.9  | 3.0   | 31.7      | 3.5      |
| GE 버노바<br>GEV US      | 통화   | USD     | 1M 27.6%   | 2024  | 34,935.0 | 471.0   | 1.3    | 18.3  | 48.4  | 9.5  | 2.6   | 51.3      | 6.1      |
|                       | 주가   | 816.56  | 3M 41.9%   | 2025F | 37,347.6 | 1,903.7 | 5.1    | 20.7  | 109.6 | 22.0 | 5.9   | 63.6      | 5.7      |
|                       | 목표주가 | 835.73  | 12M 120.9% | 2026F | 44,491.7 | 4,318.2 | 9.7    | 31.7  | 57.1  | 16.1 | 4.9   | 37.0      | 4.8      |
|                       | 상승여력 | 2.3%    | YTD 24.9%  | 2027F | 50,592.6 | 6,845.6 | 13.5   | 36.2  | 37.4  | 12.2 | 4.4   | 24.9      | 4.2      |
| 히타치<br>6501 JP        | 통화   | JPY     | 1M -0.8%   | 2024  | 67,378.7 | 5,369.4 | 8.0    | 11.1  | 21.9  | 2.3  | 1.3   | 10.7      | 2.3      |
|                       | 주가   | 5,285   | 3M -1.2%   | 2025F | 68,217.9 | 6,581.9 | 9.6    | 11.1  | 38.0  | 4.1  | 2.3   | 17.3      | 2.3      |
|                       | 목표주가 | 5,957   | 12M 27.9%  | 2026F | 68,015.8 | 7,288.1 | 10.7   | 13.6  | 29.6  | 3.9  | 2.3   | 14.9      | 2.3      |
|                       | 상승여력 | 12.7%   | YTD 7.8%   | 2027F | 73,313.2 | 8,510.1 | 11.6   | 14.5  | 25.6  | 3.6  | 2.2   | 13.2      | 2.1      |
| 지멘스 에너지<br>ENR GY     | 통화   | EUR     | 1M 23.8%   | 2024  | 37,369.1 | -92.2   | -0.2   | 13.5  | 24.1  | 2.9  | 0.8   | 16.7      | 4.2      |
|                       | 주가   | 161.40  | 3M 59.7%   | 2025F | 45,173.4 | 2,473.4 | 5.5    | 14.1  | 98.9  | 12.8 | 3.7   | 35.8      | 3.4      |
|                       | 목표주가 | 156.61  | 12M 158.9% | 2026F | 51,852.7 | 5,455.9 | 10.5   | 30.7  | 41.5  | 11.5 | 3.2   | 21.0      | 3.0      |
|                       | 상승여력 | -3.0%   | YTD 34.1%  | 2027F | 58,721.0 | 7,540.6 | 12.8   | 36.4  | 30.1  | 9.7  | 2.8   | 16.4      | 2.7      |
| 미쓰비시중공업<br>7011 JT    | 통화   | JPY     | 1M 11.2%   | 2024  | 32,254.3 | 1,864.5 | 5.8    | 11.1  | 21.9  | 2.2  | 1.0   | 12.5      | 3.5      |
|                       | 주가   | 4,976   | 3M 13.6%   | 2025F | 35,090.4 | 2,755.5 | 7.9    | 11.4  | 62.0  | 6.8  | 3.1   | 31.3      | 3.2      |
|                       | 목표주가 | 5,085   | 12M 129.1% | 2026F | 31,583.0 | 2,660.4 | 8.4    | 10.8  | 61.8  | 6.4  | 3.5   | 29.7      | 3.5      |
|                       | 상승여력 | 2.2%    | YTD 29.6%  | 2027F | 34,856.9 | 3,461.8 | 9.9    | 13.3  | 45.2  | 5.8  | 3.1   | 24.4      | 3.2      |
| 커티스 라이트<br>CW US      | 통화   | USD     | 1M 7.4%    | 2024  | 3,121.2  | 528.6   | 16.9   | 17.0  | 32.4  | 5.5  | 4.3   | 20.8      | 8.2      |
|                       | 주가   | 671.06  | 3M 16.2%   | 2025F | 3,441.1  | 639.6   | 18.6   | 19.4  | 51.1  | 10.1 | 7.2   | 33.1      | 7.4      |
|                       | 목표주가 | 651.88  | 12M 96.3%  | 2026F | 3,704.6  | 710.7   | 19.2   | 20.0  | 45.6  | 9.0  | 6.7   | 30.2      | 6.9      |
|                       | 상승여력 | -2.9%   | YTD 21.7%  | 2027F | 3,983.1  | 782.4   | 19.6   | 20.2  | 41.2  | 7.8  | 6.2   | 27.7      | 6.4      |
| BWX 테크놀로지<br>BWXT US  | 통화   | USD     | 1M -4.7%   | 2024  | 2,703.7  | 380.6   | 14.1   | 28.0  | 33.8  | 9.4  | 3.8   | 23.9      | 7.2      |
|                       | 주가   | 196.90  | 3M 0.1%    | 2025F | 3,151.9  | 464.0   | 14.7   | 28.2  | 51.7  | 13.8 | 5.7   | 34.0      | 6.2      |
|                       | 목표주가 | 226.67  | 12M 80.0%  | 2026F | 3,677.2  | 543.3   | 14.8   | 22.5  | 45.9  | 5.4  | 4.9   | 29.8      | 5.3      |
|                       | 상승여력 | 15.1%   | YTD 13.9%  | 2027F | 4,010.1  | 617.4   | 15.4   | 21.3  | 41.0  | 9.4  | 4.5   | 26.7      | 4.8      |
| 한전기술<br>052690 KS     | 통화   | KRW     | 1M 36.0%   | 2024  | 405.8    | 40.2    | 9.9    | 10.4  | 34.5  | 3.5  | 3.6   | 24.1      | 9.2      |
|                       | 주가   | 145,700 | 3M 52.1%   | 2025F | 345.8    | 22.8    | 6.6    | 11.3  | 82.0  | 9.2  | 11.1  | 95.2      | 10.8     |
|                       | 목표주가 | 155,900 | 12M 108.7% | 2026F | 424.4    | 43.7    | 10.3   | 9.6   | 93.2  | 9.0  | 9.1   | 63.6      | 8.8      |
|                       | 상승여력 | 7.0%    | YTD 61.5%  | 2027F | 497.8    | 65.9    | 13.2   | 12.5  | 69.1  | 8.5  | 7.7   | 48.7      | 7.5      |
| 뉴스케일 파워<br>SMR US     | 통화   | USD     | 1M -29.1%  | 2024  | 37.0     | -138.7  | -374.5 | -38.4 | -     | 8.0  | 45.1  | -         | 85.0     |
|                       | 주가   | 13.99   | 3M -46.1%  | 2025F | 42.8     | -637.3  | -      | -47.9 | -     | 6.6  | 98.9  | -         | 73.6     |
|                       | 목표주가 | 21.19   | 12M -47.0% | 2026F | 101.7    | -271.1  | -266.5 | -26.6 | -     | 6.1  | 41.6  | -         | 31.0     |
|                       | 상승여력 | 51.4%   | YTD -1.3%  | 2027F | 203.6    | -279.1  | -137.1 | -23.0 | -     | 8.6  | 20.8  | -         | 15.5     |
| 오클로<br>OKLO US        | 통화   | USD     | 1M -37.6%  | 2024  | 0.0      | -52.8   | -      | -     | -     | 11.7 | -     | -         | -        |
|                       | 주가   | 63.92   | 3M -42.5%  | 2025F | 0.0      | -115.8  | -      | -10.8 | -     | 9.7  | -     | -         | -        |
|                       | 목표주가 | 120.31  | 12M 17.5%  | 2026F | 2.3      | -129.1  | -      | -8.3  | -     | 10.4 | -     | -         | -        |
|                       | 상승여력 | 88.2%   | YTD -10.9% | 2027F | 25.7     | -134.4  | -523.3 | -9.7  | -     | 11.2 | 389.0 | -         | 342.9    |
| 카메코<br>CCJ US         | 통화   | USD     | 1M 6.0%    | 2024  | 2,289.2  | 372.4   | 16.3   | 2.8   | -     | -    | -     | 41.5      | 22.2     |
|                       | 주가   | 116.39  | 3M 25.7%   | 2025F | 2,515.5  | 480.0   | 19.1   | 9.5   | 112.8 | 9.9  | 20.1  | 41.8      | 20.2     |
|                       | 목표주가 | 127.67  | 12M 134.5% | 2026F | 2,729.0  | 668.5   | 24.5   | 13.2  | 77.6  | 8.9  | 18.6  | 38.5      | 18.6     |
|                       | 상승여력 | 9.7%    | YTD 27.2%  | 2027F | 2,986.6  | 867.8   | 29.1   | 15.6  | 57.6  | 7.7  | 17.0  | 32.7      | 17.0     |
| 센트리스 에너지<br>LEU US    | 통화   | USD     | 1M -40.1%  | 2024  | 442.0    | 48.0    | 10.9   | 75.6  | 14.9  | 6.9  | 2.5   | 16.2      | 6.5      |
|                       | 주가   | 185.20  | 3M -32.8%  | 2025F | 447.9    | 73.7    | 16.4   | 31.6  | 41.6  | 8.4  | 8.1   | 32.3      | 6.4      |
|                       | 목표주가 | 290.54  | 12M 56.0%  | 2026F | 467.8    | 64.4    | 13.8   | 21.4  | 52.9  | 7.3  | 7.8   | 33.7      | 6.1      |
|                       | 상승여력 | 56.9%   | YTD -23.7% | 2027F | 492.3    | 72.3    | 14.7   | 18.4  | 46.5  | 6.5  | 7.4   | 28.7      | 5.8      |
| 우라늄 에너지<br>UEC US     | 통화   | USD     | 1M -4.6%   | 2024  | 0.2      | -56.4   | -      | -4.1  | -     | 3.1  | -     | -         | -        |
|                       | 주가   | 15.21   | 3M 23.5%   | 2025F | 78.5     | -58.7   | -74.8  | -6.0  | -     | 7.0  | 93.6  | -         | 91.7     |
|                       | 목표주가 | 19.11   | 12M 115.4% | 2026F | 54.7     | -67.5   | -123.4 | 1.0   | -     | 5.8  | 134.4 | -         | 131.7    |
|                       | 상승여력 | 25.6%   | YTD 30.2%  | 2027F | 159.0    | -11.9   | -7.5   | 8.0   | 524.5 | 5.8  | 46.2  | 105.9     | 45.3     |

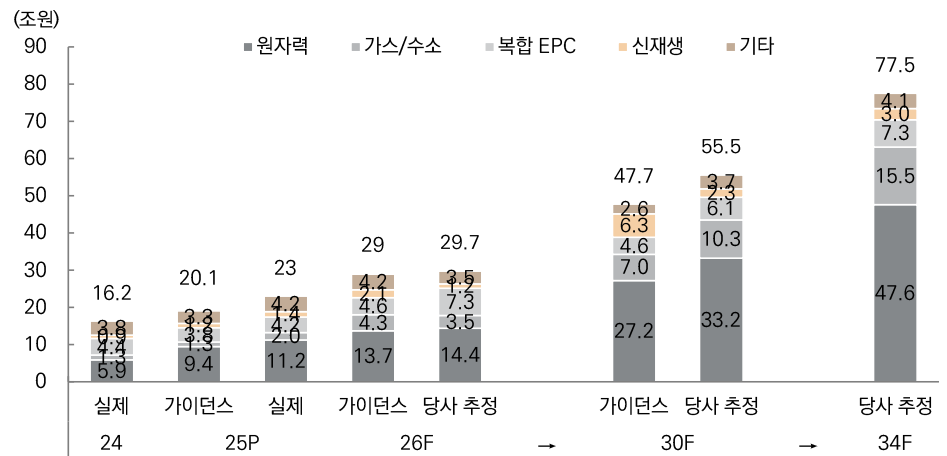
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 두산에너지빌리티 수주 가이드نس vs 추정치



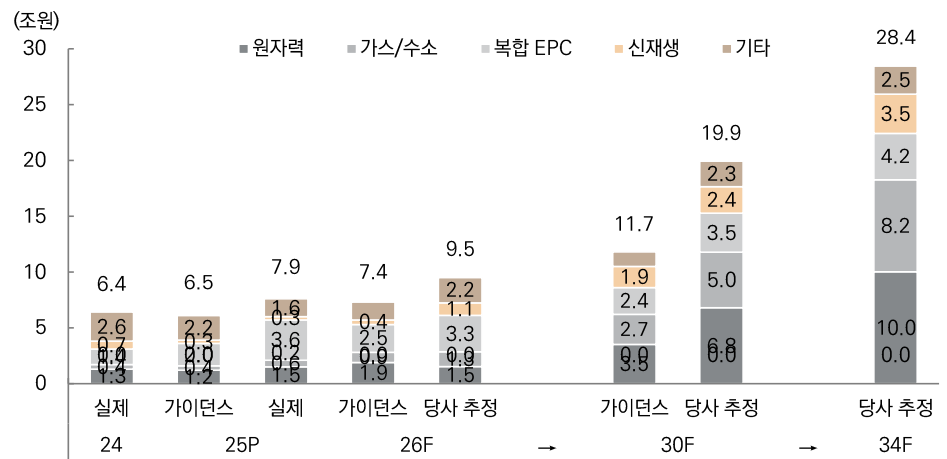
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 두산에너지빌리티 수주잔고 가이드نس vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 두산에너지빌리티 매출액 가이드نس vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 팀 코리아 원전 수출 파이프라인

(GW)

| 국가   | 원전          | 발전용량    | 수주목표       | 준공        | 경쟁사                              | 진행상황                                                                                                                 |
|------|-------------|---------|------------|-----------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 체코   | 두코바니 5, 6호기 | 2.8     | 2025       | 2036~2038 | - 팀 코리아 확정                       | - 2024년 7월 팀 코리아 우선협상대상자 선정<br>- 2025년 6월 4일 본계약 체결                                                                  |
| UAE  | 바라카 5, 6호기  | 2.8     | 2026?      | 2037~2038 | - 팀 코리아 유력                       | - 2025년 중으로 경쟁입찰 예정이었으나 지연<br>- 팀 코리아와 함께 제3국 수출 방안 논의 중<br>- 2026년 2월 Rosatom, UAE에 400억 규모 원전 사업 제안                |
| 사우디  | 두와이힌 1, 2호기 | 2.2~2.8 | 2027?      | 2038~2039 | - 팀 코리아<br>- 웨스팅하우스<br>- 중국 CNNC | - 2018년 7월 원자로 공급 5개사 대상으로 예비사업자로 선정<br>- 2023년 8월 중국의 원전 공급 제안을 고려 중으로 보도<br>- 2025년 10월 미국의 웨스팅하우스 채택 압박 경향 보도     |
| 베트남  | 닌 투언 1, 2호기 | 2.0~2.8 | 2026       | 2035      | - Rosatom 유력                     | - 2024년 11월 베트남 정치국 자국 내 원전 개발 공식 승인<br>- 2025년 2월 원자로 공급 5개사와 원전 협의 계획 발표<br>- 2025년 12월 Rosatom, 닌 투언 1원전 건설 지원 제안 |
| 베트남  | 중부원전 1, 2호기 | 2.0~2.8 | 2027~2028? | 2030      | - 원자로 공급 5개사                     | - 2025년 8월 팀 코리아와 원전 인력양성 MOU 체결<br>- 2025년 8월 양국 정상회담에서 한국의 원전 수출 의사 표명                                             |
| 체코   | 테멀린 3, 4호기  | 2.2~2.8 | 2030?      | 2041~2042 | - 팀 코리아(유력)<br>- 프랑스 EDF         | - 2024년 7월 팀 코리아에 우선협상권 부여                                                                                           |
| 한국   | 신한울 5, 6호기  | 2.8     | 2029       | 2037~2038 | - 팀 코리아                          | - 제11차 전력수급기본계획안                                                                                                     |
| 튀르키예 | 시노프 1, 2호기  | 2.2~2.8 | 2026~2027  | 2035~2037 | - 팀 코리아<br>- 웨스팅하우스              | - 2025년 11월 한국과 원자력 협력 MOU 체결<br>- 2025년 12월 팀 코리아와 웨스팅하우스에 협력 방안 제안                                                 |
| 우간다  | 부온데 1, 2호기  | 2.0~2.8 | 2030?      | 2040?     | - 원자로 공급 5개사                     | - 2023년 3월 팀 코리아와 원자력 분야 협력 MOU 체결<br>- 2025년 5월 우간다 신규 원전 부지 평가 용역 계약 체결                                            |
| 필리핀  | 바탄 원전       | 0.6~1.4 | ?          | 2032?     | - 팀 코리아                          | - 2024년 10월 한수원과 바탄 원전 가동을 위한 MOU 체결                                                                                 |

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 웨스팅하우스 원전 수출 파이프라인

(GW)

| 국가    | 원전           | 발전용량 | 수주목표 | 준공        | 경쟁사         | 진행상황                                    |
|-------|--------------|------|------|-----------|-------------|-----------------------------------------|
| 폴란드   | 호체보 1~3호기    | 3.3  | 2026 | 2035~2037 | - 웨스팅하우스 유력 | - 2025년 4월 EDA 체결, 2026년 중으로 본계약 체결 예정  |
| 불가리아  | 코즐로두이 7, 8호기 | 2.2  | 2026 | 2035~2037 |             | - 2026년 중으로 FID 예정, 2026년 중으로 본계약 체결 예정 |
| 미국    | 페르미 아메리카 4기  | 4.4  | 2027 | 2032~2036 |             | - 2025년 6월 AP1000 4기에 대해 COL 2차 보완자료 제출 |
| 미국    | 행정명령 목표 6기   | 6.6  | 2028 | ?         |             | - 미국 원자력 산업 기반 재건 행정명령안                 |
| 폴란드   | 퐁트누프 1, 2호기  | 2.2  | 2029 | 2039~2040 |             | - 한국의 사업 철수로 웨스팅하우스 수주 유력               |
| 우크라이나 | 호멜니츠키 5, 6호기 | 2.2  | 2030 | ?         |             | - 러우 전쟁으로 건설 중단                         |
| 인도    | 미정           | 6.6  | ?    | ?         |             | - 미중 인도 핵협상으로 잠정 중단                     |
| 네덜란드  | 보르셀레 2, 3호기  | 2.2  | ?    | ?         |             | - 2024년 2월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결         |
| 슬로베니아 | 크르슈코 2호기     | 1.1  | ?    | ?         |             | - 2025년 1월 웨스팅하우스와 타당성 검토 계약 체결         |

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 두산에너지리터 H급 가스터빈 수주내역

| 계약시점      | 프로젝트명           | 터빈    | 기수 | 발전소 용량 | 계약금액     | 준공        |
|-----------|-----------------|-------|----|--------|----------|-----------|
| 2019년     | 경기 김포열병합발전소     | 270MW | 1  |        |          | 2023년     |
| 2023년 6월  | 보령신복합발전소        | 380MW | 1  | 569MW  | 2800억원   | 2026년 6월  |
| 2024년 1월  | 안동복합발전소 2호기     | 380MW | 1  | 569MW  | 2800억원   | 2026년 12월 |
| 2024년 6월  | 분당복합발전소 1블럭     | 380MW | 1  |        | 2600억원   | 2028년 3월  |
| 2024년 7월  | 함안복합발전소(EPC 포함) | 380MW | 1  |        | 5800억원   | 2027년     |
| 2025년 3월  | 여수천연가스발전소       | 380MW | 1  | 500MW  | 3200억원   | 2028년     |
| 2025년 9월  | 반월열병합발전소        | 270MW | 1  |        |          |           |
| 2025년 10월 | 미국 빅테크(xAI)     | 380MW | 2  |        |          | 2026년 말   |
| 2025년 12월 | 미국 빅테크(xAI)     | 380MW | 3  |        |          | 2028년     |
| 2026년 1월  | 하동복합발전소         | 380MW | 2  | 1000MW | 2026년 1월 | 2029년 12월 |
| 2026년 1월  | 고양창릉열병합발전소      | 380MW | 1  | 500MW  | 2026년 1월 | 2029년 12월 |
| 합계        |                 |       | 15 |        |          |           |

자료: 두산에너지리터, 미래에셋증권 리서치센터

## 두산에너지빌리티 (034020)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 16,233 | 17,058 | 18,958 | 21,640 |
| 매출원가            | 13,503 | 14,424 | 15,777 | 17,925 |
| 매출총이익           | 2,730  | 2,634  | 3,181  | 3,715  |
| 판매비와관리비         | 1,712  | 1,872  | 1,785  | 1,815  |
| 조정영업이익          | 1,018  | 763    | 1,396  | 1,900  |
| 영업이익            | 1,018  | 763    | 1,396  | 1,900  |
| 비영업손익           | -360   | -357   | -304   | -294   |
| 금융손익            | -220   | -243   | -239   | -221   |
| 관계기업등 투자손익      | 20     | 27     | 30     | 30     |
| 세전계속사업손익        | 658    | 406    | 1,092  | 1,606  |
| 계속사업법인세비용       | 263    | 190    | 262    | 442    |
| 계속사업이익          | 395    | 216    | 830    | 1,165  |
| 중단사업이익          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 395    | 216    | 830    | 1,165  |
| 지배주주            | 111    | 53     | 619    | 932    |
| 비지배주주           | 283    | 162    | 211    | 233    |
| 총포괄이익           | 973    | 353    | 830    | 1,165  |
| 지배주주            | 370    | 147    | 389    | 546    |
| 비지배주주           | 603    | 206    | 441    | 619    |
| EBITDA          | 1,509  | 1,317  | 2,062  | 2,637  |
| FCF             | -219   | 197    | 265    | 1,003  |
| EBITDA 마진율 (%)  | 9.3    | 7.7    | 10.9   | 12.2   |
| 영업이익률 (%)       | 6.3    | 4.5    | 7.4    | 8.8    |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 0.7    | 0.3    | 3.3    | 4.3    |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 10,049 | 11,614 | 12,393 | 14,642 |
| 현금 및 현금성자산  | 2,898  | 4,041  | 4,416  | 5,445  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,768  | 1,872  | 1,972  | 2,274  |
| 재고자산        | 2,734  | 2,895  | 3,050  | 3,516  |
| 기타유동자산      | 2,649  | 2,806  | 2,955  | 3,407  |
| 비유동자산       | 16,266 | 16,255 | 16,778 | 17,123 |
| 관계기업투자등     | 348    | 368    | 388    | 447    |
| 유형자산        | 5,703  | 5,863  | 6,506  | 6,877  |
| 무형자산        | 8,397  | 8,533  | 8,372  | 8,218  |
| 자산총계        | 26,315 | 27,868 | 29,171 | 31,765 |
| 유동부채        | 8,946  | 10,246 | 10,608 | 11,701 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,540  | 2,689  | 2,833  | 3,266  |
| 단기금융부채      | 2,881  | 3,823  | 3,842  | 3,901  |
| 기타유동부채      | 3,525  | 3,734  | 3,933  | 4,534  |
| 비유동부채       | 5,708  | 5,709  | 5,819  | 6,155  |
| 장기금융부채      | 3,744  | 3,628  | 3,628  | 3,628  |
| 기타비유동부채     | 1,964  | 2,081  | 2,191  | 2,527  |
| 부채총계        | 14,654 | 15,955 | 16,427 | 17,856 |
| 지배주주지분      | 7,496  | 7,731  | 8,350  | 9,281  |
| 자본금         | 3,267  | 3,267  | 3,267  | 3,267  |
| 자본잉여금       | 1,572  | 1,440  | 1,440  | 1,440  |
| 이익잉여금       | 1,394  | 1,676  | 2,295  | 3,227  |
| 비지배주주지분     | 4,165  | 4,183  | 4,394  | 4,627  |
| 자본총계        | 11,661 | 11,914 | 12,744 | 13,908 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2024  | 2025F | 2026F  | 2027F  |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 242   | 795   | 1,412  | 1,957  |
| 당기순이익               | 395   | 216   | 830    | 1,165  |
| 비현금수익비용가감           | 1,344 | 1,246 | 1,012  | 1,246  |
| 유형자산감가상각비           | 350   | 395   | 504    | 584    |
| 무형자산상각비             | 141   | 160   | 161    | 153    |
| 기타                  | 853   | 691   | 347    | 509    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -891  | -172  | 68     | 205    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 86    | -177  | -73    | -220   |
| 재고자산 감소(증가)         | 59    | -251  | -154   | -467   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -854  | -221  | 125    | 379    |
| 법인세납부               | -317  | -217  | -262   | -442   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -821  | -480  | -1,188 | -1,077 |
| 유형자산처분(취득)          | -452  | -595  | -1,147 | -954   |
| 무형자산감소(증가)          | -191  | -220  | 0      | 0      |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -19   | -43   | -41    | -123   |
| 기타투자활동              | -159  | 378   | 0      | 0      |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 608   | 896   | 19     | 58     |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 1,282 | 827   | 19     | 58     |
| 자본의 증가(감소)          | -141  | -132  | 0      | 0      |
| 배당금의 지급             | -86   | -88   | 0      | 0      |
| 기타재무활동              | -447  | 289   | 0      | 0      |
| 현금의 증가              | 278   | 1,143 | 375    | 1,028  |
| 기초현금                | 2,620 | 2,898 | 4,041  | 4,416  |
| 기말현금                | 2,898 | 4,041 | 4,416  | 5,445  |

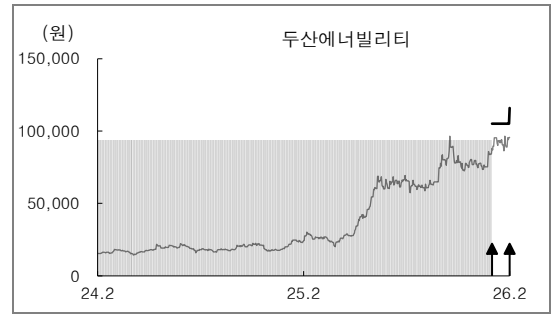
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2024   | 2025F  | 2026F   | 2027F  |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|
| P/E (x)         | 100.9  | 907.6  | 98.8    | 65.6   |
| P/CF (x)        | 6.5    | 33.0   | 33.2    | 25.4   |
| P/B (x)         | 1.5    | 6.2    | 7.3     | 6.6    |
| EV/EBITDA (x)   | 12.5   | 42.1   | 33.1    | 25.6   |
| EPS (원)         | 174    | 83     | 967     | 1,455  |
| CFPS (원)        | 2,715  | 2,282  | 2,876   | 3,764  |
| BPS (원)         | 11,706 | 12,072 | 13,038  | 14,493 |
| DPS (원)         | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 배당성향 (%)        | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    |
| 배당수익률 (%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    |
| 매출액증가율 (%)      | -7.7   | 5.1    | 11.1    | 14.1   |
| EBITDA증가율 (%)   | -22.0  | -12.7  | 56.5    | 27.9   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -30.6  | -25.0  | 83.1    | 36.1   |
| EPS증가율 (%)      | 100.1  | -52.3  | 1,065.3 | 50.5   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 12.4   | 12.8   | 13.5    | 14.0   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 6.2    | 6.1    | 6.4     | 6.6    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 5.8    | 6.3    | 6.5     | 6.7    |
| ROA (%)         | 1.5    | 0.8    | 2.9     | 3.8    |
| ROE (%)         | 1.5    | 0.7    | 7.7     | 10.6   |
| ROIC (%)        | 4.2    | 3.0    | 6.8     | 8.9    |
| 부채비율 (%)        | 125.7  | 133.9  | 128.9   | 128.4  |
| 유동비율 (%)        | 112.3  | 113.3  | 116.8   | 125.1  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 29.2   | 25.8   | 21.1    | 12.0   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 3.1    | 2.3    | 4.0     | 5.4    |

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자              | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|-------------------|------|---------|--------|------------|
|                   |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 두산에너지빌리티 (034020) |      |         |        |            |
| 2026.02.13        | 매수   | 116,000 | -      | -          |
| 2026.01.12        | 매수   | 105,000 | -12.24 | -8.10      |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

| 기업                                       | 산업                                         |
|------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상    | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상  | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 79.76% | 1.19%           | 19.05% | 0% |

\* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산에너지빌리티 유(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.