



BUY (유지)

목표주가(12M) 76,000원(상향)
현재주가(7.25) 65,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,196.05
52주 최고/최저(원)	68,900/15,860
시가총액(십억원)	42,213.0
시가총액비중(%)	1.61
발행주식수(천주)	640,561.1
60일 평균 거래량(천주)	11,562.7
60일 평균 거래대금(십억원)	582.9
외국인지분율(%)	24.00
주요주주 지분율(%)	
- 두산 외 28 인	30.68
- 국민연금공단	7.86

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	16,100.4	17,695.8
영업이익(십억원)	1,079.5	1,419.4
순이익(십억원)	458.9	733.4
EPS(원)	456	770
BPS(원)	12,435	13,377

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	17,589.9	16,233.1	17,282.4	18,462.5
영업이익	1,467.3	1,017.6	1,042.8	1,261.1
세전이익	738.5	657.8	597.2	1,006.1
순이익	55.6	111.4	209.0	493.0
EPS	87	174	326	770
증감율	흑전	100.00	87.36	136.20
PER	182.76	100.86	202.15	85.58
PBR	1.43	1.50	5.35	5.04
EV/EBITDA	8.44	12.47	31.73	28.14
ROE	0.78	1.52	2.72	6.07
BPS	11,114	11,706	12,307	13,077
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 7월 28일 | 기업분석_Earnings Review

두산에너지빌리티 (034020)

여백이 부족하여

목표주가 76,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산에너지빌리티 목표주가 76,000원으로 기존대비 123.5% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 5.4배를 적용했다. 2분기 실적은 시장 컨센서스에 부합했다. 사실상 연결 자회사의 실적 비중이 높기 때문에 전사 이익 변화에 대한 시장 반응은 제한적일 것으로 간주된다. 2분기 에너지빌리티 부문 신규 수주는 20,365억원으로 전분기대비 18.3% 증가했다. 베트남 신규 해외 가스발전 프로젝트 등이 추가 반영되었다. 수주잔고는 16.0조원으로 전분기대비 0.9% 감소했다. 2025년 기준 PER 202.2배, PBR 5.4배다.

2Q25 영업이익 2,711억원(YoY -12.5%)으로 컨센서스 부합

2분기 매출액은 4.6조원을 기록하며 전년대비 10.1% 증가했다. 에너지빌리티 부문의 성장이 외형 확대를 견인했다. 에너지빌리티 부문은 기존에 수주한 중동 가스발전 프로젝트가 매출로 이어지며 전년대비 25.0% 증가한 2.3조원을 기록했다. 영업이익은 2,711억원을 기록하며 전년대비 12.5% 감소했다. 에너지빌리티 부문은 924억원으로 전년대비 28.2% 증가했으나 자회사 두산팍캣 실적은 14.7% 감소하며 전사 이익이 둔화되었다. 하반기에 매출 증가와 제품 Mix 개선으로 연간 이익 가이던스 3,732억원은 충족될 가능성이 존재한다. 고수익 및 기자재 제품 비중은 현재 50% 수준에서 4분기 80% 수준까지 확대될 예정이기 때문이다.

기다려온 수주가 하반기 중에는 확인될 것으로 기대

연결 자회사의 영업실적이 전사 실적의 대부분을 구성하기 때문에 연결 기준 지표는 개별 기업가치를 설명하는데 한계가 존재한다. 한편 에너지빌리티 부문의 성장 가능성에 대해 시장 참여자들이 높은 가치를 부여하고 있다. 낙관적 가정과 수주 기대감이 현실화된다는 가정 하에서 해당 모멘텀이 본격적인 증익으로 확인될 시점은 2030년대로 판단된다. 결국 기업 가치 산정에서 상당히 도전적인 목표치가 필요한 동시에 적정 수준의 할인은 불가피하다. 하반기 고수익 기자재 잔고 실적 인식에 따른 이익 성장을 감안해도 높은 멀티플을 설명할 근거가 단기적으로 성립하기 어려울 수 있다. 해당 우려를 극복할 수 있는 방법은 유의미한 규모의 수주로 볼 수 있다. 기존 주력 부문인 원자력, 신규 동력인 가스복합화력 등 기자재 밸류체인에서 가치가 부각될 수 있는 영업환경이 조성되고 있기 때문에 현재 부여되는 장기 전망에 따른 기업가치는 향후 지속적인 수주와 가파른 실적 성장으로 증명될 필요가 있다. 데이터센터 증가에 따른 전력수요는 명확하나 전력공급을 위한 수단에 있어 제한이 없다는 점에서 향후 발전원간 경쟁 국면에서 원자력과 가스터빈의 우위가 유지될 수 있을지에 대해 지속적인 관찰이 필요하다. 특히 SMR의 경우 NOAK의 가격 경쟁력 증명에 있어 소요되는 시간이 길 수밖에 없기 때문에 해당 시점까지는 기대감이 주가를 견인할 전망이다.

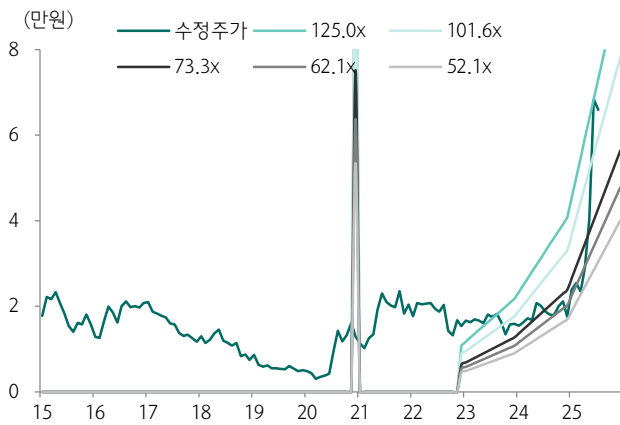
도표 1. 두산에너지빌리티 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				2Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	40,979	41,505	33,956	45,891	37,486	45,690	41,769	47,880	10.1	21.9
영업이익	3,581	3,098	1,148	2,349	1,425	2,711	2,587	3,705	(12.5)	90.3
세전이익	3,688	3,167	386	(663)	302	1,917	1,793	1,960	(39.5)	534.5
순이익	1,442	1,362	(550)	(1,139)	(689)	939	879	960	(31.0)	흑전
영업이익률(%)	8.7	7.5	3.4	5.1	3.8	5.9	6.2	7.7	-	-
세전이익률(%)	9.0	7.6	1.1	(1.4)	0.8	4.2	4.3	4.1	-	-
순이익률(%)	3.5	3.3	(1.6)	(2.5)	(1.8)	2.1	2.1	2.0	-	-

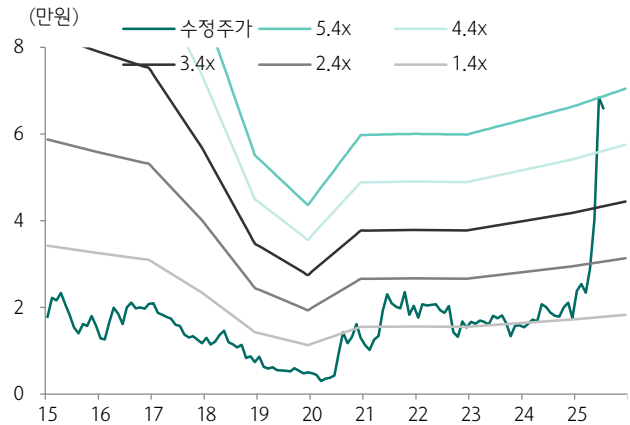
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 2. 두산에너지빌리티 12M Fwd PER 추이



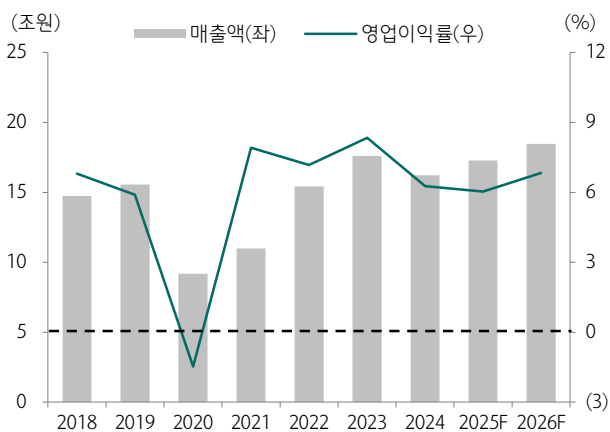
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 3. 두산에너지빌리티 12M Fwd PBR 추이



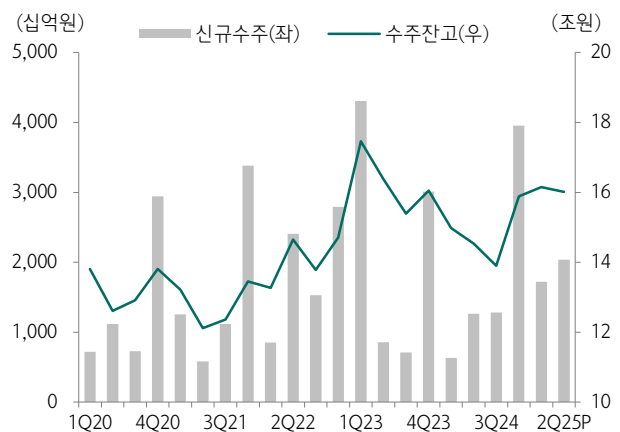
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 4. 두산에너지빌리티 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 5. 두산에너지빌리티 분기별 수주 추이



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,589.9	16,233.1	17,282.4	18,462.5	19,733.2
매출원가	14,572.9	13,503.3	14,483.3	15,380.3	16,294.9
매출총이익	3,017.0	2,729.8	2,799.1	3,082.2	3,438.3
판매비	1,549.7	1,712.1	1,756.3	1,821.1	2,016.0
영업이익	1,467.3	1,017.6	1,042.8	1,261.1	1,422.3
금융손익	(268.0)	(181.3)	(317.8)	(160.0)	(140.0)
종속/관계기업손익	(38.7)	20.5	6.9	5.0	5.0
기타영업외손익	(422.2)	(199.1)	(134.7)	(100.0)	(100.0)
세전이익	738.5	657.8	597.2	1,006.1	1,187.3
법인세	221.0	263.1	221.5	301.8	356.2
계속사업이익	517.5	394.7	375.7	704.3	831.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	517.5	394.7	375.7	704.3	831.1
비배주주지분 손이익	461.9	283.3	166.8	211.3	249.3
지배주주순이익	55.6	111.4	209.0	493.0	581.8
지배주주지분포괄이익	(0.8)	369.7	69.5	95.5	112.8
NOPAT	1,028.3	610.6	656.1	882.8	995.6
EBITDA	1,934.0	1,508.6	1,557.2	1,741.8	1,874.0
성장성(%)					
매출액증가율	14.06	(7.71)	6.46	6.83	6.88
NOPAT증가율	(48.02)	(40.62)	7.45	34.55	12.78
EBITDA증가율	22.60	(22.00)	3.22	11.85	7.59
영업이익증가율	32.66	(30.65)	2.48	20.93	12.78
(지배주주)순이익증가율	흑전	100.36	87.61	135.89	18.01
EPS증가율	흑전	100.00	87.36	136.20	17.92
수익성(%)					
매출총이익률	17.15	16.82	16.20	16.69	17.42
EBITDA이익률	10.99	9.29	9.01	9.43	9.50
영업이익률	8.34	6.27	6.03	6.83	7.21
계속사업이익률	2.94	2.43	2.17	3.81	4.21

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	87	174	326	770	908
BPS	11,114	11,706	12,307	13,077	13,985
CFPS	3,226	2,715	2,306	2,690	2,903
EBITDAPS	3,022	2,355	2,431	2,719	2,926
SPS	27,483	25,342	26,980	28,822	30,806
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	182.76	100.86	202.15	85.58	72.58
PBR	1.43	1.50	5.35	5.04	4.71
PCFR	4.93	6.46	28.58	24.50	22.70
EV/EBITDA	8.44	12.47	31.73	28.14	25.91
PSR	0.58	0.69	2.44	2.29	2.14
재무비율(%)					
ROE	0.78	1.52	2.72	6.07	6.71
ROA	0.23	0.44	0.78	1.75	1.96
ROIC	6.90	3.93	3.96	5.22	5.79
부채비율	127.28	125.66	127.25	124.96	122.49
순부채비율	22.27	29.18	26.90	20.67	14.19
이자보상비율(배)	4.57	3.09	3.19	3.82	4.30

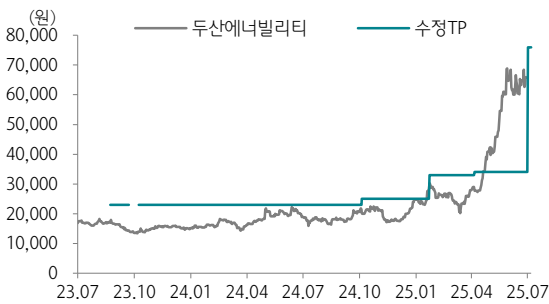
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,641.6	10,049.0	10,913.5	12,046.4	13,366.8
금융자산	2,928.4	3,221.6	3,790.6	4,426.9	5,169.5
현금성자산	2,620.2	2,898.3	3,453.3	4,066.1	4,781.3
매출채권	1,333.4	1,290.3	1,346.2	1,440.0	1,549.3
재고자산	2,539.0	2,733.9	2,852.4	3,051.3	3,282.7
기타유동자산	2,840.8	2,803.2	2,924.3	3,128.2	3,365.3
비유동자산	14,999.3	16,265.8	16,675.1	16,848.6	17,060.0
투자자산	1,014.6	1,182.0	1,232.4	1,286.7	1,349.8
금융자산	697.7	834.3	869.7	898.7	932.3
유형자산	5,225.1	5,703.0	5,896.3	6,158.7	6,443.8
무형자산	7,893.0	8,397.3	8,404.1	8,260.9	8,124.1
기타비유동자산	866.6	983.5	1,142.3	1,142.3	1,142.3
자산총계	24,640.8	26,314.8	27,588.7	28,895.1	30,426.8
유동부채	9,596.8	8,945.8	9,694.5	10,153.8	10,688.2
금융부채	2,928.0	2,880.7	3,352.0	3,376.8	3,405.7
매입채무	2,434.0	2,220.9	2,317.2	2,478.7	2,666.7
기타유동부채	4,234.8	3,844.2	4,025.3	4,298.3	4,615.8
비유동부채	4,202.6	5,707.9	5,754.1	5,897.0	6,063.3
금융부채	2,414.6	3,743.6	3,704.7	3,704.7	3,704.7
기타비유동부채	1,788.0	1,964.3	2,049.4	2,192.3	2,358.6
부채총계	13,799.3	14,653.7	15,448.7	16,050.8	16,751.5
지배주주지분	7,117.4	7,496.6	7,881.5	8,374.6	8,956.2
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,712.8	1,572.1	1,441.6	1,441.6	1,441.6
자본조정	46.1	46.8	45.5	45.5	45.5
기타포괄이익누계액	906.7	1,215.9	1,300.8	1,300.8	1,300.8
이익잉여금	1,184.5	1,394.4	1,826.4	2,319.4	2,901.2
비지배주주지분	3,724.1	4,164.5	4,258.5	4,469.7	4,719.1
자본총계	10,841.5	11,661.1	12,140.0	12,844.3	13,675.3
순금융부채	2,414.2	3,402.7	3,266.0	2,654.5	1,940.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,070.6	242.2	769.5	1,198.0	1,298.0
당기순이익	517.5	394.7	375.7	704.3	831.1
조정	908.5	738.8	604.2	480.6	451.7
감가상각비	466.7	491.0	514.5	480.7	451.7
외환거래손익	12.7	(56.3)	8.9	0.0	0.0
지분법손익	38.7	(14.3)	(1.9)	0.0	0.0
기타	390.4	318.4	82.7	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	644.6	(891.3)	(210.4)	13.1	15.2
투자활동 현금흐름	(816.6)	(821.4)	(849.2)	(677.7)	(690.5)
투자자산감소(증가)	3,325.8	(54.0)	(69.2)	(54.2)	(63.1)
자본증가(감소)	(395.6)	(452.1)	(535.5)	(600.0)	(600.0)
기타	(3,746.8)	(315.3)	(244.5)	(23.5)	(27.4)
재무활동 현금흐름	(1,325.2)	608.4	523.4	24.8	28.9
금융부채증가(감소)	(179.5)	1,281.7	432.4	24.8	28.9
자본증가(감소)	(1,146.0)	(140.7)	(130.5)	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	(446.3)	221.5	0.0	0.0
배당지급	0.0	(86.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(71.1)	278.1	873.5	612.8	715.2
Unlevered CFO	2,064.9	1,738.8	1,477.1	1,723.3	1,859.3
Free Cash Flow	1,675.0	(219.3)	229.7	598.0	698.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산에너지빌리티



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.28	BUY	76,000		
25.5.2	BUY	34,000	53.89%	102.65%
25.2.18	BUY	33,000	-22.23%	-9.55%
24.10.31	BUY	25,000	-16.91%	12.80%
24.9.18	1년 경과		-	-
23.9.18	BUY	23,000	-26.72%	-3.26%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.48%	4.52%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 25일