NH투자증권

두산에너빌리티 (034020.KS)

고객들의 현실적인 선택지

글로벌 3社의 공급 능력을 뛰어넘는 가스터빈 수요로 가격은 작년 하반기부터 인상 중. 다른 발전원 역시 대안이 되지 못하는 가운데 두산에너빌리티의 가스터빈 수주는 예상보다 빨리 이뤄질 전망

Analyst 이민재
02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**33,000원 (유지)**
현재가 (25/04/30)	**28,950원**
업종	기계
KOSPI / KOSDAQ	2,556.61 / 717.24
시가총액(보통주)	18,544.2십억원
발행주식수(보통주)	640.6백만주
52주 최고가('25/02/18)	30,300원
최저가('24/08/05)	15,860원
평균거래대금(60일)	238,624백만원
배당수익률(2025E)	0.00%
외국인지분율	24.0%
주요주주	
두산 외 28 인	30.7%
국민연금공단	7.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	17.2	35.3	72.3
상대수익률 (%p)	16.3	37.2	81.5

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	16,233	15,619	16,864	17,956
증감률	*-7.7*	*-3.8*	*8.0*	*6.5*
영업이익	1,018	1,105	1,554	1,804
증감률	*-30.6*	*8.5*	*40.7*	*16.1*
영업이익률	*6.3*	*7.1*	*9.2*	*10.0*
(지배지분)순이익	111	479	747	906
EPS	174	748	1,167	1,414
증감률	*100.1*	*330.4*	*55.9*	*21.2*
PER	100.9	38.7	24.8	20.5
PBR	1.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.0	15.7	11.8	10.3
ROE	1.5	6.2	9.0	9.9
부채비율	125.7	113.3	106.8	100.7
순차입금	2,659	2,003	1,002	220

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

제한된 공급 하에서의 특별한 기회

두산에너빌리티에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 33,000원 유지. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유는 미국을 중심으로 가스터빈과 SMR 수주 기회가 늘어날 것이기 때문

대형 가스터빈은 미국, 중동을 중심으로 신규 수요가 증가하는 중. 그러나 GE, Siemens, Mitsubishi 3社 중심의 제한된 공급으로 대부분 '29년 이후에나 인도 가능한 상황. 이와 같은 시장 상황을 반영해 GE는 작년 하반기에 이어 올해 상반기에도 기자재 가격을 인상했고, 하반기 추가로 인상할 계획

두산에너빌리티는 380MW급 대형 가스터빈을 제작할 수 있는 후발주자로 글로벌 3社보다 2년 이상 빠른 납기(18-22개월 소요)가 가능한 상황. 재생에너지의 Hourly Matching이 어려운 가운데, 납기 기간마저 유사한 기간이 걸리는 점을 감안하면 두산에너빌리티의 가스터빈은 수요자에게 매력적인 선택지

따라서 미국의 다수 데이터센터 개발사와 가스터빈 공급 계약을 논의하는 중. 지난 4분기 '26년 상반기로 예상됐던 가스터빈 수주는 예상보다 빨리 이뤄질 전망

1분기 아쉬운 부진

에너빌리티 부문 1분기 매출 1.58조원(-7% y-y), 영업적자 14억원(적전 y-y)으로 당사 추정치 하회. 이는 대형 석탄, 수처리 프로젝트 종료에 따른 매출 감소와 정산 시 발생한 비용의 선투입 때문

두산에너빌리티 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P					2Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	-8.5	-18.3	4,299	3,924	4,180
영업이익	358	310	115	235	143	-60.2	-39.3	304	254	288
영업이익률	*8.7*	*7.5*	*3.4*	*5.1*	*3.8*			*7.1*	*6.5*	*6.9*
세전이익	369	317	39	-66	30	-91.8	흑전	260	86	235
(지배)순이익	144	136	-55	-114	-69	적전	적지	100	188	112

자료: 두산에너빌리티, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1962년 현대양행으로 설립되었으며 1980년 10월 중화학공업 구조조정의 일환으로 정부에 귀속되어 공기업인 한국중공업주식회사로 변경됨. 정부의 민영화 방침에 따라 두산그룹에 인수되었으며, 2022년 3월, 두산에너빌리티로 사명을 변경. 원전의 핵심 설비와 핵연료 취급설비, 핵연료 운반 용기 및 원자로 계통 보조기기의 대부분을 제작해 공급하며 국내외 화력발전소 핵심 주기기, 담수 설비 등을 공급함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내외 원자력 발전 시장의 확대
- 원자력 및 해상풍력 주기기 관련 수주 증가

Downside Risk

- 원자력 및 해상풍력 주기기 관련 수주 지연
- 탈원전 정책

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
NuScale Power	-	-	4.2	4.4	-7.9	-10.4
Vestas Wind	15.4	10.7	2.8	2.3	18.3	21.8
GE Vernova	53.5	33.0	9.4	8.0	17.6	24.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	183.0	100.9	38.7	24.8	20.5
PBR	1.4	1.5	2.3	2.1	1.9
PSR	0.6	0.7	1.2	1.1	1.0
ROE	0.8	1.5	6.2	9.0	9.9
ROIC	6.7	4.2	5.3	7.9	9.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

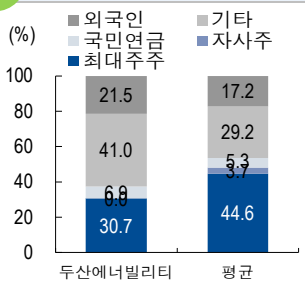
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**13,952**	**13,837**	**14,744**	**15,570**	**9,172**	**10,991**	**15,421**	**17,590**	**16,233**
영업이익	798	818	1,002	918	-135	869	1,106	1,467	1,018
영업이익률(%)	*5.7*	*5.9*	*6.8*	*5.9*	*-1.5*	*7.9*	*7.2*	*8.3*	6.3
세전이익	-244	35	-105	-63	-783	564	-186	738	658
순이익	**-216**	**-198**	**-430**	**-224**	**-838**	**646**	**-453**	**518**	**395**
지배지분순이익	**-171**	**-380**	**-532**	**-515**	**-1,070**	**495**	**-772**	**56**	**111**
EBITDA	1,330	1,331	1,501	1,469	434	1,406	1,578	1,934	1,509
CAPEX	291	277	231	377	263	285	349	396	461
Free Cash Flow	677	152	758	56	32	743	276	1,675	-219
EPS(원)	-1,311	-2,841	-3,711	-2,638	-3,732	1,026	-1,247	87	174
BPS(원)	22,741	21,567	16,218	10,228	8,094	11,093	11,144	11,111	11,703
DPS(원)	418	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	7,753	7,813	7,373	7,720	7,073	4,644	3,207	1,871	2,659
ROE(%)	-4.8	-11.2	-17.7	-20.4	-38.7	10.7	-11.7	0.8	1.5
ROIC(%)	9.2	-18.6	22.5	23.3	-0.8	7.2	12.9	6.7	4.2
배당성향(%)	-34.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	113.6	120.6	120.4	129.0	99.5	52.7	31.8	17.3	22.8

자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부

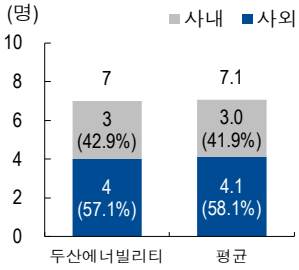
ESG Index & Event

G

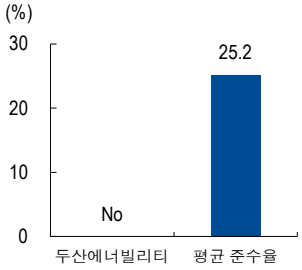
주주 구성



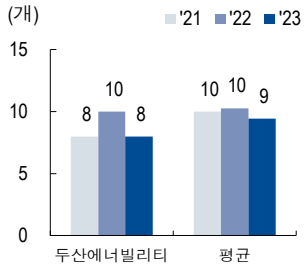
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



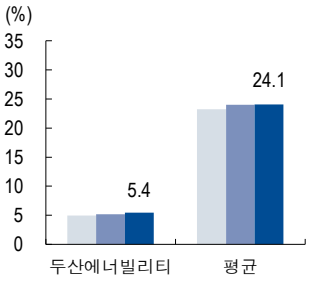
기업지배구조 핵심지표 준수



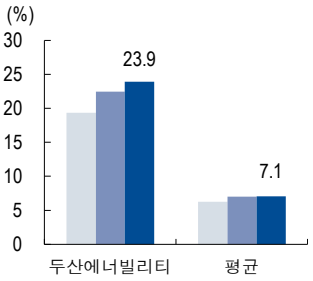
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 두산에너빌리티, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

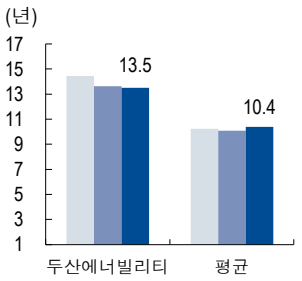
여성 임직원 비율



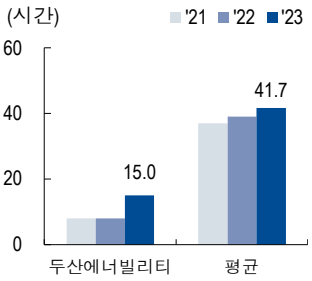
계약직 비율



근속연수



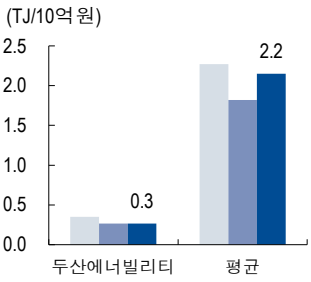
인당 교육시간



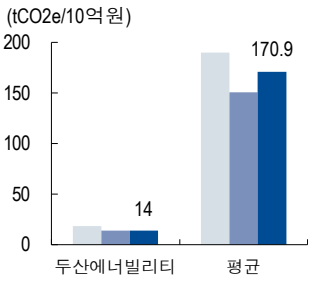
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부

E

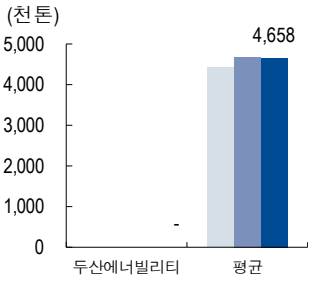
에너지 사용량



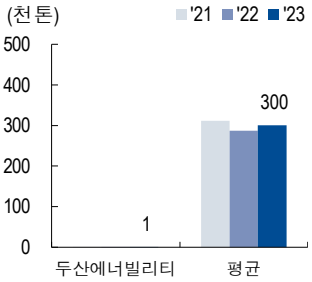
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.6	- 글로벌 해상풍력 기업 지멘스가메사와 전략적 협력을 위한 MOU를 체결
	2023.8	- 한국중부발전과 20MW급 이상 해상풍력 연구개발 및 사업화 MOU 체결
S	2022.7	- 국내 최초로 유럽 원전 안전 국제표준 ISO 19443 인증을 취득
G	2022.3	- 두산중공업에서 두산에너빌리티로 사명을 변경
	2022.9	- ㈜두산이 두산에너빌리티 지분 4.5%를 블록딜 방식으로 매각 (두산의 지분율: 35.14% → 30.5%)

자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부

표1. 두산에너빌리티 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	Sales	EBITDA	Multiple	지분율/주식수	장부/시장가치	적용가
1) 별도법인 영업가치						
- 대형원전 부문 영업가치	2,165	650	20		12,989	12,989
- SMR 부문 영업가치	440	88	8 주)		3,520	3,520
- 신재생부문 영업가치	500	75	12		900	900
- 담수화부문 영업가치	350	35	10		350	350
- 화력부문 영업가치	3,680	478	14		6,698	6,698
- 기타부문 영업가치	2,087	-84	5		-419	-419
- 합계						**24,038**
2) 연결종속기업, 관계사 지분가치						
- 두산밥캣				46.1%	2,253	2,253
- 두산퓨얼셀 보통주와 우선주				30.3%	353	353
- 두산건설 보통주와 상환전환우선주				-	109	109
- 기타(자사주 포함)				-	553	553
- 합계						**3,269**
3) Total Value = 1) + 2)						**27,307**
4) 순차입금						3,330
5) NAV = 3) - 4)						**23,976**
6) 주당 순자산가치		주식수	625.8 만주			38,313
7) 목표주가		할인율	16.9%			**33,000**

주: SMR부문 영업가치에 적용한 multiple으로 PSR 8배를 적용. 나머지 사업부는 EV/EBITDA multiple 적용
자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 두산에너빌리티 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	16,233	15,619	16,864	17,956
	- 수정 전	-	15,569	16,797	17,926
	- 변동률	-	*0.3*	*0.4*	*0.2*
영업이익	- 수정 후	1,018	1,105	1,554	1,804
	- 수정 전	-	1,180	1,597	1,868
	- 변동률	-	*-6.4*	*-2.7*	*-3.4*
영업이익률(수정 후)		6.3	7.1	9.2	10.0
EBITDA		1,509	1,584	2,045	2,305
(지배지분)순이익		111	479	747	906
EPS	- 수정 후	174	748	1,167	1,414
	- 수정 전	-	817	1,193	1,454
	- 변동률	-	*-8.4*	*-2.2*	*-2.8*
PER		100.9	38.7	24.8	20.5
PBR		1.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA		12.0	15.7	11.8	10.3
ROE		1.5	6.2	9.0	9.9

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**16,233**	**15,619**	**16,864**	**17,956**
증감률 (%)	*-7.7*	*-3.8*	*8.0*	*6.5*
매출원가	**13,503**	**12,495**	**13,491**	**14,365**
매출총이익	**2,730**	**3,124**	**3,373**	**3,591**
Gross 마진 (%)	*16.8*	*20.0*	*20.0*	*20.0*
판매비와 일반관리비	1,712	2,019	1,819	1,787
영업이익	**1,018**	**1,105**	**1,554**	**1,804**
증감률 (%)	*-30.6*	*8.5*	*40.7*	*16.1*
OP 마진 (%)	*6.3*	*7.1*	*9.2*	*10.0*
EBITDA	**1,509**	**1,584**	**2,045**	**2,305**
영업외손익	**-360**	**-229**	**-189**	**-150**
금융수익(비용)	-181	-229	-189	-150
기타영업외손익	-199	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	20	0	0	0
세전계속사업이익	**658**	**875**	**1,365**	**1,654**
법인세비용	**263**	**236**	**369**	**447**
계속사업이익	395	639	996	1,207
당기순이익	**395**	**639**	**996**	**1,207**
증감률 (%)	*-23.7*	*61.9*	*55.9*	*21.2*
Net 마진 (%)	*2.4*	*4.1*	*5.9*	*6.7*
지배주주지분 순이익	111	479	747	906
비지배주주지분 순이익	283	160	249	302
기타포괄이익	578	0	0	0
총포괄이익	973	639	996	1,207

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	100.9	38.7	24.8	20.5
PBR(X)	1.5	2.3	2.1	1.9
PCR(X)	6.5	11.7	9.1	8.1
PSR(X)	0.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(X)	12.0	15.7	11.8	10.3
EV/EBIT(X)	17.8	22.5	15.5	13.1
EPS(W)	174	748	1,167	1,414
BPS(W)	11,703	12,451	13,618	15,032
SPS(W)	25,342	24,383	26,327	28,032
자기자본이익률(ROE, %)	1.5	6.2	9.0	9.9
총자산이익률(ROA, %)	1.5	2.4	3.7	4.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	4.2	5.3	7.9	9.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	22.8	16.3	7.5	1.5
총부채/자기자본(%)	125.7	113.3	106.8	100.7
이자발생부채	6,624	6,184	5,846	5,709
유동비율(%)	112.3	114.2	121.0	126.6
총발행주식수(mn)	641	641	641	641
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	17,550	28,950	28,950	28,950
시가총액(십억원)	11,242	18,544	18,544	18,544

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	2,898	3,109	3,729	4,334
매출채권	1,290	1,241	1,340	1,427
유동자산	**10,049**	**9,989**	**11,158**	**12,243**
유형자산	5,703	5,782	5,849	5,904
투자자산	1,182	1,137	1,228	1,307
비유동자산	**16,266**	**16,242**	**16,342**	**16,864**
자산총계	**26,315**	**26,231**	**27,499**	**29,107**
단기성부채	2,881	2,887	2,906	2,948
매입채무	2,221	2,137	2,307	2,457
유동부채	**8,946**	**8,744**	**9,223**	**9,670**
장기성부채	3,744	3,297	2,939	2,761
장기충당부채	936	900	972	1,035
비유동부채	**5,708**	**5,187**	**4,980**	**4,934**
부채총계	**14,654**	**13,931**	**14,203**	**14,603**
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,572	1,572	1,572	1,572
이익잉여금	1,394	1,874	2,621	3,527
비지배주주지분	4,165	4,324	4,573	4,875
자본총계	**11,661**	**12,300**	**13,297**	**14,504**

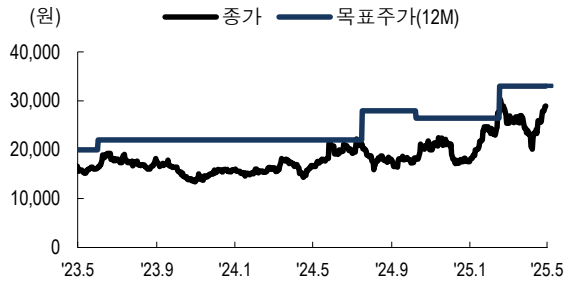
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**242**	**1,094**	**1,574**	**1,786**
당기순이익	395	639	996	1,207
+ 유/무형자산상각비	491	479	491	501
+ 종속, 관계기업관련손익	-14	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-56	0	0	0
Gross Cash Flow	1,739	1,582	2,043	2,303
- 운전자본의증가(감소)	-891	-24	86	78
투자활동 현금흐름	**-821**	**-443**	**-616**	**-1,045**
+ 유형자산 감소	9	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-461	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	-58	45	-91	-80
Free Cash Flow	-219	594	1,074	1,286
Net Cash Flow	-579	651	958	741
재무활동현금흐름	**608**	**-440**	**-338**	**-137**
자기자본 증가	-141	0	0	0
부채증감	749	-440	-338	-137
현금의증가	278	211	620	605
기말현금 및 현금성자산	2,898	3,109	3,729	4,334
기말 순부채(순현금)	2,659	2,003	1,002	220

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.02.18	Buy	33,000원(12개월)	-	-
2024.10.11	Buy	26,500원(12개월)	-22.3%	4.2%
2024.07.18	Buy	28,000원(12개월)	-35.7%	-27.9%
2024.06.01		1년경과	-7.7%	1.1%
2023.06.08	Buy	22,000원(12개월)	-25.6%	-0.9%
2022.11.18	Buy	20,000원(12개월)	-18.1%	-9.0%

두산에너빌리티 (034020.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '두산에너빌리티'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.