



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 두산에너빌리티 (034020)

## 이견 없는 원전 밸류체인의 핵심

2025년 11월 24일

유틸리티/ESG Analyst 정혜정  
hyejung.jung@kbsc.com

### 목표주가 110,000원, Buy 유지

두산에너빌리티에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 110,000원을 유지한다. 목표주가의 12M Fwd. P/B는 8.69배, 12M. Fwd P/E는 116.7배에 해당하며, 최근 종가 대비 상승여력은 50.5% 수준이다. 현재 AI가 주도하는 전력 수요 증가 국면에서 두산에너빌리티가 원전과 가스발전 밸류체인의 핵심적인 역할을 맡고 있는 것에는 의심의 여지가 없는 가운데, 기존에는 계획 상으로 존재했던 원전 프로젝트들이 2026년에는 가시화되면서 수주로 이어질 전망이다.

### 대형 원전 수주 파이프라인 시작

두산에너빌리티의 중단기 실적 성장은 대형원전이 먼저 이끌어갈 것으로 전망한다. 올해 말에는 체코원전이 수주잔고에 반영될 예정이며, 웨스팅하우스가 유럽에서 수주한 불가리아 원전(2기, 부지 허가 취득, 2026년 FID 체결 예정) 및 폴란드 원전(3기, 사전작업 허가 취득) 기자재 수주 또한 2026~2027년 중 나올 것으로 예상하고 있다. 한편, 두산에너빌리티와 MOU를 체결한 Fermi America가 2030년 초반 가동을 목표로 대형원전 건설 프로젝트에 속도를 내고 있는 것을 감안 시 본격적인 미국 대형원전 시장 진출 시점도 예상대비 빨라질 것이다.

### 강력한 SMR 수요, 장기 성장 동력

장기 성장 동력이 될 SMR 또한 시장의 강한 수요를 재확인하고 있다. 두산에너빌리티의 전략 파트너 NuScale 및 X-energy는 지난 9월 각각 TVA, Centrica와 최대 6GW SMR 건설 개발 협약을 체결했다. 한편, 기존 주요 고객사였던 NuScale, X-energy, TerraPower 외에도 영국의 Rolls-Royce SMR과의 협력 가능성이 높아지는 등 파트너십이 확대되고 있는 점도 긍정적이다.

### 수요 가시화, 신규 capa 증설 긍정적

두산에너빌리티는 점진적으로 가시화되는 수요에 맞춰 SMR 및 가스터빈의 생산 capa 증설 규모도 확대된다는 점도 긍정적이다. 현재 SMR 생산은 대형원전 생산 라인 중 하나를 활용하고 있으나, 1Q26 중 신규 SMR 생산 라인을 착공하면서 대형원전 생산 라인은 5개로 회복되는 한편 SMR 생산 capa는 연산 12기에서 수준에서 최소 20기의 모듈을 제조할 수 있을 전망이다.

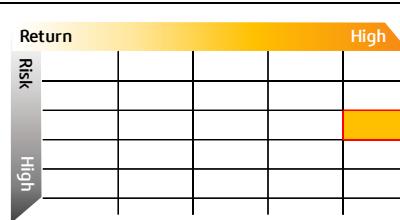
## Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	110,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	50.5
현재가 (11/21, 원)	73,100
Consensus target price (원)	106,375
시가총액 (조원)	46.8
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

#### Trading Data

Free float (%)	69.1
거래대금 (3m, 십억원)	492.4
외국인 지분율 (%)	23.1
주요주주 지분율 (%)	두산 외 28 인 30.7 국민연금공단 7.9
<b>Stock Price Performance (Total Return 기준)</b>	
주가상승률 (%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	-8.6 18.9 87.0 249.8
시장대비 상대수익률	-9.4 -3.3 26.8 120.3

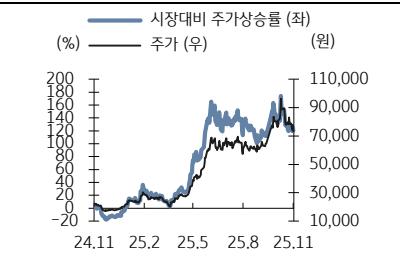
#### Risk & Total Return (annualized over three years)



#### Earnings Forecast & Valuation

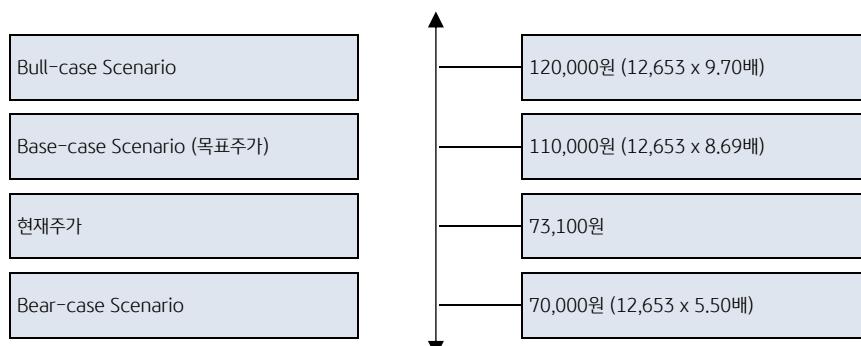
	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	16,233	16,755	19,220	21,057
영업이익 (십억원)	1,018	972	1,583	1,846
지배주주순이익 (십억원)	111	161	500	617
EPS (원)	174	252	781	963
증감률 (%)	100.0	44.8	209.9	23.3
P/E (x)	100.9	290.3	93.6	75.9
EV/EBITDA (x)	12.3	36.4	25.4	22.1
P/B (x)	1.5	6.1	5.7	5.3
ROE (%)	1.5	2.1	6.3	7.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

#### Stock Price & Relative Performance



자료: 두산에너빌리티, KB증권

## 투자의견과 위험요소 점검



### Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 채코 원전 및 Westinghouse 주기기 수주
- 2) 향후 5년간 SMR 60기 수주

### Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 채코 원전 외 신규 대형원전 수주
- 2) 상용화된 SMR 초기 도입

### Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) Westinghouse의 주기기 밸류체인 다변화
- 2) SMR 원전의 상용화 2030년 이후로 지연

## 실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	16,755	19,220	16,755	19,220	-	-
영업이익	972	1,583	972	1,583	-	-
지배주주순이익	161	500	161	500	-	-

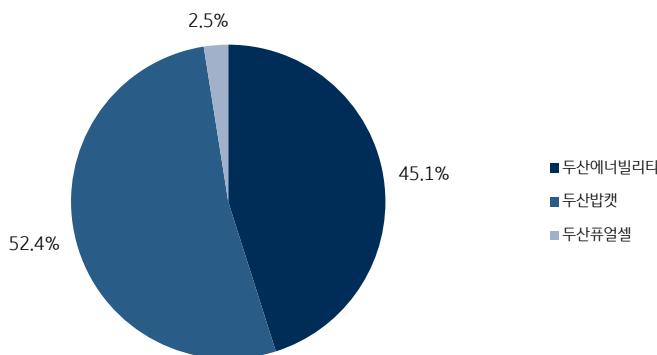
자료: KB증권 추정

## 컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	16,755	19,220	16,936	18,290	-1.1	5.1
영업이익	972	1,583	937	1,313	3.7	20.6
지배주주순이익	161	500	197	425	-18.0	17.7

자료: Quantwise, KB증권 추정

## 매출액 구성 (% 2024)



자료: DART, KB증권

## PEER 그룹 비교

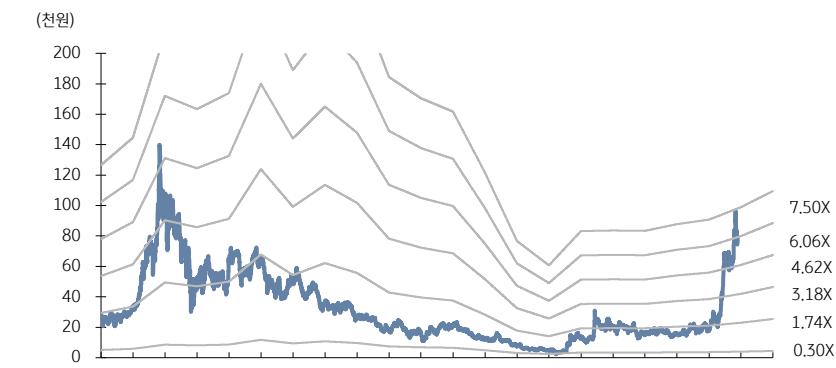
(백만달러, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
두산에너빌리티	31,734	98.7	92.2	5.8	5.7	31.4	25.0
Mitsubishi Heavy	83,188	36.2	24.6	12.4	4.5	19.5	16.7
IHI Corp	18,403	20.8	6.2	19.4	4.0	12.9	8.2
BWXT	16,025	41.7	13.4	n/a	n/a	27.3	11.7

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

## 실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
금리 1%p 상승 시	-2.5	-2.7
환율 1% 상승 시	+1.5	+1.6

그림 1. 두산에너빌리티 P/B Band Chart



자료: Quantwise, KB증권 추정

표 1. 두산에너빌리티 목표주가 산출내역 (DCF)

(원, 십억원, 천주, X, %)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E~
<b>현금흐름추정</b>								
FCF	1,765	-289	756	1,051	1,586	2,304	2,519	6,501
세후영업이익 (NOPAT)	1,246	755	1,317	1,518	1,887	2,469	2,630	6,501
감가상각비	467	491	591	635	632	629	623	643
설비투자	-592	-643	-915	-935	-710	-531	-505	-643
운전자본 투자	645	-891	-237	-167	-224	-264	-229	
<b>현금흐름의 현재가치</b>								
가중평균자본비용 (WACC)			8.1%					
영구성장률			2.3%					
Terminal Value								111,664
할인율			5.4%	14.0%	23.2%	33.2%	44.1%	55.8%
PV			478	922	1,287	1,729	1,749	71,687
<b>Valuation</b>								
Sum of PV			77,851					
순현금			3,972					
비지배주주 지분가치			4,109					
유통주식 적정가치			69,770					
유통주식수			640,465					
<b>목표주가</b>								
현재주가			73,100					
상승여력			50.5					
12M Fwd BVPS			12,996					

자료: KB증권 추정

표 2. 두산에너빌리티 WACC 산출 내역

(십억원, %)	KB증권 추정 (2025/11/6)	비고
<b>보통주 COE (A) = a + b x c</b>	<b>8.63</b>	
Risk free rate (a)	2.12	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.00	52주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	1.10	
R <sup>2</sup>	15.14%	
Risk premium (c = d x e)	6.52	
Market (d)	9.83	2001년~2024년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate (e)	3.31	2001년~2024년 통안채 1년물 연평균 Total return
<b>COD (B)</b>	<b>2.36</b>	<b>발행된 원화사채의 YTM</b>
보통주 적정주주가치	69,770	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	6,129	이자 발생 차입금
보통주가치 가중치 (j)	91.92	
차입금 가중치 (k)	8.08	
<b>WACC (C) = (A x j) + (B x k)</b>	<b>8.12</b>	

자료: Quantewise, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 3. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석 Table

(%)	WACC →	6.6	7.1	7.6	8.1	8.6	9.1	9.6
Growth rate ↓								
1.9	123,000	118,000	113,000	108,000	103,000	98,000	93,000	
2.1	124,000	119,000	114,000	109,000	104,000	99,000	94,000	
2.3	125,000	120,000	115,000	110,000	105,000	100,000	95,000	
2.5	126,000	121,000	116,000	111,000	106,000	101,000	96,000	
2.7	127,000	122,000	117,000	112,000	107,000	102,000	97,000	

자료: KB증권 추정

표 4. 2025년 두산에너빌리티 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	2025E	전년대비		컨센서스대비		기준추정대비	
		2024	YoY %	컨센서스	차이 %	2025E	차이 %
매출액	16,755	16,233	3.2	16,754	0.0	16,755	0.0
영업이익	972	1,018	-4.5	1,069	-9.1	972	0.0
세전이익	423	658	-35.6	706	-40.1	423	0.0
지배주주 순이익	161	111	44.8	284	-43.2	161	0.0
영업이익률	5.8	6.3		6.4		5.8	
세전이익률	2.5	4.1		4.2		2.5	
순이익률	1.0	0.7		1.7		1.0	

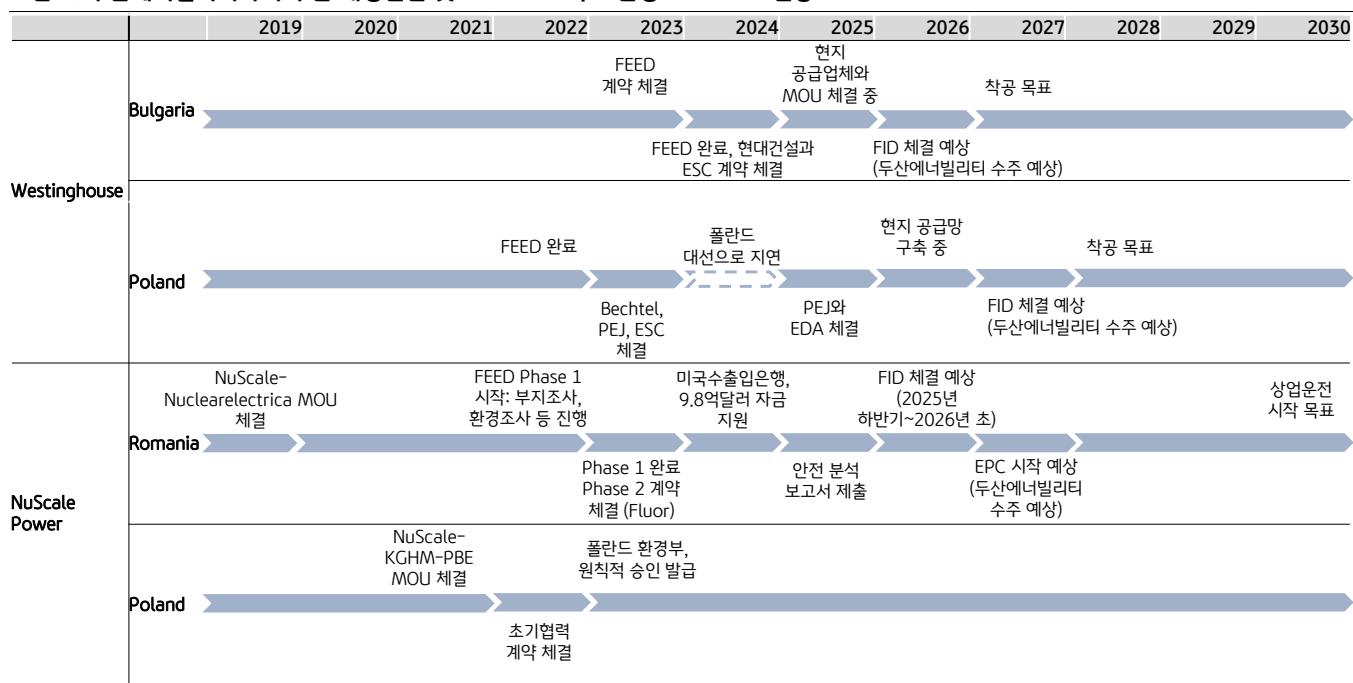
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

표 5. 2026년 두산에너빌리티 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	2026E	전년대비		컨센서스대비		기준추정대비	
		2025E	YoY %	컨센서스	차이 %	2026E	차이 %
매출액	19,220	16,755	14.7	18,040	6.5	19,220	0.0
영업이익	1,583	972	62.9	1,422	11.3	1,583	0.0
세전이익	1,100	423	159.8	1,075	2.3	1,100	0.0
지배주주 순이익	500	161	210.1	511	-2.2	500	0.0
영업이익률	8.2	5.8		7.9		8.2	
세전이익률	5.7	2.5		6.0		5.7	
순이익률	2.6	1.0		2.8		2.6	

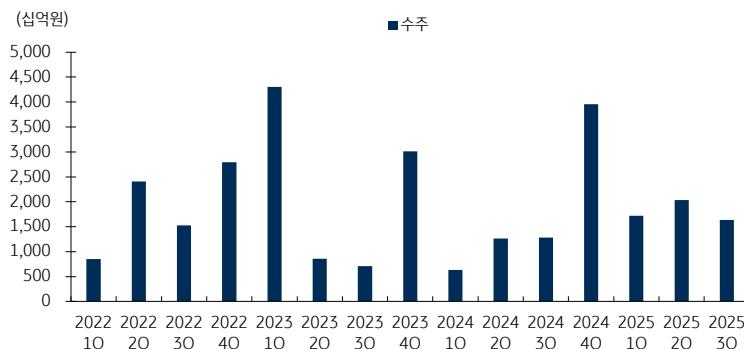
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 2. 두산에너빌리티가 수주한 대형원전 및 SMR 프로젝트 진행 Timeline 전망



자료: 산업부, KB증권

그림 3. 두산에너빌리티 신규 수주 추이



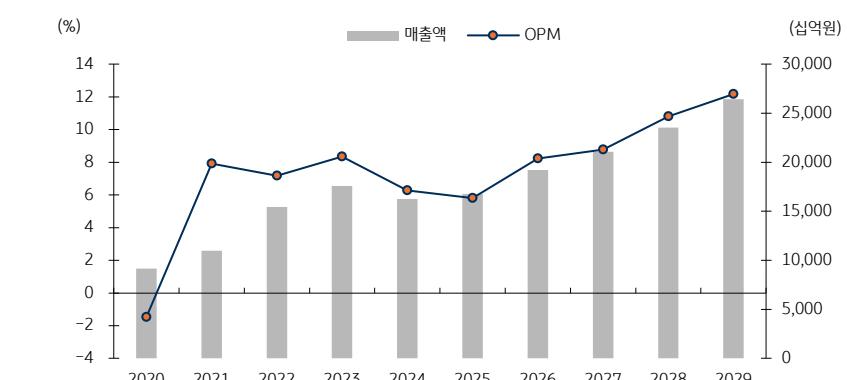
자료: 두산에너빌리티, KB증권

그림 4. 두산에너빌리티 수주잔고 추이



자료: 두산에너빌리티, KB증권

그림 5. 두산에너빌리티 에너빌리티 부문 연간 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 두산에너빌리티, KB증권

표 6. 두산에너빌리티 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>4,098</b>	<b>4,150</b>	<b>3,396</b>	<b>4,589</b>	<b>3,749</b>	<b>4,569</b>	<b>3,880</b>	<b>4,557</b>	<b>16,233</b>	<b>16,755</b>	<b>19,220</b>
두산에너빌리티	1,700	1,814	1,612	2,241	1,539	2,249	1,678	2,270	7,293	7,736	10,251
기타	2,398	2,336	1,784	2,348	2,210	2,320	2,202	2,287	8,940	9,019	8,969
<b>영업이익</b>	<b>358</b>	<b>310</b>	<b>115</b>	<b>235</b>	<b>142</b>	<b>271</b>	<b>137</b>	<b>421</b>	<b>1,018</b>	<b>972</b>	<b>1,583</b>
두산에너빌리티	74	72	34	63	-1	92	43.4	184	244	318	769
기타	284	238	80	172	144	179	94	237	774	654	814
영업이익률 (%)	8.7	7.5	3.4	5.1	3.8	5.9	3.5	9.2	6.3	5.8	8.2
두산에너빌리티 OPM (%)	4.4	4.0	2.1	2.8	-0.1	4.1	2.6	8.1	3.3	4.1	7.5
<b>영업외손익</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>-76</b>	<b>-301</b>	<b>-112</b>	<b>39</b>	<b>-155</b>	<b>-321</b>	<b>-360</b>	<b>-549</b>	<b>-483</b>
이자순손익	-57	-53	-51	-54	-62	-60	-57	-58	-220	-247	-267
기타 영업외손익	68	59	-25	-247	-50	99	-98	-262	-140	-301	-216
<b>세전이익</b>	<b>369</b>	<b>317</b>	<b>39</b>	<b>-66</b>	<b>30</b>	<b>311</b>	<b>-18</b>	<b>100</b>	<b>658</b>	<b>423</b>	<b>1,100</b>
<b>당기순이익</b>	<b>261</b>	<b>221</b>	<b>-26</b>	<b>-61</b>	<b>-21</b>	<b>198</b>	<b>-24</b>	<b>76</b>	<b>395</b>	<b>229</b>	<b>834</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>144</b>	<b>136</b>	<b>-55</b>	<b>-114</b>	<b>-69</b>	<b>131</b>	<b>-50</b>	<b>149</b>	<b>111</b>	<b>161</b>	<b>500</b>
지배주주순이익률 (%)	3.5	3.3	-1.6	-2.5	-1.8	2.9	-1.3	3.3	0.7	1.0	2.6
<b>매출액 (% YoY)</b>	<b>1.4</b>	<b>-8.6</b>	<b>-18.3</b>	<b>-5.5</b>	<b>-8.5</b>	<b>10.1</b>	<b>14.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>-7.7</b>	<b>3.2</b>	<b>14.7</b>
두산에너빌리티 (% YoY)	2.2	0.5	-8.9	-7.1	-7.5	24.0	6.6	1.3	-4.7	6.1	32.5
기타 (% YoY)	0.8	-14.5	-25.2	-3.8	-9.2	-0.7	20.9	-2.6	-10.0	0.9	-0.6
<b>영업이익 (% YoY)</b>	<b>-1.8</b>	<b>-37.4</b>	<b>-63.1</b>	<b>-20.8</b>	<b>-60.2</b>	<b>-12.5</b>	<b>19.3</b>	<b>79.3</b>	<b>-30.6</b>	<b>-4.5</b>	<b>62.9</b>
두산에너빌리티 (% YoY)	-13.1	115.9	-39.3	26.8	적전	28.2	26.2	191.8	8.2	30.6	141.6
기타 (% YoY)	1.7	-48.5	-68.4	-30.4	-49.3	-24.8	16.4	38.0	-37.7	-15.6	24.6
영업이익률 (%p YoY)	-0.3	-3.4	-4.1	-1.0	-4.9	-1.5	0.2	4.1	-2.1	-0.5	2.4
두산에너빌리티 OPM(%p YoY)	-0.8	2.1	-1.1	0.8	-4.5	0.1	0.4	5.3	0.4	0.8	3.4
<b>영업외손익 (% YoY)</b>	흑전	흑전	적자	적자	적전	470	적자	적자	적자	적자	적자
이자순손익 (% YoY)	적자	적자	적자								
기타 영업외손익 (% YoY)	흑전	흑전	적자	적자	적전	67	적자	적자	적자	적자	적자
<b>세전이익 (% YoY)</b>	<b>28</b>	<b>-24</b>	<b>-80</b>	<b>적자</b>	<b>-92</b>	<b>-2</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>-11</b>	<b>-36</b>	<b>160</b>
<b>당기순이익 (% YoY)</b>	<b>53</b>	<b>-16</b>	<b>적전</b>	<b>적자</b>	<b>적전</b>	<b>-10</b>	<b>적자</b>	<b>흑전</b>	<b>-24</b>	<b>-42</b>	<b>264</b>
<b>지배주주순이익 (% YoY)</b>	<b>107</b>	<b>27</b>	<b>적전</b>	<b>적자</b>	<b>적전</b>	<b>-4</b>	<b>적자</b>	<b>흑전</b>	<b>100</b>	<b>45</b>	<b>210</b>
지배주주순이익률 (%p YoY)	1.8	0.9	-2.1	0.5	-5.4	-0.4	0.3	5.8	0.4	0.3	1.6

자료: Quantewise, KB증권 추정

표 7. 원전 주기기 및 가스터빈 산업 Global Peers Multiples

구분	두산에너빌리티	원자력 주기기			가스터빈			평균	
		BWXT	IHI CORP	Mitsubishi Heavy	Siemens Energy	GE Vernova	Mitsubishi Heavy		
상장증시	한국	캐나다	일본	일본	독일	미국	일본		
현재주가(달러)	49.5	175.3	17.0	24.7	124.6	558.0	24.7		
시가총액(백만달러)	31,732	16,025	18,410	83,204	107,303	151,405	83,204		
주가수익율(%)	1W 1M 6M 12M YTD	-6.3 -3.7 110.2 260.4 345.6	-1.3 -15.5 59.5 36.1 58.6	-4.6 -2.6 54.7 119.0 113.5	-6.0 -6.6 41.5 74.1 86.7	-0.7 5.7 37.6 136.2 114.4	0.0 -6.1 24.1 63.2 69.9	-6.0 -6.6 41.5 74.1 86.7	-3.6 (5.1) 52.7 109.0 125.1
매출액(M\$)	2024A 2025E 2026E 2027E	11,905 11,463 12,553 13,907	2,704 3,124 3,690 4,054	9,160 10,853 11,517 12,247	32,254 33,580 36,633 39,922	37,369 49,765 55,471 61,706	34,935 37,314 41,460 47,351	32,254 33,580 36,633 39,922	22,940 25,668 28,280 31,301
영업이익(M\$)	2024A 2025E 2026E 2027E	746 640 904 1,161	381 447 530 600	(486) 1,060 1,199 1,309	1,865 2,785 3,460 4,041	(92) 4,852 6,567 8,349	471 1,884 3,978 6,039	1,865 2,785 3,460 4,041	678 2,065 2,871 3,649
순이익(M\$)	2024A 2025E 2026E 2027E	82 145 352 530	282 346 385 425	(472) 831 867 930	1,538 1,798 2,345 2,798	1,285 3,434 4,627 5,912	1,552 2,060 3,564 5,120	1,538 1,798 2,345 2,798	829 1,487 2,069 2,645
P/E(배)	2024A 2025E 2026E 2027E	100.9 229.7 93.3 62.3	33.8 46.2 41.2 35.9	n/a 22.3 21.1 19.8	21.9 46.7 35.9 30.1	24.1 31.4 23.3 18.1	48.4 74.4 42.5 29.4	21.9 46.7 35.9 30.1	41.9 71.1 41.9 32.2
P/B(배)	2024A 2025E 2026E 2027E	1.5 6.0 5.7 5.2	9.4 n/a 2.0 9.0	1.7 4.8 4.1 3.5	2.2 5.0 4.5 4.1	2.9 7.0 5.9 4.9	9.5 14.8 11.8 9.2	2.2 5.0 4.5 4.1	4.2 7.1 5.5 5.7
매출액성장률(%)	2024A 2025E 2026E 2027E	-11.6 -3.7 9.5 10.8	8.3 15.5 18.1 9.9	-8.5 18.5 6.1 6.3	3.8 4.1 9.1 9.0	12.4 33.2 11.5 11.2	5.1 6.8 11.1 14.2	3.8 4.1 9.1 9.0	1.9 11.2 10.6 10.1
영업이익률(%)	2024A 2025E 2026E 2027E	6.3 5.6 7.2 8.3	14.1 14.3 14.4 14.8	-5.3 9.8 10.4 10.7	5.8 8.3 9.4 10.1	-0.2 9.7 11.8 13.5	1.3 5.0 9.6 12.8	5.8 8.3 9.4 10.1	4.0 8.7 10.3 11.5
순이익률(%)	2024A 2025E 2026E 2027E	0.7 1.3 2.8 3.8	10.4 11.1 10.4 10.5	-5.2 7.7 7.5 7.6	4.8 5.4 6.4 7.0	3.4 6.9 8.3 9.6	4.4 5.5 8.6 10.8	4.8 5.4 6.4 7.0	3.3 6.2 7.2 8.0
ROE(%)	2024A 2025E 2026E 2027E	1.5 2.7 6.0 8.1	28.0 23.3 19.9 19.0	-16.9 24.0 21.0 19.0	11.1 11.5 13.4 14.0	13.5 25.2 27.9 30.8	18.3 20.7 30.6 33.8	11.1 11.5 13.4 14.0	9.5 17.0 18.9 19.8

자료: Bloomberg, KB증권

주: 2025/11/21 기준

## 포괄손익계산서

(십억원) (적용기준)	2023A (IFRS-C)	2024A (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)	2027E (IFRS-C)
매출액	17,590	16,233	16,755	19,220	21,057
매출원가	14,573	13,503	13,975	15,638	17,020
매출총이익	3,017	2,730	2,780	3,583	4,037
판매비와관리비	1,550	1,712	1,808	2,000	2,191
영업이익	1,467	1,018	972	1,583	1,846
EBITDA	1,934	1,509	1,516	2,174	2,481
영업외손익	-729	-360	-548	-483	-490
이자수익	80	109	98	137	174
이자비용	321	329	345	404	425
지분법손익	-39	20	7	0	0
기타영업외손익	-449	-160	-308	-216	-239
세전이익	738	658	423	1,100	1,356
법인세비용	221	263	195	266	328
당기순이익	518	395	229	834	1,028
지배주주순이익	56	111	161	500	617
수정순이익	56	111	161	500	617

## 성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	14.1	-7.7	3.2	14.7	9.6
영업이익 성장률	32.7	-30.7	-4.5	62.9	16.6
EBITDA 성장률	22.6	-22.0	0.5	43.4	14.1
지배기업순이익 성장률	흑전	100.3	44.8	210.1	23.3
매출총이익률	17.2	16.8	16.6	18.6	19.2
영업이익률	8.3	6.3	5.8	8.2	8.8
EBITDA이익률	11.0	9.3	9.1	11.3	11.8
세전이익률	4.2	4.1	2.5	5.7	6.4
지배기업순이익률	0.3	0.7	1.0	2.6	2.9

## 현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,071	242	-252	1,263	1,548
당기순이익	518	395	229	834	1,028
유무형자산상각비	467	491	544	591	655
기타비현금순이익 조정	1,081	853	410	266	328
운전자본증감	645	-891	-1,059	-237	-167
매출채권감소 (증가)	76	86	-478	-545	-385
재고자산감소 (증가)	-201	59	-123	-427	-301
매입채무증가 (감소)	538	-854	49	640	451
기타운전자본증감	231	-182	-506	95	67
기타영업현금흐름	-639	-605	-377	-191	-275
투자활동 현금흐름	-817	-821	-703	-1,148	-1,098
유형자산투자감소 (증가)	-387	-452	-459	-645	-664
무형자산투자감소 (증가)	-206	-191	-263	-271	-270
투자자산감소 (증가)	-179	13	-3	-211	-149
기타투자현금흐름	-45	-191	21	-21	-15
재무활동 현금흐름	-53	608	301	667	471
금융부채 증감	-315	760	290	433	305
자본의 증감	-3	-65	-139	0	0
배당금 당기지급액	-80	-86	-62	0	0
기타재무현금흐름	344	0	212	234	165
기타현금흐름	23	249	-95	0	0
현금의 증가 (감소)	1,224	278	-749	782	921
기말현금	2,620	2,898	2,149	2,931	3,852
잉여현금흐름 (FCF)	1,684	-210	-711	618	884
순현금흐름	1,423	-926	-1,161	370	630
순현금 (순차입금)	-2,255	-3,181	-4,342	-3,972	-3,342

자료: 두산에너빌리티, KB증권 추정

## 재무상태표

(십억원) (적용기준)	2023A (IFRS-C)	2024A (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)	2027E (IFRS-C)
자산총계	24,641	26,315	26,328	28,857	31,080
유동자산	9,642	10,049	9,844	11,836	13,610
현금 및 현금성자산	2,620	2,898	2,149	2,931	3,852
단기금융자산	251	171	133	154	169
매출채권	2,819	2,885	3,468	4,013	4,397
재고자산	2,539	2,734	2,712	3,139	3,440
기타유동자산	1,413	1,361	1,382	1,599	1,752
비유동자산	14,999	16,266	16,485	17,021	17,470
투자자산	1,180	1,379	1,344	1,555	1,705
유형자산	5,225	5,703	5,795	6,007	6,200
무형자산	7,893	8,397	8,419	8,532	8,639
기타비유동자산	701	787	926	926	926
부채총계	13,799	14,654	14,648	16,343	17,538
유동부채	9,597	8,946	8,809	10,195	11,172
매입채무	4,695	4,021	4,068	4,708	5,160
단기금융부채	2,763	2,539	2,753	3,186	3,491
기타유동부채	2,138	2,385	1,988	2,301	2,521
비유동부채	4,203	5,708	5,838	6,148	6,366
장기금융부채	2,363	3,711	3,871	3,871	3,871
기타비유동부채	1,840	1,997	1,967	2,277	2,495
자본총계	10,842	11,661	11,680	12,514	13,542
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,713	1,572	1,440	1,440	1,440
기타자본항목	46	47	45	45	45
기타포괄손익누계액	907	1,216	1,145	1,145	1,145
이익잉여금	1,185	1,394	1,782	2,282	2,899
지배지분 계	7,117	7,497	7,680	8,180	8,797
비자매지분	3,724	4,165	4,000	4,334	4,745

## 주요투자지표

(%, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	183.0	100.9	308.6	99.5	80.7
P/B	1.4	1.5	6.5	6.1	5.7
P/S	0.6	0.7	3.0	2.6	2.4
EV/EBITDA	8.4	12.3	38.3	26.7	23.3
EV/EBIT	11.0	18.3	59.8	36.7	31.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	87	174	252	781	963
BVPS	11,111	11,703	11,990	12,771	13,733
SPS (주당매출액)	27,483	25,342	26,156	30,005	32,872
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	0.8	1.5	2.1	6.3	7.3
ROA	2.2	1.6	0.9	3.0	3.4
ROIC	3.1	3.4	3.6	6.1	6.6
안정성지표					
부채비율	127.3	125.7	125.4	130.6	129.5
순차입비율	20.8	27.3	37.2	31.7	24.7
유동비율	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
이자보상배율 (배)	4.6	3.1	2.8	3.9	4.3
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	6.3	5.7	5.3	5.1	5.0
매입채무회전율	3.9	3.7	4.1	4.4	4.3
재고자산회전율	7.0	6.2	6.2	6.6	6.4

## 투자자 고지 사항

## 투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



## 두산에너빌리티 (034020)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
25-03-21	Buy		34,000	-27.22	-14.85
25-05-02	Buy		39,000	-	-
25-05-07	담당자변경	정혜정			
25-05-21	Buy	정혜정	44,000	5.55	35.45
25-06-18	Buy	정혜정	75,000	-13.67	-8.13
25-07-03	Buy	정혜정	83,000	-24.66	-19.76
25-07-15	Buy	정혜정	89,000	-25.65	-5.96
25-10-28	Buy	정혜정	110,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [두산에너빌리티]의 채권자 채무자인 법인입니다.

본 조사분석자료를 작성한 정혜정 애널리스트는 두산에너빌리티가 주관한 행사 (2025년 11월 11일 ~ 2025년 11월 12일)에 참여하면서 비용을 제공받았음을 알려드립니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 분류 및 기준

## 종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.  
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

## 산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.  
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

## 주가 (현재가):

보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

## 투자등급 비율 (2025. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
83.9	16.1	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.