

# 두산에너지빌리티 (034020.KS)

## 한 번 더 레벨업

내년부터 4세대 SMR을 활용한 PPA가 체결될 예정. 뉴스케일 파워도 TVA 이후 고객군을 넓히는 가운데 주요 제작사인 두산에너지빌리티 역시 SMR 수주가 늘어날 전망

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

※ESG Index/Event는 34페이지 참조

**Buy (유지)**

### 원전 업계 판을 흔들 4세대 SMR 등장

두산에너지빌리티에 대해 투자 의견은 Buy를 유지하고, 목표주가는 103,000원(기존 80,000원)으로 28% 상향 조정

AWS, Centrica, Dow는 엑스 에너지, TVA는 뉴스케일 파워의 SMR을 활용한 PPA가 체결될 예정. 특히, 센트리스 에너지와 DOE의 HALEU 공급 계획을 감안하면 4세대 SMR 확대가 빠르게 이뤄질 전망. 페르미 아메리카와 현대건설의 대형원전 FEED 체결, 미국 정부의 대형원전 투자 보증 및 웨스팅하우스 지분 인수 가능성 역시 미국 내 대형원전을 빠르게 확대시킬 것

목표주가를 상향하는 이유는 대형원전과 SMR 부문 영업가치에 적용하는 2030년 EBITDA를 각각 16%, 20% 상향했기 때문. 상향된 주요 수주 파이프라인은 2030년까지 엑스 에너지 102기(+56기), 웨스팅하우스 19기(+7기), 팀코리아 12기(+2기). 뉴스케일 파워 수주는 102기(-18기)로 하향 조정

### 중장기 시장 확대는 증설 및 공정 효율화로 대응

두산에너지빌리티는 내년부터 SMR 전용 라인 투자를 실행할 예정(최대 모듈 20기까지 생산 가능). 생산 능력을 바탕으로 2040년까지 미국 내 상업운전 될 원전은 최대 80GW로, 이는 트럼프 행정부의 목표에 한참 미달. 진행 중인 증설 외 추가 물량 증가는 불가피한데, 작업 시간 확대, 공정 개선 등으로 대응 계획

### 비싼만큼 독점적인 산업 구조

목표주가 기준 2030년 PER은 30배. 다만, 앞으로 10년 동안 1) 4세대로의 기술 전환, 2) 경쟁사의 등장이 어려운 산업 구조, 3) 미국 시장의 잠재력 400GW(500조원) 등으로 인해 전에 찾아볼 수 없던 형태의 독점 구조가 형성될 것. 내년에 진행될 프로젝트 수주 결과에 따라 더해질 수익성과 4세대 SMR 추가 수주 가능성은 2030년까지의 실적 상향 요인

목표주가	103,000원 (상향)
현재가 (25/11/07)	77,900원
업종	기계
KOSPI / KOSDAQ	3,953.76 / 876.81
시가총액(보통주)	49,899.7십억원
발행주식수(보통주)	640.6백만주
52주 최고가('25/10/29)	96,400원
최저가('24/12/10)	17,180원
평균거래대금(60일)	537,584백만원
배당수익률(2025E)	0.00%
외국인지분율	23.4%
주요주주	
두산 외 28 인	30.7%
국민연금공단	7.9%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	19.1 185.3 264.0
상대수익률 (%p)	-2.8 85.8 136.1

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	16,233	17,219	16,646	19,517
증감률	-7.7	6.1	-3.3	17.2
영업이익	1,018	1,087	1,598	2,014
증감률	-30.6	6.8	47.0	26.1
영업이익률	6.3	6.3	9.6	10.3
(지배지분)순이익	111	469	771	1,022
EPS	174	732	1,204	1,595
증감률	100.1	321.3	64.3	32.6
PER	100.9	106.4	64.7	48.8
PBR	1.5	6.3	5.7	5.1
EV/EBITDA	12.0	35.9	26.6	21.8
ROE	1.5	6.1	9.2	11.1
부채비율	125.7	119.4	105.7	104.4
순차입금	2,659	2,068	1,011	98

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: 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, 두산에너지리터로 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
뉴스케일 파워	-	-	10.3	10.3	-45.6	-15.8
Vestas Wind	27.0	19.0	5.3	4.4	19.6	23.0
GE 버노바	79.1	45.8	14.8	12.3	18.8	26.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	183.0	100.9	106.4	64.7	48.8
PBR	1.4	1.5	6.3	5.7	5.1
PSR	0.6	0.7	2.9	3.0	2.6
ROE	0.8	1.5	6.1	9.2	11.1
ROIC	6.7	4.2	5.6	7.7	10.3

자료: NH투자증권 리서치본부

## Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

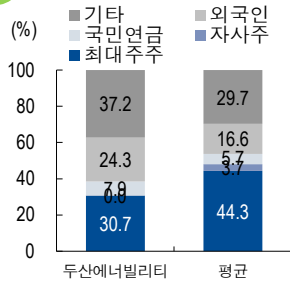
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	13,952	13,837	14,744	15,570	9,172	10,991	15,421	17,590	16,233
영업이익	798	818	1,002	918	-135	869	1,106	1,467	1,018
영업이익률(%)	5.7	5.9	6.8	5.9	-1.5	7.9	7.2	8.3	6.3
세전이익	-244	35	-105	-63	-783	564	-186	738	658
순이익	-216	-198	-430	-224	-838	646	-453	518	395
지배자분순이익	-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: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

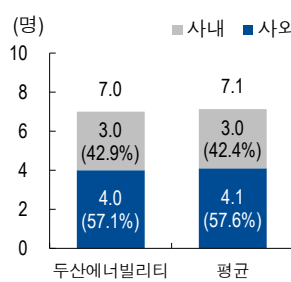
## ESG Index & Event

G

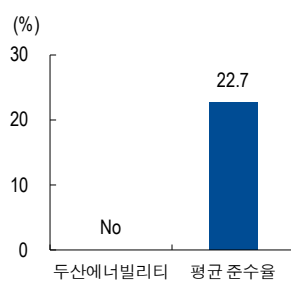
### 주주 구성



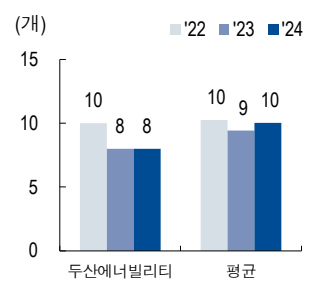
### 이사회 구성



### 사외이사가 이사회 의장인지 여부



### 기업지배구조 핵심지표 준수



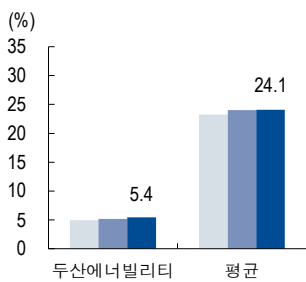
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

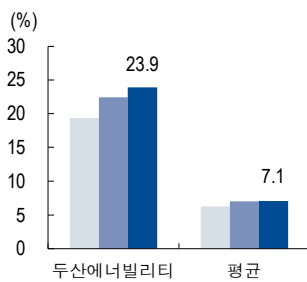
자료: 두산에너지리터, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

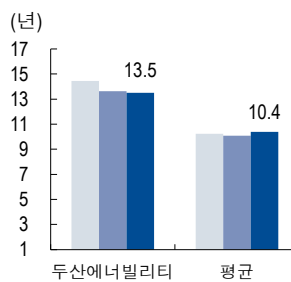
### 여성 임직원 비율



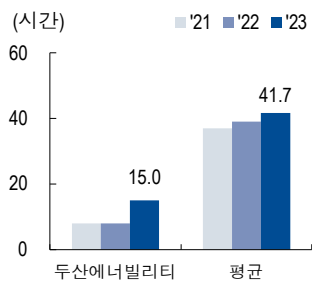
### 계약직 비율



### 근속연수



### 인당 교육시간

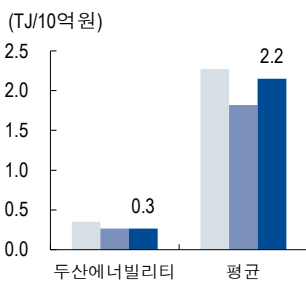


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

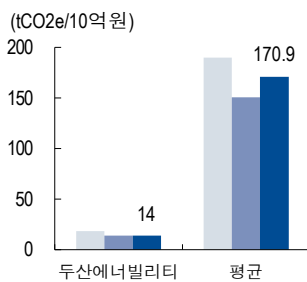
자료: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

E

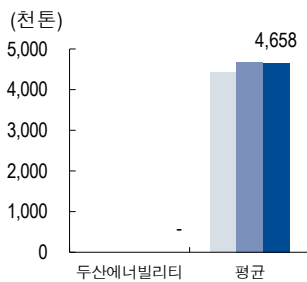
### 에너지 사용량



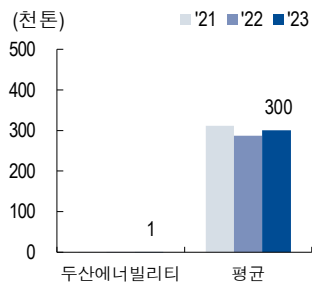
### 온실가스 배출량



### 용수 재활용량



### 폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 두산에너지리터, 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 두산에너지리터로 사명을 변경
	2022.9	- (주)두산이 두산에너지리터 지분 4.5%를 불록딜 방식으로 매각 (두산의 지분율: 35.14% → 30.5%)

자료: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

표1. 두산에너지빌리티 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	'30F 매출	'30F EBITDA	Multiple	지분율/주식수	장부/시장가치	적용가
<b>1) 별도법인 영업가치</b>						
- 대형원전 부문 영업가치	4,186	1,130	22		24,863	24,863
- SMR 부문 영업가치	4,373	1,181	30		35,890	35,890
- 신재생부문 영업가치	500	25	8		200	200
- 담수화부문 영업가치	350	18	10		175	175
- 화력부문 영업가치	4,284	643	20		12,852	12,852
- 기타부문 영업가치	2,241	-87	0		-	-
- 합계						<b>79,980</b>
<b>2) 연결종속기업, 관계사 지분가치</b>						
- 두산밥캣				46.1%	2,378	2,378
- 두산퓨얼셀 보통주와 우선주				30.3%	439	439
- 두산건설 보통주와 상환전환우선주				-	109	109
- 기타(자사주 포함)				-	558	558
- 합계						<b>3,495</b>
<b>3) Total Value = 1) + 2)</b>						<b>77,475</b>
4) 순차입금						3,330
<b>5) NAV = 3) - 4)</b>						<b>74,144</b>
6) 주당 순자산가치		주식수	625.8 만주			118,481
<b>7) 목표주가</b>						<b>103,000</b> <sup>주)</sup>

주1: 영업가치를 WACC(가중평균자본비용) 3.8%로 할인해 적용; 주2: WACC는 자기자본비용 6.0%, 타인자본비용 2.5%, 부채비용 180.0%를 감안해 산출  
 자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 두산에너지빌리티 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	16,233	17,219	16,646	19,517
	- 수정 전	-	17,219	17,072	19,126
	- 변동률	-	-	-2.5	2.0
영업이익	- 수정 후	1,018	1,087	1,598	2,014
	- 수정 전	-	1,087	1,628	1,979
	- 변동률	-	-	-1.8	1.8
영업이익률(수정 후)		6.3	6.3	9.6	10.3
EBITDA		1,509	1,566	2,089	2,515
(지배지분)순이익		111	469	771	1,022
EPS	- 수정 후	174	732	1,204	1,595
	- 수정 전	-	732	1,229	1,566
	- 변동률	-	0.1	-2.1	1.9
PER		100.9	106.4	64.7	48.8
PBR		1.5	6.3	5.7	5.1
EV/EBITDA		12.0	35.9	26.6	21.8
ROE		1.5	6.1	9.2	11.1

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	16,233	17,219	16,646	19,517
증감률 (%)	-7.7	6.1	-3.3	17.2
매출원가	13,503	13,775	13,317	15,614
매출총이익	2,730	3,444	3,329	3,903
Gross 마진 (%)	16.8	20.0	20.0	20.0
판매비와 일반관리비	1,712	2,357	1,731	1,889
영업이익	1,018	1,087	1,598	2,014
증감률 (%)	-30.6	6.8	47.0	26.1
OP 마진 (%)	6.3	6.3	9.6	10.3
EBITDA	1,509	1,566	2,089	2,515
영업외손익	-360	-230	-190	-148
금융수익(비용)	-181	-230	-190	-148
기타영업외손익	-199	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	20	0	0	0
세전계속사업이익	658	857	1,408	1,867
법인세비용	263	231	380	504
계속사업이익	395	626	1,028	1,363
당기순이익	395	626	1,028	1,363
증감률 (%)	-23.7	58.5	64.3	32.6
Net 마진 (%)	2.4	3.6	6.2	7.0
지배주주지분 순이익	111	469	771	1,022
비지배주주지분 순이익	283	156	257	341
기타포괄이익	578	0	0	0
총포괄이익	973	626	1,028	1,363

## Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	100.9	106.4	64.7	48.8
PBR(X)	1.5	6.3	5.7	5.1
PCR(X)	6.5	31.9	23.9	19.8
PSR(X)	0.7	2.9	3.0	2.6
EV/EBITDA(X)	12.0	35.9	26.6	21.8
EV/EBIT(X)	17.8	51.8	34.7	27.3
EPS(W)	174	732	1,204	1,595
BPS(W)	11,703	12,436	13,639	15,235
SPS(W)	25,342	26,882	25,986	30,468
자기자본이익률(ROE, %)	1.5	6.1	9.2	11.1
총자산이익률(ROA, %)	1.5	2.3	3.8	4.7
투자자본이익률(ROIC, %)	4.2	5.6	7.7	10.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	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	16.8	7.6	0.7
총부채/자기자본(%)	125.7	119.4	105.7	104.4
이자발생부채	6,624	6,155	5,816	5,680
유동비율(%)	112.3	113.7	120.9	127.3
총발행주식수(mn)	641	641	641	641
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	17,550	77,900	77,900	77,900
시가총액(십억원)	11,242	49,900	49,900	49,900

## Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	2,898	3,012	3,725	4,425
매출채권	1,290	1,369	1,323	1,551
유동자산	10,049	10,598	11,058	13,022
유형자산	5,703	5,782	5,849	5,904
투자자산	1,182	1,254	1,212	1,421
비유동자산	16,266	16,359	16,326	16,978
자산총계	26,315	26,956	27,383	30,000
단기성부채	2,881	2,887	2,906	2,948
매입채무	2,221	2,356	2,277	2,670
유동부채	8,946	9,318	9,144	10,230
장기성부채	3,744	3,268	2,910	2,731
장기충당부채	936	992	959	1,125
비유동부채	5,708	5,351	4,924	5,093
부채총계	14,654	14,669	14,069	15,323
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,572	1,572	1,572	1,572
이익잉여금	1,394	1,864	2,635	3,657
비지배주주지분	4,165	4,321	4,578	4,919
자본총계	11,661	12,287	13,315	14,677

## Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	242	1,175	1,498	2,047
당기순이익	395	626	1,028	1,363
+ 유/무형자산상각비	491	479	491	501
+ 종속, 관계기업관련손익	-14	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-56	0	0	0
Gross Cash Flow	1,739	1,565	2,088	2,514
- 운전자본의증가(감소)	-891	70	-21	183
투자활동 현금흐름	-821	-592	-447	-1,210
+ 유형자산 감소	9	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-461	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	-58	-72	42	-209
Free Cash Flow	-219	675	998	1,547
Net Cash Flow	-579	584	1,051	837
재무활동 현금흐름	608	-469	-338	-137
자기자본 증가	-141	0	0	0
부채증감	749	-469	-338	-137
현금의증가	278	114	713	700
기말현금 및 현금성자산	2,898	3,012	3,725	4,425
기말 순부채(순현금)	2,659	2,068	1,011	98