

두산에너빌리티 (034020)

Shop Tour 후기: 웅장함 그 자체

2025년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	125,000 원 (유지)
✓ 상승여력	59.4%	✓ 현재주가 (11월 12일)	78,400 원

[원자력·천연가스 발전 기자재]

최규현, CFA 선임연구원
✉ cgh815@shinhan.com

신한생각 의심을 조금 더 덜어내고 확신을 담는 용기가 필요한 구간

원자력·천연가스 발전 기자재 Top Pick 유지. 전방 수요 확대로 인한 텐어 라운드(수주 확대, 이익 개선) 효과가 본격화되는 구간을 지나는 중

수많은 시간과 노하우가 중첩된 생산 체제와 전방 수요 확대의 만남

[One-Stop Solution] 두산에너빌리티는 주조 및 단조 소재부터 발전 기자재 완성까지 창원 공장 내에서 해결 가능한 업체. 업체 간 조율이 아닌 내부 조직 간 조율 과정만 거치면 되기 때문에 납기 준수에 큰 강점을 가짐. 신규 소재 개발 또한 속도감 있게 추진 가능. 공장 내 FSFL(Full Speed Full Load) 성능 시험 시설 보유. 이와 같은 A to Z 생산 체제는 고객 입장에서의 제품 완성도 및 신뢰도를 상승시키는 요소로 작용 중

[가스터빈] Capa 증설 추진 중(현재 6~8기 → 2028년까지 12기). 증설에 병목으로 작용하는 정밀 주조품 업체와 협력을 통해 상기 증설은 차질없이 진행될 예정. 415MW급 및 100MW급(중소형은 산업용 수요까지 대응 가능) 개발 중. 미국 수출은 데이터 센터향을 시작으로 향후 유트리티·IPP 향으로 확대될 전망. 지역적으로도 중동, 중국, 유럽, 동남아 등으로 다변화될 것으로 기대. 연내 미국 수출 물량 추가 수주 가능성에 주목

[원자력] SMR Capa 신증설 추진 중(20~30기). 기술을 가리지 않고 제작 성 확보 가능한 업체들과 협력 확대 중. 대형 원전과 SMR 모두 유력 경쟁 업체(특히 일본) 대비 납품 실적, 품질, 신뢰도에서 앞선 상황. 초격차를 만들기 위한 SMR 제작 기술(제작 기간 축소: 총 17개월 → 총 3개월) 개발 중. TVA 프로젝트를 시작으로 SMR 수주 풀 본격 확대될 전망

Valuation & Risk: 수주로 증명하면 시장의 신뢰는 더욱 단단해진다.

투자의견 '매수', 목표주가(EV/EBITDA 벌류에이션) '12.5만원' 유지. 4분기는 수주를 통해 시장에 다시금 강력한 신뢰를 심는 기간이 될 전망

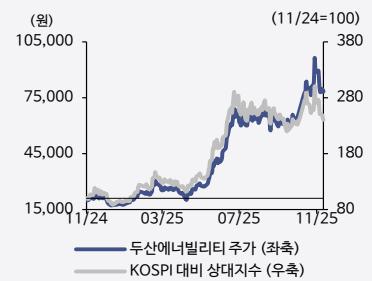
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	17,589.9	1,467.3	55.6	183.0	0.8	1.4	8.4	-
2024	16,233.1	1,017.6	111.4	100.9	1.5	1.5	12.5	-
2025F	16,985.9	985.6	96.9	518.2	1.3	6.3	37.8	-
2026F	19,229.9	1,288.7	222.9	225.3	2.7	5.9	31.2	-
2027F	21,713.6	1,675.9	360.4	139.4	4.1	5.4	25.5	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

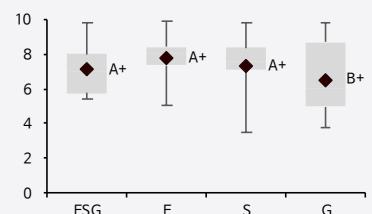
실적추정치	유지
Valuation	유지
시가총액	50,220.0십억원
발행주식수(유동비율)	640.6 백만주(69.1%)
52주 최고가/최저가	96,400 원/17,180 원
일평균 거래액 (60일)	523,475 백만원
외국인 지분율	23.4%
주요주주 (%)	
두산 외 28 인	30.7
국민연금공단	7.9
수익률 (%)	1M 3M 12M YTD
절대	5.2 19.7 276.0 334.1
상대	(8.5) (8.0) 124.9 150.9

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

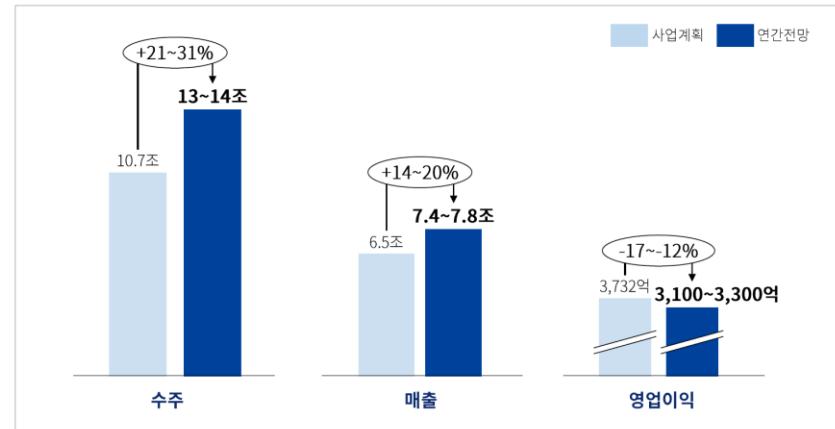


두산에너빌리티 3Q25 실적 Review														
(십억원, %, %p)	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이	신한	차이					
매출액	3,880.3	3,395.6	14.3	4,569.0	(15.1)	4,027.1	(3.6)	3,865.3	0.4					
영업이익	137.0	114.8	19.3	271.1	(49.5)	283.2	(51.6)	269.7	(49.2)					
EBITDA	248.5	235.0	5.7	405.3	(38.7)	-	-	400.4	(37.9)					
영업이익률	3.5	3.4	0.2	5.9	(2.4)	7.0	(3.5)	7.0	(3.4)					
EBITDA 마진율	6.4	6.9	(0.5)	8.9	(2.5)	-	-	10.4	(4.0)					
두산에너빌리티 실적 추정치 변경														
(십억원, %, %p)	변경 전			변경 후			변경률							
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F					
매출액	16,985.9	19,229.9	21,713.6	16,985.9	19,229.9	21,713.6	0.0	0.0	0.0					
영업이익	985.6	1,288.7	1,675.9	985.6	1,288.7	1,675.9	0.0	0.0	0.0					
EBITDA	1,495.3	1,821.4	2,203.5	1,495.3	1,821.4	2,203.5	0.0	0.0	0.0					
영업이익률	5.8	6.7	7.7	5.8	6.7	7.7	0.0	0.0	0.0					
EBITDA 마진율	8.8	9.5	10.1	8.8	9.5	10.1	0.0	0.0	0.0					
두산에너빌리티 실적 추이 및 전망														
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
연결														
매출액	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,880	4,788	16,233	16,986	19,230	21,714	-	-
YoY %	1.4	(8.6)	(18.3)	(5.5)	(8.5)	10.1	14.3	4.3	(7.7)	4.6	13.2	12.9	-	-
QoQ %	(15.6)	1.3	(18.2)	35.2	(18.3)	21.9	(15.1)	23.4	-	-	-	-	-	-
영업이익	358	310	115	235	142	271	137	435	1,018	986	1,289	1,676	-	-
YoY %	(1.8)	(37.4)	(63.1)	(20.8)	(60.2)	(12.5)	19.3	85.2	(30.6)	(3.1)	30.7	30.1	-	-
QoQ %	20.7	(13.5)	(62.9)	104.7	(39.4)	90.3	(49.5)	217.5	-	-	-	-	-	-
영업이익률	8.7	7.5	3.4	5.1	3.8	5.9	3.5	9.1	6.3	5.8	6.7	7.7	-	-
EBITDA	475	428	235	370	275	405	249	567	1,509	1,495	1,821	2,204	-	-
YoY %	(0.4)	(29.6)	(44.8)	(12.4)	(42.2)	(5.4)	5.7	53.2	(22.0)	(0.9)	21.8	21.0	-	-
QoQ %	12.4	(9.8)	(45.1)	57.5	(25.8)	47.6	(38.7)	128.2	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	11.6	10.3	6.9	8.1	7.3	8.9	6.4	11.8	9.3	8.8	9.5	10.1	-	-
에너빌리티 부문														
신규 수주	634	1,264	1,280	3,955	1,721	2,037	1,633	-	7,131	13,375	14,250	17,666	20,800	22,343
수주 잔고	14,984	14,528	13,902	15,888	16,149	16,012	16,417	-	15,888	21,508	26,104	31,733	37,824	43,019
매출액	1,663	1,815	1,575	2,241	1,539	2,249	1,678	2,289	7,293	7,755	9,655	12,037	14,709	17,147
YoY %	5.4	0.5	(9.1)	(7.1)	(7.5)	24.0	6.6	2.1	(3.2)	6.3	24.5	24.7	22.2	16.6
QoQ %	(31.1)	9.1	(13.2)	42.3	(31.3)	46.2	(25.4)	36.4	-	-	-	-	-	-
영업이익	74	72	34	63	(1)	92	43	194	244	328	617	967	1,488	1,928
YoY %	(13.2)	116.0	(39.4)	26.8	적전	28.0	26.5	207.3	8.2	34.7	88.1	56.7	53.8	29.5
QoQ %	48.9	(2.5)	(52.5)	83.8	적전	(53.0)	346.5	-	-	-	-	-	-	-
영업이익률	4.5	4.0	2.2	2.8	(0.1)	4.1	2.6	8.5	3.3	4.2	6.4	8.0	10.1	11.2
EBITDA	107	107	66	99	34	128	84	235	379	480	826	1,208	1,758	2,236
YoY %	(11.5)	61.6	(27.2)	16.3	(68.5)	19.3	27.1	136.7	4.5	26.6	71.9	46.3	45.5	27.2
QoQ %	25.5	(0.3)	(38.6)	51.3	(66.0)	277.8	(34.6)	181.8	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	6.5	5.9	4.2	4.4	2.2	5.7	5.0	10.3	5.2	6.2	8.6	10.0	12.0	13.0

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 두산밥캣 및 두산퓨얼셀 수치는 컨센서스 수치 활용

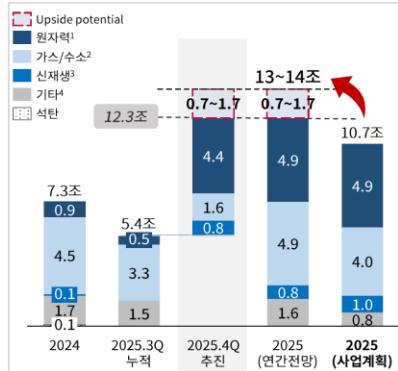
두산에너빌리티 에너빌리티 부문 가이던스 업데이트

■ 에너빌리티 부문 2025년 가이던스



두산에너빌리티 수주 실적 및 연간 전망, 4분기 수주 추진 프로젝트

■ 수주 실적 및 연간 전망



■ 2025 4분기 수주 추진 프로젝트

구 분	프로젝트	금 액
원자력 (4.4조)	체코 원전 2기 ⁵⁾	3.8조
	SMR	0.5조
	서비스 등	0.1조
가스/수소 (1.6조)	복합화력 주기기	0.4조
	해외 복합 EPC	0.8조
	국내외 단품/개보수/서비스	0.4조
신재생 (0.8조)	해상풍력	0.8조
	계획 외 수주 등	0.7~1.7조
Upside potential	계획 외 수주 등	0.7~1.7조

5. 사업계획 기준 보수적 추정치

두산에너빌리티 대형 원전 사업 추진 현황

■ 미국 내 대형원전 확대 기조

원전 확대정책

- 30년까지 신규 대형원전 10기 건설 행정명령 발표
- 미국 정부, AP1000 원전사업에 800억 달러 투자 발표

Fermi America 사업 추진 현황

- 텍사스주 AI 캠퍼스 부지내 AP1000 4기 건설 위한 풀협인허가 추진 중으로 '32년 초도호기' 가동목표
- '25년 10월 낙수박 및 렌던증권거래소 상장
- 두산에너빌리티와 주단소소 재작 준비 계약체결('25.10)

[AP1000™]

- WEC¹⁾가 설계한 가압경수로 노형(발전용량 1,110MWe)
- 미국의 대표적인 노형으로 시장 확대 따른 사업확대 예상
- 미국 외 폴란드(3기), 불가리아(2기) 신규건설사업 추진 중



1. WEC: Westinghouse Electric Company

2. 당시 AP1000 사업은 총 4개 P/JT (Samner#1&2-중, Halyang#1&2-중, Vogtle#3&4-미, V.C. Summer#2&3-미) 수행 이중 V.C. Summer P/JT는 공급 후 건설 중단

3. 중국 내프로젝트 차관 국산화율(Samner#2, Halyang #2) 제외 전량 공급

자료: 회사 자료, 신한투자증권

AP1000™ 사업²⁾ 주기기 공급 실적

타사 대비 경쟁력(One-Stop Solution)

소재부터 기기제작 및 출하까지 한 공장에서 수행 가능한 전세계 유일한 업체



"공급실적과 경쟁력을 바탕으로 시장 확대가 예상되는 AP1000 사업 참여 기회 확보"

두산에너빌리티 SMR 사업 추진 현황

NuScale

“TVA¹, ENTRA1²과 SMR 건설 프로그램에 관한 협약 체결”

- TVA 소유 원전부지 대상 구축 추진
- 최대 6GW 규모 SMR 배치 협의 중 (총 72개 모듈, 6개 플랜트 규모)



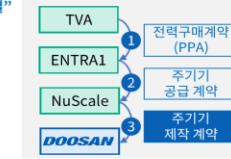
X-energy

“X-energy 사업 추진 동력 강화”

- SMR 개발 및 사업 가속화 위한 투자금 약 7억불 조달 완료
- Amazon/X-energy/두산/한수원, 미국 내 SMR 건설 협력 MOU 체결
- Amazon 및 Energy Northwest, 당시 공장 방문 및 준비 현황/향방 점검 완료

1.TVA(Tennessee Valley Authority): 미국 최대 규모의 공공Utility
2. ENTRA1: 미국의 에너지 분야 Developer NuScale의 전략적 파트너

[협약 이후 진행 절차]



[주요 추진 사업]

- | | |
|--|-------------------------------|
| 1 | Dow ³ |
| - 텍사스주 Seadrift, 4개 모듈 건설 예정
- 건설허가 신청 ('25.3월) | |
| 2 | Amazon 사업 |
| - '39년까지 미국 내 5GW 이상 배치 목표
- 64개 모듈, 16개 Plant 규모 | |
| 2-1 | Energy Northwest ⁴ |
| - 워싱턴주 Richland, 12개 모듈 건설 예정
- '26년 건설허가 신청 예정 | |

3.Dow: 미국의 글로벌 화학/소재 솔루션 기업
4. Energy Northwest: 미국 북서부 지역의 공공 전력 공급을 위한 합동 운영 기관

SMR 제작 Capacity 확대 추진

- SMR 전용 생산시설 투자 준비 중
- 대량 생산 체계 도입하여 연간 20기 SMR 제작 가능 시설 구축 예정
- 경상남도 및 창원시의 행정/재정 지원 위한 협약 체결 ('25.10)

“SMR 초도사업 가시화 및 사업 확대 가능성을 고려한 SMR 전용 생산시설 구축 예정”

두산에너빌리티 북미 가스터빈 사업 현황

미국 데이터센터向け 가스터빈 진출 성공

“두산에너빌리티, 미국 DC¹에 가스터빈 2기 수주 달성”

국내 산학연과 개발한 한국형 가스터빈 첫 수출 실적 확보



- 가스터빈 종주국인 미국 시장에 최초 국산 가스터빈 2기 공급 계약 체결 완료 (380MW, 2기)
- 시장 진입 및 실적 확보에 따른 미국 사업 확대 가시성 입증

1. DC (Data Center): 데이터 센터
2. 종주국: 미국 EIA (미국 에너지 정보국)
3. DTS: Doosan Turbo Machinery Service

향후 전망 및 북미 사업 계획

“북미 DC 용 전력 조기 확보 등 대형 GT 수요 지속 증가 전망”

DC 용 수요 증가 통해 가스복합 약 18.7GW 추가 전망 ('28)

북미 가스터빈 사업 계획

- | | |
|-----------------|--|
| 가스터빈 주기기 | • 북미 가스터빈 수요 증가 및 국내 전력 수급 계획에 맞춰 제작 Capa 조기 확대 추진
- [기준] '28년까지 8대 → [변경] 12대로 확장
- 북미 시장 DC 용 대형 GT 다수 공급 논의 중 |
| 가스터빈 서비스 | • 북미 GT 서비스 전문 자회사 (DTS) 거점 활용 통해 사업 확대 추진
- 지속적이고 안정적인 서비스 매출 확보 가능 |

데이터센터向け 가스터빈 주기기 공급으로 매출 규모 확대 및 지속적인 서비스 매출 확보 통해 안정적 수익 구조 확보 전망

두산에너빌리티 풍력 사업 현황

국내 최초/최대 해상 풍력 터빈 10MW 국제 인증 취득

DS205-10MW

- 국제 인증 기관 (UL) 형식 인증 취득 ('25.7.22)
- 저풍속 (6.5m/s)에서도 이용률 30% 이상



【두산 풍력 터빈 개발 이력】

- WinD 3000 시리즈
- '05년 1월 ~ '18년 6월, 국책 과제
- WinD 5500
- '17년 5월 ~ '21년 12월
- DS205-8MW
- '18년 6월 ~ '25년 6월, 국책 과제
- DS205-10MW
- '23년 3월 ~ K-wind⁵: 국책 과제 통한 국산화를 증대 추진 완료
* 당시 10MW 풍력 터빈 적용된 영광 실증지 전경

1. 한국형 초대용량 풍력 발전시스템 공급 및 원자재 확보 (국산화율 70% 확보)

'25년 상반기 공공 트랙 성공적 확보² 달성

상반기 풍력 고정가격 입찰제 공공 트랙 결과

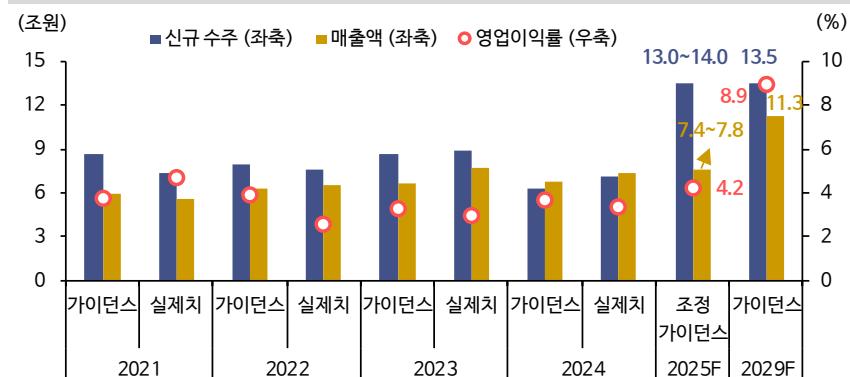
- 국내 풍력 국산화 정책 및 국가 R&D 활용하여 공공 트랙 주요 PJT 확보 완료



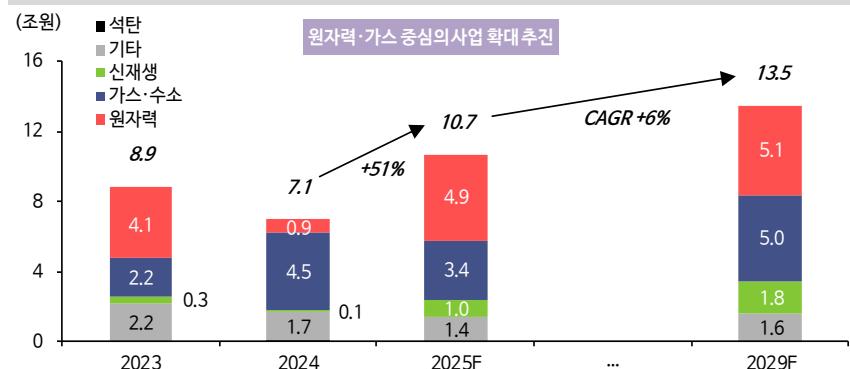
“10MW 두산 터빈의 시장 경쟁력 입증되었으며, 안정적 물량 확보를 기반으로 풍력 사업 확대 추진”

자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산에너빌리티 실적 가이던스 및 실제치 추이

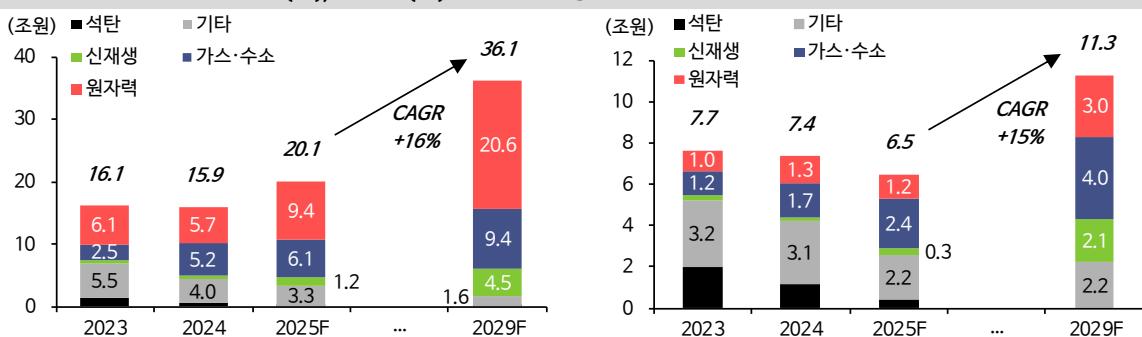


두산에너빌리티 중·장기 사업 계획(수주 실적 및 계획)



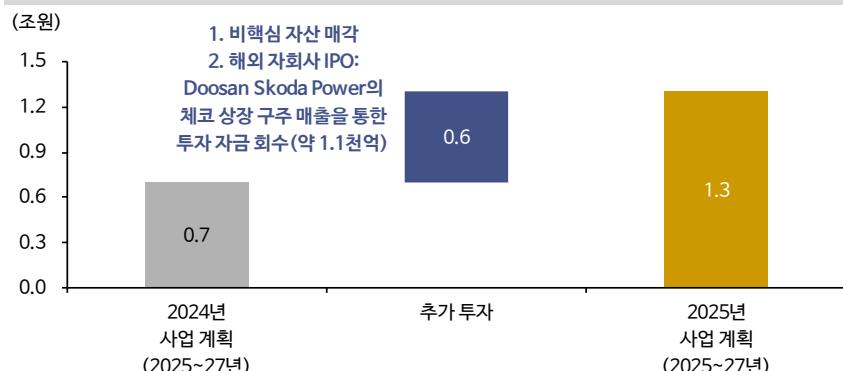
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 1) 원자력은 대형 원전 주기기(NSSS, STG), 원전 시공, 서비스, SMR 포함 기준, 2) 가스·수소는 가스 터빈 기자재, 가스 터빈 서비스, 복합 EPC, 복합 STG 포함 기준, 3) 신재생은 해상 풍력(기자재, EPC, 서비스), 연료전지 등 포함 기준, 4) 기타는 토목·건축, 주단 등 포함 기준

두산에너빌리티 수주 잔고(좌), 매출액(우) 추이 및 전망



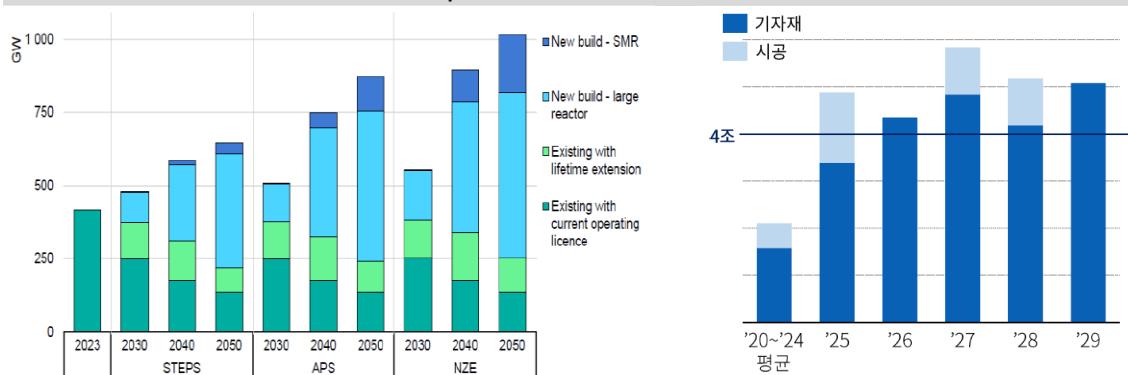
자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산에너빌리티 중기(2025~27년) 투자 계획 및 추가 투자 재원 확보 방안



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 설비 등 생산 기지, R&D 등 일반 투자이며, 지분 투자 등 전략적 투자는 제외

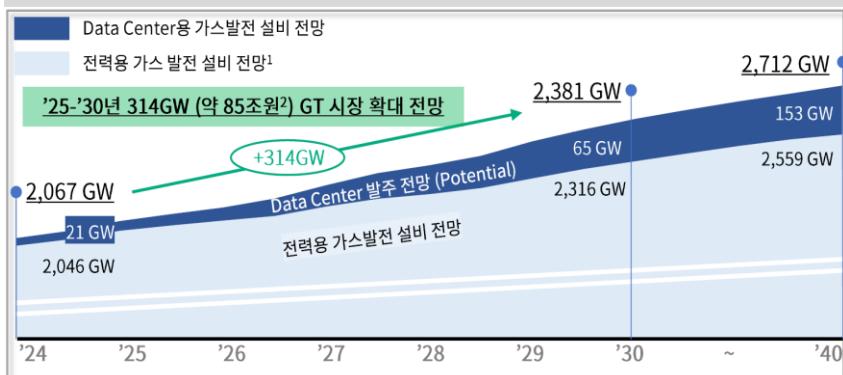
(좌) 시나리오 및 타입별 글로벌 원전 Capa 전망, (우) 두산에너빌리티 원자력 사업 수주 계획(2025~29년)



자료: IEA, 신한투자증권

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 가스 발전 설비 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 1) S&P Global Commodity Insights 가스 발전 설치 용량 (Installed, 누적) 기준, 2) GT World 2024 H급 GT 시장 평균가 193달러/kW 적용

H급 가스 터빈(60Hz) 시장 점유율 현황: 2021~23년 실제치(좌) vs. 2024년 전망(우)



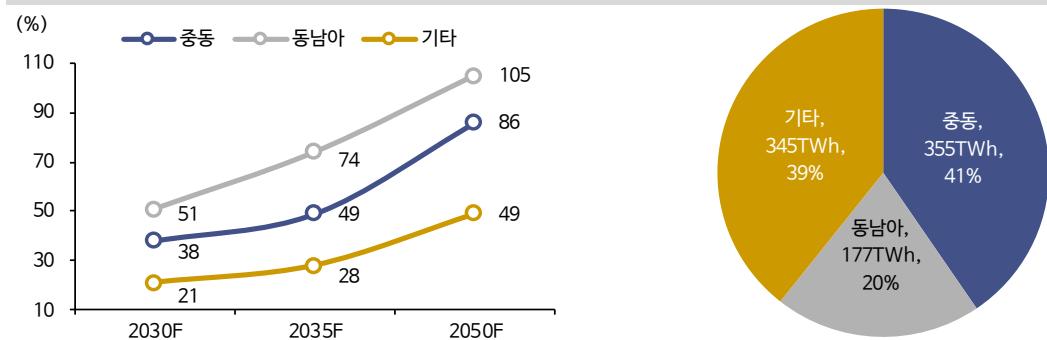
자료: 회사 자료, McCoy, 신한투자증권

두산에너빌리티 가스 발전 매출 및 수주 전망



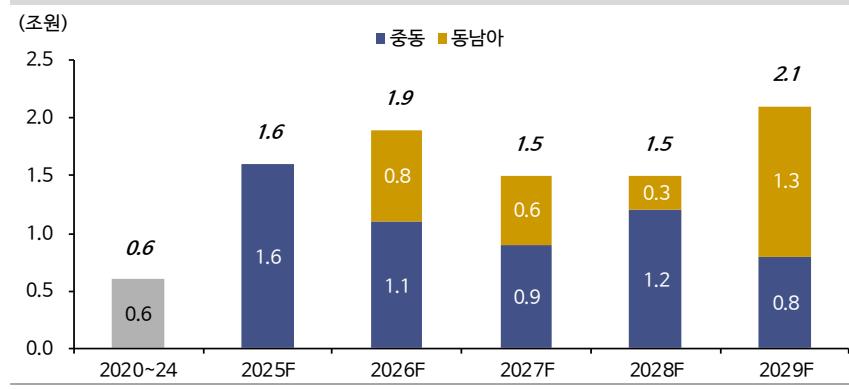
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 1) 가스 발전 기자재는 가스 터빈, 스팀 터빈, 발전기 BOP 등 기자재 공급 포함 기준, 2) 가스 발전 서비스는 가스 터빈, 스팀 터빈, 발전기 서비스 등 가스 발전소(복합·열병합)의 서비스 제공 포함 기준

복합 화력 시장 전망: 시장별 누적 성장률(좌), 2030년까지의 발전량 증가(우)



자료: 회사 자료, IEA, 신한투자증권 / 주: 중미, 아프리카, 중국, 인도 포함. 단, 북미, 유럽 등 중기 복합 화력 규모가 축소되는 지역은 통계에서 제외

두산에너빌리티 복합 화력 EPC 중기 수주 계획



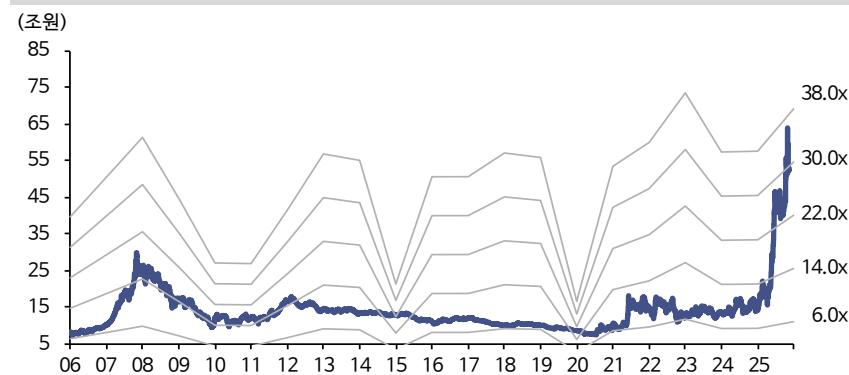
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 실제치는 중동, 동남아 대상 5개년 연평균 수주 실적 기준

두산에너빌리티 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2030F EBITDA	2026F	멀티플	적정 가치	비고
① 에너빌리티 부문 영업가치	2,934.1	2,089.0	38.6	80,532.0	- 할인율(WACC) 9% - LG에너지솔루션 상장 당시 적용 멀티플(EV/EBITDA 51.4 배) 25% 할인 → 국내 원자력·천연가스 발전 기자재 산업이 우리나라 대표 산업으로 부상 중심을 감안해 적용
② 지분 가치				3,712.8	
a. 두산밥캣				1,897.3	시가총액에 지분율 및 할인율 반영
b. 두산퓨얼셀				586.0	시가총액에 지분율 및 할인율 반영
c. 기타				1,229.5	할인율 반영
③ 순 차입금				4,186.5	
목표 시가총액				80,058.2	(①+②-③)
발행 주식 수				640.5	자사주 제외
목표주가				125,000	
현재 주가				78,400	
상승 여력				59.4	

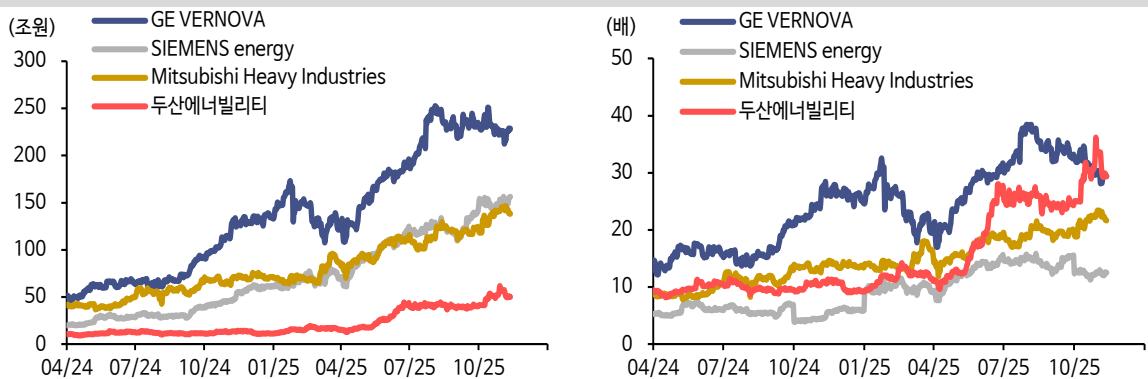
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산에너빌리티 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 피어 업체 vs. 두산에너빌리티: 시가총액(좌) 및 12개월 선행 EV/EBITDA(우) 비교



자료: Bloomberg, QuantWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산에너빌리티의 주가, 시가총액 마일스톤 및 장기 평균 가격



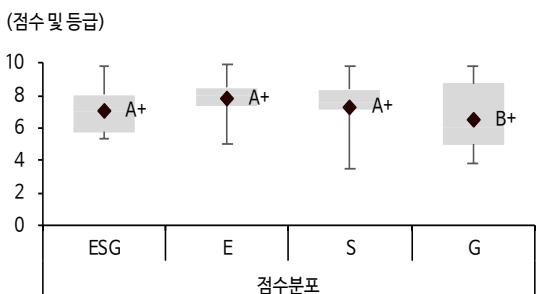
자료: QuantWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

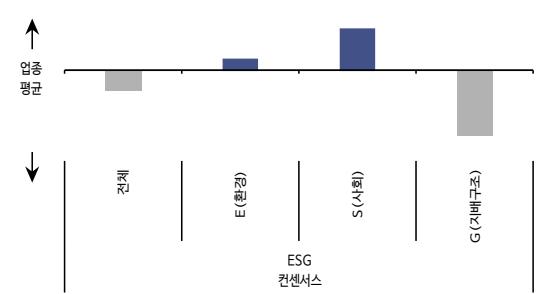
- ◆ 제2차 권역별 대기관리 기본계획 배출허용총량 규제 선제적 대응을 위해 질소산화물 다량 발생 공정에 개선공사 진행
- ◆ 임직원과 협력사 근로자들의 환경인식 제고를 위해 교육계획 수립하고 다양한 교육 프로그램 제공 중
- ◆ DDRS(두산그룹 안전보건 관리체계) 운영으로 환경, 보건, 안전 수준을 15개 요소를 기준으로 정량 평가 시행
- ◆ 2023년 사회공헌 프로그램 '딜라이트(DELIGHT)'를 런칭해 지역사회 기여와 기업가치 제고를 위해 노력

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

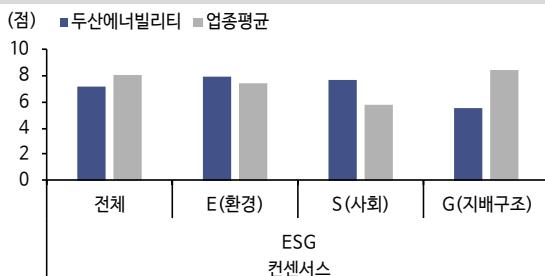
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: Sustinvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustinvest 기준

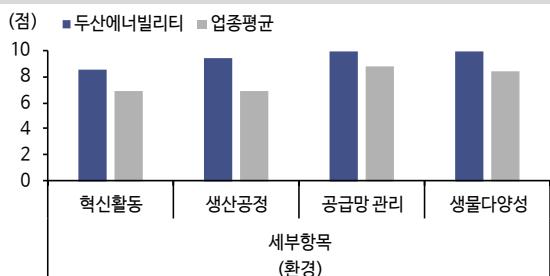
Key Chart

ESG 필라별 점수 및 업종평균



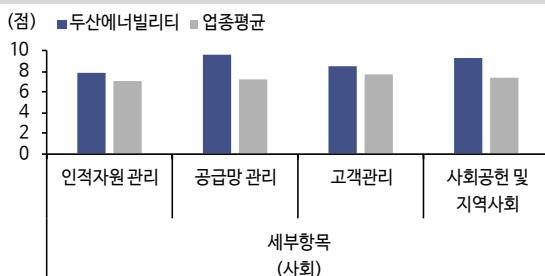
자료: Sustinvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustinvest 기준

E(환경) 세부항목별 점수 및 업종평균



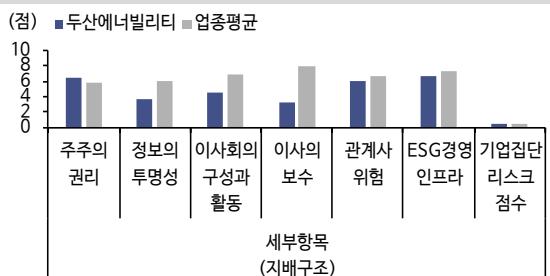
자료: Sustinvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustinvest 기준

S(사회) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustinvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustinvest 기준

G(지배구조) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustinvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustinvest 기준

▣ 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	24,640.8	26,314.8	26,747.4	27,985.3	29,279.7
유동자산	9,641.6	10,049.0	10,612.4	11,818.4	13,204.9
현금및현금성자산	2,620.2	2,898.3	3,709.9	4,281.3	5,094.9
매출채권	1,333.4	1,290.3	1,358.9	1,538.4	1,737.1
재고자산	2,539.0	2,733.9	2,613.2	2,958.5	3,340.6
비유동자산	14,999.3	16,265.8	16,134.9	16,166.9	16,074.8
유형자산	5,225.1	5,703.0	5,681.3	5,698.5	5,642.9
무형자산	7,893.0	8,397.3	8,452.4	8,452.0	8,370.9
투자자산	1,014.6	1,182.0	1,112.5	1,103.5	1,132.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	13,799.3	14,653.7	14,560.0	15,006.8	15,123.2
유동부채	9,596.8	8,945.8	8,745.3	9,268.5	9,569.6
단기차입금	1,186.6	2,141.3	2,241.3	2,341.3	2,441.3
매입채무	2,434.0	2,220.9	2,264.8	2,564.0	2,895.2
유동성장기부채	1,576.4	398.2	265.5	177.0	118.0
비유동부채	4,202.6	5,707.9	5,814.7	5,738.3	5,553.7
사채	493.9	906.8	1,006.8	956.8	856.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	1,920.7	2,836.9	2,961.3	2,915.2	2,804.5
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	10,841.5	11,661.1	12,187.3	12,978.5	14,156.5
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,712.8	1,572.1	1,573.2	1,569.5	1,571.6
기타자본	46.1	46.8	46.8	46.8	46.8
기타포괄이익누계액	906.7	1,215.9	1,533.6	1,851.3	2,255.9
이익잉여금	1,184.5	1,394.4	1,491.4	1,714.3	2,074.6
자배증주지분	7,117.4	7,496.6	7,912.2	8,449.2	9,216.2
비자배증주지분	3,724.1	4,164.5	4,275.1	4,529.3	4,940.3
*총차입금	5,342.6	6,624.3	6,708.6	6,636.9	6,494.4
*순차입금(순현금)	2,414.2	3,402.7	2,713.4	2,078.3	1,104.2

▣ 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	2,070.6	242.2	806.2	894.8	1,029.4
당기순이익	517.5	394.7	207.5	477.1	771.4
유형자산상각비	322.5	350.3	373.6	376.6	372.5
무형자산상각비	144.1	140.7	155.4	156.1	155.1
외화환산손실(이익)	12.7	(56.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.6)	0.2	(1.9)	(2.9)	1.5
재고별, 종속, 관계기업손실(이익)	38.7	(14.3)	(11.0)	(33.8)	(28.9)
운전자본변동	644.6	(891.3)	106.9	(49.4)	(221.2)
(법인세납부)	(349.1)	(317.0)	(65.5)	(150.7)	(243.6)
기타	741.2	635.2	41.2	121.8	222.6
투자활동으로인한현금흐름	(816.6)	(821.4)	36.0	(159.0)	23.4
유형자산의증가(CAPEX)	(395.6)	(461.5)	(351.8)	(393.8)	(316.9)
유형자산의감소	8.9	9.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(205.8)	(190.8)	(210.5)	(155.7)	(74.0)
투자자산의감소(증가)	6.3	(11.4)	144.4	86.3	39.5
기타	(230.4)	(167.1)	453.9	304.2	374.8
FCF	1,826.4	(61.6)	1,044.9	989.9	1,162.4
재무활동으로인한현금흐름	(52.9)	608.4	85.4	(75.4)	(140.5)
차입금의증가(감소)	(213.9)	861.1	84.3	(71.7)	(142.5)
자기주식의처분(취득)	2.5	64.8	0.0	0.0	0.0
배당금	(80.0)	(86.3)	0.0	0.0	0.0
기타	238.5	(231.2)	1.1	(3.7)	2.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(115.9)	(89.1)	(98.7)
연결법무변동으로인한현금이증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	23.3	248.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가감소	1,224.3	278.1	811.7	571.3	813.6
기초현금	1,395.8	2,620.2	2,898.3	3,709.9	4,281.3
기말현금	2,620.2	2,898.3	3,709.9	4,281.3	5,094.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

▣ 포괄손익계산서

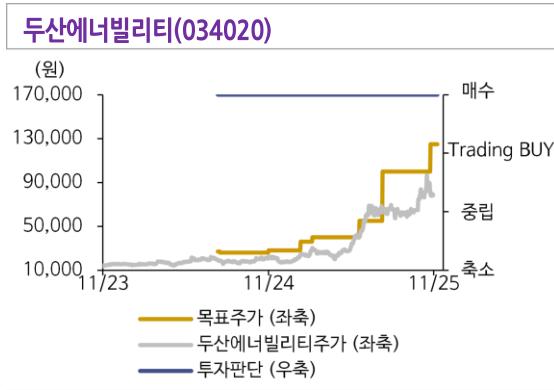
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,589.9	16,233.1	16,985.9	19,229.9	21,713.6
증감률 (%)	14.1	(7.7)	4.6	13.2	12.9
매출원가	14,572.9	13,503.3	14,157.2	15,872.6	17,739.6
매출총이익	3,017.0	2,729.7	2,828.7	3,357.3	3,974.1
매출총이익률 (%)	17.2	16.8	16.7	17.5	18.3
판매관리비	1,549.7	1,712.1	1,843.1	2,068.6	2,298.2
영업이익	1,467.3	1,017.6	985.6	1,288.7	1,675.9
증감률 (%)	32.7	(30.6)	(3.1)	30.7	30.1
영업이익률 (%)	8.3	6.3	5.8	6.7	7.7
영업손익의	(728.8)	(359.8)	(712.6)	(660.9)	(661.0)
금융수익	(268.0)	(181.3)	(303.7)	(277.5)	(246.2)
기타영업이손익	(422.2)	(199.1)	(362.6)	(339.8)	(371.4)
종속 및 관계기업관련손익	(38.7)	20.5	(46.3)	(43.6)	(43.3)
세전순손익사업이익	738.5	657.8	273.0	627.8	1,014.9
법인세비용	221.0	263.1	65.5	150.7	243.6
계속사업이익	517.5	394.7	207.5	477.1	771.4
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	517.5	394.7	207.5	477.1	771.4
증감률 (%)	2.9	2.4	1.2	2.5	3.6
순이익률 (%)	2.9	2.4	1.2	2.5	3.6
(지배주주)당기순이익	55.6	111.4	96.9	222.9	360.4
(비자배주주)당기순이익	461.9	283.3	110.5	254.2	411.0
총포괄이익	537.3	973.0	525.1	794.8	1,175.9
(지배주주)총포괄이익	(0.8)	369.7	199.5	302.0	446.8
(비자배주주)총포괄이익	538.1	603.3	325.6	492.8	729.1
EBITDA	1,934.0	1,508.6	1,514.6	1,821.4	2,203.5
증감률 (%)	22.6	(22.0)	0.4	20.3	21.0
EBITDA 이익률 (%)	11.0	9.3	8.9	9.5	10.1

▣ 주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	809	616	324	745	1,204
EPS (지배순이익, 원)	87	174	151	348	563
BPS (자본총계, 원)	16,925	18,204	19,026	20,261	22,100
BPS (자체지분, 원)	11,111	11,703	12,352	13,190	14,388
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	19.7	28.5	242.1	105.3	65.1
PER (제배순이익, 배)	183.0	100.9	518.2	225.3	139.4
PBR (자본총계, 배)	0.9	1.0	4.1	3.9	3.5
PBR (자체지분, 배)	1.4	1.5	6.3	5.9	5.4
EV/EBITDA (배)	8.4	12.5	37.8	31.2	25.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.0	9.3	8.9	9.5	10.1
영업이익률 (%)	8.3	6.3	5.8	6.7	7.7
순이익률 (%)	2.9	2.4	1.2	2.5	3.6
ROA (%)	2.2	1.5	0.8	1.7	2.7
ROE (지배순이익, %)	0.8	1.5	1.3	2.7	4.1
ROIC (%)	6.7	4.1	5.3	6.3	8.4
안정성					
부채비율 (%)	127.3	125.7	119.5	115.6	106.8
순자산금비율 (%)	22.3	29.2	22.3	16.0	7.8
현금비율 (%)	27.3	32.4	42.4	46.2	53.2
이자보상배율 (배)	4.6	3.1	2.7	3.5	4.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	26.4	24.8	18.0	20.2	18.5
재고자산회수기간 (일)	51.9	59.3	57.5	52.9	52.9
매출채권회수기간 (일)	30.6	29.5	28.5	27.5	27.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 24일	매수	27,000	(30.0)	(29.9)
2024년 07월 29일	매수	26,000	(28.2)	(16.0)
2024년 11월 13일	매수	28,000	(29.7)	(14.5)
2025년 01월 23일	매수	36,000	(31.9)	(21.7)
2025년 02월 18일	매수	40,000	(29.5)	5.9
2025년 06월 02일	매수	55,000	10.1	25.3
2025년 07월 23일	매수	100,000	(31.3)	(3.6)
2025년 11월 06일	매수	125,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

☞ Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 분인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 최규현은 상기 회사 두산에너빌리티의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유기증권에 대한 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

☞ 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 항후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 항후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 항후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 항후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

☞ 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 11일 기준)

매수 (매수)	89.52%	Trading BUY (중립)	7.26%	중립 (중립)	3.23%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------