

**BUY**

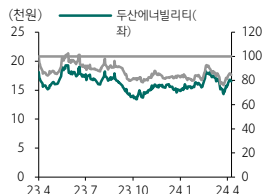
목표주가(12M) 23,000원  
현재주가(5.02) 16,500원

**Key Data**

KOSPI 지수 (pt)	2,683.65
52주 최고/최저(원)	19,280/13,420
시가총액(십억원)	10,569.3
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	640,561.1
60일 평균 거래량(천주)	4,241.8
60일 평균 거래대금(십억원)	70.9
외국인지분율(%)	18.51
주요주주 지분율(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.85

**Consensus Data**

	2024	2025
매출액(십억원)	17,397.9	19,076.6
영업이익(십억원)	1,300.4	1,668.1
순이익(십억원)	532.7	772.3
EPS(원)	391	553
BPS(원)	12,034	12,587

**Stock Price****Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	15,421.1	17,589.9	17,392.7	19,148.9
영업이익	1,106.1	1,467.3	1,438.9	1,917.5
세전이익	(186.5)	738.5	1,239.7	1,637.5
순이익	(772.5)	55.6	427.2	532.2
EPS	(1,247)	87	667	831
증감율	적전	흑전	666.67	24.59
PER	(12.35)	182.76	24.74	19.86
PBR	1.38	1.43	1.40	1.31
EV/EBITDA	10.52	8.44	9.00	7.26
ROE	(11.70)	0.78	5.83	6.81
BPS	11,147	11,114	11,781	12,612
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsaml@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2024년 5월 3일 | 기업분석\_Earnings Review

## 두산에너지(034020)

### 기다려지는 7월

#### 목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지

두산에너지 목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 연결 및 에너지 부문 영업이익은 전년대비 감소했지만 전분기대비로는 회복 흐름을 기록했다. 에너지 부문 1분기 말 신규 수주는 6,336억원으로 전년대비 85.3%, 수주잔고는 14.9조원으로 14.2% 감소했다. 2023년 1분기에는 신한울 3,4호기, 카자흐스탄 CCPP 수주 등이 대규모로 반영되었던 기저효과를 고려할 필요가 있고 수주 가시성이 높은 프로젝트가 다수 대기 중인 점을 감안하면 연간 목표인 6.3조원 달성에는 문제가 없는 상황이다. 2024년 기준 PER 24.7배, PBR 1.4배다.

#### 1Q24 영업이익 3,581억원(YoY -1.8%)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액은 4.1조원으로 전년대비 1.4% 증가했다. 자회사 두산밥캣과 두산퓨얼셀 매출 감소가 나타났지만 에너지 부문에서 수주잔고 증가와 일부 공정 초과분이 발생하면서 외형이 전년대비 2.2% 개선되었다. 영업이익은 3,581억원을 기록하며 전년대비 1.8% 감소했다. 에너지 부문은 741억원으로 전년대비 13.1% 감소했지만 연결 기준으로 감익폭이 제한적이었다. 마진은 연결 기준 8.7%, 에너지 부문 4.4%로 양호한 수준을 지속했고 연간 가이던스 3.7% 대비 높은 수준을 이어갔다. 순이익은 보유 주식의 주가 상승에 따른 투자주식평가이익 영향으로 전년대비 개선되었다.

#### 국내외 수주 환경 양호. 7월 체코 원전 결과에 관심 필요

1분기 신규 수주가 작게 보일 수 있지만 대부분 루마니아 SMR 관련 수주인 점을 감안하면 퀄리티는 양호하다고 판단된다. 국내 가스복합 수주 목표치는 발전자회사와의 수의계약으로 진행될 여지가 많다. 해외 복합 EPC 또한 기존 프로젝트의 연장이기 때문에 가능성이 높다. 체코 원전의 경우 6월 말 예정되어 있었던 우선협상대상자 선정이 프랑스 EDF의 요청으로 7월로 연기되었다. 경쟁구도가 기존 한국, 미국, 프랑스 3개국에서 미국이 제외되었고 원전 호기 수도 1기가 아니라 4기까지 확장 가능한 프로젝트인 점을 감안하면 기대감이 부여될 여지는 충분한 상황이다. 해당 7월 결과가 하반기 주가 흐름을 결정할 전망이다.

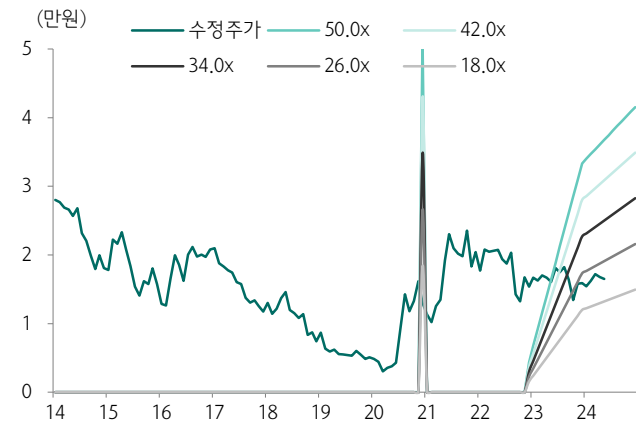
도표 1. 두산에너지 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				1Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	40,410	45,394	41,550	48,545	40,979	41,937	40,862	50,149	1.4	(15.6)
영업이익	3,646	4,947	3,114	2,967	3,581	3,818	3,337	3,653	(1.8)	20.7
세전이익	2,876	4,151	1,970	(1,612)	3,688	3,118	2,637	2,953	28.3	흑전
순이익	695	1,074	217	(1,431)	1,442	1,013	857	960	107.3	흑전
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	8.7	9.1	8.2	7.3	-	-
세전이익률(%)	7.1	9.1	4.7	(3.3)	9.0	7.4	6.5	5.9	-	-
순이익률(%)	1.7	2.4	0.5	(2.9)	3.5	2.4	2.1	1.9	-	-

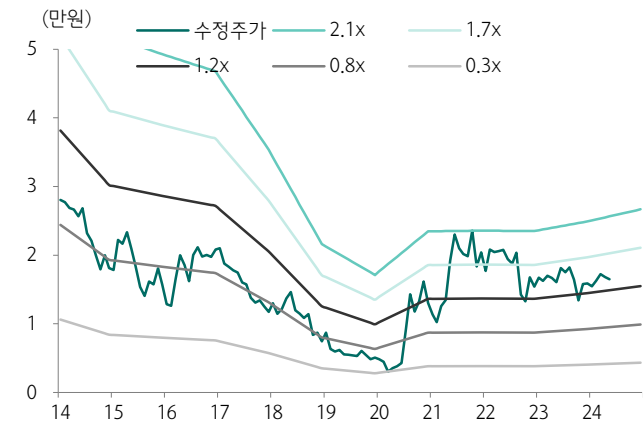
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 2. 두산에너지 12M Fwd PER 추이



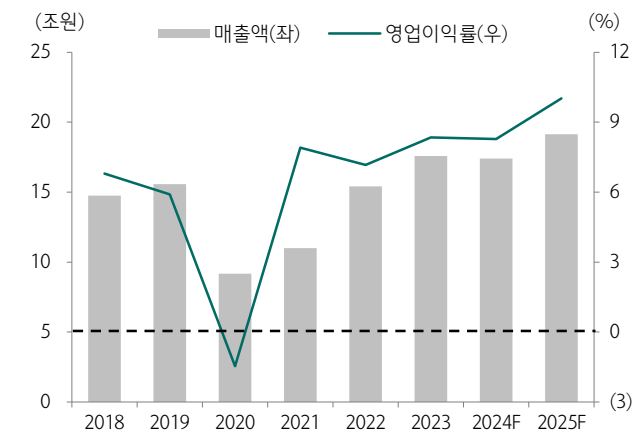
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 3. 두산에너지 12M Fwd PBR 추이



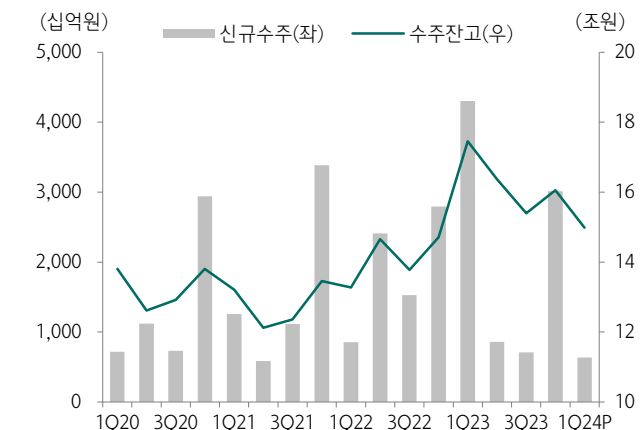
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 4. 두산에너지 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산에너지, 하나증권

도표 5. 두산에너지 분기별 수주 추이



자료: 두산에너지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421.1	17,589.9	17,392.7	19,148.9	20,466.3
매출원가	12,865.2	14,572.9	14,385.4	15,487.4	16,345.3
매출총이익	2,555.9	3,017.0	3,007.3	3,661.5	4,121.0
판매비	1,449.8	1,549.7	1,568.4	1,744.0	1,839.3
영업이익	1,106.1	1,467.3	1,438.9	1,917.5	2,281.7
금융손익	(477.6)	(268.0)	(240.0)	(240.0)	(240.0)
종속/관계기업손익	(230.5)	(38.7)	40.0	40.0	40.0
기타영업외손익	(584.5)	(422.2)	0.8	(80.0)	(80.0)
세전이익	(186.5)	738.5	1,239.7	1,637.5	2,001.7
법인세	147.0	221.0	412.6	573.1	700.6
계속사업이익	(333.5)	517.5	827.1	1,064.4	1,301.1
중단사업이익	(119.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(453.1)	517.5	827.1	1,064.4	1,301.1
비배주주지분 순이익	319.3	461.9	399.9	532.2	650.6
지배주주순이익	(772.5)	55.6	427.2	532.2	650.6
지배주주지분포괄이익	(554.5)	(0.8)	924.0	1,189.0	1,453.5
NOPAT	1,978.1	1,028.3	960.0	1,246.4	1,483.1
EBITDA	1,577.5	1,934.0	1,951.4	2,442.2	2,815.7
성장성(%)					
매출액증가율	40.31	14.06	(1.12)	10.10	6.88
NOPAT증가율	173.37	(48.02)	(6.64)	29.83	18.99
EBITDA증가율	12.17	22.60	0.90	25.15	15.29
영업이익증가율	27.23	32.66	(1.94)	33.26	18.99
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	668.35	24.58	22.25
EPS증가율	적전	흑전	666.67	24.59	22.26
수익성(%)					
매출총이익률	16.57	17.15	17.29	19.12	20.14
EBITDA이익률	10.23	10.99	11.22	12.75	13.76
영업이익률	7.17	8.34	8.27	10.01	11.15
계속사업이익률	(2.16)	2.94	4.76	5.56	6.36

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,247)	87	667	831	1,016
BPS	11,147	11,114	11,781	12,612	13,628
CFPS	3,113	3,226	3,094	3,702	4,234
EBITDAPS	2,546	3,022	3,046	3,813	4,396
SPS	24,889	27,483	27,152	29,894	31,951
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(12.35)	182.76	24.74	19.86	16.24
PBR	1.38	1.43	1.40	1.31	1.21
PCFR	4.95	4.93	5.33	4.46	3.90
EV/EBITDA	10.52	8.44	9.00	7.26	6.37
PSR	0.62	0.58	0.61	0.55	0.52
재무비율(%)					
ROE	(11.70)	0.78	5.83	6.81	7.74
ROA	(3.30)	0.23	1.70	2.00	2.28
ROIC	12.89	6.90	6.41	7.99	9.10
부채비율	128.66	127.28	120.68	116.30	111.20
순부채비율	37.63	22.27	24.53	19.71	14.65
이자보상배율(배)	4.25	4.57	4.37	5.80	6.88

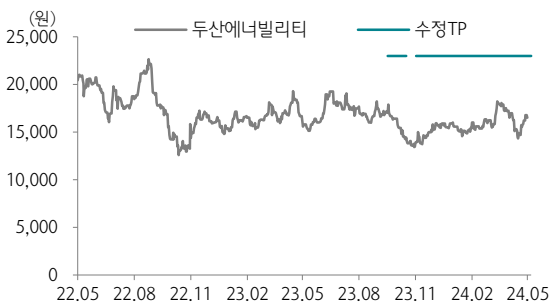
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,098.9	9,641.6	10,557.1	12,125.4	14,003.4
금융자산	1,729.0	2,928.4	2,485.5	2,852.1	3,320.9
현금성자산	1,395.8	2,620.2	2,169.9	2,517.6	2,965.5
매출채권	1,619.6	1,333.4	2,044.2	2,417.0	2,860.4
재고자산	2,459.0	2,539.0	2,622.9	2,838.9	3,075.9
기타유동자산	2,291.3	2,840.8	3,404.5	4,017.4	4,746.2
비유동자산	14,950.9	14,999.3	15,193.1	15,416.1	15,636.4
투자자산	1,142.7	1,014.6	1,040.9	1,108.6	1,182.9
금융자산	786.8	697.7	713.5	754.3	799.0
유형자산	5,022.1	5,225.1	5,555.7	5,865.2	6,156.9
무형자산	7,772.7	7,893.0	7,729.9	7,575.8	7,430.1
기타비유동자산	1,013.4	866.6	866.6	866.5	866.5
자산총계	23,049.8	24,640.8	25,750.2	27,541.5	29,639.9
유동부채	8,059.5	9,596.7	9,819.9	10,394.7	11,025.1
금융부채	2,399.8	2,928.0	2,933.5	2,947.5	2,962.9
매입채무	2,518.7	2,434.0	2,514.5	2,721.6	2,948.7
기타유동부채	3,141.0	4,234.7	4,371.9	4,725.6	5,113.5
비유동부채	4,910.0	4,202.6	4,261.6	4,413.8	4,580.6
금융부채	3,122.3	2,414.6	2,414.6	2,414.6	2,414.6
기타비유동부채	1,787.7	1,788.0	1,847.0	1,999.2	2,166.0
부채총계	12,969.5	13,799.3	14,081.6	14,808.5	15,605.7
지배주주지분	7,113.3	7,117.4	7,544.5	8,076.7	8,727.4
자본금	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	2,870.1	1,712.8	1,712.8	1,712.8	1,712.8
자본조정	45.7	46.1	46.1	46.1	46.1
기타포괄이익누계액	882.7	906.7	906.7	906.7	906.7
이익잉여금	58.8	1,184.5	1,611.7	2,143.9	2,794.5
비지배주주지분	2,967.0	3,724.1	4,124.1	4,656.3	5,306.8
자본총계	10,080.3	10,841.5	11,668.6	12,733.0	14,034.2
순금융부채	3,793.1	2,414.2	2,862.6	2,510.0	2,056.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	625.1	2,070.6	888.3	1,266.0	1,423.9
당기순이익	(453.1)	517.5	827.1	1,064.4	1,301.1
조정	1,824.9	908.5	512.5	524.7	534.0
감가상각비	471.4	466.7	512.5	524.7	533.9
외환거래손익	153.1	12.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	342.6	38.7	0.0	0.0	0.0
기타	857.8	390.4	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(746.7)	644.6	(451.3)	(323.1)	(411.2)
투자활동 현금흐름	(71.1)	(816.6)	(713.7)	(766.7)	(775.1)
투자자산감소(증가)	455.2	3,325.8	(26.3)	(67.7)	(74.3)
자본증가(감소)	(337.9)	(395.6)	(680.0)	(680.0)	(680.0)
기타	(188.4)	(3,746.8)	(7.4)	(19.0)	(20.8)
재무활동 현금흐름	(1,132.5)	(1,325.2)	5.5	14.0	15.4
금융부채증가(감소)	(2,336.9)	(179.5)	5.5	14.0	15.4
자본증가(감소)	1,585.4	(1,146.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(292.7)	0.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(88.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(512.8)	(71.1)	(380.6)	347.6	447.9
Unlevered CFO	1,928.9	2,064.9	1,981.9	2,371.3	2,712.3
Free Cash Flow	276.4	1,675.0	208.3	586.0	743.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산에너지빌리티



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.9.18	BUY	23,000		

Compliance Notice

- 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
- 당사는 2024년 5월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 5월 3일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 하시기 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 30일