



BUY

목표주가(12M) 23,000원
현재주가(11.2) 13,910원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,343.12
52주 최고/최저(원)	19,300/13,420
시가총액(십억원)	8,910.2
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	640,561.1
60일 평균 거래량(천주)	4,022.0
60일 평균 거래대금(십억원)	66.1
외국인지분율(%)	12.78
주요주주 지분율(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.55

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	18,223.5	18,387.0
영업이익(십억원)	1,493.9	1,606.7
순이익(십억원)	835.5	931.7
EPS(원)	718	770
BPS(원)	11,934	12,704

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,990.9	15,421.1	17,854.4	18,998.9
영업이익	869.4	1,106.1	1,507.6	1,470.2
세전이익	563.9	(186.5)	1,122.2	1,012.6
순이익	495.3	(772.5)	256.5	263.3
EPS	1,026	(1,247)	401	411
증감율	흑전	적전	흑전	2.49
PER	19.88	(12.35)	34.69	33.84
PBR	1.84	1.38	1.19	1.15
EV/EBITDA	13.11	10.52	8.12	8.18
ROE	10.67	(11.70)	3.51	3.45
BPS	11,097	11,147	11,726	12,137
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 3일 | 기업분석_Earnings Review

두산에너지(034020)

정책 모멘텀에 대비할 시점

목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지

두산에너지 목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지한다. 3분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 다만 주요 자회사 실적 정체에도 불구하고 에너지빌리티 부문 정상화 기조는 지속되고 있어 긍정적이다. 에너지빌리티 부문의 3분기 누적 신규 수주는 5.9조원으로 전년대비 25.4% 개선되며 연간 목표 대비 68% 수준을 기록하는 중이다. 3분기 말 수주잔고는 15.4조원으로 9.8% 증가했다. 2023년 기준 PER 34.7배, PBR 1.2배다.

3Q23 영업이익 3,114억원(YoY -1.0%)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 4.2조원으로 전년대비 4.9% 개선되었다. 자회사 두산밥캣이 환율 영향을 감안해도 다소 부진한 실적을 기록했지만 에너지빌리티 부문과 두산퓨얼셀 외형 성장으로 매출이 개선되었다. 에너지빌리티 부문 매출은 전년대비 12.9% 증가한 1.8조원을 기록했다. 기존 수주잔고가 실적으로 연결되면서 전년대비 외형 성장 추세가 이어지는 모습이다. 영업이익은 3,114억원을 기록하면서 전년대비 1.0% 감소했다. 에너지빌리티 부문은 567억원으로 전년대비 46.5% 증가하며 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 자회사는 두산밥캣 실적 흐름이 둔화되었지만 두산퓨얼셀은 전년대비 흑자로 전환되었다. 연결 순이익은 전년 동기 중단사업 손익 인식의 기저효과로 전년대비 16.7% 감소했다.

국내 해상풍력 우선협상대상자 선정, Cask 종합용역설계 수주 등 신사업 순항

지난 10월 한동평대 해상풍력단지 우선협상대상자로 선정되었다. 국책과제로 개발한 8MW 용량 터빈을 기반으로 수주에 성공한 첫 상업화 프로젝트로 타 경쟁사 대비 높은 국산화를 기반으로 경쟁력을 증명했던 사례로 간주된다. 향후에도 진행될 다수 프로젝트에서 우위를 점할 여지가 크다. 국내 원전 습식 저장소 포화에 따른 건식 저장설비 건설로 향후 운반 및 저장용 Cask 수요가 확대될 예정이다. 종합설계용역을 통해서 Cask 제작능력을 확보한 후 국내에서만 조단위 이상 시장에 접근할 수 있게 된다. 최근 회계 이슈가 부각되고 있으나 징계 여부 및 수위에 대한 판단보다는 부정적인 이벤트가 해소되고 있다는 방향성에 무게를 둘 시점이다. 제11차 전력수급기본계획 윤곽이 연내 혹은 내년 초에 공개될 예정이며 국내 원전 확대 계획 규모가 어느 정도로 제시될 것인지 관심을 가질 필요가 있다.

도표 1. 두산에너지 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2022				2023F				3Q23 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	30,713	37,677	39,603	46,218	40,410	45,394	41,550	51,190	4.9	(8.5)
영업이익	1,921	3,277	3,146	2,717	3,646	4,947	3,114	3,369	(1.0)	(37.0)
세전이익	610	1,498	1,769	(5,742)	2,876	4,151	1,970	2,225	11.4	(52.5)
순이익	(383)	(1,937)	861	(6,266)	695	1,074	217	579	(74.8)	(79.8)
영업이익률(%)	6.3	8.7	7.9	5.9	9.0	10.9	7.5	6.6	-	-
세전이익률(%)	2.0	4.0	4.5	(12.4)	7.1	9.1	4.7	4.3	-	-
순이익률(%)	(1.2)	(5.1)	2.2	(13.6)	1.7	2.4	0.5	1.1	-	-

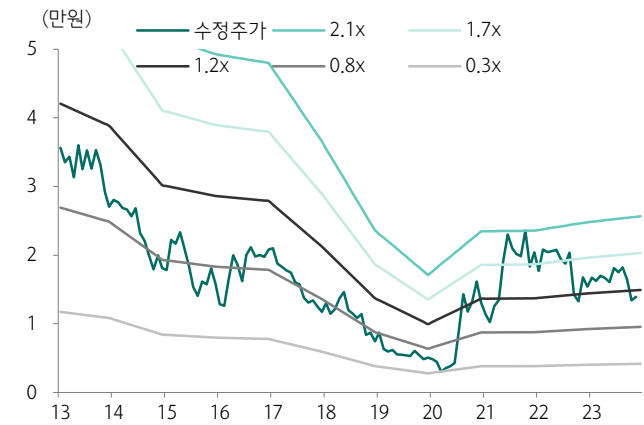
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 2. 두산에너지 12M Fwd PER 추이



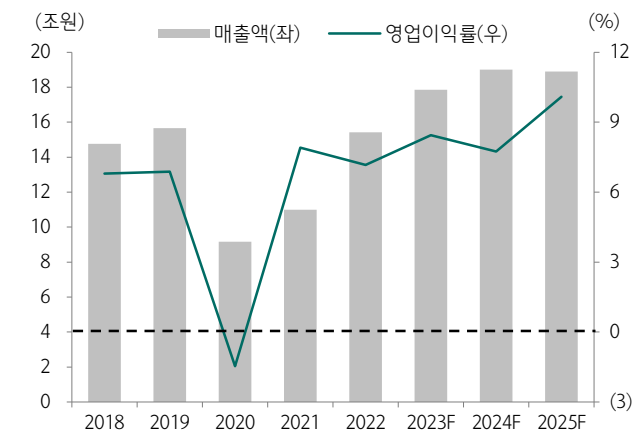
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 3. 두산에너지 12M Fwd PBR 추이



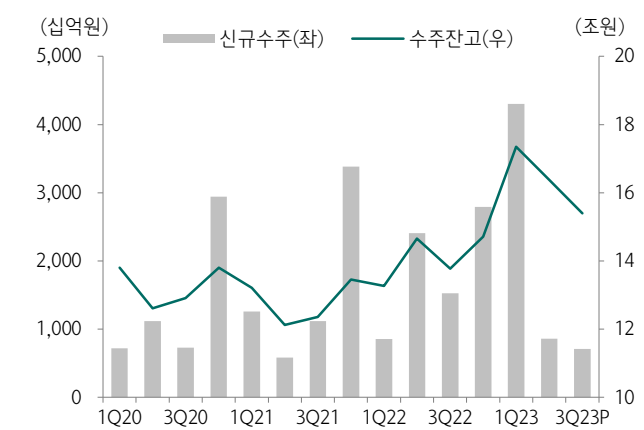
자료: 두산에너지, 하나증권

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)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
매출액	10,990.9	15,421.1	17,854.4	18,998.9	18,904.9	
매출원가	9,157.1	12,865.2	14,603.2	15,758.9	15,198.4	
매출총이익	1,833.8	2,555.9	3,251.2	3,240.0	3,706.5	
판매비	964.4	1,449.8	1,743.6	1,769.8	1,798.6	
영업이익	869.4	1,106.1	1,507.6	1,470.2	1,907.9	
금융손익	(280.0)	(477.6)	(212.1)	(200.0)	(200.0)	
종속/관계기업손익	20.1	(230.5)	66.6	60.0	60.0	
기타영업외손익	(45.5)	(584.5)	(239.9)	(317.7)	(317.7)	
세전이익	563.9	(186.5)	1,122.2	1,012.6	1,450.2	
법인세	94.6	147.0	423.7	354.4	507.6	
계속사업이익	469.4	(333.5)	698.5	658.2	942.7	
중단사업이익	176.5	(119.7)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	645.8	(453.1)	698.5	658.2	942.7	
비지배주주지분 순이익	150.5	319.3	441.9	394.9	565.6	
지배주주순이익	495.3	(772.5)	256.5	263.3	377.1	
지배주주지분포괄이익	819.8	(554.5)	396.5	210.6	301.6	
NOPAT	723.6	1,978.1	938.3	955.7	1,240.1	
EBITDA	1,406.3	1,577.5	1,964.2	1,934.1	2,376.2	
성장성(%)						
매출액증가율	19.84	40.31	15.78	6.41	(0.49)	
NOPAT증가율	흑전	173.37	(52.57)	1.85	29.76	
EBITDA증가율	223.88	12.17	24.51	(1.53)	22.86	
영업이익증가율	흑전	27.23	36.30	(2.48)	29.77	
지배주주순이익증가율	흑전	적전	흑전	2.65	43.22	
EPS증가율	흑전	적전	흑전	2.49	43.31	
수익성(%)						
매출총이익률	16.68	16.57	18.21	17.05	19.61	
EBITDA이익률	12.80	10.23	11.00	10.18	12.57	
영업이익률	7.91	7.17	8.44	7.74	10.09	
계속사업이익률	4.27	(2.16)	3.91	3.46	4.99	

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,026	(1,247)	401	411	589
BPS	11,097	11,147	11,726	12,137	12,726
CFPS	4,209	3,113	2,991	2,652	3,285
EBITDAPS	2,914	2,546	3,069	3,019	3,710
SPS	22,776	24,889	27,897	29,660	29,513
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	19.88	(12.35)	34.69	33.84	23.62
PBR	1.84	1.38	1.19	1.15	1.09
PCR	4.85	4.95	4.65	5.25	4.23
EV/EBITDA	13.11	10.52	8.12	8.18	6.55
PSR	0.90	0.62	0.50	0.47	0.47
재무비율(%)					
ROE	10.67	(11.70)	3.51	3.45	4.74
ROA	2.01	(3.30)	1.07	1.05	1.48
ROIC	4.76	12.89	6.05	5.95	7.63
부채비율	169.32	128.66	119.42	112.04	98.92
순부채비율	57.83	37.63	25.34	19.47	11.76
이자보상배율(배)					
	3.07	4.25	4.66	4.95	7.26

자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	8,417.6	8,098.9	9,419.8	9,791.6	9,971.2	
금융자산	2,765.5	1,729.0	2,355.6	2,303.8	2,513.0	
현금성자산	1,908.6	1,395.8	2,012.9	1,940.6	2,151.2	
매출채권	921.1	1,619.6	1,793.8	1,901.6	1,894.1	
재고자산	1,788.4	2,459.0	2,723.6	2,887.2	2,875.8	
기타유동자산	2,942.6	2,291.3	2,546.8	2,699.0	2,688.3	
비유동자산	15,302.9	14,950.9	15,358.1	15,548.9	15,676.8	
투자자산	1,351.0	1,142.7	910.0	964.7	960.9	
금융자산	768.9	786.8	515.8	546.8	544.6	
유형자산	5,437.0	5,022.1	5,205.8	5,468.2	5,720.6	
무형자산	8,016.0	7,772.7	7,997.7	7,871.4	7,750.7	
기타비유동자산	498.9	1,013.4	1,244.6	1,244.6	1,244.6	
자산총계	23,720.5	23,049.8	24,778.0	25,340.5	25,648.0	
유동부채	10,125.8	8,059.5	8,853.5	8,839.0	8,412.1	
금융부채	5,134.0	2,399.8	2,565.2	2,178.2	1,777.3	
매입채무	1,880.7	2,518.7	2,789.7	2,957.3	2,945.6	
기타유동부채	3,111.1	3,141.0	3,498.6	3,703.5	3,689.2	
비유동부채	4,787.2	4,910.0	4,631.9	4,550.9	4,342.6	
금융부채	2,724.9	3,122.3	2,651.9	2,451.9	2,251.9	
기타비유동부채	2,062.3	1,787.7	1,980.0	2,099.0	2,090.7	
부채총계	14,912.9	12,969.5	13,485.5	13,389.9	12,754.7	
지배주주지분	6,091.4	7,113.3	7,509.1	7,772.3	8,149.4	
자본금	2,675.6	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	
자본잉여금	1,865.1	2,870.1	1,712.7	1,712.7	1,712.7	
자본조정	46.2	45.7	45.8	45.8	45.8	
기타포괄이익누계액	731.3	882.7	1,014.0	1,014.0	1,014.0	
이익잉여금	773.2	58.8	1,469.3	1,732.6	2,109.6	
비지배주주지분	2,716.2	2,967.0	3,783.4	4,178.4	4,743.9	
자본총계	8,807.6	10,080.3	11,292.5	11,950.7	12,893.3	
순금융부채	5,093.5	3,793.1	2,861.5	2,326.2	1,516.2	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,027.7	625.1	1,167.4	1,130.1	1,410.4
당기순이익	645.8	(453.1)	698.5	658.2	942.7
조정	875.1	1,824.9	595.8	463.9	468.3
감가상각비	537.0	471.4	456.7	463.9	468.3
외환거래손익	77.7	153.1	22.1	0.0	0.0
지분법손익	(19.9)	342.6	(36.6)	0.0	0.0
기타	280.3	857.8	153.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(493.2)	(746.7)	(126.9)	8.0	(0.6)
투자활동 현금흐름	(1,265.7)	(71.1)	(612.6)	(675.3)	(594.8)
투자자산감소(증가)	538.6	455.2	253.9	(54.7)	3.8
자본증가(감소)	(249.3)	(337.9)	(467.6)	(600.0)	(600.0)
기타	(1,555.0)	(188.4)	(398.9)	(20.6)	1.4
재무활동 현금흐름	(308.4)	(1,132.5)	(219.2)	(587.0)	(600.9)
금융부채증가(감소)	(2,605.0)	(2,336.9)	(305.0)	(587.0)	(600.9)
자본증가(감소)	(59.2)	1,585.4	(1,146.1)	0.0	0.0
기타재무활동	2,356.5	(292.7)	1,231.9	0.0	0.0
배당지급	(0.7)	(88.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(428.2)	(512.8)	663.5	(72.3)	210.6
Unlevered CFO	2,031.2	1,928.9	1,914.1	1,698.7	2,103.9
Free Cash Flow	743.0	276.4	694.9	530.1	810.4

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 2023년 11월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 11월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 31일