



BUY

목표주가(12M) 23,000원
현재주가(2.14) 15,360원

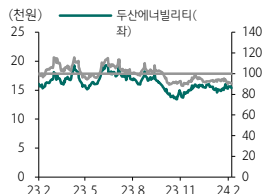
Key Data

| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,620.42 |
| 52주 최고/최저(원) | 19,300/13,420 |
| 시가총액(십억원) | 9,839.0 |
| 시가총액비중(%) | 0.46 |
| 발행주식수(천주) | 640,561.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 2,172.7 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 33.5 |
| 외국인지분율(%) | 15.48 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 두산 외 26 인 | 30.67 |
| 국민연금공단 | 6.55 |

Consensus Data

| | 2023 | 2024 |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원) | 17,407.1 | 15,694.0 |
| 영업이익(십억원) | 1,418.3 | 1,069.0 |
| 순이익(십억원) | 696.6 | 629.8 |
| EPS(원) | 531 | 737 |
| BPS(원) | 11,820 | N/A |

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 10,990.9 | 15,421.1 | 17,589.9 | 17,573.8 |
| 영업이익 | 869.4 | 1,106.1 | 1,467.3 | 1,357.7 |
| 세전이익 | 563.9 | (186.5) | 738.5 | 1,077.7 |
| 순이익 | 495.3 | (772.5) | 184.1 | 280.2 |
| EPS | 1,026 | (1,247) | 288 | 437 |
| 증감율 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 51.74 |
| PER | 19.88 | (12.35) | 55.21 | 35.15 |
| PBR | 1.84 | 1.38 | 1.36 | 1.27 |
| EV/EBITDA | 13.11 | 10.52 | 8.80 | 9.02 |
| ROE | 10.67 | (11.70) | 2.53 | 3.69 |
| BPS | 11,097 | 11,147 | 11,650 | 12,087 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |



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

하나증권 리서치센터

2024년 2월 15일 | 기업분석_Earnings Review

두산에너지(034020)

점진적 수익성 개선 기대

목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지

두산에너지 목표주가 23,000원, 투자의견 매수 유지한다. 4분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 연결 기준 및 에너지빌리티 부문 이익은 전분기대비 다소 감소했지만 전년대비로는 회복 흐름에 있다는 점을 긍정적으로 볼 수 있다. 에너지빌리티 부문 연간 누적 신규 수주는 8.9조원으로 전년대비 18.8% 개선되며 연간 목표 대비를 상회했다. 4분기 말 수주잔고는 15.9조원으로 8.4% 증가했다. 2024년 기준 PER 35.2배, PBR 1.3배다.

4Q23 영업이익 2,967억원(YoY +9.2%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 4.9조원으로 전년대비 5.0% 개선되었다. 자회사 두산밥캣 및 두산퓨얼셀 외형이 소폭 감소했지만 에너지빌리티 부문에서의 성장으로 매출이 증가했다. 에너지빌리티 부문 매출은 전년대비 16.7% 증가한 2.4조원을 기록했다. 신규 수주 및 기조 수주잔고를 기반으로 양호한 성장 흐름이 이어지고 있다. 영업이익은 2,967억원을 기록하면서 전년대비 9.2% 증가했다. 에너지빌리티 부문은 497억원으로 전년대비 176.1% 증가하며 정상화 흐름으로 접어들었다. 자회사는 두산밥캣이 전년대비 소폭 개선되었지만 두산퓨얼셀은 적자로 전환했다. 순이익은 보유 주식의 장부가 대비 시가 차이가 확대됨에 따라 평가손실이 반영되면서 적자를 기록했다.

2023년 연간 가이던스 충족. 2024년 이익률 개선 기대

2023년 연간 에너지빌리티 부문 매출, 영업이익, 수주 모두 기존 가이던스를 초과 달성했다. 2024년 가이던스의 경우 매출액은 직전연도 가이던스 대비 소폭 증가한 6.8조원으로 제시되었고 영업이익은 2,494억원으로 직전 전망치보다 15% 개선된 수치로 언급되었다. 수주의 경우 6.3조원으로 2023년 8.9조원 대비 감소한 수준이지만 2023년 반영된 신한울 3,4호기 약 3.6조원을 감안하면 기존 계획대로 증가하는 국면으로 볼 수 있다. 2025년부터 국내외 대형 원전 및 가스터빈 일감 확대를 고려한 연평균 10조원 규모 수주를 기대하고 있으며 수익성 높은 프로젝트들이 해당 시점부터 본격적으로 실적에 반영됨에 따라 큰 폭의 이익 성장이 가능할 전망이다.

도표 1. 두산에너지 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 2023P | | | | 2024F | | | | 4Q23 증감률(%) | |
|----------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QP | 1QF | 2QF | 3QF | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 40,410 | 45,394 | 41,550 | 48,545 | 40,206 | 42,772 | 41,679 | 51,082 | 5.0 | 16.8 |
| 영업이익 | 3,646 | 4,947 | 3,114 | 2,967 | 2,994 | 3,463 | 3,363 | 3,758 | 9.2 | (4.7) |
| 세전이익 | 2,876 | 4,151 | 1,970 | (1,612) | 2,294 | 2,763 | 2,663 | 3,058 | 적지 | 적전 |
| 순이익 | 695 | 1,074 | 217 | (145) | 596 | 718 | 692 | 795 | 적지 | 적전 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 10.9 | 7.5 | 6.1 | 7.4 | 8.1 | 8.1 | 7.4 | - | - |
| 세전이익률(%) | 7.1 | 9.1 | 4.7 | (3.3) | 5.7 | 6.5 | 6.4 | 6.0 | - | - |
| 순이익률(%) | 1.7 | 2.4 | 0.5 | (0.3) | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | - | - |

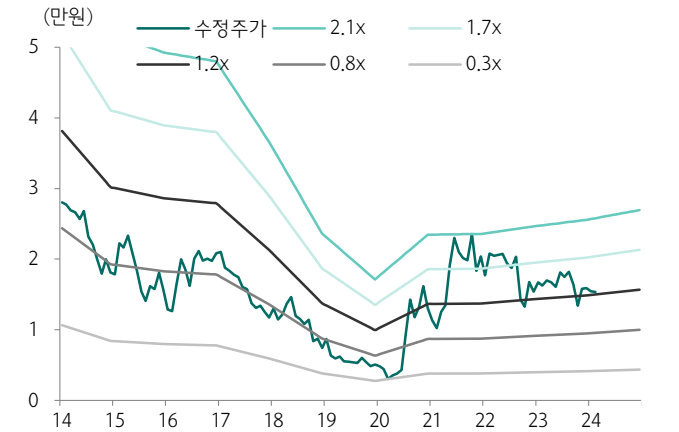
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 2. 두산에너지 12M Fwd PER 추이



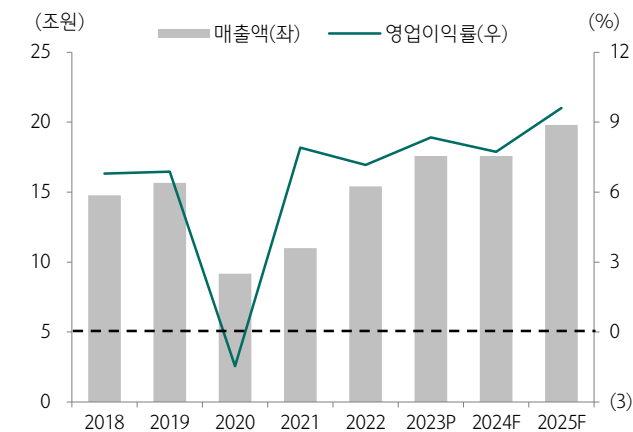
자료: 두산에너지, 하나증권

도표 3. 두산에너지 12M Fwd PBR 추이



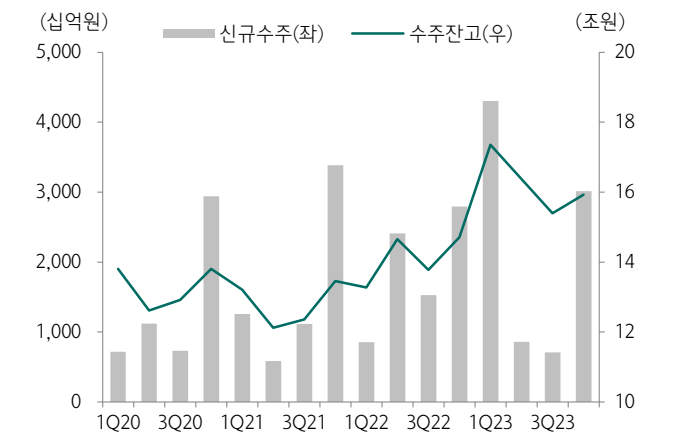
자료: 두산에너지, 하나증권

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 | 2023P | 2024F | 2025F | |
| 매출액 | 10,990.9 | 15,421.1 | 17,589.9 | 17,573.8 | 19,802.4 | |
| 매출원가 | 9,157.1 | 12,865.2 | 14,396.4 | 14,570.0 | 16,007.6 | |
| 매출총이익 | 1,833.8 | 2,555.9 | 3,193.5 | 3,003.8 | 3,794.8 | |
| 판매비 | 964.4 | 1,449.8 | 1,726.2 | 1,646.1 | 1,893.1 | |
| 영업이익 | 869.4 | 1,106.1 | 1,467.3 | 1,357.7 | 1,901.6 | |
| 금융손익 | (280.0) | (477.6) | (636.4) | (240.0) | (240.0) | |
| 종속/관계기업손익 | 20.1 | (230.5) | 22.8 | 40.0 | 40.0 | |
| 기타영업외손익 | (45.5) | (584.5) | (115.2) | (80.0) | (80.0) | |
| 세전이익 | 563.9 | (186.5) | 738.5 | 1,077.7 | 1,621.6 | |
| 법인세 | 94.6 | 147.0 | 221.0 | 377.2 | 567.6 | |
| 계속사업이익 | 469.4 | (333.5) | 517.5 | 700.5 | 1,054.1 | |
| 중단사업이익 | 176.5 | (119.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 당기순이익 | 645.8 | (453.1) | 517.5 | 700.5 | 1,054.1 | |
| 비지배주주지분 순이익 | 150.5 | 319.3 | 333.4 | 420.3 | 632.4 | |
| 지배주주순이익 | 495.3 | (772.5) | 184.1 | 280.2 | 421.6 | |
| 지배주주지분 포괄이익 | 819.8 | (554.5) | 347.5 | 179.0 | 269.3 | |
| NOPAT | 723.6 | 1,978.1 | 1,028.3 | 882.5 | 1,236.1 | |
| BITDA | 1,406.3 | 1,577.5 | 1,922.6 | 1,819.2 | 2,368.1 | |
| 성장성(%) | | | | | | |
| 매출액증가율 | 19.84 | 40.31 | 14.06 | (0.09) | 12.68 | |
| NOPAT증가율 | 흑전 | 173.37 | (48.02) | (14.18) | 40.07 | |
| BITDA증가율 | 223.88 | 12.17 | 21.88 | (5.38) | 30.17 | |
| 영업이익증가율 | 흑전 | 27.23 | 32.66 | (7.47) | 40.06 | |
| 지배주주순이익증가율 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 52.20 | 50.46 | |
| EPS증가율 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 51.74 | 50.57 | |
| 수익성(%) | | | | | | |
| 매출총이익률 | 16.68 | 16.57 | 18.16 | 17.09 | 19.16 | |
| BITDA이익률 | 12.80 | 10.23 | 10.93 | 10.35 | 11.96 | |
| 영업이익률 | 7.91 | 7.17 | 8.34 | 7.73 | 9.60 | |
| 계속사업이익률 | 4.27 | (2.16) | 2.94 | 3.99 | 5.32 | |

| 투자지표 | | | | | |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024F | 2025F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,026 | (1,247) | 288 | 437 | 658 |
| BPS | 11,097 | 11,147 | 11,650 | 12,087 | 12,745 |
| CFPS | 4,209 | 3,113 | 2,512 | 2,704 | 3,499 |
| EBITDAPS | 2,914 | 2,546 | 3,004 | 2,840 | 3,697 |
| SPS | 22,776 | 24,889 | 27,483 | 27,435 | 30,914 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 19.88 | (12.35) | 55.21 | 35.15 | 23.34 |
| PBR | 1.84 | 1.38 | 1.36 | 1.27 | 1.21 |
| PCR | 4.85 | 4.95 | 6.33 | 5.68 | 4.39 |
| EV/EBITDA | 13.11 | 10.52 | 8.80 | 9.02 | 6.80 |
| PSR | 0.90 | 0.62 | 0.58 | 0.56 | 0.50 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 10.67 | (11.70) | 2.53 | 3.69 | 5.30 |
| ROA | 2.01 | (3.30) | 0.78 | 1.16 | 1.68 |
| ROIC | 4.76 | 12.89 | 6.70 | 5.62 | 7.72 |
| 부채비율 | 169.32 | 128.66 | 114.55 | 106.20 | 99.65 |
| 순부채비율 | 57.83 | 37.63 | 27.53 | 21.05 | 12.01 |
| 이자보상배율(배) | | | | | |
| | 3.07 | 4.25 | 4.73 | 5.07 | 8.06 |

자료: 하나증권

| 대차대조표 | | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|--|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024F | 2025F | |
| 유동자산 | 8,417.6 | 8,098.9 | 8,532.6 | 8,865.6 | 9,966.5 | |
| 금융자산 | 2,765.5 | 1,729.0 | 1,832.6 | 1,816.2 | 2,182.1 | |
| 현금성자산 | 1,908.6 | 1,395.8 | 1,430.5 | 1,397.1 | 1,727.3 | |
| 매출채권 | 921.1 | 1,619.6 | 1,701.2 | 1,790.1 | 1,977.1 | |
| 재고자산 | 1,788.4 | 2,459.0 | 2,582.9 | 2,717.8 | 3,001.8 | |
| 기타유동자산 | 2,942.6 | 2,291.3 | 2,415.9 | 2,541.5 | 2,805.5 | |
| 비유동자산 | 15,302.9 | 14,950.9 | 15,335.5 | 15,519.1 | 15,747.6 | |
| 투자자산 | 1,351.0 | 1,142.7 | 1,102.0 | 1,147.1 | 1,242.0 | |
| 금융자산 | 768.9 | 786.8 | 728.1 | 753.7 | 807.4 | |
| 유형자산 | 5,437.0 | 5,022.1 | 5,175.4 | 5,442.9 | 5,699.9 | |
| 무형자산 | 8,016.0 | 7,772.7 | 8,125.6 | 7,996.6 | 7,873.1 | |
| 기타비유동자산 | 498.9 | 1,013.4 | 932.5 | 932.5 | 932.6 | |
| 자산총계 | 23,720.5 | 23,049.8 | 23,868.1 | 24,384.7 | 25,714.1 | |
| 유동부채 | 10,125.8 | 8,059.5 | 8,288.4 | 8,206.4 | 8,475.2 | |
| 금융부채 | 5,134.0 | 2,399.8 | 2,318.3 | 1,929.0 | 1,551.6 | |
| 매입채무 | 1,880.7 | 2,518.7 | 2,645.5 | 2,783.8 | 3,074.6 | |
| 기타유동부채 | 3,111.1 | 3,141.0 | 3,324.6 | 3,493.6 | 3,849.0 | |
| 비유동부채 | 4,787.2 | 4,910.0 | 4,454.7 | 4,352.9 | 4,359.3 | |
| 금융부채 | 2,724.9 | 3,122.3 | 2,577.0 | 2,377.0 | 2,177.0 | |
| 기타비유동부채 | 2,062.3 | 1,787.7 | 1,877.7 | 1,975.9 | 2,182.3 | |
| 부채총계 | 14,912.9 | 12,969.5 | 12,743.1 | 12,559.2 | 12,834.5 | |
| 지배주주지분 | 6,091.4 | 7,113.3 | 7,460.3 | 7,740.5 | 8,162.1 | |
| 자본금 | 2,675.6 | 3,256.1 | 3,267.3 | 3,267.3 | 3,267.3 | |
| 자본잉여금 | 1,865.1 | 2,870.1 | 1,712.8 | 1,712.8 | 1,712.8 | |
| 자본조정 | 46.2 | 45.7 | 45.9 | 45.9 | 45.9 | |
| 기타포괄이익누계액 | 731.3 | 882.7 | 1,041.6 | 1,041.6 | 1,041.6 | |
| 이익잉여금 | 773.2 | 58.8 | 1,392.7 | 1,672.9 | 2,094.5 | |
| 비지배주주지분 | 2,716.2 | 2,967.0 | 3,664.7 | 4,085.0 | 4,717.5 | |
| 자본총계 | 8,807.6 | 10,080.3 | 11,125.0 | 11,825.5 | 12,879.6 | |
| 순금융부채 | 5,093.5 | 3,793.1 | 3,062.7 | 2,489.8 | 1,546.4 | |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 1,027.7 | 625.1 | 965.3 | 1,168.6 | 1,534.4 |
| 당기순이익 | 645.8 | (453.1) | 517.5 | 700.5 | 1,054.1 |
| 조정 | 875.1 | 1,824.9 | 689.8 | 461.5 | 466.4 |
| 감가상각비 | 537.0 | 471.4 | 455.3 | 461.5 | 466.4 |
| 외환거래손익 | 77.7 | 153.1 | 36.8 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (19.9) | 342.6 | (12.8) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 280.3 | 857.8 | 210.5 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채변동 | (493.2) | (746.7) | (242.0) | 6.6 | 13.9 |
| 투자활동 현금흐름 | (1,265.7) | (71.1) | (659.8) | (662.1) | (730.6) |
| 투자자산감소(증가) | 538.6 | 455.2 | 30.1 | (45.1) | (94.9) |
| 자본증가(감소) | (249.3) | (337.9) | (413.7) | (600.0) | (600.0) |
| 기타 | (1,555.0) | (188.4) | (276.2) | (17.0) | (35.7) |
| 재무활동 현금흐름 | (308.4) | (1,132.5) | (650.6) | (589.3) | (577.5) |
| 금융부채증가(감소) | (2,605.0) | (2,336.9) | (626.8) | (589.3) | (577.5) |
| 자본증가(감소) | (59.2) | 1,585.4 | (1,146.0) | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 2,356.5 | (292.7) | 1,122.2 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (0.7) | (88.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | (428.2) | (512.8) | 81.1 | (33.4) | 330.2 |
| Unlevered CFO | 2,031.2 | 1,928.9 | 1,607.4 | 1,731.9 | 2,241.3 |
| Free Cash Flow | 743.0 | 276.4 | 545.9 | 568.6 | 934.4 |

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 2024년 2월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 2월 15일 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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 | 93.49% | 6.05% | 0.47% | 100% |

* 기준일: 2024년 02월 12일