

**BUY**

목표주가(12M) 25,000원(상향)
현재주가(10.30) 21,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,593.79
52주 최고/최저(원)	22,250/13,420
시가총액(십억원)	13,708.0
시가총액비중(%)	0.65
발행주식수(천주)	640,561.1
60일 평균 거래량(천주)	5,362.3
60일 평균 거래대금(십억원)	102.8
외국인지분율(%)	22.77
주요주주 지분율(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.85

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	16,352.0	16,934.0
영업이익(십억원)	1,240.5	1,374.5
순이익(십억원)	805.0	906.0
EPS(원)	832	929
BPS(원)	11,964	12,913

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	15,421.1	17,589.9	15,900.2	16,874.8
영업이익	1,106.1	1,467.3	992.9	1,061.7
세전이익	(186.5)	738.5	892.7	895.2
순이익	(772.5)	55.6	296.1	376.0
EPS	(1,247)	87	462	587
증감율	적전	흑전	431.03	27.06
PER	(12.35)	182.76	46.32	36.46
PBR	1.38	1.43	1.80	1.72
EV/EBITDA	10.52	8.44	13.39	13.75
ROE	(11.70)	0.78	4.02	4.82
BPS	11,147	11,114	11,877	12,464
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2024년 10월 31일 | 기업분석_Earnings Review

두산에너지(034020)

실적보다는 이벤트와 기대감

목표주가 25,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산에너지 목표주가 25,000원으로 기존대비 8.7% 상향하며 투자의견 매수 유지한다. 2026년 예상 EPS에 PER 29배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 연결 영업이익은 전년대비 감소했고 에너지빌리티 부문도 부진한 실적을 기록했다. 에너지빌리티 부문의 3분기 신규 수주는 12,831억원으로 전분기와 유사한 수주 실적을 달성했으며 수주잔고는 13.9조원으로 2.3% 감소했다. 3분기 누적 신규 수주는 3.2조원으로 연간 수주목표 6.3조원 대비 절반 수준이다. 통상 수주가 4분기 집중되는 계절성을 감안하면 달성 여부에 대해서는 연말까지 경과를 지켜볼 필요가 있다. 2024년 기준 PER 46.3배, PBR 1.8배다.

3Q24 영업이익 1,148억원(YoY -37.4%)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 3.4조원으로 전년대비 18.3% 감소했다. 자회사 두산밥캣 매출 감소가 연결 실적 둔화의 주요 원인으로 작용했다. 에너지빌리티 부문은 전년대비 8.9% 감소한 1.6조원을 기록했다. 영업이익은 1,148억원을 기록하며 전년대비 37.4% 감소했다. 연결 자회사 실적 부진이 유의미하게 나타난 영향 때문이다. 에너지빌리티 부문은 344억원으로 전년대비 39.3% 감소했다. 일부 프로젝트 진행 관련 비용 선투입으로 인한 부진으로 보이며 향후 발주처와 협의를 통해 실적에 반영될 수 있을 전망이다. 영업이익률은 연결 기준 3.4%, 에너지빌리티 부문 2.1%로 전년대비 전분기대비 다소 하락했다. 누적 기준으로는 연간 가이던스 3.5%에 부합하고 있으며 4분기 회복 여부 및 속도가 관건이 될 전망이다. 순이익은 적자전환했다.

언제나 그랬듯이 실적보다는 이슈에 집중할 시기

주요 빅테크 업체들의 SMR에 대한 관심이 MOU와 지분투자 등으로 표현되는 가운데 EU 산업 연합이 선정한 두 개의 프로젝트가 루마니아에서 나왔다. 그 중 하나가 Nuscale의 VOYGR SMR이고 해당 기업과 긴밀한 관계가 조성된 점에서 관심이 집중될 수 있다. 해당 루마니아 프로젝트는 지난 7월 FEED 2단계 계약을 체결하는 등 진척 속도가 상당히며 최근 미국 수출입은행에서도 자금 지원 승인을 받았다. SMR의 경우 아직 초기 단계이기 때문에 당분간 실적에 기여하는 바는 거의 없다. 하지만 아직 없는 상태에서 눈에 보이는 상태로 전환될 때 나타나는 멀티플 재평가 가능성에 대비할 필요가 있다. 연결 자회사 실적 부진이 지속되고 있지만 전사 실적에 기여하는 바가 크기 때문에 이후 지배구조 재편 여부에 따라 실적 대비 밸류에이션 고평가 우려가 부각될 수 있다. 하지만 2021년의 주가 상승 사례를 감안할 때 실적보다 이벤트와 기대감이 주가의 주요 동인으로 간주되며 미국 대선 결과를 앞둔 지금은 상승 리스크에 대비하는 것이 유리한 시점으로 보인다.

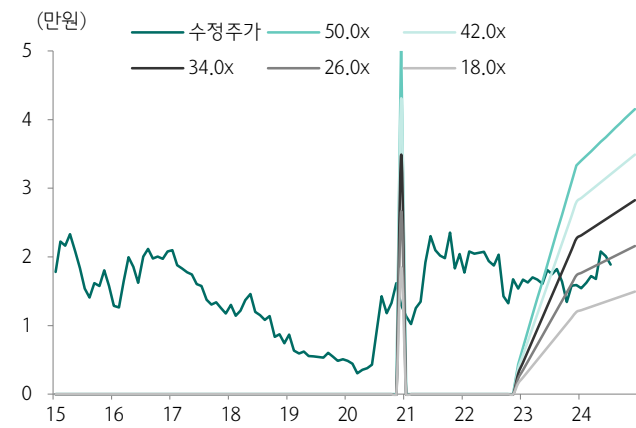
도표 1. 두산에너지빌리티 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2023				2024F				3Q24 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	40,410	45,394	41,550	48,545	40,979	41,505	33,955	42,564	(18.3)	(18.2)
영업이익	3,646	4,947	3,114	2,967	3,581	3,098	1,148	2,102	(63.1)	(62.9)
세전이익	2,876	4,151	1,970	(1,612)	3,688	3,167	386	1,686	(80.4)	(87.8)
순이익	695	1,074	217	(1,431)	1,442	1,362	(550)	708	적전	적전
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	8.7	7.5	3.4	4.9	-	-
세전이익률(%)	7.1	9.1	4.7	(3.3)	9.0	7.6	1.1	4.0	-	-
순이익률(%)	1.7	2.4	0.5	(2.9)	3.5	3.3	(1.6)	1.7	-	-

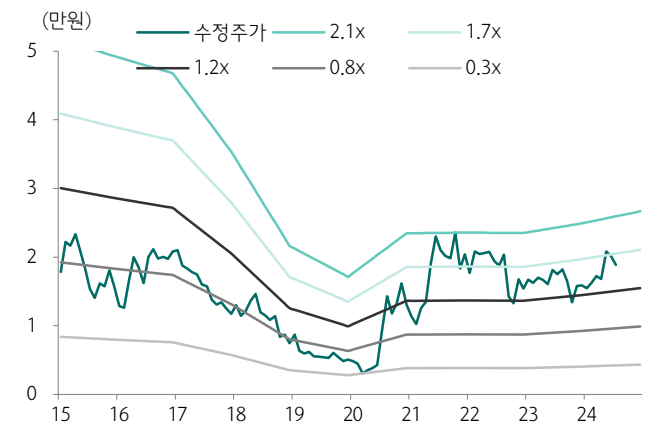
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 2. 두산에너지빌리티 12M Fwd PER 추이



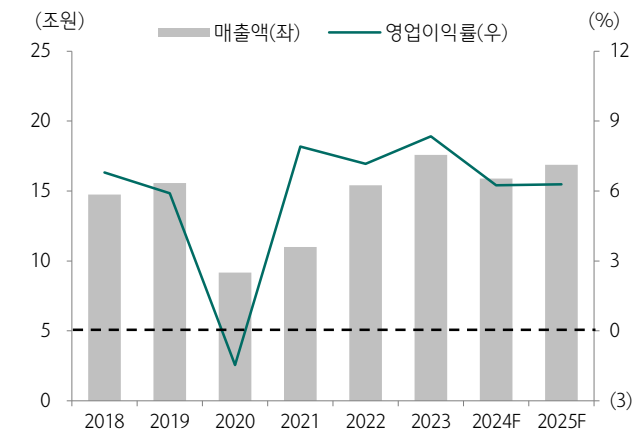
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 3. 두산에너지빌리티 12M Fwd PBR 추이



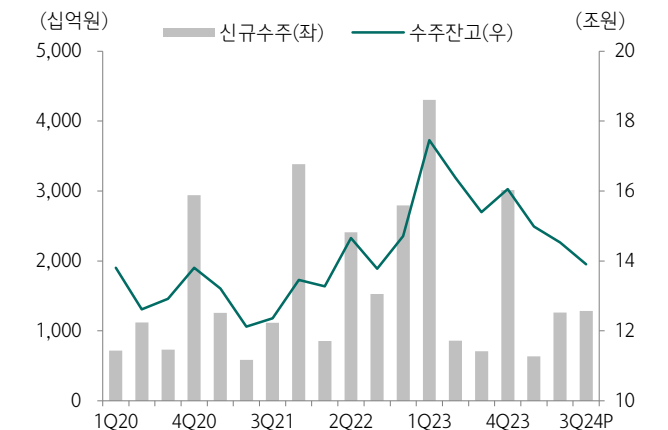
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 4. 두산에너지빌리티 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 5. 두산에너지빌리티 분기별 수주 추이



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421.1	17,589.9	15,900.2	16,874.8	18,132.6
매출원가	12,865.2	14,572.9	13,382.4	14,245.0	14,994.6
매출총이익	2,555.9	3,017.0	2,517.8	2,629.8	3,138.0
판매비	1,449.8	1,549.7	1,525.0	1,568.1	1,674.4
영업이익	1,106.1	1,467.3	992.9	1,061.7	1,463.6
금융손익	(477.6)	(268.0)	(139.6)	(166.5)	(166.5)
종속/관계기업손익	(230.5)	(38.7)	27.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(584.5)	(422.2)	11.9	0.0	0.0
세전이익	(186.5)	738.5	892.7	895.2	1,297.1
법인세	147.0	221.0	319.3	268.6	389.1
계속사업이익	(333.5)	517.5	573.4	626.7	908.0
중단사업이익	(119.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(453.1)	517.5	573.4	626.7	908.0
비배주주지분 손이익	319.3	461.9	277.2	250.7	363.2
지배주주순이익	(772.5)	55.6	296.1	376.0	544.8
지배주주지분포괄이익	(554.5)	(0.8)	524.9	364.7	528.5
NOPAT	1,978.1	1,028.3	637.7	743.2	1,024.5
EBITDA	1,577.5	1,934.0	1,454.1	1,470.4	1,822.7
성장성(%)					
매출액증가율	40.31	14.06	(9.61)	6.13	7.45
NOPAT증가율	173.37	(48.02)	(37.99)	16.54	37.85
EBITDA증가율	12.17	22.60	(24.81)	1.12	23.96
영업이익증가율	27.23	32.66	(32.33)	6.93	37.85
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	432.55	26.98	44.89
EPS증가율	적전	흑전	431.03	27.06	44.80
수익성(%)					
매출총이익률	16.57	17.15	15.84	15.58	17.31
EBITDA이익률	10.23	10.99	9.15	8.71	10.05
영업이익률	7.17	8.34	6.24	6.29	8.07
계속사업이익률	(2.16)	2.94	3.61	3.71	5.01

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,247)	87	462	587	850
BPS	11,147	11,114	11,877	12,464	13,314
CFPS	3,113	3,226	2,481	2,373	2,893
EBITDAPS	2,546	3,022	2,270	2,296	2,846
SPS	24,889	27,483	24,822	26,344	28,307
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(12.35)	182.76	46.32	36.46	25.18
PBR	1.38	1.43	1.80	1.72	1.61
PCR	4.95	4.93	8.63	9.02	7.40
EV/EBITDA	10.52	8.44	13.39	13.75	11.32
PSR	0.62	0.58	0.86	0.81	0.76
재무비율(%)					
ROE	(11.70)	0.78	4.02	4.82	6.60
ROA	(3.30)	0.23	1.18	1.43	1.93
ROIC	12.89	6.90	4.21	4.65	6.11
부채비율	128.66	127.28	116.09	119.74	119.87
순부채비율	37.63	22.27	29.74	32.27	30.49
이자보상배율(배)	4.25	4.57	2.98	2.91	3.81

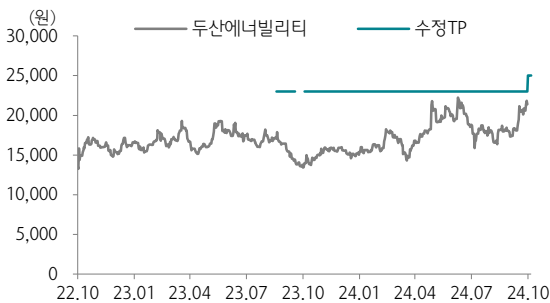
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,098.9	9,641.6	9,745.0	11,677.6	13,784.3
금융자산	1,729.0	2,928.4	2,758.1	2,575.1	2,932.7
현금성자산	1,395.8	2,620.2	2,562.0	2,356.1	2,695.3
매출채권	1,619.6	1,333.4	1,835.8	2,602.0	3,081.5
재고자산	2,459.0	2,539.0	2,226.2	2,487.4	2,697.0
기타유동자산	2,291.3	2,840.8	2,924.9	4,013.1	5,073.1
비유동자산	14,950.9	14,999.3	15,643.8	15,516.9	15,423.5
투자자산	1,142.7	1,014.6	1,049.4	1,131.3	1,197.0
금융자산	786.8	697.7	771.6	820.8	860.4
유형자산	5,022.1	5,225.1	5,303.5	5,229.0	5,198.2
무형자산	7,772.7	7,893.0	8,199.0	8,064.8	7,936.4
기타비유동자산	1,013.4	866.6	1,091.9	1,091.8	1,091.9
자산총계	23,049.8	24,640.8	25,388.8	27,194.5	29,207.8
유동부채	8,059.5	9,596.7	9,028.8	10,023.9	10,981.6
금융부채	2,399.8	2,928.0	3,209.0	3,525.9	3,939.6
매입채무	2,518.7	2,434.0	2,134.1	2,384.6	2,585.5
기타유동부채	3,141.0	4,234.7	3,685.7	4,113.4	4,456.5
비유동부채	4,910.0	4,202.6	4,610.7	4,794.7	4,942.3
금융부채	3,122.3	2,414.6	3,043.0	3,043.0	3,043.0
기타비유동부채	1,787.7	1,788.0	1,567.7	1,751.7	1,899.3
부채총계	12,969.5	13,799.3	13,639.5	14,818.6	15,923.9
지배주주지분	7,113.3	7,117.4	7,605.6	7,981.5	8,526.4
자본금	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	2,870.1	1,712.8	1,563.8	1,563.8	1,563.8
자본조정	45.7	46.1	46.4	46.4	46.4
기타포괄이익누계액	882.7	906.7	1,089.3	1,089.3	1,089.3
이익잉여금	58.8	1,184.5	1,638.8	2,014.8	2,559.6
비지배주주지분	2,967.0	3,724.1	4,143.7	4,394.4	4,757.5
자본총계	10,080.3	10,841.5	11,749.3	12,375.9	13,283.9
순금융부채	3,793.1	2,414.2	3,493.9	3,993.8	4,049.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	625.1	2,070.6	180.1	297.7	488.2
당기순이익	(453.1)	517.5	573.4	626.7	908.0
조정	1,824.9	908.5	449.3	408.7	359.1
감가상각비	471.4	466.7	461.2	408.7	359.2
외환거래손익	153.1	12.7	(17.8)	0.0	0.0
지분법손익	342.6	38.7	(27.5)	0.0	0.0
기타	857.8	390.4	33.4	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(746.7)	644.6	(842.6)	(737.7)	(778.9)
투자활동 현금흐름	(71.1)	(816.6)	(375.5)	(304.9)	(284.1)
투자자산감소(증가)	455.2	3,325.8	41.6	(81.9)	(65.7)
자본증가(감소)	(337.9)	(395.6)	(294.4)	(200.0)	(200.0)
기타	(188.4)	(3,746.8)	(122.7)	(23.0)	(18.4)
재무활동 현금흐름	(1,132.5)	(1,325.2)	609.2	317.0	413.6
금융부채증가(감소)	(2,336.9)	(179.5)	909.4	317.0	413.6
자본증가(감소)	1,585.4	(1,146.0)	(149.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(292.7)	0.3	(151.2)	0.0	0.0
배당지급	(88.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(512.8)	(71.1)	11.5	(206.0)	339.2
Unlevered CFO	1,928.9	2,064.9	1,589.0	1,520.4	1,853.0
Free Cash Flow	276.4	1,675.0	(119.8)	97.7	288.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산에너지빌리티



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.31	BUY	25,000		
23.9.18	BUY	23,000	-26.72%	-3.26%

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 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2024년 10월 31일 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	95.18%	4.39%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 28일