



BUY(Maintain)

목표주가: 122,000원(상향)

주가(2/12): 95,500원

시가총액: 611,736억원

유틸리티/스몰캡

Analyst 조재원

jwon2004@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/12)		5,522.27pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	96,500원	20,150원
등락률	-1.0%	373.9%
수익률	절대	상대
1M	8.4%	-9.2%
6M	45.8%	-15.8%
1Y	289.0%	82.0%

Company Data

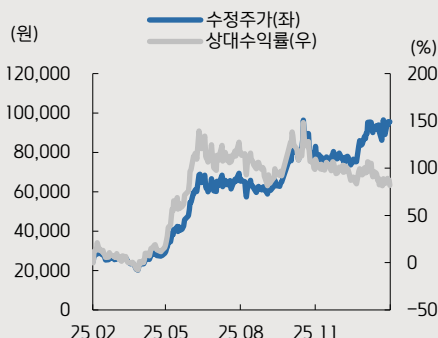
발행주식수	640,561	천주
일평균거래량(3M)	5,915	천주
외국인 지분율	23.6%	
배당수익률(2025E)	0.0%	
BPS(2025E)	11,550	원
주요 주주	두산 외 28인	30.7%

투자지표

(십억 원, IFRS 연결)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	16,233.1	17,057.9	17,306.2	19,634.5
영업이익	1,017.6	762.7	1,122.0	1,593.5
EBITDA	1,508.6	1,307.1	1,559.0	2,127.5
세전이익	657.8	357.3	720.7	1,205.2
순이익	394.7	224.3	518.9	867.8
지배주주지분순이익	111.4	51.2	301.3	503.8
EPS(원)	174	80	470	787
증감률(%, YoY)	100.1	-54.1	488.9	67.2
PER(배)	100.9	942.8	203.1	121.4
PBR(배)	1.50	6.52	8.06	7.64
EV/EBITDA(배)	12.4	42.6	44.0	32.4
영업이익률(%)	6.3	4.5	6.5	8.1
ROE(%)	1.5	0.7	4.0	6.5
순차입금비율(%)	28.3	26.9	23.6	22.1

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



두산에너지빌리티 (034020)

올해도 재밌을 것 같습니다



2026년 팀코리아 대형원전 수주 부재에도, 웨스팅하우스형 주기기, 가스터빈, SMR 중심으로 13.7조원의 신규 수주를 전망한다. 올해도 중장기 수주 및 이익률 전망치를 상향시킬 수 있는 이벤트들이 많은 점에 주목한다. 목표주가를 122,000원으로 상향하고, 투자의견(BUY)을 유지한다.

>>> 자회사 비용 반영으로 4Q25 기대치 하회

4Q25 연결 매출액 4조 8,600억원(+6%YoY), 영업이익 2,120억원(-10%YoY)으로, 시장 기대치(3,120억원)를 하회했다. 자회사인 두산밥캣의 관세 부담에 따른 비용 증가와 두산퓨얼셀의 총당금 및 품질 비용 반영 등이 영향을 미쳤다. 4Q25 에너지빌리티 부문 영업이익은 1,679억원으로, 당사 직전 추정치(1,690억원)에 부합했다. 에너지빌리티 부문 영업이익률은 7.1%(+4.9%P YoY)를 기록하며, 추후 이익률 상승에 대한 기대감을 고조시켰다.

2025년 에너지빌리티 신규 수주는 14.7조원으로, 전년 대비 2배 이상 증가했다는 점이 고무적이다. 체코 대형원전 기자재 수주 금액(5.6조원) 서프라이즈와 해외 고객사향 가스터빈 후속 수주(3기) 덕분이었다.

>>> 원자력/가스 중심의 사업 전환 가속화

2026년 수주 가이던스는 13.3조원(-10%YoY)으로, 과거 당사 전망치(12.5조원)를 상회했다. 가장 눈에 띄는 부분은 복합화력 주기기(2.7조원) 수주 전망이었다. 올해 가스터빈/기자재 수주 금액이 전년 대비 2배 이상 확대된다는 점을 명시했기 때문이다. 견조한 가스터빈 수요 덕분에, 계약 물량 증가와 단가 인상 추세가 동시에 관찰될 수 있을 것으로 기대한다.

대규모 SMR(1.1조원) 수주도 연내 본격화될 전망이다. 일부 고객사향 수주는 1H26부터 상당 부분 반영될 가능성이 높아 보인다. 실제로 수주 성과가 확인된다면, 작년 10월 해외 고객사향 가스터빈 초도 수주처럼 주가 상승을 견인하는 주요 동력이 될 것으로 예상된다.

2026년 에너지빌리티 부문 매출액 7조 6,820억원(-3%YoY), 영업이익 4,770억원(+58%YoY, OPM 6.2%)을 전망한다. 대형원전 주기기, 가스터빈 등 고부가 기자재 매출 비중 상승에 따른 이익률 개선 효과가 가속화될 전망이다.

>>> 여전히 기대치를 상회할 만한 요인들이 많다

한미 원전 협력, 12차 전기본 등에 따라 동사의 중장기 대형원전 수주 계획이 재차 상향될 수 있다는 점에 주목한다. 가스터빈 공급 부족이 심화됨에 따라, 메이저 3사와 함께 동사의 가스터빈 계약 단가와 마진 또한 상승할 가능성이 충분하다고 생각한다. 팀코리아 대형원전 추가 수주, 가스터빈 등 기자재 마진을 상승을 일부 반영한 결과로서, 2030년 에너지빌리티 부문 영업이익률 15%를 전망한다. 목표주가를 122,000원으로 상향하고, 투자의견(BUY)을 유지한다.

두산에너지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	3,874	4,185	4,181	5,005	17,058	17,306	19,635
%YoY	-9%	10%	14%	6%	3%	-8%	8%	3%	5%	1%	13%
에너지비리	1,576	2,268	1,678	2,360	1,649	1,842	1,772	2,418	7,881	7,682	9,404
두산밥캣	2,098	2,201	2,115	2,377	2,153	2,242	2,299	2,420	8,792	9,114	9,570
두산퓨얼셀	100	128	91	136	99	108	125	200	455	532	683
기타 및 조정	-25	-29	-4	-13	-27	-8	-15	-34	-70	-22	-22
영업이익	142	271	137	212	153	269	279	437	763	1,122	1,593
%YoY	-60%	-12%	19%	-10%	8%	-1%	104%	106%	-25%	47%	42%
에너지비리	-1	92	43	168	61	108	105	203	302	477	814
두산밥캣	200	204	134	148	154	190	217	234	686	795	887
두산퓨얼셀	-12	-2	-16	-77	-18	-18	-10	13	-106	-33	7
기타 및 조정	-45	-24	-24	-27	-44	-11	-33	-14	-120	-117	-114
영업이익률 (%)	3.8%	5.9%	3.5%	4.4%	4.0%	6.4%	6.7%	8.7%	4.5%	6.5%	8.1%
세전이익	30	311	-18	34	89	231	248	169	327	721	1,205
법인세 비용	51	113	6	-49	25	65	69	43	122	202	337
법인세율 (%)	170%	36%	-34%	-141%	28%	28%	28%	25%	37%	28%	28%
당기순이익	-21	198	-24	53	64	166	178	110	205	519	868
지배주주순이익	-69	131	-50	35	37	97	103	64	47	301	504

자료: 키움증권 리서치센터

두산에너지 실적 업데이트

(단위: 십억 원)	4Q25P					2025P		
	추정치	발표치	증감률	컨센서스	컨센서스 대비	추정치	발표치	증감률
매출액	4,486	4,860	8%	4,774	2%	16,684	17,058	2%
영업이익	308	212	-31%	312	-32%	858	763	-11%
영업이익률 (%)	6.9%	4.4%	-2.5%P	6.5%	-2.2%P	5.1%	4.5%	-0.7%P
세전이익	130	34	-74%			453	327	-28%
당기순이익	119	53	-55%	156	-66%	272	205	-25%

자료: 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 목표주가 업데이트

(단위: 십억 원)

	2030E EBITDA	2026E 할인 ¹⁾	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
에너지빌리티 부문 영업가치 ①	2,642	1,949	40	77,958	Peer 평균 EV/EBITDA(34배) 20% 할증 적용
지분 가치 ②				2,803	
두산발전				1,498	시가총액*지분율*할인율(50%)
두산퓨얼셀				420	시가총액*지분율*할인율(50%)
기타				885	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③				2,843	
목표 시가총액 ①+②-③				77,918	
발행 주식 수 (백만 주)				640.6	
목표 주가 (원)				122,000	
현재 주가 (원)				95,500	
상승 여력 (%)				28%	

자료: 키움증권 리서치센터

주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

(2025/12/10 기준) 변경 전 목표주가

(단위: 십억 원)

	2030E EBITDA	2025E 할인 ¹⁾	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
에너지빌리티 부문 영업가치 ①	2,516	1,720	40	68,435	Peer 평균 EV/EBITDA(36배) 10% 할증 적용
지분 가치 ②				2,615	
두산발전				1,344	시가총액*지분율*할인율(50%)
두산퓨얼셀				387	시가총액*지분율*할인율(50%)
기타				885	장부가액*할인율(50%)
2025E 순차입금 ③				3,390	
목표 시가총액 ①+②-③				67,660	
발행 주식 수 (백만 주)				640.6	
목표 주가 (원)				110,000	

자료: 키움증권 리서치센터

주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

에너지부문 중장기 실적 전망

(단위: 십 억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
주요 가정 (기)							
팀코리아 대형원전	0	2	0	2	2	2	2
웨스팅하우스 대형원전	0	0	5	3	3	3	3
SMR							누적 60기
국내 복합화력(가스터빈)	4	3	5	5	5	5	5
해외 가스터빈	0	5	6	6	7	7	7
가스터빈 서비스	0	0	0	1	10	19	30
신규 수주	7,131	14,728	13,722	18,215	18,998	19,672	20,189
원자력	850	6,840	5,250	9,450	9,684	10,218	10,550
대형원전 기자재	0	5,640	2,250	6,350	6,350	6,350	6,350
EPC	0	0	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
SMR	150	0	1,100	1,000	1,234	1,668	2,000
서비스 및 기타	700	1,200	300	500	500	600	600
가스 기자재/EPC	4,500	4,730	6,210	6,270	6,610	6,610	6,610
가스 기자재	900	1,300	3,210	3,270	3,610	3,610	3,610
복합화력 EPC	3,600	3,430	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
신재생	100	930	1,163	1,395	1,604	1,845	2,029
기타	1,681	2,228	1,100	1,100	1,100	1,000	1,000
수주 잔고	16,004	23,047	29,088	37,898	45,635	52,300	57,555
매출액	7,367	7,881	7,682	9,404	11,261	13,008	14,934
%YoY	-4%	7%	-3%	22%	20%	16%	15%
원자력	1,300	1,505	2,043	2,895	4,083	5,270	6,704
대형원전 기자재 등	1,150	1,355	1,823	2,345	3,354	4,176	5,296
SMR	150	150	220	550	730	1,093	1,407
가스 기자재/EPC	1,800	4,231	3,538	4,257	4,901	5,396	5,791
가스 기자재/서비스	400	637	1,093	1,782	2,397	2,815	3,171
복합화력 EPC	1,400	3,594	2,444	2,475	2,504	2,581	2,619
신재생	650	340	449	710	889	1,080	1,270
기타	3,650	1,805	1,652	1,542	1,388	1,262	1,170
영업이익	244	302	477	814	1,225	1,703	2,274
%YoY	8%	24%	58%	71%	50%	39%	34%
영업이익률 (%)	3.3%	3.8%	6.2%	8.7%	10.9%	13.1%	15.2%
감가상각비	136	134	145	236	292	303	368
EBITDA	379	436	622	1,050	1,517	2,005	2,642
%YoY	4%	15%	42%	69%	45%	32%	32%
EBITDA 마진율 (%)	5.2%	5.5%	8.1%	11.2%	13.5%	15.4%	17.7%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	17,589.9	16,233.1	17,057.9	17,306.2	19,634.5
매출원가	14,572.9	13,503.3	14,189.5	14,222.9	15,999.0
매출총이익	3,017.0	2,729.7	2,868.4	3,083.2	3,635.5
판매비	1,549.7	1,712.1	2,105.7	1,961.3	2,042.0
영업이익	1,467.3	1,017.6	762.7	1,122.0	1,593.5
EBITDA	1,934.0	1,508.6	1,307.1	1,559.0	2,127.5
영업외손익	-728.8	-359.8	-405.4	-401.3	-388.2
이자수익	80.2	109.2	103.0	119.6	127.9
이자비용	320.9	329.1	312.6	321.7	333.5
외환관련이익	325.1	588.5	588.5	588.5	588.5
외환관련손실	328.8	531.2	612.7	612.7	612.7
종속 및 관계기업손익	-38.7	20.5	18.1	19.3	21.2
기타	-445.7	-217.7	-189.7	-194.3	-179.6
법인세차감전이익	738.5	657.8	357.3	720.7	1,205.2
법인세비용	221.0	263.1	133.0	201.8	337.5
계속사업순손익	517.5	394.7	224.3	518.9	867.8
당기순이익	517.5	394.7	224.3	518.9	867.8
지배주주순이익	55.6	111.4	51.2	301.3	503.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.1	-7.7	5.1	1.5	13.5
영업이익 증감율	32.7	-30.6	-25.0	47.1	42.0
EBITDA 증감율	22.6	-22.0	-13.4	19.3	36.5
지배주주순이익 증감율	흑전	100.4	-54.0	488.5	67.2
EPS 증감율	흑전	100.1	-54.1	488.9	67.2
매출총이익율(%)	17.2	16.8	16.8	17.8	18.5
영업이익률(%)	8.3	6.3	4.5	6.5	8.1
EBITDA Margin(%)	11.0	9.3	7.7	9.0	10.8
지배주주순이익률(%)	0.3	0.7	0.3	1.7	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,070.6	242.2	515.8	1,509.3	1,173.7
당기순이익	517.5	394.7	224.3	518.9	867.8
비현금항목의 가감	1,547.4	1,344.2	1,088.7	1,042.7	1,279.0
유형자산감가상각비	322.5	350.3	389.5	281.9	378.6
무형자산감가상각비	144.1	140.7	154.9	155.1	155.3
지분법평가손익	-38.7	-26.7	-20.5	-20.5	-20.5
기타	1,119.5	879.9	564.8	626.2	765.6
영업활동자산부채증감	644.6	-891.3	-458.7	347.5	-433.9
매출채권및기타채권의감소	76.4	85.8	-688.7	26.9	-350.8
재고자산의감소	-201.2	58.9	-138.9	-41.8	-392.1
매입채무및기타채무의증가	538.0	-854.5	222.1	308.7	273.8
기타	231.4	-181.5	146.8	53.7	35.2
기타현금흐름	-638.9	-605.4	-338.5	-399.8	-539.2
투자활동 현금흐름	-816.6	-821.4	-401.0	1,018.4	-984.6
유형자산의 취득	-395.6	-461.5	-400.0	-800.0	-700.0
유형자산의 처분	8.9	9.4	290.0	6.0	5.0
무형자산의 순취득	-205.8	-190.8	-160.0	-160.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	73.8	-158.6	-14.6	72.6	-7.7
단기금융자산의감소(증가)	-44.8	79.4	-17.1	-37.7	-22.6
기타	-253.1	-99.3	-99.3	-99.3	-99.3
재무활동 현금흐름	-52.9	608.4	-507.5	-11.2	41.5
차입금의 증가(감소)	-213.9	861.1	-319.6	176.6	229.3
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-64.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-80.0	-86.3	-86.3	-86.3	-86.3
기타	243.5	-101.6	-101.6	-101.5	-101.5
기타현금흐름	23.3	248.9	201.3	-49.4	-21.9
현금 및 현금성자산의 순증가	1,224.3	278.1	-191.5	430.2	208.5
기초현금 및 현금성자산	1,395.8	2,620.2	2,898.3	2,706.8	3,137.0
기말현금 및 현금성자산	2,620.2	2,898.3	2,706.8	3,137.0	3,345.6

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,641.6	10,049.0	10,663.5	11,109.3	12,048.2
현금 및 현금성자산	2,620.2	2,898.3	2,706.8	3,137.0	3,345.6
단기금융자산	250.6	171.2	188.3	226.0	248.6
매출채권 및 기타채권	3,350.8	3,405.2	4,093.9	4,067.0	4,417.8
재고자산	2,539.0	2,733.9	2,872.8	2,914.7	3,306.8
기타유동자산	881.0	840.4	801.7	764.6	729.4
비유동자산	14,999.3	16,265.8	15,736.6	16,201.5	16,550.7
투자자산	971.6	1,150.7	1,185.8	1,133.7	1,161.9
유형자산	5,225.1	5,703.0	5,133.6	5,645.7	5,962.1
무형자산	7,893.0	8,397.3	8,402.4	8,407.3	8,412.0
기타비유동자산	909.6	1,014.8	1,014.8	1,014.8	1,014.7
자산총계	24,640.8	26,314.8	26,400.1	27,310.8	28,598.9
유동부채	9,596.8	8,945.8	9,064.7	9,516.8	9,919.9
매입채무 및 기타채무	6,119.4	5,462.6	5,684.7	5,993.4	6,267.2
단기금융부채	2,859.2	2,660.7	2,541.0	2,667.6	2,796.9
기타유동부채	618.2	822.5	839.0	855.8	855.8
비유동부채	4,202.6	5,707.9	5,599.5	5,649.5	5,749.5
장기금융부채	2,362.5	3,711.0	3,511.0	3,561.0	3,661.0
기타비유동부채	1,840.1	1,996.9	2,088.5	2,088.5	2,088.5
부채총계	13,799.3	14,653.7	14,664.2	15,166.3	15,669.4
지배지분	7,117.4	7,496.6	7,398.2	7,589.2	8,010.3
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,712.8	1,572.1	1,572.1	1,572.1	1,572.1
기타자본	46.1	46.8	46.8	46.8	46.8
기타포괄손익누계액	906.7	1,215.9	1,066.4	956.1	873.4
이익잉여금	1,184.5	1,394.4	1,445.6	1,746.9	2,250.7
비지배지분	3,724.1	4,164.5	4,337.7	4,555.3	4,919.2
자본총계	10,841.5	11,661.1	11,735.8	12,144.5	12,929.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	87	174	80	470	787
BPS	11,111	11,703	11,550	11,848	12,505
CFPS	3,226	2,715	2,050	2,438	3,351
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	183.0	100.9	942.8	203.1	121.4
PER(최고)	232.5	143.8	1,219.5		
PER(최저)	153.7	82.3	220.4		
PBR	1.43	1.50	6.52	8.06	7.64
PBR(최고)	1.82	2.14	8.43		
PBR(최저)	1.20	1.22	1.52		
PSR	0.58	0.69	2.83	3.53	3.12
PCFR	4.9	6.5	36.7	39.2	28.5
EV/EBITDA	8.4	12.4	42.6	44.0	32.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.2	1.5	0.9	1.9	3.1
ROE	0.8	1.5	0.7	4.0	6.5
ROIC	6.7	4.2	3.2	5.4	7.4
매출채권회전율	5.5	4.8	4.5	4.2	4.6
재고자산회전율	7.0	6.2	6.1	6.0	6.3
부채비율	127.3	125.7	125.0	124.9	121.2
순차입금비율	21.7	28.3	26.9	23.6	22.1
이자보상배율	4.6	3.1	2.4	3.5	4.8
총차입금	5,221.7	6,371.6	6,052.0	6,228.6	6,457.9
순차입금	2,351.0	3,302.1	3,156.8	2,865.6	2,863.7
NOPLAT	1,934.0	1,508.6	1,307.1	1,559.0	2,127.5
FCF	1,436.0	-453.0	294.5	638.3	392.4

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 '두산에너지리티' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

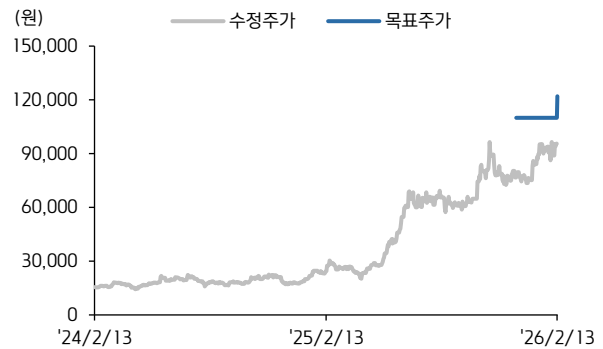
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
두산에너지리티	2025/12/10	BUY(Initiate)	110,000 원	6 개월	-22.76	-12.27
(034020)	2026/02/13	BUY(Maintain)	122,000 원	6 개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%