

두산에너지빌리티 (034020)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

26,000

유지

현재주가

(24.10.30)

21,400

유틸리티업종

KOSPI	2593.79
시가총액	13,708십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	22,250원 / 13,420원
120일 평균거래대금	1,707억원
외국인지분율	22.86%
주요주주	두산 외 26 인 30.67% 국민연금공단 6.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.5	15.3	27.4	55.3
상대수익률	19.5	21.7	32.2	38.3



더 중요한 것은 3Q24 실적보다 이슈 헤쳐나가기

- 3Q24 연결기준 영업이익 1,148억원, 에너지빌리티 344억원으로 부진
- 현재주가기준 분할가치비중은 에너지빌리티 86.5, 합병후 로보틱스 13.5
- 2H25 ~ 2027년 미국 SMR 건설 발주 본격화 예상

3Q24 연결기준 영업이익 1,148억원, 에너지빌리티부문 344억원으로 부진

3Q24 매출액 3.4조원(-18.3%, 이하 YoY), 영업이익 1,148억원(-63.1%)을 기록. 영업이익 컨센서스 2,920억원을 하회했음. 밥캣부문 영업이익은 1,257억원(-57.8%)로 실적이 크게 감소했으며, 에너지빌리티부문도 영업이익 344억원(-39.3%), 영업이익률 2.1%로 부진한 실적을 기록했음. 이는 호주, 독일 프로젝트 등에서의 대규모 공사 손실이 발생했기 때문. 관련 공사 손실은 3Q24 실적에 대부분 반영되었으므로, 4Q24에는 실적 회복이 가능할 것으로 기대

3Q24 누계 기준 수주금액은 3.2조원을 기록, 4Q24 3.1조원을 목표로 하고 있음. 공사 등이 포함되어 있는 총 수주금액보다는 원자력 및 가스 기자재 및 서비스 수주비중이 커져야 함. 중장기 수익성 높은 제조 및 서비스 매출비중 확대를 통한 수익성 개선이 필요함

현재주가 기준 분할가치 비중은 에너지빌리티 86.5%, 합병후 로보틱스 13.5%

10/31 오늘 금감원은 동사의 분할합병 관련 입장을 밝힐 예정. 금감원의 동사의 구조에 대한 승인이 이루어질 경우, 공은 주주들의 선택으로 넘어갈 것. 두산로보틱스와 두산밥캣의 가치 관련 논란을 떠나서 단순히 현재주가 기준으로 보면 주주는 2.3%의 수익률 발생하며, 분할가치 비중은 두산에너지빌리티 86.5%, 합병후 두산로보틱스 13.5%임. 2025년 2월 21일 재상장 이후 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 주가 변동에 따른 총가치 변동에 대한 의견에 따라서 주매청 신청 여부를 결정해야 하는 상황임

투자의견 '매수', 목표주가 26,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 26,000원을 유지함. 체코 반죽점당국의 원전 계약 일시보류로 대형원전의 우려가 발생했지만, 한국 정부 등이 밝힌 대로 표준 절차일 가능성이 높을 것으로 판단됨. 미국에서 신규 원전이 2032년까지 준공되어야 투자세액 공제 30% 이상(2033년 26%, 2034년 22%)을 받을 수 있음. SMR 공기가 아직은 크게 단축되기 쉽지 않고, 지연 가능성 등도 있는 감안하면, 지금부터 미국 빅테크 SMR 전력 공급 계약, 2H25 ~ 2027년 SMR 건설 발주가 많이 발생할 수 있음. 동사의 SMR 사업의 성장성 및 경쟁력이 부각될 수 있는 상황임. 4Q24 ~ 2025년 원자력 부문은 국내 원전의 계속운전을 위한 성능개선, 교체 기자재 수요 확대, 체코 원전 2기, SMR(NuScale 루마니아 등), 가스발전 부문은 복합화력 주기기(가스터빈, 증기터빈, 발전기 등, 2024년 4기, 2025년 3기 수주 계획) 등 고수익성의 기자재 및 서비스 관련 수주 확대가 본격화될 것으로 기대

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,155	4,150	3,983	3,396	-18.3	-18.2	4,045	4,114	-	21.2
영업이익	311	310	283	115	-63.1	-62.9	292	266	-	131.4
순이익	22	136	100	-55	적전	적전	115	90	흑전	흑전

자료: 두산에너지빌리티, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421	17,590	15,758	17,039	18,033
영업이익	1,106	1,467	1,048	1,260	1,477
세전순이익	-186	738	901	965	1,217
총당기순이익	-453	518	604	723	905
지배지분순이익	-772	56	315	349	489
EPS	-1,247	87	492	544	763
PER	NA	183.0	43.5	39.3	28.0
BPS	11,481	11,120	11,642	12,226	13,030
PBR	1.3	1.4	1.8	1.8	1.6
ROE	-11.7	0.8	4.3	4.6	6.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

표 1. 두산에너지의 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
수주금액	4,305	859	710	3,012	634	1,264	1,283	3,117	8,886	6,297	12,241	11,117	12,179
수주잔고	17,458	16,373	15,395	16,050	14,984	14,528	13,902	15,260	16,050	15,260	20,370	23,730	27,308
매출액	4,041	4,539	4,155	4,855	4,098	4,150	3,396	4,114	17,590	15,758	17,039	18,033	18,878
에너지	1,663	1,806	1,770	2,413	1,700	1,814	1,612	1,758	7,652	6,884	7,131	7,757	8,601
발전	2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,237	1,778	2,178	9,759	8,587	9,375	9,634	9,634
퓨얼셀	50	49	46	116	32	86	32	168	261	319	563	672	672
기타	(77)	12	(26)	9	(29)	13	(26)	10	(82)	(32)	(31)	(30)	(29)
영업이익	365	495	311	297	358	310	115	266	1,467	1,048	1,260	1,477	1,624
에너지	85	33	57	50	74	72	34	51	225	231	290	440	585
발전	370	467	298	256	326	240	126	211	1,390	902	1,034	1,080	1,080
퓨얼셀	3	0	1	(3)	2	2	(3)	10	2	11	32	52	52
기타	(94)	(6)	(44)	(6)	(44)	(4)	(42)	(6)	(149)	(96)	(95)	(95)	(94)
세전이익	288	415	197	(161)	369	317	39	176	738	901	965	1,217	1,365
순이익	171	263	120	(36)	261	221	(26)	149	518	604	723	905	1,023
순이익(지배)	70	107	22	(143)	144	136	(55)	90	56	315	349	489	607
에너지	37	(3)	(46)	(258)	72	51	(8)	1	(269)	116	67	181	299
발전	96	142	87	100	100	73	30	70	425	273	336	363	363
퓨얼셀	1	(0)	(0)	(3)	(0)	(0)	(1)	1	(3)	(0)	4	9	9
기타	(63)	(32)	(20)	17	(28)	13	(76)	18	(98)	(73)	(59)	(65)	(64)
영업이익률	9.0	10.9	7.5	6.1	8.7	7.5	3.4	6.5	8.3	6.7	7.4	8.2	8.6
에너지	5.1	1.8	3.2	2.1	4.4	4.0	2.1	2.9	2.9	3.4	4.1	5.7	6.8
발전	15.4	17.5	12.6	11.1	13.6	10.7	7.1	9.7	14.2	10.5	11.0	11.2	11.2
퓨얼셀	6.4	1.0	1.4	(2.3)	5.2	2.5	(9.3)	6.1	0.6	3.5	5.7	7.8	7.8
지배지분율	40.7	40.9	18.1	393.7	55.2	61.7	207.8	60.5	10.7	52.2	48.2	54.0	59.3

주1: 수주금액 및 수주잔고는 에너지 부문만 반영, 지배지분율은 당기순이익 대비 지배지분 당기순이익 비율임
 주2: 기타부분은 중간지주회사 사업을 영위하는 두산에너지의 자회사로부터의 배당수익, 기타 자회사 실적 등으로 구성
 주 3: 두산발전, 두산퓨얼셀 실적 전망치는 WSEIn, 컨센서스임
 자료: WSEIn, 두산에너지, 대신증권 Research Center

표 2. 두산에너지빌리티의 부문별 실적비중 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액 비중													
에너지빌리티	41.2	39.8	42.6	49.7	41.5	43.7	47.5	42.7	43.5	43.7	41.9	43.0	45.6
밥캣	59.5	58.9	56.9	47.7	58.4	53.9	52.4	52.9	55.5	54.5	55.0	53.4	51.0
퓨얼셀	1.2	1.1	1.1	2.4	0.8	2.1	0.9	4.1	1.5	2.0	3.3	3.7	3.6
기타	(1.9)	0.3	(0.6)	0.2	(0.7)	0.3	(0.8)	0.2	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
영업이익 비중													
에너지빌리티	23.4	6.8	18.2	16.8	20.7	23.3	30.0	19.0	15.3	22.0	23.0	29.8	36.1
밥캣	101.4	94.3	95.6	86.3	91.0	77.3	109.5	79.5	94.7	86.1	82.0	73.1	66.5
퓨얼셀	0.9	0.1	0.2	(0.9)	0.5	0.7	(2.6)	3.8	0.1	1.1	2.5	3.5	3.2
기타	(25.7)	(1.2)	(14.0)	(2.2)	(12.2)	(1.3)	(36.9)	(2.3)	(10.2)	(9.2)	(7.6)	(6.4)	(5.8)
지배지분순이익 비중													
에너지빌리티	52.9	(2.4)	(209.3)	180.0	50.2	37.4	14.4	0.8	(483.5)	36.8	19.2	37.1	49.3
밥캣	137.6	132.2	401.0	(69.9)	69.3	53.5	(53.9)	78.1	764.2	86.5	96.4	74.3	59.8
퓨얼셀	0.8	(0.1)	(1.1)	2.0	(0.1)	(0.1)	2.0	1.3	(4.6)	(0.1)	1.3	1.9	1.5
기타	(91.3)	(29.7)	(90.6)	(12.0)	(19.4)	9.2	137.5	19.9	(176.1)	(23.2)	(16.9)	(13.3)	(10.6)

자료: WSEIn, 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

표 1. 두산에너지빌리티의 분할합병 관련 가격 및 현재 주가, 괴리율

(단위: 원, %)

	두산로보틱스 합병가액	두산밥캣 주가(24.07.12)	두산에너지빌리티 주식매수청구가격
합병가액/주가(24.07.12)/주식매청가격 (원)	80,114	54,600	20,890
현재주가 (24.10.30, 원)	69,700	38,450	21,400
합병가액/주식매수청구권 대비 주가 괴리율 (%)	(13.0)	(29.6)	2.4

자료: 대신증권 Research Center

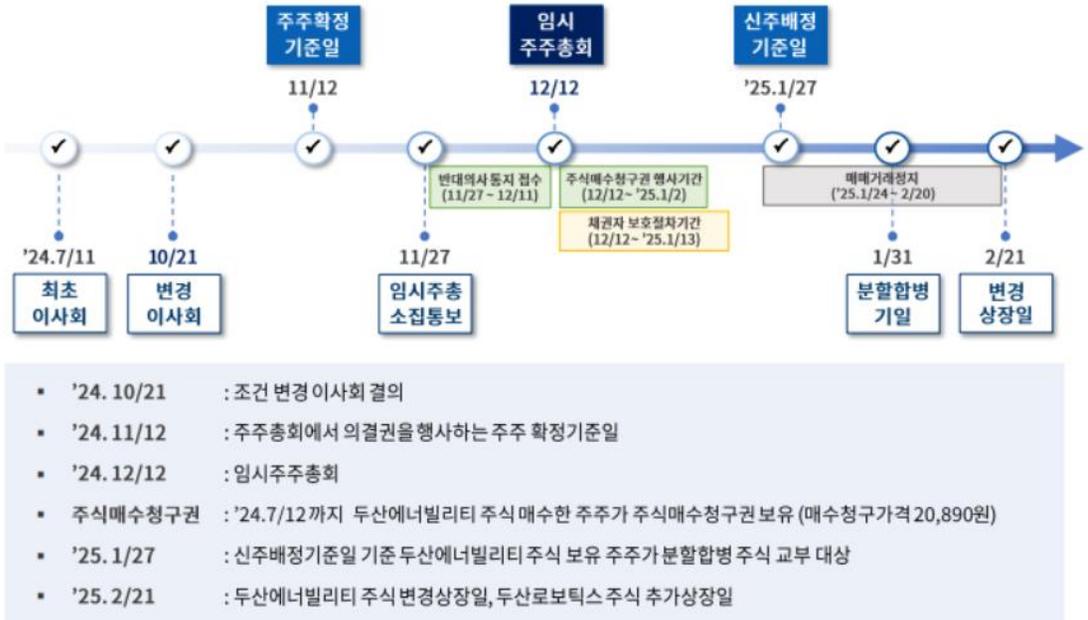
표 1. 두산에너지빌리티의 기존 분할/합병 구조에 따른 분할비율 및 주주가치 변동, 주주 수익률

	분할/합병가치 (십억원)	주식수 (천주)	주가 (원)	분할합병 주식수 (주)	주주 수익률 (%)	가치비중 (%)
분할전 두산에너지빌리티	13,708	640,561	21,400	100.0		100.0
a. 존속법인(에너지빌리티 별도기준)	12,121	566,414	21,400	88.4		86.5
b. 신설법인(밥캣 지분 46.1%, 부채 이전 등)	1,587	74,148	21,400	11.6		
c. 신설법인의 로보틱스와 합병가액	2,222	74,148	29,965			
d. 합병 전 두산로보틱스 시장가치 (현재주가 기준)	4,518	64,820	69,700			
e. 합병 전 두산밥캣 지분 46.1%의 시장가치 (현재주가 기준)	1,777	157,374	38,450			
f. 합병 후 두산로보틱스 시장가치 (d + e)	6,295	92,554	68,010			
g. 합병후 두산로보틱스로 주식 전환 가치 (f X 지분율 30.0%)	1,886	27,734	68,010	4.3		13.5
분할/매각 후 주주 합산가치 (a + g)	14,008				2.2	100.0

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

그림 1. 두산에너지빌리티의 분할합병 일정

분할합병계약 승인을 위한 임시주주총회를 '24. 12/12 개최하며, '25. 2/21 변경 상장 예정



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

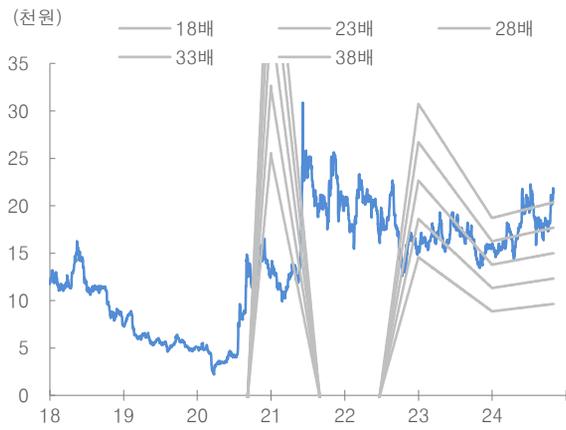
표 1. 두산에너지빌리티의 Valuation (분할합병 가정)

(단위: 십억원, 배, 원, %)

	2030F	비고
(A) 영업가치	15,821	에너지빌리티 부문의 2030F EBITDA, 체코, 폴란드, UAE, 국내 신규 대형원전, SMR(2025년 수주분의 준공)
EBITDA	1,172	매출을 모두 반영, 2030년 예상 EBITDA 1.22조원에서 두산밥캣으로부터의 배당금 750억원 제외함
EV/EBITDA (배)	13.5	미국 원전 Peer 의 2025F EV/EBITDA 27배 x 할인율 50%, 수주 및 수익성 개선 미확인 등으로 아직 실적추정의 가시성 낮은점, 향후 할인율 조정 가능
(B) 지분가치	589	
두산밥캣	0	두산밥캣 시가총액 x 지분율 46.1% x 할인율 30%
두산퓨얼셀	241	두산퓨얼셀 시가총액 x 지분율 30.3% x 할인율 30%
비상장 자회사	348	비상장 자회사 장부가치, 분할 및 자산 매각 후 장부가 4,500억원 감소 반영
(C) 기업가치	16,410	
(D) 순차입금	1,078	2030F 순차입금은 두산에너지빌리티 부문 기준, 분할 및 자산 매각 후 차입금 1.18조원 감소 반영
(E) 에너지빌리티 주주가치	15,332	에너지빌리티 주주가치는 (E) = (A) + (B) + (C) - (D)
(G) 분할/합병후 로보틱스	1,320	분할합병 후 기존 두산에너지빌리티 1주당 0.43주로 교환(지분율 30%) 시가총액 가치 1.8조원 x 할인율 30%
총 주주가치 (E) + (G)	16,653	분할/합병후 두산로보틱스 주식 0.43주의 두산로보틱스, 두산밥캣의 시가총액은 현재주가 기준임
(F) 목표주가 (원)	26,000	비고: 분할 전 발행주식수 640,6백만주 → 분할합병 후 566,4백만주로 감자 예정
현재주가 (원)	21,400	
상승여력 (%)	21.5	

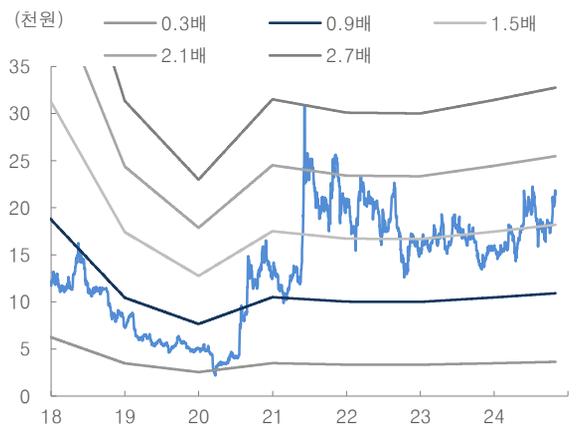
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 두산에너지빌리티의12MF PER 밴드



자료: WSEIn, 대신증권 Research Center

그림 3. 두산에너지빌리티의12MF PBR 밴드



자료: WSEIn, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	15,421	17,590	15,758	17,039	18,033
매출원가	12,865	14,573	13,190	14,204	14,855
매출총이익	2,556	3,017	2,569	2,835	3,178
판매비와관리비	1,450	1,550	1,520	1,575	1,701
영업이익	1,106	1,467	1,048	1,260	1,477
영업이익률	7.2	8.3	6.7	7.4	8.2
EBITDA	1,578	1,934	1,592	1,855	2,092
영업외손익	-1,293	-729	-148	-295	-260
관계기업손익	-230	-39	-38	-37	-37
금융수익	747	595	681	137	133
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,225	-863	-832	-286	-252
외환관련손실	631	329	261	261	261
기타	-585	-422	42	-108	-104
법인세비용차감전순손익	-186	738	901	965	1,217
법인세비용	-147	-221	-296	-242	-312
계속사업순손익	-333	518	604	723	905
중단사업순손익	-120	0	0	0	0
당기순이익	-453	518	604	723	905
당기순이익률	-2.9	2.9	3.8	4.2	5.0
비배지분순이익	319	462	289	374	416
지배지분순이익	-772	56	315	349	489
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	33	2	0	0	0
포괄순이익	-119	537	605	723	905
비배지분포괄이익	436	538	289	374	416
지배지분포괄이익	-554	-1	316	349	489

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,247	87	492	544	763
PER	NA	183.0	43.5	39.3	28.0
BPS	11,481	11,120	11,642	12,226	13,030
PBR	1.3	1.4	1.8	1.8	1.6
EBITDAPS	2,546	3,022	2,485	2,896	3,266
EV/EBITDA	10.5	8.4	12.5	10.9	9.7
SPS	24,889	27,483	24,601	26,600	28,152
PSR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.8
CFPS	3,113	3,226	3,562	3,698	4,076
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	40.3	14.1	-10.4	8.1	5.8
영업이익 증가율	27.2	32.7	-28.6	20.2	17.2
순이익 증가율	적전	흑전	16.7	19.7	25.2
수익성					
ROC	13.5	7.0	4.7	6.1	6.9
ROA	4.7	6.2	4.2	5.0	5.8
ROE	-11.7	0.8	4.3	4.6	6.0
안정성					
부채비율	128.7	127.3	118.8	112.3	103.3
순차입금비율	37.6	22.3	20.7	20.6	17.5
이자보상배율	4.3	4.6	3.3	4.4	5.9

자료: 두산에너지리티, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,099	9,642	9,555	9,757	10,164
현금및현금성자산	1,396	2,620	2,582	2,114	1,912
매출채권 및 기타채권	3,024	3,351	3,349	3,576	3,790
재고자산	2,459	2,539	2,462	2,748	2,956
기타유동자산	1,220	1,132	1,162	1,319	1,506
비유동자산	14,951	14,999	15,300	15,570	15,680
유형자산	5,022	5,225	5,554	5,822	5,928
관계기업투자금	356	317	298	304	311
기타비유동자산	9,573	9,457	9,448	9,444	9,442
자산총계	23,050	24,641	24,855	25,327	25,844
유동부채	8,059	9,597	9,130	9,289	9,179
매입채무 및 기타채무	5,133	6,119	5,866	6,043	6,090
차입금	1,434	1,187	982	972	963
유동성채무	771	1,576	1,561	1,545	1,391
기타유동부채	722	714	722	729	736
비유동부채	4,910	4,203	4,365	4,109	3,952
차입금	2,707	1,952	2,147	1,872	1,697
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,203	2,251	2,219	2,237	2,255
부채총계	12,969	13,799	13,496	13,398	13,131
지배지분	7,113	7,117	7,457	7,832	8,346
자본금	3,256	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	2,870	1,713	1,713	1,713	1,713
이익잉여금	59	1,185	1,500	1,849	2,337
기타지분변동	928	953	977	1,003	1,029
비배지분	2,967	3,724	3,902	4,098	4,367
자본총계	10,080	10,842	11,359	11,929	12,714
순차입금	3,793	2,414	2,357	2,452	2,221

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	625	2,071	1,906	1,921	2,090
당기순이익	-453	518	604	723	905
비현금항목의 가감	2,382	1,547	1,678	1,646	1,706
감가상각비	471	467	543	595	615
외환손익	153	13	-9	-9	-9
지분법평가손익	230	39	39	39	39
기타	1,527	1,029	1,105	1,021	1,061
자산부채의 증감	-747	645	157	2	-32
기타현금흐름	-557	-639	-533	-449	-489
투자활동 현금흐름	-71	-817	-846	-915	-799
투자자산	-189	-178	-15	-42	-45
유형자산	-338	-387	-728	-719	-578
기타	455	-252	-103	-154	-176
재무활동 현금흐름	-1,132	-53	1,343	1,068	1,029
단기차입금	-2,368	-242	-204	-10	-10
사채	-32	509	-5	-125	-25
장기차입금	897	255	200	-150	-150
유상증자	1,708	-1,125	0	0	0
현금배당	-88	-80	0	0	0
기타	-1,250	630	1,353	1,353	1,214
현금의 증감	-513	1,224	-39	-468	-202
기초 현금	1,909	1,396	2,620	2,582	2,114
기말 현금	1,396	2,620	2,582	2,114	1,912
NOPLAT	1,978	1,028	703	944	1,098
FCF	1,906	894	410	711	1,027

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산에너지빌리티(034020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.11.01	24.10.17	24.10.11	24.09.10	24.07.18	24.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	26,000	26,000	26,000	26,000	30,000	30,000
과리율(평균%)		(26.73)	(29.76)	(30.90)	(38.84)	(29.29)
과리율(최대/최소%)		(15.96)	(18.65)	(28.04)	(28.00)	(28.00)

제시일자	24.07.09
투자의견	Buy
목표주가	37,000
과리율(평균%)	(41.80)
과리율(최대/최소%)	(40.95)

제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241028)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.7%	6.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상