

2024. 2. 15



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **21,000 원**

현재주가 (2.14) **15,360 원**

상승여력 **36.7%**

KOSPI	2,620.42pt
시가총액	98,390억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	67.01%
외국인비중	15.48%
52주 최고/최저가	19,300원/13,420원
평균거래대금	334.6억원

주요주주(%)

두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	-7.5	-3.8
상대주가	-1.7	-9.3	-9.4

주가그래프



두산에너지빌리티 034020

4Q23 Review: 외면하기엔 너무 큰 모멘텀

- ✓ 4Q23 에너지빌리티 영업이익 497억원 기록. 기저 효과 제외하면 특이 사항 없음
- ✓ 2024년 수주 가이드선으로 6.3조원(-29% YoY) 제시. 2028년은 12.9조원
- ✓ 11차 전기본, 체코 우협 등을 통해 2025년 이후의 수주 가시성 확보하는 것이 중요
- ✓ 리스크 요인은 해소되고 있고, 다가오는 이벤트는 무시하기에는 너무 큼
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 21,000원, 에너지 업종 내 최선호주 의견을 유지

특이할 점이 없었던 4Q23 실적. 2023년 수주는 목표 초과 달성에 성공

4Q23 연결 영업이익은 2,967원(+9.2% YoY)을 기록했다(1월 31일 변동 공시). 에너지빌리티 영업이익은 497억원(+160.2% YoY)을 기록했는데, 4Q22 일회성 비용 반영에 따른 기저 효과다. 일부 프로젝트에서 매출이 생각보다 빠른 속도로 반영되었으나 특이할 점은 아니었다. 실적으로 주가를 논하는 것은 2026년 이후에나 가능하다. 지금은 수주가 중요한데, 신한울 3,4호기 시공 공사를 4분기 인식하며 2023년 연간 수주는 연초 가이드선(8.6조원)을 뛰어넘는 8.9조원(+17.2%)을 기록했다.

2024년은 수주 성장의 과도기. 2025년 이후의 그림이 더 중요

2024년 수주 가이드선으로 6.3조원(-29% YoY)을 제시했다. 2023년 신한울 3,4호기(4.0조원 기여)와 같은 대형 국내 원전이 2024년에는 부재하고 체코 등 해외 수출은 2025년에 인식될 전망이다. 다만 3월 11차 전기본(국내 2~4기 예상), 6월 말 체코 프로젝트 우협 선정(4기) 등을 통해 2025년 이후 수주 가시성을 확보하는 것이 더 중요하다. 동사는 2028년 12.9조원(2023년부터 CAGR +19.6%)의 수주 가이드선을 제시하며 중장기 전망에 대한 자신감을 드러냈고, 실제로 신규 파이프라인이 발굴되고, 체코에서 미국이 제외되는 등 상당히 유리한 환경이 조성되고 있다.

다가오는 모멘텀과 해소되는 불확실성

투자의견 Buy, 적정주가 21,000원, 에너지 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 2024년 상반기 다가오는 이벤트들은 무시하기에는 너무 크다. 언론에 따르면 리스크 요인이었던 금감원 감리가 과징금으로 마무리 될 전망이다. 악재 해소, 긍정적인 이벤트로 판단한다. 매크로 민감도가 낮다는 점도 지금 시점에서 매력이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	10,990.9	869.4	495.3	1,026	흑전	11,093	19.9	1.8	13.1	10.7	169.3
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023P	17,589.9	1,467.3	177.1	277	흑전	11,636	57.5	1.4	8.8	2.4	129.3
2024E	17,221.9	1,243.1	220.9	345	-29.6	11,980	44.5	1.3	9.8	2.9	118.7
2025E	18,350.7	1,434.5	287.5	449	34.5	12,429	34.2	1.2	8.6	3.7	118.5

표1 두산에너지빌리티 4Q23 실적 Review

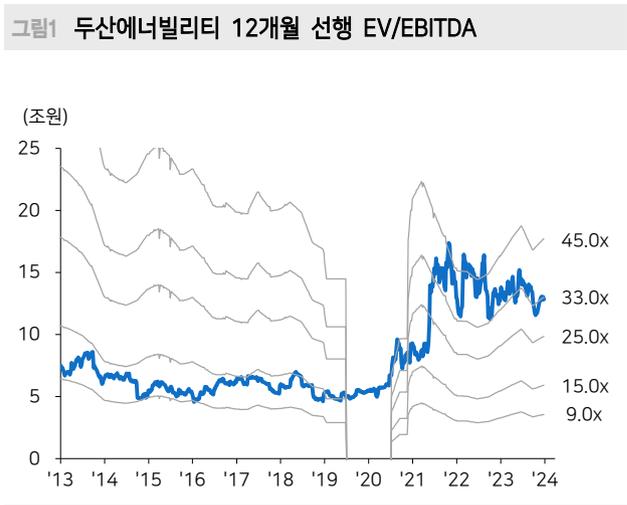
(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,854.5	4,621.8	5.0	4,155.0	16.8	2,529.5	91.9	4,815.2	0.8
영업이익	296.7	271.7	9.2	311.4	-4.7	197.7	50.1	304.4	-2.5
세전이익	-161.2	-574.2	적축	197.0	적전	199.3	N/A	247.1	N/A
순이익	-21.5	-626.6	적축	21.7	적전	146.4	N/A	110.8	N/A

자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

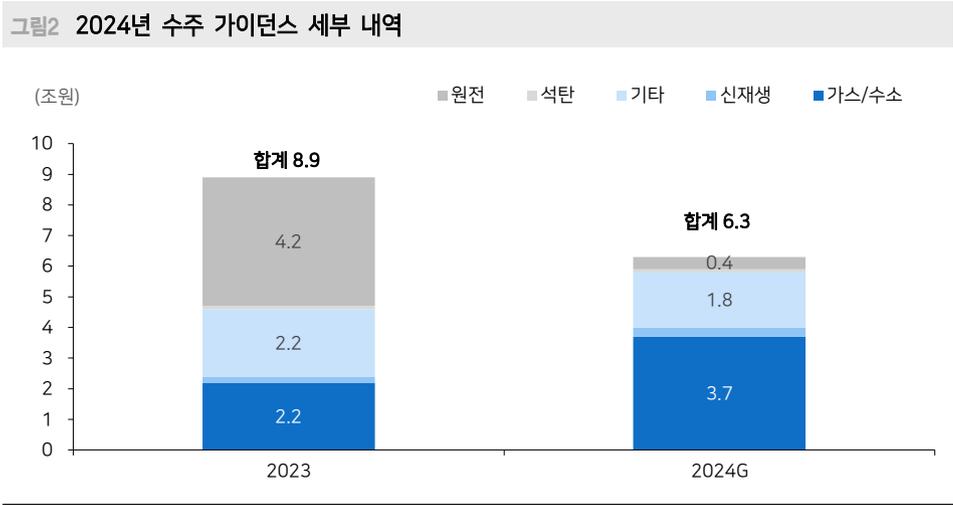
표2 두산에너지빌리티 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
매출액	17,550.5	17,513.0	17,589.9	17,221.9	0.2%	-1.7%
영업이익	1,475.0	1,207.5	1,467.3	1,243.1	-0.5%	2.9%
영업이익률	8.4%	6.9%	8.3%	7.2%	-0.1%p	0.3%p
당기순이익	733.0	777.2	517.5	364.8	-29.4%	-53.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

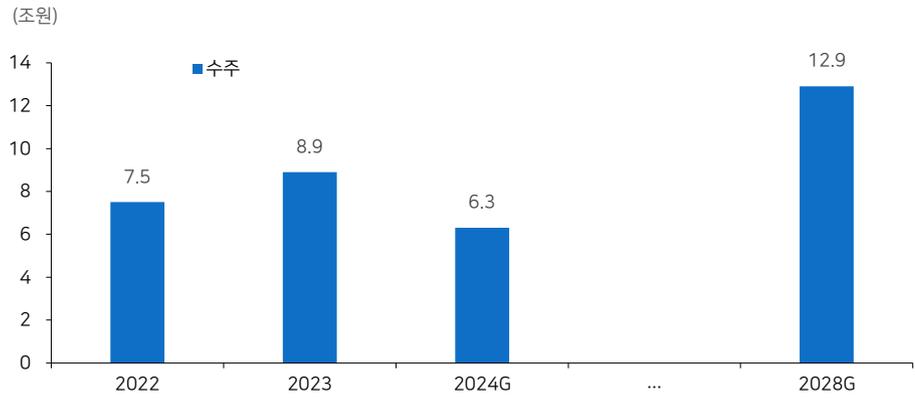


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



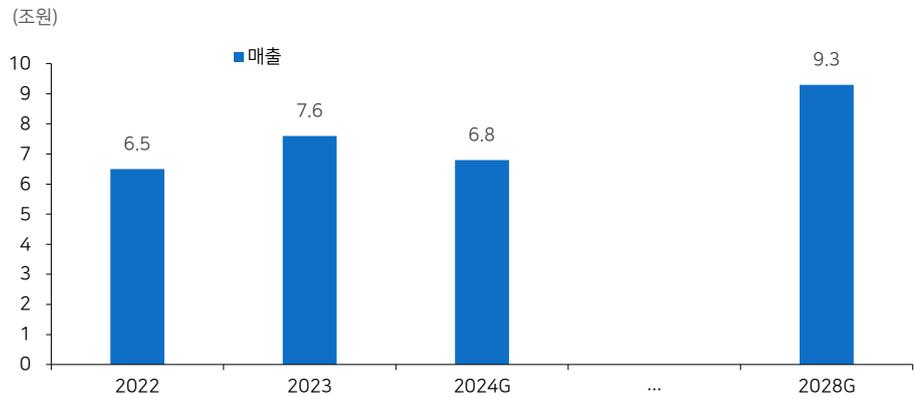
자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중장기 가이드런스 - ①수주



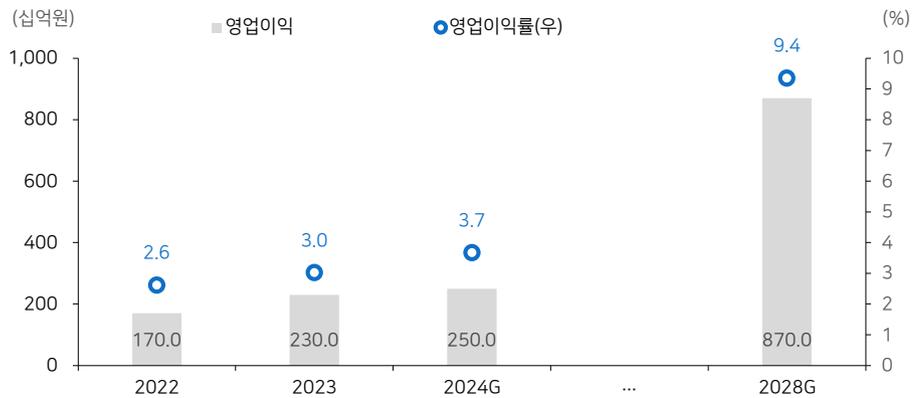
자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중장기 가이드런스 - ②매출



자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중장기 가이드런스 - ③영업이익



자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표3 에너지부문 실적 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023P	2024E	2025E	2026E	2027E
수주	5,508.4	7,323.9	7,584.2	8,886.0	5,860.0	10,866.0	9,042.3	9,051.0
매출	5,290.3	5,601.3	6,558.0	7,651.9	6,904.7	7,260.9	8,133.7	9,164.0
영업이익	-544.6	262.2	167.3	225.1	251.0	283.4	526.7	839.2
영업이익률(%)	-10.3	4.7	2.6	2.9	3.6	3.9	6.5	9.2
EBITDA	-323.0	463.1	337.5	363.6	395.6	435.8	687.4	1,009.0
EBITDA 마진(%)	-6.1	8.3	5.1	4.8	5.7	6.0	8.5	11.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산에너지 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,275.5	1,317.8	1,312.9	1,320.1	1,325.0	1,300.0	1,310.0	1,315.0	1,143.5	1,289.1	1,306.6	1,312.5	1,300.0
에너지부문 수주	4,304.9	859.1	710.1	3,011.9	940.0	1,640.0	940.0	2,340.0	7,323.9	7,584.2	8,886.0	5,860.0	10,866.0
실적 전망													
매출	4,041.0	4,539.4	4,155.0	4,854.5	4,371.3	4,445.0	3,918.5	4,487.1	10,990.9	15,421.1	17,589.9	17,221.9	18,350.7
에너지부문	1,662.9	1,806.2	1,769.6	2,413.2	1,803.5	1,749.6	1,479.4	1,872.2	5,601.3	6,558.0	7,651.9	6,904.7	7,260.9
두산밥캣	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	2,458.1	2,634.2	2,331.0	2,425.1	3,307.8	8,621.9	9,758.9	9,713.1	10,046.1
두산퓨얼셀	49.9	49.2	45.6	116.2	130.1	67.6	119.1	196.8	309.4	312.2	260.9	513.6	1,082.4
기타 및 조정	-76.9	11.9	-26.3	9.5	-20.5	-6.3	-10.9	-7.1	-2,324.1	-71.0	-81.8	-44.8	-38.7
매출 성장률(% YoY)	31.6	20.5	4.9	5.0	8.2	-2.1	-5.7	-7.6	19.8	40.3	14.1	-2.1	6.6
영업이익	364.6	494.7	311.4	296.7	311.1	370.7	232.3	328.9	869.4	1,106.1	1,467.3	1,243.1	1,434.5
에너지부문	85.3	33.4	56.7	49.7	113.6	57.9	10.6	68.8	262.2	167.3	225.1	251.0	283.4
두산밥캣	369.7	466.6	297.6	256.1	283.0	327.3	261.1	239.0	284.0	1,071.6	1,389.9	1,100.2	1,182.8
두산퓨얼셀	3.2	0.5	0.7	-2.7	10.1	-8.6	5.0	27.6	17.7	7.2	1.7	34.1	123.7
기타 및 조정	-93.6	-5.8	-43.6	-6.4	-95.5	-5.9	-44.4	-6.5	305.5	-140.0	-149.3	-142.2	-155.4
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	7.1	8.3	5.9	7.3	7.9	7.2	8.3	7.2	7.8
영업이익 성장률(% YoY)	89.7	50.9	-1.0	9.2	-14.7	-25.0	-25.4	10.9	흑전	27.2	32.7	-15.3	15.4
금융손익	-58.0	-54.1	-76.4	-67.0	-62.0	0.0	-68.1	-57.4	-280.0	-477.6	-255.6	-187.4	-151.9
기타손익	-40.3	-40.8	-14.2	-391.8	-96.1	-120.8	-151.6	-190.1	-45.5	-584.5	-487.0	-558.6	-607.8
중속, 지배, 관계기업 손익	21.3	15.3	-23.8	0.5	0.5	1.4	2.1	2.2	20.1	-230.5	13.4	6.1	1.6
중단손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.6	-109.4	0.0	0.0	0.0
세전이익	287.6	415.1	197.0	-161.2	153.6	251.3	14.6	83.6	563.9	-186.5	738.5	503.2	676.5
법인세비용	116.9	152.3	76.6	-124.9	42.2	69.1	4.0	23.0	94.6	147.0	221.0	138.4	186.0
법인세율(%)	40.6	36.7	38.9	77.5	27.5	27.5	27.5	27.5	16.8	-78.8	29.9	27.5	27.5
당기순이익	170.7	262.8	120.4	-36.3	111.4	182.2	10.6	60.6	645.8	-453.1	517.5	364.8	490.5
순이익률(%)	4.2	5.8	2.9	-0.7	2.5	4.1	0.3	1.4	5.9	-2.9	2.9	2.1	2.7
지배주주순이익	69.5	107.4	21.7	-21.5	71.6	107.4	5.6	36.2	495.3	-772.5	177.2	220.9	287.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지 (034020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	10,990.9	15,421.1	17,589.9	17,221.9	18,350.7
매출액증가율(%)	19.8	40.3	14.1	-2.1	6.6
매출원가	9,157.1	12,865.2	14,575.6	14,407.8	15,270.5
매출총이익	1,833.8	2,555.9	3,014.3	2,814.1	3,080.2
판매관리비	964.4	1,449.8	1,547.0	1,571.0	1,645.7
영업이익	869.4	1,106.1	1,467.3	1,243.1	1,434.5
영업이익률(%)	7.9	7.2	8.3	7.2	7.8
금융손익	-280.0	-477.6	-255.6	-187.4	-151.9
중속/관계기업손익	20.1	-230.5	13.4	6.1	1.6
기타영업외손익	-45.5	-584.5	-487.1	-558.6	-607.8
세전계속사업이익	563.9	-186.5	738.1	503.2	676.5
법인세비용	94.6	147.0	220.6	138.4	186.0
당기순이익	645.8	-453.2	517.4	364.8	490.5
지배주주지분 순이익	495.3	-772.5	177.1	220.9	287.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	8,417.6	8,098.9	9,915.5	9,605.1	10,492.7
현금및현금성자산	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8	2,344.3
매출채권	921.1	1,619.6	1,776.9	1,718.1	1,824.4
재고자산	1,788.4	2,459.0	2,918.0	2,821.4	2,995.9
비유동자산	15,302.9	14,950.9	15,588.7	15,527.1	15,680.3
유형자산	5,437.0	5,022.2	5,158.1	5,230.0	5,309.4
무형자산	8,016.0	7,772.7	8,146.3	8,097.0	8,048.4
투자자산	1,351.0	1,142.7	1,351.7	1,267.5	1,389.9
자산총계	23,720.6	23,049.8	25,504.2	25,132.1	26,173.0
유동부채	10,125.8	8,059.5	9,760.6	9,396.9	9,830.3
매입채무	1,880.8	2,518.7	2,479.9	2,397.8	2,546.1
단기차입금	3,908.5	1,433.6	1,237.9	1,114.1	1,114.1
유동성장기부채	938.9	771.0	1,275.3	1,275.3	1,275.3
비유동부채	4,787.2	4,910.0	4,618.8	4,245.6	4,362.5
사채	848.3	356.4	502.2	430.6	430.6
장기차입금	1,516.9	2,350.9	1,660.5	1,423.7	1,423.7
부채총계	14,913.0	12,969.5	14,379.3	13,642.4	14,192.8
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
기타포괄이익누계액	731.3	882.7	1,041.6	1,041.6	1,041.6
이익잉여금	773.2	58.8	1,385.6	1,606.5	1,894.0
비지배주주지분	2,716.2	2,967.0	3,671.7	3,815.6	4,018.6
자본총계	8,807.6	10,080.3	11,124.9	11,489.7	11,980.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,027.7	625.1	1,592.7	722.6	1,000.1
당기순이익(손실)	645.8	-453.2	517.4	364.8	490.5
유형자산상각비	361.7	314.8	327.3	357.8	371.8
무형자산상각비	175.2	156.6	114.4	49.4	48.5
운전자본의 증감	-493.2	-746.7	399.1	-49.4	89.3
투자활동 현금흐름	-1,265.7	-71.1	-909.9	-369.8	-604.4
유형자산의증가(CAPEX)	-284.7	-348.7	-409.3	-429.7	-451.2
투자자산의감소(증가)	538.6	-5.8	-219.6	84.2	-122.4
재무활동 현금흐름	-308.4	-1,132.5	-140.5	-439.8	13.7
차입금의 증감	-2,605.0	-2,336.9	-116.8	-439.8	13.7
자본의 증가	-59.2	1,585.4	-1,146.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-428.2	-512.8	626.1	-87.1	409.5
기초현금	2,336.8	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8
기말현금	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8	2,344.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	22,776	24,889	27,484	26,886	28,648
EPS(지배주주)	1,026	-1,247	277	345	449
CFPS	4,209	3,113	2,491	1,730	1,996
EBITDAPS	2,914	2,546	2,983	2,576	2,896
BPS	11,093	11,144	11,636	11,980	12,429
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	-12.4	57.5	44.5	34.2
PCR	4.8	4.9	6.4	8.9	7.7
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	1,406.3	1,577.5	1,909.0	1,650.3	1,854.9
EV/EBITDA	13.1	10.5	8.8	9.8	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	-11.7	2.4	2.9	3.7
EBITDA 이익률	12.8	10.2	10.9	9.6	10.1
부채비율	169.3	128.7	129.3	118.7	118.5
금융비용부담률	2.6	1.7	1.8	1.7	1.5
이자보상배율(x)	3.1	4.3	4.7	4.3	5.2
매출채권회전율(x)	7.4	12.1	10.4	9.9	10.4
재고자산회전율(x)	5.9	7.3	6.5	6.0	6.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너지리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

