

2025. 11. 6



▲ 유틸리티/건설

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **102,000 원**

현재주가 (11.5) **83,600 원**

상승여력 **22.0%**

KOSPI	4,004.42pt
시가총액	535,509억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	69.10%
외국인비중	24.03%
52주 최고/최저가	96,400원/17,180원
평균거래대금	5,296.2억원

주요주주(%)

두산 외 28 인	30.68
국민연금공단	7.86

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.0	201.8	309.8
상대주가	14.3	92.9	163.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	17,589.9	1,467.3	55.6	87	-107.0	11,111	183.0	1.4	8.4	0.8	127.3
2024	16,233.1	1,017.6	111.4	174	100.1	11,703	100.9	1.5	12.5	1.5	125.7
2025E	17,011.1	840.8	139.5	218	25.3	11,956	383.8	7.0	45.5	1.8	129.5
2026E	18,574.1	1,238.1	503.5	786	260.8	12,742	106.4	6.6	34.8	6.4	126.1
2027E	21,328.8	1,965.1	982.0	1,533	95.0	14,275	54.5	5.9	23.7	11.3	126.6

두산에너지빌리티 034020

3Q25 Review: 시작된 증설

- ✓ 3Q25 연결 영업이익은 1,371억원을 기록하며 컨센서스(2,832억원)를 크게 하회
- ✓ 연결 자회사 이익 부진과 주가 급등, 금값 상승으로 인건비 증가
- ✓ SMR 전용 공장 1Q26 착공 계획, 가스터빈 CAPA 증설 계획도 끌어올림
- ✓ Westinghouse향 수주 2026년 첫 개시, 수주를 이끌 전망
- ✓ 투자이건 Buy, 적정주가는 102,000원으로 +11% 상향

연결 자회사 부진과 비경상적 인건비 증가가 겹친 3분기

3Q25 연결 영업이익은 1,371억원(+19.4% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,832억원)를 크게 하회했다. 1)연결 자회사의 이익이 부진했다. 두산발전 영업이익이 -740억원 QoQ 하락하고, 두산퓨얼셀 영업적자가 -137억원 QoQ 확대됐다. 2)주가 급등으로 인한 장기성과급 증가, 금값 급등으로 인한 장기 근속자 포상 비용 증가 등이 원인이었다(2026년까지 일부 영향 있으나 이후 소멸). 영업 외 변수로 인한 비용 증가로, 크게 우려할만한 사항은 아니다. 연간 수주 가이드는 13~14조원으로 상향했는데, 당사 기대치(14.9조원)에 비교하면 다소 낮으나 체코 원전 수주 중 시공 부분(약3~4조원 예상)이 1Q26로 이월된 점을 감안하면 오히려 긍정적이다.

몰려오는 수주에 발맞춰 CAPA 증설을 시작

1Q26 SMR 전용 공장을 착공할 예정이다. Nuscale, X-Energy, Terrapower 등 고객사와 긴밀한 협의 하에 이뤄지는 투자다. 착공 직전 Nuscale 향 SMR 본품 계약도 예상된다. 가스터빈 CAPA 증설 폭도 더 커졌다(2028년 8기 → 12기). 여기에 중소형 터빈도 개발 후 2028년부터 납품할 예정이다. 당사는 2025 Gastech에서 중소형에 대한 수요 급증을 눈으로 확인한 바, 이 방향을 긍정적으로 평가한다.

2026년 Westinghouse향 수주 개시, 수주 성장은 계속된다

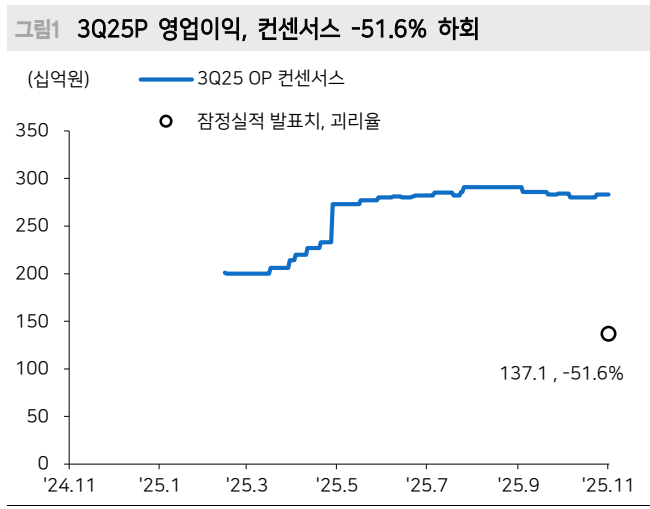
투자이건 Buy, 적정주가는 102,000원으로 +11% 상향한다. 마진 개선과 가스터빈 Q 성장에 따라 장기 FCF 성장 전망을 상향했다. 2026년에도 2025년에 이어 수주 성장이 예상된다. 특히 2026년 Westinghouse향 예상 수주 파이프라인은 9기(텍사스 4기, 폴란드 3기, 불가리아 2기)로, 수주 성장을 이끌 전망이다.

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,880.4	3,395.6	14.3	4,569.0	-15.1	3,907.9	-0.7	4,027.1	-3.6
영업이익	137.1	114.8	19.4	271.1	-49.4	259.0	-47.1	283.2	-51.6
세전이익	-17.9	38.6	적전	310.5	적전	166.5	적전	221.0	적전
순이익	-24.0	-26.5	적축	197.8	적전	120.7	적전	129.0	적전
영업이익률(%)	3.5	3.4		5.9		6.6		7.0	
세전이익률(%)	-0.5	1.1		6.8		4.3		5.5	
순이익률(%)	-0.6	-0.8		4.3		3.1		3.2	

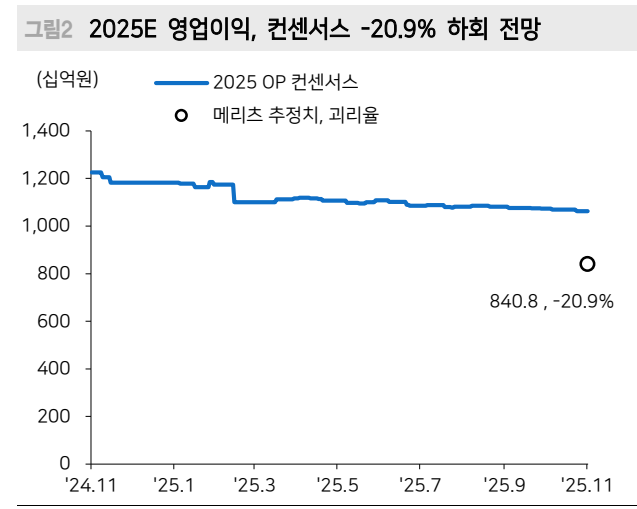
자료: Quantwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	17,011.0	16,917.7	0.6	18,574.1	18,402.3	0.9
영업이익	840.8	1,049.5	-19.9	1,238.1	1,336.5	-7.4
세전이익	555.5	822.1	-32.4	976.4	1,047.5	-6.8
순이익	139.5	312.9	-55.4	503.5	520.7	-3.3
영업이익률(%)	4.9	6.2		6.7	7.3	
세전이익률(%)	3.3	4.9		5.3	5.7	
순이익률(%)	0.8	1.8		2.7	2.8	

자료: Quantwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산에너지 적정가치 계산

구분	내용 (십억원)	비고
영업가치 (A)	65,180.8	
NPV of FCFF	15,375.0	
NPV of TV	49,805.8	
자회사 지분가치 (B)	2,702.4	
두산밥캣	1,596.1	시가총액 × 지분율 × 60% (상장 자회사 할인)
두산퓨얼셀	517.9	당사 추정 적정가치 × 지분율 × 60% (상장 자회사 할인)
두산건설, 큐백스	588.4	투자법인 장부가 × 70%
기업 가치	67,883.2	
순차입금 (C)	2,554.9	에너지부 부문 2025년 말 예상 순차입금
적정 시가총액 (A+B-C)	65,328.3	
주식 수 (백만주)	640,561	
적정주가 (원)	102,000	
현재주가 (11/5, 원)	83,600	
프리미엄 (%)	22.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산에너지 장기 실적 전망 (에너지부 부문)

(십억원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
수주	13,037.2	19,215.3	19,671.5	23,725.9	25,773.5	30,218.6	33,775.8	35,087.6	36,502.3	38,000.2	39,615.7
대형 원전	3,800.0	3,600.0	5,850.0	5,977.3	6,126.7	8,487.5	8,699.7	8,917.2	9,140.1	9,368.6	9,602.8
SMR	739.2	2,340.0	3,331.3	4,780.3	5,599.8	7,174.8	8,825.0	9,045.6	9,271.7	9,503.5	9,741.1
가스터빈	2,388.0	3,761.1	4,445.3	5,546.3	5,657.2	5,770.4	5,885.8	6,003.5	6,123.5	6,246.0	6,370.9
풍력	810.0	882.0	1,799.3	1,835.3	1,872.0	1,909.4	2,921.4	2,979.8	3,039.4	3,100.2	3,162.2
EPC	3,300.0	6,540.0	2,010.0	3,160.2	3,793.4	3,733.1	3,773.7	3,815.3	3,857.9	3,901.4	3,946.0
기타	2,000.0	2,092.2	2,235.7	2,426.6	2,724.4	3,143.5	3,670.3	4,326.2	5,069.6	5,880.4	6,792.6
매출	7,873.0	8,946.0	11,300.9	14,262.3	18,064.5	20,860.5	24,990.5	28,530.3	31,616.6	34,330.4	36,687.8
매출성장률(%)	6.9	13.6	26.3	26.2	26.7	15.5	19.8	14.2	10.8	8.6	6.9
대형 원전	440.2	783.1	1,259.4	1,674.3	2,655.0	3,216.2	3,752.4	4,763.7	5,829.5	6,732.8	7,418.5
SMR	0.0	221.8	857.2	1,599.4	2,553.7	3,467.5	6,106.3	7,193.8	7,934.5	8,469.4	8,883.1
가스터빈	666.2	1,928.7	3,358.3	4,471.6	5,700.8	6,387.5	6,863.6	7,262.2	7,636.8	8,009.0	8,387.7
풍력	22.5	372.7	649.6	1,206.9	1,580.9	1,846.6	2,077.7	2,663.3	3,082.1	3,403.4	3,668.7
EPC	1,943.7	2,395.9	2,393.2	2,745.9	3,064.9	3,347.5	3,376.1	3,490.6	3,509.1	3,513.2	3,456.1
기타	4,800.4	3,243.8	2,783.2	2,564.2	2,509.2	2,595.3	2,814.6	3,156.8	3,624.6	4,202.6	4,873.7
영업이익	329.5	565.6	1,170.0	1,748.0	2,646.9	3,267.7	4,107.1	4,902.8	5,661.5	6,337.8	6,904.0
영업이익률(%)	4.2	6.3	10.4	12.3	14.7	15.7	16.4	17.2	17.9	18.5	18.8
영업이익성장률(%)	35.3	71.6	106.9	49.4	51.4	23.5	25.7	19.4	15.5	11.9	8.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 두산에너지연결 실적 추이 및 전망													
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주요 가정													
에너지빌리티 수주	1,720.8	2,079.2	1,590.3	7,646.9	3,559.5	4,378.2	4,602.1	6,675.6	8,886.0	7,131.4	13,037.2	19,215.3	19,671.5
에너지빌리티 수주잔고	17,267.5	17,165.0	17,122.3	23,626.2	25,395.4	27,294.5	29,939.7	34,788.3	15,972.0	17,122.3	23,626.2	34,788.3	43,844.6
실적 전망													
매출	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,813.1	4,090.9	4,930.4	4,289.3	5,263.5	17,589.9	16,233.1	17,011.0	18,574.1	21,328.8
에너지빌리티	1,575.6	2,181.7	1,633.0	2,393.4	1,790.3	2,479.0	1,956.9	2,719.6	7,651.9	7,366.8	7,783.7	8,946.0	11,300.9
두산밥캣	2,098.2	2,237.1	2,115.2	2,218.9	2,150.6	2,293.0	2,168.1	2,323.8	9,701.4	8,501.8	8,669.4	8,935.5	9,286.4
두산퓨얼셀	99.8	128.5	90.8	220.0	160.1	164.8	177.8	232.4	260.9	411.8	539.0	735.1	786.0
기타 및 조정	-24.9	21.8	-18.2	-19.2	-10.2	-6.5	-13.5	-12.3	-24.3	-47.3	-40.6	-42.5	-44.5
매출 성장률(% YoY)	-8.5	10.1	14.3	4.9	9.1	7.9	10.5	9.4	14.1	-7.7	4.8	9.2	14.8
영업이익	142.5	271.1	137.1	290.1	270.9	345.6	239.1	382.6	1,467.3	1,017.6	840.8	1,238.1	1,965.1
에너지빌리티	-1.4	92.4	43.4	143.4	113.2	156.7	123.7	171.9	225.1	243.6	277.8	565.6	1,170.0
두산밥캣	200.0	207.6	133.6	167.6	205.0	212.8	147.0	200.3	1,380.8	864.8	708.8	765.1	863.0
두산퓨얼셀	-11.6	-1.9	-15.6	-15.0	-1.8	3.6	10.9	16.2	1.7	-1.7	-44.1	29.0	56.1
기타 및 조정	-44.6	-27.0	-24.3	-5.8	-45.5	-27.5	-42.6	-5.9	-140.3	-89.1	-101.7	-121.5	-123.9
영업이익률(%)	3.8	5.9	3.5	6.0	6.6	7.0	5.6	7.3	8.3	6.3	4.9	6.7	9.2
영업이익 성장률(% YoY)	-60.2	-12.5	19.4	23.5	90.1	27.5	74.4	31.9	32.7	-30.6	-17.4	47.3	58.7
금융손익	-79.4	-73.1	-59.9	-57.5	-53.1	-53.9	-56.6	-52.9	-268.0	-181.3	-270.0	-216.4	-190.7
기타손익	-34.7	107.2	-88.7	0.0	-18.7	-20.8	0.0	0.0	-422.2	-199.1	-16.2	-39.5	-43.0
종속, 지배, 관계기업 손익	1.9	5.4	-6.5	0.0	9.9	13.9	-8.9	-20.7	-38.7	20.5	0.8	-5.8	5.2
중단손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	30.2	310.5	-17.9	232.6	209.0	284.8	173.6	309.0	738.5	657.8	555.5	976.4	1,736.6
법인세비용	51.4	112.7	6.1	64.0	57.5	78.3	47.7	85.0	221.0	263.1	234.2	268.5	477.6
법인세율(%)	170.0	36.3	-34.0	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	29.9	40.0	42.2	27.5	27.5
당기순이익	-21.2	197.8	-24.0	168.6	151.5	206.5	125.9	224.1	517.5	394.7	321.3	707.9	1,259.0
순이익률(%)	-0.6	4.3	-0.6	3.5	3.7	4.2	2.9	4.3	2.9	2.4	1.9	3.8	5.9
지배주주순이익	-68.9	130.9	-50.1	127.5	104.0	147.5	90.5	161.4	55.6	111.4	139.5	503.5	982.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	17,589.9	16,233.1	17,011.1	18,574.1	21,328.8
매출액증가율(%)	14.1	-7.7	4.8	9.2	14.8
매출원가	14,572.9	13,503.3	14,323.2	15,342.1	17,062.8
매출총이익	3,017.0	2,729.7	2,687.9	3,232.0	4,265.9
판매관리비	1,549.7	1,712.1	1,847.1	1,993.8	2,300.8
영업이익	1,467.3	1,017.6	840.8	1,238.1	1,965.1
영업이익률(%)	8.3	6.3	4.9	6.7	9.2
금융손익	-268.0	-181.3	-269.9	-216.4	-190.7
중속/관계기업손익	-38.7	20.5	0.8	-5.8	5.2
기타영업외손익	-422.2	-199.1	-16.2	-39.5	-43.0
세전계속사업이익	738.5	657.8	555.5	976.4	1,736.6
법인세비용	221.0	263.1	234.2	268.5	477.6
당기순이익	517.5	394.7	321.3	707.9	1,259.0
지배주주지분 순이익	55.6	111.4	139.5	503.5	982.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,641.6	10,049.0	10,364.5	11,330.4	13,754.7
현금및현금성자산	2,620.2	2,898.3	2,864.8	3,128.9	3,857.3
매출채권	1,333.4	1,290.3	1,353.3	1,479.9	1,785.9
재고자산	2,539.0	2,733.9	2,867.4	3,135.7	3,784.1
비유동자산	14,999.3	16,265.8	16,657.4	16,888.7	17,386.5
유형자산	5,225.2	5,703.1	5,889.8	6,106.4	6,484.8
무형자산	7,893.0	8,397.3	8,330.6	8,272.2	8,214.8
투자자산	1,014.6	1,182.0	1,358.2	1,431.3	1,608.1
자산총계	24,640.8	26,314.8	27,021.8	28,219.1	31,141.2
유동부채	9,596.8	8,945.8	9,307.5	9,832.1	11,251.6
매입채무	2,434.1	2,220.9	2,329.3	2,547.3	3,074.0
단기차입금	1,186.6	2,141.3	2,136.3	2,050.4	1,967.9
유동성장기부채	1,576.4	398.2	452.2	434.0	416.5
비유동부채	4,202.6	5,707.9	5,941.4	5,906.2	6,149.8
사채	493.9	906.8	908.8	781.6	656.0
장기차입금	1,457.8	2,434.5	2,505.3	2,404.6	2,307.9
부채총계	13,799.3	14,653.7	15,248.9	15,738.3	17,401.4
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,712.8	1,572.1	1,440.5	1,440.5	1,440.5
기타포괄이익누계액	906.7	1,215.9	1,145.0	1,145.0	1,145.0
이익잉여금	1,184.5	1,394.5	1,760.2	2,263.6	3,245.6
비지배주주지분	3,724.1	4,164.5	4,114.5	4,318.9	4,596.0
자본총계	10,841.5	11,661.1	11,772.9	12,480.8	13,739.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,070.6	242.2	609.5	1,339.1	2,119.3
당기순이익(손실)	517.5	394.7	321.3	707.9	1,259.0
유형자산상각비	322.5	350.3	399.5	454.8	517.9
무형자산상각비	144.1	140.7	105.7	58.4	57.4
운전자본의 증감	644.6	-891.3	-251.9	118.0	285.1
투자활동 현금흐름	-816.6	-821.4	-925.7	-776.3	-1,149.7
유형자산의증가(CAPEX)	-395.6	-461.5	-563.2	-671.4	-896.2
투자자산의감소(증가)	61.6	-54.1	-61.1	-73.2	-176.8
재무활동 현금흐름	-52.9	608.4	377.9	-298.6	-241.2
차입금의 증감	-179.5	1,281.7	203.3	-298.6	-241.2
자본의 증가	-1,146.0	-140.7	-131.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,224.4	278.1	-33.5	264.2	728.4
기초현금	1,395.8	2,620.2	2,898.3	2,864.8	3,128.9
기말현금	2,620.2	2,898.3	2,864.8	3,128.9	3,857.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	27,483	25,342	26,557	28,997	33,297
EPS(지배주주)	87	174	218	786	1,533
CFPS	3,226	2,715	2,176	2,663	3,907
EBITDAPS	3,022	2,355	2,101	2,734	3,966
BPS	11,111	11,703	11,956	12,742	14,275
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	183.0	100.9	383.8	106.4	54.5
PCR	4.9	6.5	38.4	31.4	21.4
PSR	0.6	0.7	3.1	2.9	2.5
PBR	1.4	1.5	7.0	6.6	5.9
EBITDA(십억원)	1,934.0	1,508.6	1,346.0	1,751.3	2,540.3
EV/EBITDA	8.4	12.5	45.5	34.8	23.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	1.5	1.8	6.4	11.3
EBITDA 이익률	11.0	9.3	7.9	9.4	11.9
부채비율	127.3	125.7	129.5	126.1	126.6
금융비용부담률	1.8	2.0	1.8	1.6	1.4
이자보상배율(x)	4.6	3.1	2.7	4.1	6.8
매출채권회전율(x)	11.9	12.4	12.9	13.1	13.1
재고자산회전율(x)	7.0	6.2	6.1	6.2	6.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너지리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.11.08	산업분석	Buy	21,000	문경원	-26.8	-20.4	
2024.03.12	산업분석	Buy	24,000	문경원	-28.3	-9.2	
2024.05.31	산업분석	Buy	26,000	문경원	-26.5	-14.4	
2024.11.01	산업분석	Buy	28,000	문경원	-25.8	0.7	
2025.02.18	기업브리프	Buy	30,000	문경원	-14.8	1.0	
2025.04.15	산업분석	Buy	33,000	문경원	-20.1	-12.3	
2025.05.02	기업브리프	Buy	37,000	문경원	31.6	86.2	
2025.07.10	기업분석	Buy	92,000	문경원	-26.1	4.8	
2025.11.06	기업브리프	Buy	102,000	문경원	-	-	