

2023. 2. 21



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Buy (신규)**

**적정주가 (12개월)** **21,000 원**

**현재주가 (2.20)** **15,720 원**

**상승여력** **33.6%**

KOSPI 2,455.12pt

시가총액 100,342억원

발행주식수 63,831만주

유동주식비율 66.41%

외국인비중 12.24%

52주 최고/최저가 23,350원/12,600원

평균거래대금 584.3억원

**주요주주(%)**

두산 외 26 인 30.78

국민연금공단 5.47

**주가상승률(%)** **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -3.3 -25.7 -15.0

상대주가 -5.6 -24.5 -5.0

**주가그래프**



# 두산에너지빌리티 034020

## 기대 위에 수주를 쌓아올리다

- ✓ 실제화되는 원전 수주. 폴란드 수주 시 2026년 EBITDA 2배 이상 증가
- ✓ 2023년 NuScale향 SMR 수주 개시. 2027년까지 연평균 약 1조원의 수주 기여
- ✓ 석탄 → 원전/가스/풍력/수소. 수주의 양적·질적 개선은 Re-rating 근거
- ✓ 주가는 결국 수주와 동행. 2023~2024년 수주와 주가 동반 상승 사이클 진입
- ✓ 적정주가 21,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시

### 실체화되는 원전 수주. 폴란드 수주 시 2026년 EBITDA 2배 이상 증가

원전 수주가 실체화되고 있다. 한동안 부재했던 원전 수주는 2022년 1.7조원, 2023년 3.3조원, 2024년 5.1조원까지 성장할 전망이다. 신한울 3,4호기 수주는 확정적이며, 수의계약 형태로 진행되는 폴란드 폰트누프는 2023년 하반기 자원 조달에 합의된다면 본계약 가능성이 매우 높다. 폰트누프 수주 시 2026년 EBITDA 전망치는 2022년 대비 2.3배 증가한다. 또한 2023년부터 SMR 수주(6,000억원)가 개시되는 점도 긍정적이다. 향후 10년 동안 연평균 약 1.2조원의 SMR 수주가 예상된다.

### 석탄에서 가스/풍력/수소로. 수주의 양적·질적 개선은 Re-rating 근거

1999년 발전설비 일원화 조치 이후 동사가 국내 시장에서 차지하는 위치는 절대적이다. 국내 발전 믹스 전환도 동사 없이 이루어질 수 없다. 10차 전력수급기본계획에 기반하여 수혜 정도를 점검한 결과, 국내 가스터빈 시장에서 연간 약 6천억원, 풍력 시장에서는 연간 약 9천억원의 기자재 수주가 기대된다. 기존 석탄 발전 수주 물량을 이들이 대체하는 셈인데, 이를 통해 양적인 성장뿐만 아니라 수주의 질적(지속가능성, 성장성, 수익성) 개선과 멀티플 상승도 기대된다.

### 수주와 동행하는 주가. 2023~2024년 수주와 주가 동반 상승 사이클 진입

적정주가 21,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 두산에너지빌리티의 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2026년 EBITDA에 17.3배의 멀티플을 곱하여 계산했다. 턱어라운드하는 수주 산업에 12개월 선행 이익으로 멀티플 상단을 논하는 것은 큰 의미가 없다. 역사적으로 기업가치는 수주와 동행해왔고, 따라서 주가 역시 2023년, 2024년이 본격화되는 원전 수주와 함께 상승 Cycle에 진입할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	11,283.6	877.9	495.3	1,026	흑전	11,093	19.9	1.8	13.0	10.7	169.3
2022E	15,443.3	1,107.3	-407.7	-656	적전	12,182	-24.4	1.3	11.0	-5.9	142.5
2023E	15,790.7	1,133.3	471.3	738	흑전	12,920	21.3	1.2	10.8	5.9	127.7
2024E	16,817.0	1,242.6	446.2	699	-7.2	13,619	22.5	1.2	9.8	5.3	119.6
2025E	18,119.1	1,456.9	578.6	906	22.9	14,525	17.3	1.1	7.5	6.4	107.4



# Contents

Summary	3
<b>밸류에이션</b>	<b>4</b>
적정주가 21,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시	4
턴어라운드하는 수주 산업에 멀티플 상단은 의미없다	5
<b>기업 개요 &amp; 실적 전망</b>	<b>7</b>
연결 실적: 에너지빌리티 부문 호조에 힘입어 견조한 2023년 전망	7
에너지빌리티 부문: 2023년 완만한 회복, 2025년 이후 급격한 개선	8
기업 개요: 우리나라 최대의 에너지솔루션 업체	10
국내 원전 시장 내 경쟁력은 독보적. 해외 시장에도 영향력 확대 중	11
두산에너지빌리티 경쟁력 = 한국 원전의 경쟁력	12
<b>투자 포인트 1. 새로운 성장 산업으로 인식이 필요한 원전</b>	<b>15</b>
단순 기대감에서 실질적인 수주 파이프라인으로	15
실질적인 숫자의 영역에 들어오는 SMR: 2023년부터 수주 시작	18
반박자 빠른 매수 전략이 필요한 때	20
원전 Big-cycle 초창기: 현재 논의 중인 파이프라인은 빙산의 일각	21
<b>투자 포인트 2. 급변하는 국내 발전 믹스</b>	<b>24</b>
국내 발전 믹스 전환, 두산에너지빌리티 없이는 이뤄질 수 없는 과제	24
수주 믹스의 질적 개선은 멀티플 상향의 근거	29

## Summary 기대 위에 수주를 쌓아올리다

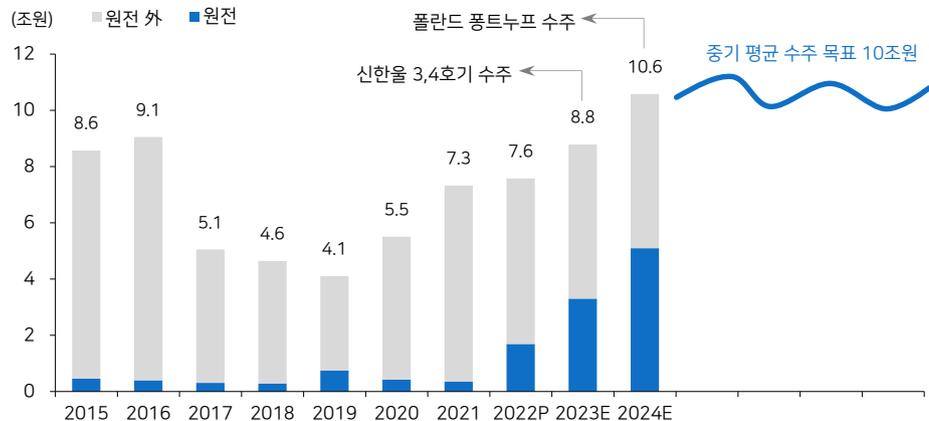
적정주가 21,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 두산에너지빌리티의 커버리지를 개시한다. 그간 동사의 주가는 펀더멘털보다는 대선과 EU Taxonomy와 같은 추상적인 이벤트에 기반하여 움직여왔다. 또한 높은 밸류에이션 역시 투자를 주저하게 만드는 이유로 작용했다.

그러나 2023년부터는 원전을 중심으로 실제 수주 성장이 이뤄질 전망이고, 동사에 대한 투자도 이제 합리적인 영역에 진입했다고 보여진다. 이에 따라 동사의 대형 원전, SMR, 가스, 풍력 등 전 사업 영역에 걸쳐 분석을 시도해보았다.

동사의 수주는 2022년 7.6조원 → 2023년 8.8조원 → 2024년 10.6조원으로 성장할 전망이다. 원전 수주가 2022년 1.7조원(엘다바) → 2023년 3.3조원(신한울3,4+SMR) → 2024년 5.1조원(폴란드 풍트누프+SMR)까지 급격히 늘어나기 때문이다. 과거 동사의 주가는 12개월 선행 이익보다는 수주에 따라 움직여왔던 것이 사실이다. 따라서 수주 상승 사이클에 진입하는 지금이 투자 적기다. 신한울 3,4호기는 확정적이고, 폴란드 풍트누프와 SMR 역시 후술할 근거에 기반하여 수주 가능성이 높다고 판단한다.

원전 이외에 다른 사업 부문 역시 주목할 필요가 있다. 국내 발전 시장의 급격한 믹스 전환을 배경으로, 수주 영역이 석탄에서 가스터빈, 풍력, 수소로 변화하고 있다. 지속가능성, 성장성, 수익성 측면에서 석탄 대비 우월한 사업들인 만큼 멀티플 상승의 근거로 작용하기 충분하다. 또한 동사는 수익성이 낮은 EPC 사업 대신 기자재 위주로 사업 구조를 바꾸고 있다. 2010년 이후 지금까지 에너지빌리티 부문의 영업이익률은 6%대가 최대치였으나, 중장기적으로 두자릿수 영업이익률도 달성 가능할 것이다.

그림1 두산에너지빌리티 수주 추이 및 전망: 수주 Up-cycle 진입



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>11,283.6</b>	<b>15,443.3</b>	<b>15,790.7</b>	<b>16,817.0</b>	<b>18,119.1</b>
매출액증가율 (%)	23.0	36.9	2.2	6.5	7.7
매출원가	9,418.7	12,841.8	13,248.9	14,008.9	15,010.8
매출총이익	1,864.9	2,601.5	2,541.7	2,808.1	3,108.3
판매관리비	987.0	1,494.2	1,408.5	1,565.5	1,651.3
<b>영업이익</b>	<b>877.9</b>	<b>1,107.3</b>	<b>1,133.3</b>	<b>1,242.6</b>	<b>1,456.9</b>
영업이익률	7.8	7.2	7.2	7.4	8.0
금융손익	-282.9	-585.0	-44.3	-232.6	-205.6
종속/관계기업손익	20.8	-7.8	-1.1	-1.6	0.0
기타영업외손익	-45.6	-702.4	9.3	9.7	0.0
세전계속사업이익	570.2	-187.9	1,097.1	1,018.0	1,251.3
법인세비용	95.4	152.8	301.7	280.0	344.1
<b>당기순이익</b>	<b>645.8</b>	<b>-460.3</b>	<b>795.4</b>	<b>738.1</b>	<b>907.2</b>
지배주주지분 순이익	495.3	-407.7	471.3	446.2	578.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>8,417.6</b>	<b>9,871.3</b>	<b>10,208.6</b>	<b>10,927.5</b>	<b>11,532.2</b>
현금및현금성자산	1,908.6	1,548.6	1,973.1	2,306.4	2,243.5
매출채권	921.1	1,606.3	1,584.9	1,661.9	1,790.6
재고자산	1,788.4	2,890.4	2,851.9	2,990.5	3,222.0
<b>비유동자산</b>	<b>15,302.9</b>	<b>15,698.3</b>	<b>15,619.9</b>	<b>15,595.6</b>	<b>15,400.9</b>
유형자산	5,437.0	5,328.5	5,322.3	5,331.3	5,133.5
무형자산	8,016.0	8,718.4	8,663.9	8,610.3	8,592.4
투자자산	1,351.0	622.6	604.9	625.2	646.2
<b>자산총계</b>	<b>23,720.6</b>	<b>25,569.5</b>	<b>25,828.4</b>	<b>26,523.2</b>	<b>26,933.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>10,125.8</b>	<b>9,757.3</b>	<b>9,492.7</b>	<b>9,662.0</b>	<b>8,985.9</b>
매입채무	1,880.8	2,781.8	2,744.7	2,878.1	3,100.9
단기차입금	3,908.5	1,739.9	1,565.9	1,409.3	1,409.3
유동성장기부채	938.9	1,220.6	1,220.6	1,220.6	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>4,787.2</b>	<b>5,266.6</b>	<b>4,994.7</b>	<b>4,782.1</b>	<b>4,960.9</b>
사채	848.3	329.2	297.1	254.7	254.7
장기차입금	1,516.9	2,154.1	1,944.1	1,666.8	1,666.8
<b>부채총계</b>	<b>14,913.0</b>	<b>15,023.9</b>	<b>14,487.4</b>	<b>14,444.1</b>	<b>13,946.8</b>
자본금	2,675.6	3,256.1	3,256.1	3,256.1	3,256.1
자본잉여금	1,865.1	2,870.0	2,870.0	2,870.0	2,870.0
기타포괄이익누계액	731.3	1,213.5	1,213.5	1,213.5	1,213.5
이익잉여금	773.2	390.4	861.7	1,307.9	1,886.4
비지배주주지분	2,716.2	2,770.0	3,094.1	3,386.0	3,714.7
<b>자본총계</b>	<b>8,807.6</b>	<b>10,545.6</b>	<b>11,341.0</b>	<b>12,079.1</b>	<b>12,986.3</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,027.7</b>	<b>241.8</b>	<b>1,159.8</b>	<b>1,165.9</b>	<b>1,546.4</b>
당기순이익(손실)	645.8	-460.3	795.4	738.1	907.2
유형자산상각비	361.7	315.7	323.7	324.3	537.9
무형자산상각비	175.2	131.6	54.6	53.6	17.9
운전자본의 증감	-493.2	-430.6	-13.9	49.9	83.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,265.7</b>	<b>202.9</b>	<b>-314.1</b>	<b>-374.6</b>	<b>-419.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-284.7	-288.6	-317.5	-333.4	-340.0
투자자산의감소(증가)	539.2	748.1	17.7	-20.3	-21.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-308.4</b>	<b>-987.8</b>	<b>-421.2</b>	<b>-457.9</b>	<b>-1,190.0</b>
차입금의 증감	-2,605.0	-1,482.1	-421.2	-457.9	-1,190.0
자본의 증가	-59.2	1,585.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-428.2	-360.1	424.5	333.3	-62.8
기초현금	2,336.8	1,908.6	1,548.6	1,973.1	2,306.4
기말현금	1,908.6	1,548.6	1,973.1	2,306.4	2,243.5

Key Financial Data

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,382	24,851	24,738	26,346	28,386
EPS(지배주주)	1,026	-656	738	699	906
CFPS	4,209	1,652	2,709	2,551	2,831
EBITDAPS	2,932	2,502	2,368	2,539	3,153
BPS	11,093	12,182	12,920	13,619	14,525
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.9	-24.4	21.3	22.5	17.3
PCR	4.8	9.7	5.8	6.2	5.6
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1
EBITDA	1,414.9	1,554.6	1,511.5	1,620.4	2,012.7
EV/EBITDA	13.0	11.0	10.8	9.8	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.7	-5.9	5.9	5.3	6.4
EBITDA 이익률	12.5	10.1	9.6	9.6	11.1
부채비율	169.3	142.5	127.7	119.6	107.4
금융비용부담률	2.5	1.6	1.6	1.4	0.0
이자보상배율(x)	3.1	4.4	4.5	5.4	
매출채권회전율(x)	7.6	12.2	9.9	10.4	10.5
재고자산회전율(x)	6.0	6.6	5.5	5.8	5.8

**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 해당 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** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**두산에너지리티 (034020) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

