

2023. 5. 8



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 21,000 원

현재주가 (5.4) 15,810 원

상승여력 32.8%

KOSPI 2,500.94pt

시가총액 101,273억원

발행주식수 64,056만주

유동주식비율 66.52%

외국인비중 12.41%

52주 최고/최저가 22,650원/12,600원

평균거래대금 1,120.4억원

주요주주(%)

두산 외 26 인 30.67

국민연금공단 6.55

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -8.5 6.1 -24.7

상대주가 -9.3 -0.4 -19.4

주가그래프



두산에너지빌리티 034020

1Q23 Review: 자회사의 힘으로 이겨내는 과도기

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 3,646억원을 기록하며 컨센서스(1,835억원)를 크게 상회
- ✓ 두산팍켈 호조가 주요 원인. 에너지빌리티 부문 역시 배당 수익에 힘입어 추정치 상회
- ✓ Westinghouse 소송 관련 리스크는 빠른 시일 내 해소될 것으로 전망
- ✓ 1분기에 연간 수주 가이드스 50% 달성. 연내 가스터빈 수주, SMR 수주도 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 21,000원을 유지

자회사 실적 개선이 두드러졌던 1분기

1Q23 연결 영업이익은 3,646억원(+89.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,835억원)를 크게 상회했다. 연결 이익의 대부분을 차지하는 두산팍켈이 컨센서스를 약 1,300억 원 상회하며 전사 이익 성장을 견인했다. 에너지빌리티 부문 영업이익은 853억원(+18.3% YoY)을 기록하며 당사 추정치(333억원)를 상회했다. 자회사로부터의 배당 수익이 늘어난 것이 주요 원인이다. 사업 측면에서의 경상적인 개선은 아직 관찰되고 있지 않으나, 신한울 3,4호기와 카자흐스탄 투르키스탄 등 고수익성 수주가 본격 매출화되는 2024년부터는 자체적인 마진 개선이 가능하다.

원전 수출, 그림이 바뀐 건 없다

미국 Westinghouse - 한국수력원자력 간의 분쟁이 동사를 비롯한 원전 업체들의 주요 주가 변수가 되고 있다. 한미정상회담에서 뚜렷한 결론이 나오진 않았으나, 부정적으로 생각할 필요는 없다. 7월 폴란드 폰트누프 원전 타당성 조사, 9월 체코 프로젝트 최종 입찰을 앞두고 한수원은 협상을 빠르게 마무리 지을 유인이 크다. 동사는 Westinghouse 향으로도 일부 주기기를 공급하고 있어 분쟁 관련 리스크가 상대적으로 적다는 점도 매력이다.

중요한 건 수주가 성장하고 있다는 것

당장의 실적보다 수주 턴어라운드 중요하다. 동사의 1Q23 수주는 신한울 3,4호기 수주 등에 힘입어 4,3조원(연간 가이드스의 50%)을 달성했다. 보령, 분당 등 수익계약 형태로 이뤄지는 가스터빈 사업 역시 연내 수주 가능성이 높으며, 4Q23에는 유의미한 SMR 수주도 기대된다. 투자 의견 Buy, 적정주가 21,000원을 유지한다.

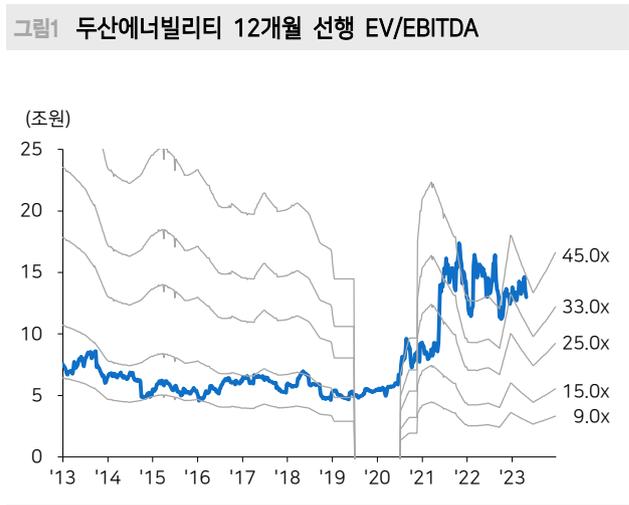
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	10,990.9	869.4	495.3	1,026	흑전	11,093	19.9	1.8	13.1	10.7	169.3
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023E	17,167.7	1,227.4	326.4	510	흑전	11,614	31.0	1.4	10.3	4.5	119.7
2024E	17,600.8	1,152.0	346.6	541	-3.9	12,156	29.2	1.3	10.6	4.6	111.6
2025E	18,934.7	1,430.6	501.2	782	37.8	12,938	20.2	1.2	8.6	6.2	107.9

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,041.0	3,071.3	31.6	4,621.8	-12.6	3,028.0	33.5	3,275.6	23.4
영업이익	364.6	192.1	89.7	271.7	34.2	183.5	98.7	229.0	59.2
세전이익	287.6	61.0	371.7	-574.2	흑전	122.0	135.7	376.9	-23.7
순이익	69.6	-38.3	흑전	-626.6	흑전	57.7	20.5	156.2	-55.5

자료: 두산에너지, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	15,791	16,817	17,168	17,601	8.7%	4.7%
영업이익	1,133	1,243	1,227	1,152	8.3%	-7.3%
영업이익률	7.2%	7.4%	7.1%	6.5%	0.0%p	-0.8%p
당기순이익	795	738	607	584	-23.7%	-20.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 에너지 부문 실적 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
수주	5,508.4	7,323.9	7,584.2	8,285.0	10,594.5	6,851.5	6,929.4	7,532.0
매출	5,290.3	5,601.3	6,558.0	7,625.5	7,718.5	8,292.5	8,638.6	9,468.9
영업이익	-544.6	262.2	167.3	247.2	210.6	381.4	556.7	763.7
영업이익률(%)	-10.3	4.7	2.6	3.2	2.7	4.6	6.4	8.1
EBITDA	-323.0	463.1	337.5	403.8	374.1	552.2	735.6	951.2
EBITDA 마진(%)	-6.1	8.3	5.1	5.3	4.8	6.7	8.5	10.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산에너지 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,204.2	1,257.1	1,340.6	1,354.6	1,275.5	1,320.0	1,300.0	1,300.0	1,143.5	1,289.1	1,298.9	1,300.0	1,300.0
에너지 수주	853.3	2,408.7	1,528.1	2,794.1	4,304.9	1,387.3	808.9	1,783.8	7,323.9	7,584.2	8,285.0	10,594.5	6,851.5
실적 전망													
매출	3,071.3	3,767.7	3,960.3	4,621.8	4,041.0	4,057.3	4,211.1	4,858.3	10,990.9	15,421.1	17,167.7	17,600.8	18,934.7
에너지	1,360.3	1,539.8	1,567.0	2,090.9	1,662.9	1,800.6	1,743.4	2,418.6	5,601.3	6,558.0	7,625.5	7,718.5	8,292.5
두산밥캣	1,640.8	2,218.4	2,378.9	2,383.9	2,405.1	2,262.7	2,426.4	2,377.7	3,307.8	8,621.9	9,472.0	9,734.0	9,928.7
두산퓨얼셀	50.9	64.9	23.4	128.2	49.9	74.5	128.2	168.3	268.1	267.5	420.9	513.6	1,082.4
기타 및 조정	19.2	-55.4	-9.0	18.8	-76.9	-80.6	-86.9	-106.4	-2,282.8	-26.3	-350.8	-365.3	-368.9
매출 성장률(% YoY)	-23.3	128.7	14.4	146.1	31.6	7.7	6.3	5.1	19.8	40.3	11.3	2.5	7.6
영업이익	192.1	327.7	314.6	271.7	364.6	263.3	250.6	348.9	869.4	1,106.1	1,227.4	1,152.0	1,430.6
에너지	72.1	37.4	38.7	19.1	85.3	46.5	15.9	99.5	262.2	167.3	247.2	210.6	381.4
두산밥캣	194.4	309.5	316.9	250.8	369.7	234.5	250.0	258.1	284.0	1,071.6	1,112.3	1,065.1	1,086.4
두산퓨얼셀	-8.6	0.8	-2.9	18.0	3.2	3.2	5.8	10.3	17.7	7.2	22.5	34.1	123.7
기타 및 조정	-65.7	-20.0	-38.1	-16.2	-93.6	-21.0	-21.1	-19.0	305.5	-140.0	-154.7	-157.8	-160.9
영업이익률(%)	6.3	8.7	7.9	5.9	9.0	6.5	6.0	7.2	7.9	7.2	7.1	6.5	7.6
영업이익 성장률(% YoY)	-48.4	141.5	29.4	129.4	89.7	-19.7	-20.3	28.4	흑전	27.2	11.0	-6.1	24.2
금융손익	-128.5	-220.9	-143.9	15.7	96.4	-150.3	-19.6	-57.4	-280.0	-477.6	-131.0	-212.3	-195.4
기타손익	3.8	47.5	4.6	-640.4	-174.9	2.4	3.5	-36.0	-45.5	-584.5	-205.0	-131.0	-122.0
종속, 지배, 관계기업 손익	-6.4	-4.5	1.6	-221.1	1.3	-1.4	-1.2	-1.2	20.1	-230.5	-2.5	-3.4	-3.6
중단손익	0.3	-191.1	60.9	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0	176.5	-119.7	0.0	0.0	0.0
세전이익	61.0	149.8	176.9	-574.2	287.6	114.0	233.3	254.3	563.9	-186.5	889.1	805.4	1,109.6
법인세비용	49.5	83.6	104.0	-90.1	116.9	31.3	64.2	69.9	94.6	147.0	282.3	221.5	305.1
법인세율(%)	81.1	55.8	58.8	15.7	40.6	27.5	27.5	27.5	16.8	-78.8	31.7	27.5	27.5
당기순이익	11.0	-124.5	144.5	-484.1	170.7	82.6	169.1	184.4	645.8	-453.1	606.8	583.9	804.4
순이익률(%)	0.4	-3.3	3.6	-10.5	4.2	2.0	4.0	3.8	5.9	-2.9	3.5	3.3	4.2
지배주주순이익	-38.3	-193.7	86.1	-626.6	69.6	48.7	90.6	117.7	495.3	-772.5	326.5	346.6	501.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,990.9	15,421.1	17,167.7	17,600.8	18,934.7
매출액증가율 (%)	19.8	40.3	11.3	2.5	7.6
매출원가	9,157.1	12,865.2	14,407.8	14,825.8	15,787.0
매출총이익	1,833.8	2,555.9	2,760.0	2,775.1	3,147.7
판매관리비	964.4	1,449.8	1,532.6	1,623.1	1,717.1
영업이익	869.4	1,106.1	1,227.4	1,152.0	1,430.6
영업이익률	7.9	7.2	7.1	6.5	7.6
금융손익	-280.0	-477.6	-131.0	-212.3	-195.5
중속/관계기업손익	20.1	-230.5	-2.5	-3.4	-3.6
기타영업외손익	-45.5	-584.5	-205.0	-131.0	-122.0
세전계속사업이익	563.9	-186.5	888.9	805.4	1,109.6
법인세비용	94.6	147.0	282.2	221.5	305.1
당기순이익	645.8	-453.2	606.7	583.9	804.4
지배주주지분 손이익	495.3	-772.5	326.4	346.6	501.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,417.6	8,098.9	8,482.3	8,792.9	9,940.3
현금및현금성자산	1,908.6	1,395.8	1,561.9	1,619.5	2,349.6
매출채권	921.1	1,619.6	1,668.8	1,724.9	1,821.0
재고자산	1,788.4	2,459.0	2,533.8	2,618.9	2,764.9
비유동자산	15,302.9	14,950.9	14,999.1	15,059.4	15,170.2
유형자산	5,437.0	5,022.2	5,078.3	5,142.6	5,214.5
무형자산	8,016.0	7,772.7	7,722.8	7,673.7	7,625.5
투자자산	1,351.0	1,142.7	1,184.8	1,229.9	1,317.0
자산총계	23,720.6	23,049.8	23,481.4	23,852.3	25,110.5
유동부채	10,125.8	8,059.5	8,094.0	8,167.6	8,515.2
매입채무	1,880.8	2,518.7	2,595.3	2,682.4	2,832.0
단기차입금	3,908.5	1,433.6	1,290.2	1,161.2	1,161.2
유동성장기부채	938.9	771.0	771.0	771.0	771.0
비유동부채	4,787.2	4,910.0	4,700.4	4,413.8	4,520.0
사채	848.3	356.4	321.6	275.7	275.7
장기차입금	1,516.9	2,350.9	2,121.7	1,819.1	1,819.1
부채총계	14,913.0	12,969.5	12,794.4	12,581.4	13,035.2
자본금	2,675.6	3,256.1	3,256.1	3,256.1	3,256.1
자본잉여금	1,865.1	2,870.1	2,870.1	2,870.1	2,870.1
기타포괄이익누계액	731.3	882.7	882.7	882.7	882.7
이익잉여금	773.2	58.8	385.3	731.9	1,233.0
비지배주주지분	2,716.2	2,967.0	3,247.3	3,484.6	3,787.9
자본총계	8,807.6	10,080.3	10,687.0	11,270.9	12,075.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,027.7	625.1	1,016.9	1,008.8	1,267.6
당기순이익(손실)	645.8	-453.2	606.7	583.9	804.4
유형자산상각비	361.7	314.8	327.4	338.5	351.0
무형자산상각비	175.2	156.6	50.0	49.1	48.2
운전자본의 증감	-493.2	-746.7	32.7	37.3	64.0
투자활동 현금흐름	-1,265.7	-71.1	-449.4	-480.5	-549.1
유형자산의증가(CAPEX)	-284.7	-348.7	-383.6	-402.8	-422.9
투자자산의감소(증가)	538.6	-5.8	-42.1	-45.1	-87.1
재무활동 현금흐름	-308.4	-1,132.5	-401.4	-470.7	11.6
차입금의 증감	-2,605.0	-2,336.9	-401.4	-470.7	11.6
자본의 증가	-59.2	1,585.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-428.2	-512.8	166.1	57.6	730.1
기초현금	2,336.8	1,908.6	1,395.8	1,561.9	1,619.5
기말현금	1,908.6	1,395.8	1,561.9	1,619.5	2,349.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	22,776	24,889	26,824	27,477	29,560
EPS(지배주주)	1,026	-1,247	510	541	782
CFPS	4,209	3,113	2,354	2,194	2,661
EBITDAPS	2,914	2,546	2,507	2,404	2,857
BPS	11,093	11,144	11,614	12,156	12,938
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	-12.4	31.0	29.2	20.2
PCR	4.8	4.9	6.7	7.2	5.9
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,406.3	1,577.5	1,604.8	1,539.6	1,829.8
EV/EBITDA	13.1	10.5	10.3	10.6	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	-11.7	4.5	4.6	6.2
EBITDA 이익률	12.8	10.2	9.3	8.7	9.7
부채비율	169.3	128.7	119.7	111.6	107.9
금융비용부담률	2.6	1.7	1.6	1.4	1.2
이자보상배율(x)	3.1	4.3	4.5	4.8	6.2
매출채권회전율(x)	7.4	12.1	10.4	10.4	10.7
재고자산회전율(x)	5.9	7.3	6.9	6.8	7.0

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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너지빌리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.21	기업분석	Buy	21,000	문경원	-	-	

