2025. 2. 18

▲ 유틸리티/건설
Analyst 문경원
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

두산에너빌리티 034020

4Q24 Review: 매력적인 IF 가 너무 많다

- ✓ 4Q24 연결 영업이익은 2,349억원을 기록하며 컨센서스(2,161억원)를 소폭 상회
- ✓ 2025년부터는 Mid-single 수준으로 영업이익률 개선
- ✓ 2025년 수주 가이던스는 보수적이며 초과 달성 기대 가능
- ✓ 가파른 상승세에도 불구하고 상승 여력을 만들 수 있을 매력적인 IF가 너무 많음
- ✓ 적정주가를 30,000원으로 +7% 상향, 투자의견은 Buy를 유지

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	30,000 원
현재주가 (2.17)	28,200 원
상승여력	6.4%
KOSPI	2,610.42pt
시가총액	180,638억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	68.63%
외국인비중	24.91%
52주 최고/최저가	28,200원/14,320원
평균거래대금	2,049.4억원
주요주주(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.7	50.4	83.5
상대주가	25.3	55.4	86.2

주가그래프

무난했던 4Q24 영업이익. 2025년부터 두드러질 수익성 개선

4Q24 연결 영업이익은 2,349억원(-20.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,161억원)를 소폭 상회했다. 두산밥캣 호조(+545억원 QoQ)가 주요 원인이었고, 3Q24의 일회성 비용 이슈에서 벗어난 에너빌리티 부문도 기대치에 충족했다. 2025년 가이던스에 따르면 매출은 줄어드나(6.4조원, -11.8% YoY), 석탄, 수처리 등 저수익성 현장 비중 감소로 영업이익률(5.8%, +2.5%p YoY) 은 개선될 전망이다.

보수적인 2025년 수주 가이던스, 초과 달성 기대

2025년 수주 가이던스로 10.7조원(+51%)를 제시했다. 이 중 원전은 4.9조원(체코 원전 3.8조원, SMR 5천억원)이다. 체코 원전 전체 사업비가 24조원으로 알려져 있고, 기자재가 통상 약 15%를 차지한다는 점, 이에 더해 시공 수주까지 있다는 점을 감안하면 실제 수주 규모는 이보다 클 가능성이 높다(3Q25 수주 예상). 체코 이외의 대형 원전 수주 가능성(팀 코리아, Westinghouse향 모두)도 열려있다. 빠르면 상반기 최초의 SMR 본품 수주도 예상된다(지금까지 소재 제작 건만 수주).

매력적인 IF가 너무 많다

적정주가를 30,000원으로 +7% 상향, 투자의견은 Buy를 유지한다(지난 20일 영업일 평균 종가를 기준으로 투자의견 계산). 여기서도 추가 상향 여력은 풍부하다. 1) 당사가 연간 5천억원~1조원 내외로 가정한 SMR 예상 수주가 사실은 그 이상으로 성장할 수 있다는 것이 증명된다면, 2)2026년으로 가정한 최초의 국산 가스 터빈 수출이 예상보다 빨리 가시화된다면, 3)체코 이외의 대형 원전 수주가 예상보다 이르게 이뤄진다면 실적 추정치 혹은 타겟 멀티플 상향이 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023	17,589.9	1,467.3	55.6	87	흑전	11,111	183.0	1.4	8.4	0.8	127.3
2024P	16,233.1	1,017.6	162.6	254	-31.0	11,500	69.1	1.5	13.3	2.2	135.0
2025E	15,791.2	1,118.2	395.4	617	69.0	12,117	45.7	2.3	16.9	5.2	120.8
2026E	17,742.6	1,532.1	643.1	1,004	55.1	13,121	28.1	2.1	13.0	8.0	112.3

표1 두산에너빌리티 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	4,589.1	4,854.5	-5.5	3,395.6	35.2	3,906.3	17.5	3,900.9	17.6
영업이익	234.9	296.7	-20.8	114.8	104.7	216.1	8.7	224.1	4.8
세전이익	-66.3	-161.2	적축	38.6	적전	152.1	N/A	234.0	N/A
순이익	-38.8	-143.1	적축	-55.0	적축	106.8	N/A	110.3	N/A

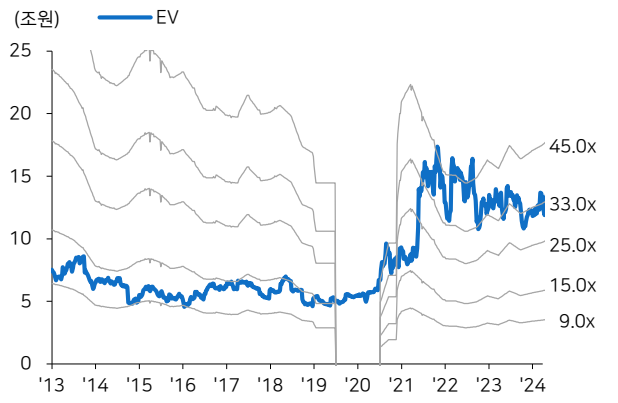
자료: 두산에너빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산에너빌리티 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	16,378.2	17,908.1	15,791.2	17,742.6	-3.6%	-0.9%
영업이익	1,224.5	1,525.9	1,118.2	1,532.1	-8.7%	0.4%
영업이익률	7.5%	8.5%	7.1%	8.6%	-0.4%p	0.1%p
당기순이익	779.1	1,025.7	604.0	937.0	-22.5%	-8.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산에너빌리티 12개월 선행 EV/EBITDA



주: 에너빌리티 이익을 기준으로 함
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

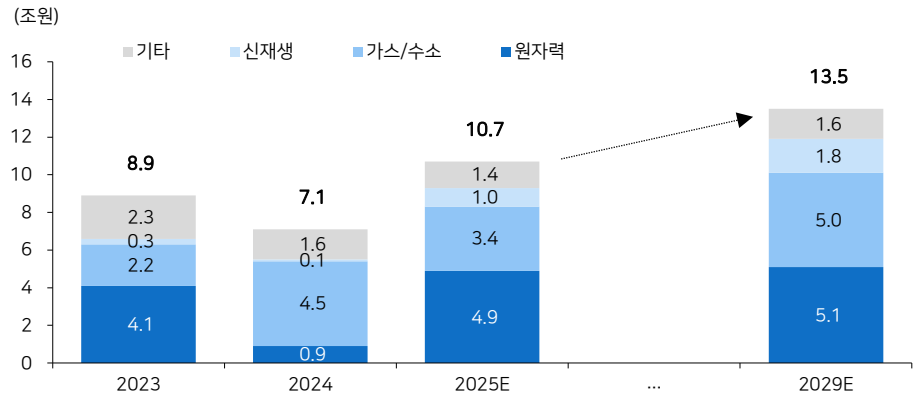
표3 두산에너빌리티 적정주가 산출

(십억원)

에너빌리티 부문 (A)	EBITDA	멀티플	자산 가치	비고
에너빌리티 부문 합산	1,046.9	18.6	19,503.2	2027년 EBITDA에 원전 확장 시기인 '09~'10년 평균 멀티플(아웃라이어 제외) 20.7배에 10% 기간 할인 적용
자회사 지분 (B)	**시가총액**	**지분율(%)**	**자산 가치**	**비고**
두산밥캣	4,962.3	46.1	1,372.9	시가총액*지분율*60%(상장 자회사 할인)
두산퓨얼셀	1,834.3	30.3	333.5	당사 추정 적정가치*지분율*60% (상장 자회사 할인)
두산건설, 큐벡스			489.7	장부가에 할인율 40% 추가 적용
자회사 가치 합산			2,196.0	
기업 가치(A+B)			21,699.2	
순차입금(C)			2,610.1	에너빌리티 부문 4Q24 순차입금
적정 시가총액(A+B-C)			19,089.1	
적정 주가(원)			**30,000.0**	
현재 주가(원)			28,200.0	
상승 여력(%)			6.4	

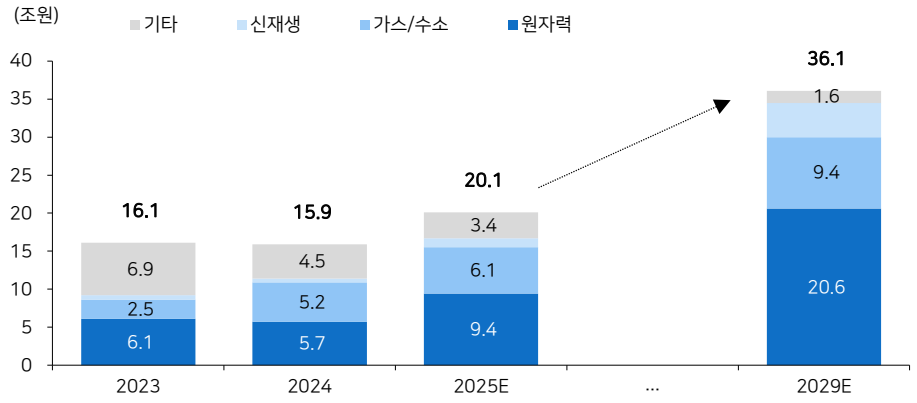
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 두산에너빌리티 중장기 경영 목표 – 신규 수주



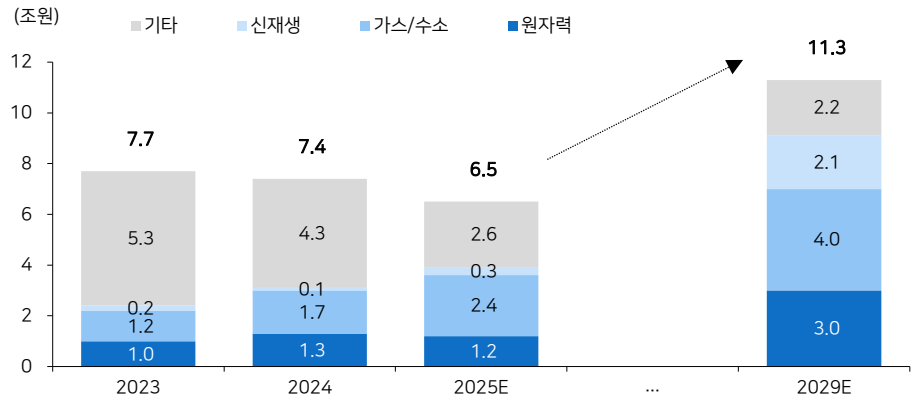
자료: 두산에너빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산에너빌리티 중장기 경영 목표 – 수주 잔고



자료: 두산에너빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산에너빌리티 중장기 경영 목표 – 매출



자료: 두산에너빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표4 에너빌리티 부문 실적 전망

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
수주	5,508.4	7,323.9	7,584.2	8,886.0	7,131.4	10,900.0	13,464.0	12,829.3
매출	5,290.3	5,601.3	6,558.0	7,651.9	7,366.8	6,659.4	8,138.7	9,516.4
영업이익	-544.6	262.2	167.3	225.1	243.6	346.2	606.3	892.4
영업이익률(%)	-10.3	4.7	2.6	2.9	3.3	5.2	7.4	9.4
EBITDA	-323.0	463.1	337.5	363.6	379.4	487.4	753.9	1,046.9
EBITDA 마진(%)	-6.1	8.3	5.1	4.8	5.2	7.3	9.3	11.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 두산에너빌리티 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,329.2	1,370.4	1,376.0	1,369.3	1,440.0	1,410.0	1,380.0	1,350.0	1,306.6	1,361.2	1,395.0	1,340.0	1,340.0
에너빌리티 수주	633.6	1,263.5	1,283.1	3,951.2	1,200.0	2,000.0	5,500.0	2,200.0	8,886.0	7,131.4	10,900.0	13,464.0	12,829.3
실적 전망													
매출	**4,097.9**	**4,150.5**	**3,395.6**	**4,589.1**	**4,058.0**	**3,988.6**	**3,452.0**	**4,292.7**	**17,589.9**	**16,233.1**	**15,791.2**	**17,742.6**	**19,313.2**
에너빌리티	1,700.1	1,814.4	1,611.5	2,240.8	1,604.7	1,643.7	1,480.8	1,930.1	7,651.9	7,366.8	6,659.4	8,138.7	9,516.4
두산밥캣	2,394.6	2,236.6	1,777.7	2,142.3	2,394.6	2,236.6	1,777.7	2,202.5	9,758.9	8,551.2	8,611.5	8,999.9	9,179.9
두산퓨얼셀	31.7	86.5	32.0	261.6	71.0	116.4	207.0	170.5	260.9	411.8	564.9	648.5	661.5
기타 및 조정	-28.5	13.0	-25.7	-7.9	-12.3	-8.2	-13.5	-10.5	-81.8	-49.1	-44.5	-44.5	-44.5
매출 성장률(% YoY)	1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-1.0	-3.9	1.7	-6.5	14.1	-7.7	-2.7	12.4	8.9
영업이익	**358.1**	**309.8**	**114.8**	**234.9**	**359.7**	**326.1**	**167.2**	**265.2**	**1,467.3**	**1,017.6**	**1,118.2**	**1,532.1**	**1,836.7**
에너빌리티	74.1	72.1	34.4	63.0	83.5	88.8	66.3	107.7	225.1	243.6	346.2	606.3	892.4
두산밥캣	326.0	239.5	125.7	180.2	326.0	239.5	125.7	147.5	1,389.9	871.4	838.8	970.4	989.8
두산퓨얼셀	1.7	2.2	-3.0	-2.6	-5.2	1.9	18.4	15.7	1.7	-1.7	30.8	54.9	56.0
기타 및 조정	-43.6	-4.0	-42.3	-5.7	-44.5	-4.1	-43.2	-5.8	-149.3	-95.7	-97.6	-99.5	-101.5
영업이익률(%)	8.7	7.5	3.4	5.1	8.9	8.2	4.8	6.2	8.3	6.3	7.1	8.6	9.5
영업이익 성장률(% YoY)	-1.8	-37.4	-63.1	-20.8	0.5	5.3	45.7	12.9	32.7	-30.6	9.9	37.0	19.9
금융손익	-14.7	-41.6	-70.8	-48.2	-203.8	0.5	3.4	4.4	-268.0	-175.4	-195.5	-179.4	-231.1
기타손익	18.9	27.6	-8.9	-292.8	-20.0	-19.0	-18.1	-17.1	-422.2	-255.2	-74.2	-60.4	-65.2
종속, 지배, 관계기업 손익	6.5	20.9	3.5	-1.0	-1.1	-3.9	-6.3	-4.1	-38.7	30.0	-15.3	0.1	-6.9
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	**368.8**	**316.7**	**38.6**	**-66.3**	**134.8**	**303.8**	**146.3**	**248.3**	**738.5**	**657.8**	**833.2**	**1,292.4**	**1,533.4**
법인세비용	107.8	95.9	65.0	-5.7	37.1	83.5	40.2	68.3	221.0	263.1	229.1	355.4	421.7
법인세율(%)	29.2	30.3	168.6	8.6	27.5	27.5	27.5	27.5	29.9	40.0	27.5	27.5	27.5
당기순이익	**261.1**	**220.8**	**-26.5**	**-60.7**	**97.7**	**220.2**	**106.0**	**180.1**	**517.5**	**394.7**	**604.0**	**937.0**	**1,111.7**
순이익률(%)	6.4	5.3	-0.8	-1.3	2.4	5.5	3.1	4.2	2.9	2.4	3.8	5.3	5.8
지배주주순이익	**144.2**	**136.2**	**-55.0**	**-38.8**	**60.0**	**141.2**	**69.0**	**125.3**	**55.6**	**186.5**	**395.4**	**643.1**	**811.8**

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	**15,421.1**	**17,589.9**	**16,233.1**	**15,791.2**	**17,742.6**
매출액증가율(%)	40.3	14.1	-7.7	-2.7	12.4
매출원가	12,865.2	14,572.9	13,555.3	13,169.2	14,457.1
매출총이익	2,555.9	3,017.0	2,677.7	2,622.0	3,285.6
판매관리비	1,449.8	1,549.7	1,660.1	1,503.8	1,753.5
영업이익	**1,106.1**	**1,467.3**	**1,017.6**	**1,118.2**	**1,532.1**
영업이익률(%)	7.2	8.3	6.3	7.1	8.6
금융손익	-477.6	-268.0	-175.4	-195.5	-179.4
종속/관계기업손익	-230.5	-38.7	30.0	-15.3	0.1
기타영업외손익	-584.5	-422.2	-255.2	-74.2	-60.4
세전계속사업이익	-186.5	738.5	617.1	833.2	1,292.4
법인세비용	147.0	221.0	259.6	229.1	355.4
당기순이익	**-453.2**	**517.5**	**357.5**	**604.0**	**937.0**
지배주주지분 순이익	-772.5	55.6	162.6	395.4	643.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**625.1**	**2,070.6**	**-916.9**	**1,026.5**	**1,402.4**
당기순이익(손실)	-453.2	517.5	357.5	604.0	937.0
유형자산상각비	314.8	322.5	344.1	376.3	396.7
무형자산상각비	156.6	144.1	116.0	49.9	49.1
운전자본의 증감	-746.7	644.6	-1,732.4	-3.7	19.6
투자활동 현금흐름	**-71.1**	**-816.6**	**-989.4**	**-434.1**	**-810.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-348.7	-395.6	-458.3	-481.2	-505.2
투자자산의감소(증가)	-5.8	61.6	-474.6	79.0	-249.4
재무활동 현금흐름	**-1,132.5**	**-52.9**	**1,068.9**	**-670.0**	**-994.9**
차입금의 증감	-2,336.9	-179.5	1,247.9	-670.0	-994.9
자본의 증가	1,585.4	-1,146.0	-149.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-512.8	1,224.4	-791.2	-77.7	-403.5
기초현금	1,908.6	1,395.8	2,620.2	1,829.0	1,751.3
기말현금	1,395.8	2,620.2	1,829.0	1,751.3	1,347.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	8,098.9	9,641.6	10,553.7	10,316.1	10,975.7
현금및현금성자산	1,395.8	2,620.2	1,829.0	1,751.3	1,347.8
매출채권	1,619.6	1,333.4	1,519.4	1,485.0	1,665.8
재고자산	2,459.0	2,539.0	3,610.9	3,529.0	3,958.6
비유동자산	14,950.9	14,999.3	15,935.7	15,911.7	16,220.6
유형자산	5,022.2	5,225.2	5,417.0	5,521.9	5,630.4
무형자산	7,772.7	7,893.0	8,075.8	8,025.9	7,976.9
투자자산	1,142.7	1,014.6	1,567.0	1,488.0	1,737.4
자산총계	**23,049.8**	**24,640.8**	**26,489.4**	**26,227.8**	**27,196.3**
유동부채	8,059.5	9,596.8	9,906.9	9,531.4	9,948.6
매입채무	2,518.7	2,434.1	1,874.6	1,832.1	2,055.1
단기차입금	1,433.6	1,186.6	2,233.0	2,009.7	1,627.9
유동성장기부채	771.0	1,576.4	958.4	958.4	958.4
비유동부채	4,910.0	4,202.6	5,310.5	4,820.4	4,434.8
사채	356.4	493.9	863.8	779.6	740.6
장기차입금	2,350.9	1,457.8	1,927.3	1,569.8	969.3
부채총계	**12,969.5**	**13,799.3**	**15,217.4**	**14,351.8**	**14,383.3**
자본금	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	2,870.1	1,712.8	1,563.8	1,563.8	1,563.8
기타포괄이익누계액	882.7	906.7	974.0	974.0	974.0
이익잉여금	58.8	1,184.5	1,514.4	1,909.8	2,552.9
비지배주주지분	2,967.0	3,724.1	3,905.9	4,114.5	4,408.4
자본총계	**10,080.3**	**10,841.5**	**11,272.0**	**11,876.1**	**12,813.0**

Key Financial Data

	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	24,889	27,483	25,342	24,652	27,699
EPS(지배주주)	-1,247	87	254	617	1,004
CFPS	3,113	3,226	2,136	2,331	3,025
EBITDAPS	2,546	3,022	2,307	2,411	3,088
BPS	11,144	11,111	11,500	12,117	13,121
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-12.4	183.0	69.1	45.7	28.1
PCR	4.9	4.9	8.2	12.1	9.3
PSR	0.6	0.6	0.7	1.1	1.0
PBR	1.4	1.4	1.5	2.3	2.1
EBITDA(십억원)	1,577.5	1,934.0	1,477.8	1,544.3	1,977.9
EV/EBITDA	10.5	8.4	13.3	16.9	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.7	0.8	2.2	5.2	8.0
EBITDA 이익률	10.2	11.0	9.1	9.8	11.1
부채비율	128.7	127.3	135.0	120.8	112.3
금융비용부담률	1.7	1.8	2.0	2.0	1.5
이자보상배율(x)	4.3	4.6	3.2	3.5	5.6
매출채권회전율(x)	12.1	11.9	11.4	10.5	11.3
재고자산회전율(x)	7.3	7.0	5.3	4.4	4.7

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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)

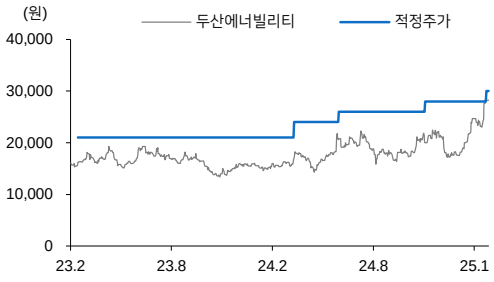
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너빌리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.02.21	기업분석	Buy	21,000	문경원	-22.3	-8.1
2024.02.21		1 년 경과			-23.8	-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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이