

두산에너지빌리티 (034020)

4Q25 Preview: 무난한 실적, 역대급 수주

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

연결 실적은 자회사 부진, 에너지빌리티 부문은 양호

4Q25 연결 영업이익은 2,913억원(+24.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(3,638억원)를 하회할 전망이다. 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 연결 자회사 이익 전망치 하향 조정이 주요 원인이다. 에너지빌리티 부문 영업이익은 1,872억원(+197% YoY)을 기록하며 가이던스(연간 영업이익 3,100~3,300억원) 중간값에 수렴할 전망이다. 분기별 이익 분포가 4분기에 집중되는 이유는 1)상반기 해외 화력 프로젝트 손실에 대한 VO가 4Q25 인식되며, 2)3분기 대비 성과급 관련 비용 반영이 줄어들고, 3)계절적으로 매출이 4분기에 집중되기 때문이다. 2025년 수주는 연간 가이던스 상단(14조원)을 상회하는 14.6조원으로 추정한다. 체코 두코바니 수주가 NSSS, T/G 합계 5.6조원으로 가이던스(3.8조원)를 훌쩍 뛰어넘은 데다, 가스터빈 미국 수출도 영향을 주었다.

투자자들의 시선은 2026년 가이던스로

2026년 에너지빌리티 수주는 15.5조원(+6.2%)으로 전망한다. 체코 두코바니와 같은 팀코리아 항 대형 원전 주기기 계약은 2026년 없다. 다만 체코 두코바니 EPC, Westinghouse 항 원전 주기기 계약, SMR, 해상풍력 수주가 빈 자리를 메꿀 수 있다. 당사의 긍정적 전망과 별개로, 보수적인 가이던스 성향을 감안했을 때 2026년 수주 가이던스가 성장을 가리킬 지는 미지수다. 되돌아보면, 2025년 초 동사가 제시한 2025년 수주 가이던스는 10.7조원에 불과했다(2025년 실제 수주는 14조원 이상 추측). 2030년 장기 수주, 이익 가이던스 역시 기존에 제시된 흐름(중장기 수주 CAGR 10% 이상)에서 크게 달라질 것으로 보지 않는다.

2026년 SMR 전용 공장 착공... 이제 수주가 나올 차례

무난한 실적, 가이던스와 별개로 주가 측면에서는 현실화되는 SMR 수주를 둘러싼 긍정적 변동성이 예상된다. 주요 고객사인 Nuscale은 미국 유틸리티 TVA와 계약을 앞두고 있으며, Terrapower 역시 첫 프로젝트인 와이오밍 프로젝트를 1Q26 착공 예정이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 102,000원을 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 14

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	102,000원
현재주가 (1.13)	87,000원
상승여력	17.2%

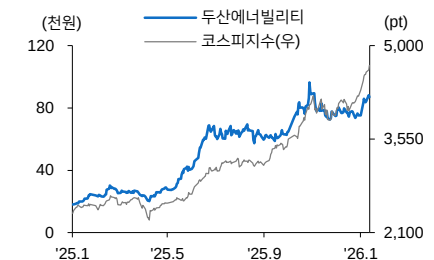
KOSPI	4,692.64pt
시가총액	557,288억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	69.10%
외국인비중	22.94%
52주 최고/최저가	96,400원/20,100원
평균거래대금	4,473.4억원

주요주주(%)

두산 외 28 인	30.68
국민연금공단	7.86

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.2	43.8	332.8
상대주가	-3.1	-2.7	129.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	18,063.2	842.0	152.0	237	36.5	12,247	317.3	6.1	40.1	2.0	147.4
2026E	17,870.1	1,033.6	360.9	563	137.4	12,810	154.4	6.8	40.1	4.5	137.3
2027E	20,276.7	1,741.5	812.9	1,269	125.3	14,079	68.6	6.2	26.7	9.4	139.9
2028E	23,007.3	1,988.5	934.1	1,458	14.9	15,538	59.7	5.6	22.7	9.8	133.6

표1 두산에너지빌리티 4Q25E Preview 테이블

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,865.2	4,589.1	27.8	3,880.4	51.2	4,813.1	21.9	4,676.5	25.4
영업이익	291.3	234.9	24.0	137.1	112.5	290.1	0.4	363.8	-19.9
세전이익	231.2	-66.3	흑전	-17.9	흑전	232.6	-0.6	225.2	2.7
당기순이익	167.6	-60.7	흑전	-24.0	흑전	168.6	-0.6	180.0	-6.9
영업이익률(%)	5.0	5.1		3.5		6.0		7.8	
세전이익률(%)	3.9	-1.4		-0.5		4.8		4.8	
순이익률(%)	2.9	-1.3		-0.6		3.5		3.8	

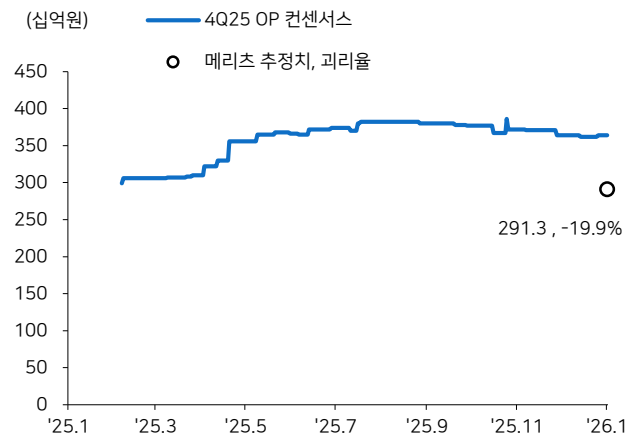
자료: Quantiwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산에너지빌리티 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	18,063.2	17,011.0	6.2	17,870.1	18,574.1	-3.8
영업이익	842.0	840.8	0.1	1,033.6	1,238.1	-16.5
세전이익	554.0	555.4	-0.3	729.3	976.4	-25.3
순이익	152.0	139.5	9.0	360.8	503.5	-28.3
영업이익률(%)	4.7	4.9		5.8	6.7	
세전이익률(%)	3.1	3.3		4.1	5.3	
순이익률(%)	0.8	0.8		2.0	2.7	

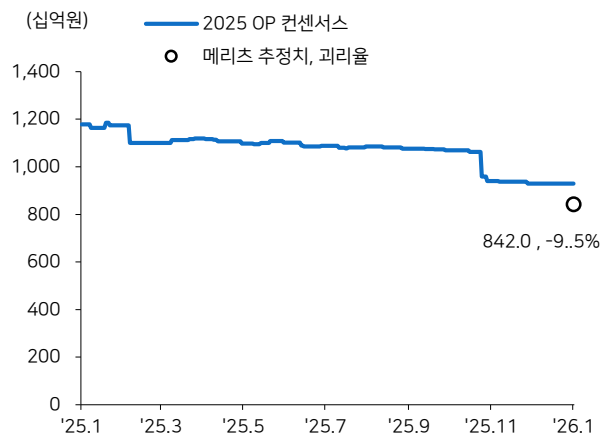
자료: Quantiwise, 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표3 4Q25E 영업이익, 컨센서스 -19.9% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 2025E 영업이익, 컨센서스 -9.5% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표5 두산에너지 장기 실적 전망 (에너지 부문)

(십억원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
수주	14,640.9	15,553.5	19,915.6	23,484.5	25,572.2	30,777.8	34,210.4	35,371.4	36,618.4	37,940.5	39,359.2
대형 원전	5,640.1	2,800.0	7,870.0	8,041.8	8,242.8	11,539.5	11,828.0	12,123.7	12,426.8	12,737.5	13,055.9
SMR	0.0	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	1,000.0	2,536.1	3,222.4	3,511.9	3,711.7	3,785.9	3,861.6	3,938.9	4,017.7	4,098.0	4,180.0
풍력	187.2	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	6,313.6	5,400.0	2,010.0	3,520.2	4,160.6	4,109.5	4,159.5	4,210.7	4,263.2	4,316.9	4,371.9
기타	1,500.0	1,595.4	1,682.7	1,795.0	1,985.3	2,258.7	2,614.8	3,072.6	3,599.6	4,184.3	4,848.0
매출	8,905.3	8,146.0	10,087.4	12,956.3	16,451.3	19,327.6	23,643.7	27,324.9	30,696.6	33,523.8	35,998.2
매출성장률(%)	20.9	-8.5	23.8	28.4	27.0	17.5	22.3	15.6	12.3	9.2	7.4
대형 원전	440.2	922.5	1,370.2	1,882.1	3,157.5	4,033.0	4,946.6	6,261.4	7,792.1	9,008.7	10,029.0
SMR	0.0	0.0	702.0	1,490.8	2,477.6	3,414.3	6,056.6	7,164.0	7,916.6	8,458.7	8,876.6
가스터빈	661.1	1,106.3	2,332.6	3,353.9	4,060.0	4,591.2	4,982.3	5,323.7	5,651.7	5,981.1	6,317.9
풍력	5.2	105.8	482.0	1,098.6	1,508.0	1,794.7	2,038.3	2,631.1	3,054.0	3,377.6	3,644.0
EPC	2,998.5	2,967.5	2,736.2	2,979.2	3,239.2	3,494.9	3,516.7	3,636.8	3,668.3	3,689.7	3,652.0
기타	4,800.4	3,043.8	2,464.4	2,151.7	2,009.1	1,999.5	2,103.2	2,307.9	2,613.8	3,008.1	3,478.6
영업이익	321.6	388.8	925.5	1,536.3	2,419.2	3,092.0	4,096.4	4,957.0	5,820.3	6,552.3	7,183.0
영업이익률(%)	3.6	4.8	9.2	11.9	14.7	16.0	17.3	18.1	19.0	19.5	20.0
영업이익성장률(%)	32.0	20.9	138.0	66.0	57.5	27.8	32.5	21.0	17.4	12.6	9.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 두산에너지빌리티 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주요 가정													
에너지빌리티 수주	1,720.8	2,079.2	1,590.3	9,250.6	5,559.5	2,378.2	2,038.4	5,577.4	8,886.0	7,131.4	14,640.9	15,553.5	19,915.6
에너지빌리티 수주잔고	17,267.5	17,165.0	17,122.3	25,229.9	29,348.1	29,730.7	30,275.3	33,039.6	15,972.0	17,122.3	25,229.9	33,039.6	43,349.1
실적 전망													
매출	3,748.6	4,569.0	3,880.4	5,865.2	3,746.2	4,452.5	3,879.7	5,791.8	17,589.9	16,233.1	18,063.2	17,870.1	20,276.7
에너지빌리티	1,575.6	2,181.7	1,633.0	3,515.0	1,441.2	1,995.7	1,493.8	3,215.3	7,651.9	7,366.8	8,905.3	8,146.0	10,087.4
두산밥캣	2,098.2	2,237.1	2,160.8	2,185.9	2,150.6	2,293.0	2,214.8	2,351.4	9,701.4	8,501.8	8,682.0	9,009.9	9,425.5
두산퓨얼셀	99.8	128.5	90.8	180.0	160.1	164.8	177.8	232.4	260.9	411.8	499.0	735.1	786.0
기타 및 조정	-24.9	21.8	-4.3	-15.7	-5.8	-1.0	-6.7	-7.3	-24.3	-47.3	-23.2	-20.8	-22.3
매출 성장률(% YoY)	-8.5	10.1	14.3	27.8	-0.1	-2.6	0.0	-1.3	14.1	-7.7	11.3	-1.1	13.5
영업이익	142.5	271.1	137.1	291.3	218.7	270.6	190.2	354.0	1,467.3	1,017.6	842.0	1,033.6	1,741.5
에너지빌리티	-1.4	92.4	43.4	187.2	68.8	95.2	71.3	153.5	225.1	243.6	321.6	388.8	925.5
두산밥캣	200.0	207.6	137.9	139.9	205.0	212.8	151.7	197.2	1,380.8	864.8	685.4	766.7	870.3
두산퓨얼셀	-11.6	-1.9	-15.6	-30.0	-9.6	-9.9	-3.6	9.3	1.7	-1.7	-59.1	-13.8	56.1
기타 및 조정	-44.6	-27.0	-28.6	-5.8	-45.5	-27.5	-29.2	-5.9	-140.3	-89.1	-106.0	-108.1	-110.3
영업이익률(%)	3.8	5.9	3.5	5.0	5.8	6.1	4.9	6.1	8.3	6.3	4.7	5.8	8.6
영업이익 성장률(% YoY)	-60.2	-12.5	19.4	24.0	53.5	-0.2	38.8	21.5	32.7	-30.6	-17.3	22.8	68.5
금융손익	-79.4	-73.1	-131.2	-60.1	-54.3	-55.4	-59.1	-55.3	-268.0	-181.3	-343.9	-224.0	-200.0
기타손익	-34.7	107.2	-40.2	0.0	-18.7	-20.8	-42.6	0.0	-422.2	-199.1	32.4	-82.1	-65.7
종속, 지배, 관계기업 손익	1.9	5.4	16.4	0.0	9.9	13.9	-1.3	-20.7	-38.7	20.5	23.6	1.8	15.3
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	231.2	155.7	208.3	87.3	278.1	738.5	657.8	554.0	729.3	1,491.1
법인세비용	51.4	112.7	6.1	63.6	42.8	57.3	24.0	76.5	221.0	263.1	233.8	200.6	410.1
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	167.6	112.9	151.0	63.3	201.6	517.5	394.7	320.2	528.7	1,081.1
순이익률(%)	-0.6	4.3	-0.6	2.9	3.0	3.4	1.6	3.5	2.9	2.4	1.8	3.0	5.3
지배주주순이익	-68.9	130.9	-50.1	140.0	72.7	101.5	42.5	144.1	55.6	111.4	152.0	360.8	812.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233.1	18,063.2	17,870.1	20,276.7	23,007.3
매출액증가율(%)	-7.7	11.3	-1.1	13.5	13.5
매출원가	13,503.3	15,217.9	14,896.4	16,313.2	18,510.1
매출총이익	2,729.7	2,845.2	2,973.7	3,963.5	4,497.2
판매관리비	1,712.1	2,003.3	1,940.2	2,221.9	2,508.7
영업이익	1,017.6	842.0	1,033.6	1,741.5	1,988.5
영업이익률(%)	6.3	4.7	5.8	8.6	8.6
금융손익	-181.3	-343.9	-224.0	-200.0	-150.7
종속/관계기업손익	20.5	23.6	1.8	15.3	0.0
기타영업외손익	-199.1	32.4	-82.1	-65.7	0.0
세전계속사업이익	657.8	554.0	729.3	1,491.1	1,837.8
법인세비용	263.1	233.8	200.6	410.1	595.4
당기순이익	394.7	320.2	528.7	1,081.1	1,242.4
지배주주지분 순이익	111.4	152.0	360.8	812.8	934.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	242.2	1,175.5	1,031.6	1,962.5	2,139.6
당기순이익(손실)	394.7	320.2	528.7	1,081.1	1,242.4
유형자산상각비	350.3	397.9	454.8	500.1	625.3
무형자산상각비	140.7	135.3	67.3	66.0	25.1
운전자본의 증감	-891.3	91.4	-19.2	315.4	246.8
투자활동 현금흐름	-821.4	-547.5	-546.5	-1,059.1	-219.4
유형자산의증가(CAPEX)	-461.5	-446.3	-563.6	-778.7	0.0
투자자산의감소(증가)	-54.1	349.2	11.9	-195.6	-153.0
재무활동 현금흐름	608.4	916.1	-359.6	-259.6	-853.8
차입금의 증감	1,281.7	846.8	-359.6	-259.6	-853.8
자본의 증가	-140.7	-131.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	278.1	1,442.3	125.6	643.8	1,066.3
기초현금	2,620.2	2,898.3	4,340.6	4,466.2	5,110.0
기말현금	2,898.3	4,340.6	4,466.2	5,110.0	6,176.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,049.0	13,479.7	13,490.9	16,010.6	18,544.9
현금및현금성자산	2,898.3	4,340.6	4,466.2	5,110.0	6,176.3
매출채권	1,290.3	1,649.1	1,628.4	1,966.9	2,231.8
재고자산	2,733.9	3,494.2	3,450.4	4,167.6	4,728.9
비유동자산	16,265.8	16,287.4	16,317.0	16,725.1	16,227.8
유형자산	5,703.1	5,708.4	5,817.2	6,095.8	5,470.5
무형자산	8,397.3	8,557.5	8,490.2	8,424.2	8,399.1
투자자산	1,182.0	952.7	940.7	1,136.3	1,289.3
자산총계	26,314.8	29,767.1	29,807.8	32,735.8	34,772.7
유동부채	8,945.8	11,619.5	11,387.6	12,935.5	13,326.8
매입채무	2,220.9	2,838.5	2,803.0	3,385.6	3,841.6
단기차입금	2,141.3	2,434.7	2,339.8	2,245.7	2,245.7
유동성장기부채	398.2	997.1	962.6	923.9	0.0
비유동부채	5,707.9	6,113.8	5,857.7	6,156.7	6,559.9
사채	906.8	456.9	338.6	226.4	226.4
장기차입금	2,434.5	2,696.4	2,590.0	2,485.8	2,485.8
부채총계	14,653.7	17,733.3	17,245.3	19,092.2	19,886.7
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,572.1	1,440.5	1,440.5	1,440.5	1,440.5
기타포괄이익누계액	1,215.9	1,316.5	1,316.5	1,316.5	1,316.5
이익잉여금	1,394.5	1,775.0	2,135.9	2,948.7	3,882.8
비지배주주지분	4,164.5	4,188.9	4,356.8	4,625.0	4,933.2
자본총계	11,661.1	12,033.8	12,562.5	13,643.6	14,886.0

Key Financial Data

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	25,342	28,199	27,898	31,655	35,917
EPS(지배주주)	174	237	563	1,269	1,458
CFPS	2,715	2,532	2,303	3,524	4,120
EBITDAPS	2,355	2,147	2,429	3,603	4,120
BPS	11,703	12,247	12,810	14,079	15,538
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	100.9	317.3	154.4	68.6	59.7
PCR	6.5	29.7	37.8	24.7	21.1
PSR	0.7	2.7	3.1	2.7	2.4
PBR	1.5	6.1	6.8	6.2	5.6
EBITDA(십억원)	1,508.6	1,375.1	1,555.7	2,307.6	2,638.9
EV/EBITDA	12.5	40.1	40.1	26.7	22.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.5	2.0	4.5	9.4	9.8
EBITDA 이익률	9.3	7.6	8.7	11.4	11.5
부채비율	125.7	147.4	137.3	139.9	133.6
금융비용부담률	2.0	1.8	1.9	1.6	1.3
이자보상배율(x)	3.1	2.5	3.0	5.3	6.6
매출채권회전율(x)	12.4	12.3	10.9	11.3	11.0
재고자산회전율(x)	6.2	5.8	5.1	5.3	5.2

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	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 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)	
2023.11.08	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	-	-	