

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 85,000원
현재주가(26/10/29)	56,700원
상승여력	49.9%

영업이익(26F, 십억원)	1,145
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	1,138
EPS 성장률(26F, %)	320.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	101.8
MKT P/E(26F, x)	5.9
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	36,320
발행주식수(백만주)	641
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	22.3
벤테(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	56,700
52주 최고가(원)	136,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-28.9	-56.1	-41.2
상대주가	-17.7	-50.5	-59.6



[전력 솔루션]

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

두산에너지빌리티

3Q26 Review: 희비교차

3Q26 Review: 고마진 사업 본격화로 수익성 개선 달성

동사의 3Q26 영업이익은 2,612억원(+90.6% YoY, OPM 5.9%)을 기록하며 컨센서스를 상회했다. 에너지빌리티 부문 매출액은 1조 8,249억원(+8.7% YoY), 영업이익은 1,211억원(+179% YoY, OPM 6.6%)을 달성하며 전년 동기 대비 유의미한 실적 개선을 나타냈다. Misfah, Duqm, Jafurah와 체코 Dukovany 프로젝트의 공정이 매출 성장을 견인했으며, 원자력과 가스터빈 등 고마진 사업의 매출 비중 확대가 수익성 개선으로 이어졌다. 3분기 누적 주주는 전년 대비 85.5% 증가한 10.0조원, 수주잔고는 70.9% 증가한 26.6조원으로 확대됐다. 당기순이익은 환율 하락에 따른 약 800억원의 외화환산손실이 반영되며 418억원의 적자를 기록했다.

희: 대형원전 파이프라인의 양적 및 질적 개선

대형원전 파이프라인의 양적 및 질적 개선이 확인되고 있다. 국내 APR1400 사업은 12차 전력수급기본계획에 추가 원전 계획을 검토하기 위한 공론화위원회가 구성됐으며, 11차 계획 대비 2~4기의 신규 원전이 추가 도입이 유력하다. 베트남에서도 한국전력이 다투던 원전 수주를 위한 재정자문사 선임에 착수하며 팀 코리아 수주 가능성이 부상하고 있다. 한미 원전 협력 프레임워크에 따라 미국 내 APR1400 2기 건설도 논의되고 있어 국내 원전의 수주 범위가 해외로 확대될 전망이다. 웨스팅하우스와 추진하는 AP1000 사업 역시 미국을 중심으로 장남기 품목의 선발주 계획이 발표되고 있다. 부지 확정과 사업제안서 제출 및 한국 정부의 승인 절차가 남아 있으나, 웨스팅하우스와 한국 정부 모두 조기 발주 의지가 강한 만큼 빠르면 연내 원자로와 증기발생기 등 주요 기자재 본계약 체결을 기대한다.

비: 체코 두코바니 EPC 협상 결렬과 늦어지는 뉴스케일의

반면 체코 두코바니 원전과 뉴스케일 사업에 대해서는 눈높이를 낮출 필요가 있다. 3조원 규모로 예상됐던 두코바니 EPC 사업은 한수원과의 시공 협상이 결렬됐다. 발주 과정에서 총액확정 조건과 시공비 감액이 요구된 것으로 파악되며, 향후 재입찰이 진행되더라도 기존 수주금액과 수익성에 대한 기대를 유지하기는 어렵다. 주요 SMR 파이프라인이었던 뉴스케일 사업도 일정 지연이 이어지고 있다. 금번 분기 모듈 1기에 대한 선행 제작 계약을 체결했지만, 시장이 기대했던 물량은 최대 72기(로마니아 12기, TVA 60기) 수준이다. 뉴스케일과 TVA의 PPA 체결 가능성에 대한 불확실성이 지속되는 가운데 후속 발주를 실적 추정에 반영하기는 이르다고 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	16,233	17,058	18,586	22,892	27,114
영업이익 (십억원)	1,018	763	1,145	2,029	2,864
영업이익률 (%)	6.3	4.5	6.2	8.9	10.6
순이익 (십억원)	111	85	357	1,122	1,687
EPS (원)	174	132	557	1,752	2,633
ROE (%)	1.5	1.1	4.4	12.6	16.4
P/E (배)	100.9	569.1	101.8	32.4	21.5
P/B (배)	1.5	6.2	4.3	3.8	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 ‘매수’ 유지, 목표주가 85,000원으로 29.2% 하향

동사의 목표주가를 기존 120,000만원에서 85,000원으로 29.2% 하향하며, 투자의견 ‘매수’를 유지한다. 체코 Dukovany 원전 EPC 사업의 예상 발주금액을 축소하고 뉴스케일향 SMR 모듈 사업을 실적 추정에서 제외해 중장기 이익 추정치를 하향했다.

다만 Dukovany EPC 협상 결렬 이후의 주가 하락은 과도하다고 판단한다. 해당 사업의 예상 발주 규모는 약 3조원이나, EPC 사업은 동사의 주력인 기자재 사업보다 수익성이 낮아 이익 추정치에 미치는 영향은 제한적이다. SMR 부문에서도 X-Energy와 TerraPower 등으로 고객이 다변화되고 있어 뉴스케일 사업 지연에 따른 공백을 일부 상쇄할 전망이다. 연말부터 내년 상반기 중으로미국 AP1000형 장납기 기자재 발주가 예상된다는 점도 단기 밸류에이션 회복에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 1. 뉴스케일, Romania 사업 FID 조건의 80% 미충족

Romania's SMR project with NuScale hits deadlock as 80% of conditions are not met

Romanian nuclear group Nuclearelectrica (BVB: SNN) said that more than 80% of the conditions specified when it approved the Final Investment Decision (FID) for the Doicești small modular reactor (SMR) project in February remain unmet. These include critical commitments assumed by US partner NuScale.

자료: Romania Insider, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산에너지빌리티, 한수원과의 체코 원전 시공계약 협상 결렬

체코 원전 시공계약 협상 결렬 주요 쟁점

	한국수력원자력 입장	대우건설·두산에너지빌리티 입장
공사비 조정	과다 산정된 단가·간접비 등을 합리적으로 조정하자는 요구	기존 제출 단가를 수용하고 손실을 감수한 감액 수정안도 제출
설계 변경 비용	기본설계 승인 시점의 물량을 반영해 총액 확정. 부당한 위험 전가 없음	설계에 관여하지 못하면서 늘어나는 공사 물량을 증액 없이 상당 부분 부담하는 것은 부당
협상 기간	본계약 이후 약 15개월간 협상했지만 합의 실패. 추가 지연 방지 필요	10월7일 변경 조건을 받아 검토 기간은 약 3주. 연말까지 연장 요청했으나 거절
절차	기존 협약 종료 절차 착수, 신규 시공사 경쟁입찰 추진	일방적 협상 종료 수용 불가. 협상 재개 요청

자료: 머니투데이, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 두산에너지빌리티 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026	2027	2028
매출액	4,261.1	4,724.8	4,449.5	5,150.1	5,254.7	5,526.2	5,832.8	6,278.4	17,057.8	18,585.5	22,892.1	27,114.4
에너지빌리티	1,895.9	2,233.0	1,824.9	2,511.8	2,759.5	2,840.5	3,131.6	3,354.9	7,881.3	8,465.6	12,086.4	15,633.0
두산밥캣	2,247.3	2,447.9	2,463.5	2,467.2	2,383.6	2,536.5	2,475.5	2,638.4	8,783.7	9,625.9	10,034.0	10,452.1
두산퓨얼셀	144.8	44.3	145.2	177.1	116.0	148.0	224.0	287.0	454.8	511.4	775.0	1,031.0
기타 및 연결조정	-26.9	-0.4	15.9	-6.1	-4.4	1.3	1.7	-1.9	-62.0	-17.5	-3.3	-1.7
QoQ(%)	-12.3	10.9	-5.8	15.7	2.0	5.2	5.5	7.6	-	-	-	-
YoY(%)	13.7	3.4	14.7	6.0	23.3	17.0	31.1	21.9	5.1	9.0	23.2	18.4
영업이익	233.5	314.3	245.1	336.1	439.5	495.0	505.8	588.5	762.7	1,145.1	2,028.8	2,864.1
에너지빌리티	57.0	97.4	121.1	211.3	252.1	263.0	327.6	363.0	302.3	486.8	1,205.7	1,880.3
두산밥캣	207.0	291.7	167.4	166.0	219.7	260.6	196.5	235.4	685.5	832.1	912.2	1,030.6
두산퓨얼셀	-1.3	-50.9	-17.0	-14.4	-5.7	-2.8	8.2	16.6	-105.3	-83.7	16.3	58.5
기타 및 조정	-29.2	-23.9	-26.4	-26.8	-26.6	-25.9	-26.4	-26.4	-119.8	-106.3	-105.4	-105.4
QoQ(%)	10.1	34.6	-22.0	37.1	30.8	12.6	2.2	16.4	-	-	-	-
YoY(%)	63.9	15.9	78.8	58.5	88.2	57.5	106.4	75.1	-25.0	50.1	77.2	41.2
영업이익률(%)	5.5	6.7	5.5	6.5	8.4	9.0	8.7	9.4	4.5	6.2	8.9	10.6
에너지빌리티(%)	3.0	4.4	6.6	8.4	9.1	9.3	10.5	10.8	3.8	5.8	10.0	12.0
두산밥캣(%)	9.2	11.9	6.8	6.7	9.2	10.3	7.9	8.9	7.8	8.6	9.1	9.9
두산퓨얼셀(%)	-0.9	-115.0	-11.7	-8.2	-4.9	-1.9	3.6	5.8	-23.1	-16.4	2.1	5.7
EBITDA	358.2	447.6	389.2	510.8	618.8	678.6	691.5	776.2	1,284.3	1,705.8	2,765.1	3,625.9
EBITDA 마진(%)	8.4	9.5	8.7	9.9	11.8	12.3	11.9	12.4	7.5	9.2	12.1	13.4
당기순이익	60.2	226.4	14.9	174.0	260.8	306.0	297.8	367.5	205.2	475.5	1,232.2	1,825.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 두산에너지빌리티 에너지빌리티 부문 분기 및 연간 실적 추정

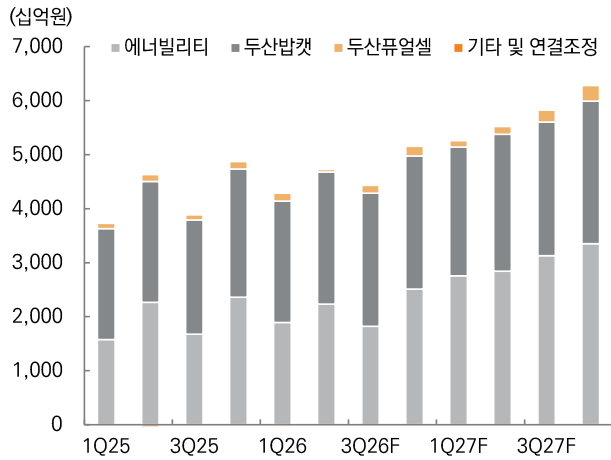
(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026	2027	2027
수주	2,785.7	4,336.8	4,769.4	5,692.6	1,348.3	1,658.4	5,672.8	13,640.6	14,680.0	17,584.6	22,320.1	30,523.6
수주잔고	24,134.3	26,350.9	28,404.7	31,891.4	30,829.9	30,007.3	32,917.3	43,607.9	22,100.0	31,891.4	43,607.9	60,551.5
원자력	10,456.9	10,488.3	12,942.8	13,266.0	12,869.4	12,761.3	15,860.3	26,158.6	11,200.0	13,266.0	26,158.6	42,112.9
가스/수소	5,537.9	5,151.4	5,362.8	6,495.3	5,897.4	5,290.4	5,272.5	5,179.0	2,000.0	6,495.3	5,179.0	6,617.4
복합 EPC	5,089.2	5,758.1	5,813.3	7,033.9	6,941.7	6,788.4	6,608.4	7,059.4	4,200.0	7,033.9	7,059.4	6,503.1
신재생	777.3	591.4	428.4	929.3	1,023.2	1,098.9	1,156.1	1,245.6	1,200.0	929.3	1,245.6	1,514.1
기타	3,534.9	3,529.6	3,857.4	4,166.9	4,098.2	4,068.2	4,019.9	3,965.3	3,500.0	4,166.9	3,965.3	3,804.0
QoQ(%)	1.8	9.2	7.8	12.3	-3.3	-2.7	9.7	32.5	-	-	-	-
YoY(%)	49.4	64.6	73.0	34.6	27.7	13.9	15.9	36.7	39.0	44.3	36.7	38.9
매출액	1,895.9	2,233.0	2,164.2	2,511.8	2,759.5	2,840.5	3,131.6	3,354.9	7,881.3	8,804.9	12,086.4	15,633.0
Book to Bill(x)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.9	2.0	1.8	2.0
QoQ(%)	-19.7	17.8	-3.1	16.1	9.9	2.9	10.2	7.1	-	-	-	-
YoY(%)	20.3	-1.5	29.0	6.4	45.6	27.2	44.7	33.6	5.3	8.5	41.0	29.3
영업이익	57.0	97.4	164.4	211.3	252.1	263.0	327.6	363.0	302.3	530.1	1,205.7	1,880.3
영업이익률(%)	3.0	4.4	7.6	8.4	9.1	9.3	10.5	10.8	3.8	6.2	10.0	12.0
QoQ(%)	-66.1	70.9	68.8	28.6	19.3	4.3	24.5	10.8	-	-	-	-
YoY(%)	흑자전환	5.4	278.7	25.9	342.3	170.1	99.3	71.8	24.1	75.4	127.4	56.0
EBITDA	100.1	142.4	222.9	273.6	316.0	330.7	396.2	432.0	446.0	739.0	1,474.9	2,135.0
QoQ(%)	-50.2	42.3	56.5	22.7	15.5	4.7	19.8	9.0	-	-	-	-
YoY(%)	196.2	11.4	167.0	36.2	215.6	132.2	77.7	57.9	17.6	65.7	99.6	44.8
EBITDA 마진(%)	5.3	6.4	10.3	10.9	11.4	11.6	12.7	12.9	5.7	8.4	12.2	13.7

주: 수주잔고는 당사 추정

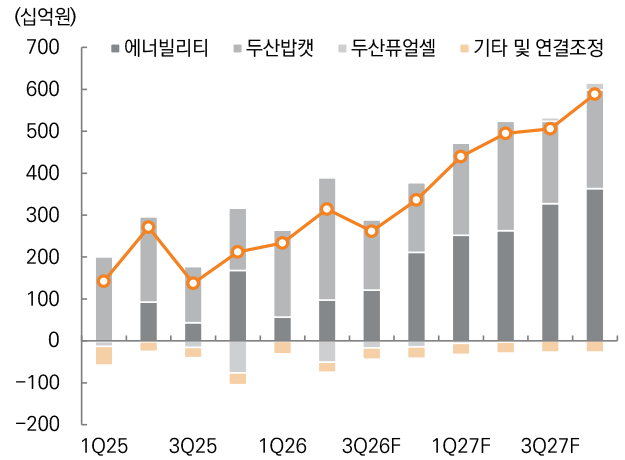
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두산에너지리터티 분기별 매출액 추이



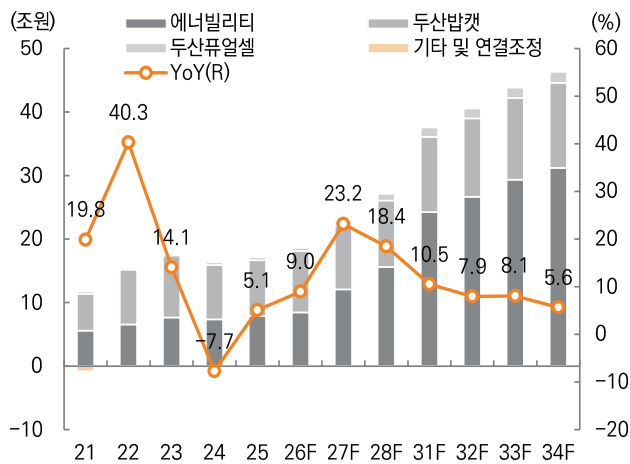
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 두산에너지리터티 분기별 영업이익 추이



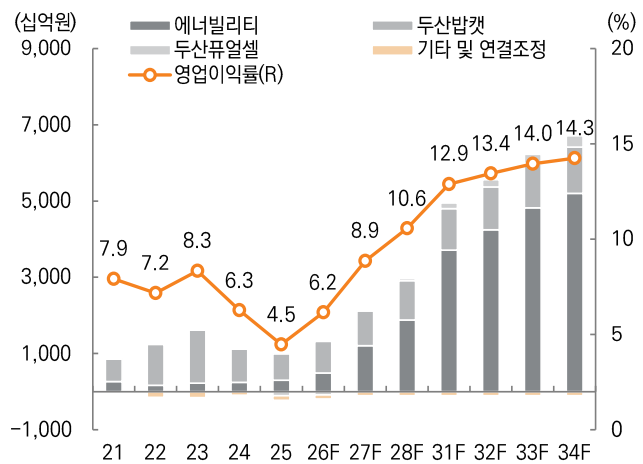
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 두산에너지리터티 연도별 매출액 추이(연결)



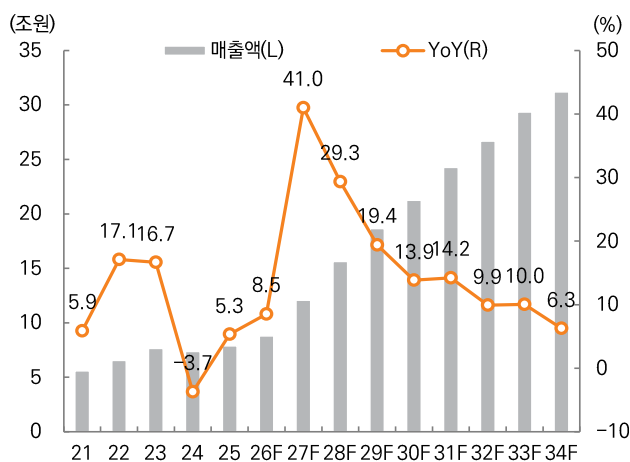
자료: 두산에너지리터티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 두산에너지리터티 연도별 영업이익 추이(연결)



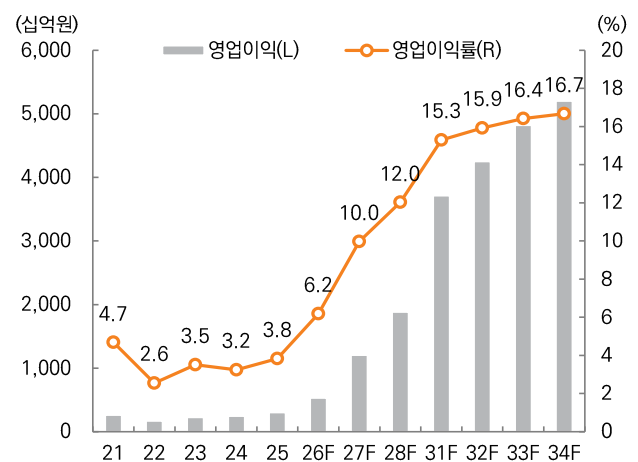
자료: 두산에너지리터티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 두산에너지리터티 에너지리터티 부문 연도별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 두산에너지리터티 에너지리터티 부문 연도별 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 두산에너지리터 에너지리터 부문 연간 실적 전망

(십억원)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
수주	14,680.0	17,584.6	22,320.1	30,523.6	14,150.2	22,371.0	28,969.6	34,112.9	25,858.3	37,295.5
YoY(%)	106.8	19.8	26.9	36.8	-53.6	58.1	29.5	17.8	-24.2	44.2
수주잔고	22,100.0	31,891.4	43,607.9	60,551.5	58,757.4	62,778.4	70,854.1	82,140.8	83,007.1	93,687.0
YoY(%)	10.0	44.3	36.7	38.9	-3.0	6.8	12.9	15.9	1.1	12.9
매출액	7,881.3	8,804.9	12,086.4	15,633.0	18,663.4	21,249.1	24,274.0	26,680.5	29,359.7	31,204.1
원자력	1,550.0	1,348.0	2,157.2	4,041.1	6,039.8	7,565.4	8,946.6	9,888.8	10,911.3	11,229.8
가스/수소	650.0	1,773.5	2,943.3	3,648.0	4,296.9	5,122.2	6,387.5	7,594.3	8,743.5	9,791.0
복합 EPC	3,600.0	2,321.5	3,437.2	3,886.8	3,986.2	3,758.1	3,778.0	3,810.0	3,972.4	4,165.6
신재생	300.0	709.6	1,119.3	1,599.9	1,935.7	2,381.8	2,748.4	2,999.2	3,284.7	3,508.4
기타	1,800.0	2,305.4	2,429.4	2,457.3	2,404.9	2,421.6	2,413.5	2,388.2	2,447.8	2,509.2
YoY(%)	6.5	11.7	37.3	29.3	19.4	13.9	14.2	9.9	10.0	6.3
Book to Bill(x)	1.9	2.0	1.8	2.0	0.8	1.1	1.2	1.3	0.9	1.2
영업이익	302.3	530.1	1,205.7	1,880.3	2,499.1	3,062.2	3,713.4	4,249.4	4,820.4	5,202.3
영업이익률(%)	3.8	6.0	10.0	12.0	13.4	14.4	15.3	15.9	16.4	16.7
YoY(%)	24.1	75.4	127.4	56.0	32.9	22.5	21.3	14.4	13.4	7.9
감가상각비	143.7	217.5	269.3	254.7	205.5	160.3	161.1	156.7	173.1	202.7
EBITDA	446.0	739.0	1,474.9	2,135.0	2,704.6	3,222.5	3,874.6	4,406.1	4,993.5	5,405.0
EBITDA 마진(%)	5.7	8.4	12.2	13.7	14.5	15.2	16.0	16.5	17.0	17.3
YoY(%)	6.0	65.7	99.6	44.8	26.7	19.1	20.2	13.7	13.3	8.2
CAPEX	87.1	257.9	461.7	224.2	64.0	5.5	111.9	202.5	323.4	385.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 두산에너지리터 실적 추정 주요 가정

(기)

구분	사업부문	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
원자력 수주 기수	APR1400 국내	2	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2	0
		0	0	0	0	2	2	0	0	2	2	0	2
	AP1000	0	0	0	0	7	10	0	2	2	2	2	2
	SMR	0	0	0	6	0	16	5	15	3	15	6	18
가스/수소 수주 기수	기자재	1	2	4	22	4	12	14	16	16	20	20	20
	서비스	1	1	1	1	1	9	26	30	42	56	72	88

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 두산에너지리터 밸류에이션

(십억원, 백만주)

구분	값	비고
2034F EBITDA	5,405.0	에너지리터 부문
시간가치 할인율	39.3	할인율 7.4%, 할인기간 7년
적용 EBITDA (a)	3,279.2	
Target EV/EBITDA (b)	17.4	원전 및 가스터빈 주기기 기업 2027F EV/EBITDA 평균 적용
Target EV (c) = (a) * (b)	57,057.7	
종속기업 (d)	4,413.0	
두산밥캣	2,272.7	시가총액 * 지분율(48.2%)
두산퓨얼셀	595.9	시가총액 * 지분율(30.3%)
기타	1,544.3	기타 법인 자산 장부가가치
기업가치 (e) = (c) + (d)	61,470.7	
순차입금	7,229.0	2Q26P 기준
지분가치	54,241.7	
발행 주식 수	640.5	
목표주가	85,000	천 단위 반올림
현재주가	56,700	26.10.29 기준
Upside(%)	49.9%	투자의견 매수

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 두산에너지빌리티 Peer Valuation 테이블

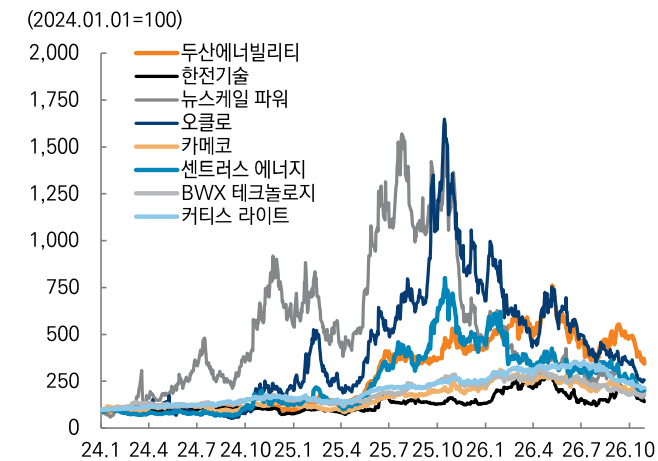
(십억달러, %, x)

기업명	산업구분				시가총액	영업지표(26F)				밸류에이션(26F)			밸류에이션(27F)		
	대형원전	SMR	가스터빈	전력기기		매출액	영업이익	OPM	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
두산에너지빌리티	O	O	O		27.2	13.6	0.9	6.3	4.7	100.9	4.4	26.3	57.9	4.1	20.5
GE 베르노바		O	O	O	232.4	46.7	4.5	9.7	52.3	36.9	17.0	33.6	35.2	13.5	22.5
지멘스 에너지	O	O	O	O	128.1	49.2	5.8	11.7	35.3	30.0	9.7	15.6	21.1	8.1	11.9
미쓰비시중공업	O	O	O		74.7	31.0	2.7	8.7	11.6	41.1	4.5	18.8	26.8	3.5	14.8
IHI	O	O	O		16.0	10.6	1.0	9.7	24.4	19.4	4.1	12.3	13.6	3.1	8.5
커티스 라이트	O	O			17.6	3.8	0.7	19.2	20.6	31.1	6.4	21.2	27.8	5.7	19.3
상하이 전기집단	O	O	O	O	12.3	20.1	0.8	3.9	2.7	67.1	1.7	17.0	60.4	1.6	15.7
BWX 테크놀로지스		O			12.4	3.8	0.5	14.0	30.8	28.6	8.2	20.8	25.6	6.4	18.6
바라트 중공업	O	O	O	O	14.7	3.5	0.2	5.2	5.3	117.6	5.5	69.3	37.9	4.8	28.2
평균										52.5	6.8	26.1	34.0	5.6	17.4

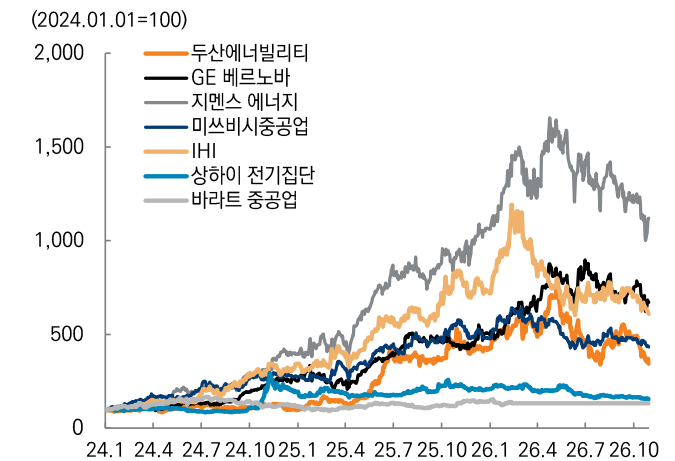
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 두산에너지빌리티 원전 Peer 상대주가 추이

그림 9. 두산에너지빌리티 가스터빈 Peer 상대주가 추이



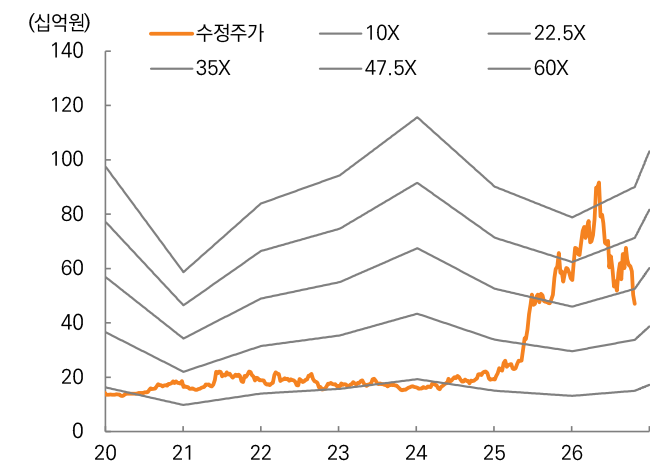
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



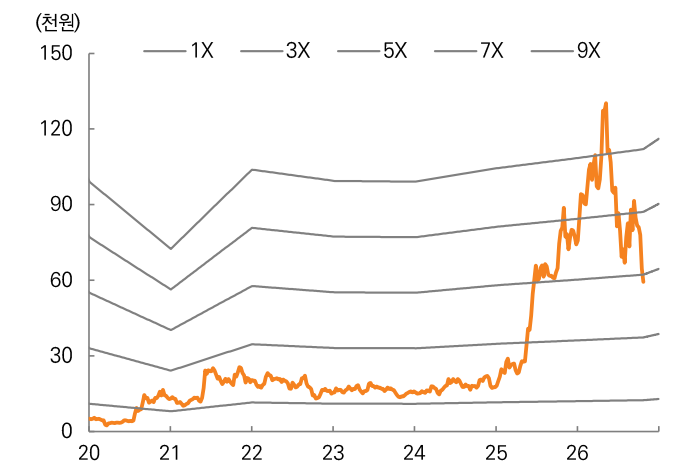
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 두산에너지빌리티 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

그림 11. 두산에너지빌리티 12MF PBR 밴드 차트

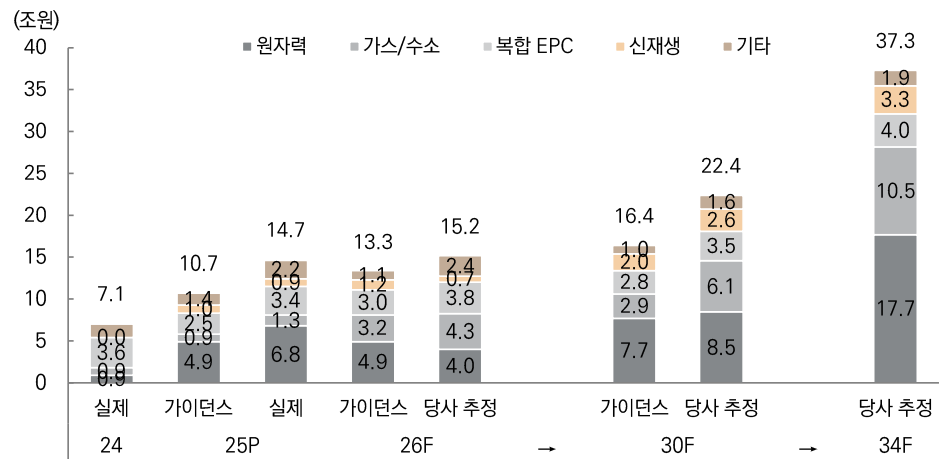


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



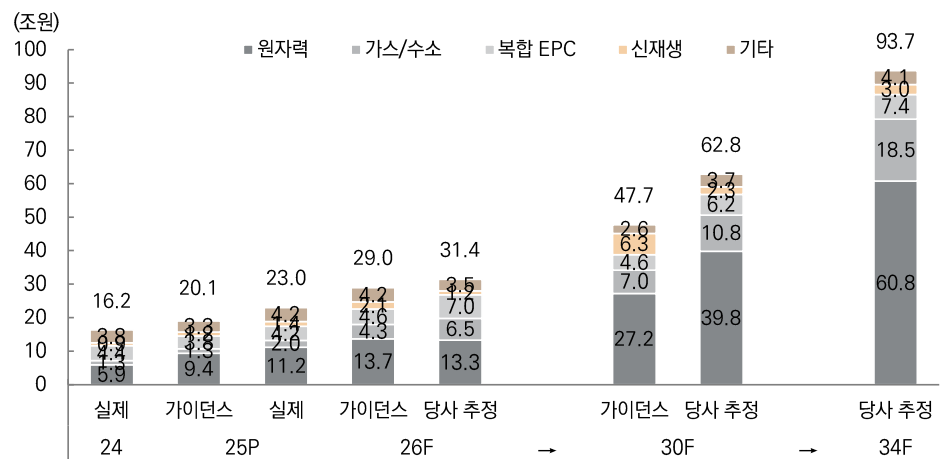
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 두산에너지빌리티 수주 가이드스 vs 추정치



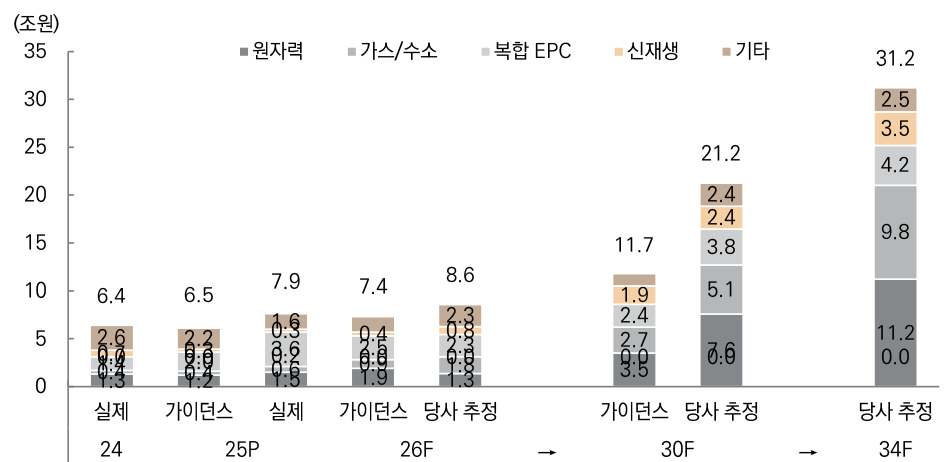
자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 두산에너지빌리티 수주잔고 가이드스 vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 두산에너지빌리티 매출액 가이드스 vs 추정치



자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 팀 코리아 대형원전 파이프라인

(GW)

국가	원전	발전용량	수주목표	준공	경쟁사	진행상황
체코	두코바니 5, 6호기	2.0	2025	2036~2038	- 팀 코리아 확정	- 2024년 7월 팀 코리아 우선협상대상자 선정 - 2025년 6월 4일 본계약 체결
UAE	바라카 5, 6호기	2.8	2026?	2037~2038	- Rosatom 유력	- 2025년 중으로 경쟁입찰 예정이었으나 지연 - 팀 코리아와 함께 제3국 수출 방안 논의 중 - 2026년 2월 Rosatom, UAE에 400억 규모 원전 사업 제안 - UAE 내에서 바라카 후속 원전 사업에 대한 승인 절차 진행 중
사우디	두와이힌 1, 2호기	2.2~2.8	2027?	2038~2039	- 웨스팅하우스 유력 - 팀 코리아 - 중국 CNNC	- 2018년 7월 원자로 공급 5개사 대상으로 예비사업자로 선정 - 2023년 8월 중국의 원전 공급 제한을 고려 중으로 보도 - 2025년 10월 미국의 웨스팅하우스 채택 압박 경향 보도 - 2025년 11월 미국과 민간 원자력협력 협상완료 및 공동선언 - 2026년 7월 미국과 원자력법 123조 협정 공식 서명 - 2026년 8월 미국 행정부 123 협정 의회 제출 및 심사 개시
미국	대미투자 2호	2.8	2027	2038~2040	- 팀 코리아 확정	- 2026년 9월 한미 정부, 대미투자 2호로 대형원전 9기 합의 - 2026년 10월 대미 전략투자 사업으로 원전 건설 프로젝트 발표 - 2026년 말 최대 100억달러 장주기 기자재 선투자 검토
베트남	닌 투언 2원전	2.0~2.8	2027년 5월	2035	- 팀 코리아 유력	- 2024년 11월 베트남 정치국 자국 내 원전 개발 공식 승인 - 2025년 2월 원자로 공급 5개사와 원전 협의 계획 발표 - 2025년 2월 일본 시한 문제로 베트남 원전 사업에서 철수 - 2026년 4월 한전 닌투언 2호기 수주 위해 재정자문사 선임 착수 - 2026년 4월 PVN과 원전 개발 협력 가능성 검토 MOU 체결
체코	테멀린 3, 4호기	2.2~2.8	2030?	2041~2042	- 팀 코리아 유력	- 2024년 7월 팀 코리아에 우선협상권 부여
한국	신한울 5, 6호기	2.8	2029	2037~2038	- 팀 코리아	- 제11차 전력수급기본계획안
튀르키예	시노프 1, 2호기	2.2~2.8	2026~2027	2035~2037	- Rosatom 유력	- 2025년 11월 한국과 원자력 협력 MOU 체결 - 2025년 12월 팀 코리아와 웨스팅하우스에 협력 방안 제안 - 2025년 12월 美 테라파워와 소형원전 도입협상 진행 - 2026년 2월 한국과 신규 원전 사업성 검증위한 작업반 구축 - 2026년 2월 한국과 예비타당성 조사 개시 - 2026년 9월 에르도안 대통령 양자 회담서 러시아 원전 채택 발언
필리핀	바탄 원전	0.6~1.4	?	2032?	- 팀 코리아 유력	- 2024년 10월 한수원과 바탄 원전 가동을 위한 MOU 체결 - 2026년 9월 원전 경쟁입찰 및 신규 발전설비 도입 지침 검토

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 웨스팅하우스 대형원전 파이프라인

(GW)

국가	원전	발전용량	수주목표	준공	경쟁사	진행상황
폴란드	호체보 1~3호기	3.3	2026	2035~2037	- 웨스팅하우스 유력	- 2026년 9월 EPC 주요 계약조건 합의
불가리아	코즐로두이 7, 8호기	2.2	2027	2035~2037		- 2026년 중으로 FID 예정, 2026년 중으로 본계약 체결 예정
미국	한미 대미투자 6기	6.6	2027~2029	미정		- 2026년 9월 한미 정부, 대미투자 2호로 대형원전 9기 합의
미국	페르미 아메리카 4기	4.4	2027	2032~2036		- 2025년 6월 AP1000 4기에 대해 COL 2차 보완자료 제출
미국	행정명령 목표 6기	6.6	2028	?		- 미국 원자력 산업 기반 재건 행정명령안(대미투자자 대체)
폴란드	폰트누프 1, 2호기	2.2	2029	2039~2040		- 한국의 사업 철수로 웨스팅하우스 수주 유력
우크라이나	흐멜니츠키 5, 6호기	2.2	2030	?		- 러우 전쟁으로 건설 중단
인도	미정	6.6	?	?		- 미중 인도 핵협상으로 잠정 중단
네덜란드	보르셀레 2, 3호기	2.2	?	?		- 2026년 8월 웨스팅하우스와 기본설계 계약 체결
슬로바키아	아슬로브스케 신규 1기	1.2	?	2041		- 2026년 4월 사전조사 착수, 9월 국가 전략투자 선정
슬로베니아	크르슈코 2호기	1.1	?	?		- 2026년 2월 원전 건설 공간 계획 수립 착수

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	17,058	18,586	22,892	27,114
매출원가	14,315	15,489	19,043	22,425
매출총이익	2,743	3,097	3,849	4,689
판매비와관리비	1,981	1,952	1,820	1,825
조정영업이익	763	1,145	2,029	2,864
영업이익	763	1,145	2,029	2,864
비영업손익	-436	-293	-329	-347
금융손익	-239	-259	-254	-220
관계기업등 투자손익	23	49	47	0
세전계속사업손익	327	852	1,700	2,517
계속사업법인세비용	122	273	467	692
계속사업이익	205	579	1,232	1,825
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	205	476	1,232	1,825
지배주주	85	357	1,122	1,687
비지배주주	120	119	110	139
총포괄이익	527	992	1,232	1,825
지배주주	272	569	774	1,147
비지배주주	256	424	458	678
EBITDA	1,320	1,806	2,765	3,626
FCF	349	464	1,355	2,210
EBITDA 마진율 (%)	7.7	9.7	12.1	13.4
영업이익률 (%)	4.5	6.2	8.9	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	1.9	4.9	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,772	13,174	16,167	19,961
현금 및 현금성자산	3,081	5,024	6,232	8,246
매출채권 및 기타채권	2,280	2,416	2,945	3,472
재고자산	2,544	2,696	3,287	3,875
기타유동자산	2,867	3,038	3,703	4,368
비유동자산	16,742	16,994	17,388	17,565
관계기업투자등	353	374	456	537
유형자산	5,777	6,201	6,623	6,819
무형자산	8,724	8,997	8,797	8,607
자산총계	27,513	30,168	33,555	37,527
유동부채	10,107	12,118	13,788	15,452
매입채무 및 기타채무	3,563	3,776	4,603	5,428
단기금융부채	3,122	4,716	4,764	4,813
기타유동부채	3,422	3,626	4,421	5,211
비유동부채	5,397	5,210	5,694	6,176
장기금융부채	3,312	3,001	3,001	3,001
기타비유동부채	2,085	2,209	2,693	3,175
부채총계	15,504	17,328	19,482	21,628
지배주주지분	7,785	8,344	9,466	11,152
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,442	1,441	1,441	1,441
이익잉여금	1,696	2,072	3,195	4,881
비지배주주지분	4,224	4,497	4,607	4,746
자본총계	12,009	12,841	14,073	15,898

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	752	1,152	2,312	2,978
당기순이익	205	476	1,232	1,825
비현금수익비용가감	1,459	1,420	1,431	1,695
유형자산감가상각비	394	453	535	573
무형자산상각비	163	207	201	189
기타	902	760	695	933
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-416	-248	370	369
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-398	-944	-375	-374
재고자산 감소(증가)	152	6	-591	-589
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	558	202	739	737
법인세납부	-214	-227	-467	-692
투자활동으로 인한 현금흐름	-311	-7	-1,098	-908
유형자산처분(취득)	-397	-685	-957	-768
무형자산감소(증가)	-294	-111	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	115	-36	-141	-140
기타투자활동	265	825	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-288	667	49	48
장단기금융부채의 증가(감소)	-189	1,282	49	48
자본의 증가(감소)	-131	-1	0	0
배당금의 지급	-108	-46	0	0
기타재무활동	140	-568	0	0
현금의 증가	183	1,943	1,207	2,015
기초현금	2,898	3,081	5,024	6,232
기말현금	3,081	5,024	6,232	8,246

자료: 두산에너지빌리티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	569.1	101.8	32.4	21.5
P/CF (x)	29.0	19.2	13.6	10.3
P/B (x)	6.2	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA (x)	42.1	24.0	15.3	11.1
EPS (원)	132	557	1,752	2,633
CFPS (원)	2,597	2,960	4,157	5,496
BPS (원)	12,158	13,232	14,984	17,617
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	5.1	9.0	23.2	18.4
EBITDA증가율 (%)	-12.5	36.8	53.1	31.1
조정영업이익증가율 (%)	-25.0	50.1	77.2	41.2
EPS증가율 (%)	-23.9	320.8	214.6	50.3
매출채권 회전율 (회)	11.7	11.2	12.0	11.9
재고자산 회전율 (회)	6.5	7.1	7.7	7.6
매입채무 회전율 (회)	5.3	4.7	5.1	5.0
ROA (%)	0.8	1.6	3.9	5.1
ROE (%)	1.1	4.4	12.6	16.4
ROIC (%)	3.1	5.3	9.8	13.3
부채비율 (%)	129.1	134.9	138.4	136.0
유동비율 (%)	106.6	108.7	117.3	129.2
순차입금/자기자본 (%)	26.1	19.2	8.9	-4.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.3	5.5	7.8

ESG 레이팅 : 두산에너지리터 (034020)

ESG

종합

카본

거버넌스

인센티브

5.0

4.7

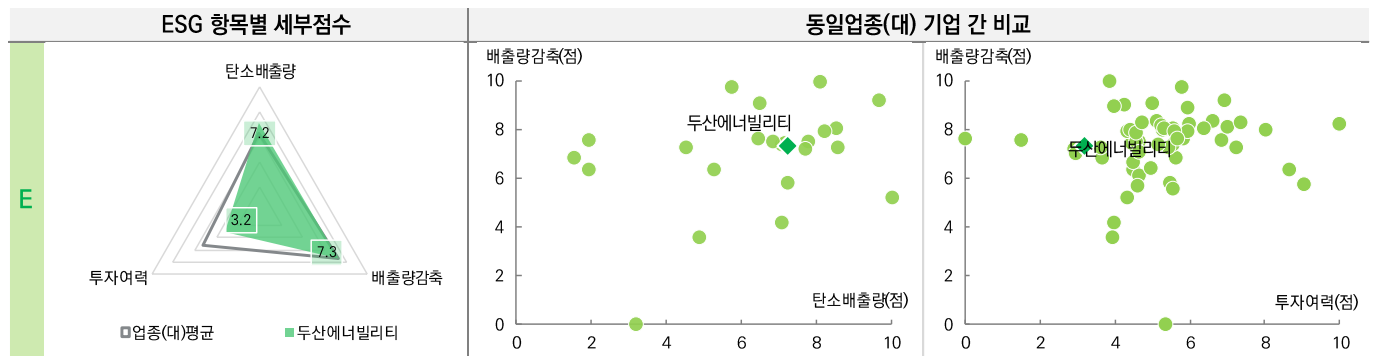
8.3

업종(대)평균

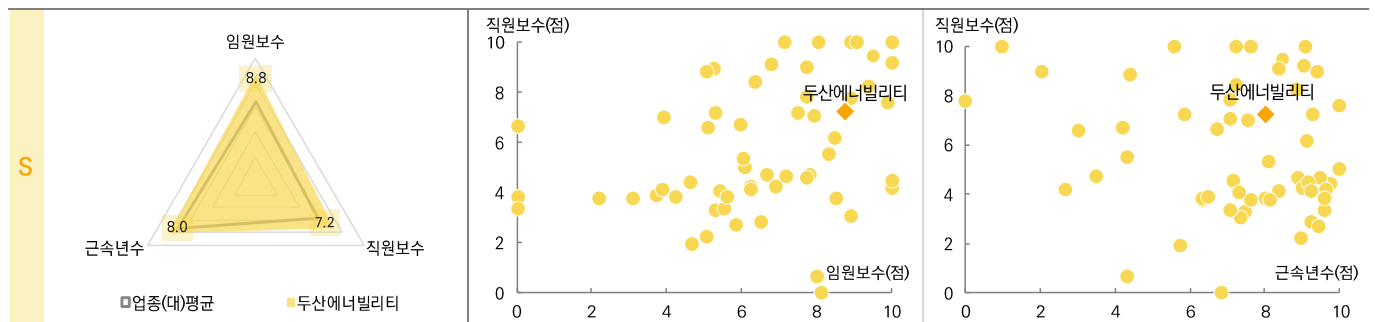
두산에너지리터

세부항목

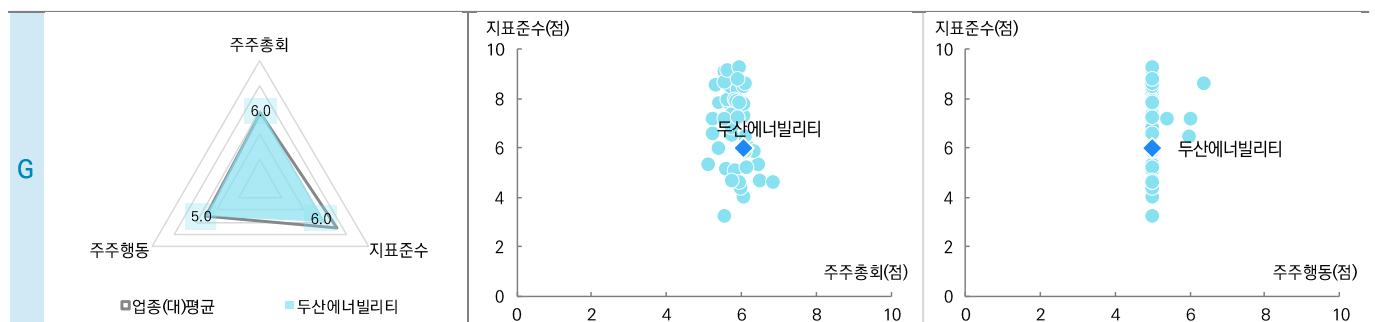
ESG 점수	5.1	▼	직전점수	5.4	업종(대)	산업재
ESG 등급	BBB	=	직전등급	BBB	업종(중)	자본재
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김태형
카본(E)	5.0	A	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	8.3	AA	10	=		
거버넌스(G)	4.7	BBB	50	=		
가중치 변경 없음.						



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



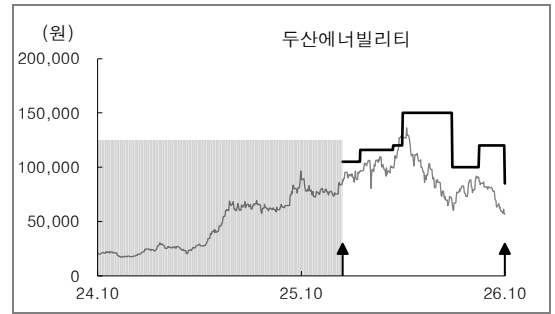
(1) 주주총회 = 주주 인건 종합 반대·가권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
두산에너지빌리티 (034020)				
2026.10.30	매수	85,000	-	-
2026.09.14	매수	120,000	-38.86	-27.92
2026.07.28	매수	100,000	-21.05	-8.30
2026.04.30	매수	150,000	-36.55	-9.07
2026.04.13	매수	120,000	-2.68	7.67
2026.02.13	매수	116,000	-13.85	-5.52
2026.01.12	매수	105,000	-12.10	-8.10



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 두산에너지빌리티 유(株) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.