

두산에너지빌리티 — 17조와 846억

PER 584배는 이익이 없어서가 아니다

- FY2025 연결 매출 17조 579억원 중 두산밥캣이 8조 7,918억원(51.5%).
- 연결 순이익 2,052억원 가운데 지배주주 귀속은 846억원(41.2%).
- 본업 수주잔고는 17조 1,223억원에서 23조 3,931억원으로 36.6% 증가. 본업 매출의 3.00년치.

매출의 절반은 밥캣이다

FY2025 연결 매출 17조 579억원의 구성은 두산에너지빌리티 본업 7조 7,889억원 (45.7%)과 **두산밥캣 8조 7,918억원(51.5%)**이다. 회사 이름으로 떠올리는 원전·가스 터빈 사업보다 건설장비 자회사의 매출이 크다.

이 구조는 손익에서 더 벌어진다. FY2025 연결 순이익 2,052억원 중 **지배주주 귀속은 846억원으로 41.2%**다(EPS 132원 × 발행주식수 6.41억주로 확인). 나머지 1,206억원은 비지배주주 몫이다. 1H26에는 연결 순이익 2,866억원 중 지배주주 1,584억원(55.3%)이었는데, 분기로 쪼개면 편차가 크다. **1Q26 지배주주 순이익은 7.6억원으로 연결 순이익 602억원의 1.3%에 그쳤다**(표 1).

PER 584배의 정체

시가총액 49조 3,873억원을 FY2025 지배주주 순이익 846억원으로 나누면 583.8배다. 공표된 PER 584.09배와 일치한다. 동종업계 201사 기준 P90이 81.28배이므로 분포 최상단이다.

이 배수는 회사가 적자여서가 아니라 연결 이익의 절반 이상이 지배주주에게 오지 않기 때문에 나온다. 같은 매출·같은 영업이익이라도 자회사 지분 구조에 따라 분모가 달라진다. PBR은 6.34배로 동종 P90 6.30배 수준인데, 자기자본은 비지배지분을 포함하므로 PER만큼 극단으로 벌어지지 않는다. **두 배수의 간격 자체가 이 회사의 구조를 보여준다.**

영업이익은 FY2023 1조 4,673억원에서 FY2025 7,627억원으로 48.0% 줄었다가 1H26 5,478억원(+32.4% YoY)으로 돌아섰다. 2Q26 영업이익은 3,143억원으로 전년 동기 대비 16% 늘었다.

분자를 바꾸는 것은 본업 수주다

본업 기말 수주잔고는 17조 1,223억원에서 **23조 3,931억원으로 36.6% 늘었다**. 본업 매출 7조 7,889억원 기준 **3.00년치**다. 그룹 전체 잔고는 25조 5,025억원(+28.8%)이므로 증가분은 대부분 본업에서 나왔다(표 2).

밥캣 매출은 이미 커져 있고 이익의 절반 이상이 비지배주주에게 가므로, 지배주주 이익을 늘리는 경로는 본업 쪽이다. 연구개발비는 4,221억원으로 매출의 2.47%를 유지했다. 현금전환주기는 42.9일에서 18.3일로 짧아졌는데 매입채무회전일수가 60.0일에서 81.2일로 21.2일 늘어난 영향이 크다.

자본배분은 방향이 바뀐 상태다. 10년간 유상증자 6회·신주인수권부사채 1회로 희석공시가 7건인데 **최근 3년은 0건**이다. 반대로 배당은 2019년 2월이 마지막이고, 대신 2026년 4월 자기주식취득이 결정됐다. 위험신호로 커진 '유상증자 10년 6회'는 과거 이력이며 최근 1년 발생은 없다(표 3).

국면 판단

**본업 잔고 확대
지배주주 귀속률 낮음**

현재주가 (26/08/07)

77,100원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**지배주주 순이익 비중
(FY2025 41.2%)**

Key Data

시가총액	49.4조원
발행주식수(보통주)	6.41억주
PER / PBR	584.1배 / 6.3배
외국인지분율	24.0%
공매도잔고비율	0.2%
업종	기계·장비
위험신호	1건 / 12건 (유상증자 이력)
표시점수 / 등급	80 / A

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	175,899	162,331	170,579	89,859
영업이익(억원)	14,673	10,176	7,627	5,478
영업이익률(%)	8.34	6.27	4.47	6.10
연결 순이익(억원)	5,175	3,947	2,052	2,866
지배주주 순이익(억원)	주y	주y	846	1,584
EPS(원)	87	174	132	주p
영업활동현금흐름(억원)	20,706	2,422	7,518	주p
본업 수주잔고(억원)	주y	171,223	233,931	주p

FY2025 지배주주 순이익은 EPS×발행주식수로 산출했다. 1H26은 잠정 공시값이다. **주p** 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다. **주y** 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

표 1. 연결 이익과 지배주주 몫 (단위: 억원, %)

구분	1Q26	2Q26	1H26	1H25	증감
매출액	42,611	47,248	89,859	83,176	+8%
영업이익	2,335	3,143	5,478	4,136	+32%
연결 순이익	602	2,264	2,866	1,767	+62%
지배주주 순이익	7.6	1,576	1,584	621	+155%
지배주주 귀속률(%)	1.3	69.6	55.3	35.1	-
FY2025 연간 — 연결 순이익 2,052 / 지배주주 846 / 귀속률 41.2%					

주: 귀속률은 지배주주 순이익 ÷ 연결 순이익이다. 분기 편차가 큰 이유는 자회사별 손익이 분기마다 다르게 반영되기 때문이며, 공시 범위에서 자회사별로 분리되지 않아 요인을 나누지 않았다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800357)-분기보고서(2026.03, 20260514001269)

표 2. 매출 구성과 수주잔고 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
두산에너지빌리티 본업 매출	72,928	77,889	+6.8%
두산밥캣 매출	85,510	87,918	+2.8%
연결 매출	162,331	170,579	+5.1%
밥캣 비중(%)	52.7	51.5	-1.2%p
수주잔고			
본업 기말 수주잔고	171,223	233,931	+36.6%
그룹 기말 수주잔고	197,950	255,025	+28.8%
본업 잔고 ÷ 본업 매출	2.35년	3.00년	-

주: 본업과 밥캣의 합이 연결 매출과 일치하지 않는 차이는 기타 부문과 내부거래 제거분이다. 부문별 영업이익이 공시되지 않아 수익성은 나누지 않았다. 인도 시점별 잔고 분포가 공시되지 않아 연도별 매출 전환 속도는 산출하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문별 매출-수주상황

표 3. 자본배분과 밸류에이션

구분	내용
희석 공시(10년)	7건 — 유상증자 6 · 신주인수권부사채 1 (최근 2021-11-26, 최근 3년 0건)
환원 공시(10년)	6건 — 배당 3(최근 2019-02-13) · 자기주식취득 2(최근 2026-04-01) · 소각 1
PER	584.09배 (동종 중앙값 16.36, P90 81.28, 201사) — 시총 ÷ 지배주주 이익
PBR	6.34배 (동종 중앙값 1.14, P90 6.30, 362사) — 비지배지분 포함 자본 기준
연구개발비	4,221억원 (매출의 2.47%, 전년 3,989억원-2.46%)
현금전환주기	42.9일(FY24) → 18.3일(FY25) · 매입채무회전일수 60.0 → 81.2일

주: 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다. 현금전환주기 단축에는 매입채무회전일수 21.2일 증가가 함께 작용했으므로 회수 개선만으로 읽지 않는다. 자료: 10년 공시 이력, 사업보고서(2025.12), KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 지배주주 순이익 비중이다. FY2025 41.2%가 오르지 않으면 연결 매출과 영업이익이 늘어도 주주 몫과 PER은 그대로다. 분기 편차가 크므로(1Q26 1.3%, 2Q26 69.6%) 단일 분기가 아니라 연간으로 본다. 본업 수주잔고 23조 3,931억원(3.00년치)이 본업 매출로 전환되는 속도가 그 비중을 바꾸는 경로다. 영업이익률은 FY2023 8.34%에서 FY2025 4.47%까지 내려왔다가 1H26 6.10%로 회복 중이다. 매입채무회전일수 81.2일이 되돌아가면 현금전환주기 18.3일도 되돌아간다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260514001269) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800357).

한계: ① 2Q26은 외부감사 전 잠정치다. ② FY2025 지배주주 순이익은 EPS×발행주식수 산출값이며 자기주식 등으로 실제 값과 소폭 차이가 날 수 있다. ③ 자회사별 손익이 공시 범위에서 분리되지 않아 밥캣과 본업의 이익 기여를 나누지 않았다. ④ 부문별 영업이익이 없어 원전·가스터빈 등 제품별 수익성을 다루지 않았다. ⑤ 수주잔고의 인도 시점 분포가 공시되지 않아 연도별 전환 속도를 산출하지 않았다. ⑥ 지분율 변동이 공시 범위에 없어 귀속률 변화의 원인을 지분과 손익으로 분해하지 않았다.