

2026.05.08.

두산에너지빌리티의 신용등급 상황:

BBB+(P)/A3+ → A-(S)/A2-

신중학 기업4실 선임연구원 02.368.5388 jhshin@korearatings.com	김경률 기업4실 책임연구원 02.368.5344 krkim@korearatings.com	이지웅 기업4실 실장 02.368.5475 jwlee@korearatings.com
--	---	--

한국기업평가(이하 'KR')은 2026년 5월 8일자로 두산에너지빌리티(주)(이하 '동사')의 무보증사채/기업어음 및 전자단기사채 신용등급을 **BBB+(긍정적)/A3+**에서 **A-(안정적)/A2-**으로 상향 조정하였다.

[표 1] 등급 조정 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
두산에너지빌리티(주)	무보증사채	BBB+	긍정적	A-	안정적
	기업어음	A3+	-	A2-	-
	전자단기사채	A3+	-	A2-	-

1. 등급 조정 사유(Key Rating Rationale)

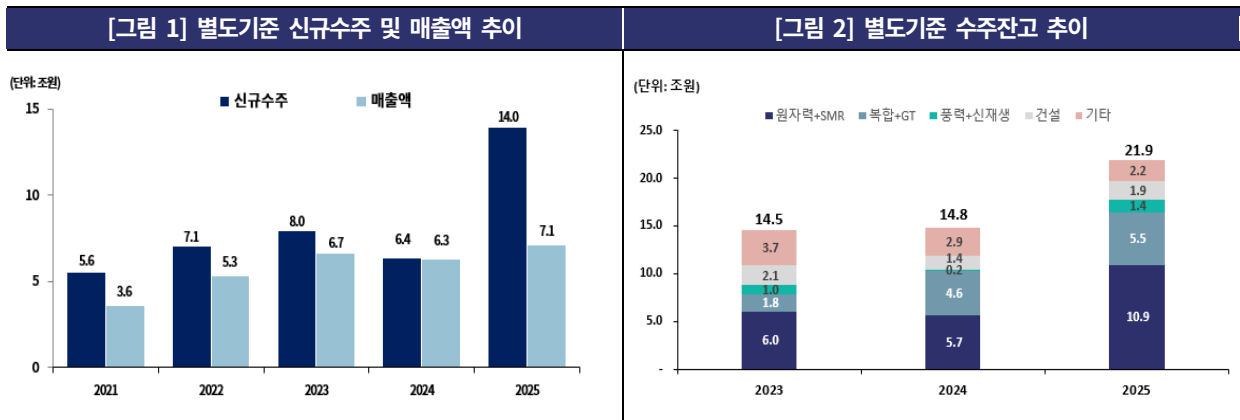
금번 등급상향 조정은 1) 수주잔고의 양적·질적 개선을 바탕으로 사업안정성이 제고된 점, 2) 영업실적 호조세가 유지되고 있으며 향후 개선 폭이 확대될 것으로 예상되는 점, 3) 투자 확대에도 영업현금창출력 확대에 따라 우수한 재무안정성을 유지할 전망이다. 점 등을 반영한 것이다.

1) 수주잔고의 양적·질적 개선을 바탕으로 사업안정성이 제고되었다.

글로벌 전력 수요 증가 추세가 지속됨에 따라 전력 생산을 포함하여 각 국의 전력인프라 확충 투자 기조가 유지되고 있다. 또한 재생에너지의 간헐성에 따른 계통안정성 확보 필요성이 확대되면서 각국의 전원정책은 원전과 가스복합발전을 포함한 안정적인 전원 확충 기조로 전개되고 있다. 이에 동사는 과거부터 강점을 보유했던 EPC 시공 및 원전 기자재 제작 역량과 최근 개발에 성공한 대형 가스터빈(GT) 제작 역량을 기반으로 고부가가치 수주를 지속적으로 확보하고 있다.

2025년 체코 두코바니 원전 기자재 수주, 북미 가스터빈 공급계약, 중동·동남아 가스화력 EPC 프로젝트 확보 등을 통해 연간 수주 규모가 큰 폭으로 확대되었다. 2025년말 기준 별도 수주잔고는 20조원을 상회하는 수준으로 증가하였으며, 원자력과 가스 관련 프로젝트 비중이 높아지면서 과거 석탄화력 및 저수익 EPC 중심의 수주 구조

대비 질적으로 크게 개선되었다. 특히 체코 원전 주기기, 스팀터빈 및 발전기 공급계약은 계약 규모와 원전 기자재의 상대적으로 양호한 채산성을 감안할 때 동사의 중장기 사업기반을 강화하는 요인으로 판단된다.



주) 수주에는 해외자회사와의 내부수주(계열사간 거래) 제외 자료) 동사 제시, IR자료

2) 영업실적 호조세가 유지되고 있으며, 향후 개선 폭이 확대될 것으로 예상된다.

2025년 별도기준 매출액은 7조 1,170억원으로 전년 대비 12.6% 증가하였다. 사우디 Rumah, Nairyah 프로젝트향 GT의 Slot Reservation Fee가 원가에 일시 반영되면서 진행률이 크게 상승하였고, 해당 프로젝트에서 1조 3,272억원의 매출액이 발생하면서 전사 외형 성장을 견인하였다.

영업이익률은 7.0%로 전년 동기 대비 0.8%p 상승하였다. 배당금 수익 감소와 주식기준보상 비용 증가에도 불구하고, 수익성이 양호한 가스복합 EPC 매출 확대와 원전·가스터빈 중심의 매출 믹스 개선에 힘입어 수익성이 제고되었다.

2026년 이후에는 Rumah, Nairyah 프로젝트 진행률이 점진적으로 반영되어 매출 인식 규모가 축소되면서 전사 매출액 또한 감소할 것으로 예상된다. 다만 양질의 수주잔고를 기반으로 수익성 개선세는 지속될 전망이다. 2027년 이후에는 채산성이 높은 국내외 원전 프로젝트를 비롯해 GT, SMR 등 기자재 매출 비중이 확대되면서 영업실적 개선 폭이 더욱 커질 것으로 예상된다.

[표 2] 부문별 매출 및 영업이익 추이

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	
별도 기준	매출	35,929	52,844	66,519	63,203	71,170
	발전	26,330	34,029	38,945	38,981	53,979
	담수	1,152	5,162	5,986	5,385	835
	주단	1,892	2,432	3,292	2,657	2,731
	건설	5,677	9,260	14,562	12,707	10,341
	기타	876	839	1,198	1,996	1,931
	배당금수익	-	1,123	2,536	1,478	1,353
	영업이익	1,353	853	4,549	3,934	4,960
영업이익률	3.8%	1.6%	6.8%	6.2%	7.0%	
관리 연결 기준	매출	56,005	65,357	76,519	73,668	78,813
	발전	45,793	45,341	50,169	50,119	62,014
	담수	1,767	5,260	6,084	5,454	893
	주단	1,892	2,432	3,292	2,657	2,731
	건설	5,677	9,260	14,562	12,704	10,320
	기타	876	3,065	2,411	2,735	2,854
	영업이익	2,622	1,662	2,251	2,436	3,023
	영업이익률	4.7%	2.5%	2.9%	3.3%	3.8%

주) 1. 관리연결은 연결실적에서 두산밥캣, 두산인프라코어·두산건설(2021년 연결제외) 실적을 제외
 2. 별도기준 기타부문 매출액은 배당금수익을 제외
 자료) 사업보고서, 동사 제시 및 IR자료

3) 투자 확대에도 영업현금창출력 확대에 따라 우수한 재무안정성을 유지할 전망이다.

2024~2025년에는 선수금 및 초과청구공사 축소, 일부 프로젝트 채권 회수 지연, 재공품 증가 등으로 운전자본 부담이 확대되면서 잉여현금흐름 적자가 지속되었다. 특히 투르키스탄 CCGT 프로젝트의 변경계약 지연에 따른 미청구공사 증가와 가스터빈 Slot Reservation Fee 지급은 현금흐름 저하의 주요 요인으로 작용하였다. 다만 2025년 베트남 현지법인 매각대금 유입, 관계사향 대여금 일부 회수, 자체사업 수익성 회복 등에 힘입어 차입부담이 통제되었다. 이에 따라 차입금의존도와 순차입금/EBITDA 등 주요 재무지표는 전년 대비 소폭 개선되었다.

2026년 이후에는 원전 주기기 제작, 가스복합발전 EPC, 가스터빈 및 SMR 관련 설비투자 등으로 자금소요가 확대될 전망이다. 다만 최근 수주잔고의 질적 개선에 따라 영업현금창출력이 개선되고 있으며, 주요 프로젝트 대금도 2026년 하반기 이후 순차적으로 회수될 예정임을 감안할 때 차입부담은 관리 가능한 수준에서 통제될 것으로 판단된다. 중장기적으로는 원전·가스터빈 중심의 실적 개선과 현금창출력 제고를 바탕으로 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다.

[표 3] 주요 레버리지 및 커버리지 지표 추이

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025
총차입금	49,074	34,362	32,374	36,935	37,923
순차입금	40,369	30,442	24,318	29,990	29,899
차입금의존도	35.0%	26.1%	23.7%	26.8%	25.5%
부채비율	146.1%	115.7%	131.0%	139.8%	139.8%
순차입금/EBITDA	13.0배	12.5배	4.1배	5.6배	4.6배
EBITDA/금융비용	1.7배	1.7배	3.6배	3.1배	3.4배

자료) 사업보고서

2. KR의 전망

1) Key Factor의 가정

KR은 동사의 향후 신용도 방향성에 있어 ‘양질의 수주잔고에 기반한 수익창출력과 현금흐름의 개선’이 중요하다고 판단하며, 이를 위해서는 원전·가스터빈 중심 수주잔고의 매출 전환과 운전자본 부담 완화가 Key Factor가 될 것이라고 본다.

- **원전·가스터빈 중심 수주잔고의 매출 전환:** 2025년말 별도 기준 수주잔고 중 원자력 관련 프로젝트는 약 11조 원으로 50%, 복합발전 및 가스터빈 프로젝트는 5.5조원으로 25%를 차지하고 있다. 체코 두코바니 원전, 북미 가스터빈, 중동·동남아 가스복합 EPC 등 기수주 물량은 과거 석탄화력 및 저수익 EPC 중심의 수주 구조와 달리 상대적으로 채산성이 양호한 프로젝트로 구성되어 있다. 2026년에는 사우디 프로젝트의 진행률 상승에 따른 역기저로 매출 감소가 예상되나, 2027년 이후 원전·가스터빈 중심의 기수주 물량이 본격적으로 매출화되면서 자체 사업부문의 수익창출력이 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.
- **운전자본 부담 완화:** 2024~2025년에는 최근 수주 프로젝트의 선수금 비중이 과거 수익계약 EPC 프로젝트 대비 낮아지고, 유입된 선수금이 해외 가스터빈 대금 지급 등에 선사용되면서 초과청구공사 잔액이 축소되었다. 여기에 투르크িস탄 CCGT 등 일부 프로젝트의 채권 회수 지연과 GT Slot Reservation Fee 지급에 따른 재공품 증가가 더해지며 운전자본 부담이 확대되었다. 다만 동사는 장기적으로 대형원전·SMR·가스터빈을 축으로 하는 기자재 매출 확대를 계획하고 있으며, 과거 EPC 프로젝트 대비 공사수행기간이 짧아지고 선수금 조건도 점진적으로 개선될 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 향후 기자재 매출 증가와 선수금 유입이 운전자본 부담 완화로 이어지는지, 2026년 하반기 이후 주요 미회수 프로젝트 채권 회수가 계획대로 이루어져 현금흐름 개선으로 연결되는지 모니터링이 필요하다.

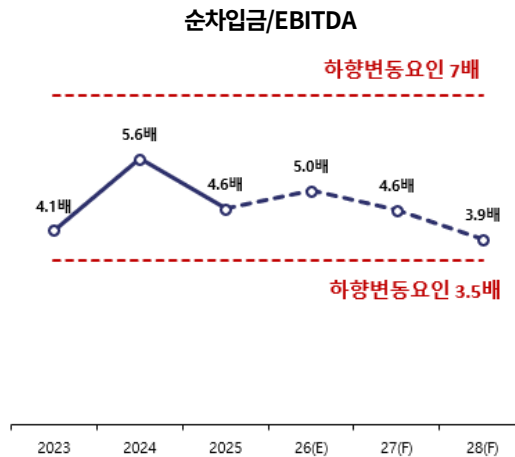
2) 등급변동요인의 추정

향후 투자 규모가 크게 확대될 전망으로, 단기적으로 차입부담이 증가할 수 있다. 그러나 채산성이 높은 발전 기자재 및 원전 프로젝트, 수의계약 EPC 매출과 관계사로부터의 배당금 수익 등을 바탕으로 자금 소요에 대응하면서 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 예상된다. 이에 따라 순차입금/EBITDA는 4배 수준을 기록할 것으로 전망한다.

[표 3] 에이치디현대일렉트릭 등급변동요인

상향변동요인 A-(S) → A(S)	✓ 수주잔고의 양적·질적 개선세 지속 ✓ 프로젝트 관리를 통한 자체 사업부문의 수익창출력 개선 ✓ 순차입금/EBITDA ≤ 3.5
하향변동요인 A-(S) → BBB+(S)	✓ 신규 수주 부진, 프로젝트 손실 발생으로 인한 수익창출력 저하 ✓ 운전자본 회수 지연에 따른 재무부담 확대 ✓ 순차입금/EBITDA > 7

[그림 3] 두산에너지빌리티의 등급변동요인 추이



자료) 사업보고서, 한국기업평가 추정

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측 정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 매출: 2025년 사우디 Rumah, Nairyah 프로젝트 원가가 일시 반영되면서 진행률이 크게 인식되었으나, 2026년 점진적으로 반영되며 매출 소폭 축소. 이후 확대된 수주 잔고에 기반하여 점진적 매출 증가
2. 원가: 채산성 높은 발전원(원자력 및 복합화력 가스터빈) 프로젝트 규모 및 비중이 확대로 점진적 수익성 개선 가정
3. 운전자본: 2026년 회사제시 채권 미해수 프로젝트의 수금 일정 고려하여 매출채권 회수 반영. 이후 가스복합 발전 EPC, 원전 주기기 제작 등 대규모 프로젝트 매출 본격화됨에 따라 운전자본 부담 증가
4. 투자: SMR 파운드리 사업 본격화에 따른 전용 공장 신축(2026~2028년 총 5,000억원 내외), 가스터빈 Capa 확장(2026~2028년 총 3,000억원 내외) 투자 계획 반영
5. 재무: 2026년 주주가치제고 정책에 따른 자사주 취득 1,300억원 반영

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 '당사')가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 '간행물')는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상황능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 '신용평가업무 등')에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문가를 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.