

원전,

AI가 이끄는
미국 원전 건설 빅사이클

에너지기파

- Part I AI가 촉발한 미국 전력 수요, 그리고 원전
- Part II 미국 에너지 안보 차원에서 SMR, 그리고 원전
- Part III Valuation



LS증권 **건설/원전** 담당 김세련입니다.

이번에는 '**원전, 에너르기파: 시가 이끄는 미국 원전 건설 빅사이클**' 이라는 주제로 자료를 준비했습니다.

AI의 등장에 따라 전세계 전력 수요의 큰 축으로 데이터센터가 급부상하고 있습니다. 전세계에서 가장 큰 투자가 일어나는 섹터는 이제 Oil&Gas가 아니라 빅테크의 CAPEX입니다. 2025~2030년 미국은 모든 섹터를 압도하고 데이터센터의 전력 수요가 수요 증가의 1위 요인으로 전망되고 있습니다. 데이터센터의 전력 수요는 단순히 전력량이 많다는데 그치지 않습니다. 24시간 안정적으로 전력이 공급되어야 하고, 대규모 부하를 감당해야 하며, 장기적으로는 탄소 배출 부담도 낮아야 합니다. 이 세가지 조건을 동시에 부합하는 발전원이 바로 원전입니다. 미국은 2050년까지 기존 Capa의 4배인 400GW까지 대형 원전을 증설하겠다는 공격적인 목표를 제시하고 있습니다. 더불어 미국의 핵 농축 기술 확보를 위한 에너지 안보 차원에서의 전략적 의사결정들이 SMR, 원전의 성장을 정책적으로 지원하고 있습니다.

원전주들의 주가 상승이 그 어느때보다 가팔랐던 요즘이지만, 단순히 기대감이 아니라 실제 수주로 이어지며 주가 리레이팅이 더욱 이어질 것으로 전망합니다. 가장 공격적인 투자가 일어나는 미국 시장에 진출하게 될 기업들의 밸류에이션 프리미엄 역시 타당하다고 판단합니다.

Top picks는 실적 턴어라운드를 확인하는 동시에 미국 원전, SMR Capa를 고려하여 주가 상방이 열릴 것으로 기대되는 원전 주도주 **두산에너빌리티 (034020)**, **현대건설 (000720)**을 추천합니다. 차선호주로는 지주사이지만 대형 원전, SMR 포트폴리오를 보유한 **삼성물산 (028260)**, 원전주는 아니지만 역사적 최고 수준의 플랜트, Captive 수주가 가능할 것으로 기대되는 **삼성E&A (028050)**를 제시합니다.

열린 성장성을 향해 무섭게 돌진하고 있는 건설/원전주들에 대해 함께 고민해 주시면 좋겠습니다. 감사합니다.

건설/원전/부동산

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. AI가 촉발한 미국 전력 수요, 그리고 원전]

미국의 산업별 전력 수요 증가량에서 2020~2025년 데이터센터가 전체 산업용 전력에 이어 두번째로 큰 증가량을 견인했으며, 2025~2030년은 모든 섹터를 압도하고 데이터센터의 전력 수요가 수요 증가의 1위 요인으로 전망되고 있습니다. 결국 AI 데이터센터가 촉발한 전력 수요는 어떤 전원으로 대응할 것인가의 문제로 이어집니다. 데이터센터의 전력 수요는 단순히 전력량이 많다는데 그치지 않습니다. 24시간 안정적으로 전력이 공급되어야 하고, 대규모 부하를 감당해야 하며, 장기적으로는 탄소 배출 부담도 낮아야 합니다. 이 세가지 조건을 동시에 부합하는 발전원이 바로 원전입니다. 미국은 2050년까지 기존 Capa의 4배인 400GW까지 대형 원전을 증설하겠다는 공격적인 목표를 제시하고 있습니다.

[Part II. 미국 에너지 안보 차원에서의 SMR, 그리고 원전]

미국은 여전히 세계 최대의 원전 운영국이자 전력 믹스상 원전이 핵심적인 국가입니다. 그러나 1979년 스리마일섬 사고 이후 미국 원전 산업은 장기적인 정체 국면에 들어섰습니다. 이후 일본 도시바의 웨스팅하우스 인수, 2017년 보글 원전의 실패에 따른 웨스팅하우스의 파산, 2018년 캐나다 브룩필드와 Cameco의 웨스팅하우스 인수 과정을 거치며 산업 전반의 시공, 공급망 역량이 과거 대비 약화되어왔습니다. 이에 따라 우호국의 공조가 절실하며, 한국 기업들은 On time, On budget 시공, 납기 역량으로 미국 원전 진출에 적극적으로 나설 것으로 판단됩니다.

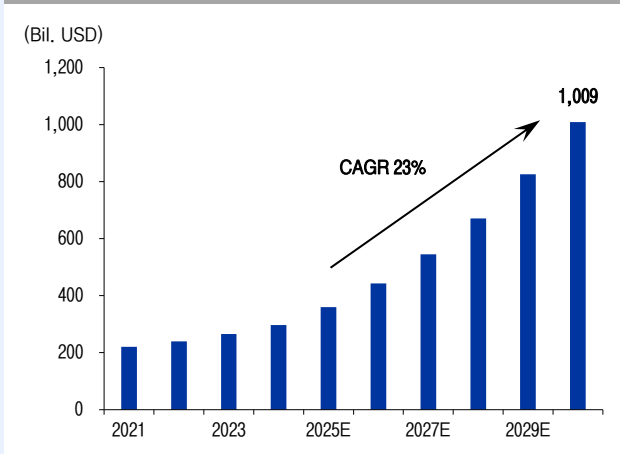
미국 에너지 안보 차원에서 SMR, 원전은 핵 농축 기술 재건이라는 중요한 미션 달성을 위해서라도 공격적인 투자가 이어질 것으로 전망됩니다. 미국은 냉전 종료 후 러시아 핵탄두에서 꺼낸 고농축 우라늄을 희석해 저농축 우라늄으로 전환하여 수입하면서, 자국 내 우라늄 농축 시설들이 경쟁력을 잃고 가동을 멈추거나 폐쇄되었습니다. 미국 정부는 현재 러시아산 저농축 우라늄 수입을 금지하는 법안에 서명, 공급망 충격을 우려해 2027년까지는 일부 예외를 허용하고 있습니다. 미국의 SMR 상용화는 이제 핵연료 공급망 재건을 동반하는 에너지 패권에서의 핵심 과제로 부상하고 있습니다.

[Part III. Valuation]

원전 빅사이클은 1970~1980 년대에 집중되어 있어서, 당시의 직접적인 역사적 밸류에이션을 비교하기 어렵습니다. 따라서 과거 에너지 인프라 빅사이클에서 대형 프로젝트를 수주했던 EPC 플랜트 기업의 주가와 밸류에이션에서 원전 밸류에이션 레벨을 벤치마크 해보고자 했습니다. 결론적으로 원전 기업들은 여전히 밸류에이션 업사이드가 남아있으며 단순 기대감을 넘어 점차 수주 가시화를 통해 장기적인 밸류에이션 리레이팅을 이어갈 전망입니다.

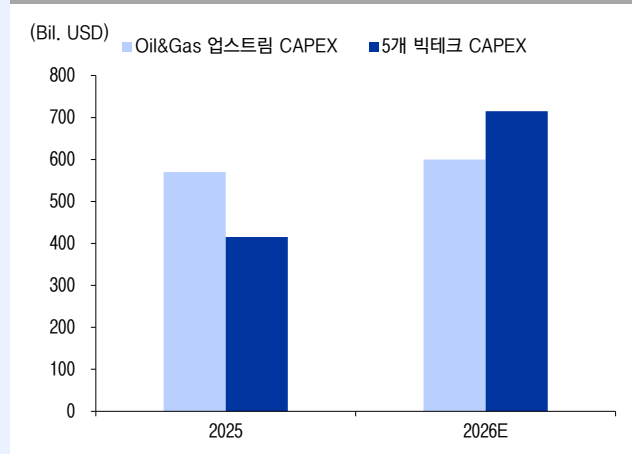
Key Charts

전세계 데이터센터 인프라 투자 시장 규모



자료: IOT Analysis, LS증권 리서치센터

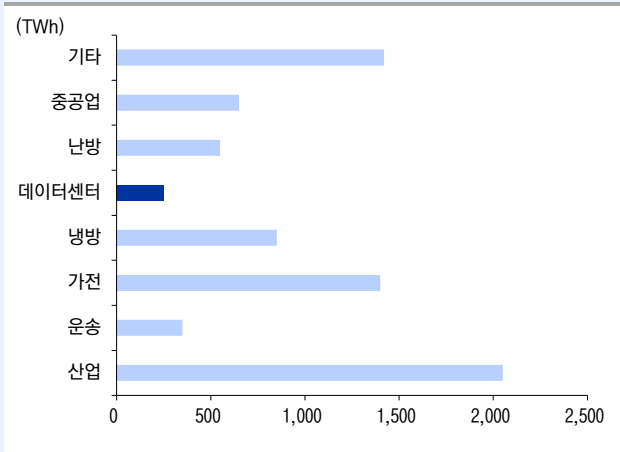
글로벌 Oil&Gas CAPEX 와 빅테크 CAPEX 비교



자료: Bloomberg, IOT Analysis, LS증권 리서치센터

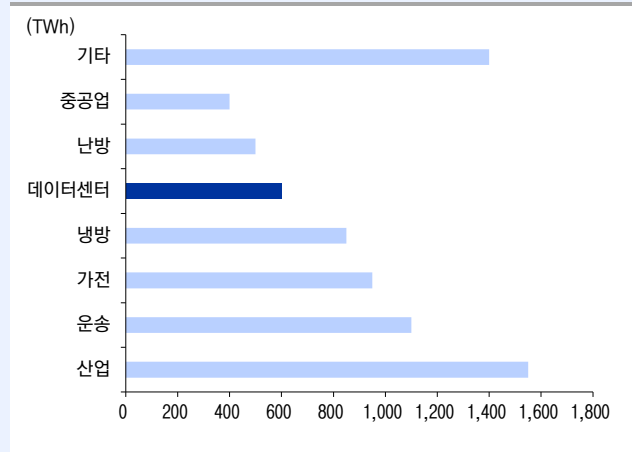
- 세계에서 가장 큰 투자 영역인 Oil&Gas CAPEX를 빅테크 CAPEX가 비로소 넘게 됨
- 전세계 데이터센터 인프라 투자 시장은 2030년까지 CAGR 23%, 1조달러로 가파르게 증가할 것

전세계 부문별 전력 수요 증가량 (2014~2024)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

전세계 부문별 전력 수요 증가량 (2024~2030)

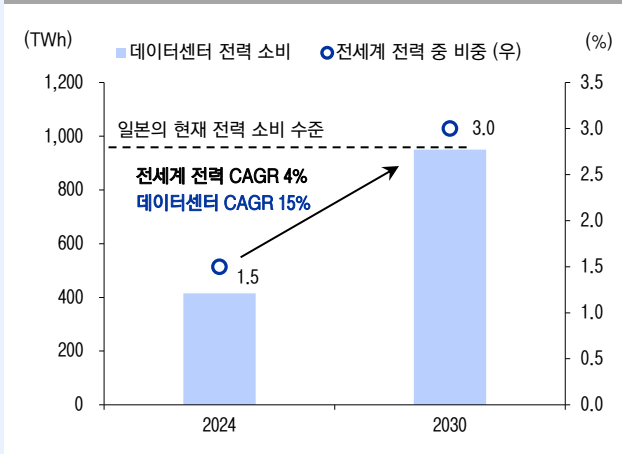


자료: IEA, LS증권 리서치센터

- 2024년부터 데이터센터의 전력 수요가 신규 전력 수요의 핵심으로 부상 중
- 데이터센터 전력 수요 증가는 2024~2030년 600TWh로 난방, 중공업을 넘어설 전망

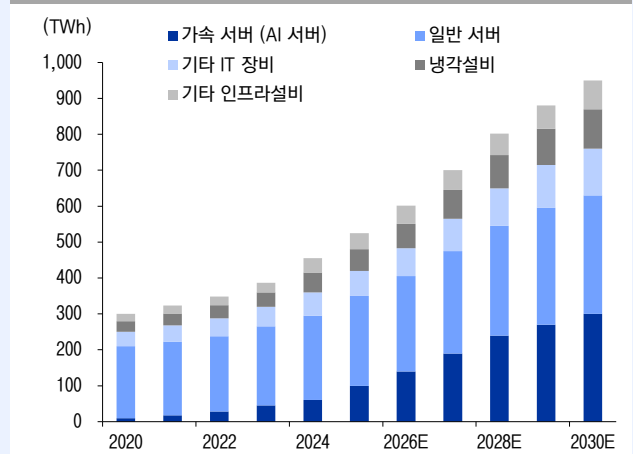
Key Charts

데이터센터 전체 전력수요 증 비중



자료: IEA, LS증권 리서치센터

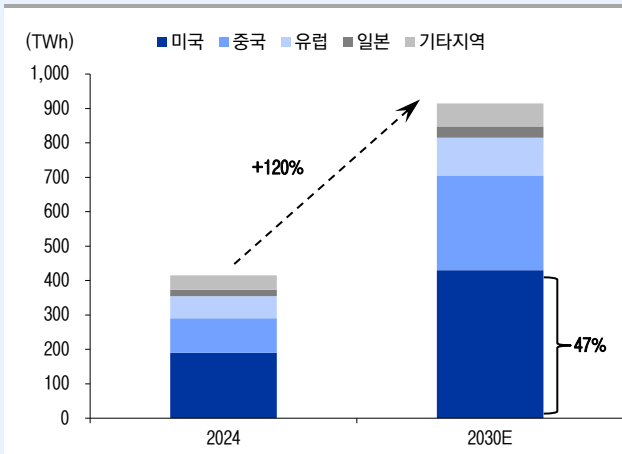
글로벌 데이터센터 전력 소비량 추이 및 전망 (Base)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

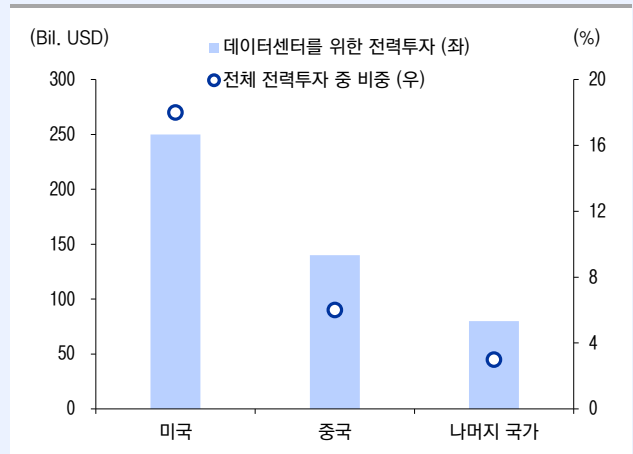
- 전세계 전력 수요 2030년까지 CAGR 4% 성장, 데이터센터는 15% 성장
- Base 시나리오 기준 1,000TWh까지 증가, 이는 일본의 현재 전력 소비 수준과 맞먹음

지역별 데이터센터 전력 수요 전망치 비교 (Base)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

데이터센터 전력 수요를 위한 국가별 투자

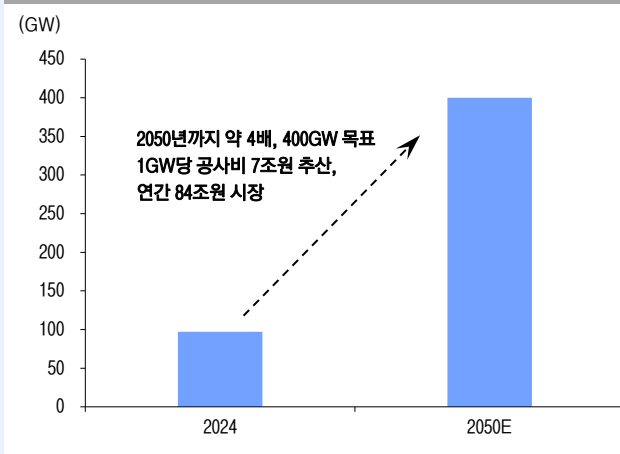


자료: IEA, LS증권 리서치센터 / 주: 2025~2030년 누적 예상 투자액

- 데이터센터 전력 수요의 절반은 미국으로, 공격적 투자가 진행중
- 미국 2025~2030년 누적 데이터센터향 전력 투자 약 400조원 전망, 전체 전력 인프라 예산의 20%

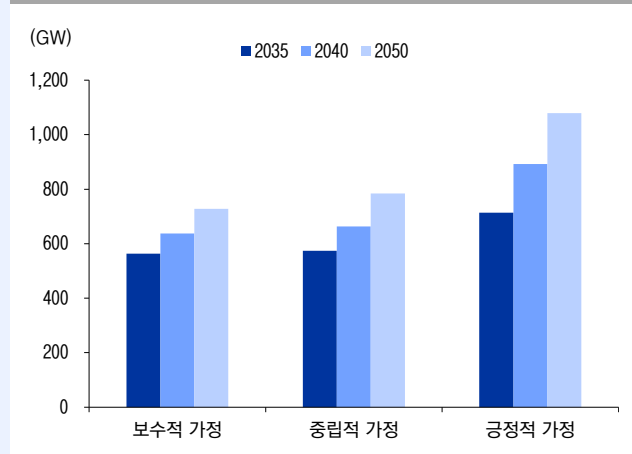
Key Charts

미국 원전 설비 용량과 증설 목표



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

글로벌 원전 설비 용량 전망

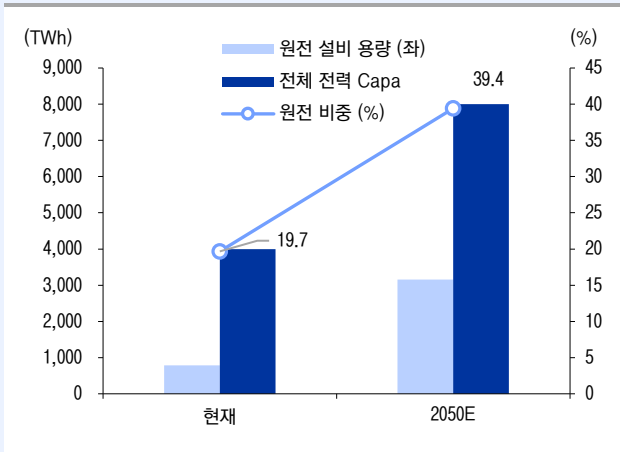


자료: IEA, LS증권 리서치센터

주: 보수적 가정-현재 시행중인 정책만 반영 / 중립적 가정-각 국이 발표한 정책 목표 반영 / 긍정적 가정-2050 탄소중립 달성 경로 가정

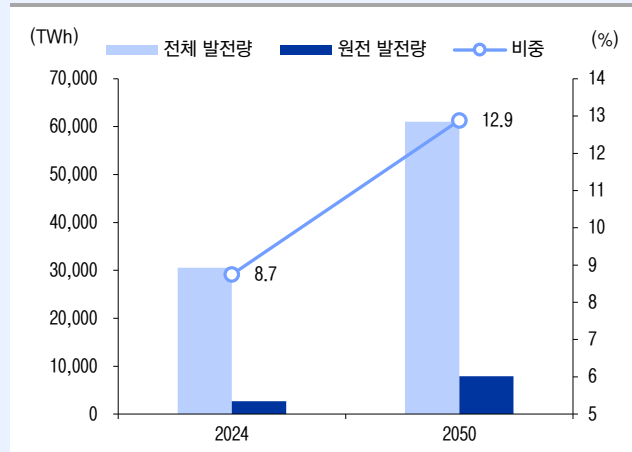
- AI 전력 수요와 탈탄소에 대응하기 위해 전세계 원전 투자 재개, 원전 르네상스 2.0 시작
- 24/7 기저 부하 전력으로서 메리트 부각, 미국은 2050년까지 원전 기존 Capa의 4배 증설 목표

미국 전력 Capa와 원전 비중 전망



자료: Constellation, LS증권 리서치센터

글로벌 전력 발전량과 원전 비중 전망



자료: EIA, LS증권 리서치센터

- 국가별 탈원전 정책 기조가 철회되며 원전은 향후 전체 전력 발전량 중 13%로 증가할 것
- 미국은 이미 전체 발전원의 20%가량이 원전으로, 계획대로 증설된다면 비중 40%까지 증가하는 셈

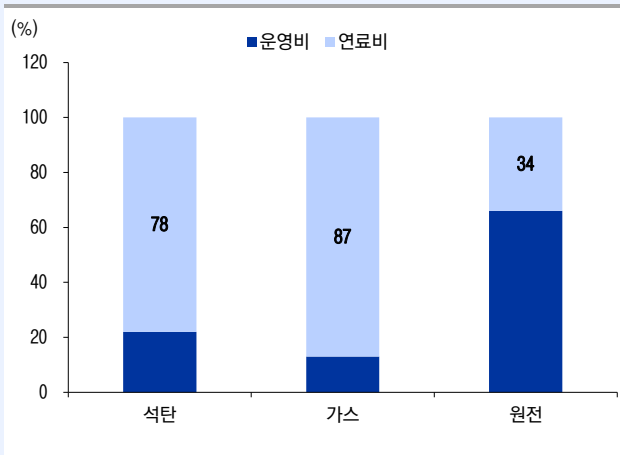
Key Charts

우라늄 펠릿의 에너지 밀도 비교



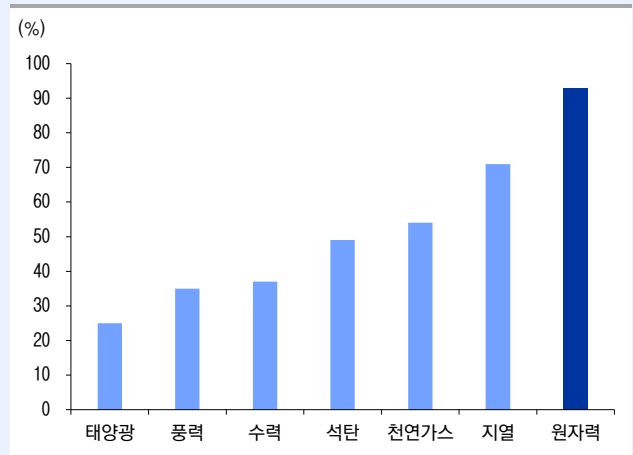
자료: Constellation, LS증권 리서치센터

발전원별 발전원가에서 연료비 비중 비교



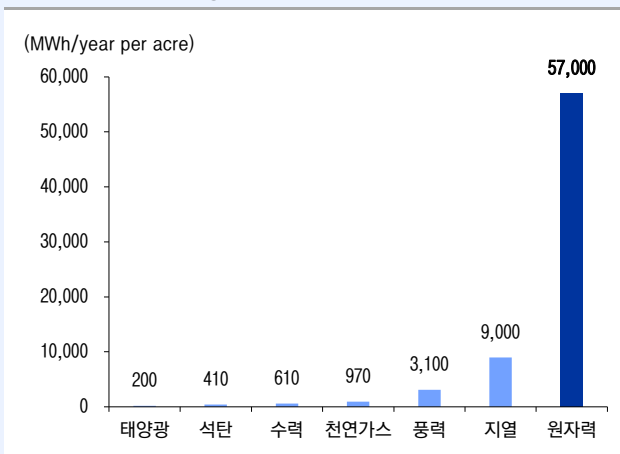
자료: Nuclear Energy Institute, LS증권 리서치센터

발전원별 가동률



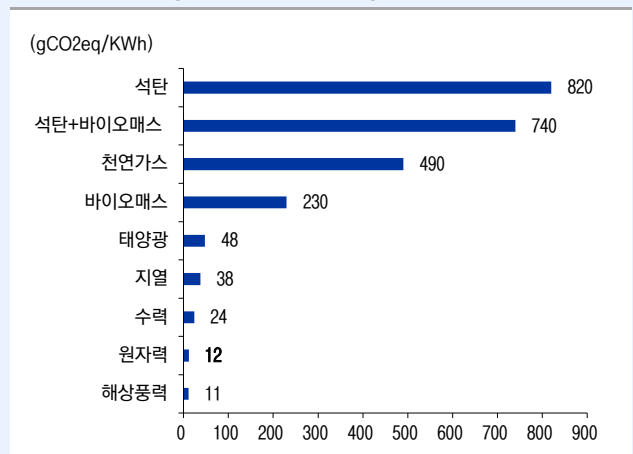
자료: DOE, LS증권 리서치센터

발전원별 부지 면적당 발전 효율 비교



자료: DOE, LS증권 리서치센터

전력 발전원별 생애주기 탄소 배출량

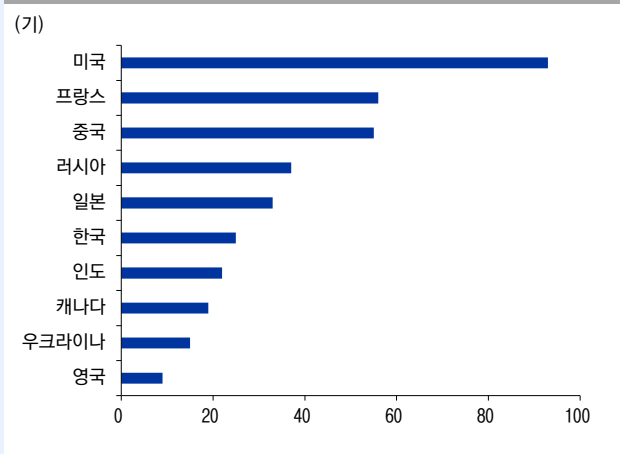


자료: Intergovernment Panel on Climate Change, LS증권 리서치센터

- 원전, 에너지 밀도와 부지면적당 발전 효율, 24/7 가동, 탄소배출량에서 강점
- 저장/폐기를 제외한 원전 원가 중 연료비 5~10%, 우라늄 2 배 상승시에도 발전원가 5% 상승

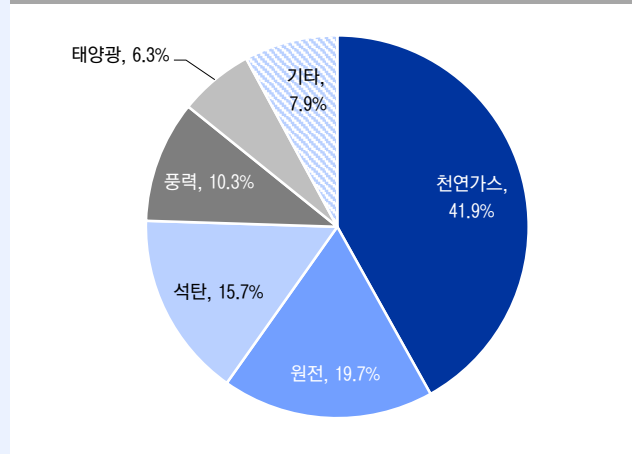
Key Charts

국가별 가동 원전 개수 비교



자료: USITC, LS증권 리서치센터

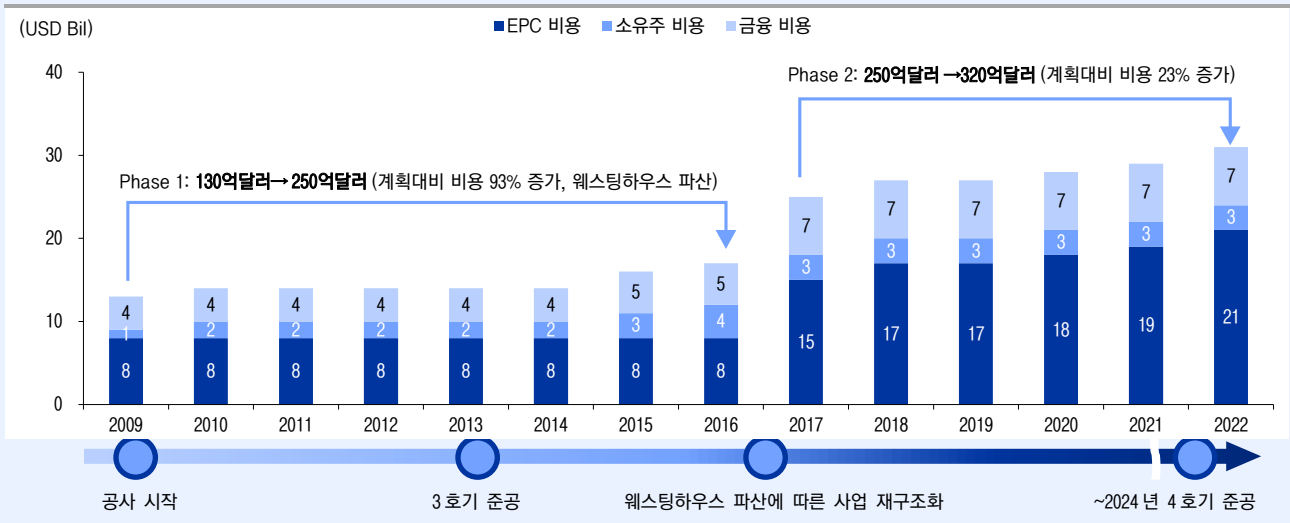
미국 발전원별 Capa 비중



자료: EIA, LS증권 리서치센터

- 미국, 세계에서 가장 많은 94 기의 원자로 가동중이며 발전원 중 원전이 2 위일만큼 원전 강국이지만,

미국 조지아주 Vogtle 원전 3, 4 호기 총 투자 비용 추이



자료: U.S Department of Energy 'Pathways to Commercial Liftoff: advanced Nuclear (2024.09)', LS증권 리서치센터

- 1979년 쓰리마일섬 2 호기 사고 이후 신규 원전에 대한 기자재, EPC 밸류체인이 약해진 상황
- 미국의 공조 니즈에 따라 우리나라는 On time, On budget 레코드로 미국 원전 적극 진출 전망

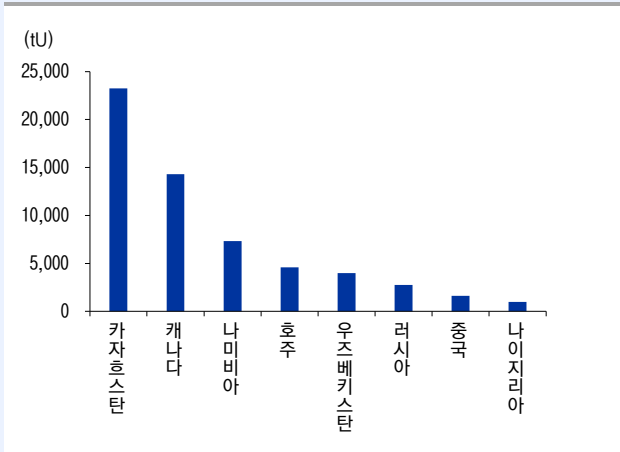
Key Charts

원전 원료 (우라늄) Front end 차원에서의 공정

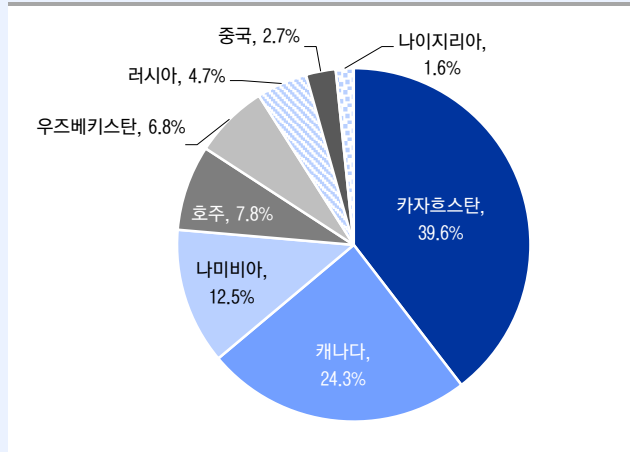
1) 채굴 및 제련 (Mining and Milling)
우라늄 채굴은 전통적인 방식 (노천굴 채굴, 개방형 피트, 지하 채굴 등) 또는 비전통적 방식 (In-situ recovery)를 통해 이루어질 수 있음 우라늄 제련 공정은 흔히 옐로케이크 (Yellowcake)라고 불리는 우라늄 농축물을 생산
2) 변환 (Conversion)
변환한 우라늄은 상온에서 고체이지만, 높은 온도에서 가스로 변환할 수 있음
3) 농축 (Enrichment)
채굴 시점에서 우라늄 동위원소 U235는 약 0.7%에 불과한데, 농축을 통해 농도를 3~5% 수준으로 높이는 공정 (대부분의 원자로에서 사용하는 수준 / SMR 용 HALEU 5~20%, 무기용 HEU 20% 이상)
4) 성형 가공 (Fabrication)
농축 우라늄을 이산화우라늄 분말로 변환하고, 이걸 작은 세라믹 펠릿 Pellet 형태로 만들 펠릿을 연료봉에 넣고, 연료 번들 (Bundle/Assembly)형태로 결합되어 원자로로 운송

자료: LS증권 리서치센터

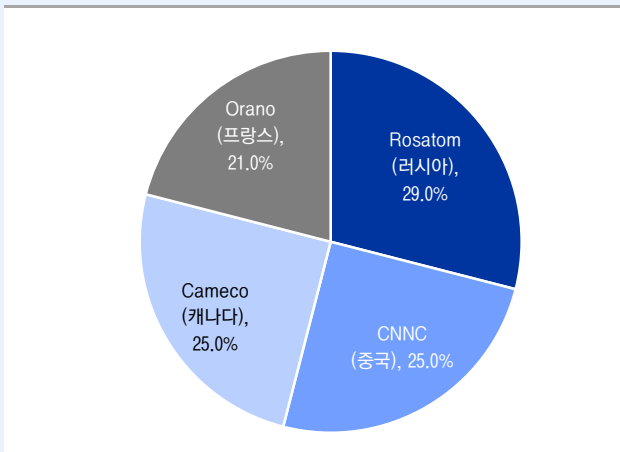
2024년 우라늄 국가별 생산량 순위



2024년 우라늄 생산량 비중

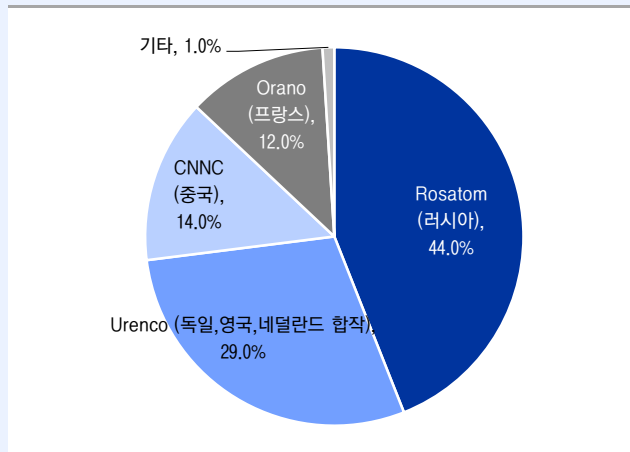


우라늄 변환 (Conversion) M/S



자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

우라늄 농축 M/S

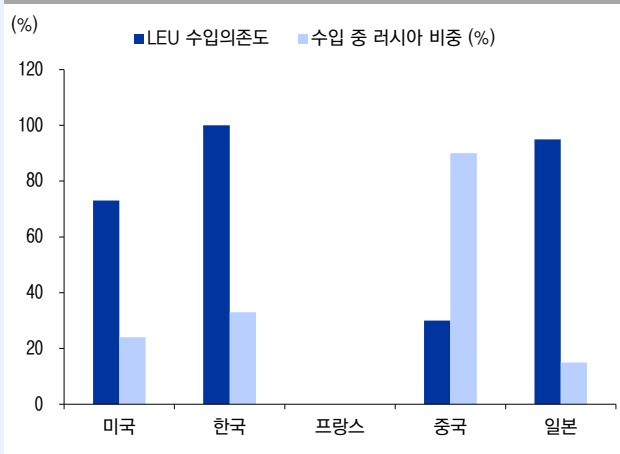


자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

● 미국, 냉전 이후 러시아 무기용 고농축 우라늄 희석해 수입하며 채굴, 농축에서 경쟁력 감소

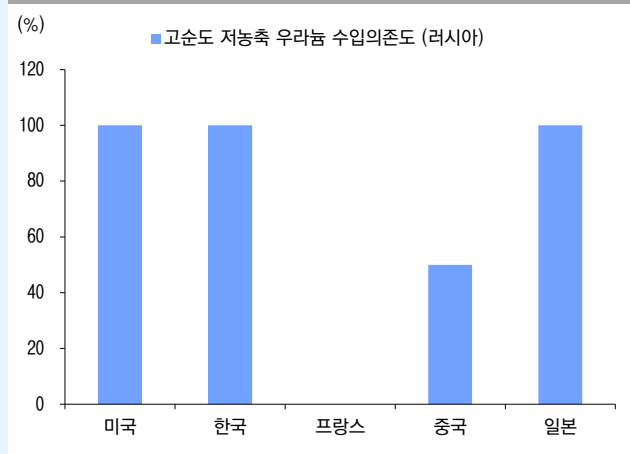
Key Charts

대형 원전 원료인 저농축 우라늄 (LEU) 수입 의존도



자료: Constellation, IEA, LS증권 리서치센터

SMR 연료인 (고순도저농축 우라늄) HALEU 수입 의존도



자료: Constellation, IEA, LS증권 리서치센터

미국 에너지부 원전, SMR 정책 타임라인

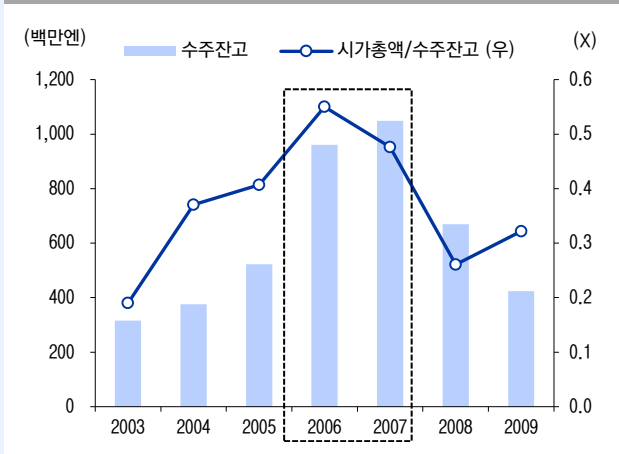
시기	내용
25/02	미국 내 상업용 원자력 발전을 최우선으로 하는 첫 번째 장관 명령 (Secretarial Order) 발령
25/04	미국 원자력 개발사 5곳에 단기 연료 수요 충족을 위한 HALEU 제공 조건부 지원 확정
25/05	트럼프 대통령은 미국 내 원자력 산업 발전을 위한 4개의 행정 명령 (E.O.)을 발표함
25/07	첨단 원자로 개발을 가속화하고 국내 핵연료 공급망을 강화하기 위한 파일럿 프로그램 시작을 발표
25/07	연방 토지 내 AI 데이터센터 및 에너지 인프라 개발을 위한 부지 선정을 발표
25/08	기술 배치 촉진을 위한 '트럼프 대통령 원자로 파일럿 프로그램'의 초기 선정대상 11 곳을 발표
25/08	단기 연료 수요 충족을 위해 미국 기업 3곳에 HALEU를 제공하기 위한 2차 조건부 지원을 확정
25/09	핵연료의 국내 공급망 강화를 위해 '첨단 핵연료 라인 파일럿 프로젝트' 수행 기업 4곳을 선정
25/10	정부는 국내의 웨스팅하우스 원자로 기술 개발 가속화를 위해 카메코, 브룩필드 자산과 전략적 파트너십 체결
25/11	펜실베이니아주 Crane Clean Energy Center (쓰리마일 섬 1 호기) 재가동을 위해 Constellation에 대한 10억달러 파이낸싱 발표
25/12	SMR 배치를 위해 TVA와 Holtec에 8억달러 지원
26/01	국내 농축 역량 강화를 위해 27억달러 규모의 투자를 발표
26/02	원전 인허가 패스트트랙 도입: SMR 건설 시 환경영향평가 절차 일부 면제 / 3월 SMR에 대한 Part53 최종 규칙 공포

자료: DOE, LS증권 리서치센터

- 대형 원전의 원료인 LEU는 이미 미국이 러시아로부터 24% 수입, 2028년 이후 법적으로 금지됨
- 차세대 원전인 SMR의 필수 원료인 HALEU, 농축 기술 부족으로 사실상 수입 대부분이 러시아 의존
- 미국 에너지부, 지난해부터 공격적으로 원전, SMR, 우라늄 농축 기업들을 위한 정책 지원 중
- AI 전력 수요 대응 외에도 미국의 에너지 안보, 에너지 자립 측면에서 원전, SMR 투자는 필수적
- 가장 공격적인 투자가 이루어지는 미국에서의 수주 기회가 밸류에이션에 선별적으로 작용할 것

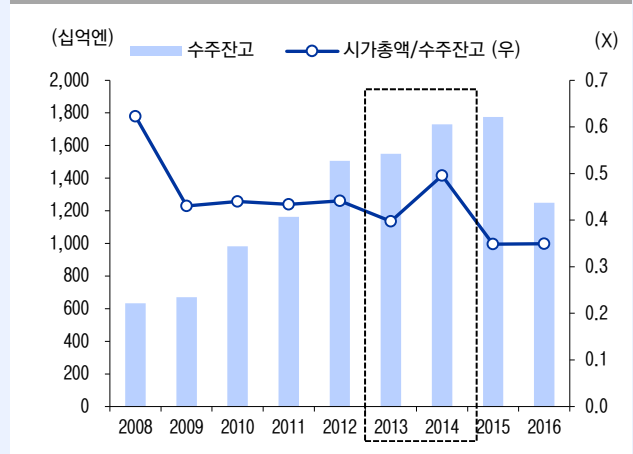
Key Charts

Chiyoda 수주잔고와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

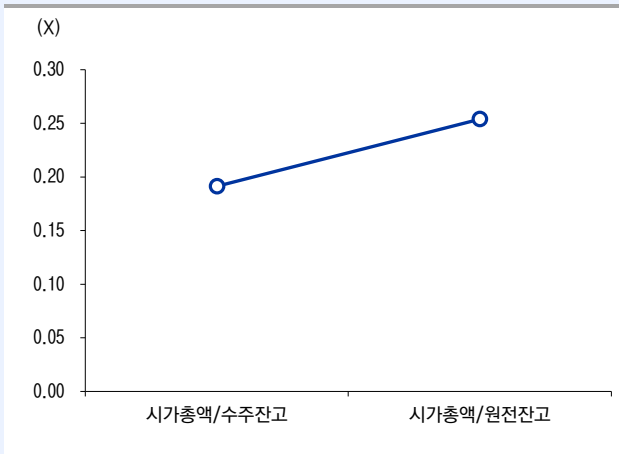
JGC 수주잔고와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

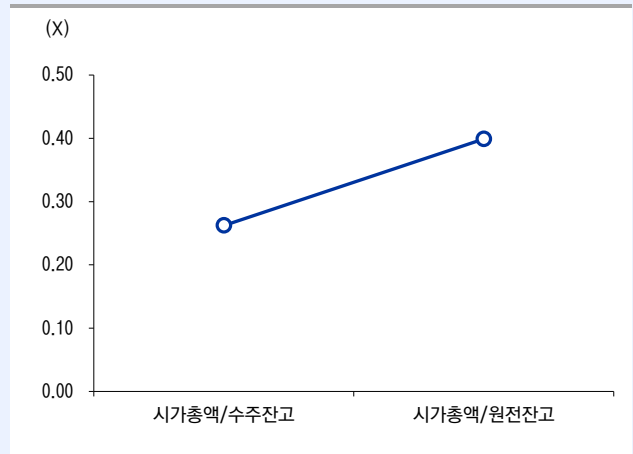
- 에너지 투자 빅사이클이던 LNG 증설, 오일머니로 중동 플랜트 투자에서 찾는 밸류에이션 힌트
- 당시 카타르, 호주 LNG 수주로 주가가 슈팅했던 Chiyoda, JGC의 시가총액/수주잔고 0.4~0.6X

현대건설 시가총액/원전 기대잔고 비교



자료: 현대건설, FnGuide, LS증권 리서치센터

대우건설 시가총액/원전 기대잔고 비교

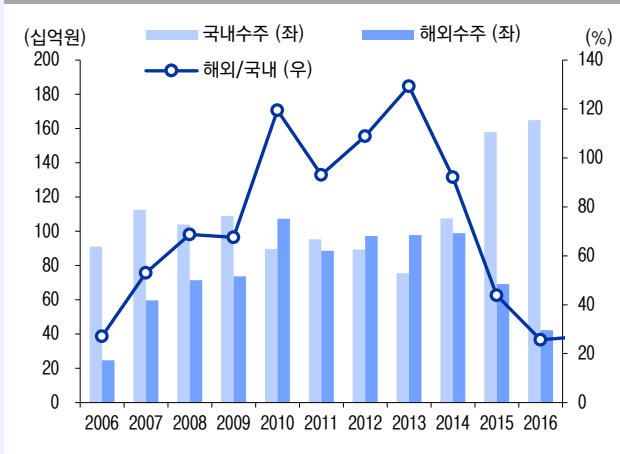


자료: 대우건설, FnGuide, LS증권 리서치센터

- 원전 수주를 시점별로 가정해 현재가치로 할인한 '원전 기대잔고'를 각 사별로 산출
- 현대건설, 원전기대잔고 대비 시가총액 0.25X로 여전히 밸류에이션 메리트 부각

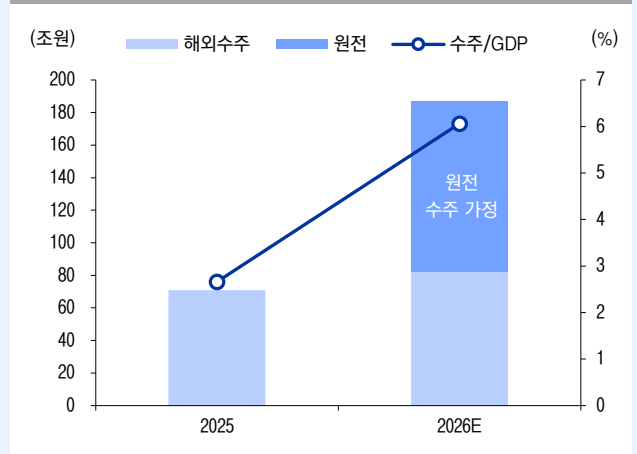
Key Charts

우리나라 해외건설수주 추이



자료: 해외건설협회, LS증권 리서치센터

우리나라 GDP 와 원전, 해외수주 비중 비교



자료: 통계청, 해외건설협회, LS증권 리서치센터 / 주: GDP는 명목 기준

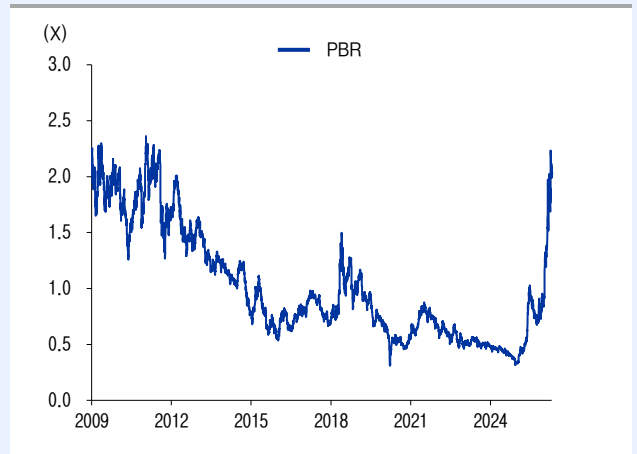
- 2009~2012년 중동 발주 사이클 당시 GDP에서 해외 플랜트 수주 비중 8%에 육박
- 원전잔고가치를 가정하면 2026년 GDP에서 해외건설수주 6.5%로 전체 제조업의 1/4 수준

삼성 E&A 중동 플랜트 호황기 당시 PBR 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

현대건설 Historical PBR



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

- 원전/건설주 PBR 1.0~3.0X 레벨이나, 과거 삼성 E&A 4.5X 까지 도달한 점 고려 시 업사이드 상존
- 원전 빅사이클의 초입, 단순 기대감에서 실제 수주 성과로 이어지며 점진적 리레이팅 이어질 전망

Industry In depth

건설/원전

Overweight

원전, 에너지파

시가 이끄는 미국 원전 건설 빅사이클

Contents

Part I	AI가 촉발한 미국 전력 수요, 그리고 원전	14
Part II	미국 에너지 안보 차원에서의 SMR, 그리고 원전	27
Part III	Valuation	44

기업분석

두산에너지빌리티 (034020)	58
삼성물산 (028260)	70
현대건설 (000720)	80
대우건설 (047040)	85
DL 이앤씨 (375500)	89
GS 건설 (006360)	93
삼성 E&A (028050)	96

Part I

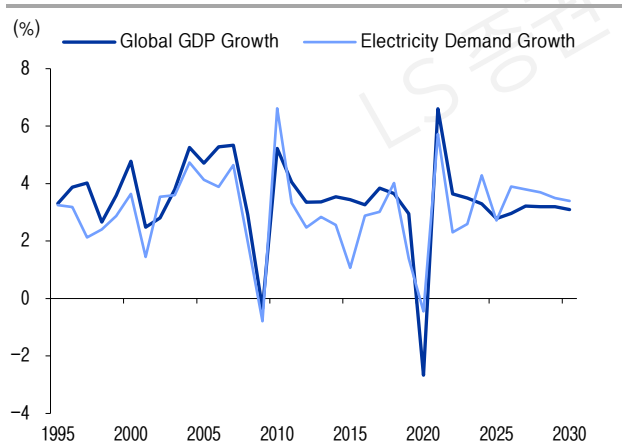
AI가 촉발한
미국 전력 수요,
그리고 원전

AI가 여는 에너지 르네상스

미국, 전력수요 대응을 위한 원전 투자 본격화

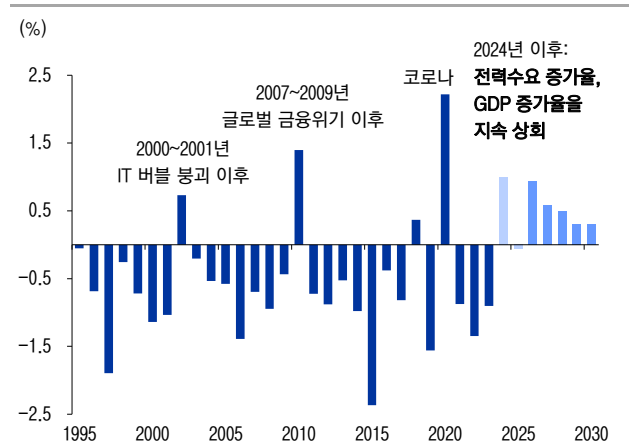
지난 몇 년간 AI는 수조달러의 산업으로 성장했다. 에너지 없이는 AI도 존재할 수 없는 동시에, AI 역시 에너지 부문의 변화를 촉발하고 있다. 최근 들어 글로벌 전력 수요의 증가 속도가 경제 성장률을 상회하기 시작했다. 전력 수요의 패턴은 대체적으로 GDP 성장률과 방향성을 같이 하지만, 금융위기에 의한 경제 성장률의 기저효과를 제외하면 대체로 전력 수요 증가는 경제 성장률을 상회하지 못했다. 그러나 2024년 이후로는 글로벌 GDP 성장률보다 전력 수요 증가율이 꾸준히 아웃퍼폼 하고 있는 상황이다. 이는 단순한 경기 회복에 의한 기저효과보다는 전력 수요 자체의 구조적 변화가 시작되고 있음을 시사한다.

그림1 글로벌 GDP 성장률과 전력 수요 증감



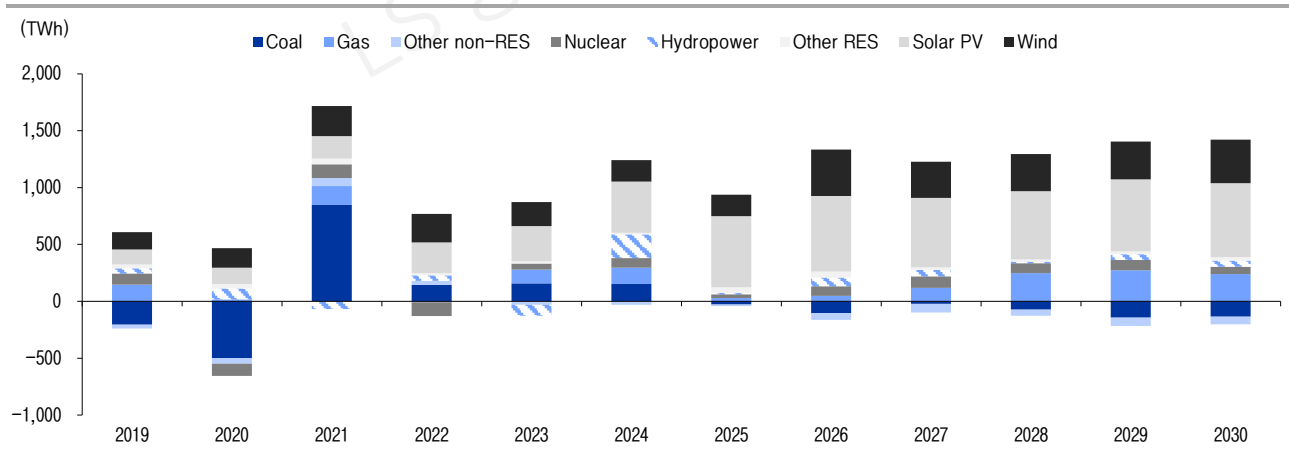
자료: IMF, EIA, LS증권 리서치센터

그림2 글로벌 GDP 성장률과 전력 수요 증감 Gap



자료: IMF, EIA, LS증권 리서치센터

그림3 글로벌 발전원별 전력 생산량 변화 추이

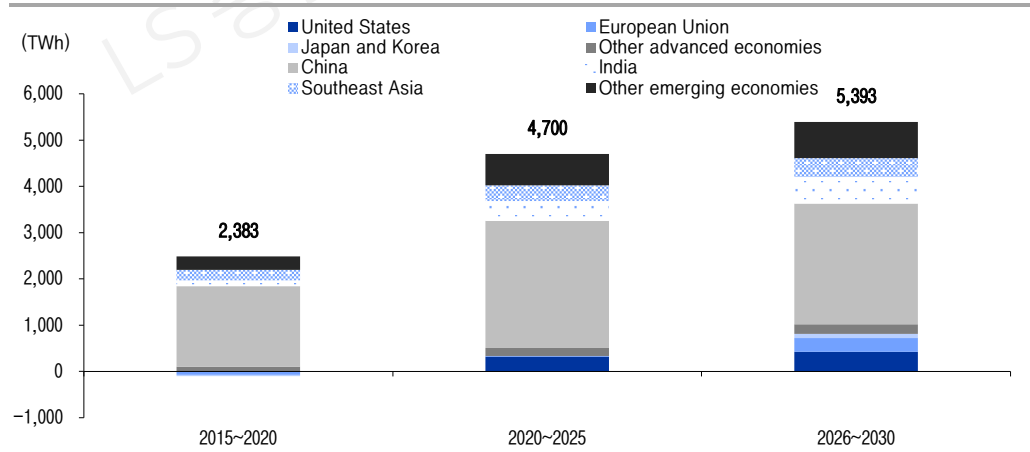


자료: EIA, LS증권 리서치센터

글로벌 전력 수요 증가의 중심은 여전히 중국과 신흥국이지만, 향후 증가 속도 측면에서 주목해야 할 지역은 미국이다. 국가별 전력 수요 증가량을 보면, 2015~2022년 2,383TWh였던 글로벌 전력 수요 증가분은 2026~2030년에 5,393TWh까지 증가할 것으로 전망된다. 그 중 미국의 전력 수요 증가 기여도가 이전보다 뚜렷하게 확대되는 모습이다. 이는 미국 내 제조업 리쇼어링, 전기화, 데이터센터 증설 등이 동시에 진행되며 전력 수요를 촉발하고 있기 때문이다.

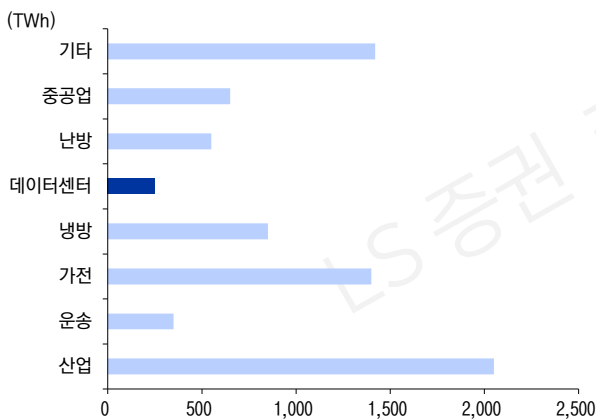
글로벌 전력 수요는 전통적인 산업, 운송 중심에서 디지털 인프라를 중심으로 구조적 전환이 진행되고 있다. 2024년부터 데이터센터가 향후 전력의 신규 수요의 핵심 축으로 부상할 것으로 전망된다. 특히 생성형 AI 확산으로 고성능 연산이 요구되면서, 데이터센터의 전력 소비는 냉각설비, 가속서버를 포함하여 폭발적으로 증가할 전망이다. IEA에 따르면 글로벌 데이터센터의 전력 사용량은 2014~2024년까지 250TWh 가량 증가했으나, 2024~2030년까지 600~1,000TWh로 증가할 전망이다. 이는 난방, 중공업에서의 전력 수요 증가보다 더 크다는 측면에서 구조적 뉴노멀을 시사한다.

그림4 국가별, 시기별 전력 수요 증가량 추이 및 전망



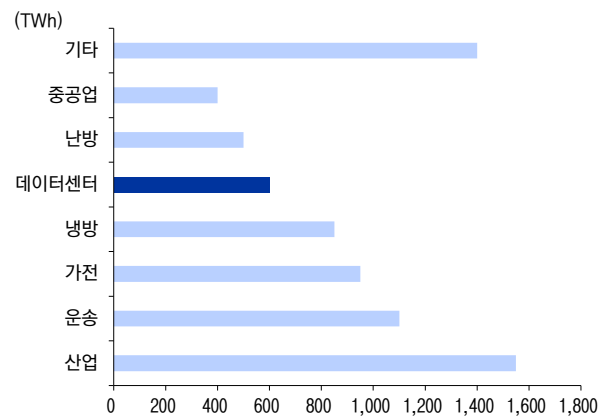
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림5 전세계 부문별 전력 수요 증가량 (2014~2024)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림6 전세계 부문별 전력 수요 증가량 (2024~2030)

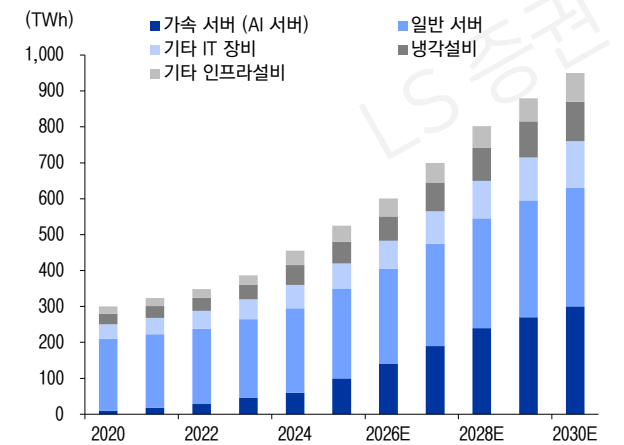


자료: IEA, LS증권 리서치센터

글로벌 데이터센터의 전력 소비량은 2020년 이후 꾸준히 증가해왔고, 2030년까지는 증가 속도가 더욱 가파를 것으로 예상된다. 특히 AI 서버의 전력 소비가 빠르게 증가하면서 데이터센터 전력 수요의 질적 구성이 바뀌고 있다. 과거에는 일반 서버와 네트워크 장비 중심의 전력 소비가 주를 이뤘다면, 향후 AI 서버, 냉각 설비, 내부 IT 장비의 전력 소비가 함께 증가하는 구조이다. 데이터센터가 디지털 인프라라는 새로운 영역으로 자리잡고 있다는 뜻이다.

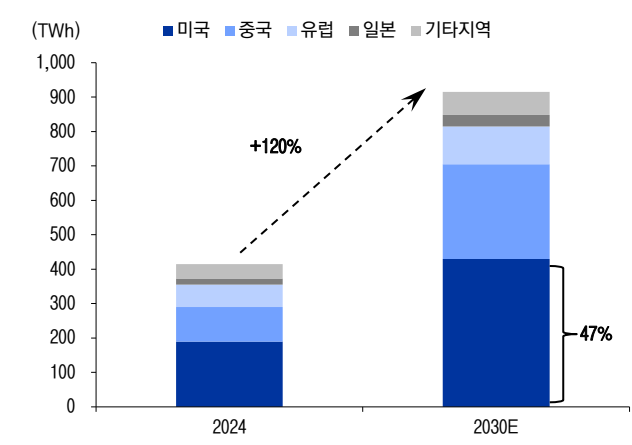
지역별로 살펴보면 미국의 비중이 압도적이다. 글로벌 데이터센터 전력 수요는 2024년 대비 2030년 약 120% 증가할 것으로 전망되며, 이 중 미국이 차지하는 비중은 거의 절반에 달한다. 따라서 AI 데이터센터가 촉발하는 전력 수요 증가는 곧 미국 전력 인프라 투자 사이클과 직결된다. 데이터센터 전력 공급원으로는 재생에너지 확대와 가스발전이 주축으로 작용하고 있으며, 이에 따른 기저 부하를 감당하는 목적의 원전 투자 역시도 동반 성장이 나타날 것으로 추산되고 있다.

그림7 글로벌 데이터센터 전력 소비량 추이 및 전망 (Base)



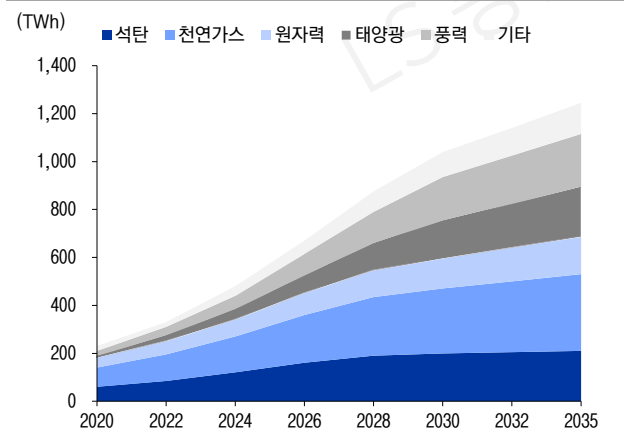
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림8 지역별 데이터센터 전력 수요 전망치 비교 (Base)



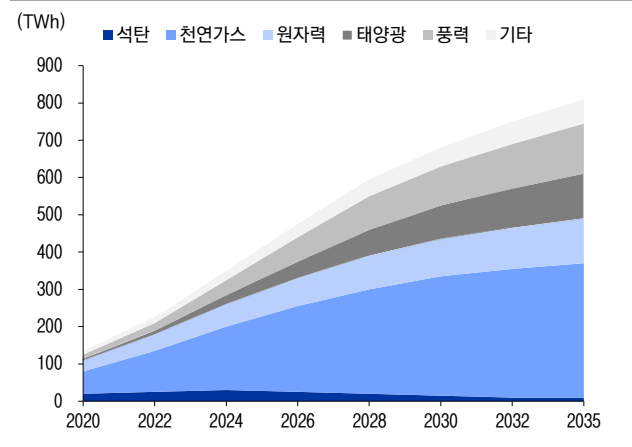
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림9 글로벌 데이터센터 전력 공급원별 생산량 추이 및 전망



자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림10 미국 데이터센터 전력 공급원별 생산량 추이 및 전망

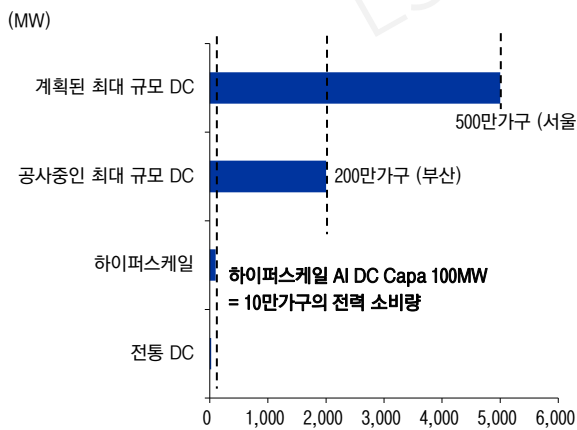


자료: IEA, LS증권 리서치센터

데이터센터 전력 수요의 규모는 기존 전력 소비 단위와 비교해도 상당한 수준이다. 하이퍼 스케일 AI 데이터센터 기준 최소 100MW의 전력 Capa는 약 10만가구의 전력 소비량과 맞먹는다. 투자가 계획된 최대 규모의 데이터센터 전력 소비량은 5GW로, 이는 서울 500만가구의 전력 소비량에 맞먹게 된다. IEA의 전망치에서도 데이터센터 전력 수요는 시나리오와 무관하게 가파르게 우상향한다. 특히, 급성장 시나리오에서는 2035년 데이터센터 전력 수요가 1,600TWh를 상회할 것으로도 전망된다.

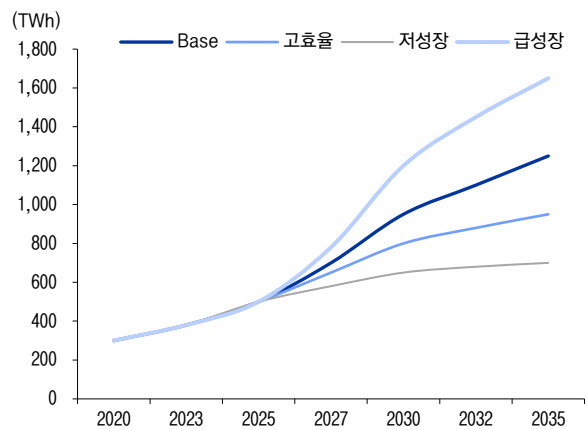
2030년까지 전세계 전력 수요는 CAGR 4%로 성장할 것으로 전망되는데 반해, 데이터센터 전력 수요는 CAGR 15%로 가파르게 성장할 것으로 전망된다. 2030년 Base 시나리오 기준으로 전세계 데이터센터의 전력 소비는 1,000TWh로 추산되는데, 이는 현재 일본의 전체 전력 소비 수준과 맞먹는 어마어마한 레벨이다. 이러한 전력 수요 급증에 대응하기 위해 미국은 전 세계에서 가장 선제적이고 공격적인 투자를 이어가고 있다. 2025~2030년 누적 기준 데이터센터 전력 투자는 2,500억달러 (약 370조원)로 추정되며, 미국 내 전체 전력 인프라 투자 금액 중 데이터센터 관련 전력 인프라에만 예산의 20% 가량을 사용하겠다는 의미이다.

그림11 데이터센터 전력 소비량 비교



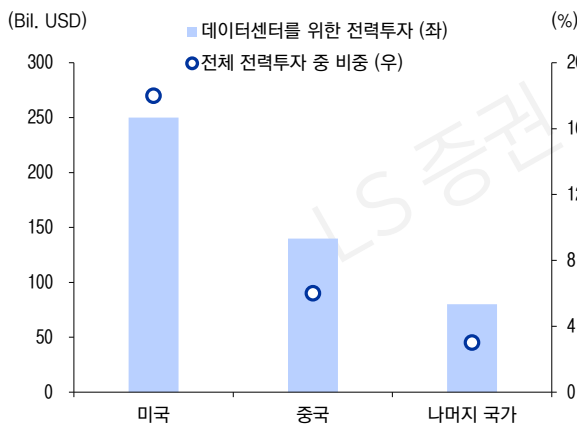
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림12 글로벌 데이터센터 전력 전망



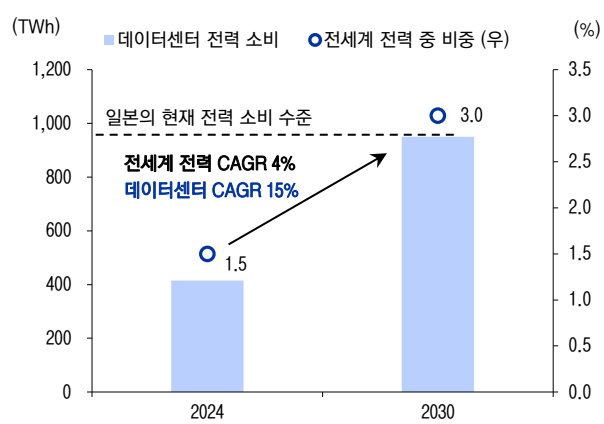
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림13 데이터센터 전력 수요를 위한 국가별 투자



자료: IEA, LS증권 리서치센터 / 주: 2025~2030년 누적 예상 투자액

그림14 데이터센터 전체 전력 수요 중 비중

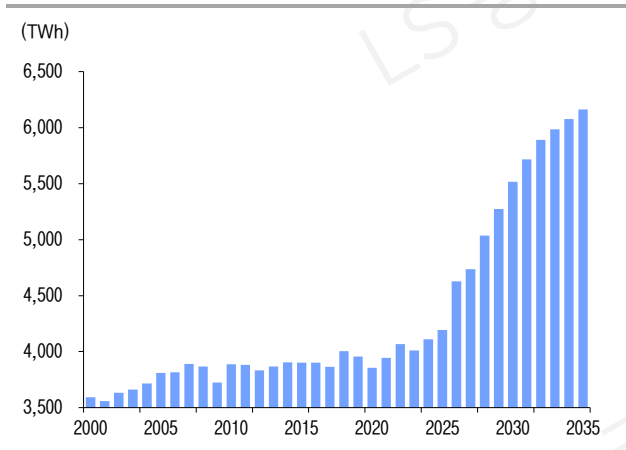


자료: IEA, LS증권 리서치센터

미국의 전력 소비량은 2020년대 초반까지 대체로 3,500~4,000TWh 수준에서 횡보했다. 그러나 2025년 이후 전망치는 기존 추세와 확연히 달라진다. 2025년을 기점으로 전력 소비량이 빠르게 증가하기 시작해, 2030년에는 6,000TWh를 상회할 것으로 전망된다. 전력 수요의 기울기 자체가 달라지고 있는 중이다. 수요 증가의 구성을 보면 데이터센터의 역할이 더욱 명확하다. 미국 산업별 전력 수요 증가량에서 2020~2025년 데이터센터가 전체 산업용 전력에 이어 두번째로 큰 증가량을 견인했으며, 2025~2030년은 모든 섹터를 압도하고 데이터센터의 전력 수요가 수요 증가의 1위 요인으로 전망되고 있다.

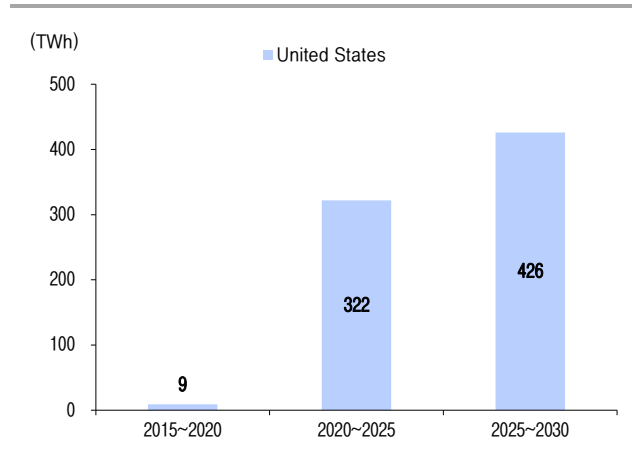
데이터센터만 따로 보면 증가 속도는 더 가파르다. 미국 데이터센터 전력 수요 증가량은 2015~2020년 36TWh에서 2025~2030년 203TWh까지 증가할 것으로 전망된다. 미국 전체 전력 수요 증가량이 해당 기간 426TWh로 전망되고 있어, 결국 데이터센터 증가가 미국의 전력 수요 증가를 설명하는 핵심 변수가 된다는 점은 자명하다. 과거 전력 인프라 투자는 노후 설비 교체와 신재생으로의 믹스 전환이 중심이었다면, 설비 용량의 전폭적인 증설, 전력망이 감당 가능한 발전원의 안정성, 장기 전력 조달 가능성 등이 새로운 투자의 논리가 되고 있다.

그림15 미국 전력 소비량 전망치



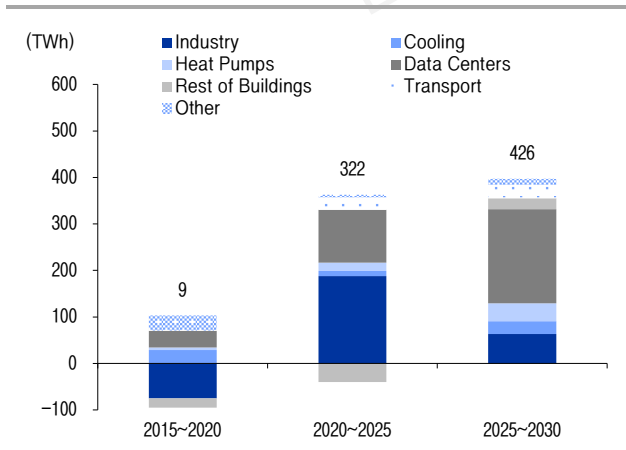
자료: EIA, NERC, LS증권 리서치센터

그림16 미국 전력 수요 증가량



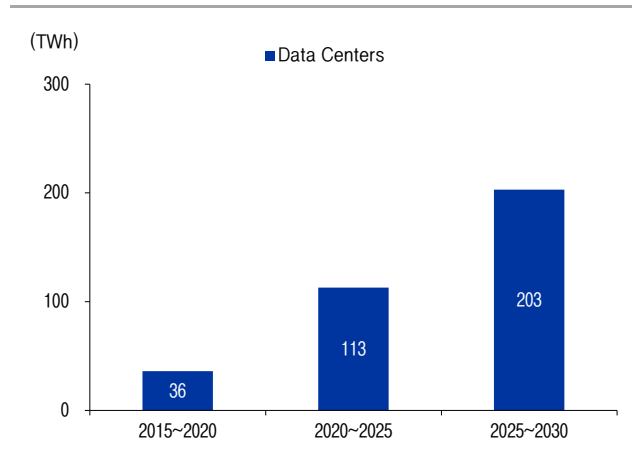
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림17 미국 산업별 전력 수요 증가량



자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림18 미국 데이터센터 전력 수요 증가량

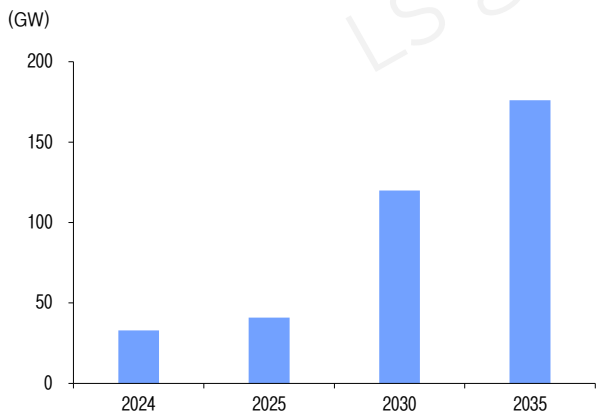


자료: EIA, LS증권 리서치센터

AI 데이터센터의 전력 집약도는 일반 데이터센터와 차원이 다르다. AI 모델의 추론 한 번에 텍스트는 약 2Wh, 짧은 영상은 약 50Wh의 전력이 필요하다고 알려져 있다. 2014년 대비 2025년은 최첨단 AI 모델 학습에 사용되는 연산량이 약 35만배가량 증가한 것으로 밝혀지기도 했다. 일반 데이터센터의 필요 전력이 30~50MW 수준인 반면, AI 데이터센터는 최소 100~300MW의 전력이 필요한 상황이다. 이러한 폭발적인 전력 소비로 인해 Deloitte에 따르면 미국 데이터센터의 Capa는 2024년 33GW에서 2035년 176GW까지 크게 확대될 것으로 전망된다.

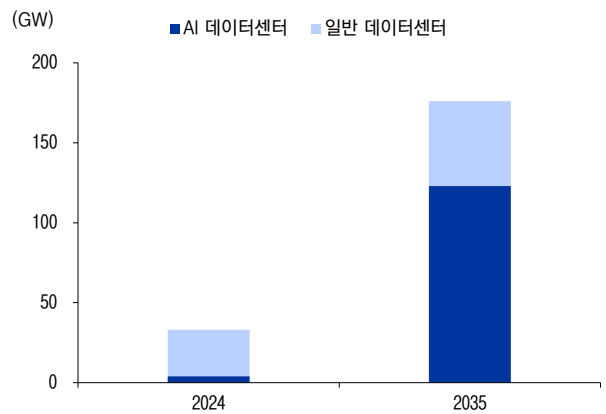
이러한 상황에서 미국 유틸리티 기업들과 빅테크들의 투자 역시 활발하게 일어나고 있다. 미국 47개 유틸리티 업체들의 합산 CAPEX는 2025년에만 22% YoY 증가했으며, 이는 지난 10년간 CAGR 7.6%를 크게 상회하는 수치이다. 8개 하이퍼스케일러의 합산 CAPEX는 이미 2024년부터 유틸리티 기업들을 앞질렀고, 이러한 추세가 지속될 것으로 전망되고 있다. 유틸리티 기업의 CAPEX는 향후 5년간 누적 1조달러를 넘어설 것으로 예상되나, 하이퍼스케일러의 CAPEX는 3년 내로 누적 1조달러를 넘어설 것으로 예상된다.

그림19 미국 데이터센터 Capa 예상치



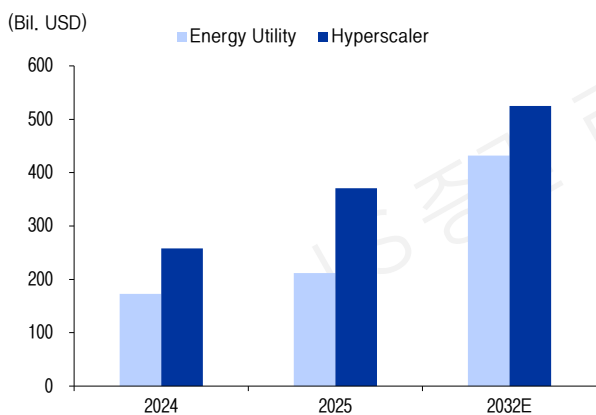
자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

그림20 미국 AI 데이터센터 전력 수요 예상치



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

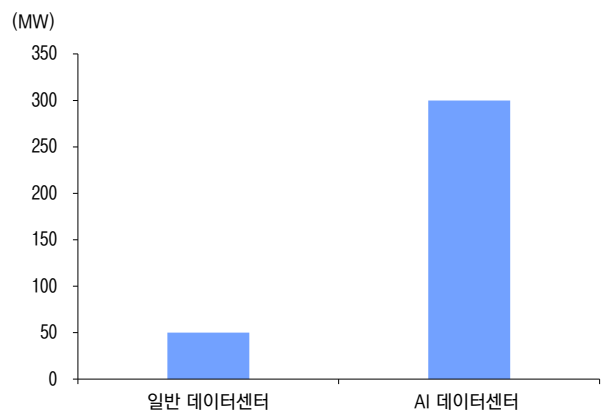
그림21 미국 유틸리티, 하이퍼스케일러 CAPEX 비교



자료: Deloitte, Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: 미국 47개 유틸리티업체, 8개 하이퍼스케일러 합산 기준임

그림22 일반 데이터센터와 AI 데이터센터 필요 전력 비교



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

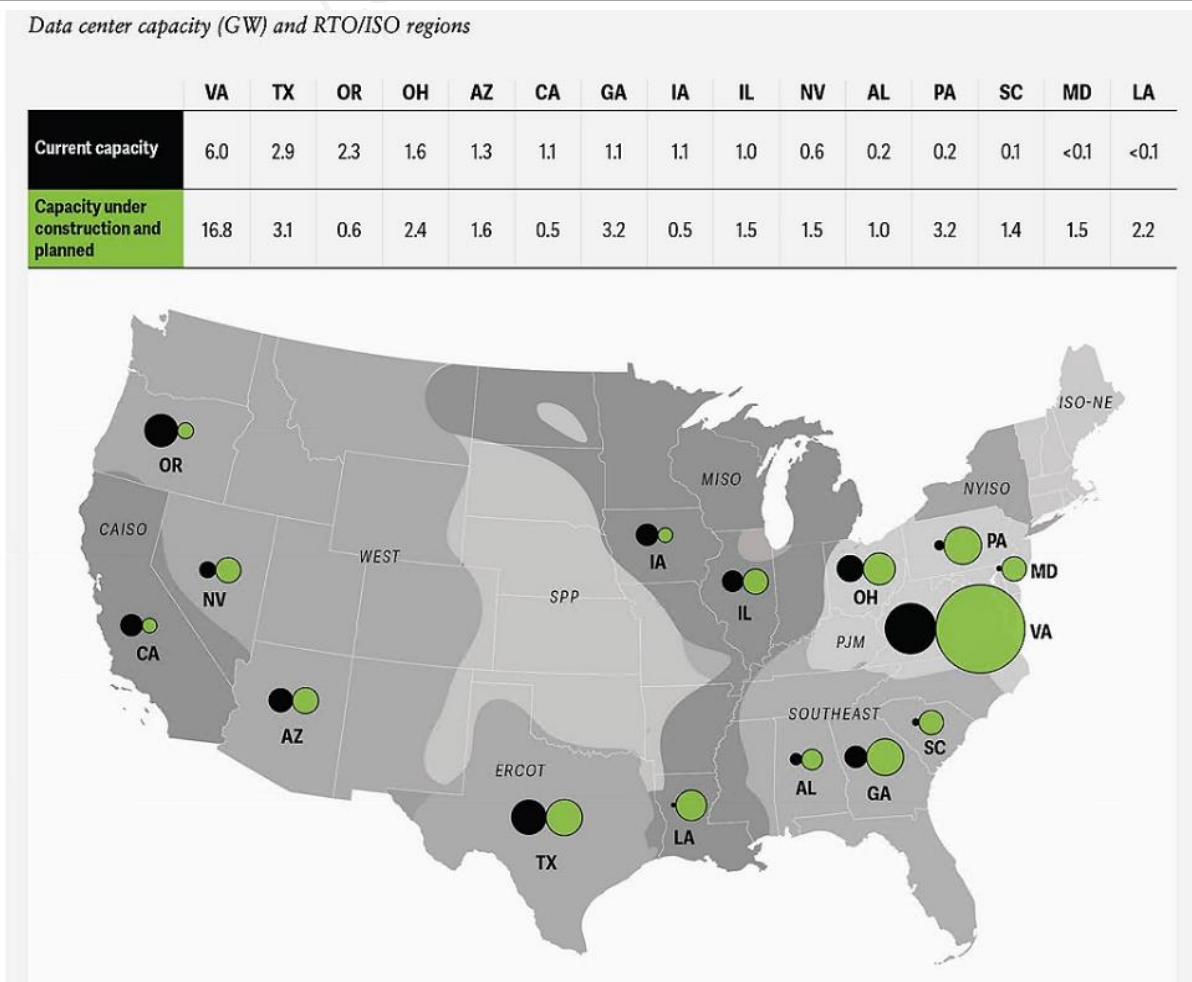
데이터센터 전력 수요는 데이터센터의 대형화와 맞물리며 전력 수요의 단위를 바꾸고 있다. 과거 데이터센터가 개별 건물 단위의 전력 소비였다면, 하이퍼스케일 데이터센터는 하나의 대규모 산업 단지에 가까운 수준으로 발전했다. 특히 AI 연산 수요가 증가할수록 서버 밀도와 냉각 수요가 함께 높아지기 때문에, 데이터센터의 대형화는 곧 전력 인프라의 부담 확대를 의미한다. 데이터센터 투자는 단순 부동산 개발이 아니라 발전원, 그리드를 함께 요구하는 전력 인프라 투자로 연결된다. 미국 내 지역별로 살펴보면, 현재 Capa로 버지니아가 6GW로 가장 크고, 텍사스 2.9GW, 오리건 2.3GW 순으로 나타난다. 향후 증설 계획 역시 버지니아가 16.8GW로 압도적이다.

표1 데이터센터 사이즈별 스펙 비교

사이즈	소형	중형 (평균)	Hyperscale
건물 면적 (㎡)	460~1,860	1,860~9,200	9,200~92,900+
서버 (수)	500~2,000	2,000~10,000	10,000~100,000+
전력 용량 (MW)	1~5	5~20	20~1000+
예시	Equinix	Digital Realty	AWS

자료: LS증권 리서치센터

그림23 미국 지역별 데이터센터 Capa와 증설 계획

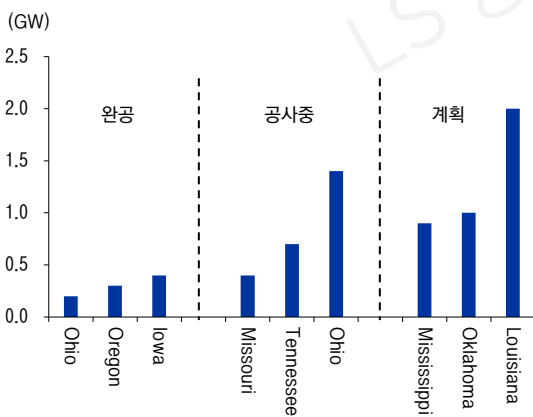


자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

미국 데이터센터 전력 수요 상위 3개 지역인 버지니아, 오하이오, 텍사스를 비교하면 데이터센터 전력 수요와 가스 발전 증가가 함께 나타난다. 데이터센터 전력 수요가 가장 큰 버지니아의 가스 발전량 역시 가장 높다. 현재 미국 전력 시장에서 가장 빠르게 전력을 공급 가능한 발전원은 가스 발전으로, 이미 관련 밸류체인들은 수주 호황이 이어지고 있다. 그러나 중장기적으로는 24시간 지속되는 상시 부하이자 무탄소 전원인 원전이 기저 발전원을 보완하는 방향으로 병행될 것으로 예상된다.

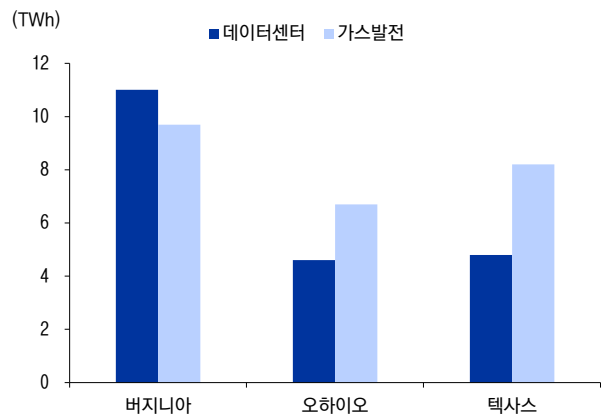
2025년부터 2030년까지 전세계 데이터센터 인프라 투자 CAGR은 23%로 제시되며, 2030년에는 1조달러를 상회할 것으로 예상된다. 주목할 점은 올해부터 데이터센터 투자가 전통적인 에너지 투자를 상회할 것으로 전망된다는 점이다. 가장 큰 규모의 투자가 일어나는 글로벌 Oil&Gas 업스트림 CAPEX는 상대적으로 성장률이 정체된 반면, 빅테크의 공격적인 투자는 올해도 이어질 것으로 보인다. 올해 비로소 5개 빅테크 CAPEX가 컨벤셔널 에너지 CAPEX를 최초로 넘어설 것으로 추정된다. 뉴 에너지의 파도가 산업의 판도를 바꾸고 있다.

그림24 미국 데이터센터 주요 지역별 증설 현황



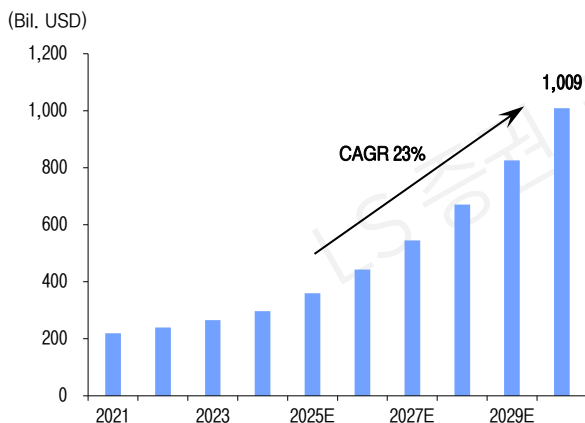
자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

그림25 미국 데이터센터 전력 수요 Top3 지역의 가스발전



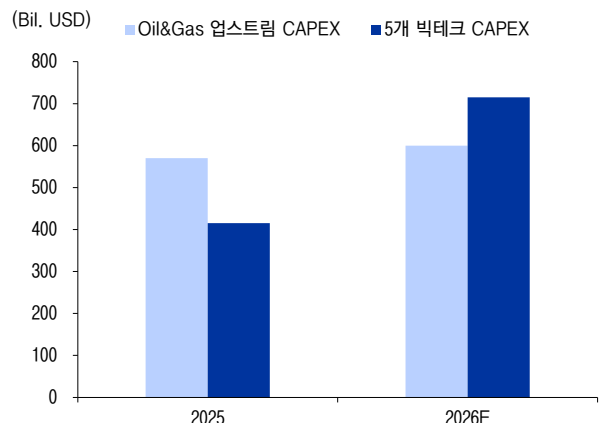
자료: Deloitte, LS증권 리서치센터 / 주: 2023~2024년의 데이터센터 전력 사용 상위 3개 지역 기준으로 함

그림26 전세계 데이터센터 인프라 투자 시장 규모



자료: IOT Analysis, LS증권 리서치센터

그림27 글로벌 Oil&Gas CAPEX와 빅테크 CAPEX 비교

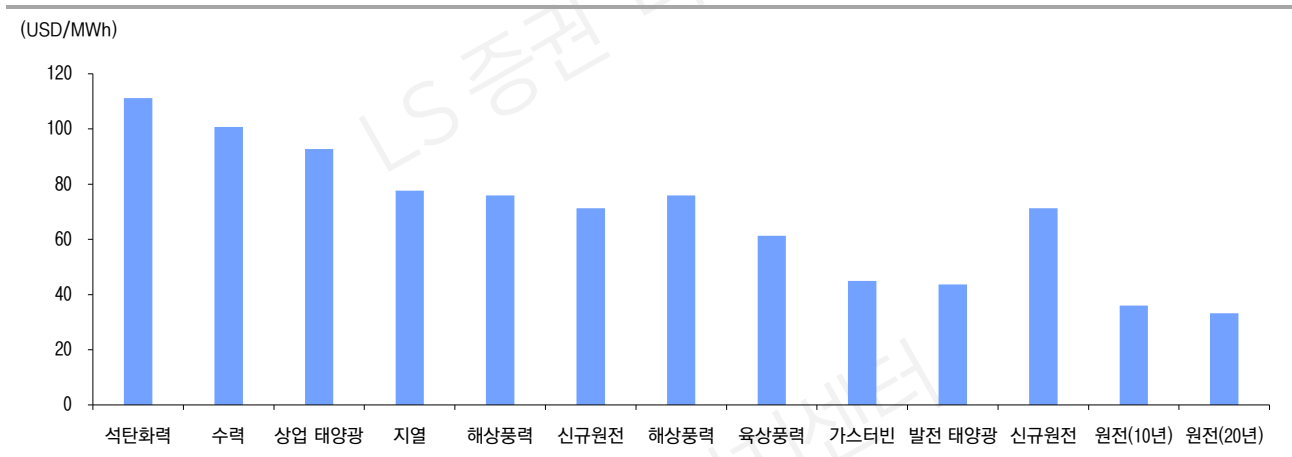


자료: IEA, Bloomberg, LS증권 리서치센터

결국 AI 데이터센터가 촉발한 전력 수요는 어떤 전원으로 대응할 것인가의 문제로 이어진다. 데이터센터의 전력 수요는 단순히 전력량이 많다는데 그치지 않는다. 24시간 안정적으로 전력이 공급되어야 하고, 대규모 부하를 감당해야 하며, 장기적으로는 탄소 배출 부담도 낮아야 한다. 이 세가지 조건을 동시에 부합하는 발전원이 바로 원전이다.

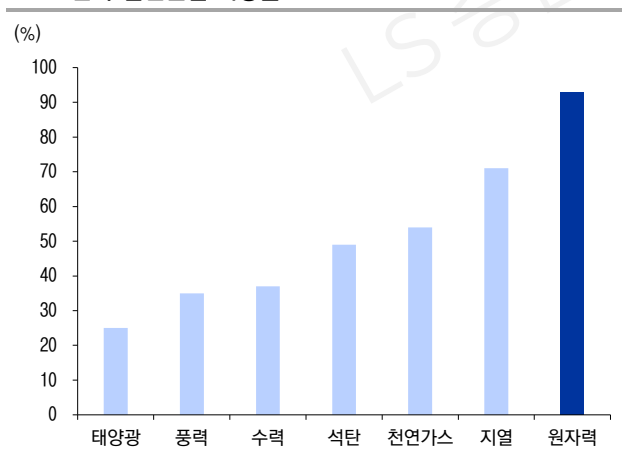
전원별 LCOE (Levelized Cost of Energy, 균등화발전원가로 운영 기간동안의 모든 비용을 총 발전량으로 나눈 수치)를 보면, 원전은 장기 운전 기간이 길어질수록 비용 경쟁력이 높아진다. 원전 10년 기준 LCOE는 상대적으로 낮은 편이며, 20년 기준으로 LCOE는 더욱 낮아진다. 이는 원전이 초기 투자비 부담은 크지만, 가동이 장기적으로 이어지면 발전 단가가 빠르게 안정화될 수 있음을 의미한다. 가동률 측면에서는 원전의 강점이 더욱 뚜렷하다. 태양광, 풍력, 수력발전은 발전원 특성에 따라 가동률이 제한적이지만, 원전은 계절적, 시간적 제약이 없어 90%를 상회하는 가장 높은 수준의 가동률을 보여준다. 부지 효율성 측면에서도 원전은 1에이커당 연간 57GWh 수준으로 여타 전력원을 압도한다.

그림28 전력 발전원별 LCOE 비교



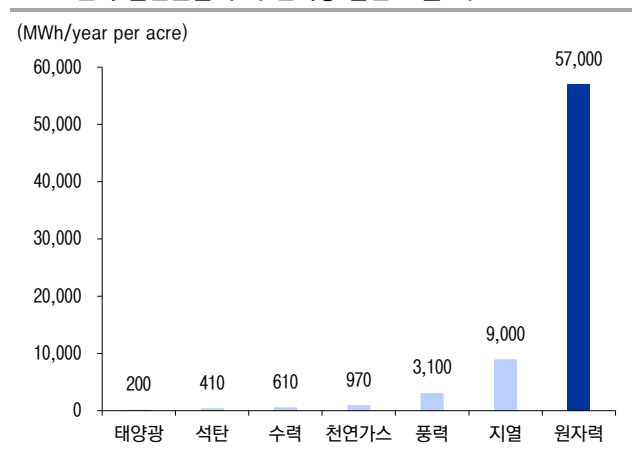
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림29 전력 발전원별 가동률



자료: DOE, LS증권 리서치센터

그림30 전력 발전원별 부지 면적당 발전 효율 비교

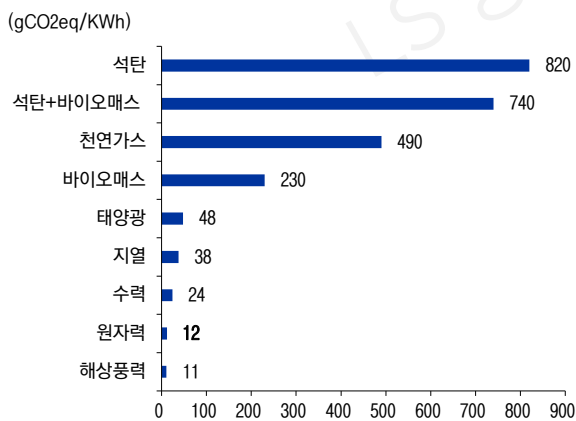


자료: DOE, LS증권 리서치센터

원전의 필요성은 탄소 배출 측면에서도 의미가 있다. 원전은 대규모 기저 전원이면서도 생애주기 기준 탄소배출이 매우 낮은 전원이다. AI 데이터센터의 가동을 위해 빅테크들은 24시간 안정적 전력 공급을 위한 투자가 필요하기도 하지만, 빅테크들에게 강제된 탄소 배출 감축 목표 역시 달성해야 한다. 원전의 또다른 장점은 긴 사용 주기이다. 발전원별 사용 주기를 비교하면 원전은 약 80년으로, 태양광, 풍력 25년에 비해 현저히 길다. 가스발전이 단기 전력 대응으로는 용이하지만 안정성과 저탄소 달성을 위해서는 원전 투자가 필수적인 상황으로 보인다.

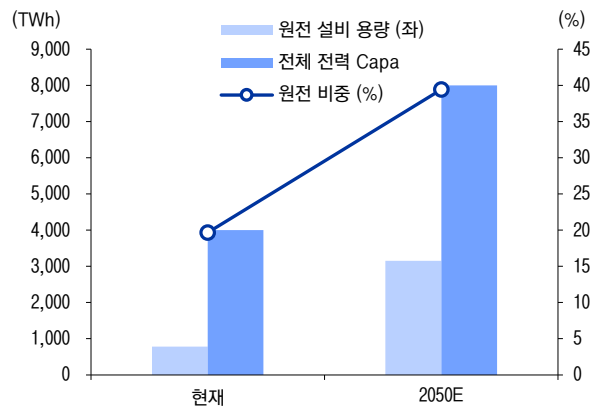
미국 전체 전력 Capa는 4,000TWh 수준이며, 이 중 원전 설비 용량은 787TWh 수준으로 약 20%의 비중을 차지한다. 그러나 2050년이 되면 전체 Capa가 8,000TWh로 확대될 것으로 전망되는 가운데, 원전 설비 용량은 3,000TWh 이상으로 늘어나며 원전의 비중이 40%까지 상승할 것으로 전망된다. 미국은 1970~1980년대에 대부분의 원전 증설을 집중했으며 이후 신규 원전 건설이 전무하다시피 했음에도 최근 원전 투자 재개가 필요하다는 의견이 대두되는 데에는 앞서 살펴본 전력 소비의 패러다임 전환이 나타나고 있기 때문이다.

그림31 전력 발전원별 생애주기 탄소 배출량



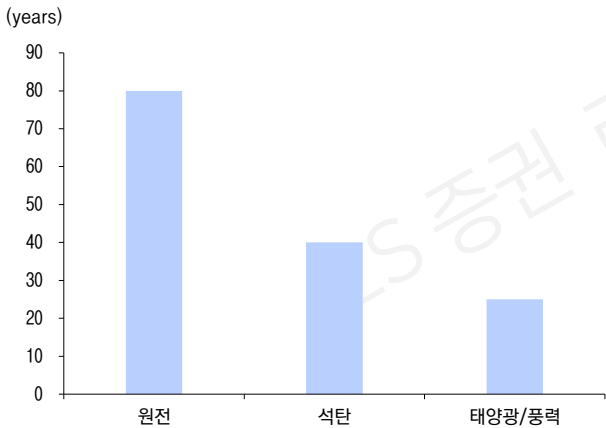
자료: Intergovernment Panel on Climate Change, LS증권 리서치센터

그림32 미국 전력 Capa와 원전 비중 전망



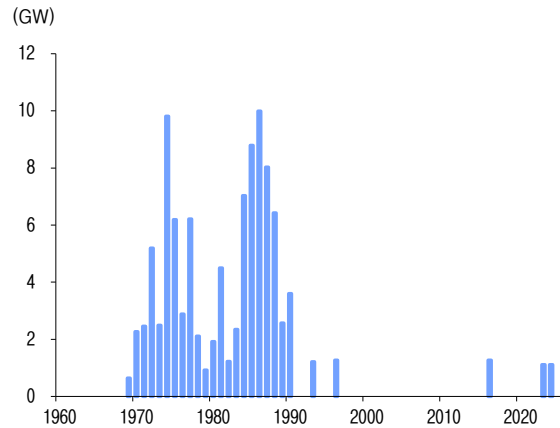
자료: Constellation, LS증권 리서치센터

그림33 전력 발전원별 사용 주기



자료: Constellation, LS증권 리서치센터

그림34 미국 연도별 신규 원전 증설 용량

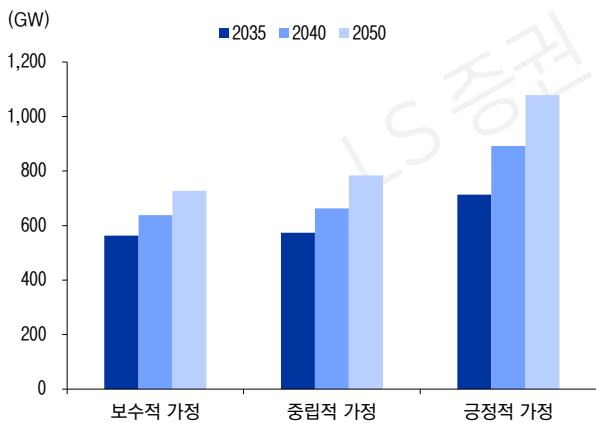


자료: EIA, LS증권 리서치센터

글로벌 관점에서도 원전 설비 확대는 중장기 전력 수요 증가와 맞물려 재개되는 흐름이다. 글로벌 원전 설비 용량 전망을 보면, 2035년에서 2050년으로 갈수록 모든 시나리오에서 원전 설비가 증가한다. 긍정적 가정에서는 2050년 원전 설비 용량이 글로벌로 1,000GW를 넘어서는 수준까지 확대될 것으로 제시된다. 이는 원전 확대가 일부 국가의 정책 테마에 그치지 않고, 글로벌 전력 믹스 전환의 중요한 축으로 논의되고 있음을 의미한다.

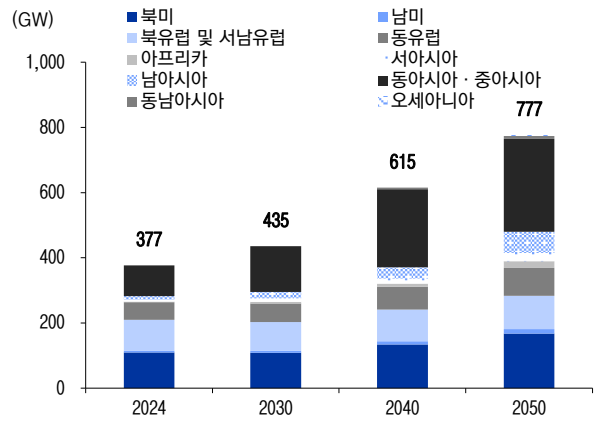
지역별로도 원전 용량 확대는 뚜렷하다. 중립적 전망 기준 글로벌 원전 용량은 2050년 777GW로 증가하며, 이는 2024년 대비 두 배 이상이 늘어난다는 가정이다. 이는 AI 데이터센터의 전력 수요 증가와 탈탄소, 에너지 안보로 인해 원전 투자의 니즈가 세계적으로 확산되고 있는 지금의 현상을 대변한다. 결국 원전 Capa 증설의 의미는 각국의 에너지 안보와 탈탄소라는 과제를 단순 재생에너지의 확대만으로는 달성하기 어렵다는 한계를 인식하고, 선제적으로 전력 수급을 확보하려는 글로벌 에너지 패권의 논리이다.

그림35 글로벌 원전 설비 용량 전망



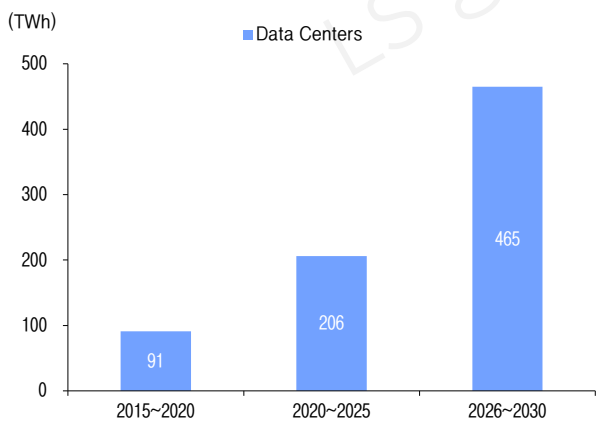
자료: IEA, LS증권 리서치센터
 주: 보수적 가정-현재 시행중인 정책만 반영 / 중립적 가정-각국이 발표한 정책 목표 반영 / 긍정적 가정-2050 탄소중립 달성 경로 가정

그림36 중립적 전망 기준 지역별 원전 용량



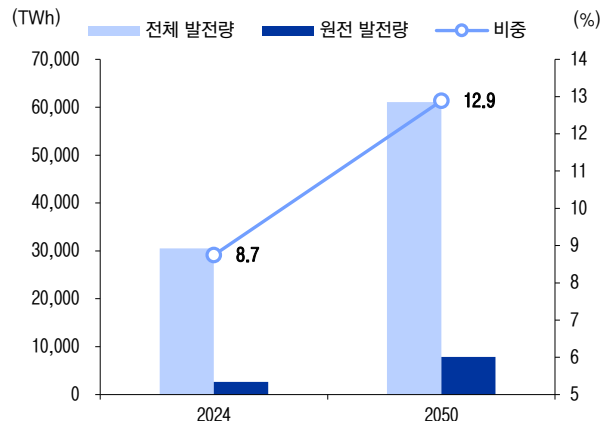
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림37 글로벌 데이터센터 전력 수요 증가



자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림38 글로벌 전력 발전량과 원전 비중 전망



자료: EIA, LS증권 리서치센터

결국 미국 원전 빅사이클은 에너지 패권의 논리 속에 정책적인 지원까지 더해지고 있다. 트럼프 행정부의 원전 관련 행정 명령은 네가지 축으로 정리된다. 1) 국가 안보를 위해 미군 내 원자로의 장기적 운전을 통해 국가 안보와 전략 인프라로 활용하겠다는 것, 2) 신규 원자로 건설 및 운영 허가 등 인허가 병목을 줄이겠다는 것, 2) 에너지부의 지침 개선으로 원전, SMR 상업화 속도를 높ی겠다는 것, 4) 정부 금융 프로그램을 통해 2030년까지 10기의 대형 원전 착공을 지원하겠다는 것이 그 골자이다.

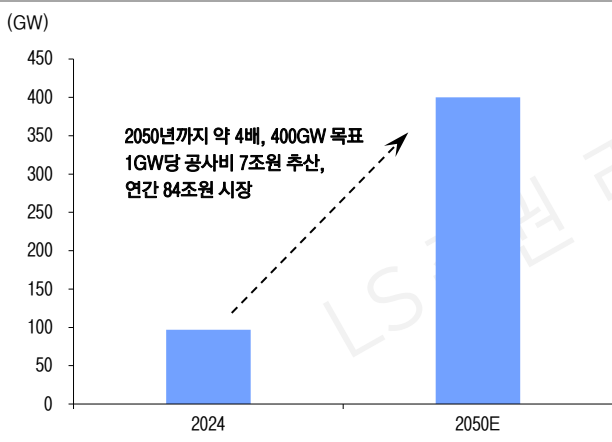
이러한 정책 지원을 바탕으로 원전에 대한 정책 목표도 상당히 공격적으로 제시되었다. 2024년 약 100GW의 원전 Capa를 2050년까지 400GW로 확대하겠다는 것이 그 내용이다. 전력 수요에 기반한 원전의 필요성에 더해 행정적 지원과 정책 기조를 바탕으로 미국 원전은 단순한 기대감을 넘어 원전 르네상스 2.0이라는 새로운 챕터를 시작하고 있다.

표2 트럼프 원전 행정 명령

행정명령	주요 내용
국가안보를 위한 첨단 원자로 기술 배치 (Executive Order 14299)	30개월(2027년) 내 민간과 협력하여 에너지부(DOE) 시설 내 첫 원자로 운전 개시 목표 미 본토 내 군사기지, 군사시설에서 미 육군이 규제하는 원자로 운영 (늦어도 2028년 9/30 가동 목표) 미국 내 우라늄 자원 장기 확산 및 원자력 에너지 수출 촉진
원자력규제위원회 혁신 (Executive Order 14300)	신규 원자로 건설, 운영 허가의 최종 결정 기한 18개월 이내 기존 원자로 계속 운전 신청 심사 기한 12개월 이내 2050년까지 원자력 발전용량 100GW에서 400GW로 확대
DOE 원자로 원자로 검증 절차 간소화 (Executive Order 14301)	90일 이내 DOE 자체 규정, 지침 및 절차 개정하여 첨단 원자로 심사, 승인 및 배치 신속화 DOE 계약 하에 3기 이상의 원자로 파일럿 구축 추진, 2026년 7월 4일까지 최소 3기 승인 완료 허가, 승인, 임대 등에 대한 환경평가 폐지 또는 가속화
원자력 산업 기반 재건 (Executive Order 14302)	정부 대출 및 보증 프로그램 통해 2030년까지 10기 신규 대형원전 건설 착공 미국 원자력 산업 전반의 경쟁력 회복 및 자국 원자력 연료 공급망 강화로 미국의 에너지 독립 달성 원전 재가동, 중단 원자로 건설 재개, 신규 원자로 건설 지원 추진, 첨단 원자로 및 핵연료 공급망 개선

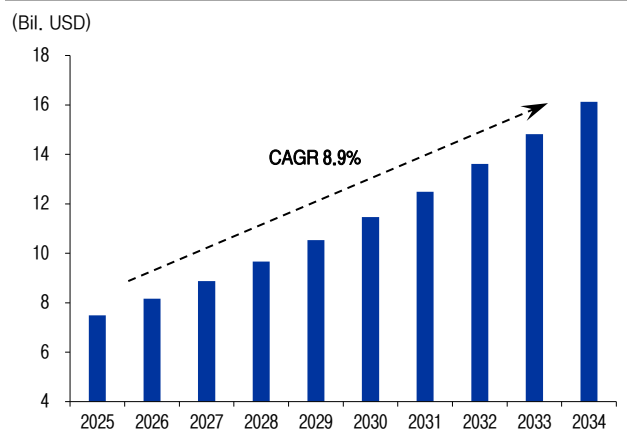
자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

그림39 미국 원전 설비 용량과 증설 목표



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

그림40 글로벌 SMR 시장 전망



자료: Precedence Research, LS증권 리서치센터

Part II

미국 에너지
안보 차원에서의
SMR,
그리고 원전

에너지 안보가 이끄는 원전

미국의 에너지 패권을 위해 필요한 원전, SMR 투자

미국은 여전히 세계 최대의 원전 운영국이자 전력 믹스상 원전이 핵심적인 국가이다. 미국은 과거 글로벌 원전 산업의 표준을 주도했던 국가로, 1970~1980년대 웨스팅하우스는 기술사로 전세계 원전 수출을 주도했다. 미국은 현재도 전세계에서 가동 원전이 94기로 가장 많은 국가이다. 미국의 전력 믹스에도 원전은 18%로 여전히 높은 비중을 차지하며, 원전은 천연가스 다음으로 두번째로 큰 발전원이자 동시에 안정적인 기저 전원 역할을 담당하고 있다.

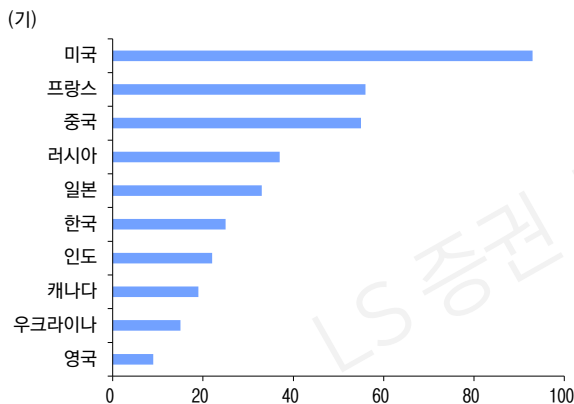
그러나 1979년 스리마일섬 사고 이후 미국 원전 산업은 장기적인 정체 국면에 들어섰다. 이후 2016년 일본 도시바의 웨스팅하우스 인수, 2017년 보글 원전의 실패에 따른 웨스팅하우스의 파산, 2018년 캐나다 브룩필드와 Cameco의 웨스팅하우스 인수 과정을 거치며 산업 전반의 시공, 공급망 역량이 과거 대비 약화되어왔다.

표3 웨스팅하우스와 미국 원전 산업 변천

시기	WEC 주요 변화	미국 원전 산업 흐름
1970 ~ 1980년대	세계 원전 수출 주도	글로벌 표준 역할 전성기
1979년	스리마일섬 사고	신규 원전 건설 사실상 중단
2016년	일본 도시바에 인수	산업 쇠퇴 지속
2017년	보글 원전 실패, 파산	시공 역량 붕괴
2018년	캐나다 브룩필드 사모펀드 인수	민간 주도 재편 시도

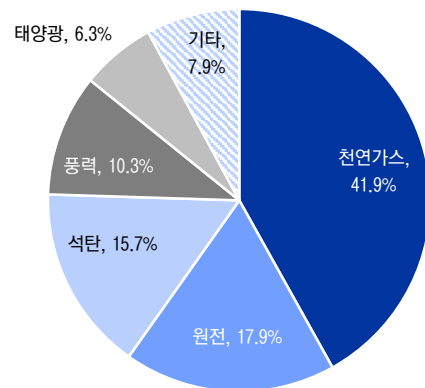
자료: LS증권 리서치센터

그림41 국가별 가동 원전 개수 비교



자료: USITC, LS증권 리서치센터

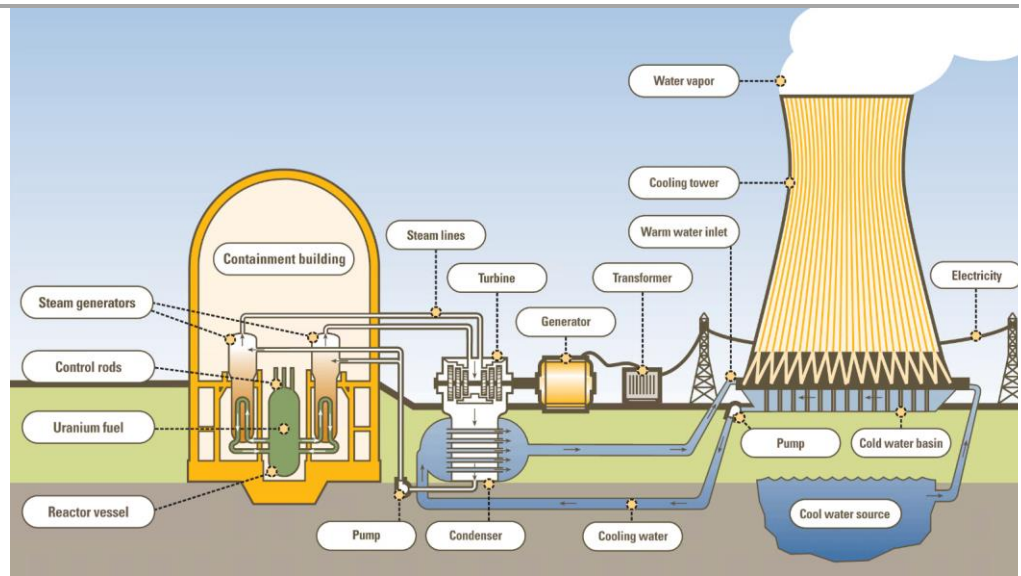
그림42 미국 전력원별 발전 비중



자료: EIA, LS증권 리서치센터

원전은 단순 발전 플랜트와 같은 단일 설비가 아닌 복합적인 발전 플랜트이다. 원전 부지는 일반적으로 Nuclear Island (이하 NI), Conventional Island (이하 CI), BOP로 구분된다. NI는 격납고로 구성된 핵심 리액터 빌딩을 의미하며 원전의 안정성과 기술 난이도가 집중되는 영역이다. CI는 터빈, 발전기 등 전력 생산 설비가 위치한 영역이다. BOP는 냉각탑을 포함한 인프라 시설을 의미한다. 건설 EPC사는 주로 CI, BOP를 시공하는 역할을 맡는다.

그림43 원전 발전 프로세스와 구성



자료: GeneratePress, LS증권 리서치센터

표4 원전 구역별, 역할별 구성 비교

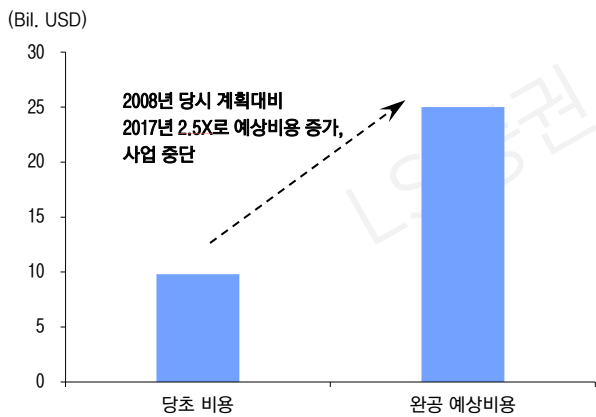
원전 역할별 구성 비교	비고
발전핵심구역 (Power Generation Core)	
-Reactor Building (원자로 건물)	원자로 노심이 위치. 콘크리트 돔으로 덮여있음
-Turbine Building (터빈 건물)	원자로에서 만든 증기로 터빈을 돌려 전기 생산
-Control Building (제어 건물)	발전소 운영의 두뇌 역할을 하는 중앙제어실
냉각 시스템 (Cooling System)	
-Cooling Tower (냉각탑)	발전 후 남은 열을 대기중으로 방출
-Spray Pond (분수지)	비상시 열을 식히기 위한 보조 냉각용수를 담아두는 곳
-Intake Structure (취수구조물)	인근 강이나 바다에서 냉각수를 끌어오는 입구
안전 및 폐기물 관리 (Safety&Waste)	
-Spent Fuel Dry Cask Storage (사용후 핵 연료 건식저장시설)	사용이 끝난 연료봉을 콘크리트 용기(Cask)에 담아 보관하는 야외시설
-Radwaste Building (방사능 폐기물 건물)	운영 중 발생하는 저준위 폐기물등을 처리, 관리하는 곳
-Diesel Generators (디젤 발전기)	외부 전원이 끊겼을 때 원자로의 안전을 위해 비상 전력을 공급하는 장치
계통 연결 (Grid Connection)	
-Switch Yard (개폐소)	생산된 전기를 외부 그리드로 보내는 장치
원전 부지 구성별 기준	
Nuclear Island	격납고 (Containment)로 구성된 핵심 리액터 빌딩
Turbine Island or Conventional Island	터빈, 컨덴서 등
BOP (Balance of Plant)	냉각탑 등의 인프라 시설

자료: LS증권 리서치센터

이렇듯 원전은 가스복합화력발전 등 여타 플랜트와는 다르게 고난도의 기자재와 EPC가 복합적으로 연결되는 국가 산업이다. 미국 원전 산업이 다시 재개되기 위해서는 과거 신규 원전 건설의 실패를 되짚어봐야 한다.

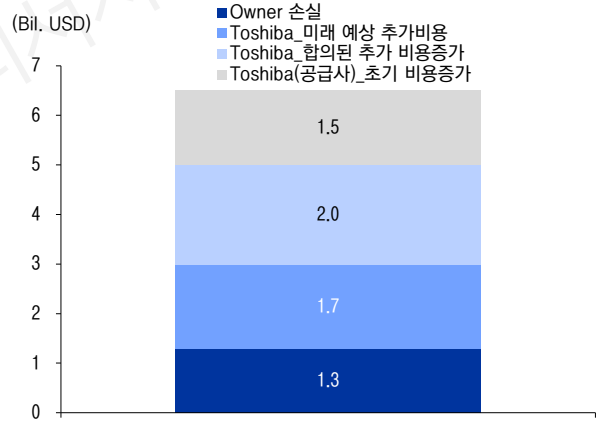
V.C. Summer 원전 2, 3호기는 미국 신규 원전 건설의 실패를 대표하는 사례이다. 당초 예상 투자비는 100억달러 수준이었으나, 2017년 기준 완공 예상 비용은 250억달러로 증가했다. 2008년 계획 당시 대비 약 2.5배로 비용이 확대되었으며, 해당 사업은 결국 중단되었다. Vogtle 원전 3, 4호기의 경우도 계획 대비 비용 증가율은 93%에 달했고, 이 과정에서 웨스팅하우스가 파산했다. 두 사례를 통해 미국이 원전에 대한 기술력은 있지만 원전의 건설 수행 역량과 공급망, 프로세스 관리가 크게 약해져 있는 것을 알 수 있다.

그림44 미국 V.C Summer 원전 2,3 호기 예상 투자비용



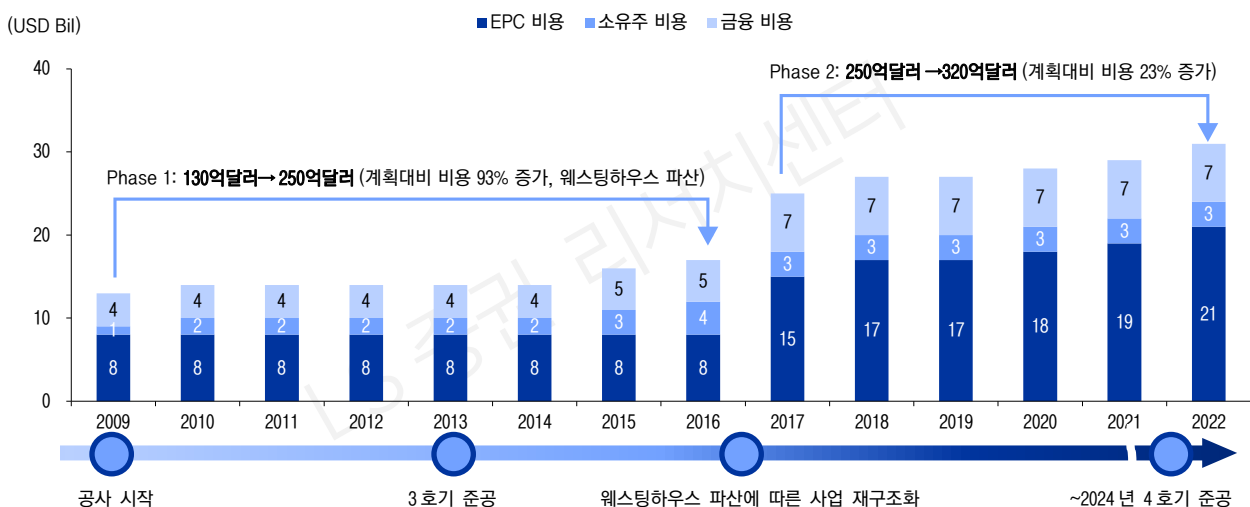
자료: 각종 언론, 'The Failure of the nuclear gamble in South Carolina (2017)' 발췌, LS증권 리서치센터

그림45 미국 V.C Summer 원전 손실 구조



자료: 각종 언론, 'The Failure of the nuclear gamble in South Carolina (2017)' 발췌, LS증권 리서치센터

그림47 미국 조지아주 Vogtle 원전 3, 4 호기 총 투자 비용 추이

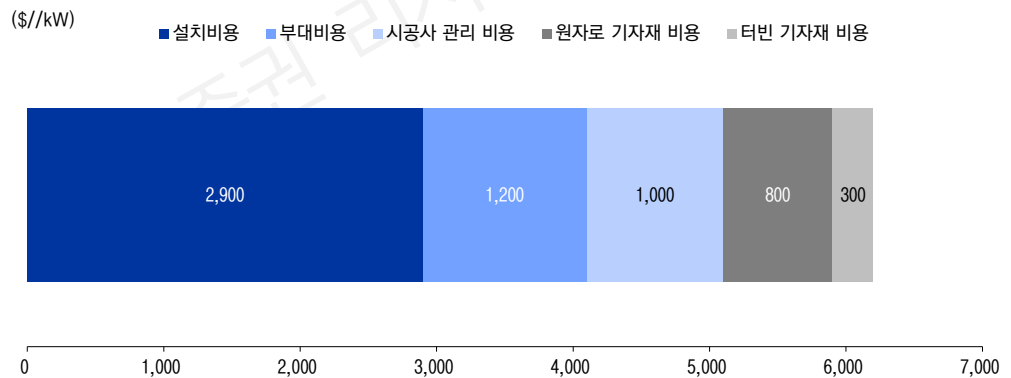


자료: U.S Department of Energy 'Pathways to Commercial Liftoff: advanced Nuclear (2024.09)', LS증권 리서치센터

원전의 FOAK 기준 비용 구분을 보면, 실제 비용의 상당 부분은 설치, 부대공사, 시공관리에서 발생한다. 즉, 원전 건설의 핵심은 기자재 가격만이 아니라 현장에서 얼마나 효율적으로 설치하고 공정을 관리하며, 설계 변경과 지연에 대응할 수 있는지에 달려있다. 미국 원전 산업의 재건이 단순히 원자로 기술의 확보가 아니라 EPC 수행 역량 복원과 직결되는 이유이다.

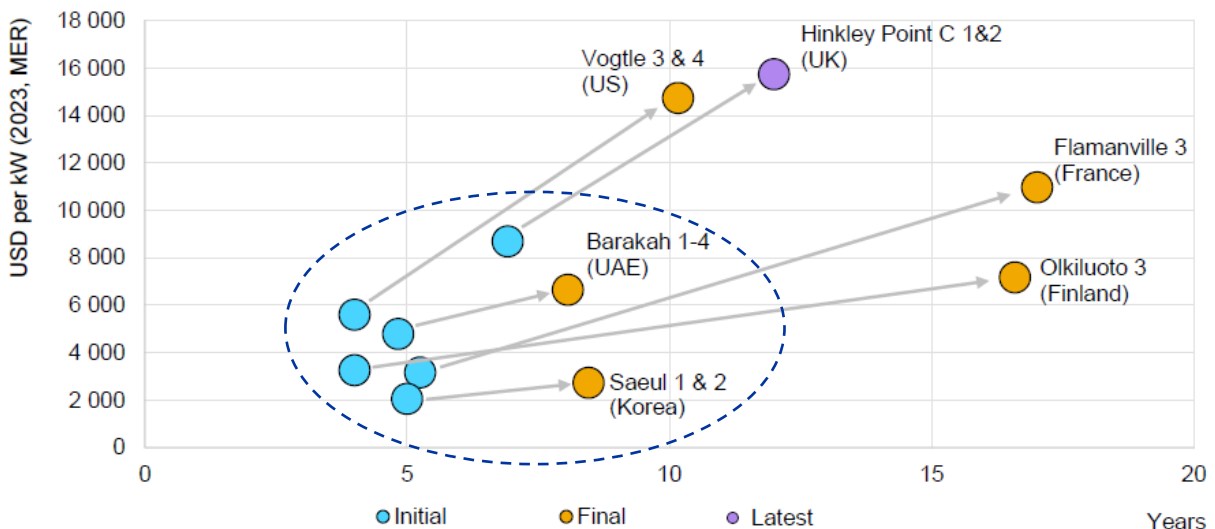
글로벌 주요 원전들의 초기, 최종 소요 시간과 예산을 비교해보면, 우리나라의 원전 시공 경쟁력을 알 수 있다. 우리나라가 건설한 UAE 바라카 1~4호기, 서울 1,2호기는 비교적 On time, On budget으로 완성되었다. 원전 원천 기술이 있는 프랑스 Flamanville 3, 미국 Vogtle 3, 4호기는 초기 예상 대비 비용도 크게 우상향 했으며 시간 역시 10년가량 늘어났다.

그림49 원전 FOAK (First-of-a-kind) 기준 비용 구분



자료: DOE, LS증권 리서치센터

그림50 글로벌 원전 초기~최종 소요 시간 및 예산 비교

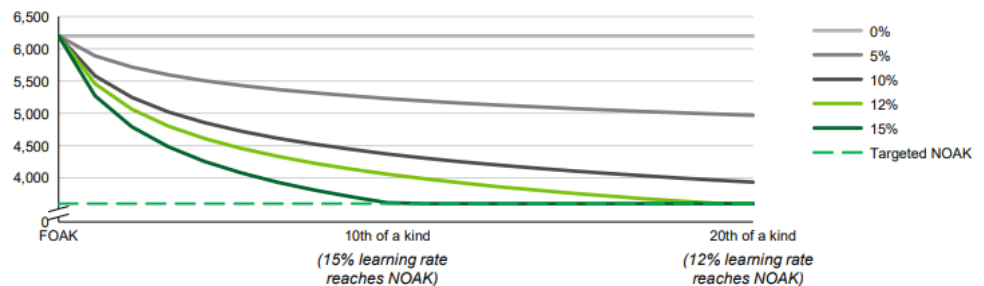


자료: IEA 'The Path to a New Era for Nuclear Energy', LS증권 리서치센터

원전은 초도호기, 즉 FOAK 단계에서는 설계 검증, 인허가, 공급망 구축, 현장 시공 경험 부족 등이 모두 비용으로 반영된다. 그러나 동일한 노형을 반복적으로 건설하면 설계 표준화, 기자재 조달 안정화, 시공 인력 숙련도 개선, 공정 관리 효율화가 누적되면서 비용 하락이 구조적으로 발생한다. 이 때문에 원전에서는 첫 번째 프로젝트의 비용이 아니라 NOAK, 즉, 반복 건설 경험과 표준화된 시공 역량이 원전 비용을 낮추는 데에 중요하다.

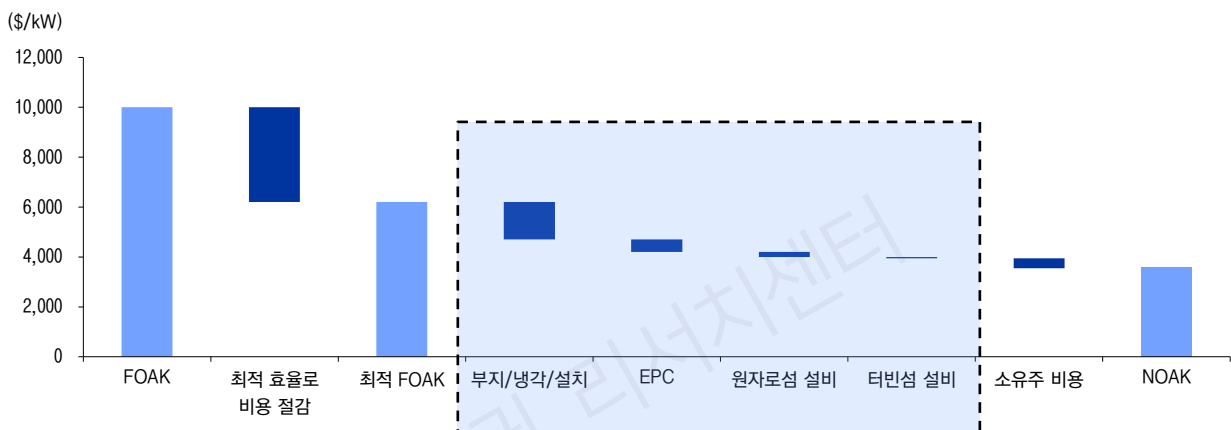
따라서 미국 원전 확대 정책이 경제성을 더욱 확보하기 위해서는 단발성 프로젝트가 아니라 연속적인 발주 구조가 필요하다. 첫 번째 프로젝트의 비용 초과를 줄이기 위해 인허가 단계를 줄이는 것도 중요하지만, 더 중요한 것은 동일하거나 유사한 설계를 반복적으로 수행할 수 있는 업체를 찾고, 공급망을 빠른 시일내에 재구축하는 것이다. 반복적인 EPC를 통한 공급망 구축이 선행되어야 2050년 400GW라는 목표가 달성 가능할 것이기 때문이다.

그림52 반복 건설시 (Nth-of-a-Kind, NOAK) 학습률에 따른 자본 비용 감소 추세



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

그림53 원전 초도기 (First-of-a-Kind, FOAK)와 반복 건설시 (Nth-of-a-Kind, NOAK) 예산 비교



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

현 시점에서는 미국의 원전 산업 재건을 위해서는 제 3국과의 공조가 불가피하다고 판단된다. 국가별 협력 동향을 보면, 우선 프랑스는 원전 운영과 기술 역량을 보유한 전통 강국이지만 현재는 자국 원전 재건 부담이 큰 상황이다. 프랑스 정부는 EDF에 자국의 6기의 신규 원전을 짓기 위한 재무 프로그램 지원을 제공하기로 했고, 그 밖에 EDF는 SMR 역시 2050년까지 최대 30기 생산을 목표로 하고 있다. 장기적으로는 중요한 원전 플레이어지만, 단기적으로는 자국의 프로젝트와 비용 부담으로 미국 원전 건설을 수행할 여력은 제한적으로 보인다. 반면 일본은 미국 원전 재건의 금융, 기자재 파트너로 부각되고 있다. 지난해 미, 일 프레임워크에서는 미국 내 핵심 에너지 인프라 투자에 최대 3천억달러를 지원하는 내용이 발표되었고, 그 안에는 웨스팅하우스의 AP1000, SMR 등이 포함되었다. 올해 발표된 일본의 대미투자 세부 내용에는 미국 SMR과 가스 발전에 추가 투자를 확정지었으나, 직접적인 대형 원전 시공 보다는 자본 협력과 기자재 납품이 주요 골자였다.

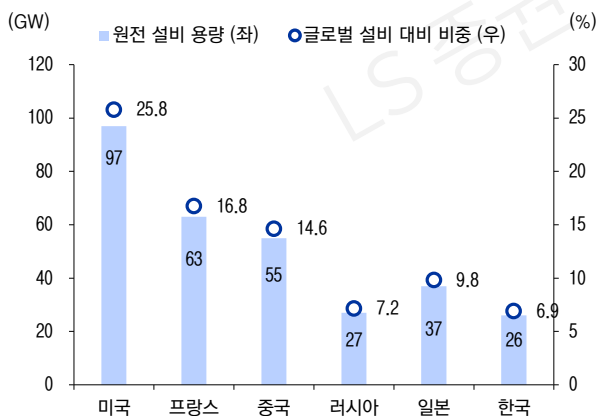
따라서 우리나라가 원전의 기술, 운영, 수출 측면에서 가장 적극적인 파트너로 부각된다. 지난해 1월 미국과 한국은 원전 수출 협력에 관한 MOU를 체결했고, 같은달 웨스팅하우스와 한전, 한수원과의 로열티 분쟁도 합의로 종료되었다. 현재는 우리나라의 대미 투자 패키지 논의 안에서 조선, LNG와 함께 원전 협력이 함께 거론되고 있다.

표5 국가별 원전 미국 협력 동향

국가	미국 협력 동향	특징
한국	2025년 1월 미국과 원전 기술 수출, 협력에 관한 MOU 체결 미국과의 협력 확대 맥락에서 제3국 원전시장 공동 진출 등이 언급	기술, 운영, 수출 측면에서 적극적 상대적으로 명확한 미국과의 관계 확인
일본	2025년 10월 미국과 신세대 원자로 및 원전 협력을 위한 협약 체결 미쓰비시 중공업, Toshiba 등 협력에 참여	과거 원전 사고 이후 다소 위축되었으나 최근 관세 협상과 더불어 적극적 원전 수출국으로 기조 전환
프랑스	Oran, 미국 테네시주에 우라늄 농축플랜트 부지 선정 민수용 원전기술 수출 및 협력 프로그램 운영중	과거 대형 원전 비용 증가, 지연 이슈 발생 EDF는 국내 원전 리뉴얼, 신설사업에 집중하며 다소 소극적

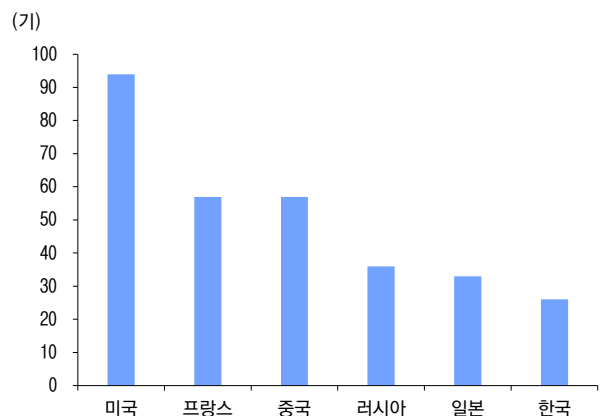
자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

그림54 원전 주요 강국의 원전 설비 용량



자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림55 원전 주요 강국의 운영 원자로 수



자료: EIA, LS증권 리서치센터

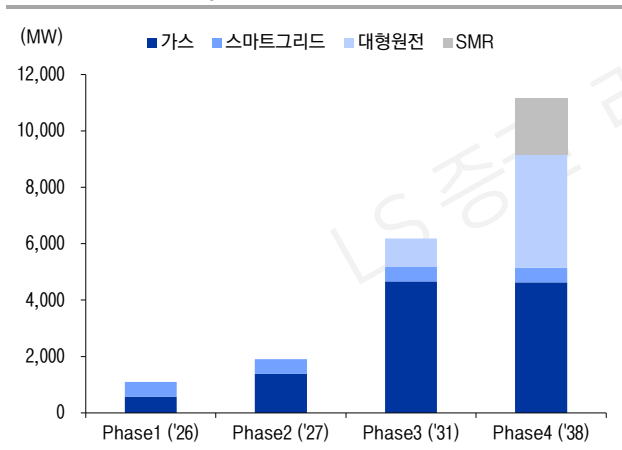
현대건설, 삼성물산은 이미 미국의 차세대 원전 및 SMR 프로젝트 시장 참여를 위한 현지 파트너십을 구축하고 있다. UAE 바라카 원전 시공 경험을 필두로 현대건설은 웨스팅하우스와 JV형태로 유럽의 대형 원전 시장을 공략하고 있으며, 미국 안에서는 홀텍과 연내 SMR 착공을 위한 초석을 다지고 있다. Fermi의 대형 원전 4GW에 대한 FEED 역시 수행 중에 있다. 삼성물산 역시 글로벌 SMR 시장을 위해 GVH, NuScale 등과 파트너십을 체결했으며, Fermi와는 지난해 한수원과 함께 업무 협약을 체결한 바 있다. DL이앤씨가 250억 원의 전략적 투자를 통해 현지 시공 파트너사로 참여 계획인 X-Energy는 상장을 성공적으로 마쳤으며, DL이앤씨는 현재 X-Energy의 SMR 시공 표준화를 위한 설계를 수행하고 있다. 향후 한미 원전 협력이 더욱 기대되는 시점이다.

표6 우리나라 건설사 원전 실적 및 원전, SMR 추진 현황

기업	실적
현대건설	- UAE 바라카 원전 4기 (1,400MW*4기, 사업비 20조원, 공사비 4조원) 원전 인력 1천여명 보유 - 국내 한빛 1,2,3,4호기, 신한울 1,2호기, 신고리 3,4호기 등 국내외 20기 이상 시공 - 불가리아 코즐로두이 원전 2기 (2,200MW*2기, 사업비 약 20조원) 미국 웨스팅하우스와 우선협상대상자 선정, 연말 EPC 수주 10조원 예상 - 미국 홀텍과 미국 팰리세이드 페 원전부지 SMR (300MW*2기) 도입, 1H26 수주 5조원 예상 - 미국 Fermi, 인텔리전스 캠퍼스 개발 관련 원전 EPC 계약 추진 등 업무협약 체결 - 미국 Fermi, 원전 4GW에 대한 현대건설 FEED 수행 계약 체결 (6개월 FEED 후 EPC 전환 목표)
삼성물산	- 국내 새울 원자력 3,4호기, 신월성 1,2호기, 울진 5,6호기 등 6기 건설 참여, 원전 인력 350여명 (추정) - UAE 바라카 원전 참여, 루마니아 체르나보다 원전 업그레이드 공사 - 미국 GVH(GE 버노바, 히타치)와 유럽, 동남아, 중동 SMR을 위한 전략적 사업 파트너십 체결 - 미국 NuScale에 950억 원 투자, 루마니아 SMR FEED 참여 - 미국 Fermi, 한수원과 함께 업무협약 체결
대우건설	- 요르단 연구용 원자로 (2016년 준공, 1,600억원), 원전 인력 350명 보유 - 체코 두코바니 원전 2기 (1,000MW 미만*2, 사업비 26조원, 시공 51% 지분율) 4~5조원 수주 예정 - 국내 월성 3,4호기, 신월성 1,2호기 등 시공
DL 이앤씨	- 미국 X-Energy와 SMR EPC 파트너, 250억 원 지분투자, 표준화설계 진행중. 원전 인력 100여명 (추정) - X-Energy/DL 이앤씨 공동 노르웨이 SMR 설계 파트너십 체결, 예비 타당성 조사 진행 중 - 미국 워싱턴주 에너지 노스웨스트가 발표한 SMR 3기 (2026년) 입찰 참여 목표 - 국내 영광 5,6호기, 신고리 1,2호기, 한빛 5,6호기 등 시공
GS 건설	- 국내 신월성 1,2호기 (대우건설 컨소시엄), 신한울 1,2호기 (현대건설 컨소시엄), 신고리 1,2호기 보조시설 - 원전 인력 100여명 (추정), 원자력사업단 신설, 대형 원전, SMR 대응

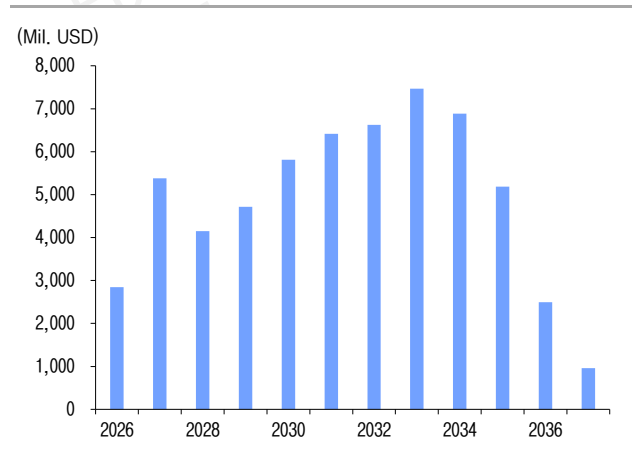
자료: 각 사, 언론 보도, LS증권 리서치센터

그림56 Fermi의 Project Matador 단계별 발전 설비 목표



자료: Fermi America, LS증권 리서치센터

그림57 Fermi 연도별 CAPEX 전망

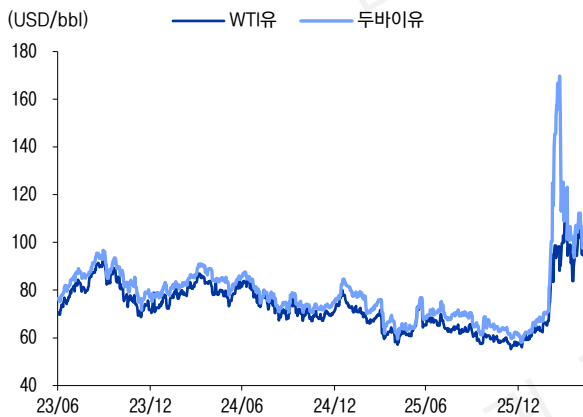


자료: Fermi America, LS증권 리서치센터

AI 데이터센터가 필요로 하는 안정적인 전력 공급의 이유도 있겠지만, 최근 원전이 에너지 안보 차원에서 더욱 부각되는 이유는 연료 가격 변동성에도 기인한다. 어떤 연료에 의존해 전력을 생산하느냐에 따라 전력 안보가 결정되기 때문이다. 전쟁으로 인해 최근 국제 유가의 급등이 나타나고 있으며, LNG 역시 전쟁 여파로 가격 변동성이 확대된 상황이다. 전력 생산이 화석 연료 가격에 크게 의존할 경우 전력 비용의 상승이 나타날 수밖에 없으며, 단기 전력 공급의 기반이 되는 가스의 경우도 연료 가격의 변동성에서 자유로울 수는 없겠다.

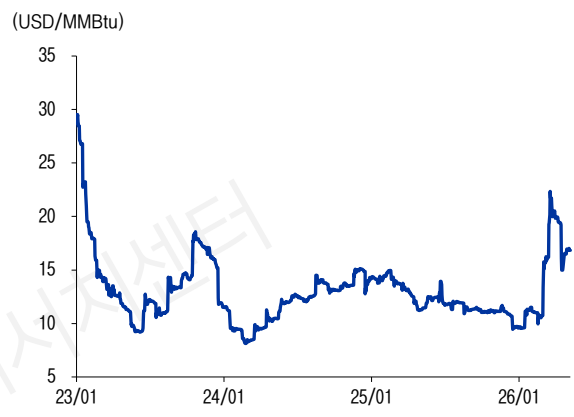
발전원별 원가 중에서 원전의 연료비 비중은 34%에 그친다. 원전의 연료비에는 핵 연료 저장, 처리에 대한 비용이 포함되기 때문에 실제 연료비 비중은 5~10% 수준이다. 우리나라 가격이 두배로 올라도 원가가 5% 오른다는 의미이다. 이는 연료비 비중이 높은 석탄 발전 78%, 가스 발전 87% 대비 압도적으로 낮은 레벨이다. 따라서 원전은 초기 건설비 부담이 크지만, 가동이 시작되면 발전 원가에서 연료비 비중이 낮다 보니 운영에 있어서 안정성을 가진다. 석탄 발전과 가스 발전 역시 원료의 장기 계약이 존재하긴 하지만, 대체로 3년 미만의 단기 계약이 일반적이다. LNG 수입 국가에서는 단기 운임과 LNG 스팟 가격 또한 원가에 큰 변동을 가져오는 요인이다. 반면 우리나라는 10년 장기 계약으로 체결되는 경우가 많기 때문에, 에너지 안보형 기저 전원으로서의 의미가 크다고 볼 수 있겠다.

그림58 국제 유가 추이



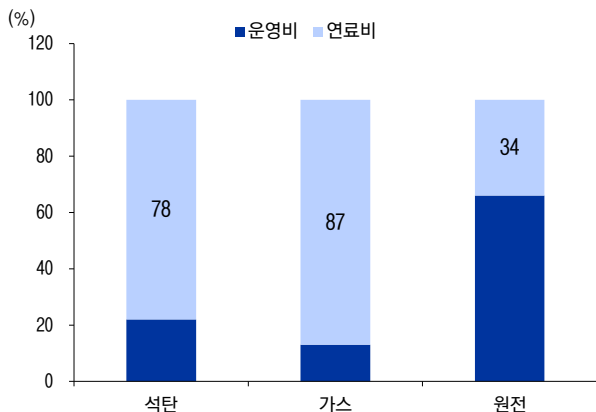
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림59 국제 LNG 선물 가격 추이



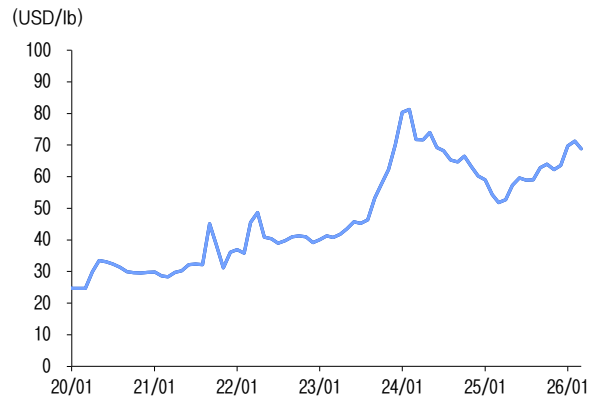
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림60 발전원별 발전원가에서 연료비 비중 비교



자료: Nuclear Energy Institute, LS증권 리서치센터

그림61 국제 우라늄 가격 추이

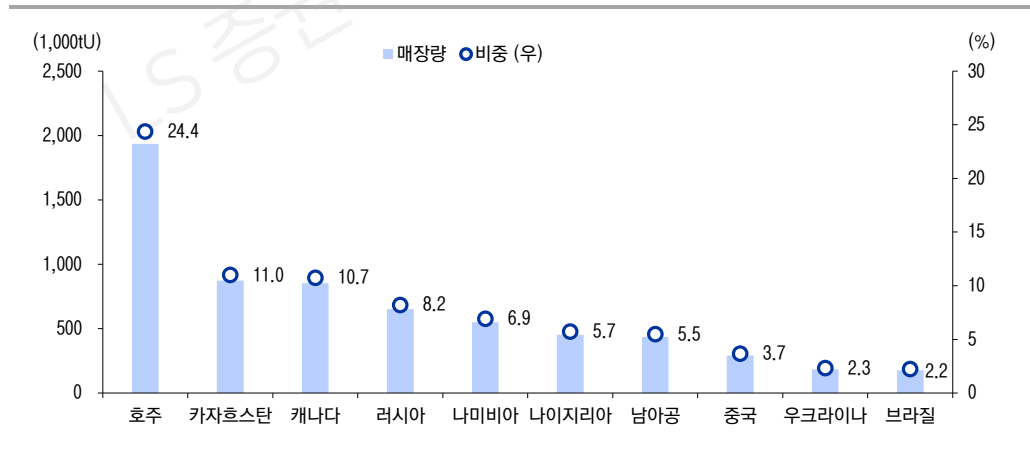


자료: FRED, LS증권 리서치센터

원전의 연료인 우라늄은 특정 국가에만 집중된 자원은 아니다. 우라늄은 지각에 약 2.8ppm 수준으로 분포해 있으며, 이는 금, 은, 수은보다도 많은 분포량이다. 확인된 매장량 기준으로는 호주, 카자흐스탄, 캐나다, 러시아, 나미비아 등 여러 지역에 풍부하게 분포한다. 매장량 기준으로는 호주가 1위 국가로 전세계 우라늄 매장량의 24.4%를 보유하고 있다.

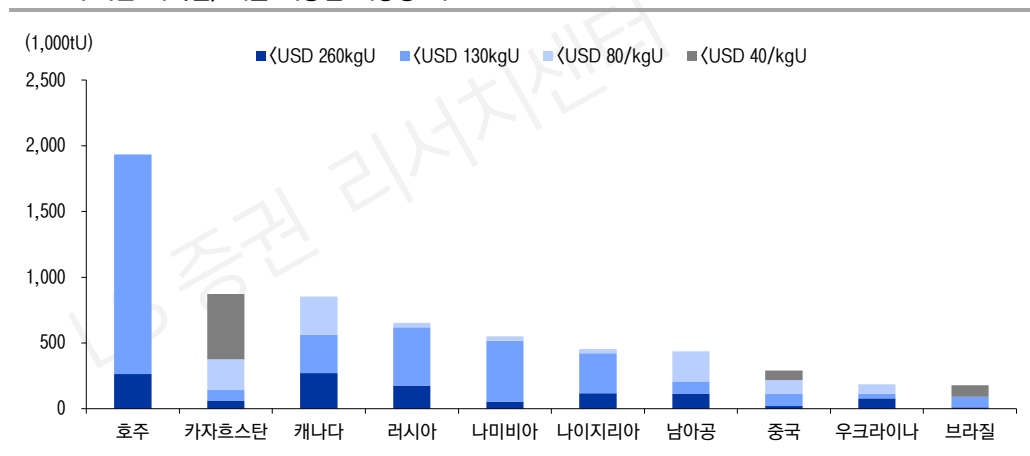
다만, 채굴 비용별 매장량을 살펴보면 이야기가 달라진다. 분명 우라늄은 풍부한 자원이지만, 채산성이 있는 자원은 전세계적으로 캐나다, 카자흐스탄 등 몇 개 국가에 집중되어 있기 때문이다. 대부분의 우라늄 동위 원소는 U238이며, 이 중 핵연료 및 무기용으로 사용되는 우라늄 U235는 전체 우라늄의 약 0.7% 수준에 그친다. 이에 더해 채굴 비용별 매장량을 살펴보면, 채굴 비용이 낮은 구간에 포함되는 우라늄은 카자흐스탄에 압도적으로 분포해있다. 카자흐스탄의 우라늄 광산 상당수는 러시아 로사톰의 지분이 적지 않은 것으로 알려져 있다.

그림62 우라늄 지역별 매장량 비교



자료: World Nuclear Association, LS증권 리서치센터

그림63 우라늄 지역별, 채굴 비용별 매장량 비교

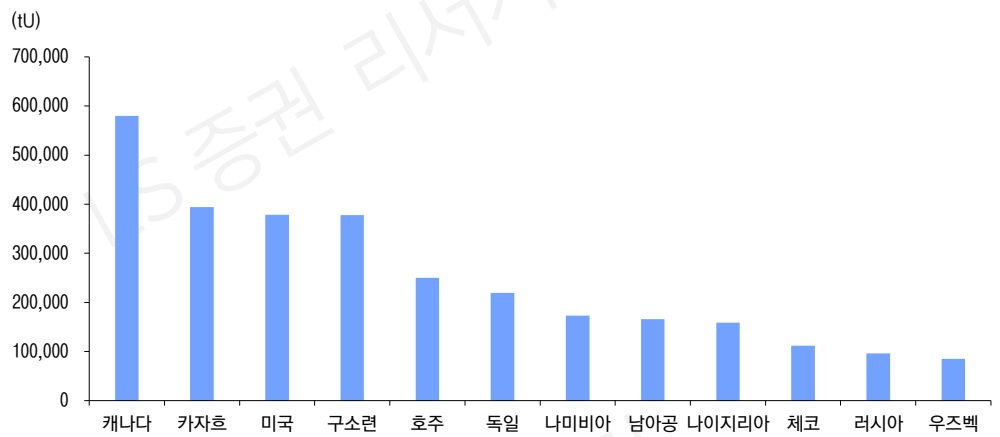


자료: World Nuclear Association, LS증권 리서치센터

역사적으로 우라늄의 누적 생산량을 비교해보면 호주의 순위가 뒤로 많이 밀리고, 캐나다와 카자흐스탄이 1, 2위를 차지하고 있는 것을 볼 수 있다. 그 뒤로 미국, 구소련이 누적 생산량 3, 4위를 잇는다. 2024년 기준 국가별 우라늄 생산량은 과거 누적 생산량과는 또다른 구도를 보인다. 미국은 역사적으로 우라늄 공급의 중심 국가였으나, 현재 생산 순위에서는 이름을 감췄다. 2024년 국가별 생산 비중으로는 카자흐스탄이 40%로 압도적이며, 캐나다, 나미비아가 그 뒤를 잇고 있다. 나미비아의 우라늄 광산 상당수는 중국계 지분이 높은 것으로 파악된다.

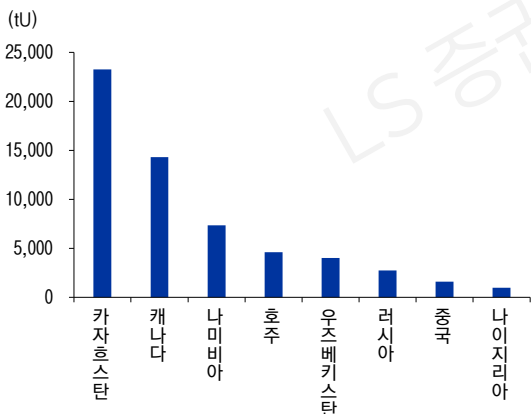
미국은 세계 최대 원전 운영국이지만, 현재는 자국내 생산 기반이 약화되어 핵연료 조달을 해외에 의존해야 하는 상황이다. 미국이 원전을 에너지 안보형 전원으로 끌고가기 위해서는 우라늄 원광 확보와 생산 자산 접근성까지 전략적으로 관리해야 하는 이유이다.

그림64 역사적 우라늄 누적 생산량 (1945~2024년)



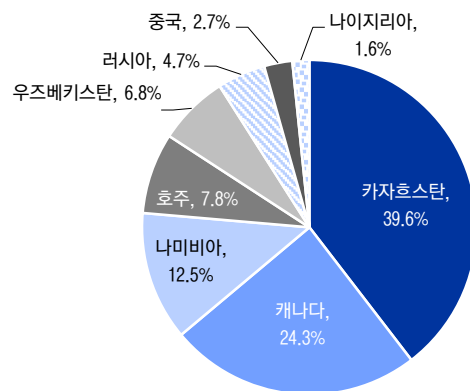
자료: World Nuclear Association, LS증권 리서치센터

그림65 2024년 우라늄 국가별 생산량 순위



자료: World Nuclear Association, LS증권 리서치센터

그림66 2024년 우라늄 생산량 비중



자료: World Nuclear Association, LS증권 리서치센터

농축 우라늄을 가공한 펠릿의 에너지 밀도는 17,000 입방피트의 천연가스, 120갤런의 석유, 1톤의 석탄과 맞먹는다. 우라늄 공정의 핵심 기술은 농축인데, 이 농축 기술 역시 러시아 로사토티가 압도적인 M/S 1위이며, 그 뒤를 프랑스와 중국이 잇는다. 미국 우라늄 공급의 탈 러시아화가 절실한 시점이다. 현재 캐나다 우라늄 광산 기업인 Cameco가 미국 원전 기술사인 웨스팅하우스의 2대주주이다. 결국 Cameco와 웨스팅하우스의 공조는 AI 데이터센터 전력 수요에 대응하는 발전원 확대 논리뿐만 아니라 원전 산업의 수직계열화이자 러시아, 중국 중심의 핵연료 공급망에서 벗어나려는 미국의 에너지 안보 전략과도 맞닿아 있다는 판단이다.

표7 원전 원료 (우라늄) Front end 차원에서의 공정

1) 채굴 및 제련 (Mining and Milling)
우라늄 채굴은 전통적인 방식 (노천굴 채굴, 개방형 피트, 지하 채굴 등) 또는 비전통적 방식 (In-situ recovery)를 우라늄 제련 공정은 흔히 옐로케이크 (Yellowcake)라고 불리는 우라늄 농축물을 생산
2) 변환 (Conversion)
변환한 우라늄은 상온에서 고체이지만, 높은 온도에서 가스로 변할 수 있음
3) 농축 (Enrichment)
채굴 시점에서 우라늄 동위원소 U235는 약 0.7%에 불과한데, 농축을 통해 농도를 3~5% 수준으로 높이는 공정 (대부분의 원자로에서 사용하는 수준 / SMR 용 HALEU 5~20%, 무기용 HEU 20% 이상)
4) 성형 가공 (Fabrication)
농축 우라늄을 이산화우라늄 분말로 변환하고, 이걸 작은 세라믹 펠릿 Pellet 형태로 만들 펠릿을 연료봉에 넣고, 연료 번들 (Bundle/Assembly)형태로 결합되어 원자로로 운송

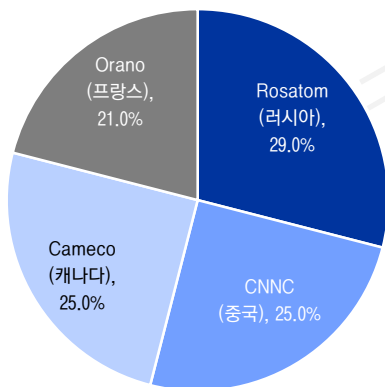
자료: LS증권 리서치센터

그림67 우라늄 펠릿의 에너지 밀도 비교



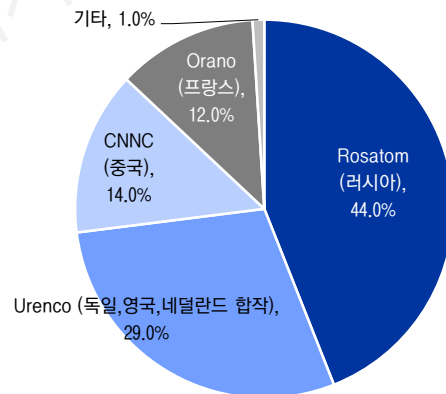
자료: Constellation, LS증권 리서치센터

그림68 우라늄 변환 (Conversion) M/S



자료: Constellation, LS증권 리서치센터

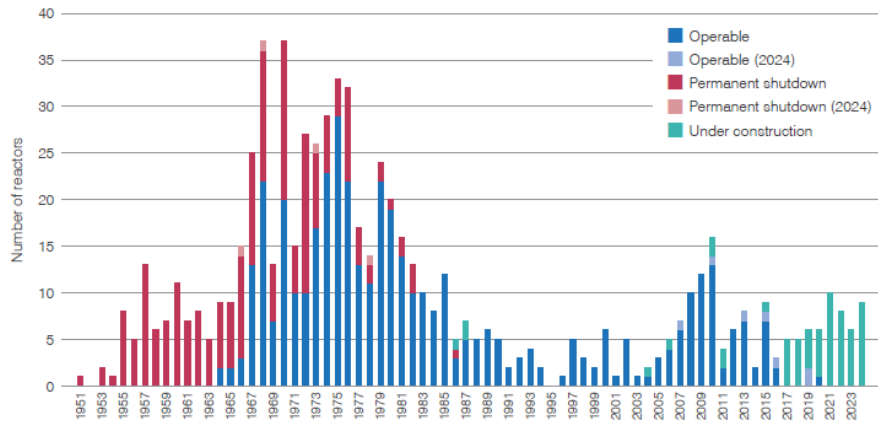
그림69 우라늄 농축 M/S



자료: Constellation, LS증권 리서치센터

글로벌 원전 시장은 이미 착공을 통해 건설 사이클이 재개되고 있고, 2024년 신규 착공 사례에서도 중국과 러시아의 기술 플랫폼의 존재감이 뚜렷하다. 이는 미국 입장에서 단순한 전력 수급 문제가 아니라, 원전 기술 표준과 수출 경쟁력의 문제로 연결된다. 미국이 현 시점에서 원전 산업을 재건하지 못할 경우, 향후 글로벌 신규 원전 시장의 표준이 러시아와 중국으로 넘어갈 가능성도 배제할 수 없기 때문이다.

그림70 전세계 원전 운영 상황



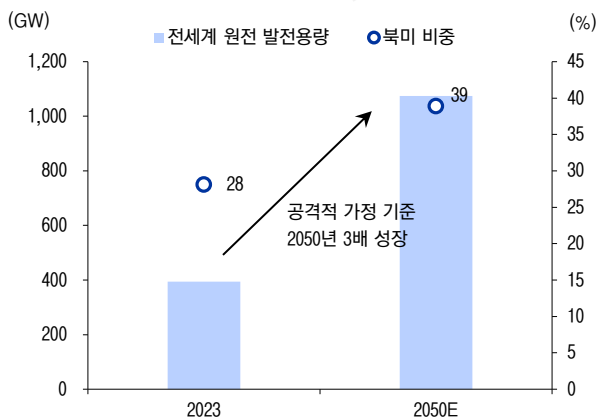
자료: World Nuclear Association, IAEA, LS증권 리서치센터

표8 2024년 착공 시작한 신규 원전 현황

원전명	국가	노형	형태	Capa (MW)
Chashma 5	파키스탄	Hualong One	PWR	1,100
El Dabaa 4	이집트	VVER-1200/V-529	PWR	1,100
Leningrad II-3	러시아	VVER V-491	PWR	1,101
Lianjiang 2	중국	CAP1000	PWR	1,161
Ningde 5	중국	Hualong One	PWR	1,116
Shidaowan 1	중국	Hualong One	PWR	1,134
Xudabao 2	중국	CAP1000	PWR	1,000
Zhangzhou 3	중국	Hualong One	PWR	1,126
Zhangzhou 4	중국	Hualong One	PWR	1,129

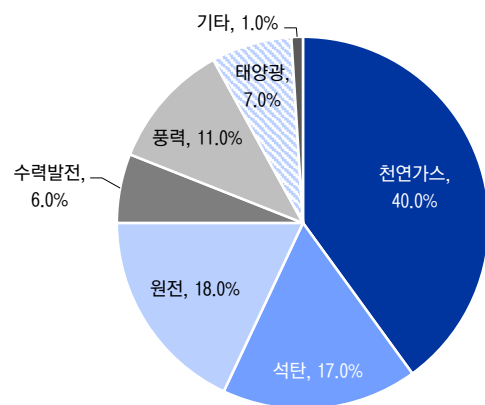
자료: World Nuclear Association LS증권 리서치센터

그림71 전세계 원전 발전 중 북미 비중



자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림72 미국 발전원별 비중

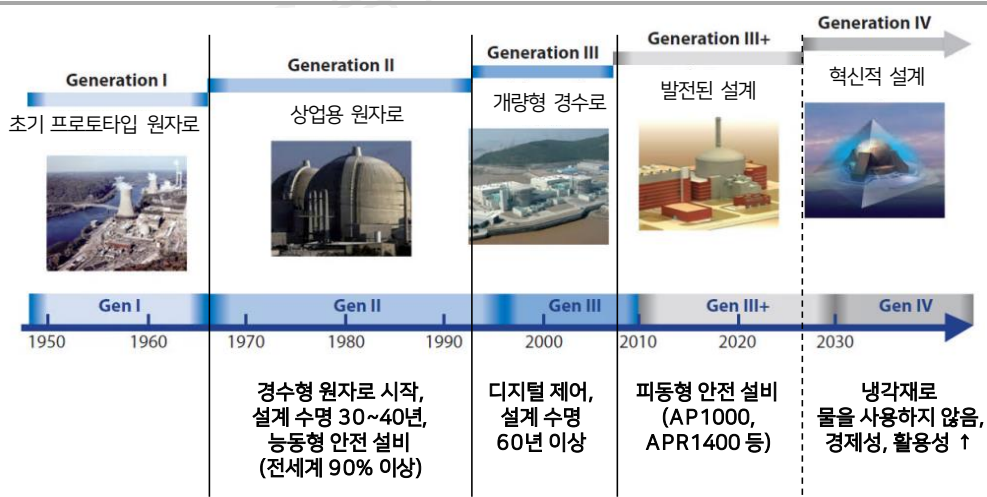


자료: IEA, LS증권 리서치센터

3세대+ 원전은 기저 전원으로서 안정성과 경제성을 개선했고, 4세대 원전과 SMR은 향후 산업용 전력, 데이터센터, 군사시설 등 다양한 수요처에 대응할 수 있는 플랫폼으로 부상할 것으로 전망된다. 다만, 이러한 기술이 상용화되기 위해서는 우리나라의 공급망이 뒷받침되어야 한다. 현재 가동중인 원전은 저농축 우라늄, LEU를 사용하지만 SMR은 그보다 농축 농도가 높은 고순도 저농축 우라늄, HALEU를 필요로 한다.

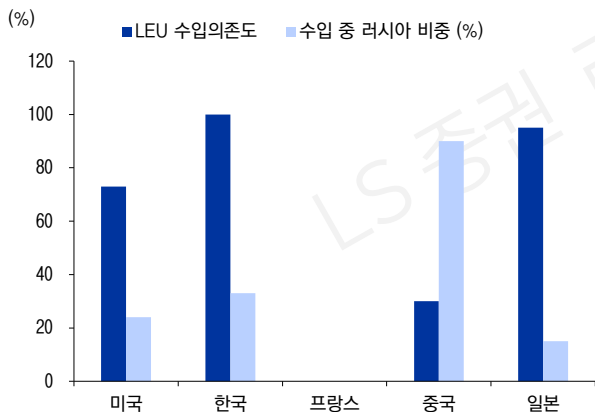
LEU의 수입 의존도를 보면 미국은 자국 내 공급 기반이 충분하지 않아 이미 러시아로부터 24%를 수입해오고 있다. 반면 HALEU 수입처는 100%가 러시아로부터 온다. (물론 미국 자국에서 고농축우라늄을 희석해 일부 HALEU를 만들기도 한다.) 이는 냉전 종료 후 미국이 러시아 핵탄두에서 꺼낸 고농축 우라늄을 희석해 저농축 우라늄으로 전환하여 수입하는 것에서부터 시작되어 왔다. 그 과정에서 미국 내 우라늄 농축 시설들이 경쟁력을 잃고 가동을 멈추거나 폐쇄되었다. 미국 정부는 현재 러시아산 저농축 우라늄 수입을 금지하는 법안에 서명, 공급망 충격을 우려해 2027년까지는 일부 예외를 허용했다. 미국의 SMR 상용화는 이제 핵연료 공급망 재건을 동반하는 에너지 패권에서의 핵심 과제로 부상하고 있다.

그림73 원자로 세대별 구분



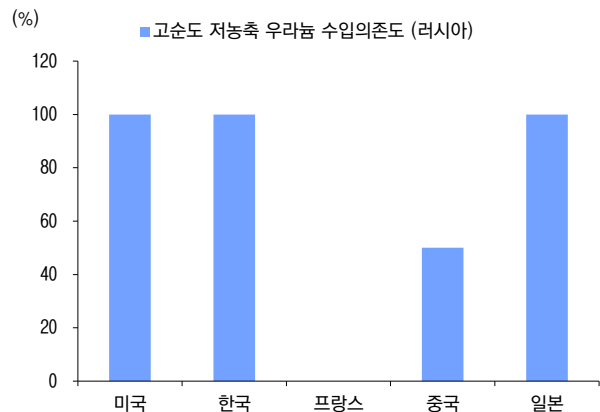
자료: GenIV International Forum, LS증권 리서치센터

그림74 LEU 수입 의존도



자료: Constellation, IEA, LS증권 리서치센터

그림75 HALEU 수입 의존도



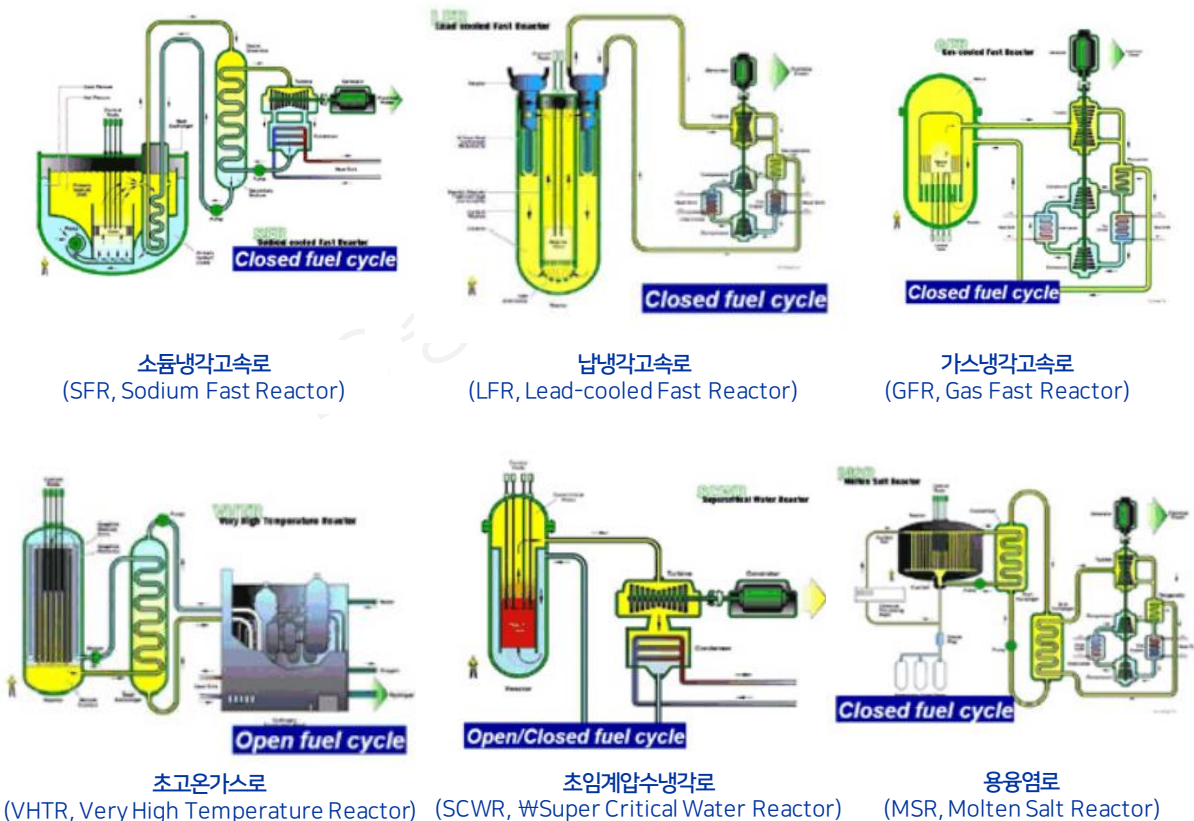
자료: Constellation, IEA, LS증권 리서치센터

그림76 4세대 원자로 (SMR) 방식 및 관련 기업, 특징

시스템 및 관련 기업	용량 (MW)	특징
소듐냉각고속로 (SFR, Sodium Fast Reactor) : TerraPower, Oklo	50~150, 300~1500 600~1500	장점: 사용 후 핵연료 재활용, 냉각재열전달 특성 우수 단점: 소듐-물 반응
초고온가스로 (VHTR, Very High Temperature Reactor) : X-Energy (HTGR로 온도 낮추어 상용화)	250~300	장점: 초고온열 생산, 수소생산용 공정열공급 단점: 초고온재료 인증화
초임계압수냉각로 (SCWR, Super Critical Water Reactor)	300~700 1000~1500	장점: 고효율 대용량 전력 생산 단점: 초고압에 따른 안정성 확보
가스냉각고속로 (GFR, Gas Fast Reactor)	1200	장점: 고효율, 높은 활용성 단점: 낮은 개발 수준
납냉각고속로 (LFR, Lead-cooled Fast Reactor) : Westinghouse	20~180 300~1200 600~1000	장점: 냉각재의 화학적 불활성, 높은 냉각재 기화 온도 단점: 재료 부식성, 냉각재의 높은 비중, 고독성 Po-210 생성
용융염로 (MSR, Molten Salt Reactor) : 삼성중공업, Terrestrial, Kairos Power	1000	장점: 높은 핵확산 저항성, 고압용기가 필요없어 소형화 용이 단점: 부식성, 방사능 가스처리

자료: GenIV International Forum, LS증권 리서치센터

그림77 4세대 원자로 (SMR) 방식 및 관련 기업, 특징



자료: GenIV International Forum, LS증권 리서치센터

따라서 미국 에너지부는 원전, SMR을 에너지 안보와 AI 전력 수요의 핵심 수단으로 키우기 위한 여러 정책적 지원을 이어가고 있다. 지난해부터 국가 단위의 다양한 정책 지원과 민간 기업으로의 자금 지원이 활발하게 이루어지고 있다.

10 CFR (Code of Federal Regulations) Part50은 원전의 전통적인 인허가 방식으로, CP를 받은 이후로 운영허가 (OL)을 다시 받는 구조인데, 장점은 건설 중 설계 변경이 유연하기 때문에 FOAK에 유리하다. 물론 낮은 리스크지만 건설 후 운영 단계에서 규제 리스크가 존재한다. 반면 Part52는 1단계 통합 인허가 (COL)를 받기 때문에 건설 전 설계가 완전히 확정되어야 하는데, 초기에 완벽한 설계를 제출해야 하는 만큼 인증 시간이 오래 걸리는 대신 사전에 모든 인허가 이슈를 해결함으로써 SMR의 표준화, 상업화에 유리한 방식이다. 최근 NRC는 Part53을 새로이 발효했으며, 이는 SMR, 특히 대형원전과 달리 비경수로형 원자로를 사용하는 SMR의 맞춤형 인허가 체계라는 점에서 미국 정부의 SMR 상용화에 대한 의지를 보여준다는 판단이다.

표9 원전 DC와 CP 개념

구분	정의	특징
DC (Design Certification)	NRC 가 표준 원전 설계에 대해 안정성을 미리 승인하는 제도	부지와 설계를 분리하여 인허가 리스크 해소, 동일 노형의 반복 건설에 유리
CP (Construction Permit)	특정 부지에 특정 노형을 건설하는 허가	부지 특성과 설계의 정합성을 최종 검토, Part50에서 1단계 인허가의 핵심

자료: LS증권 리서치센터

표10 미국 SMR 노형별 인허가 단계

기업명	노형	인허가	상태	목표가동시점	연료 소재	연료 형태
NuScale	VOYGR	Part52	DC 완료	2029~2030년	LEU	Standard Bundle
TerraPower	Natrium	Part50	CP 완료	2030년	HALEU	Metallic Rod
GE-Hitachi	BWRX-300	Part50	CP 심사중 (TVA)	2028~2029년	LEU	Standard Bundle
X-Energy	Xe-100	Part50	CP 심사중 (텍사스 Dow)	2030년	HALEU	TRISO
Holtec	SMR-300	Part50	CP Part1 수리	2030년	LEU	Standard Bundle
Kairos Power	Hermes	Part50	CP 완료	2027년	HALEU	TRISO

자료: 각 사, DOE, LS증권 리서치센터

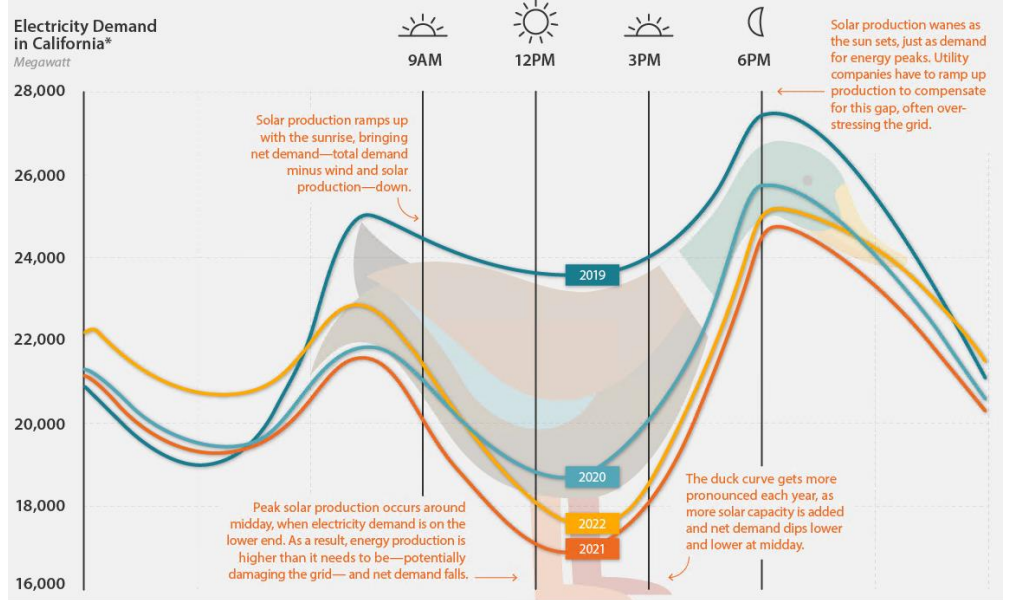
표11 미국 에너지부 원전, SMR 정책 타임라인

시기	내용
25/02	미국 내 상업용 원자력 발전을 최우선으로 하는 첫 번째 장관 명령 (Secretarial Order) 발령
25/04	미국 원자력 개발사 5곳에 단기 연료 수요 충족을 위한 HALEU 제공 조건부 지원 확정
25/05	트럼프 대통령은 미국 내 원자력 산업 발전을 위한 4개의 행정 명령 (E.O.)을 발표함
25/07	첨단 원자로 개발을 가속화하고 국내 핵연료 공급망을 강화하기 위한 파일럿 프로그램 시작을 발표
25/07	연방 토지 내 AI 데이터센터 및 에너지 인프라 개발을 위한 부지 선정을 발표
25/08	기술 배치 촉진을 위한 '트럼프 대통령 원자로 파일럿 프로그램'의 초기 선정대상 11 곳을 발표
25/08	단기 연료 수요 충족을 위해 미국 기업 3곳에 HALEU 를 제공하기 위한 2차 조건부 지원을 확정
25/09	핵연료의 국내 공급망 강화를 위해 '첨단 핵연료 라인 파일럿 프로젝트' 수행 기업 4곳을 선정
25/10	정부는 국내의 웨스팅하우스 원자로 기술 개발 가속화를 위해 카메코, 브룩필드 자산과 전략적 파트너십 체결
25/11	펜실베이니아주 Crane Clean Energy Center (쓰리미일 섬 1 호기) 재가동을 위해 Constellation에 대한 10억달러 파이낸싱 발표
25/12	SMR 배치를 위해 TVA와 Holtec에 8억달러 지원
26/01	국내 농축 역량 강화를 위해 27억달러 규모의 투자를 발표
26/02	원전 인허가 패스트트랙 도입: SMR 건설시 환경영향평가 절차 일부 면제 / 3월 SMR에 대한 Part53 최종 규칙 공포

자료: DOE, LS증권 리서치센터

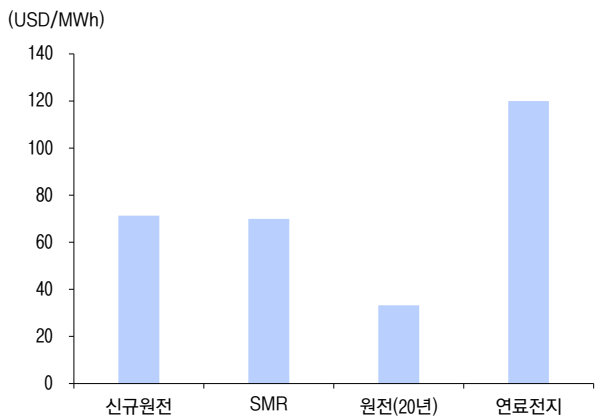
마지막으로, 최근 부각되고 있는 재생에너지, 특히 ESS와 연료전지는 원전과의 대체점이 아니라 상호보완적인 관계로 판단한다. 태양광 투자로 발생하는 덕 커브, 즉 환경에 따른 재생에너지 잉여 생산을 대응하기 위해 ESS가 부각되고 있다. 다만, ESS 역시 저장을 위한 대규모 부지의 조성 및 잦은 교체주기로 인해 최근 SMR이 ESS의 문제점을 해소하는 대안으로 제시되고 있는 실정이다. SMR은 24/7 무탄소 기저부하를 공급함으로써 장기적으로 전력망의 안정성과 효율성을 높이기 때문이다. 연료전지는 분산형 전원, 비상 전원 등 산업용 수요 대응으로 부각되고 있으나, 대규모 데이터센터와 전력망 자체의 기저 수요를 감당하기에는 비용 부담이 적지 않다. 따라서 연료전지가 원전의 대체재라기 보다는, 특정 입지와 용도에서 전력 공급 유연성을 높여주는 보완 전원으로서 보는 것이 합리적이다. 재생에너지와 원전을 함께 사용할 경우 시스템 비용이 낮아질 수도 있다는 연구 결과가 있는 만큼, 재생에너지의 확대에 따른 안정성 문제를 보완하는 보완재로서 원전의 기능이 부각될 것으로 판단하고 있다.

그림78 캘리포니아 태양광 순부하 (Net Load) 차트 (Duck Curve)



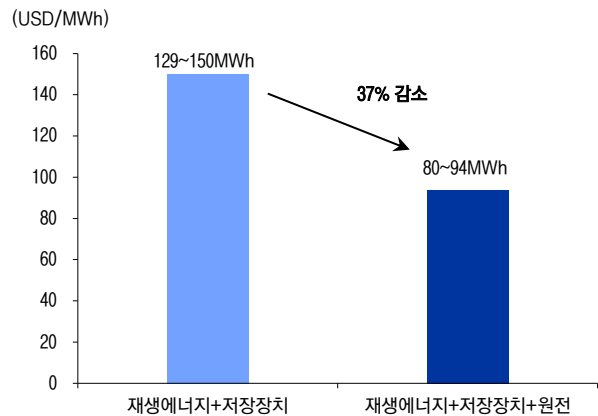
자료: CAISO, LS증권 리서치센터 / 주: 순 부하는 시간별 전력 전력수요에서 전력생산을 뺀 값

그림79 신규원전, SMR, 연료전지 LCOE 비교



자료: IEA, LAZARD, LS증권 리서치센터

그림80 재생에너지에 원전을 믹스할 경우 시스템 비용 비교



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

Part III

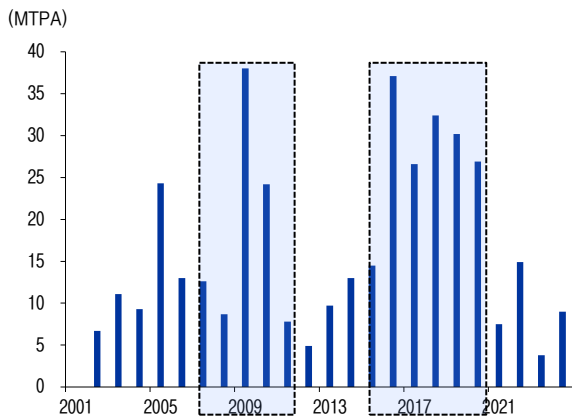
Valuation

에너지 전환 사이클에서의 밸류에이션

역사적 에너지 패러다임 전환기에서 EPC 퍼포먼스 비교

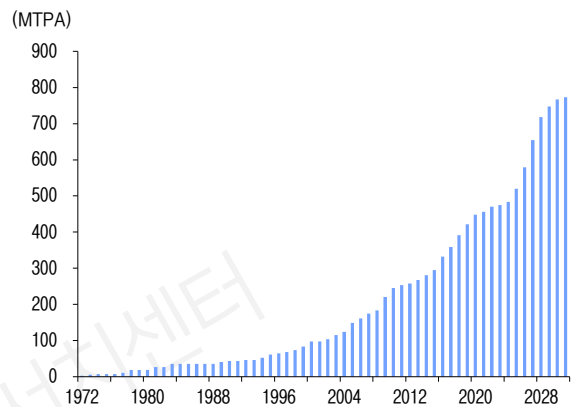
원전 빅사이클은 1970~1980년대에 집중되어 있어서, 당시의 직접적인 역사적 밸류에이션을 비교하기 어렵다. 따라서 과거 에너지 인프라 빅사이클에서 대형 프로젝트를 수주했던 EPC 플랜트 기업의 주가와 밸류에이션에서 원전 밸류에이션 레벨을 벤치마크 해보고자 한다. 우선, 글로벌 LNG 투자 사이클에서 그 힌트를 찾아보자. 당시 일본 EPC Chiyoda는 카타르 LNG Train 3,4에 참여했으며, Technip 등 JV와 함께 Train 6,7 EPC 계약을 수주했다. 일본 JGC는 2010년대 LNG 투자 사이클에서 호주 LNG EPC 계약을 따내는 등 두 번의 발주 사이클에서 각각 의미있는 대형 수주를 기록한 기업이다. 당시의 시가총액을 수주잔고로 나누어보면, 최대 0.6X, 최소 0.4X 이상의 멀티플로 역산된다.

그림81 연도별 Global LNG Capa 증가



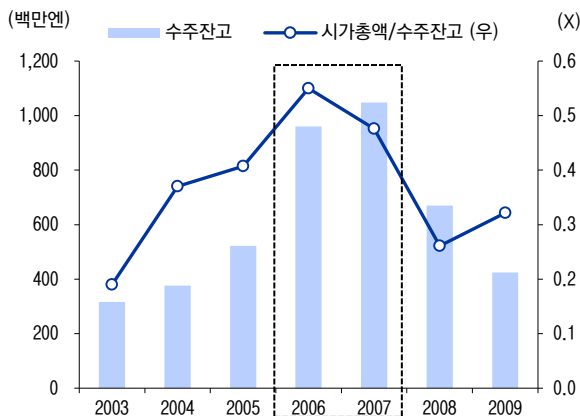
자료: IEA, IEEFA, LS증권 리서치센터

그림82 Global LNG 누적 Capa 추이 및 전망



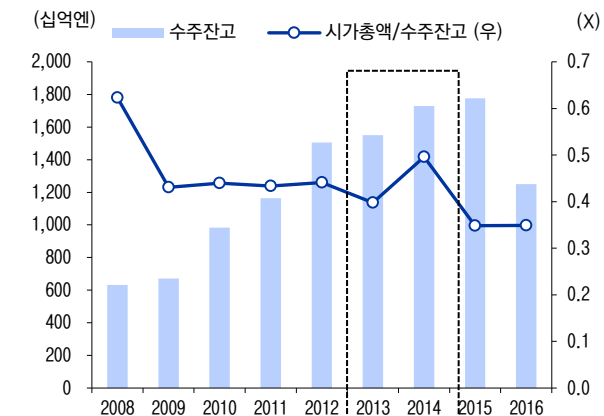
자료: IEA, IEEFA, LS증권 리서치센터

그림83 Chiyoda 수주잔고와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림84 JGC 수주잔고와 시가총액 비교



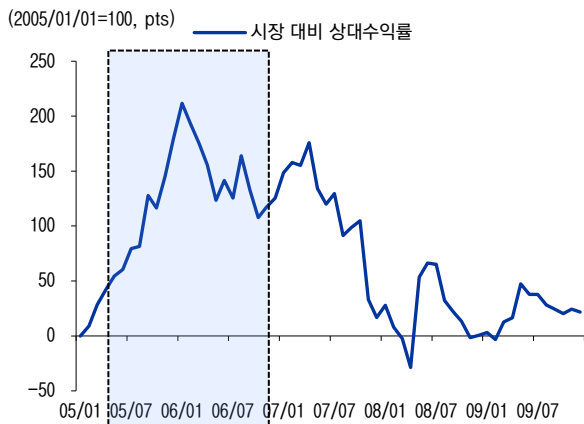
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Chiyoda는 2005년부터 시장 대비 뚜렷한 초과수익률을 기록했다. 2006년에는 시장 대비 200%p가 넘는 초과수익률을 기록했으며, 이는 카타르 LNG 증설이라는 대형 반복 발주 사이클에 핵심 EPC로 부각된 결과이다. 정통적인 밸류에이션인 PBR 기준으로는 상대적으로 자본이 적었던 Chiyoda는 무려 PBR 9X를 터치, 해당 기간동안 평균 6X가 넘는 PBR 레벨을 유지해 왔다. 절대 주가로는 2003년 200엔에서 2006년 3,000엔으로 15X 상승하는 저력을 보였다.

JGC는 이후 2010년 LNG 투자 사이클에서 호주 LNG를 수주하며 당시 시장 대비 80%p 상회하는 수익률을 기록했으며, PBR은 2.0X 이상을 꾸준히 유지했다. 절대 주가로는 2007년 당시 저점이던 1,200엔에서 2014년 4,000엔까지 3.5X 상승했다.

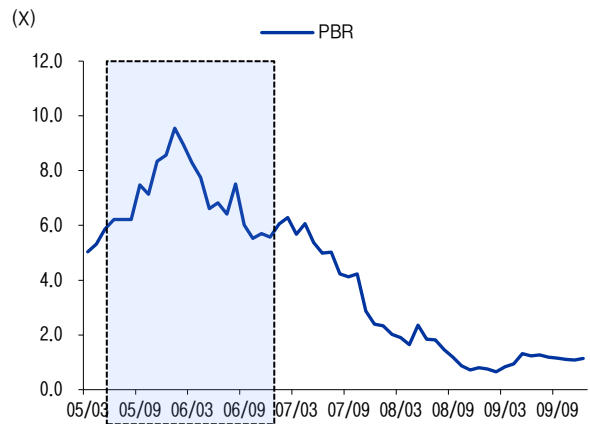
두 사례를 통해 알 수 있는 점은 대형 에너지 인프라 사이클에서는 단순히 특정 프로젝트 한 건을 수주했다는 사실보다, 그 프로젝트가 반복적으로 발주 가능한 장기 사이클의 초입 인지가 중요하다는 부분이다. 테마적 상승이 아니라 실제 주도 기업이 수주잔고가 늘어나며 멀티플 리레이팅 된다는 점에서 수주 산업의 교과서적인 밸류에이션을 확인할 수 있다.

그림85 Chiyoda 상대수익률 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림86 Chiyoda Historical PBR 추이



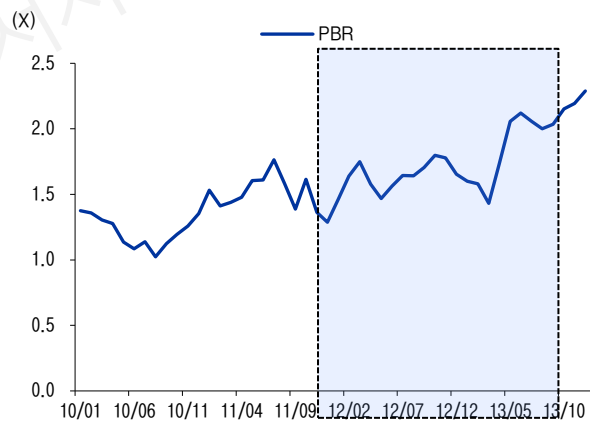
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림87 JGC 상대수익률 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림88 JGC Historical PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

두 번째 벤치마크는 중동 오일머니 기반의 Oil&Gas 업스트림, 다운스트림 플랜트 투자 사이클이다. 2010년 이후 유가가 본격적으로 상승하면서 중동 산유국의 플랜트 발주가 확대되었고, 이 과정에서 국내 EPC사와 글로벌 EPC사들의 수주잔고가 크게 성장했다.

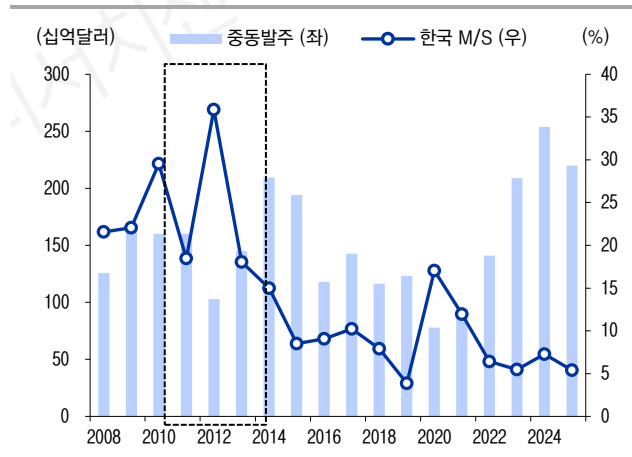
당시 중동 플랜트 수주에서 한국 건설사가 M/S 35%를 기록하며 유럽, 일본 기업을 제치고 수주에서 압도적인 성과를 기록하며 벨류에이션 리레이팅을 받았다. 삼성E&A는 이 당시 사이클에서의 대장주였다. 삼성E&A는 사우디 Aramco Shaybah NGL 등 다양한 가스, 화학 플랜트 수주를 받았으며 미국의 Fluor 역시 사우디, 쿠웨이트 등 다양한 산유국에서 신규 수주를 이어갔다. 당시의 삼성E&A와 Fluor 모두 시가총액/수주잔고 배수는 0.2X에서 0.4X까지 리레이팅 되었다.

그림89 유가, 국내 건설사 플랜트 수주 추이



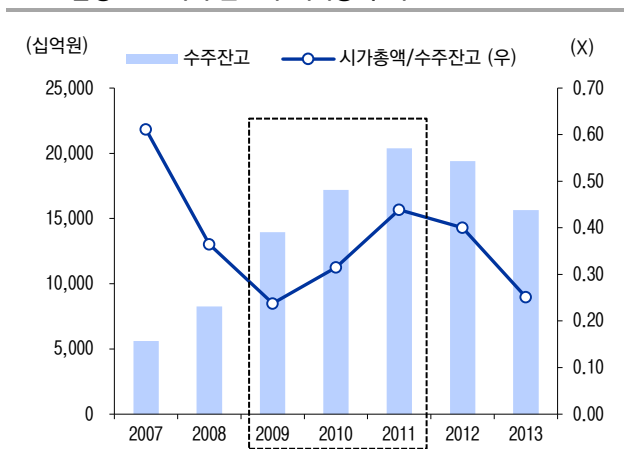
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림90 중동 플랜트 CAPEX 추이와 국내 건설사 M/S



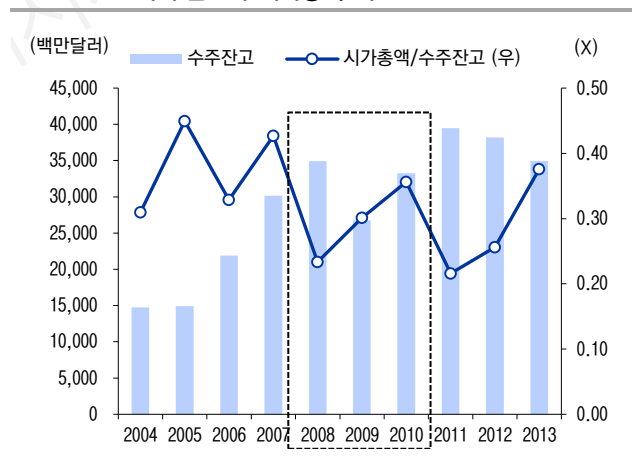
자료: MEED, 해외건설통합정보서비스, LS증권 리서치센터

그림91 삼성 E&A 수주잔고와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림92 Fluor 수주잔고와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

삼성E&A는 금융위기를 거친 뒤 2010년부터 급격한 상대수익률을 기록했다. 당시 시장 대비 상대수익률이 7,000%p 수준까지 확대되며 주가의 정점을 보였다. 이는 당시 중동 플랜트 발주 사이클에서 삼성E&A의 실질적이고 압도적인 수주 결과가 주가 리레이팅의 근거로 작용했기 때문이다. PBR로는 최소 3X 이상, 최대 4.5X까지 기록했으며, 절대 주가로는 2007년 20,000원에서 2011년 160,000원으로 8X 상승했다.

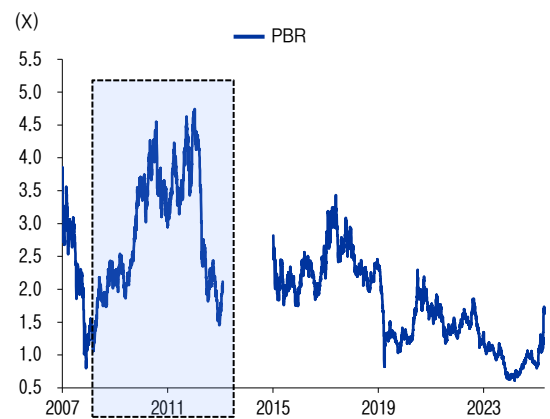
Fluor도 유사한 사이클을 경험했다. Fluor의 상대수익률은 2005년 이후 꾸준히 상승하다가 금융위기 이후 시장을 250%p 상회하는 수익률을 기록하기에 이른다. 삼성E&A와 마찬가지로 글로벌 유가 상승 시작, 중동과 북미의 석유화학 플랜트 투자에 따른 수주 증가가 주가의 리레이팅을 만들었다. PBR은 3.0X 이상을 꾸준히 유지했으며, 절대 주가로는 2005년 30달러에서 2008년 100달러까지 3X 가까이 상승했다.

그림93 삼성 E&A 상대수익률 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림94 삼성 E&A Historical PBR 추이



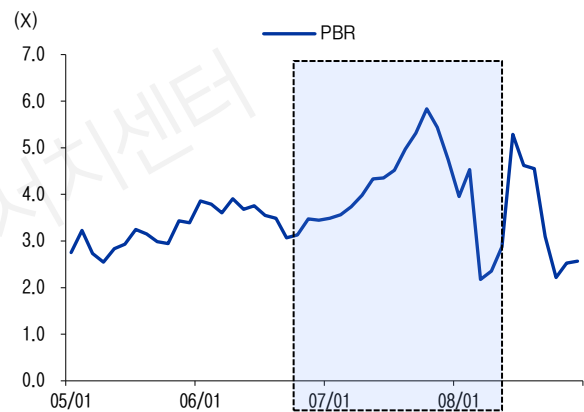
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림95 Fluor 상대수익률 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림96 Fluor Historical PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

과거의 에너지 발주 사이클과 현재 수주잔고, 시가총액의 가치를 비교해보기 위해서 원전의 수주잔고에 대한 현재가치를 먼저 가정해볼 필요가 있다. 에너지 섹터에서 결국 수주잔고의 증가가 실제 기업가치 재평가의 핵심 근거이기 때문이다. 원전 발주는 정책 방향성과 수요 논리는 명백하지만, 대부분의 프로젝트가 아직 수주도 하지 않은 단계이기 때문에, 확정 잔고가 아닌 수주 기대 잔고의 현재가치를 현대건설, 대우건설의 사례로 가정해보았다.

먼저, 예상 가능한 수주 파이프라인들을 시점별로 러프하게 정하고, 각 기업의 WACC 8%로 현재가치로 할인해 반영했다. 물론 가정에 제외된 것은 1) 원전 수주 금액이 업무 수행 스톱에 따라 더 커질수 있는 점과, 2) 물가상승률에 따른 원전 발주 금액의 우상향은 가정의 편의를 위해 반영하지 않았다. 당사의 가정으로 현대건설의 원전, SMR의 현 시점 수주잔고의 기대가치는 약 72조원, 대우건설의 수주잔고의 기대가치는 약 33조원 수준으로 추산된다.

표12 현대건설 원전 수주잔고 현재가치 가정

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신한울 3,4 호기 APR1400 2기	1,700						
Holtec SMR 300MW 2기		4,500					
Fermi AP1000 2기		10,000					
Fermi AP1000 2기			10,000				
불가리아 AP1000 2기		10,000					
Further_슬로베니아				10,000			
Further_핀란드					10,000		
Further_팀코리아 1			6,000				
Further_팀코리아 2				6,000			
Further_미국 내 AP1000 2기				10,000			
Further_미국 내 AP1000 2기							10,000
연도별 단순 합계	1,700	24,500	16,000	26,000	10,000	0	10,000
WACC (%)	8						
수주잔고 가치	71,647						

자료: LS증권 리서치센터

표13 대우건설 원전 수주잔고 현재가치 가정

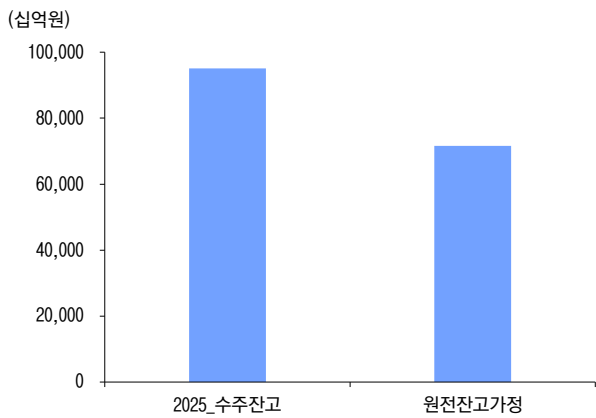
(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
체코 두코바니 3,4 호기 APR1400 2기		5,000					
베트남 닌투언 APR1400 2기 (?)		5,000					
Further_팀코리아 1			5,000				
Further_팀코리아 2			5,000				
Further_팀코리아 3			5,000				
Further_팀코리아 4				5,000			
Further_팀코리아 5					5,000		
Further_팀코리아 6						5,000	
연도별 단순 합계	0	10,000	15,000	5,000	5,000	5,000	0
WACC (%)	8						
수주잔고 가치	33,009						

자료: LS증권 리서치센터

현대건설의 2025년 주택, 현대엔지니어링을 모두 포함한 연결 기준 수주잔고는 95조원이었다. 원전 추정 잔고 가치는 72조원으로 지난해 수주잔고의 76%에 이른다. 현대건설은 지난해 연말부터 원전 대장주로서의 밸류에이션이 재부각되며 주가 상승이 구조적으로 나타나고 있는 기업으로, 현재 현대건설의 시가총액과 수주잔고를 나누어보면 지난해 수주잔고 기준으로는 0.2X, 원전 추정 잔고 가치 기준으로는 0.25X로 계산된다. 글로벌 에너지 빅사이클 당시 주도주들이 최소 잔고 대비 시가총액이 0.4X 이상을 받았던 점과 비교해보면, 여전히 잔고 대비 주가 상승 여력이 남아 있다고 볼 수 있겠다.

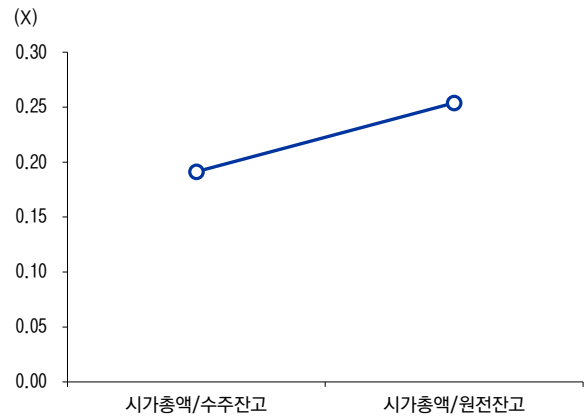
대우건설의 2025년 건축, 토목 등을 모두 포함한 수주잔고는 50조원이었다. 원전 추정 잔고 가치는 33조원으로 지난해 수주잔고의 66%에 이른다. 최근 주가 상승이 가장 가팔랐던 대우건설의 시가총액과 수주잔고를 나누어보면, 지난해 수주잔고 기준으로는 0.26X, 원전 추정 잔고 가치 기준으로는 0.4X로 계산된다. 단순히 원전 수주잔고 가치만을 고려했을 때는 다소 상승 여력이 제한적으로 보인다.

그림97 현대건설 지난해 수주잔고와 원전잔고(가정) 비교



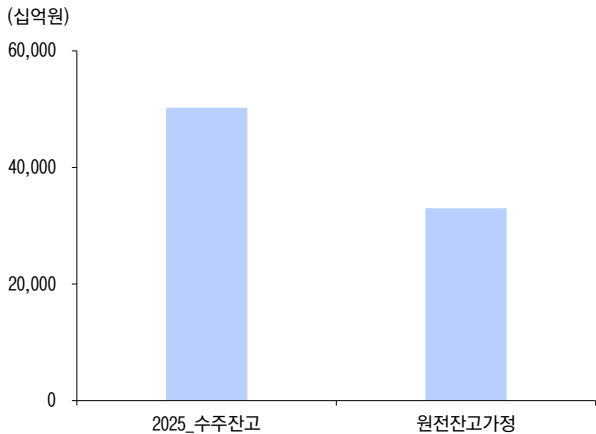
자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

그림98 현대건설 수주잔고와 시가총액 비교



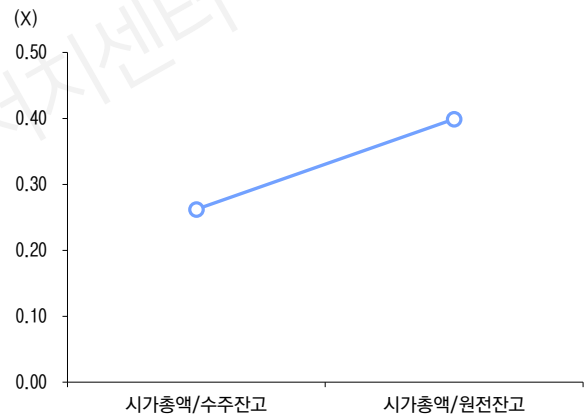
자료: 현대건설, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림99 대우건설 지난해 수주잔고와 원전잔고(가정) 비교



자료: 대우건설, LS증권 리서치센터

그림100 대우건설 수주잔고와 시가총액 비교

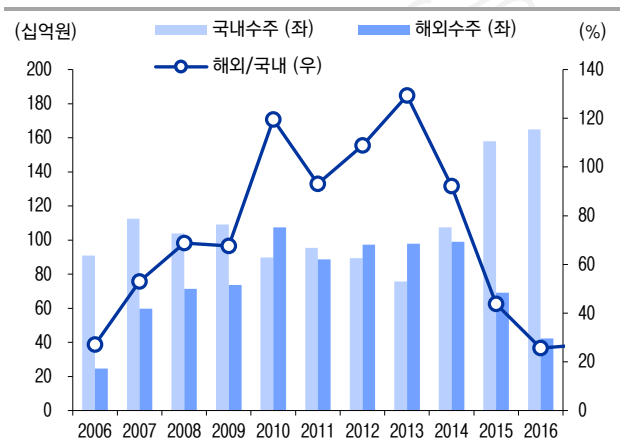


자료: 대우건설, FnGuide, LS증권 리서치센터

원전 잔고 가정이 의미있는 이유는 과거 중동발 플랜트 빅사이클 당시 한국 건설사들의 수주 규모가 우리나라 경제 대비 어느 정도였는지를 비교해볼 수 있기 때문이기도 하다. 당시의 해외 (대부분 중동) 수주는 국내 건설 수주를 초과하기도 했으며, 한국 건설사가 주택 중심의 House Maker에서 EPC Player로 비즈니스 모델이 전환되는 시기이기도 했다. 당시 한국 EPC의 위상은 중동 MEED지가 선정한 Top 10 수주 EPC 상위권에 대거 포진하며 그 진가를 증명하기도 했다. 이 시기 해외 플랜트 수주는 GDP에서 8% 수준을 기록했다.

중동 플랜트 Big bath 이후로는 EPC Player들의 수주 Capa가 많이 감소했다. 최근에는 삼성E&A, 현대건설 정도가 해외에서 의미있는 규모의 수주를 이어가고 있기 때문에, 지난해 우리나라 GDP 비중에서 해외 플랜트 수주는 3% 남짓이다. 그러나, 앞에서 가정한 원전 기대 잔고를 가정해본다면, GDP에서 6.5%를 차지하는 것으로 역산된다. 2024년 기준 석유 화학 수출이 65조원으로 전체 GDP의 3% 수준이었으며, 우리나라 전체 제조업의 GDP 비중이 27% 수준이기 때문에 원전을 포함한 해외수주 기대가치는 전체 제조업의 1/4 수준이 된다. 원전주들의 주가에는 단순 모멘텀 뿐만 아니라 실질적이고 의미있는 리레이팅이 반영될 수밖에 없는 이유이다.

그림101 우리나라 해외건설수주 추이



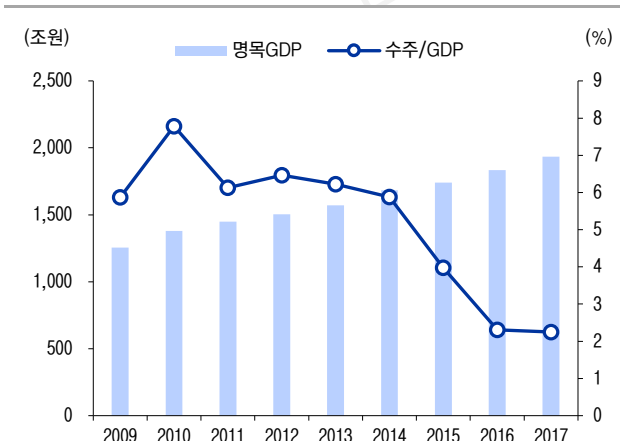
자료: 해외건설협회, LS증권 리서치센터

그림102 중동 플랜트 호황기 당시 EPC Top 10 Contractor

Rank	Contractor	Country	Value of award (\$bn)
1	대림산업	한국	4.87
2	삼성엔지니어링	한국	4.47
3	Petrofac	영국	2.08
4	GS건설	한국	1.95
5	SK건설	한국	1.75
6	TR	스페인	1.56
7	Saipem	이탈리아	1.33
8	Tecnimont	이탈리아	1.08
9	Toyo	일본	1.00
10	JGC	일본	0.99

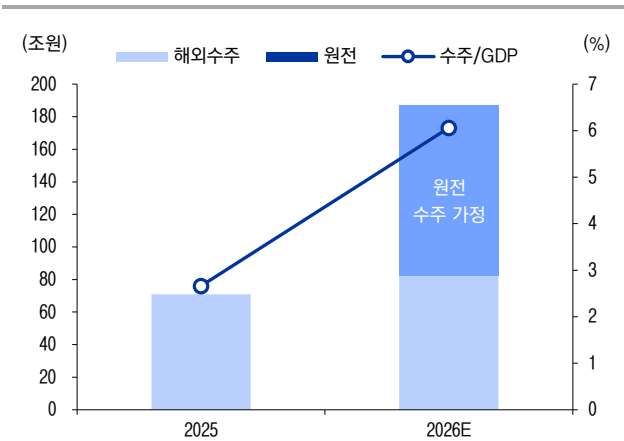
자료: MEED, LS증권 리서치센터 / 2011년 7월~2012년 6월 금액 기준

그림103 우리나라 GDP와 플랜트 빅사이클 당시 수주 비교



자료: 통계청, 해외건설협회, LS증권 리서치센터 / 주: GDP는 명목 기준

그림104 우리나라 GDP와 원전, 해외수주 비중 비교

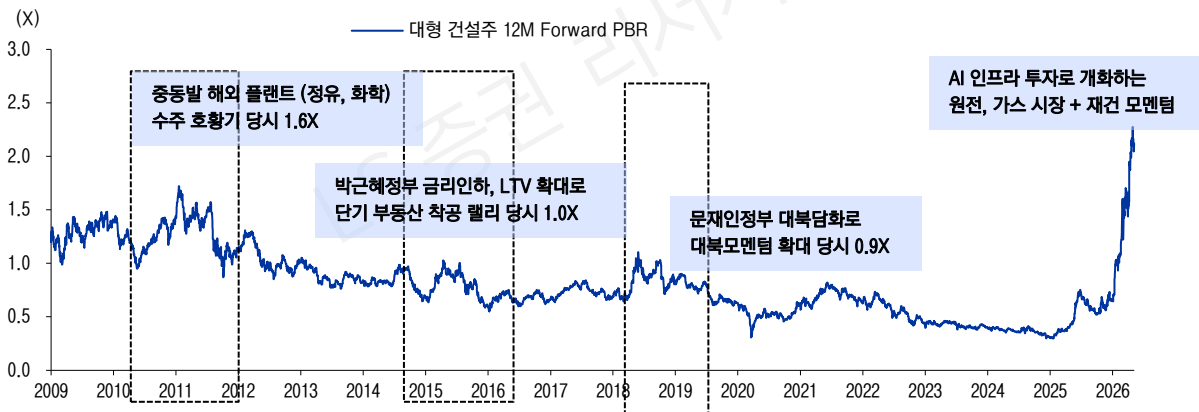


자료: 통계청, 해외건설협회, LS증권 리서치센터 / 주: GDP는 명목 기준

건설주 PBR은 역사적 최고점을 갱신하고 있다. 몇 번의 업사이클이 있었는데, 국내 주택 사이클로는 PBR이 최대 1X 수준에 그쳤다. 내수 시장의 제한된 성장성과 평균 ROE 10% 수준의 기업들이 만드는 밸류에이션의 최대 레벨이 PBR 1X였던 것이다. 그러나 중동발 플랜트 빅사이클 당시는 PBR 최대 1.6X를 받으며 멀티플 상방이 열린 것을 경험했다.

최근 현대건설의 주가 상승 속도가 워낙 가팔랐기에 PBR 2.0X를 단숨에 도달하며, 단기적으로는 밸류에이션에 대한 시장의 고민이 있던 것은 사실이다. 그러나 과거 플랜트 빅사이클 당시 대장주였던 삼성E&A의 멀티플이 늘 3.0X 이상, 최대 4.5X까지를 터치했던 경험을 고려해보면, 원전 시공을 50년동안 쉬지 않고 이어온, 원전 시공 인력 1천여명을 보유한 원전 대장주인 현대건설의 PBR 2.0X는 여전히 부담없는 수준으로 판단된다.

그림105 대형 건설주 Historical PBR 추이



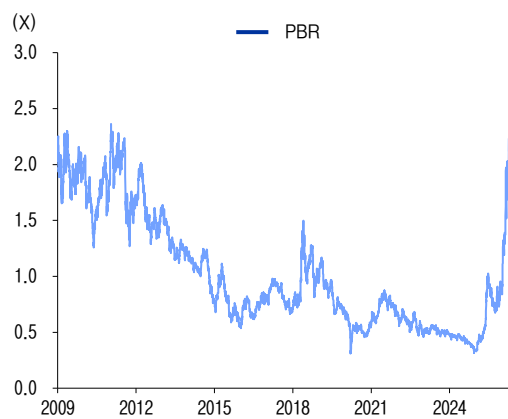
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림106 삼성 E&A 중동 플랜트 호황기 당시 PBR 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림107 현대건설 Historical PBR



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

물론 현대건설은 여전히 PBR 멀티플로도 충분히 밸류에이션이 설명 가능한 수준이지만, 앞서 원전 잔고의 기대가치 가정 이외에 좀 더 구체적으로 각 회사별 원전 파이프라인의 매출화를 가정해 EBITDA를 산출해보았다. 현대건설의 원전 파이프라인별로 공사 진행률을 가정하여 해당 프로젝트 매출액을 장기 시계열로 뿌린 후, 이익률을 중립적으로 가정하여 WACC 8%로 할인 반영하고, 그 외에 플랜트+주택 부문을 러프하게 더해 각 사업부별 EV/EBITDA 멀티플을 새로이 적용, SOTP 밸류에이션을 해보았다. 이러한 가정 기준으로 밸류에이션을 재산정해보는다면 현 시가총액 기준 업사이드는 70% 이상으로 여유롭다.

표14 현대건설 원전 파이프라인별 매출액 가정 및 Sum-of-the-parts 밸류에이션

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
원전 매출액	51	927	2,283	4,419	7,131	10,235	13,181	14,233	13,880	9,820	5,940
신한울 3,4 호기 APR1400 2기	51	102	153	204	306	425	306	153			
Holtec SMR 300MW 2기		225	450	675	1,125	1,350	675				
Fermi AP1000 2기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Fermi AP1000 2기			300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900	
불가리아 AP1000 2기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Further_슬로베니아				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_핀란드					300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800
Further_튀르키예 1			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_튀르키예 2				180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540
Further_미국 내 AP1000 2기				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_미국 내 AP1000 2기							300	600	900	1,200	1,800
EBITDA	193	329	531	748	1,022	1,335	1,633	1,742	1,709	1,307	922
(단위: 십억원)	값	비고									
피크시점 2033년 기준 OP	1,566	원전 OPM 11% 가정									
피크시점 2033년 기준 EBITDA	2,053	EBITDA Margin 14.4%									
WACC (%)	8.5	차입금리 6.0%, 무위험이자율 3.0%, Beta 1.0 가정									
적용 EBITDA	1,163	2033년 EBITDA를 WACC으로 기간 할인 적용									
원전 EV/EBITDA (X)	20	MHI, Hitachi, China Nuclear E&C, Aecon, Fluor, Cameco 2026E 평균 EV/EBITDA									
원전 가치	23,267										
플랜트+주택 EBITDA	1,146	2026E 기준									
플랜트+주택 EV/EBITDA (X)	8	주택 Peers 5X, 글로벌 EPC Peers 9.6X의 단순 평균 EV/EBITDA 적용									
플랜트+주택 가치	8,940										
영업가치	32,207										
순차입금	301	1Q26 기준									
NAV	31,906										
# of shares (천 주)	111,356										
주당 NAV (원)	250,167										
현재주가 (5/18, 원)	144,900										
Upside (%)	72.6										

자료: LS증권 리서치센터

반면 대우건설의 원전 파이프라인별로 공사 진행률을 가정하여 매출액을 장기 시계열로 뿌린 후 이익률을 가정, SOTP 밸류에이션으로 재산정해본다면 현 시가총액 기준 업사이드는 54%로 현대건설 대비해서는 다소 상승 여력이 제한적으로 판단된다.

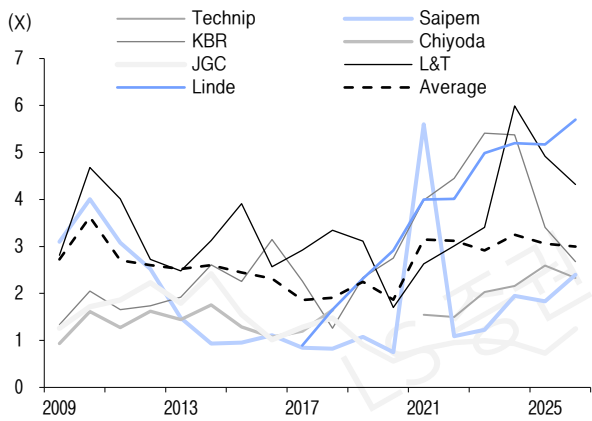
표15 대우건설 원전 파이프라인별 매출액 가정 및 Sum-of-the-parts 밸류에이션

(단위: 십억원)	2026E	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
원전 매출액	0	360	1,260	2,340	3,600	5,400	7,860	9,000	7,620	5,280	3,120
체코 두코바니 3,4 호기 APR1400		180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540		
베트남 닌투언 APR1400 2기 (?)		180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540		
Further_팀코리아*1			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 2			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 3			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 4				180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540
Further_팀코리아 5					180	360	540	720	1,080	1,500	1,080
Further_팀코리아 6						180	360	540	720	1,080	1,500
EBITDA		129	253	362	489	671	918	1,033	896	664	129
(단위: 십억원)	값	비고									
피크시점 2033년 기준 OP	990	원전 OPM 11% 가정									
피크시점 2033년 기준 EBITDA	1,137	EBITDA Margin 12.6%									
WACC (%)	8	차입금리 5.3%, 무위험이자율 3.0%, Beta 1.0 가정									
적용 EBITDA	654	2033년 EBITDA를 WACC으로 기간 할인 적용									
원전 EV/EBITDA (X)	20	MHI, Hitachi, China Nuclear E&C, Aecon, Fluor, Cameco 2026E 평균 EV/EBITDA									
원전 영업가치	13,081										
플랜트+주택 EBITDA	811	2026E 기준									
플랜트+주택 EV/EBITDA (X)	8	주택 Peers 6X, 글로벌 EPC Peers 9.6X의 단순 평균 EV/EBITDA 적용									
플랜트+주택 영업가치	6,324										
영업가치	19,405										
순차입금	1,685	2026E 기준									
Net Asset Value	17,721										
# of shares (천 주)	410,886	자사주 제외한 유통주식수									
목표주가 (원)	45,000										
현재주가 (5/18, 원)	29,300										
Upside (%)	53.6										

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 팀코리아 원전은 사우디, 터키, 체코 테몰린 등 전체 파이프 라인 중 일부 순차적 수주 가정

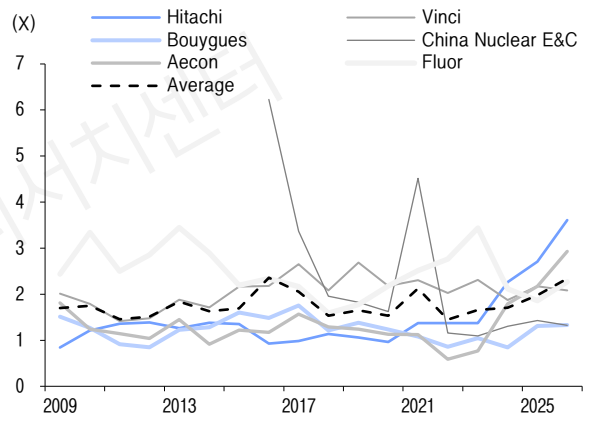
최근 글로벌 EPC들의 평균 밸류에이션이 PBR 2X에서 3X 수준으로 리레이팅 되고 있다. 이는 미국 LNG 투자 사이클의 확대에 따라 일부 LNG 과점 플레이어들의 수주에 따른 빅사이클이 주가 상승을 견인한 것으로 판단된다. 상장사 중 원전 시공 밸류체인이 많지 않기 때문에 Peers 평균이 의미가 크진 않지만, 미국 Vogtle 원전을 마지막으로 Bechtel과 함께 마무리했던 Fluor나, SMR 밸류체인으로 부각되는 Hitachi의 경우 뚜렷한 밸류에이션 리레이팅이 보인다. 다시금 개화하는 원전 르네상스 2.0 앞에서, 원전주들은 기대감이 아니라 숫자로, 신규 수주를 확인하며 점진적인 리레이팅을 몇 년간 이어갈 것으로 보인다.

그림108 Global EPC Players 연도별 PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림109 Global 원전 Peers 연도별 PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표16 원전, 플랜트 EPC Players Historical PBR

항목	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26E
원전 Peers 평균	1.4	1.4	1.8	1.6	1.6	2.2	1.9	1.5	1.6	1.4	2.0	1.4	1.6	1.8	2.2	2.8
MHI 제외시	1.5	1.5	1.9	1.6	1.7	2.4	2.1	1.5	1.7	1.6	2.2	1.5	1.7	1.7	1.9	2.3
MHI	1.0	1.1	1.3	1.3	1.2	0.8	0.8	1.0	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	2.2	3.6	6.3
Hitachi	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4	2.3	2.7	3.6
Vinci	1.4	1.5	1.9	1.7	2.2	2.2	2.7	2.1	2.7	2.2	2.3	2.0	2.3	1.9	2.2	2.1
Bouygues	0.9	0.8	1.2	1.3	1.6	1.5	1.8	1.2	1.4	1.2	1.1	0.9	1.0	0.8	1.3	1.3
China Nuclear E&C						6.2	3.4	2.0	1.8	1.6	4.5	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3
Aecon	1.1	1.0	1.5	0.9	1.2	1.2	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1	0.6	0.8	1.8	2.2	2.9
Fluor	2.5	2.9	3.4	2.9	2.2	2.3	2.2	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	3.4	2.1	1.9	2.3
해외 EPC 평균	2.7	2.6	2.5	2.6	2.4	2.3	1.9	1.9	2.2	1.9	3.1	3.1	2.9	3.2	3.1	3.0
L&T, Linde 제외시	2.5	2.6	2.5	2.5	2.2	2.3	1.8	1.7	2.1	1.7	3.4	3.3	2.6	2.5	2.4	2.3
Fluor	2.5	2.9	3.4	2.9	2.2	2.3	2.2	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	3.4	2.1	1.9	2.3
TR	4.6	4.5	5.1	4.5	4.9	5.0	3.3	3.5	4.2	2.2	4.1	7.2	1.9	2.3	4.0	3.1
Technip											1.5	1.5	2.0	2.2	2.6	2.3
Saipem	3.1	2.5	1.5	0.9	1.0	1.1	0.8	0.8	1.1	0.7	5.6	1.1	1.2	1.9	1.8	2.4
KBR Inc.	1.7	1.7	1.9	2.6	2.3	3.1	2.3	1.3	2.3	2.8	4.0	4.4	5.4	5.4	3.4	2.7
Chiyoda	1.3	1.6	1.4	1.8	1.3	1.1	1.2	1.7								
JGC	1.9	2.2	1.8	2.4	1.6	1.0	1.3	1.5	0.9	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7	1.2
L&T	4.0	2.7	2.5	3.1	3.9	2.6	2.9	3.3	3.1	1.7	2.6	3.0	3.4	6.0	4.9	4.3
Linde							0.9	1.7	2.3	2.9	4.0	4.0	5.0	5.2	5.2	5.7

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

기업분석

두산에너지빌리티 (034020)	58
삼성물산 (028260)	70
현대건설 (000720)	80
대우건설 (047040)	85
DL 이앤씨 (375500)	89
GS 건설 (006360)	93
삼성 E&A (028050)	96

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
두산에너지빌리티	Buy(신규)	150,000 원(신규)
삼성물산	Buy(신규)	550,000 원(신규)
현대건설	Buy(유지)	210,000 원(유지)
대우건설	Buy(유지)	45,000 원(유지)
DL 이앤씨	Buy(유지)	132,000 원(유지)
GS 건설	Buy(유지)	50,000 원(유지)
삼성 E&A	Buy(유지)	70,000 원(유지)

두산에너지빌리티 (034020)

AI 인프라 사이클의 지배적 플레이어

2026. 5. 19

건설/원전

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

단기적으로는 가스 발전, 장기적으로는 원전/SMR로 보여줄 저력

최근 시가 이끄는 데이터센터 전력 수요의 증가가 단기적으로 가스발전 수요를 높이고 있고, 이에 따른 대형 가스 터빈의 수요 증가는 당분간 지속될 전망이다. 두산에너지빌리티는 글로벌 터빈 3사 다음으로 H급 대형 가스 터빈 제작이 가능한 기업이다. 지난 재생에너지 사이클 이후 가스터빈 업체들의 구조조정과 사업 재편에 따른 Capa 축소가 최근 포스트 코로나 전력 수요와 맞물려 공급 쏠티지를 만들고 있다. 글로벌 대형 가스터빈 기업들의 Capa 증설 노력에도 불구하고 공급이 수요를 완전히 메우지 못하고 있어, 수주 단가의 우상향이 이어지고 있다. 가스 터빈의 kW당 단가는 2019년 약 200달러 수준에서 2027년 600달러 수준까지 상승할 것으로 전망된다.

더불어 개화하는 원전 시장에서 원전 주기기 제작 역량을 보유한 기업이라는 점도 중요한 투자 포인트이다. 두산에너지빌리티는 원자로, 증기발생기, 가압기 등 원전 핵심 주기기 제작 역량을 보유한 기업이다. 최근 전력 수요 증가와 저탄소 발전원 니즈 확대가 맞물리는 사이클에서 두산에너지빌리티가 주도주로서 부각되지 않을 수 없는 기업이라는 판단이다. 팀코리아의 원전 수출 파이프 라인이 가시화 될 경우 단순 시공 외에도 핵심 기자재 공급사인 두산에너지빌리티의 수혜가 동반될 수 밖에 없다. 또한 두산에너지빌리티는 SMR 대응을 위한 Capa 증설도 진행중에 있다. 창원공장 내 SMR 제작 시설을 구축하고 있으며, 2028년까지 기존 6기에서 20기로 Capa를 늘릴 계획이다. 개화하는 원전/SMR 시장에서 두산에너지빌리티의 핵심 기자재 공급 역량이 더욱 두드러질 전망이다.

목표주가 150,000원으로 커버리지 개시, 건설/원전 Top picks 추천

두산에너지빌리티에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 150,000원으로 제시하며 커버리지를 개시, 건설/원전주 내 Top picks 종목으로 새로이 추천한다. 목표 EBITDA는 2035년 EBITDA에 WACC 8%를 적용, 목표 EV/EBITDA는 Global Peers인 GE Vernova의 2026년 EV/EBITDA 멀티플을 적용했다. 수주잔고의 본격 매출화로 올해부터 매출 볼륨 성장을 확인할 것으로 보이며, 두산밥캣과 두산퓨얼셀의 실적 턴어라운드로 연결 영업이익 성장 역시 지속될 전망이다. 에너지 빅사이클의 초입에 주기기 제작 기업을 사지 않을 이유가 없다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	150,000 원
현재주가	112,100 원
상승여력	33.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	718,069 억원
발행주식수	640,561 천주
52주 최고가 / 최저가	136,400 / 31,950 원
90일 일평균거래대금	5,650.11 억원
외국인 지분율	25.0%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	12,866 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -18.1%
	6개월 -41.4%
	12개월 40.7%
주주구성	두산 (외 29인) 30.7%
	국민연금공단 (외 1인) 7.9%
	자사주 (외 1인) 0.2%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	16,233	1,018	658	395	174	100.3	1,509	100.9	9.4	1.5	5.4
2025	17,058	763	327	205	132	-23.9	1,320	569.1	26.2	6.2	2.7
2026E	18,162	1,030	744	521	325	145.6	1,592	344.9	45.9	8.7	6.5
2027E	19,906	1,555	1,260	882	551	69.4	2,119	203.6	34.5	7.9	10.2
2028E	21,489	1,921	1,616	1,131	706	28.3	2,485	158.7	29.2	7.0	11.7

자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 실적 전망

두산에너지빌리티에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 두산에너지빌리티는 우리나라 대표 발전설비 기자재 기업으로 원전, 가스/수소, 복합 EPC 등의 사업을 영위하고 있다. 발전설비 및 담수설비, 주단조품, EPC, 두산밥캣의 건설기계 및 Portable Power 장비, 두산퓨얼셀의 연료전지 주기기 등 다양한 에너지 섹터에서의 기자재, 시공 서비스를 제공하는 에너지 올라운더 플레이어로 볼 수 있겠다.

특히 최근 AI가 이끄는 데이터센터 전력 수요의 증가가 단기적으로 가스발전 수요를 높였고, 이에 따라 가스터빈을 제작하는 두산에너지빌리티의 수주 성과가 더욱 빛나는 상황이다. 신재생 사이클 이후 가스터빈 업체들의 구조조정과 사업 재편에 따른 Capa 축소에 따라 2년 전부터 수급 쏠티지가 발생한 상황으로, 두산에너지빌리티를 포함한 글로벌 대형 가스터빈 기업들의 Capa 증설 노력에도 불구하고 공급이 수요를 완전히 메우지 못하는 상황이다. 이러한 수급 쏠티지로 인해 수주 단가의 우상향 역시 투자 포인트의 중요한 축이다. 더불어 개화하는 원전 시장에서 원전 주기기 제작 역량을 보유한 기업이라는 점에서, 최근 전력 수요 증가와 저탄소 발전원 니즈 확대가 맞물리는 사이클에 주도주로서 부각되지 않을 수 없는 기업이라는 판단이다.

실적 전망의 핵심은 신규수주와 수주잔고의 질적 개선이다. 두산에너지빌리티 신규수주는 2025년 15.9조원에서 2031년 19.9조원까지 확대될 것으로 전망하고 있으며, 수주잔고는 이를 바탕으로 2025년 23조원에서 2031년 53.6조원으로 증가할 것으로 추정한다. 이는 최근 발주 단가의 상승과 Capa 증설, 회사 중기 목표 이외의 추가 증설 가능성 등을 복합적으로 가정한 결과이다.

표17 두산에너지빌리티-에너지빌리티부문 수주 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
신규수주	15,878	15,502	15,916	18,193	15,493	17,725	19,906	20,021	21,110	23,524	23,921	24,521
원자력	6,800	6,300	7,800	9,200	5,900	7,700	9,300	8,730	9,313	11,054	10,660	10,660
가스/수소	2,450	3,202	3,296	3,511	3,805	3,918	4,162	4,494	4,626	4,904	5,277	5,433
복합 EPC	3,400	3,000	2,500	3,000	3,150	3,300	3,450	3,600	3,750	3,900	4,050	4,200
신재생	900	1,200	1,320	1,452	1,597	1,757	1,933	2,126	2,338	2,572	2,830	3,112
기타	2,328	1,800	1,000	1,030	1,040	1,051	1,061	1,072	1,083	1,093	1,104	1,115

자료: LS증권 리서치센터

표18 두산에너지빌리티-에너지빌리티부문 수주잔고 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
수주잔고	23,047	30,170	36,497	43,924	45,925	49,353	53,609	56,660	59,114	62,493	65,415	68,079
원자력	11,200	15,012	19,985	25,357	26,955	30,011	34,104	36,572	38,709	41,436	43,417	45,084
가스/수소	2,000	3,989	5,350	6,648	6,995	7,095	7,129	7,382	7,394	7,581	7,935	8,247
복합 EPC	4,200	4,663	4,345	4,607	4,819	5,045	5,278	5,516	5,758	6,002	6,246	6,492
신재생	1,400	2,187	3,010	3,815	3,892	4,085	4,174	4,386	4,576	4,873	5,257	5,716
기타	4,247	4,319	3,807	3,498	3,264	3,118	2,924	2,803	2,677	2,601	2,559	2,540

자료: LS증권 리서치센터

두산에너지빌리티의 목표주가에 산정된 EBITDA는 에너지빌리티부문의 수주잔고의 질적 개선과 전 사업부의 고른 성장을 통한 이익개선을 가정하여 2035년 EBITDA를 기준으로 WACC 8.3% 적용하여 산출했다. 목표배수는 Global Peers 가스 터빈 제작사인 GE Vernova 2026년 EV/EBITDA 멀티플 45X를 적용했다. 시장성있는 지분가치는 두산퓨얼셀, 두산밥캣의 시가총액에 보유 지분율을 할인 없이 적용하였으며, 비시장성 투자지분은 2025년 사업보고서 기준 장부가를 적용했다.

표19 두산에너지빌리티 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	8,379	9,590	10,765	13,492	14,297	15,650	16,971	18,656	20,144	20,999	21,856
원자력	2,488	2,827	3,828	4,302	4,644	5,207	6,262	7,176	8,327	8,679	8,992
가스/수소	1,213	1,935	2,213	3,458	3,818	4,127	4,241	4,614	4,716	4,923	5,121
복합 EPC	2,537	2,818	2,739	2,937	3,075	3,217	3,362	3,508	3,656	3,805	3,954
신재생	413	496	647	1,521	1,564	1,844	1,914	2,149	2,275	2,445	2,653
기타	1,728	1,513	1,339	1,274	1,197	1,255	1,192	1,208	1,169	1,146	1,135
(YoY %)	6.3	14.4	12.3	25.3	6.0	9.5	8.4	9.9	8.0	4.2	4.1
원자력	65.9	13.6	35.4	12.4	8.0	12.1	20.3	14.6	16.0	4.2	3.6
가스/수소	102.2	59.5	14.4	56.3	10.4	8.1	2.8	8.8	2.2	4.4	4.0
복합 EPC	-29.5	11.1	-2.8	7.3	4.7	4.6	4.5	4.4	4.2	4.1	3.9
신재생	37.8	20.1	30.3	135.0	2.8	17.9	3.8	12.3	5.9	7.5	8.5
기타	-8.2	-12.5	-11.5	-4.8	-6.1	4.9	-5.0	1.3	-3.3	-1.9	-1.0
EBITDA	627	962	1,251	1,832	2,141	2,577	3,029	3,580	3,899	4,250	4,510
(YoY %)		53.5	30.1	46.5	16.9	20.3	17.6	18.2	8.9	9.0	6.1
비고											
WACC (%)	8.3	무위험이자율 3%, 베타 1.1 적용									
적용 EBITDA	2,069	2035년 EBITDA를 WACC으로 할인 적용									
EV/EBITDA (X)	45	GE Vernova의 2026E EV/EBITDA 적용									
영업가치	93,086										
지분가치	6,066										
두산퓨얼셀	1,714	시가총액에 보유 지분율 30.33% 할인 없이 적용									
두산밥캣	3,458	시가총액에 보유 지분율 48.17% 할인 없이 적용									
비시장성 투자지분	894	큐백스 등 2025년 사업보고서 기준 연말 장부가액 반영									
순차입금	2,000	연말 현금수지 개선 가정									
Net Asset Value	97,153										
# of shares	640,561	자사주 제외, 천 주									
목표주가 (원)	150,000										
현재주가 (5/18, 원)	111,200										
Upside (%)	33.8										

자료: 두산에너지빌리티, FnGuide, LS증권 리서치센터

두산에너지빌리티의 실적은 올해부터 점진적인 개선 국면에 진입할 것으로 전망한다. 에너지빌리티부문 매출액은 2025년 7.9조원에서 2027년 9.6조원으로 증가할 전망이며, 본격적인 고마진 제품 이익 기여에 따른 믹스 개선과 탑라인 볼륨 성장의 영향으로 영업이익은 2025년 3천억원 수준에서 2027년 6,870억원, 영업이익률은 내년 7.2% 수준을 기록할 것으로 가정했다. 올해는 수주잔고의 본격 매출화로 외형 성장이 가시화 될 전망이며, 에너지빌리티부문 외 두산밥캣, 두산퓨얼셀의 실적 호조 역시 연결 영업이익 YoY 성장을 이끌 것으로 전망한다.

표20 두산에너지빌리티-에너지빌리티부문 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	7,881	8,379	9,590	1,576	2,268	1,678	2,360	1,896	2,237	1,976	2,270
(YoY %)	7.0	6.3	14.4	-7.3	25.0	4.1	5.3	20.3	-1.3	17.7	-3.8
영업이익	302	386	687	-1	92	43	168	57	94	103	132
(YoY %)	27.8	27.8	77.9	적전	28.2	26.2	166.1	흑전	1.8	138.2	-21.4
영업이익률 (%)	3.8	4.6	7.2	-0.1	4.1	2.6	7.1	3.0	4.2	5.2	5.8
EBITDA	447	554	906	34	128	84	201	100	136	145	173
EBITDA 마진 (%)	5.7	6.6	9.4	2.1	5.6	5.0	8.5	5.3	6.1	7.3	7.6

자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터

표21 두산에너지빌리티 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	17,058	18,162	19,906	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,349	4,826
에너지빌리티부문	7,881	8,379	9,590	1,576	2,268	1,678	2,360	1,896	2,237	1,976	2,270
두산밥캣	8,792	9,299	9,669	2,098	2,237	2,161	2,296	2,247	2,369	2,284	2,398
두산퓨얼셀	455	554	717	100	128	91	136	145	136	106	167
(YoY %)	5.1	6.5	9.6	-8.5	10.1	14.3	5.9	13.7	3.4	12.1	-0.7
에너지빌리티부문	7.0	6.3	14.4	-7.3	25.0	4.1	5.3	20.3	-1.3	17.7	-3.8
두산밥캣	2.8	5.8	4.0	-12.4	1.7	22.3	4.7	7.1	5.9	5.7	4.5
두산퓨얼셀	10.4	21.8	29.4	214.8	48.5	183.6	-48.1	45.2	6.1	16.7	22.9
매출총이익	2,743	3,166	3,588	598	746	604	795	744	809	765	848
매출총이익률 (%)	16.1	17.4	18.0	15.9	16.3	15.6	16.4	17.5	17.1	17.6	17.6
판관비	1,981	2,137	2,033	455	475	467	583	511	569	512	546
판관비율 (%)	11.6	11.8	10.2	12.1	10.4	12.0	12.0	12.0	12.0	11.8	11.3
영업이익	763	1,030	1,555	142	271	137	212	234	241	253	302
에너지빌리티부문	302	386	687	-1	92	43	168	57	94	103	132
두산밥캣	686	766	925	200	208	138	141	207	186	186	188
두산퓨얼셀	-106	-35	27	-12	-2	-16	-77	-1	-17	-14	-3
영업이익률 (%)	4.5	5.7	7.8	3.8	5.9	3.5	4.4	5.5	5.1	5.8	6.3
에너지빌리티부문	3.8	4.6	7.2	-0.1	4.1	2.6	7.1	3.0	4.2	5.2	5.8
두산밥캣	7.8	8.2	9.6	9.5	9.3	6.4	6.1	9.2	7.8	8.1	7.8
두산퓨얼셀	-23.2	-6.3	3.8	-11.6	-1.5	-17.2	-56.4	-0.9	-12.5	-13.1	-1.7
순이익	205	521	882	-21	198	-24	53	60	118	127	215
순이익률 (%)	1.2	2.9	4.4	-0.6	4.3	-0.6	1.1	1.4	2.5	2.9	4.4

자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터

표22 두산에너지빌리티 Global Peers Comparison

(단위: %, X)		GE	Siemen	Mitsubishi	IHI	Hitachi	Toshiba	BWX	Fluor	Cameco	Average
현재주가 (USD)		1,049	302	26	17	30	19	205	44	108	
시총 (Bil. USD)		281,949	235,854	86,995	18,294	135,365	1,087	18,755	6,196	46,824	
절대수익률											
	1M	4.6	4.8	-6.2	-13.9	-8.0	3.1	-13.2	-8.6	-10.9	
	3M	28.3	6.0	-17.2	-33.5	-3.4	-1.5	1.2	-12.4	-7.7	
	6M	89.1	19.0	1.9	-3.1	-0.6	8.3	16.4	7.9	29.1	
	1Y	145.1	18.0	44.8	45.4	24.3	0.1	86.6	15.3	109.7	
초과수익률											
	1M	0.7	8.6	-9.6	-17.3	-11.4	-0.3	-17.1	-12.6	-14.9	
	3M	20.7	10.6	-23.0	-39.3	-9.2	-7.3	-6.4	-20.1	-15.4	
	6M	77.1	13.7	-22.2	-27.2	-24.7	-15.8	4.4	-4.1	17.1	
	1Y	120.8	10.7	-15.3	-14.8	-35.8	-60.0	62.3	-9.1	85.4	
PER											
	2024	48.3	17.3	30.1	12.3	27.0	6.3	33.5	4.1	n/a	22.4
	2025	35.9	24.3	36.6	18.1	27.0	4.9	43.9	14.6	n/a	25.7
	2026E	49.4	23.7	34.8	17.2	23.3	13.1	43.4	17.1	89.3	34.6
	2027E	44.1	20.8	29.1	17.9	19.9	14.5	39.1	13.7	55.7	28.3
PBR											
	2024	9.5	2.8	3.1	2.9	5.2	1.7	9.3	2.1	n/a	4.6
	2025	15.7	2.9	4.2	4.5	5.2	1.5	12.8	1.9	n/a	6.1
	2026E	17.8	3.0	4.6	3.9	3.2	1.6	12.1	2.8	8.5	6.4
	2027E	13.9	2.8	4.1	3.3	3.0	1.5	10.4	2.3	7.5	5.4
EV/EBITDA											
	2024	51.3	14.6	16.1	8.9	12.2	3.8	23.9	14.7	41.5	20.8
	2025	68.9	17.5	22.0	14.6	12.3	4.6	33.7	n/a	59.8	29.2
	2026E	44.7	16.3	18.7	11.0	11.6	4.5	30.8	7.1	40.6	20.6
	2027E	29.6	14.6	15.9	10.9	10.5	5.0	27.2	6.1	30.7	16.7
ROE											
	2024	18.3	16.8	10.7	26.3	10.7	30.5	28.0	72.8	2.8	24.1
	2025	47.1	17.0	12.2	28.4	12.9	-2.3	28.4	-1.4	8.9	16.8
	2026E	40.5	13.3	13.9	22.6	14.0	13.6	29.9	13.3	10.7	19.1
	2027E	36.1	14.3	14.9	19.2	15.4	10.1	27.7	16.1	14.6	18.7
매출액성장률											
	2024	5.1	3.0	2.3	16.5	-4.7	-0.3	8.3	5.4	19.4	6.1
	2025	9.0	6.0	0.1	2.2	9.5	-0.2	18.3	-5.0	8.9	5.4
	2026E	19.0	10.6	4.9	5.4	2.1	-0.4	18.6	3.1	3.0	7.4
	2027E	14.6	5.6	9.7	7.1	7.6	-1.4	10.0	6.6	14.2	8.2
영업이익성장률											
	2024	흑전	1.7	31.7	흑전	7.3	21.0	-0.6	152.4	77.6	41.6
	2025	194.7	2.0	12.3	16.7	30.4	-28.4	6.3	적전	18.8	31.6
	2026E	227.6	35.0	26.9	24.6	14.5	36.0	33.2	흑전	12.2	51.2
	2027E	65.4	14.3	19.8	2.4	15.0	0.5	15.0	8.2	59.9	22.3
순이익성장률											
	2024	흑전	6.1	4.7	흑전	-1.1	흑전	14.7	1,443.2	-53.1	235.7
	2025	214.7	18.2	36.9	44.5	31.9	적전	16.7	적전	236.4	85.6
	2026E	47.5	-9.1	12.3	-9.1	8.8	흑전	25.6	흑전	16.1	13.1
	2027E	-11.8	13.7	20.9	4.0	15.2	-9.3	14.9	-4.8	72.2	12.8

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

투자 포인트 1) 폭발적인 성장 동력, 가스 터빈

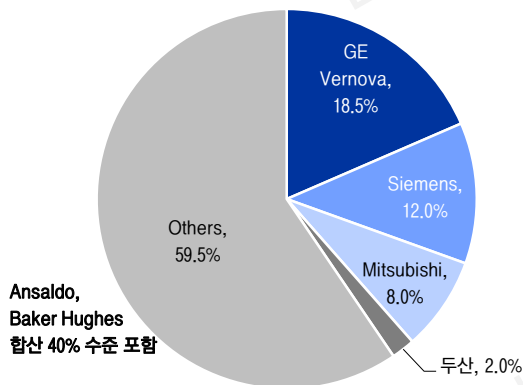
가스 터빈의 공급 부족은 단가 상승으로 연결되고 있다. 가스 터빈의 kW당 단가는 2019년 약 200달러 수준에서 2027년 600달러 수준까지 상승할 것으로 전망된다. 과거 시장 과열과 재생에너지 단가 하락, 셰일오일 쇼크 등의 영향으로 가스 터빈 시장이 위축되며 많은 업체들이 문을 닫았다. 그러나 포스트 코로나 이후 전력 수요의 회복과 AI 데이터센터 투자 확대로 가스 터빈 주문량은 폭발적으로 성장하고 있다. 두산에너지빌리티는 글로벌 터빈 3사 다음으로 H급 대형 터빈 공급이 가능한 기업이다.

표23 가스터빈 제작사별 모델 및 용량

항목	Small	F-Class	H-Class
단일 용량	30~100MW	250~300MW	400~600MW
GE Vernova	LM2500, LM6000	7F.05, 9F.05	7HA.02/03, 9HA.01/02
Siemens	SGT-A35, SGT-A65	SGT-4000F	SGT-8000H, SGT-9000HL
Mitsubishi	FT8	M501F, M701F	M501J, M701J
두산에너지빌리티	-	DGT-6-270H	DGT-6-380H

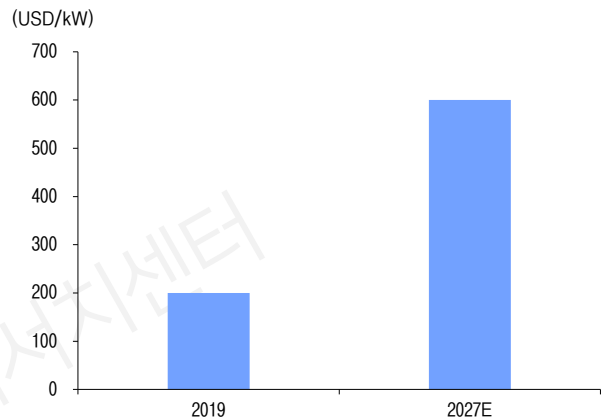
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림110 글로벌 가스터빈 M/S



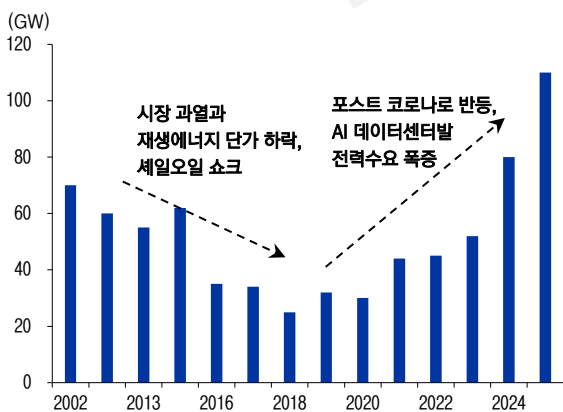
자료: Global Market Insight, LS 증권 리서치센터

그림111 가스터빈 kW당 단가



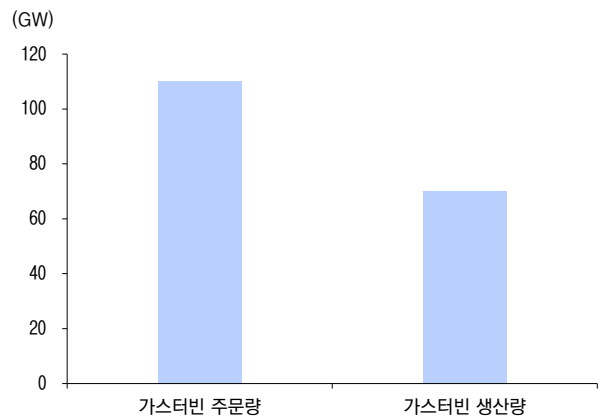
자료: Wood Mackenzie, LS 증권 리서치센터

그림112 연도별 전세계 가스터빈 주문량 추산



자료: Global Energy Monitor, McCoy, 각종 언론, LS 증권 리서치센터

그림113 2025년 전세계 가스터빈 주문량 vs 생산량



자료: Wood Mackenzie, LS 증권 리서치센터

가스 터빈 수요 확대의 핵심 데이터센터이다. 2024~2030년 전세계 부문별 전력 수요 증가분을 보면, 데이터센터는 산업, 운송, 가전, 냉방 다음으로 큰 증가 요인으로 부상할 전망이다. 특히 미국의 데이터센터 전력 공급 구조를 보면, 가스발전의 역할이 더욱 중요해질 것으로 예상된다. 2030년대 중반까지 데이터센터 전력 공급원은 태양광, 풍력, 원전 등으로 다변화 되겠지만, 가장 큰 비중을 차지하는 발전원은 여전히 가스이다. 재생에너지의 간헐성, 원전 준공의 긴 시간을 가스 발전이 빠르게 대응하여 전력 수요 급증을 메워 나갈 전망이다.

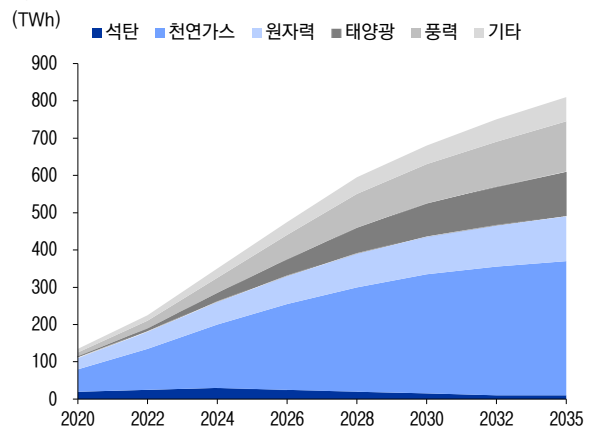
글로벌 가스 터빈 3사 역시 이미 이러한 수요 급증에 맞게 Capa 증설이 시작되고 있으며, 두산에너지빌리티도 가스 Capa 증설을 이어가고 있으나 여전히 수요를 커버하기는 역부족이다. 이에 따른 주문 단가의 상승, 대형급 터빈 공급의 진입장벽, 꺾이지 않을 수요의 증가가 대형 터빈 기업들의 주가를 리레이팅 시키고 있다.

그림114 전세계 부문별 전력 수요 전망 (2024~2030년)



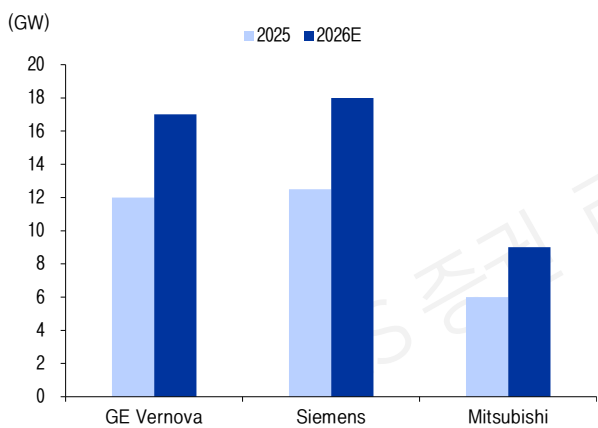
자료: IEA, LS 증권 리서치센터

그림115 미국 데이터센터 전력원 별 공급 전망



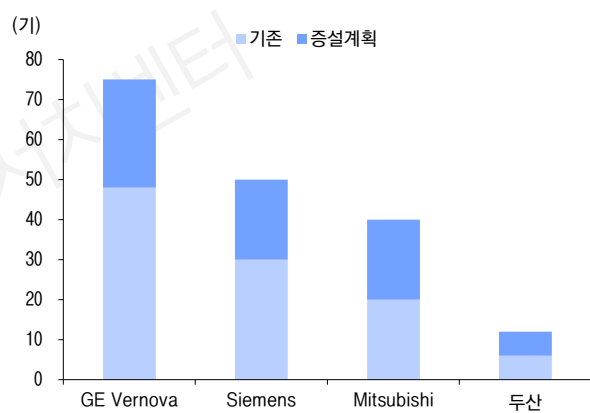
자료: IEA, LS 증권 리서치센터

그림116 가스터빈 3사 미국 내 제조 Capa 비교



자료: Wood Mackenzie, LS 증권 리서치센터

그림117 가스터빈 4사 전체 제조 Capa 비교

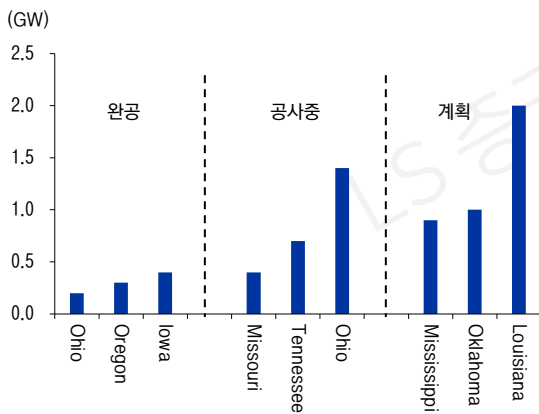


자료: 각 사, 각종 언론, LS 증권 리서치센터 / 주: Siemens는 기당 Capa 공개가 없어 수주잔고에서 역산한 값으로, 증설 계획 역시 당사 추정값임

미국 내 데이터센터 증설 지역을 살펴보면 가스 발전 수요와의 연결 고리가 더욱 명확해진다. 데이터센터 증설은 버지니아, 오키오, 텍사스, 루이지애나 등 전력 수요 증가와 가스 인프라 접근성이 높은 지역을 중심으로 진행되고 있다. 2023~2024년 데이터센터 전력 사용 상위 지역으로 버지니아, 오키오, 텍사스는 모두 가스발전 전력 사용량이 높은 것을 알 수 있다.

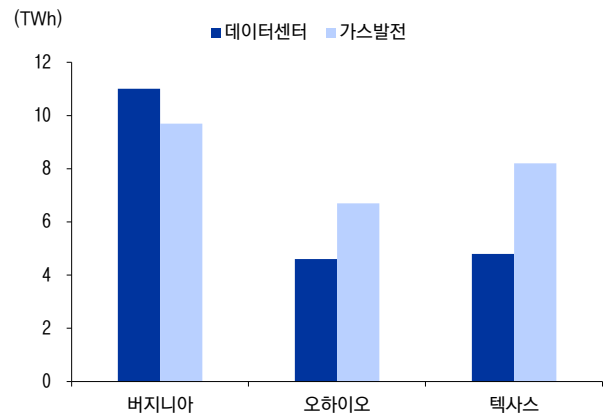
미국 내 가스 발전의 개발 규모도 증가하고 있다. 개발 중인 가스 발전 플랜트 규모는 2025년 약 60GW 수준에서 2026년 약 185GW로 확대될 것으로 추산된다. 미국 내 가스 발전 플랜트 중 데이터센터향 비중 역시 35.5%에 달한다. 이는 가스 발전 투자가 더 이상 전통적인 전력 피크 대응이나 노후 설비 교체에 머무르지 않고, AI 데이터센터 전력 조달과 직접 연결되고 있음을 보여준다.

그림118 미국 데이터센터 주요 지역별 증설 현황



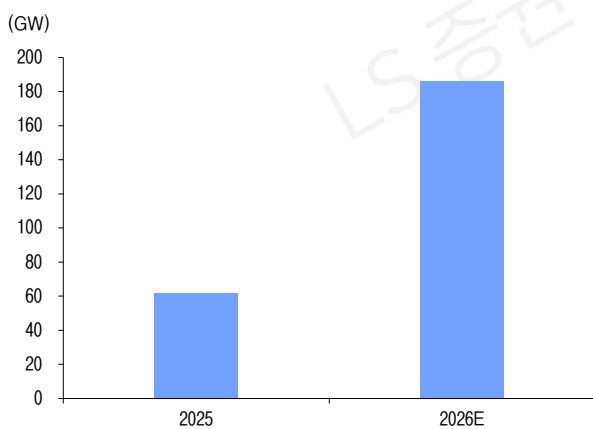
자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

그림119 미국 데이터센터 전력 수요 Top3 지역의 가스발전



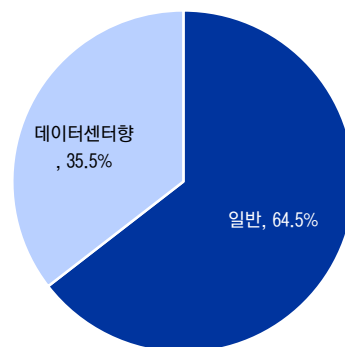
자료: Deloitte, LS증권 리서치센터 / 주: 2023~2024년의 데이터센터 전력 사용 상위 3개 지역 기준으로 함

그림120 미국 개발 중인 가스발전 플랜트



자료: Global Oil&Gas Plant Tracker, LS증권 리서치센터

그림121 미국 개발 중인 가스발전 플랜트 중 데이터센터 비중

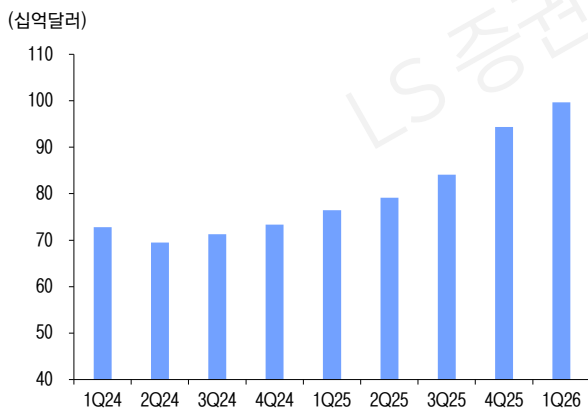


자료: Global Oil&Gas Plant Tracker, LS증권 리서치센터

글로벌 Top Tiers의 수주잔고 증가는 가스 터빈 시장의 공급자 우위 전환을 확인시켜준다. 가스터빈이 70% 이상인 GE Vernova의 Power부문 수주잔고는 2024년 이후 점진적으로 증가해 1Q26 기준 1천억달러 수준에 근접하고 있으며, Siemens Energy의 가스터빈 수주잔고 역시 1Q26 600억달러 수준까지 증가했다. 전력 수요 증가와 가스 발전 투자 확대가 이 미 주요 터빈 기업들의 잔고 증가로 확인되고 있다.

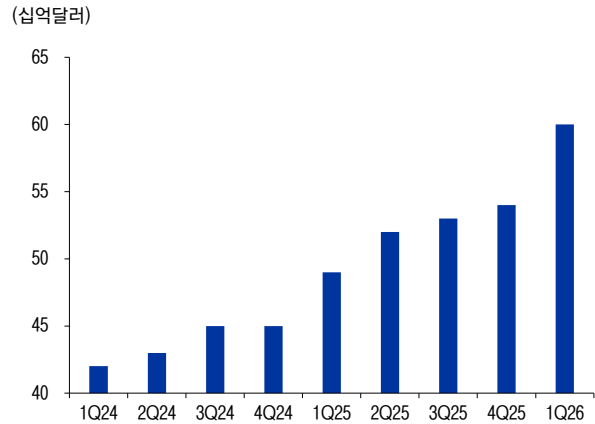
두산에너지빌리티 역시 가스/수소 터빈 수주가 본격화되고 있으며, 특히 주목할 부분은 미국 향 대형 가스 터빈 수주이다. 언론보도에 따르면 발주처는 xAI로 확인되며, xAI는 대규모 GPU 클러스터를 기반으로 AI 인프라를 빠르게 확장하고 있기 때문에, 이에 필요한 안정적인 전력 확보를 위해 가스 터빈을 선택한 것으로 해석된다. 그동안 Top Tiers에게 집중되던 미국 지역을 두산에너지빌리티가 지난해 본격적으로 진입하면서, 향후 미국 가스 발전 투자에 따른 추가 수주가 기대된다는 점에서 긍정적이다.

그림122 GE Vernova Power 부문 수주잔고 추이



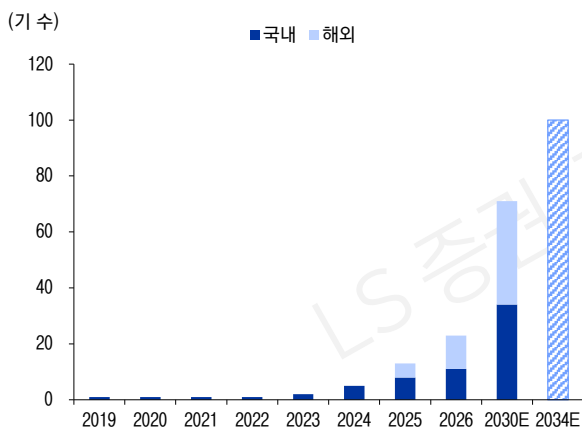
자료: GE Vernova, LS증권 리서치센터 / 주: RPO 기준

그림123 Siemens Energy 가스터빈 수주잔고 추이



자료: Siemens Energy, LS증권 리서치센터

그림124 두산에너지빌리티 가스/수소 터빈 누적 수주 및 전망



자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터

그림125 두산에너지빌리티, xAI 발 수주 내용 확인



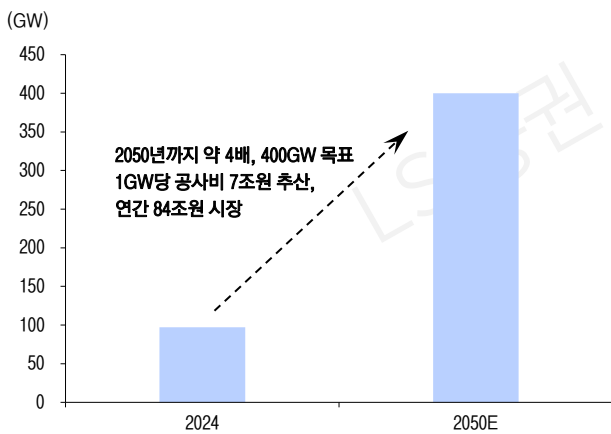
자료: SemiAnalysis, LS증권 리서치센터

투자 포인트 2) 개화하는 원전, SMR의 지배적 공급자

데이터센터는 24시간 안정적인 전력 공급이 필수적이며, 탄소배출 부담까지 고려하면 원전은 대규모 기저 전원으로서 현실적인 선택지가 된다. 이에 따라 미국의 공격적인 대형 원전 투자가 본격화되고 있으며, 글로벌 탈원전 국가들의 정책 기조도 다시 원전으로 선회하고 있다. 글로벌 SMR 시장 역시 2034년 CAGR 8.9% 성장할 것으로 전망되어, 원전 밸류체인들의 새로운 원전 르네상스 2.0이 기대되는 상황이다.

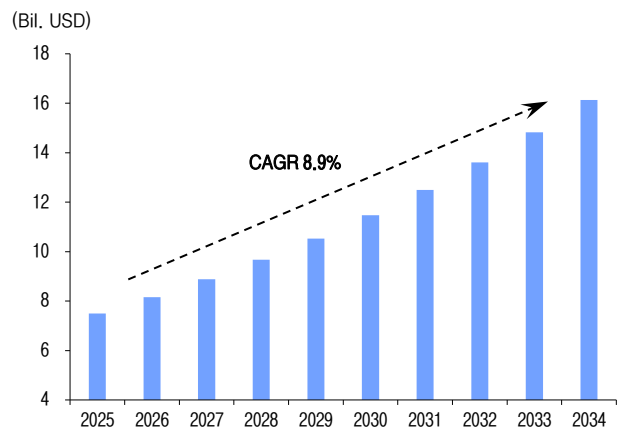
IEA 기준 글로벌 원전 용량은 보수적 가정 하에서도 2035년까지 증가세가 지속될 전망이며, 이는 탈탄소와 에너지 안보, AI 데이터센터 전력 수요에 대응하고자 하는 국가적 차원에서 투자가 본격화 될 것을 의미한다.

그림126 미국 원전 설비 용량과 증설 목표



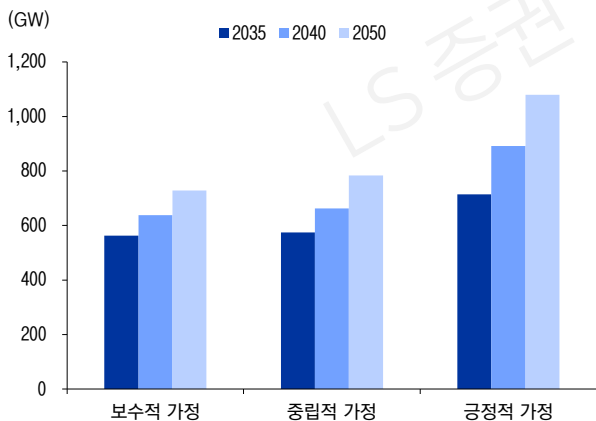
자료: US DOE, LS증권 리서치센터

그림127 글로벌 SMR 시장 전망



자료: Precedence Research, LS증권 리서치센터

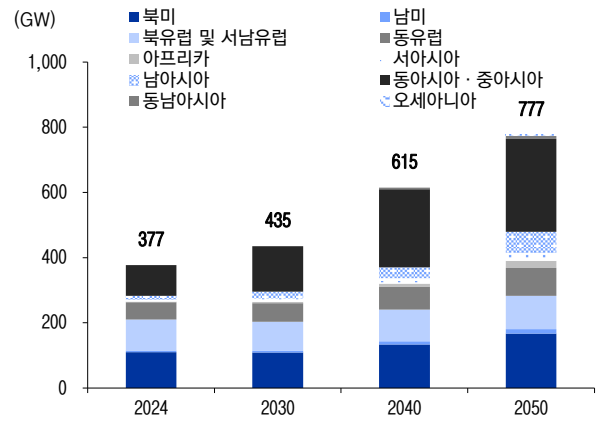
그림128 글로벌 원전 설비 용량 전망



자료: IEA, LS증권 리서치센터

주: 보수적 가정-현재 시행중인 정책만 반영 / 중립적 가정-각 국가 발표한 정책 목표 반영 / 긍정적 가정-2050 탄소중립 달성 경로 가정

그림129 중립적 전망 기준 지역별 원전 용량



자료: IEA, LS증권 리서치센터

두산에너지빌리티는 원자로, 증기발생기, 가압기 등 원전 핵심 주기기 제작 역량을 보유한 기업이다. 팀코리아의 원전 수출 파이프 라인이 가시화 될 경우 단순 시공 외에도 핵심 기자재 공급사인 두산에너지빌리티의 수혜가 동반될 수 밖에 없다. 특히 원전은 프로젝트당 규모가 크고 제작 기간이 길기 때문에, 두산에너지빌리티의 매출 볼륨 성장의 축으로 작용할 전망이다.

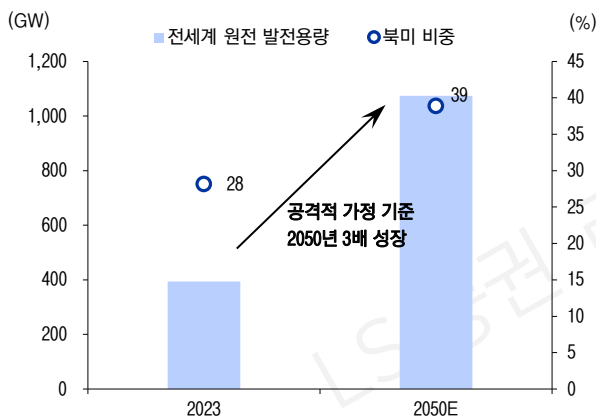
두산에너지빌리티는 SMR 대응을 위한 Capa 증설도 진행중에 있다. 두산에너지빌리티는 기존 원자로 압력용기, 증기발생기, 모듈 등 제작 난이도가 높은 핵심 기자재를 제공하는 제작 파트너로서의 역량을 바탕으로 다양한 SMR 개발사들의 원자로 모듈을 제작할 수 있는 제작 플랫폼 역할을 하게 될 것으로 보인다. 이를 바탕으로 두산에너지빌리티는 창원공장 내 SMR 제작 시설을 구축하고 있으며, 2028년까지 기존 6기에서 20기로 Capa를 늘릴 계획이다. 개화하는 원전/SMR 시장에서 두산에너지빌리티의 핵심 기자재 납품 역량이 더욱 두드러질 전망이다.

표24 팀코리아 원전 수출 파이프 라인

국가	프로젝트	시점	호기
체코	두코바니(Dukovany) 5,6 호기 (수주)	2025	2
베트남	닌 투언(Ninh Thuan) 2 호기	2026	2
사우디	두와이힌(Duwayhin) 1,2 호기	2027	2
튀르키예	시노프(Sinop) 원전 2 기	2027	2
UAE	바라카(Barakah) 원전 5,6 호기	2027	2
체코	테멜린(Temelin) 1,2 호기	2027	2
대한민국	신한울 5,6 호기	2029	2
우간다	부옌데(Buyende) 1,2 호기	2030	2
필리핀	바탄(Bataan) 원전	-	1

자료: 산업통상자원부, 한수원, 각종언론, LS증권 리서치센터

그림130 전세계 원전 발전 중 복미 비중



자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림131 두산에너지빌리티 SMR Capa 증설 (6기→20기)



자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터

두산에너지빌리티 (034020)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,049	10,772	11,743	12,541	13,583
현금 및 현금성자산	2,898	3,081	3,364	3,156	3,582
매출채권 및 기타채권	3,405	4,046	4,478	5,181	5,534
재고자산	2,734	2,544	2,737	2,945	3,120
기타유동자산	1,012	1,101	1,164	1,260	1,347
비유동자산	16,266	16,742	19,514	19,499	19,562
관계기업투자등	2,165	2,241	2,273	2,255	2,315
유형자산	5,703	5,777	8,518	8,521	8,524
무형자산	8,397	8,724	8,724	8,724	8,724
자산총계	26,315	27,513	31,257	32,040	33,146
유동부채	8,946	10,107	10,383	10,210	10,128
매입채무 및 기타채무	5,463	6,434	6,779	6,706	6,723
단기금융부채	2,141	1,884	1,844	1,784	1,724
기타유동부채	1,342	1,790	1,760	1,720	1,680
비유동부채	5,708	5,397	8,438	8,498	8,562
장기금융부채	402	477	468	458	449
기타비유동부채	5,306	4,920	7,970	8,040	8,113
부채총계	14,654	15,504	18,821	18,708	18,690
지배주주지분	7,497	7,786	8,242	9,123	10,254
자본금	3,267	3,267	3,203	3,203	3,203
자본잉여금	1,572	1,442	1,442	1,442	1,442
이익잉여금	1,394	1,696	2,217	3,099	4,229
비지배주주지분(연결)	4,165	4,224	4,194	4,209	4,201
자본총계	11,661	12,009	12,436	13,332	14,456

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233	17,058	18,162	19,906	21,489
매출원가	13,503	14,315	14,996	16,317	17,528
매출총이익	2,730	2,743	3,166	3,588	3,961
판매비 및 관리비	1,712	1,981	2,137	2,033	2,039
영업이익	1,018	763	1,030	1,555	1,921
(EBITDA)	1,509	1,320	1,592	2,119	2,485
금융손익	-181	-345	-355	-365	-375
이자비용	329	326	298	290	281
관계기업등 투자손익	20	23	0	0	0
기타영업외손익	-199	-114	69	69	69
세전계속사업이익	658	327	744	1,260	1,616
계속사업법인세비용	263	122	223	378	485
계속사업이익	395	205	521	882	1,131
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	395	205	521	882	1,131
지배주주	111	85	208	353	452
총포괄이익	973	527	843	1,204	1,453
매출총이익률 (%)	16.8	16.1	17.4	18.0	18.4
영업이익률 (%)	6.3	4.5	5.7	7.8	8.9
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.7	8.8	10.6	11.6
당기순이익률 (%)	2.4	1.2	2.9	4.4	5.3
ROA (%)	1.5	0.8	1.8	2.8	3.5
ROE (%)	5.4	2.7	6.5	10.2	11.7
ROIC (%)	4.8	4.2	5.3	7.4	8.7

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	242	752	1,263	766	1,216
당기순이익(손실)	395	205	521	882	1,131
비현금수익비용가감	739	963	968	971	974
유형자산감가상각비	350	394	400	400	400
무형자산상각비	141	163	163	163	163
기타현금수익비용	248	405	405	408	410
영업활동 자산부채변동	-891	-416	-226	-1,087	-888
매출채권 감소(증가)	249	-236	-432	-703	-353
재고자산 감소(증가)	59	152	-193	-208	-175
매입채무 증가(감소)	-361	751	345	-73	18
기타자산, 부채변동	-839	-1,083	54	-103	-377
투자활동 현금흐름	-821	-311	-184	-285	-184
유형자산처분(취득)	-102	-47	-62	-92	-92
무형자산 감소(증가)	1	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-461	-403	-403	-403	-403
기타투자활동	-260	138	281	210	311
재무활동 현금흐름	608	-288	-822	-713	-628
차입금의 증가(감소)	2,300	480	-122	-183	-183
자본의 증가(감소)	0	0	-65	0	0
배당금의 지급	-86	-108	-108	-108	-108
기타재무활동	-1,605	-660	-528	-422	-337
현금의 증가	278	183	283	-209	426
기초현금	2,620	2,898	3,081	3,364	3,156
기말현금	2,898	3,081	3,364	3,156	3,582

주: IFRS 연결 기준

자료: 두산에너지빌리티, LS증권 리서치센터

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	100.9	569.1	344.9	203.6	158.7
P/B	1.5	6.2	8.7	7.9	7.0
EV/EBITDA	9.4	26.2	45.9	34.5	29.2
P/CF	9.9	41.3	48.2	38.8	34.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-7.7	5.1	6.5	9.6	8.0
영업이익	-30.6	-25.0	35.0	51.1	23.5
세전이익	-10.9	-50.3	127.5	69.4	28.3
당기순이익	-23.7	-48.0	153.7	69.4	28.3
EPS	100.3	-23.9	145.6	69.4	28.3
안정성 (%)					
부채비율	125.7	129.1	151.3	140.3	129.3
유동비율	112.3	106.6	113.1	122.8	134.1
순차입금/자기자본(x)	22.4	13.8	10.2	10.0	5.2
영업이익/금융비용(x)	3.1	2.3	3.5	5.4	6.8
총차입금 (십억원)	5,505	4,735	4,635	4,485	4,335
순차입금 (십억원)	2,607	1,654	1,270	1,329	753
주당지표 (원)					
EPS	174	132	325	551	706
BPS	11,703	12,155	12,866	14,243	16,008
CFPS	1,770	1,823	2,324	2,892	3,286
DPS	0	0	0	0	0

삼성물산 (028260)

실적, 지분가치, 모멘텀 삼박자

2026. 5. 19

건설/원전

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

원전/SMR에 더해지는 펀더멘탈 개선세와 보유 계열사 지분가치

AI 데이터센터에 공급될 전원의 기저부하의 안정성을 고려할 때 원전은 현 시점에서 본격적인 투자가 일어날 수밖에 없는 핵심 전력원으로 판단된다. 미국 원전 Capa는 2024년 약 100GW 수준에서 2050년 400GW로 확대할 공격적인 계획을 설정하고 있다. 이러한 목표를 달성하기 위해서는 대형 원전 외에도 SMR의 상용화가 병행되어야 할 것이다. 글로벌 SMR 시장 역시 CAGR 9%로 성장할 것으로 전망된다. 원전, SMR 시장의 개화에 따라 삼성물산의 대형 원전 수출 레코드, SMR 핵심 기술사에 선제적인 투자가 의미있는 수주 실적으로 확인될 전망이다. 대형 원전은 향후 팀코리아 주관의 원전 수출에 참여, SMR은 GVH, Nuscale Power와 스웨덴, 루마니아 신규 진입을 노리고 있다.

삼성전자를 포함한 보유 상장 계열사 지분가치의 상승이 밸류에이션 하방을 지지하는 가운데, 삼성전자 CAPEX의 수혜로 연내 하이테크 매출 증가로 건설부문 실적 턴어라운드도 기대된다. 바이오, 상사 부문 역시 호실적이 지속될 전망이다.

목표주가 550,000원으로 커버리지 개시, 차선호주로 새로이 추천

삼성물산에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 550,000원으로 제시하며 커버리지를 개시, 건설/원전주 내 차선호주로 새로이 추천한다. 삼성물산의 영업가치는 2026년 각 사업 부문별 예상 EBITDA에 각 사업 부분의 상장 Peers 평균 EV/EBITDA를 적용해 산출했다. 상장 지분가치는 각 회사별 시가총액에 보유 지분율을 곱하고, 보수적으로 25% 할인을 적용했다. 현재 NAV 대비 시가총액 할인율은 36% 수준이나, 목표 NAV 할인율을 20%로 설정하여 목표주가를 산정했다. 지주사인만큼 핵심 계열사 지분가치의 상승이 주가 상승 탄력을 더하는 요인이기도 하다. 그러나 최근 분업인 건설 부문에서 삼성 그룹사 Captive 수주 증가와 개화하는 원전 시장의 EPC 메인 플레이어이자 SMR의 전략적 투자가 빛을 발하는 상황으로, 향후 가시적인 수주 성과와 업황 리레이팅에 따른 추가적인 멀티플 업사이드가 남아있다는 판단이다.

Buy (신규)

목표주가 (신규)	550,000 원
현재주가	399,500 원
상승여력	37.7%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	647,859 억원
발행주식수	162,169 천주
52주 최고가 / 최저가	452,000 / 122,400 원
90일 일평균거래대금	1,754.29 억원
외국인 지분율	31.0%
배당수익률(26.12E)	0.8%
BPS(26.12E)	266,739 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 11.1%
	6개월 -3.9%
	12개월 36.3%
주주구성	이재용 (외 12인) 38.1%
	케이씨씨 (외 1인) 10.5%
	국민연금공단 (외 1인) 8.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	42,103	2,983	3,722	2,772	12,442	5.0	3,916	9.2	4.9	0.7	8.5
2025	40,742	3,293	4,260	3,907	14,227	14.3	4,351	16.8	3.7	0.8	9.6
2026E	42,998	3,332	4,377	3,283	13,405	-5.8	4,568	29.8	15.6	1.5	6.9
2027E	44,774	3,901	4,947	3,710	13,418	0.1	5,112	33.7	15.4	1.6	7.9
2028E	48,889	4,426	5,474	4,105	14,846	10.6	5,613	8.2	3.7	0.4	8.2

자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 실적 전망

삼성물산에 대해 투자의견 Buy, 목표주가를 550,000원으로 제시하며 커버리지를 개시, 건설/원전주 내 차선호주로 새로이 추천한다. 삼성물산의 영업가치는 2026년 각 사업 부문별 예상 EBITDA에 각 사업 부분의 상장 Peers 평균 EV/EBITDA를 적용해 산출했다. 상장 지분가치는 각 회사별 시가총액에 보유 지분율을 곱하고, 보수적으로 25% 할인을 적용했다. 현재 NAV 대비 시가총액 할인율은 41% 수준이나, 목표 NAV 할인율을 20%로 설정하여 목표주가를 산정했다. 지주사인만큼 핵심 계열사 지분가치의 상승이 주가 상승 탄력을 더하는 요인이기도 하다. 그러나 최근 본업인 건설 부문에서 삼성 그룹사 Captive 수주 증가와 개화하는 원전 시장의 EPC 메인 플레이어이자 SMR의 전략적 투자가 빛을 발하는 상황으로, 향후 가시적인 수주 성과와 업황 리레이팅에 따른 추가적인 멀티플 업사이드가 남아있다는 판단이다.

표25 삼성물산 Sum-of-the-parts에 의한 목표주가 산정

(단위: 십억원)	값	비고
영업가치	10,041	
건설	5,960	2026E EBITDA에 Peers 평균 EV/EBITDA 7X 적용
상사	2,110	2026E EBITDA에 Peers 평균 EV/EBITDA 5X 적용
패션	1,010	2026E EBITDA에 Peers 평균 EV/EBITDA 7X 적용
레저	195	2026E EBITDA에 Peers 평균 EV/EBITDA 6X 적용
식음	766	2026E EBITDA에 Peers 평균 EV/EBITDA 4X 적용
상장지분가치	97,735	보유 지분가치에서 25% 할인 적용
삼성전자	61,605	
삼성바이오로직스	20,739	
삼성생명	9,076	
삼성에피스홀딩스	3,994	
삼성에스디에스	1,792	
삼성 E&A	509	
삼성중공업	20	
순차입금	-2,714	1Q26 기준
Net Asset Value	110,491	
시가총액 (5/18, 원)	64,789	
NAV 대비 시가총액 할인율 (%)	41.4	
목표 NAV 대비 시가총액 할인율 (%)	20.0	
목표 NAV	88,392	
# of shares (천 주)	162,168	
목표주가 (원)	550,000	
현재주가 (5/18, 원)	399,500	
Upside (%)	37.7	

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

삼성물산은 삼성그룹 지배구조의 정점에 위치한 지주사이다. 오너 일가는 삼성물산 지분을 34.1% 보유하고 있으며, 삼성물산은 삼성생명을 통해 삼성전자 지배력이 이어지는 구조이다. 삼성물산이 보유한 상장 계열사 지분가치는 할인 전 기준 약 130조원 수준이며, 목표 주가에는 지분가치를 보수적으로 25% 할인 반영했다. 이에 따라 목표주가에 반영된 지분가치는 약 98조원 수준이다. 이 중 삼성전자의 지분가치가 62조원 수준으로 가장 크고, 바이오로직스가 21조원 수준으로 그 다음을 잇는다.

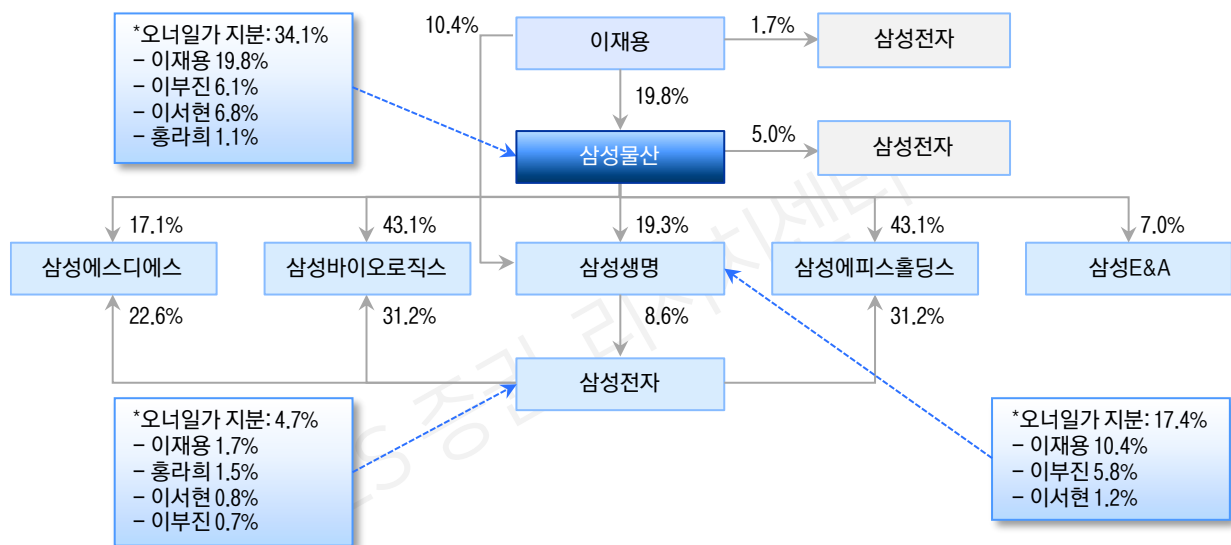
지주사의 NAV 대비 시가총액 할인율은 종목별로 괴리가 크지만, 통상 40% 내외임을 고려할 때 삼성물산은 비교적 NAV 대비 시가총액 할인율이 적은 편이다. 다만, 다른 순수 지주사와는 달리 건설, 상사, 패션, 리조트 등의 사업회사를 영위하고 있으며, 특히 건설 부문의 경우 글로벌 에너지 트렌드 변화에 따른 수혜가 예상되는 상황이기 때문에 NAV 대비 할인율 축소가 정당한 구간이다.

표26 삼성물산 상장 계열사 보유지분율과 SOTP 밸류에이션에 산정된 지분가치

(단위: 십억원)	시가총액	지분율 (%)	지분가치	할인율 (%)	지분가치
삼성전자	1,642,804	5.0	82,140	25	61,605
삼성바이오로직스	64,159	43.1	27,653	25	20,739
삼성생명	62,700	19.3	12,101	25	9,076
삼성에피스홀딩스	12,354	43.1	5,325	25	3,994
삼성에스디에스	13,974	17.1	2,390	25	1,792
삼성 E&A	9,702	7.0	679	25	509
삼성중공업	26,404	0.1	26	25	20

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 시가총액은 5/18 기준이며, 지분율은 2025년 사업보고서 기준임

그림132 삼성물산과 오너일가 지배구조



자료: Dart, LS증권 리서치센터 / 주: 지분율은 2025년 사업보고서 기준임

삼성물산 실적의 큰 비중을 차지하는 건설부문의 경우 하이테크 수주를 바탕으로 2027년부터는 매출액 성장을 동반한 이익 성장이 함께 나타날 것으로 기대된다. 그 밖에 상사 부문의 경우도 석유화학 가격 슈팅에 따른 스프레드 확대가 기대되며, 바이오부문 역시 삼성바이오로직스의 실적 컨센서스 상향이 이어지는 것 역시 삼성물산의 2026년 연간 실적 호조를 기대하게 하는 부분이다.

표27 삼성물산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	40,742	42,998	44,774	9,737	10,022	10,151	10,832	10,466	10,972	10,759	10,801
건설	14,149	14,755	16,329	3,620	3,395	3,090	4,044	3,413	3,707	3,598	4,037
건축	9,997	9,736	11,578	2,729	2,329	2,059	2,880	2,245	2,425	2,373	2,693
토목	772	505	761	194	159	197	222	108	123	122	151
플랜트	3,380	4,515	3,990	697	907	834	942	1,060	1,159	1,103	1,193
상사	14,637	15,776	15,044	3,436	3,776	3,885	3,540	4,114	4,098	4,027	3,537
패션	2,019	2,091	2,091	697	907	834	942	1,060	1,159	1,103	1,193
레저	722	893	893	108	223	205	186	105	278	246	264
식음	3,264	3,420	3,420	771	828	866	799	825	859	899	837
바이오	5,951	6,063	6,997	1,298	1,290	1,660	1,703	1,436	1,498	1,532	1,597
(Sales growth YoY %)	-2.8	5.5	9.9	-9.8	-8.9	-1.5	8.4	7.5	9.5	6.0	-0.3
건설	-24.2	4.3	15.4	-35.2	-30.9	-31.1	10.1	-5.7	9.2	16.5	-0.2
건축	-33.2	-2.6	15.8	-40.2	-41.3	-41.8	-0.4	-17.7	4.1	15.2	-6.5
토목	2.7	-34.6	-1.4	-3.0	-13.1	4.8	22.7	-44.3	-22.4	-37.9	-32.1
플랜트	15.0	33.6	18.0	-14.9	18.7	10.5	56.7	52.1	27.8	32.3	26.7
상사	12.6	7.8	2.8	18.2	11.1	21.9	1.0	19.7	8.5	3.7	-0.1
패션	0.7	3.6	3.6	-2.5	-0.6	2.8	3.5	13.7	4.3	2.5	-5.4
레저	-7.8	23.6	23.6	-14.3	-9.3	-1.9	-7.9	-2.8	24.7	19.9	41.8
식음	4.6	4.8	4.8	7.7	6.8	6.5	-2.0	7.0	3.7	3.9	4.7
바이오	13.4	1.9	15.4	-21.3	11.5	39.8	35.6	10.6	16.1	-7.7	-6.2
매출총이익	7,688	8,230	8,752	1,753	1,801	2,051	2,083	1,869	2,052	2,083	2,226
매출총이익률 (%)	18.9	19.1	19.5	18.0	18.0	20.2	19.2	17.9	18.7	19.4	20.6
판매비	4,395	4,898	4,851	1,029	1,049	1,057	1,260	1,149	1,215	1,216	1,318
판매비율 (%)	10.8	11.4	10.8	10.6	10.5	10.4	11.6	11.0	11.1	11.3	12.2
영업이익	3,293	3,332	3,901	724	753	993	822	720	837	867	908
건설	536	709	908	159	118	111	148	111	192	192	215
상사	272	352	350	63	80	76	53	109	105	95	42
패션	124	122	132	34	33	12	45	38	34	18	32
레저	18	26	37	-31	9	20	20	-35	12	22	27
식음	152	145	162	19	45	53	35	14	36	49	45
바이오	2,191	1,978	2,311	480	468	722	521	483	458	490	547
영업이익률 (%)	8.1	7.7	8.7	7.4	7.5	9.8	7.6	6.9	7.6	8.1	8.4
건설	3.8	4.8	5.6	4.4	3.5	3.6	3.7	3.3	5.2	5.3	5.3
상사	1.9	2.2	2.3	1.8	2.1	2.0	1.5	2.6	2.6	2.4	1.2
패션	6.1	5.8	6.3	6.7	6.5	2.7	8.0	6.6	6.4	4.0	6.0
레저	2.5	2.9	4.2	-28.7	4.0	9.8	10.8	-33.3	4.4	8.9	10.3
식음	4.7	4.2	4.7	2.5	5.4	6.1	4.4	1.7	4.2	5.5	5.4
바이오	36.8	32.6	33.0	37.0	36.3	43.5	30.6	33.6	30.6	32.0	34.3
순이익	3,907	3,283	3,710	937	527	885	1,558	1,086	699	751	748
순이익률 (%)	9.6	7.6	8.3	9.6	5.3	8.7	14.4	10.4	6.4	7.0	6.9

자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

투자 포인트 1) 돌아온 원전, 다가오는 SMR

대형 원전 수출 레퍼런스가 있는 기업은 많지 않다. 삼성물산은 UAE 바라카 원전 시공 경험을 바탕으로 대형 원전 핵심 EPC 기업으로 자리매김 했으며, 향후 팀코리아 주관의 원전 수출에도 적극적으로 참여할 전망이다. 더불어, SMR에도 빠르게 포지션을 확보하고 있어 의미가 크다. 삼성물산은 GVH, Nuscale Power와 스웨덴, 루마니아 SMR 진입을 시도하고 있다. 단기적으로는 팀코리아 대형 원전이, 장기적으로는 SMR이 성장 동력을 만들 전망이다.

표28 삼성물산 원전, SMR 입찰 참여 계획

구분	내용
대형원전	베트남 제2 원전 한전 주도 Team Korea 시공사 선정 참여 예정 (2H26) 루마니아 원전 3,4 호기 본격화 (EPCM사 Fluor JV가 상세설계 진행 중) 그 밖에 팀코리아 글로벌 원전 파이프라인 주간사 참여 예정
SMR	스웨덴, GVH와 기술사 선정 입찰 공동 참여 중 (Rolls Royce와 경합) (2H26 최종 기술사 선정 및 FEED, 2032년 본공사 착공) 루마니아, 루마니아 원자력공사 주주총회에서 2월 사업 승인 (Pre-EPC Work 약 15개월 수행 후 2027년 본공사 착공 예정) NuScale 초도호기 (77MW)로 기술력 검증 후 잔여 5기 건설 계획

자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

표29 우리나라 건설사 원전 실적 및 원전, SMR 추진 현황

기업	실적
현대건설	- UAE 바라카 원전 4기 (1,400MW*4기, 사업비 20조원, 공사비 4조원) 2009년 수주, 2023년 상업운전 완료, 세계 최단기간 준공. 원전 인력 1천여명 보유 - 국내 한빛 1,2,3,4 호기, 신한울 1,2 호기, 신고리 3,4 호기 등 국내외 20기 이상 시공 - 불가리아 코즐로두이 원전 2기 (2,200MW*2기, 사업비 약 20조원) 미국 웨스팅하우스와 우선협상대상자 선정, 연말 EPC 수주 10조원 예상 - 미국 홀텍과 미국 팰리세이드 페 원전부지 SMR (300MW*2기) 도입, 1H26 수주 5조원 예상 - 미국 Fermi, 인텔리전스 캠퍼스 개발 관련 원전 EPC 계약 추진 등 업무협약 체결 - 미국 Fermi, 원전 4GW에 대한 현대건설 FEED 수행 계약 체결 (6개월 FEED 후 EPC 전환 목표)
삼성물산	- 국내 새울 원자력 3,4 호기, 신월성 1,2 호기, 울진 5,6 호기 등 6기 건설 참여, 원전 인력 350여명 (추정) - UAE 바라카 원전 참여, 루마니아 체르나보다 원전 업그레이드 공사 - 미국 GVH(GE 버노바, 히타치)와 유럽, 동남아, 중동 SMR을 위한 전략적 사업 파트너십 체결 - 미국 NuScale에 950억원 투자, 루마니아 SMR FEED 참여 - 미국 Fermi, 한수원과 함께 업무협약 체결
대우건설	- 요르단 연구용 원자로 (2016년 준공, 1,600억원), 원전 인력 350명 보유 - 체코 두코바니 원전 2기 (1,000MW 미만*2, 사업비 26조원, 시공 51% 지분율) 4~5조원 수주 예정 - 국내 월성 3,4 호기, 신월성 1,2 호기 등 시공
DL 이앤	- 미국 X-Energy와 SMR EPC 파트너, 250억원 지분투자, 원전 인력 100여명 (추정) - X-Energy/DL 이앤씨 공동 노르웨이 SMR 설계 파트너십 체결, 예비 타당성 조사 진행 중 - 미국 워싱턴주 에너지 노스웨스트가 발표한 SMR 3기 (2026년) 입찰 참여 목표 - 국내 영광 5,6 호기, 신고리 1,2 호기, 한빛 5,6 호기 등 시공
GS 건설	- 국내 신월성 1,2 호기 (대우건설 컨소시엄), 신한울 1,2 호기 (현대건설 컨소시엄), 신고리 1,2 호기 보조시설 - 원전 인력 100여명 (추정), 원자력사업단 신설, 대형 원전, SMR 대응

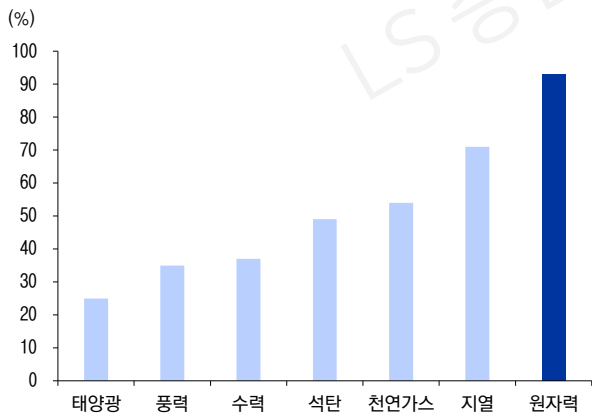
자료: 각 사, 언론 보도, LS증권 리서치센터

원전의 장점은 전력 생산의 안정성과 효율성에서 명확하게 확인된다. 가동률과 부지면적당 발전 효율 역시 여타 전력원 대비 압도적으로 높으며, 초기 투자비가 높지만 장기 가동이 이어질 경우 LCOE도 낮아진다. AI 데이터센터에 공급될 전원의 기저부하 안정성을 고려할 때 원전은 현 시점에서 본격적인 투자가 일어날 수밖에 없는 핵심 전력원이다.

이러한 특성으로 미국은 원전 설비 확대 목표를 공격적으로 제시하고 있다. 미국 원전 Capa는 2024년 약 100GW 수준에서 2050년 400GW로 확대될 계획이다. 이러한 전력 목표를 달성하기 위해서는 대형 원전 외에도 SMR의 상용화가 병행되어야 할 것이다. 글로벌 SMR 시장 역시 CAGR 9%로 성장할 것으로 전망된다. 데이터센터, 산업단지, 원격지의 전력원, 노후 화력발전 대체 수요 등과 결합될 경우 대형 원전이 접근하기 어려웠던 시장까지 진입 가능하다는 점에서 매력도가 높다.

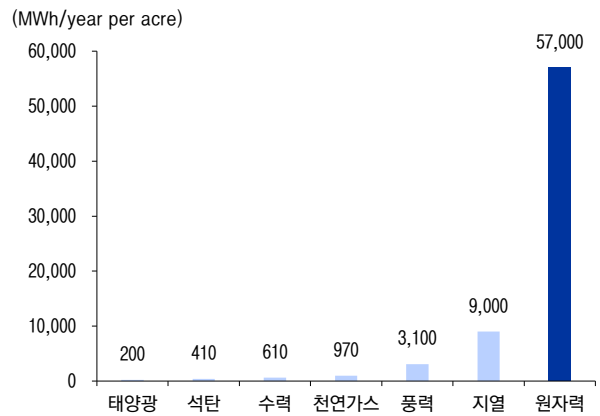
원전, SMR의 개화에 따라 삼성물산의 대형 원전 레코드, SMR 핵심 기업의 선제적 투자에 따른 업무 공조 속에 의미있는 수주 실적이 주가 리레이팅의 근거가 될 전망이다.

그림133 전력 발전원별 가동률



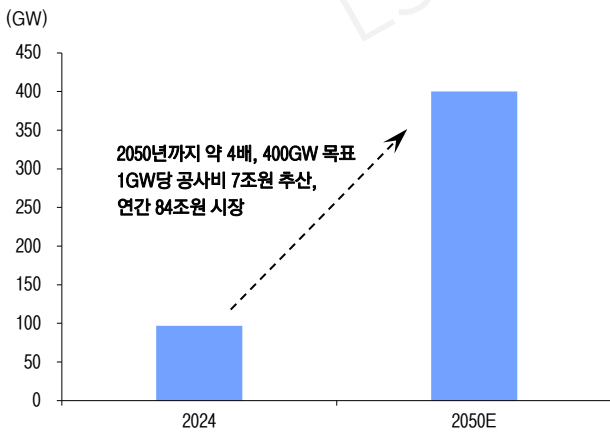
자료: DOE, LS증권 리서치센터

그림134 전력 발전원별 부지 면적당 발전 효율 비교



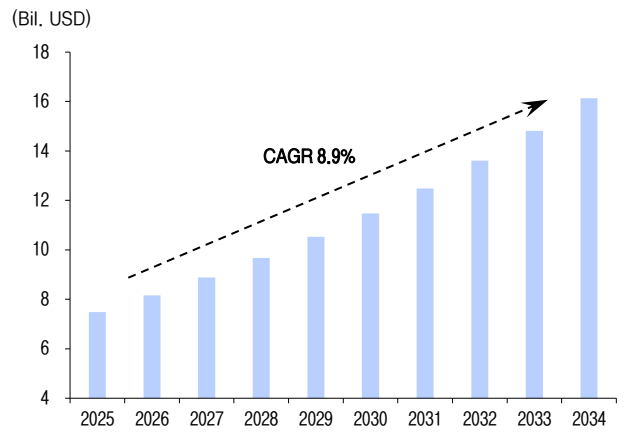
자료: DOE, LS증권 리서치센터

그림135 미국 원전 설비 용량과 증설 목표



자료: US DOE, LS증권 리서치센터

그림136 글로벌 SMR 시장 전망



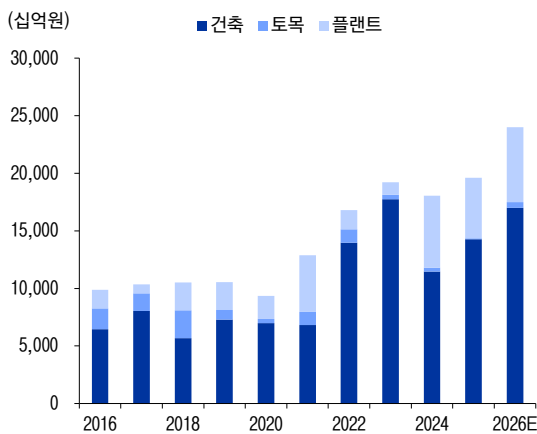
자료: Precedence Research, LS증권 리서치센터

투자 포인트 2) 밸류에이션을 탄탄히 받쳐주는 펀더멘탈

삼성 그룹사 Captive, 시그니처 주택 착공으로 건설부문 실적 성장세

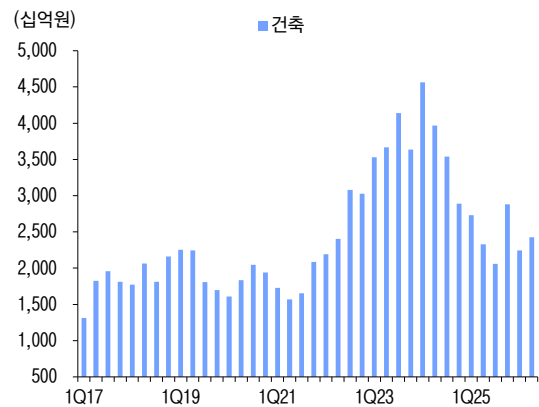
삼성물산 건설부문은 2026년 삼성전자의 투자 재개와 도시정비 착공 증가가 반영되며 실적 회복 국면에 진입할 전망이다. 건설 부문 신규 수주는 이미 증가 구간에 접어들었으며, 2026년은 하이테크를 포함해 20조원을 상회할 전망이다. 삼성전자는 AI 반도체 수요 대응을 위해 평택 캠퍼스 증설을 재개하고 있으며, 이는 건설부문의 실적 가시성을 높이는 요인이다. 평택 반도체 공사는 단일 프로젝트 규모가 크고, Captive 수주이다 보니 수주 시점의 가시성과 이익 안정성이 다른 프로젝트 대비 상대적으로 좋다. 또한, 주택 부문에서는 래미안 브랜드 파워를 바탕으로 핵심 지역에 시그니처 도시정비 사업 수주를 이어가고 있어, 랜드마크를 필두로 한 착공 증가 역시 기대되는 상황이다. 단기적으로는 Captive가 실적을 견인하겠으나, 중장기적으로는 시그니처 정비사업 착공 및 원전, SMR 수주가 외형 성장을 이끌 전망이다.

그림137 삼성물산 건설부문 신규수주 추이 및 전망



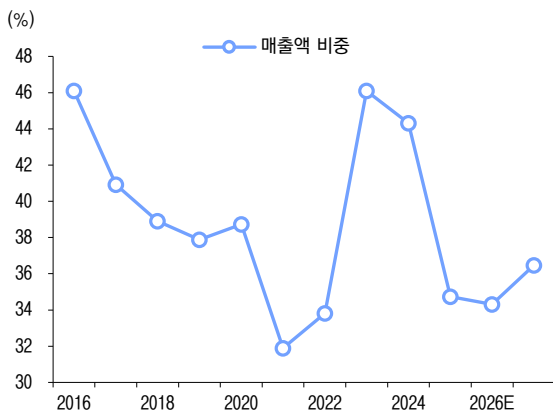
자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

그림138 삼성물산 건축부문 분기 매출액 추이



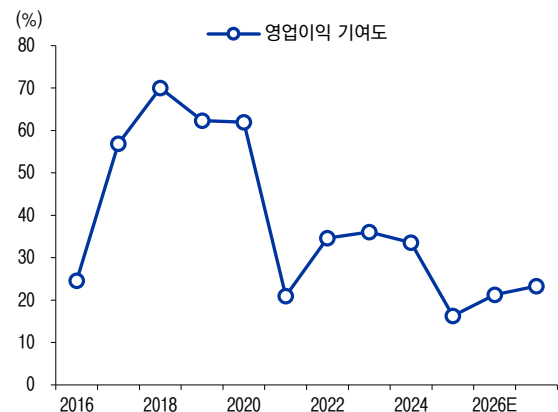
자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

그림139 삼성물산 건설부문 매출액 비중



자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

그림140 삼성물산 건설부문 영업이익 기여도



자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

2025년 연말 기준 삼성물산 건설부문의 비주택 수주잔고는 22조원으로, 이 중 Captive 물량은 약 5조원, 22.9%를 차지하고 있다. 건설 경기 변동성이 확대되는 구간에서도 삼성물산의 실적이 안정적으로 유지될 수 있는 이유이다. 2024~2025년 건설부문 매출 둔화는 기존 대형 프로젝트의 준공과 신규 착공의 공백에서 기인했다. 그러나 Captive 공사가 올해 본격적으로 재가동되면서 이익 YoY 개선을 본격적으로 이끌어 낼 것임에는 분명하다.

표30 삼성물산 2025년 기준 Captive 수주 및 잔고 현황

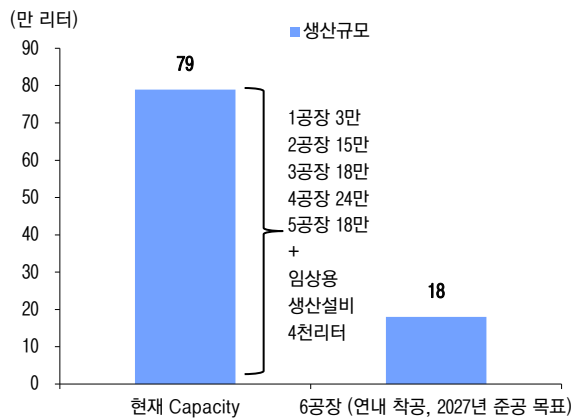
(단위: 십억원) 발주처	공사명	계약일	종료일	수주	기완성	진행(%)	수주잔고
삼성전자(주)	평택 P4 ph4	25/07	26/10	2,173	225	10.3	1,948
삼성생명보험(주)	서소문빌딩 재개발	22/12	30/08	844	80	9.5	764
삼성서울병원	서울병원 리모델링공사 2차	24/07	29/12	431	113	26.1	318
(주)호텔신라	호텔신라 면세점 신축공사	19/11	26/02	204	18	8.6	187
삼성디스플레이(주)	아산 FAB 마감공사 2차	24/07	26/07	317	202	63.7	115
삼성전자(주)	평택 P5 신축공사	22/12	28/07	544	449	82.5	95
삼성전자(주)	평택 FAB Retrofit	23/03	26/02	476	387	81.3	89
삼성전자(주)	천안 C라인 마감 2차 공사	24/04	26/03	464	396	85.4	68
삼성전자(주)	천안 C라인 마감공사	22/02	26/03	960	901	93.8	60
삼성전자(주), 삼성디스플레이(주)	GH FAB 마감공사	24/04	26/12	220	178	80.9	42
삼성서울병원	삼성서울병원 리모델링	17/04	25/08	79	72	90.6	7
삼성전자(주)	수원 Retrofit 2차	24/01	26/01	57	52	90.7	5
삼성디스플레이(주)	기흥 SDR 신축	21/10	26/06	1,233	1,230	99.8	3
성균관대학교	성대 Fab Lab동 및 CNS 연구센터	23/05	25/10	117	115	98.1	2
삼성서울병원	삼성서울병원 통원진료센터 토공사	20/04	29/12	3	2	64.8	1
(일본) 삼성전자 일본법인	일본 APL CM PJT	24/02	25/06	7	6	85.4	1
(미국) Samsung Austin 반도체	미국 Taylor FAB1 신축공사	22/02	26/07	11,940	11,289	94.5	651
(필리핀) 삼성전기	필리핀 P6	25/06	27/03	408	89	21.7	319
(베트남) 삼성전자(주)	베트남 하노이 FAB 마감공사	24/08	26/10	204	118	57.7	86
Samsung Display Noida (SDN)	인도 SDN 모듈동 증설공사	25/10	27/03	43	4	9.4	39
(중국)삼성반도체유한회사	중국 M-FAB 신축공사(UT/통합지원)	22/10	26/06	106	74	69.7	32
Samsung Austin Semiconductor	미국 Austin FAB Retrofit	25/03	27/02	63	35	56.1	28
(중국)삼성반도체유한회사	중국 서안 FAB Retrofit	25/02	27/01	43	24	56.3	19
(중국)삼성반도체유한회사	중국 서안 Retrofit	22/03	25/04	78	76	96.3	3
(중국)삼성반도체유한회사	중국 서안 M-FAB 신축공사(FAB)	23/06	26/06	202	200	99.1	2
소계				21,217	16,332	77.0	4,885
비주택 건설부문 총계				87,718	66,426		21,292
비주택 중 Captive 잔고 비중 (%)							22.9

자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

바이오, 상사 부문 등 건설 외 사업부 역시 호실적 지속

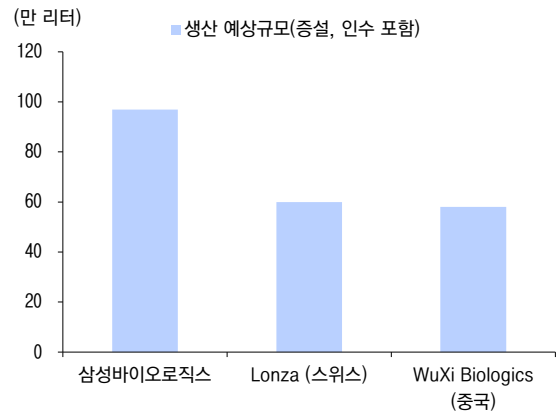
바이오와 상사의 실적 호조 역시 펀더멘탈 개선을 이끄는 요인이다. 삼성바이오로직스의 CMO (의약품 위탁생산)는 의약품 R&D, 마케팅에 사업역량을 집중하는, 또는 자체 생산 역량이 부족한 글로벌 제약사들을 주 고객으로 한다. 삼성바이오로직스가 주력하는 항체 의약품은 1) 상업용 플랜트 건설에 대규모 투자가 필요하고, 2) 플랜트 설계, 건설, 밸리데이션 등 사업 준비에 최소 3년 이상, 3) 생산기술 이전, 시험생산, 각국 규제기관 GMP 등 2년 이상이 소요되기 때문에 제약사와의 CMO 계약은 통상 5~10년의 장기 계약의 형태가 주를 이룬다. 삼성바이오로직스는 최근 가동률 증가로 인한 영업 레버리지 확대에 매출과 이익의 큰 폭의 신장이 나타나고 있다. 삼성바이오로직스의 CDMO 생산 능력은 현재 79만리터 수준이며, 계획중인 6공장 Capa 18만 리터가 더해지면 총 생산 능력은 97만 리터로 증가한다. 상사부문은 최근 석유화학제품 가격 상승에 따른 스프레드 확대에 매출, 이익 볼륨 개선이 기대된다.

그림141 삼성바이오로직스 CDMO 생산 Capa 및 계획



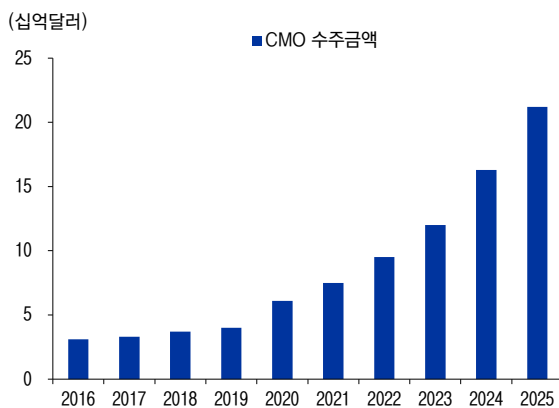
자료: 삼성바이오로직스, LS증권 리서치센터

그림142 글로벌 CDMO Capa 비교



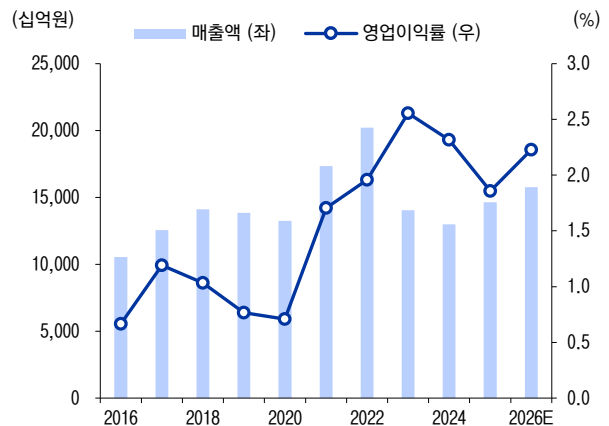
자료: 삼성바이오로직스, LS증권 리서치센터

그림143 삼성바이오로직스 CMO 누적 수주 추이



자료: 삼성바이오로직스, LS증권 리서치센터

그림144 삼성물산 상사부문 실적 추이 및 전망



자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

삼성물산 (028260)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	20,181	21,356	12,940	14,867	17,804
현금 및 현금성자산	3,622	3,458	128	1,595	3,494
매출채권 및 기타채권	8,326	8,528	6,538	6,808	7,434
재고자산	5,126	5,642	2,356	2,453	2,679
기타유동자산	3,107	3,728	3,918	4,011	4,198
비유동자산	41,809	65,176	67,751	69,199	70,300
관계기업투자등	26,972	49,539	54,366	56,583	58,463
유형자산	8,650	9,674	7,421	6,653	5,873
무형자산	6,187	5,964	5,964	5,964	5,964
자산총계	61,990	86,533	80,691	84,066	88,104
유동부채	14,747	13,872	12,845	13,056	13,570
매입채무 및 기타채무	6,821	6,656	5,620	5,823	6,327
단기금융부채	822	981	988	995	1,002
기타유동부채	7,105	6,235	6,237	6,239	6,241
비유동부채	9,985	15,164	15,166	15,168	15,170
장기금융부채	509	475	480	485	489
기타비유동부채	9,475	14,689	14,686	14,683	14,680
부채총계	24,732	29,036	28,010	28,224	28,739
지배주주지분	31,069	49,912	45,731	48,475	51,533
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,695	10,651	10,651	10,651	10,651
이익잉여금	14,014	15,510	18,279	21,440	24,962
비지배주주지분(연결)	6,190	7,585	6,950	7,367	7,831
자본총계	37,259	57,497	52,681	55,842	59,364

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,307	3,024	-546	4,210	4,712
당기순이익(손실)	2,772	3,907	3,283	3,710	4,105
비현금수익비용가감	1,262	452	411	335	260
유형자산감가상각비	933	1,058	1,236	1,211	1,187
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	329	-606	-825	-876	-927
영업활동 자산부채변동	-727	-1,335	-4,240	165	347
매출채권 감소(증가)	-966	-127	-1,990	270	626
재고자산 감소(증가)	-655	-517	-3,286	97	226
매입채무 증가(감소)	-285	43	1,036	-203	-504
기타자산, 부채변동	1,179	-734	0	0	0
투자활동 현금흐름	-1,759	-1,840	-576	-468	-471
유형자산처분(취득)	-258	-254	5	5	5
무형자산 감소(증가)	2	4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1,628	1,736	1,736	1,736	1,736
기타투자활동	-3,132	-3,326	-2,317	-2,209	-2,212
재무활동 현금흐름	-1,298	-1,277	-2,137	-2,204	-2,271
차입금의 증가(감소)	-116	626	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	113	0	0	0
배당금의 지급	-419	-426	-514	-549	-583
기타재무활동	-764	-1,591	-1,622	-1,655	-1,688
현금의 증가	503	-164	-3,331	1,467	1,899
기초현금	3,120	3,622	3,458	128	1,595
기말현금	3,622	3,458	128	1,595	3,494

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성물산, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	42,103	40,742	42,998	44,774	48,889
매출원가	34,996	33,055	34,767	36,022	39,143
매출총이익	7,108	7,688	8,230	8,752	9,746
판매비 및 관리비	4,124	4,395	4,898	4,851	5,320
영업이익	2,983	3,293	3,332	3,901	4,426
(EBITDA)	3,916	4,351	4,568	5,112	5,613
금융손익	76	75	75	75	75
이자비용	224	138	128	128	128
관계기업등 투자손익	106	113	113	114	115
기타영업외손익	557	780	857	857	857
세전계속사업이익	3,722	4,260	4,377	4,947	5,474
계속사업법인세비용	950	354	1,094	1,237	1,368
계속사업이익	2,772	3,907	3,283	3,710	4,105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,772	3,907	3,283	3,710	4,105
지배주주	2,230	2,439	2,298	2,300	2,545
총포괄이익	-2,231	20,756	20,132	20,560	20,955
매출총이익률 (%)	16.9	18.9	19.1	19.5	19.9
영업이익률 (%)	7.1	8.1	7.7	8.7	9.1
EBITDA 마진률 (%)	9.3	10.7	10.6	11.4	11.5
당기순이익률 (%)	6.6	9.6	7.6	8.3	8.4
ROA (%)	4.3	5.3	3.9	4.5	4.8
ROE (%)	8.5	9.6	6.9	7.9	8.2
ROIC (%)	5.9	5.2	4.1	4.7	5.2

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	9.2	16.8	29.8	33.7	8.2
P/B	0.7	0.8	1.5	1.6	0.4
EV/EBITDA	4.9	3.7	15.6	15.4	3.7
P/CF	5.1	9.3	18.4	19.0	4.8
배당수익률 (%)	2.3	1.2	0.8	0.7	2.8
성장성 (%)					
매출액	0.5	-3.2	5.5	4.1	9.2
영업이익	3.9	10.4	1.2	17.1	13.5
세전이익	4.9	14.4	2.8	13.0	10.6
당기순이익	1.9	40.9	-16.0	13.0	10.6
EPS	5.0	14.3	-5.8	0.1	10.6
안정성 (%)					
부채비율	66.4	50.5	53.2	50.5	48.4
유동비율	136.8	154.0	100.7	113.9	131.2
순차입금/자기자본(x)	-3.8	-3.9	6.1	3.1	-0.3
영업이익/금융비용(x)	13.3	23.9	26.0	30.5	34.7
총차입금 (십억원)	3,844	3,365	3,355	3,345	3,335
순차입금 (십억원)	-1,407	-2,269	3,228	1,751	-158
주당지표 (원)					
EPS	12,442	14,227	13,405	13,418	14,846
BPS	173,324	291,126	266,739	282,747	300,581
CFPS	22,690	25,642	21,731	23,801	25,684
DPS	2,600	2,800	3,000	3,200	3,400

현대건설 (000720)

2026. 5. 19

건설/원전

레퍼런스가 기대감으로, 기대감은 수주로

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

해외 대형 원전, 미국 SMR로 여는 업사이드

현대건설의 2026년이 AI 에너지 인프라 트렌드에 따라 미국을 정조준 하고 있는 상황에서, 한미 관세 협상에 따른 대미투자의 첫 사업으로 원전이 강조되고 있는 것은 기회에 더해지는 반가운 훈풍이다.

현대건설의 원전, SMR은 모멘텀이 아니라 연내 가시성이 높은 수주 파이프 라인이다. Holtec과 추진중인 미국 팰리세이드 300MW SMR 2기 5조원, 미국Fermi의 대형 원전 4GW FEED에 대한 EPC 전환, 그리고 팀코리아 베트남 원전과 연말로 FID가 미뤄진 불가리아 대형 원전 2기 등의 우량 파이프 라인을 보유하고 있다. 국내 원전 시공 1위 기업다운 다양한 수주 풀이 연내 의미있는 성과로 나타나며 Peers 대비 압도적인 성과를 숫자로 입증할 전망이다.

현대건설은 2009년 UAE 바라카 원전 1~4호기 중 3개 호기 건설을 담당하며 4조원의 수주를 기록한 바 있으며, 국내 신항을 3,4호기를 포함 한국형 대형 원전 36기 중 24기를 시공 주관사로 참여했다. 이러한 레코드를 바탕으로 미국 웨스팅하우스와 함께 향후 스웨덴, 핀란드, 슬로바키아 등의 유럽 대형 원전 시장에 진출할 전망이다. 미국 트럼프 행정부의 원전 확대 정책 기조가 미국과 협업중인 현대건설에 추가적인 기회를 여는 모멘텀으로 작용하고 있다는 점 역시 긍정적이다.

여전히 여유로운 밸류에이션, 건설/원전 Top picks 추천 유지

현대건설에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 210,000원으로 유지하고 건설/원전 주 내 Top picks 종목으로 추천을 유지한다. 목표주가는 보수적으로 글로벌 원전 주 평균 PBR 2.8X에서 10% 할인한 2.5X를 적용하고 있으나, 원전 매출 Peak 시점을 가정한 SOTP 밸류에이션을 고려한다면 주가 상승 여력은 여전히 여유롭게 남아있다. 점진적 수주, 실적을 확인하며 내러티브가 숫자로 증명되는 것을 기다리면 되겠다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	210,000 원
현재주가	144,900 원
상승여력	44.9%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	161,355 억원
발행주식수	111,356 천주
52 주 최고가 / 최저가	188,700 / 43,450 원
90 일 일평균거래대금	2,586.89 억원
외국인 지분율	24.4%
배당수익률(26.12E)	0.6%
BPS(26.12E)	79,557 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -39.5%
	6개월 48.2%
	12개월 38.8%
주주구성	현대자동차 외 6인 34.9%
	국민연금공단 외 1인 10.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	32,670	-1,263	-986	-766	-1,515	적전	-1,042	n/a	n/a	0.4	-9.5
2025	31,063	653	647	559	3,351	흑전	854	20.9	4.8	0.9	6.9
2026E	26,761	834	906	684	4,609	37.6	1,037	31.4	13.3	1.8	8.0
2027E	28,222	1,008	1,128	852	5,735	24.4	1,195	25.3	11.2	1.7	9.2
2028E	29,593	1,362	1,528	1,154	7,772	35.5	1,536	18.6	8.2	1.5	11.4

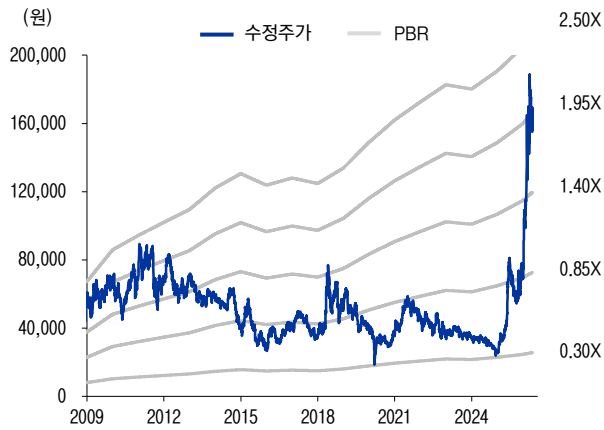
자료: 현대건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표31 현대건설 멀티플에 따른 목표주가 산정

	2025	2026E	2027E	2028E
BPS (원)	74,219	79,557	86,396	95,950
ROE (%)	6.9	8.0	9.2	11.4
PBR (X)	0.94	1.82	1.68	1.51
적용BPS (원)	82,406	Forward BPS		
Target Multiple (X)	2.5	원전 Peers 평균에서 10% 할인		
목표주가 (원)	210,000			
현재주가 (원, 5/18)	144,900			
Upside (%)	44.9			
기존목표주가 (원)	210,000			
변동률 (%)	0.0			

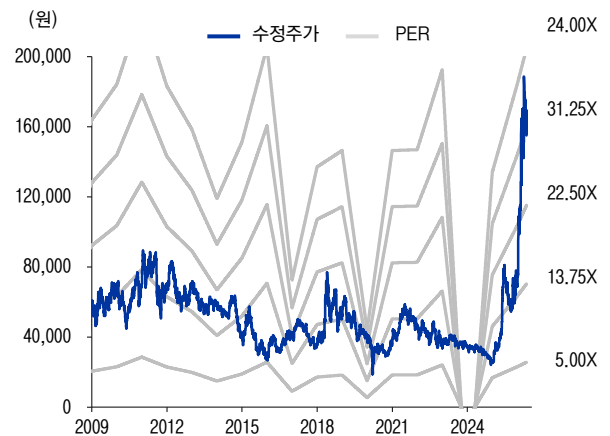
자료: LS증권 리서치센터

그림145 현대건설 12M Forward PBR Band



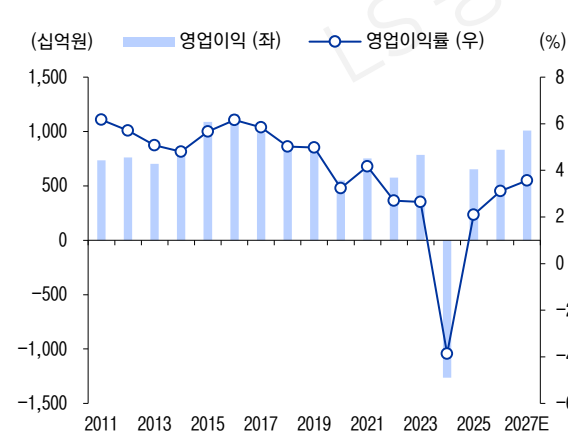
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림146 현대건설 12M Forward PER Band



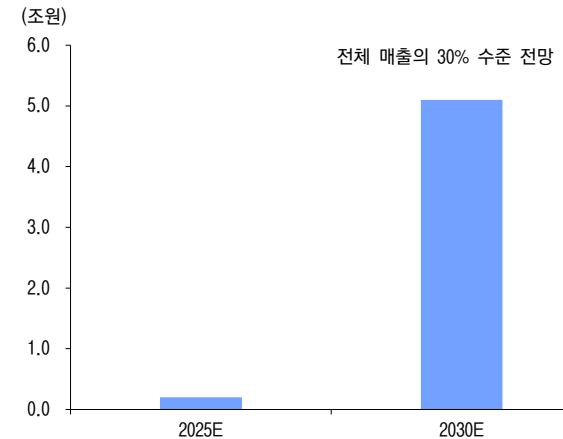
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림147 현대건설 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

그림148 현대건설 2030년 에너지 사업 매출 목표



자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

표32 현대건설 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	31,063	26,761	28,222	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,785	6,646	7,049
현대건설	16,513	15,654	16,848	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,996	3,871	4,175
토목	1,856	1,785	1,835	419	421	491	525	423	439	466	456
건축/주택	9,320	8,321	9,263	2,299	2,404	2,556	2,062	1,872	2,150	2,050	2,250
주택	6,812	6,144	6,991	1,748	1,805	1,713	1,545	1,421	1,582	1,495	1,646
플랜트	5,149	5,366	5,567	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,361	1,309	1,419
뉴에너지	795	880	1,748	108	150	193	345	262	185	226	208
현대엔지니어링	13,897	10,597	10,905	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,662	2,648	2,751
국내	7,353	5,742	6,030	1,649	1,955	1,767	1,982	1,482	1,453	1,433	1,374
해외	6,544	4,855	4,875	1,718	1,457	1,547	1,822	1,054	1,209	1,215	1,377
Sales Growth (YoY %)	-4.9	-13.8	5.5	-12.8	-10.4	-5.2	11.2	-15.8	-12.1	-15.1	-12.5
현대건설	-1.3	-5.2	7.6	-6.7	-3.9	5.1	0.4	-7.1	-3.8	-10.9	1.2
토목	2.9	-3.8	2.8	-3.4	13.7	-11.5	18.1	0.9	4.3	-5.1	-13.0
건축/주택	-14.6	-10.7	11.3	-17.6	-18.1	-1.8	-20.3	-18.6	-10.5	-19.8	9.1
플랜트	32.7	4.2	3.8	23.4	30.9	35.4	40.3	12.2	6.0	3.2	-2.7
현대엔지니어링	-5.9	-23.7	2.9	-17.8	-16.0	-12.5	35.1	-24.7	-22.0	-20.1	-27.7
국내	0.9	-21.9	5.0	-1.7	-4.2	3.8	6.3	-10.1	-25.7	-18.9	-30.7
해외	-12.5	-25.8	0.4	-29.0	-27.9	-25.8	91.9	-38.6	-17.0	-21.5	-24.4
매출총이익률 (%)	6.4	7.5	7.7	6.9	6.1	5.0	7.5	8.0	6.8	7.4	7.9
현대건설	5.4	7.0	7.5	5.4	4.4	4.1	7.8	7.1	6.3	6.9	7.6
토목	6.0	8.1	8.3	8.6	6.1	9.6	0.5	8.2	8.2	8.0	7.9
건축/주택	6.4	7.1	8.1	4.3	5.5	5.1	11.4	4.4	7.1	8.1	8.4
플랜트	1.4	4.8	4.5	4.5	-0.3	-1.3	2.6	9.6	2.8	3.1	3.9
현대엔지니어링	6.6	7.5	7.4	7.1	6.9	5.3	7.0	9.1	6.8	7.2	7.1
판관비	1,327	1,180	1,179	300	251	286	490	322	257	283	318
판관비율 (%)	4.3	4.4	4.2	4.0	3.3	3.7	6.1	5.1	3.8	4.3	4.5
영업이익	653	834	1,008	214	217	104	119	181	207	207	239
YoY (%)	-151.7	27.7	20.9	-14.8	47.3	-9.4	후전	-15.4	-4.6	100.0	100.9
영업이익률 (%)	2.1	3.1	3.6	2.9	2.8	1.3	1.5	2.9	3.1	3.1	3.4
현대건설	251	451	608	53	77	43	79	84	100	112	156
영업이익률 (%)	1.5	2.9	3.6	1.4	1.8	1.0	1.9	2.3	2.5	2.9	3.7
현대엔지니어링	260	289	313	104	96	33	27	84	81	70	53
영업이익률 (%)	1.9	2.7	2.9	3.1	2.8	1.0	0.7	3.3	3.1	2.7	1.9
순이익	559	684	852	167	159	68	166	207	147	147	183
YoY (%)	후전	22	24	-20.0	8.5	69.1	후전	24.0	-7.0	117.3	10.1
순이익률 (%)	1.8	2.6	3.0	2.2	2.1	0.9	2.1	3.3	2.2	2.2	2.6

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터



표33 현대건설 원전 파이프라인별 매출액 가정 및 Sum-of-the-parts 밸류에이션

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
원전 매출액	51	927	2,283	4,419	7,131	10,235	13,181	14,233	13,880	9,820	5,940
신한울 3,4 호기 APR1400 2기	51	102	153	204	306	425	306	153			
Holtec SMR 300MW 2기		225	450	675	1,125	1,350	675				
Fermi AP1000 2기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Fermi AP1000 2기			300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900	
불가리아 AP1000 2기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Further_슬로베니아				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_핀란드					300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800
Further_튀르키예 1			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_튀르키예 2				180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540
Further_미국 내 AP1000 2기				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_미국 내 AP1000 2기							300	600	900	1,200	1,800
EBITDA	193	329	531	748	1,022	1,335	1,633	1,742	1,709	1,307	922
(단위: 십억원)	값	비고									
피크시점 2033년 기준 OP	1,566	원전 OPM 11% 가정									
피크시점 2033년 기준 EBITDA	2,053	EBITDA Margin 14.4%									
WACC (%)	8.5	차입금리 6.0%, 무위험이자율 3.0%, Beta 1.0 가정									
적용 EBITDA	1,163	2033년 EBITDA를 WACC으로 기간 할인 적용									
원전 EV/EBITDA (X)	20	MHI, Hitachi, China Nuclear E&C, Aecon, Fluor, Cameco 2026E 평균 EV/EBITDA									
원전 가치	23,267										
플랜트+주택 EBITDA	1,146	2026E 기준									
플랜트+주택 EV/EBITDA (X)	8	주택 Peers 5X, 글로벌 EPC Peers 9.6X의 단순 평균 EV/EBITDA 적용									
플랜트+주택 가치	8,940										
영업가치	32,207										
순차입금	301	1Q26 기준									
NAV	31,906										
# of shares (천 주)	111,356										
주당 NAV (원)	250,167										
현재주가 (5/18, 원)	144,900										
Upside (%)	72.6										

자료: LS증권 리서치센터

현대건설 (000720)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	21,101	21,958	21,731	22,640	23,909
현금 및 현금성자산	5,130	4,813	5,255	5,681	6,556
매출채권 및 기타채권	12,100	13,206	12,831	13,145	13,378
재고자산	777	747	733	773	811
기타유동자산	3,093	3,192	2,913	3,042	3,165
비유동자산	5,905	5,834	6,458	6,719	6,952
관계기업투자등	3,865	3,844	4,527	5,155	5,741
유형자산	1,289	1,225	1,167	800	446
무형자산	751	765	765	765	765
자산총계	27,005	27,792	28,190	29,359	30,860
유동부채	14,664	14,843	14,625	14,804	15,228
매입채무 및 기타채무	9,940	10,716	10,509	10,700	11,134
단기금융부채	745	1,195	1,199	1,203	1,207
기타유동부채	3,979	2,933	2,917	2,901	2,886
비유동부채	2,672	2,836	2,960	3,137	3,177
장기금융부채	186	99	97	95	93
기타비유동부채	2,486	2,737	2,863	3,043	3,084
부채총계	17,336	17,679	17,585	17,941	18,404
지배주주지분	8,025	8,265	8,859	9,621	10,685
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,130	6,403	6,998	7,759	8,823
비지배주주지분(연결)	1,644	1,848	1,746	1,797	1,772
자본총계	9,669	10,113	10,605	11,418	12,456

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-119	-748	798	664	1,326
당기순이익(손실)	-766	559	684	852	1,154
비현금수익비용가감	59	683	701	708	721
유형자산감가상각비	211	190	192	176	163
무형자산상각비	10	11	11	11	11
기타현금수익비용	-162	482	497	521	546
영업활동 자산부채변동	588	-1,991	-587	-895	-549
매출채권 감소(증가)	-2,023	-1,853	376	-314	-233
재고자산 감소(증가)	43	64	14	-40	-38
매입채무 증가(감소)	107	435	-206	190	435
기타자산, 부채변동	2,460	-637	-770	-732	-713
투자활동 현금흐름	212	25	246	261	254
유형자산처분(취득)	-111	-90	8	8	8
무형자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-180	-108	-108	-108	-108
기타투자활동	497	223	346	361	355
재무활동 현금흐름	734	434	-576	-476	-684
차입금의 증가(감소)	1,061	989	13	13	13
자본의 증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	95	69	-90	-90	-90
기타재무활동	-423	-624	-499	-399	-607
현금의 증가	925	-318	442	426	875
기초현금	4,206	5,130	4,813	5,255	5,681
기말현금	5,130	4,813	5,255	5,681	6,556

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대건설, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	32,670	31,063	26,761	28,222	29,593
매출원가	32,887	29,083	24,748	26,036	27,094
매출총이익	-217	1,980	2,014	2,187	2,499
판매비 및 관리비	1,046	1,327	1,180	1,179	1,137
영업이익	-1,263	653	834	1,008	1,362
(EBITDA)	-1,042	854	1,037	1,195	1,536
금융손익	188	56	46	36	26
이자비용	101	122	138	138	139
관계기업등 투자손익	17	12	0	0	0
기타영업외손익	73	-74	27	84	140
세전계속사업이익	-986	647	906	1,128	1,528
계속사업법인세비용	-219	88	222	276	374
계속사업이익	-766	559	684	852	1,154
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-766	559	684	852	1,154
지배주주	-169	373	513	639	865
총포괄이익	-690	512	638	805	1,107
매출총이익률 (%)	-0.7	6.4	7.5	7.7	8.4
영업이익률 (%)	-3.9	2.1	3.1	3.6	4.6
EBITDA 마진률 (%)	-3.2	2.7	3.9	4.2	5.2
당기순이익률 (%)	-2.3	1.8	2.6	3.0	3.9
ROA (%)	-3.0	2.0	2.4	3.0	3.8
ROE (%)	-9.5	6.9	8.0	9.2	11.4
ROIC (%)	-14.9	6.7	7.2	8.3	10.9

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	20.9	31.4	25.3	18.6
P/B	0.4	0.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	n/a	4.8	13.3	11.2	8.2
P/CF	n/a	6.3	11.6	10.3	8.6
배당수익률 (%)	2.4	1.1	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	10.2	-4.9	-13.8	5.5	4.9
영업이익	적전	흑전	27.7	20.9	35.2
세전이익	적전	흑전	40.1	24.4	35.5
당기순이익	적전	흑전	22.4	24.4	35.5
EPS	적전	흑전	37.6	24.4	35.5
안정성 (%)					
부채비율	179.3	174.8	165.8	157.1	147.8
유동비율	143.9	147.9	148.6	152.9	157.0
순차입금/자기자본(x)	-29.6	-18.7	-21.9	-24.0	-28.9
영업이익/금융비용(x)	-12.6	5.3	6.1	7.3	9.8
총차입금 (십억원)	2,273	2,924	2,934	2,944	2,954
순차입금 (십억원)	-2,857	-1,888	-2,320	-2,736	-3,601
주당지표 (원)					
EPS	-1,515	3,351	4,609	5,735	7,772
BPS	72,070	74,219	79,557	86,396	95,950
CFPS	-6,347	11,157	12,439	14,004	16,833
DPS	600	800	800	800	800

대우건설 (047040)

2026. 5. 19

건설/건자재

원전, LNG 경쟁력

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

실적, 순항 중

대우건설의 1분기 영업이익은 2,556억원으로 전년동기대비 68.9% 증가, 컨센서스 영업이익 1,165억원 대비 119.4% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 지난 연말 공기지연과 미분양 상각 등 사업부 전반에 걸친 빅배스를 반영했기 때문에, 금번 분기 건전한 이익 턴어라운드 나타낸 점이 실적 서프라이즈의 가장 큰 요인이다. 물론 정산이익, 예정원가조정 등 일회성 이익이 반영된 영향도 있으나, 주택, 플랜트 부문의 잔고 마진이 당초 예상보다 빠르게 턴어라운드 하며 이익 체력 회복이 나타나고 있는 점은 고무적이다. 연내 잔고 마진을 확인하며 호실적이 이어질 전망이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	45,000 원
현재주가	29,300 원
상승여력	53.6%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

대형 원전 수주 기대감, 장기적으로 LNG 업사이드까지

대우건설에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가 45,000원을 유지한다. 대우건설의 팀코리아 원전 수주 파이프 라인에 대해 장기적으로 매출화를 가정하여 원전, 그리고 플랜트+건축 부문으로 나누어 SOTP 밸류에이션으로 목표주가를 산정하고 있다. 팀코리아 원전 파이프 라인의 순차적 매출화를 가정할 때 대우건설의 원전 매출 Peak 시점은 2033년으로 추산된다. 목표주가에 반영된 원전사업부의 가치는 해당 시점의 예상 EBITDA를 WACC 8%로 할인한 값에 EV/EBITDA 멀티플 20X를 적용한 결과이다.

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	120,396 억원
발행주식수	410,908 천주
52 주 최고가 / 최저가	37,150 / 3,360 원
90 일 일평균거래대금	7,444.05 억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	8,690 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -19.3%
	6개월 672.9%
	12개월 509.0%
주주구성	중흥토건 (외 3인) 51.3%
	국민연금공단 (외 1인) 5.8%
	대우건설우리카주 (외 1인) 0.2%

머지않아 대우건설의 체코 두코바니 (APR1400 2기) 원전 시공 계약이 예상되는 가운데, 팀코리아의 베트남 닌투언 제2원전 2기에 대한 팀코리아 수주 가능성은 대우건설에 의미있는 모멘텀이다. 더불어 우리나라 정부의 대미 투자가 높은 확률로 대형 원전으로 타겟되는 상황 역시 긍정적이다.

Stock Price



또한 대우건설은 나이지리아에서 LNG Train7, 모잠비크 LNG 등의 레코드를 가지고 있는 EPC로, 파푸아뉴기니 등 글로벌 LNG에 대한 추가 수주를 노리고 있다. 이러한 시공 실적이 향후 알래스카 LNG를 포함한 북미 시장 진입 기대감을 높인다는 측면에서 의미가 있다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	10,504	403	358	243	563	-54.3	526	5.5	5.5	0.3	5.8
2025	8,055	-815	-1,209	-916	-2,195	적전	-701	n/a	n/a	0.4	-24.0
2026E	8,085	634	566	424	996	흑전	756	29.4	18.3	3.4	12.2
2027E	9,490	765	717	538	1,255	26.0	887	23.3	15.3	3.0	13.9
2028E	10,919	961	933	700	1,625	29.4	1,083	18.0	12.2	2.6	15.8

자료: 대우건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 대우건설 원전 파이프라인별 매출액 가정 및 Sum-of-the-parts 밸류에이션

(단위: 십억원)	2026E	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
원전 매출액	0	360	1,260	2,340	3,600	5,400	7,860	9,000	7,620	5,280	3,120
체코 두코바니 3,4 호기 APR1400		180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540		
베트남 닌투언 APR1400 2기 (?)		180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540		
Further_팀코리아*1			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 2			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 3			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 4				180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540
Further_팀코리아 5					180	360	540	720	1,080	1,500	1,080
Further_팀코리아 6						180	360	540	720	1,080	1,500
EBITDA		129	253	362	489	671	918	1,033	896	664	129
(단위: 십억원)	값	비고									
피크시점 2033년 기준 OP	990	원전 OPM 11% 가정									
피크시점 2033년 기준 EBITDA	1,137	EBITDA Margin 12.6%									
WACC (%)	8	차입금리 5.3%, 무위험이자율 3.0%, Beta 1.0 가정									
적용 EBITDA	654	2033년 EBITDA를 WACC으로 기간 할인 적용									
원전 EV/EBITDA (X)	20	MHI, Hitachi, China Nuclear E&C, Aecon, Fluor, Cameco 2026E 평균 EV/EBITDA									
원전 영업가치	13,081										
플랜트+주택 EBITDA	811	2026E 기준									
플랜트+주택 EV/EBITDA (X)	8	주택 Peers 6X, 글로벌 EPC Peers 9.6X의 단순 평균 EV/EBITDA 적용									
플랜트+주택 영업가치	6,324										
영업가치	19,405										
순차입금	1,685	2026E 기준									
Net Asset Value	17,721										
# of shares (천 주)	410,886	자사주 제외한 유통주식수									
목표주가 (원)	45,000										
현재주가 (5/18, 원)	29,300										
Upside (%)	53.6										

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 팀코리아 원전은 사우디, 터키, 체코 테플린 등 전체 파이프 라인 중 일부 순차적 수주 가정



표35 대우건설 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	8,055	8,085	9,490	2,077	2,273	1,991	1,714	1,951	2,132	1,972	2,029
건축	5,508	5,147	5,723	1,382	1,476	1,322	1,329	1,273	1,396	1,236	1,243
플랜트	841	1,036	1,637	227	259	220	136	284	266	254	233
토목	1,404	1,606	1,806	415	427	409	153	351	416	397	442
연결	301	295	324	53	112	40	96	44	54	86	112
<i>Sales Growth (YoY %)</i>	-23.3	0.4	17.4	-16.5	-19.4	-21.9	-35.2	-6.0	-6.2	-0.9	18.4
건축	-19.5	-6.6	11.2	-13.5	-21.4	-19.6	-22.9	-7.8	-5.4	-6.5	-6.5
플랜트	-26.1	23.2	57.9	-16.5	-12.8	-24.2	-51.6	25.1	2.7	15.7	71.0
토목	-35.3	14.4	12.4	-24.2	-20.9	-20.8	-73.0	-15.5	-2.6	-2.9	189.4
<i>Sales Growth (QoQ %)</i>				-21.5	9.5	-12.4	-13.9	13.9	9.2	-7.5	2.9
건축				-19.8	6.8	-10.4	0.5	-4.2	9.6	-11.5	0.5
플랜트				-19.2	13.9	-15.1	-38.0	108.8	-6.5	-4.4	-8.4
토목				-26.6	3.0	-4.3	-62.6	129.3	18.7	-4.7	11.5
매출총이익률 (%)	3.0	14.5	13.9	12.1	10.9	8.7	-25.3	18.6	12.3	13.4	14.0
건축	11.6	15.0	14.0	10.8	12.0	11.5	12.0	20.8	12.6	12.9	13.9
플랜트	-1.7	16.5	16.9	22.6	18.7	15.8	-109.3	16.6	15.7	16.6	17.2
토목	-35.5	7.6	7.1	8.7	-2.9	-5.6	-326.2	8.8	7.5	8.0	6.5
연결	37.7	37.0	33.0	25.6	32.3	22.9	56.8	47.9	22.9	37.7	39.0
판관비	1,054	542	550	99	166	117	672	108	155	120	158
판관비율 (%)	13.1	6.7	5.8	4.8	7.3	5.9	39.2	5.5	7.3	6.1	7.8
영업이익	-815	634	765	151	82	57	-1,106	256	107	145	127
영업이익률 (%)	-10.1	7.8	8.1	7.3	3.6	2.8	-64.5	13.1	5.0	7.3	6.3
(YoY %)	적전	흑전	20.7	31.8	-21.5	-9.2	적전	68.9	29.8	155.7	흑전
세전이익	-1,209	566	717	96	-51	-56	-1,198	267	90	128	81
세전이익률 (%)	-15.0	7.0	7.6	4.6	-2.3	-2.8	-69.9	13.7	4.2	6.5	4.0
(YoY %)	적전	흑전	26.7	-29.8	적전	적전	적전	179.1	흑전	흑전	흑전
법인세비용	-293	141	179	38	-8	-3	-320	71	22	32	16
법인세율 (%)	24.2	25.0	25.0	39.5	16.1	4.8	26.7	26.7	25.0	25.0	30.0
순이익	-916	424	538	58	-43	-53	-878	196	67	96	66
순이익률 (%)	-11.4	5.2	5.7	2.8	-1.9	-2.7	-51.2	10.0	3.2	4.9	3.2
(YoY %)	적전	흑전	26.7	-36.6	적전	적전	적전	237.8	흑전	흑전	흑전

주: IFRS 연결 기준

자료: 대우건설, LS증권 리서치센터

대우건설 (047040)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,589	9,923	9,150	9,864	10,742
현금 및 현금성자산	1,162	1,829	1,996	2,245	2,514
매출채권 및 기타채권	4,683	4,276	4,209	4,290	4,487
재고자산	1,945	2,428	1,551	1,794	2,064
기타유동자산	1,799	1,390	1,395	1,535	1,677
비유동자산	3,070	3,436	4,444	4,381	4,415
관계기업투자등	2,626	2,920	3,955	3,891	3,925
유형자산	380	452	425	425	425
무형자산	63	64	64	64	64
자산총계	12,658	13,359	13,594	14,244	15,157
유동부채	4,544	5,111	5,038	5,139	5,337
매입채무 및 기타채무	2,664	3,095	3,029	3,135	3,340
단기금융부채	659	366	365	363	362
기타유동부채	1,221	1,650	1,645	1,640	1,635
비유동부채	3,780	4,773	4,807	4,844	4,884
장기금융부채	299	282	285	287	290
기타비유동부채	3,481	4,491	4,522	4,557	4,594
부채총계	8,324	9,884	9,845	9,983	10,222
지배주주지분	4,291	3,348	3,612	4,106	4,755
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	562	562	562	562	562
이익잉여금	2,183	1,277	1,702	2,239	2,939
비지배주주지분(연결)	43	127	137	156	180
자본총계	4,334	3,475	3,749	4,262	4,935

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-1,284	463	155	745	932
당기순이익(손실)	243	-916	424	538	700
비현금수익비용가감	347	788	808	877	951
유형자산감가상각비	114	106	113	113	113
무형자산상각비	8	8	9	9	9
기타현금수익비용	224	673	686	755	829
영업활동 자산부채변동	-1,873	591	-1,078	-669	-719
매출채권 감소(증가)	-998	-542	-68	81	197
재고자산 감소(증가)	-119	60	-877	243	270
매입채무 증가(감소)	-74	29	66	-107	-205
기타자산, 부채변동	-682	1,043	-199	-888	-981
투자활동 현금흐름	104	172	-18	-59	-179
유형자산처분(취득)	-87	-82	-9	-9	-9
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	38	100	100	100	100
기타투자활동	154	153	-109	-150	-270
재무활동 현금흐름	1,170	57	-46	-46	-47
차입금의 증가(감소)	5,908	4,476	-46	-46	-47
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-3	0	0	0
기타재무활동	-4,738	-4,416	0	0	0
현금의 증가	180	667	167	249	269
기초현금	982	1,162	1,829	1,996	2,245
기말현금	1,162	1,829	1,996	2,245	2,514

주: IFRS 연결 기준

자료: 대우건설, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	10,504	8,055	8,085	9,490	10,919
매출원가	9,576	7,816	6,909	8,175	9,379
매출총이익	928	238	1,176	1,315	1,540
판매비 및 관리비	524	1,054	542	550	579
영업이익	403	-815	634	765	961
(EBITDA)	526	-701	756	887	1,083
금융손익	-57	-59	-59	-59	-59
이자비용	160	183	183	181	178
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	12	-335	-9	11	31
세전계속사업이익	358	-1,209	566	717	933
계속사업법인세비용	116	-293	141	179	233
계속사업이익	243	-916	424	538	700
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	-916	424	538	700
지배주주	234	-912	414	522	675
총포괄이익	239	-948	457	570	732
매출총이익률 (%)	8.8	3.0	14.5	13.9	14.1
영업이익률 (%)	3.8	-10.1	7.8	8.1	8.8
EBITDA 마진률 (%)	5.0	-8.7	9.3	9.3	9.9
당기순이익률 (%)	2.3	-11.4	5.2	5.7	6.4
ROA (%)	2.0	-7.0	3.1	3.9	4.8
ROE (%)	5.8	-24.0	12.2	13.9	15.8
ROIC (%)	3.3	-7.2	6.7	7.8	9.3

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	5.5	n/a	29.4	23.3	18.0
P/B	0.3	0.4	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	5.5	n/a	18.3	15.3	12.2
P/CF	2.2	n/a	9.9	8.6	7.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-9.8	-23.3	0.4	17.4	15.1
영업이익	-39.2	적전	흑전	20.7	25.6
세전이익	-51.9	적전	흑전	26.7	30.1
당기순이익	-53.4	적전	흑전	26.7	30.1
EPS	-54.3	적전	흑전	26.0	29.4
안정성 (%)					
부채비율	192.1	284.5	262.6	234.2	207.1
유동비율	211.0	194.1	181.6	191.9	201.3
순차입금/자기자본(x)	36.7	35.9	44.9	32.5	21.6
영업이익/금융비용(x)	2.5	-4.5	3.5	4.2	5.4
총차입금 (십억원)	3,672	3,730	3,680	3,630	3,580
순차입금 (십억원)	1,591	1,247	1,685	1,385	1,066
주당지표 (원)					
EPS	563	-2,195	996	1,255	1,625
BPS	10,325	8,055	8,690	9,879	11,441
CFPS	1,418	-308	2,965	3,404	3,973
DPS	0	0	0	0	0

DL 이앤씨 (375500)

2026. 5. 19

건설/건자재

실적, 그리고 X-Energy SMR

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

미국 SMR 4대 기업인 X-Energy의 전략적 제휴 중

DL이앤씨는 미국 SMR 개발사인 X-Energy에 250억원의 전환사채에 투자하며 글로벌 SMR 플랜트 사업의 개발, 시운전, 유지보수 기술 개발을 위한 MOU를 체결했다. 이후 올해 3월 약 150억원 규모의 SMR 표준화 설계 계약도 체결했다. X-Energy는 미국 내 고온가스로(HTGR) 기반 SMR의 선두주자로 미국 정부로부터 12억달러 규모의 지원을 받은 바 있으며, 최근 상장을 통해 민간 투자도 활발히 유치 중이다. X-Energy는 뉴스케일, 테라파워, 홀텍과 함께 미국 4대 SMR 기업으로 꼽히며, 아마존은 X-Energy의 오피테이커로 참여, SMR에서 만드는 전력원을 자사 데이터센터에 도입하는 실증 사업에 참여하고 있다. (2039년까지 최대 5GW 규모의 Xe-100 SMR 공급권 우선 확보)

Buy (유지)

목표주가 (유지)	132,000 원
현재주가	79,700 원
상승여력	65.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

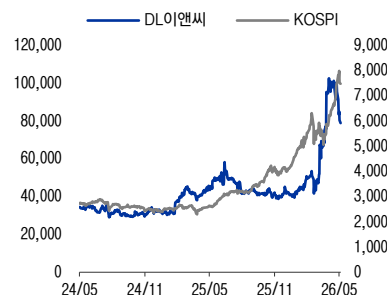
KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	30,839 억원
발행주식수	38,694 천주
52 주 최고가 / 최저가	102,500 / 38,700 원
90 일 일평균거래대금	1,055.79 억원
외국인 지분율	18.5%
배당수익률(26.12E)	1.1%
BPS(26.12E)	145,370 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -39.8%
	6개월 13.7%
	12개월 -111.1%
주주구성	DL (외 8인) 24.8%
	국민연금공단 (외 1인) 10.2%
	자사주 (외 1인) 2.9%

X-Energy와 DL이앤씨는 노르웨이 SMR 공동 개발에 파트너십을 맺은 바 있으며, 현재는 미국 워싱턴주 에너지 노스웨스트가 발표한 SMR 3개에 대한 입찰에 참여하는 것이 목표이다. 이는 X-Energy의 두번째 프로젝트로 2026년 입찰 계획이다. 미국의 원전, SMR 투자 속도가 빨라질 경우 추가적인 입찰 기회를 모색할 수 있다는 점에서 무시할 수 없는 성장의 모멘텀으로 판단된다.

높은 잔고 마진이 실적으로 증명되는 한 해

Peers의 주력 타겟 GPM이 10%인데 반해 DL이앤씨의 잔고 마진이 최소 16% 수준으로 추정되기 때문에, 실적 확인에 따른 추가 리레이팅이 분기마다 점진적으로 이어질 것으로 보인다. 특히 지난 1분기 어닝 서프라이즈는 VE (Value Engineering)으로 인한 원가율 개선, 준공예정원가 하락이 견인했다. 연간 실적에 보수적으로 주력 잔고 마진을 경상 레벨로 되돌림을 가정해두긴 했으나, 이러한 VE, 준공예정원가조정이 다시 발생한다면 이익 상방은 다시 열리게 된다. 안정적인 YoY 이익 개선세와 더불어 미국 SMR 사업 가시화로 점진적인 멀티플 리레이팅이 기대되는 한 해이다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	8,318	271	354	229	5,341	22.0	356	6.0	1.3	0.3	4.8
2025	7,402	387	117	370	8,625	61.5	461	4.8	1.6	0.3	7.3
2026E	6,950	484	568	420	10,845	25.7	493	7.3	4.4	0.6	7.7
2027E	7,436	535	640	464	11,999	10.6	545	6.6	3.9	0.5	8.0
2028E	8,276	683	809	587	15,163	26.4	693	5.3	3.0	0.5	9.3

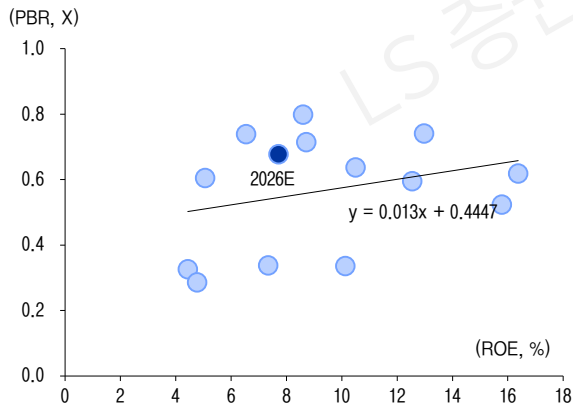
자료: DL이앤씨, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표36 DL 이앤씨 멀티플에 의한 목표주가 산정

	2024	2025	2026E	2027E
BPS (원)	112,902	122,184	145,370	156,310
PBR (X)	0.29	0.34	0.55	0.51
ROE (%)	4.8	7.3	7.7	8.0
Target BPS (원)	146,281	12M Forward BPS		
Target PBR (X)	0.90	Global 원전 Peers 밴드 하단에서 10% 할인 적용		
목표주가 (원)	132,000			
현재주가 (원, 5/18)	79,700			
Upside (%)	65.6			
기존목표주가 (원)	132,000			
변동률 (%)	0.0			

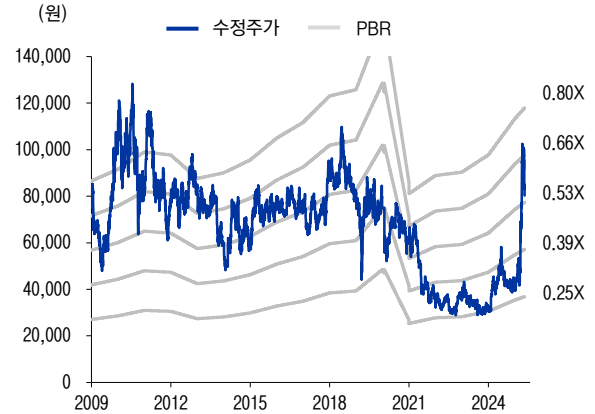
자료: LS증권 리서치센터

그림149 DL 이앤씨 ROE, PBR Matrix



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림150 DL 이앤씨 12M Forward PBR Band



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

주: 2021년 이전은 분할전 구 대림산업 기준임

표37 DL 이앤씨 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	7,402	6,950	7,436	1,808	1,991	1,907	1,696	1,725	1,755	1,729	1,741
DL이앤씨+해외법인	5,757	5,551	5,973	1,344	1,556	1,537	1,320	1,352	1,390	1,397	1,412
토목	744	767	1,019	193	190	152	210	167	176	182	243
플랜트	2,476	2,227	2,018	578	707	699	492	579	596	578	474
주택	2,537	2,556	2,937	574	659	686	618	606	618	637	695
DL건설	1,653	1,406	1,469	467	438	369	380	376	367	333	330
Sales Growth (YoY %)	-11.0	-6.1	7.0	-4.4	-3.8	-0.6	-30.5	-4.6	-11.9	-9.4	2.7
DL이앤씨+해외법인	-1.7	-3.6	7.6	4.1	11.2	13.8	-27.3	0.5	-10.7	-9.1	7.0
토목	-19.0	3.2	32.8	-3.4	-14.9	-33.1	-22.2	-13.6	-7.4	20.3	15.7
플랜트	23.4	-10.1	-9.4	38.2	53.5	44.0	-23.4	0.1	-15.7	-17.3	-3.6
주택	-13.5	0.8	14.9	-14.8	-7.8	7.5	-31.7	5.7	-6.2	-7.2	12.5
DL건설	-33.1	-14.9	4.5	-21.9	-34.9	-35.3	-39.8	-19.4	-16.2	-9.7	-13.1
매출총이익률 (%)	15.6	17.0	17.4	10.7	12.7	13.5	11.6	15.3	12.6	13.0	13.3
DL이앤씨+해외법인	12.0	13.3	13.9	10.4	13.4	13.2	10.4	14.4	12.5	12.9	13.3
토목	6.3	9.9	9.3	10.2	8.8	-9.5	12.0	9.8	9.8	9.7	10.1
플랜트	11.3	10.0	12.6	11.6	15.2	14.1	1.4	9.8	9.4	10.2	10.9
주택	14.3	17.1	16.5	9.3	12.8	17.4	17.1	20.1	16.2	16.3	16.1
DL건설	12.5	14.4	13.9	11.0	10.2	13.9	15.6	17.6	13.1	13.1	13.5
영업이익	387	484	535	81	126	117	63	157	111	111	104
DL이앤씨+해외법인	317	376	439	59	104	117	38	107	89	91	89
DL건설	70	107	96	22	23	0	25	50	22	20	16
(YoY %)	42.8	25.0	10.7	33.0	287.5	40.1	-33.1	94.3	-11.8	-4.8	65.0
DL이앤씨+해외법인	26.7	18.7	16.7	45.6	147.0	59.9	-60.1	81.7	-13.7	-22.2	135.2
DL건설	402.9	53.8	-10.6	87.2	흑전	n/a	흑전	128.3	-2.3	n/a	-38.1
영업이익률 (%)	5.2	7.0	7.2	4.5	6.3	6.1	3.7	9.1	6.3	6.4	6.0
DL이앤씨+해외법인	5.5	6.8	7.4	4.4	6.7	7.6	2.9	7.9	6.4	6.5	6.3
DL건설	4.2	7.6	6.5	4.7	5.2	0.0	6.7	13.3	6.0	5.9	6.5
당기순이익	370	420	464	30	8	126	205	160	132	96	32
순이익률 (%)	5.0	6.0	6.2	1.7	0.4	6.6	12.1	9.3	7.5	5.5	1.8
(YoY %)	61.5	13.4	10.6	16.4	-79.6	179.0	75.0	429.5	1,493.9	-24.2	-84.6

주: IFRS 연결 기준 / 자료: DL이앤씨, LS증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,006	5,635	4,926	5,518	6,496
현금 및 현금성자산	1,864	1,844	1,861	2,255	2,894
매출채권 및 기타채권	1,649	1,547	933	998	1,111
재고자산	921	886	838	896	998
기타유동자산	1,571	1,358	1,295	1,368	1,493
비유동자산	3,707	4,035	5,165	5,069	4,763
관계기업투자등	3,642	3,971	5,102	5,005	4,700
유형자산	36	42	42	42	42
무형자산	29	21	21	21	21
자산총계	9,712	9,669	10,092	10,587	11,259
유동부채	3,855	3,727	3,282	3,356	3,488
매입채무 및 기타채무	1,821	1,628	1,185	1,261	1,395
단기금융부채	160	160	160	160	160
기타유동부채	1,873	1,938	1,937	1,935	1,933
비유동부채	1,012	699	1,185	1,182	1,179
장기금융부채	43	113	114	115	116
기타비유동부채	969	586	1,072	1,067	1,063
부채총계	4,867	4,425	4,467	4,539	4,667
지배주주지분	4,846	5,244	5,625	6,048	6,591
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	1,076	1,423	1,804	2,227	2,770
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	4,846	5,244	5,625	6,048	6,591

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,318	7,402	6,950	7,436	8,276
매출원가	7,473	6,502	6,007	6,395	7,072
매출총이익	846	900	942	1,041	1,204
판매비 및 관리비	575	513	459	506	521
영업이익	271	387	484	535	683
(EBITDA)	356	461	493	545	693
금융손익	136	14	14	14	14
이자비용	51	45	49	49	49
관계기업등 투자손익	8	2	0	0	0
기타영업외손익	-61	-285	70	91	113
세전계속사업이익	354	117	568	640	809
계속사업법인세비용	125	-253	148	176	223
계속사업이익	229	370	420	464	587
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	370	420	464	587
지배주주	229	370	420	464	587
총포괄이익	118	456	420	464	587
매출총이익률 (%)	10.2	12.2	13.6	14.0	14.6
영업이익률 (%)	3.3	5.2	7.0	7.2	8.3
EBITDA 마진률 (%)	4.3	6.2	7.1	7.3	8.4
당기순이익률 (%)	2.8	5.0	6.0	6.2	7.1
ROA (%)	2.4	3.8	4.2	4.5	5.4
ROE (%)	4.8	7.3	7.7	8.0	9.3
ROIC (%)	3.7	15.7	7.6	8.1	10.6

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	188	232	386	760	980
당기순이익(손실)	229	370	420	464	587
비현금수익비용가감	334	209	68	81	95
유형자산감가상각비	76	68	4	4	4
무형자산상각비	9	6	6	6	6
기타현금수익비용	249	135	58	71	85
영업활동 자산부채변동	-375	-347	-101	215	298
매출채권 감소(증가)	-281	-144	-614	65	113
재고자산 감소(증가)	18	35	-48	59	101
매입채무 증가(감소)	-28	-305	443	-76	-134
기타자산, 부채변동	-85	68	118	168	218
투자활동 현금흐름	-167	-52	-345	-338	-311
유형자산처분(취득)	4	18	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	9	0	0	0
투자자산 감소(증가)	10	17	17	17	17
기타투자활동	-181	-96	-358	-351	-324
재무활동 현금흐름	-192	-222	-47	-49	-52
차입금의 증가(감소)	2,004	2,663	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-22	-23	-39	-41	-44
기타재무활동	-2,174	-2,862	0	0	0
현금의 증가	-140	-20	16	395	639
기초현금	2,004	1,864	1,844	1,861	2,255
기말현금	1,864	1,844	1,861	2,255	2,894

주: IFRS 연결 기준

자료: DL 이앤씨, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	6.0	4.8	7.3	6.6	5.3
P/B	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	1.3	1.6	4.4	3.9	3.0
P/CF	2.2	2.7	6.3	5.7	4.5
배당수익률 (%)	1.7	2.2	1.1	1.2	1.3
성장성 (%)					
매출액	4.1	-11.0	-6.1	7.0	11.3
영업이익	-18.1	42.8	25.0	10.7	27.6
세전이익	26.5	-66.9	384.5	12.8	26.4
당기순이익	13.4	61.5	13.4	10.6	26.4
EPS	22.0	61.5	25.7	10.6	26.4
안정성 (%)					
부채비율	100.4	84.4	79.4	75.0	70.8
유동비율	155.8	151.2	150.1	164.4	186.2
순차입금/자기자본(x)	-16.1	-16.7	-16.4	-16.1	-15.5
영업이익/금융비용(x)	5.3	8.7	9.9	11.0	14.0
총차입금 (십억원)	1,084	968	958	948	938
순차입금 (십억원)	-781	-876	-923	-971	-1,019
주당지표 (원)					
EPS	5,341	8,625	10,845	11,999	15,163
BPS	112,902	122,184	145,370	156,310	170,347
CFPS	14,557	14,973	12,601	14,090	17,621
DPS	540	890	900	950	1,000

GS 건설 (006360)

2026. 5. 19

건설/건자재

베팅해 볼만한 시점

Analyst 김세련

sally.kim@ls-sec.co.kr

팀코리아 원전 수주 풀 확대에 따른 참여 기회 모색 중

GS건설의 1분기 영업이익은 735억원으로 전년동기대비 4.4% 증가, 컨센서스 영업이익 1,072억원 대비 31.4% 하회했다. 주택 수주잔고 회전율이 시장 예상대비 더 큰 폭으로 느려지며 예상보다 부진했던 매출이 금번 실적 하회를 이끈 주된 요인이다. GS건설 매출 비중의 약 70%가 건축/주택부문에서 발생하는 만큼, 매출 감소가 감익을 크게 이끄는 상황이다. 그럼에도 불구하고 2021년 건자재 가격 슈팅 사이클에 착공했던 주택 현장의 준공, 정상 마진 현장의 매출 램프업에 따른 현장 믹스 개선으로 마진율 개선세가 확인된 점은 의미가 있다. 오히려 주택 믹스 개선 속도를 고려해 오히려 2027년 이익 눈높이는 연초 대비 높게 보고 있다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	50,000 원
현재주가	31,500 원
상승여력	58.7%

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

한수원은 올해 신규 원전 건설 중간사 선정에서 중간사 경험이 없는 새로운 기업에게도 기회를 제공해 입찰 경쟁을 유도할 것임을 밝힌 바 있다. GS건설의 원전 실적은 국내에서만 Sub-Con으로 신월성 1,2호기 (대우건설 컨소시엄), 신한울 1,2호기 (현대건설 컨소시엄), 신고리 1,2호기 보조시설 등에 참여한 바 있으며, 원전/SMR 인력은 100여명 보유하고 있는 것으로 파악된다. 팀코리아의 베트남 닌투언 원전 2호기 수주 기대감이 하반기 고조되는 상황인 만큼, GS건설의 최초 원전 수출 가능성에 대한 베팅을 이어가볼만 한 시점으로 판단된다.

주택주를 탈피한 밸류에이션 눈높이 유지

GS건설에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 50,000원으로 유지한다. GS건설의 밸류에이션 눈높이는 원전과 중동 재건에 따른 EPC로 맞춰야 한다는 판단이다. 비록 원전 수출은 아직 기대감이나, 팀코리아의 원전 풀 확대로 지속적인 원전 수출 입찰을 시도할 것이라는 점은 명백하다. 또한, 이란 전쟁 여파로 중동 석유화학 플랜트의 재건 수요는 과거 쿠웨이트, 사우디 등 중동에서 석유화학 레코드가 많았던 GS건설에게 분명한 기회요인이라는 판단이다.

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	26,958 억원
발행주식수	85,581 천주
52주 최고가 / 최저가	43,100 / 18,070 원
90일 일평균거래대금	989.98 억원
외국인 지분율	15.5%
배당수익률(26.12E)	1.9%
BPS(26.12E)	54,431 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -40.6%
	6개월 -19.4%
	12개월 -122.1%
주주구성	허창수 (외 15인) 23.0%
	국민연금공단 (외 1인) 6.9%
	자사주 (외 1인) 0.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	12,864	286	442	264	3,084	흑전	311	5.6	16.5	0.3	6.0
2025	12,450	438	147	93	1,092	-64.6	466	18.0	10.3	0.4	2.0
2026E	10,916	401	368	243	2,841	160.2	433	11.1	10.6	0.6	5.1
2027E	12,351	667	648	454	5,303	86.7	701	5.9	5.6	0.5	9.4
2028E	13,559	847	836	585	6,839	29.0	885	4.6	3.3	0.5	11.1

자료: GS건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표38 GS 건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	12,450	10,916	12,351	3,063	3,196	3,208	2,983	2,401	2,731	2,834	2,950
인프라	1,462	1,391	1,494	346	311	381	424	326	333	357	375
플랜트	1,320	1,533	2,179	284	341	340	356	254	370	404	505
건축/주택	7,787	6,046	6,686	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,579	1,488	1,559
신성장	1,779	1,841	1,887	395	371	619	395	371	424	559	487
Sales Growth (YoY %)	-3.2	-12.3	13.2	-0.3	-3.1	3.2	-11.9	-21.6	-14.5	-11.7	-1.1
인프라	27.4	-4.8	7.3	34.6	20.1	21.8	33.0	-5.5	7.0	-6.3	-11.5
플랜트	88.0	16.1	42.2	178.0	163.1	93.6	20.7	-10.6	8.5	18.9	41.9
건축/주택	-18.1	-22.4	10.6	-15.8	-15.2	-17.5	-24.3	-29.3	-26.5	-19.4	-12.6
신성장	27.8	3.5	2.5	37.5	5.9	71.3	0.4	-6.0	14.2	-9.6	23.5
Sales Growth (QoQ %)				-9.6	4.3	0.4	-7.0	-19.5	13.8	3.8	4.1
인프라				8.4	-9.9	22.4	11.2	-22.9	2.1	7.2	4.9
플랜트				-4.0	20.1	-0.3	4.9	-28.8	45.8	9.2	25.2
건축/주택				-14.7	6.9	-14.1	-3.3	-20.3	11.1	-5.8	4.8
신성장				0.3	-6.0	66.7	-36.2	-6.0	14.2	31.9	-12.8
GPM (%)	10.8	10.7	11.5	9.5	9.3	12.1	12.3	8.3	11.0	11.5	11.7
인프라	6.2	5.3	6.2	14.8	-7.2	6.2	9.0	3.9	5.1	5.4	6.5
플랜트	7.1	0.1	6.1	2.4	1.1	9.2	14.5	-24.2	4.2	5.0	5.4
건축/주택	13.9	13.2	13.8	9.5	16.9	11.8	17.3	12.4	13.0	13.6	14.0
신성장	4.6	15.6	14.1	9.4	-11.4	19.0	-7.8	18.3	14.4	15.0	15.5
판관비	907	770	753	221	137	240	309	125	192	208	244
판관비율 (%)	7.3	7.1	6.1	7.2	4.3	7.5	10.4	5.2	7.0	7.3	8.3
영업이익	438	401	667	70	162	148	57	73	108	119	101
영업이익률 (%)	3.5	3.7	5.4	2.3	5.1	4.6	1.9	3.1	4.0	4.2	3.4
(YoY %)	53.1	-8.3	66.1	-0.2	73.5	81.5	41.5	4.4	-33.3	-20.1	77.7
세전이익	147	368	648	43	-116	165	56	64	90	130	84
세전이익률 (%)	1.2	3.4	5.2	1.4	-3.6	5.1	1.9	2.7	3.3	4.6	2.9
(YoY %)	-66.6	150.0	76.0	-76.2	적전	-9.0	116.2	49.8	흑전	-21.0	50.2
법인세비용	54	125	195	29	-29	43	12	53	22	33	17
법인세율 (%)	36.6	34.0	30.0	67.7	25.2	26.0	20.5	83.2	25.0	25.0	20.4
순이익	93	243	454	14	-87	122	45	11	67	98	67
순이익률 (%)	0.8	2.2	3.7	0.4	-2.7	3.8	1.5	0.4	2.5	3.4	2.3
(YoY %)	-64.6	160.2	86.7	-90.1	적전	1.0	흑전	-22.0	흑전	-19.9	50.4

자료: GS건설, LS증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,667	9,074	9,854	10,992	12,531
현금 및 현금성자산	2,083	3,016	4,231	4,901	5,898
매출채권 및 기타채권	2,841	2,664	2,336	2,572	2,823
재고자산	1,280	1,163	1,077	1,218	1,337
기타유동자산	2,463	2,231	2,210	2,301	2,472
비유동자산	9,137	9,386	8,561	8,017	7,236
관계기업투자등	5,434	6,569	5,445	5,028	4,409
유형자산	2,639	1,626	1,974	1,822	1,673
무형자산	1,064	1,191	1,142	1,166	1,154
자산총계	17,803	18,460	18,415	19,009	19,767
유동부채	9,032	7,832	7,597	7,799	8,063
매입채무 및 기타채무	2,809	2,691	2,429	2,605	2,842
단기금융부채	1,131	991	989	988	986
기타유동부채	5,092	4,150	4,178	4,206	4,234
비유동부채	3,684	5,104	5,458	5,452	5,445
장기금융부채	450	497	492	487	482
기타비유동부채	3,234	4,607	4,966	4,964	4,963
부채총계	12,716	12,936	13,055	13,251	13,508
지배주주지분	4,414	4,793	4,658	5,042	5,549
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
이익잉여금	3,266	3,342	3,534	3,919	4,427
비지배주주지분(연결)	673	731	702	716	709
자본총계	5,087	5,524	5,360	5,759	6,258

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,864	12,450	10,916	12,351	13,559
매출원가	11,750	11,105	9,745	10,931	11,925
매출총이익	1,114	1,345	1,171	1,420	1,634
판매비 및 관리비	828	907	770	753	786
영업이익	286	438	401	667	847
(EBITDA)	311	466	433	701	885
금융손익	-221	-217	-203	-171	-140
이자비용	315	331	341	341	340
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	377	-73	170	152	129
세전계속사업이익	442	147	368	648	836
계속사업법인세비용	178	54	125	195	251
계속사업이익	264	93	243	454	585
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	93	243	454	585
지배주주	246	94	214	418	538
총포괄이익	200	220	115	325	455
매출총이익률 (%)	8.7	10.8	10.7	11.5	12.0
영업이익률 (%)	2.2	3.5	3.7	5.4	6.2
EBITDA 마진률 (%)	2.4	3.7	4.0	5.7	6.5
당기순이익률 (%)	2.1	0.8	2.2	3.7	4.3
ROA (%)	1.5	0.5	1.3	2.4	3.0
ROE (%)	6.0	2.0	5.1	9.4	11.1
ROIC (%)	1.1	3.3	2.5	4.5	5.9

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	268	592	803	676	891
당기순이익(손실)	264	93	243	454	585
비현금수익비용가감	371	612	522	527	533
유형자산감가상각비	181	207	239	236	234
무형자산상각비	28	31	31	31	31
기타현금수익비용	163	375	252	260	268
영업활동 자산부채변동	-367	-114	38	-305	-227
매출채권 감소(증가)	303	184	328	-236	-251
재고자산 감소(증가)	189	169	87	-142	-119
매입채무 증가(감소)	-93	-339	-262	176	237
기타자산, 부채변동	-766	-128	-115	-104	-93
투자활동 현금흐름	-549	-247	-120	-120	-22
유형자산처분(취득)	15	409	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	2	2	49	-24	12
투자자산 감소(증가)	-416	-226	-226	-226	-226
기타투자활동	-149	-432	61	134	195
재무활동 현금흐름	77	574	518	100	114
차입금의 증가(감소)	15	409	486	-11	-11
자본의 증가(감소)	3	2	0	0	0
배당금의 지급	32	42	51	68	77
기타재무활동	26	120	-20	42	47
현금의 증가	-162	933	1,215	670	997
기초현금	2,245	2,083	3,016	4,231	4,901
기말현금	2,083	3,016	4,231	4,901	5,898

주: IFRS 연결 기준

자료: GS 건설, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	5.6	18.0	11.1	5.9	4.6
P/B	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.5	10.3	10.6	5.6	3.3
P/CF	2.3	2.4	3.5	2.7	2.4
배당수익률 (%)	1.7	2.5	1.9	2.5	2.9
성장성 (%)					
매출액	-4.3	-3.2	-12.3	13.2	9.8
영업이익	흑전	53.1	-8.3	66.1	27.1
세전이익	흑전	-66.6	150.0	76.0	29.0
당기순이익	흑전	-64.6	160.2	86.7	29.0
EPS	흑전	-64.6	160.2	86.7	29.0
안정성 (%)					
부채비율	250.0	234.2	243.6	230.1	215.8
유동비율	96.0	115.9	129.7	140.9	155.4
순차입금/자기자본(x)	71.8	56.4	35.3	21.0	3.3
영업이익/금융비용(x)	0.9	1.3	1.2	2.0	2.5
총차입금 (십억원)	5,735	6,132	6,122	6,112	6,102
순차입금 (십억원)	3,652	3,117	1,891	1,212	204
주당지표 (원)					
EPS	3,084	1,092	2,841	5,303	6,839
BPS	51,578	56,005	54,431	58,919	64,843
CFPS	7,422	8,245	8,934	11,457	13,067
DPS	300	500	600	800	900

삼성 E&A (028050)

수주로 입증할 저력

2026. 5. 19

건설/건자재

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

무난한 펀더멘탈, Captive가 2분기부터 실적 이끌것

삼성E&A의 1분기 영업이익은 1,882억원으로 전년동기대비 19.6% 증가, 당사 추정치 대비 8.0% 상회하는 실적을 기록했다. 매출 램프업이 본격적으로 진행중인 화공 부문의 사우디 파드힐리 가스 (8.7조원), UAE 타지즈 메탄올 (2.4조원), 말레이시아 SAF (1.4조원)의 본격 매출 반영으로 탑라인 성장성은 지속될 전망이다. 이에 더해 삼성전자 P5의 이익 기여가 2분기부터 본격화 될 전망으로, 안정적인 이익 기초가 지속되는 한 해가 될 것이다.

반도체 투자, 중동 재건으로 수주 증가, 차선호주 추천 유지

삼성E&A에 투자의견 Buy, 목표주가를 70,000원으로 유지하며 섹터 내 차선호주 추천을 유지한다. 삼성E&A의 1분기 신규수주는 4.6조원을 기록하며 연간 수주 가이드스 12조원의 40%를 채웠다. 연내 역사적 고점 수준의 수주가 예상되는 근거는 세가지이다.

1) 에너지 안보 강화, 에너지 다변화 니즈 확대에 따른 가스 및 신재생 부문의 발주는 전쟁으로 인해 더욱 가속화 될 전망이다. 2) 지난해에서 이연된 사우디 카푸지 가스 20억달러, 카타르 우레아 요소수 플랜트 25억달러 등 굵직한 플랜트의 수주 안건이 대기중이다. 3) 이에 더해 삼성전자의 CAPEX 사이클로 인해 그룹사 수주 물량 역시 연초 대비 눈높이를 높여야 하는 시점이다. 이에 더해 3) 최근 전쟁에 따라 다운스트림 생산 시설이 타격을 받으며 재건 수주에 대한 기대감 역시 유효한 시점이다.

올해 수주가 펀더멘탈 개선의 동력을 만들고, 재건 수주 풀 확장이 모멘텀을 만들고, 장기적인 뉴에너지로의 전환이 멀티플을 만드는 시점이다. Global Peers 밸류에이션 레벨 고려 시 수주 성과에 따라 추가적인 리레이팅이 가능한 시점이다..

Buy (유지)

목표주가 (유지)	70,000 원
현재주가	49,500 원
상승여력	41.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(5/18)	7,516.04 pt
시가총액	97,020 억원
발행주식수	196,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	64,400 / 19,790 원
90 일 일평균거래대금	1,524.06 억원
외국인 지분율	39.5%
배당수익률(26.12E)	1.5%
BPS(26.12E)	28,567 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -21.5%
	6개월 5.5%
	12개월 -40.5%
주주구성	삼성 SDI (외 8인) 20.6%
	국민연금공단 (외 1인) 7.3%
	강성영 (외 1인) 0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	9,967	972	904	639	3,862	0.4	1,041	4.3	0.7	0.8	16.6
2025	9,029	792	830	648	3,150	-18.4	874	7.6	4.4	1.0	14.5
2026E	10,077	833	853	665	3,293	4.5	917	16.0	10.0	1.8	12.9
2027E	11,755	1,065	1,091	851	4,243	28.8	1,149	12.4	7.9	1.6	14.3
2028E	12,876	1,224	1,255	979	4,881	15.0	1,308	10.8	6.7	1.4	14.5

자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표39 삼성 E&A 멀티플에 의한 목표주가 산정

	2024	2025	2026E	2027E
BPS (원)	21,591	24,187	28,567	32,321
PBR (X)	0.77	0.99	1.84	1.63
ROE (%)	16.6	14.5	12.9	14.3
적용BPS (원)	29,819	12M Forward BPS		
Target Multiple (X)	2.3	Global EPC 평균 PBR 2.6X에서 10% 할인		
목표주가 (원)	70,000			
현재주가 (원, 5/18)	49,500			
Upside (%)	41.4			
기존목표주가 (원)	70,000			
변동률 (%)	0.0			

자료: LS증권 리서치센터

표40 플랜트 EPC Players Historical PBR

항목	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26E
해외 EPC 평균	2.7	2.6	2.5	2.6	2.4	2.3	1.9	1.9	2.2	1.9	3.1	3.1	2.9	3.2	3.1	3.3
L&T, Linde 제외시	2.5	2.6	2.5	2.5	2.2	2.3	1.8	1.7	2.1	1.7	3.4	3.3	2.6	2.5	2.4	2.6
Fluor	2.5	2.9	3.4	2.9	2.2	2.3	2.2	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	3.4	2.1	1.9	2.3
TR	4.6	4.5	5.1	4.5	4.9	5.0	3.3	3.5	4.2	2.2	4.1	7.2	1.9	2.3	4.0	3.8
Technip											1.5	1.5	2.0	2.2	2.6	2.9
Saipem	3.1	2.5	1.5	0.9	1.0	1.1	0.8	0.8	1.1	0.7	5.6	1.1	1.2	1.9	1.8	2.9
KBR Inc.	1.7	1.7	1.9	2.6	2.3	3.1	2.3	1.3	2.3	2.8	4.0	4.4	5.4	5.4	3.4	2.5
Chiyoda	1.3	1.6	1.4	1.8	1.3	1.1	1.2	1.7								
JGC	1.9	2.2	1.8	2.4	1.6	1.0	1.3	1.5	0.9	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7	1.4
L&T	4.0	2.7	2.5	3.1	3.9	2.6	2.9	3.3	3.1	1.7	2.6	3.0	3.4	6.0	4.9	5.0
Linde							0.9	1.7	2.3	2.9	4.0	4.0	5.0	5.2	5.2	5.7

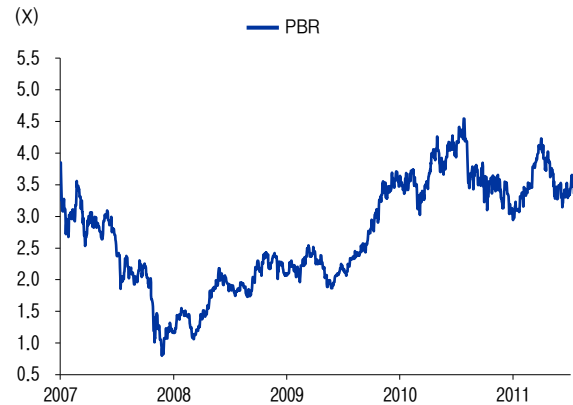
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림151 삼성 E&A 12M Forward PBR Band



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림152 중등 발주 사이클 ('10~'12) 당시 삼성 E&A PBR 추이



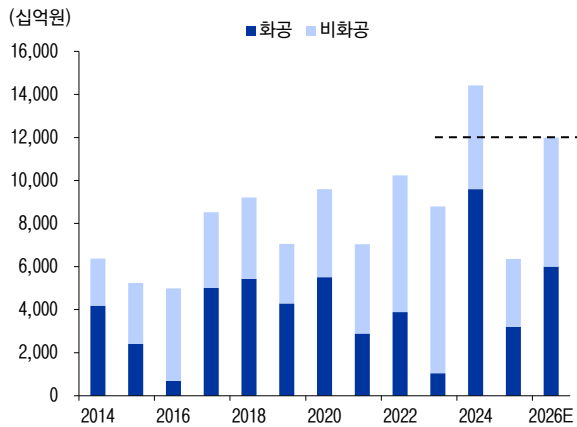
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표41 삼성 E&A 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	9,029	10,077	11,755	2,098	2,178	1,996	2,757	2,267	2,511	2,549	2,749
화공	5,151	5,131	5,234	1,091	1,305	1,266	1,489	1,130	1,312	1,289	1,399
첨단산업	2,531	2,675	3,981	769	589	402	771	574	633	711	756
New Energy	1,346	2,271	2,539	238	283	327	498	563	566	549	593
Sales Growth (YoY %)	-9.4	11.6	16.7	-11.8	-19.0	-13.7	7.6	8.1	15.3	27.7	-0.3
화공	12.6	-0.4	2.0	16.7	5.8	14.5	14.5	3.5	0.5	1.8	-6.0
첨단산업	-44.9	5.7	48.8	-36.3	-53.5	-61.5	-28.3	-25.3	7.5	76.7	-1.8
New Energy	66.4	68.7	11.8	-1.9	44.3	97.1	143.6	136.9	99.6	67.7	19.2
매출총이익률 (%)	14.8	14.0	14.4	14.0	14.4	15.5	15.1	15.2	13.6	13.9	13.6
화공	14.4	13.3	13.6	12.1	13.8	14.6	16.4	16.0	13.2	12.8	11.8
첨단산업	14.0	14.1	14.6	15.2	12.3	9.8	16.2	13.9	13.1	14.3	15.0
New Energy	17.8	15.5	15.7	18.9	21.8	25.9	9.7	14.8	15.1	16.1	15.9
판관비	542	579	623	137	133	132	140	156	136	141	146
판관비율 (%)	6.0	5.8	5.3	6.5	6.1	6.6	5.1	6.9	5.4	5.5	5.3
영업이익	792	833	1,065	157	181	177	277	188	204	213	227
영업이익률 (%)	8.8	8.3	9.1	7.5	8.3	8.8	10.1	8.3	8.1	8.4	8.3
(YoY %)	-18.5	5.2	27.9	-24.9	-31.1	-13.4	-6.2	19.6	13.0	20.8	-18.1
순이익	648	665	851	157	142	157	192	163	171	178	153
순이익률 (%)	7.2	6.6	7.2	7.5	6.5	7.9	7.0	7.2	6.8	7.0	5.6
(YoY %)	1.5	2.6	27.9	-4.2	-31.0	-0.6	72.9	3.9	20.7	13.2	-20.4

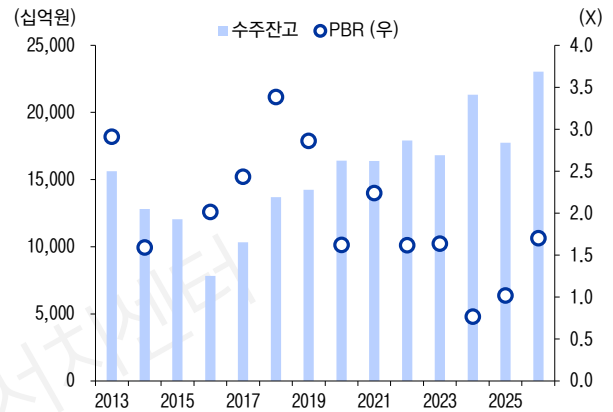
자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림153 삼성 E&A 화공, 비화공 신규수주 추이 및 가이드스



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림154 삼성 E&A 전체 수주잔고와 연도별 PBR 추이



자료: 삼성E&A, FnGuide, LS증권 리서치센터

삼성 E&A (028050)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,942	7,659	7,879	8,581	9,310
현금 및 현금성자산	2,596	862	1,186	1,270	1,664
매출채권 및 기타채권	3,809	3,301	3,037	3,382	3,528
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,537	3,496	3,656	3,929	4,119
비유동자산	2,071	2,380	2,487	3,158	3,685
관계기업투자등	1,529	1,765	1,642	2,308	2,832
유형자산	443	507	737	742	746
무형자산	99	108	108	108	108
자산총계	10,013	10,040	10,366	11,739	12,996
유동부채	5,871	5,259	4,783	5,468	5,913
매입채무 및 기타채무	4,636	4,383	4,273	4,964	5,422
단기금융부채	104	0	21	29	31
기타유동부채	1,132	876	489	474	460
비유동부채	246	335	332	330	327
장기금융부채	18	25	25	25	26
기타비유동부채	229	310	307	304	301
부채총계	6,118	5,593	5,115	5,797	6,240
지배주주지분	4,232	4,741	5,599	6,335	7,203
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-67	-67	-67	-67
이익잉여금	3,187	3,675	4,186	4,876	5,690
비지배주주지분(연결)	-336	-295	-348	-394	-448
자본총계	3,896	4,446	5,251	5,941	6,756

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,967	9,029	10,077	11,755	12,876
매출원가	8,457	7,695	8,664	10,067	10,995
매출총이익	1,509	1,334	1,412	1,688	1,881
판매비 및 관리비	538	542	579	623	657
영업이익	972	792	833	1,065	1,224
(EBITDA)	1,041	874	917	1,149	1,308
금융손익	162	107	107	107	107
이자비용	14	2	0	1	2
관계기업등 투자손익	18	23	0	0	0
기타영업외손익	-248	-91	-86	-81	-76
세전계속사업이익	904	830	853	1,091	1,255
계속사업법인세비용	265	182	188	240	276
계속사업이익	639	648	665	851	979
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	639	648	665	851	979
지배주주	757	617	645	832	957
총포괄이익	598	698	652	839	970
매출총이익률 (%)	15.1	14.8	14.0	14.4	14.6
영업이익률 (%)	9.7	8.8	8.3	9.1	9.5
EBITDA 마진률 (%)	10.4	9.7	9.1	9.8	10.2
당기순이익률 (%)	6.4	7.2	6.6	7.2	7.6
ROA (%)	7.2	6.5	6.5	7.7	7.9
ROE (%)	16.6	14.5	12.9	14.3	14.5
ROIC (%)	61.3	18.5	17.0	18.6	19.4

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	1,636	254	613	535	871
당기순이익(손실)	639	648	665	851	979
비현금수익비용가감	267	123	55	55	56
유형자산감가상각비	43	47	49	49	49
무형자산상각비	26	35	35	35	35
기타현금수익비용	197	41	-29	-29	-29
영업활동 자산부채변동	730	-517	-107	-371	-164
매출채권 감소(증가)	-1,286	638	-264	345	146
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-155	48	110	-692	-458
기타자산, 부채변동	2,171	-1,203	47	-24	148
투자활동 현금흐름	-50	-1,709	-134	-260	-276
유형자산처분(취득)	-10	-13	21	8	1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-43	-53	-53	-53	-53
기타투자활동	4	-1,643	-102	-215	-224
재무활동 현금흐름	-30	-264	-212	-250	-257
차입금의 증가(감소)	-10	-13	21	8	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	129	-155	-161	-165
기타재무활동	-19	-380	-78	-98	-94
현금의 증가	1,681	-1,734	324	84	394
기초현금	915	2,596	862	1,186	1,270
기말현금	2,596	862	1,186	1,270	1,664

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성 E&A, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

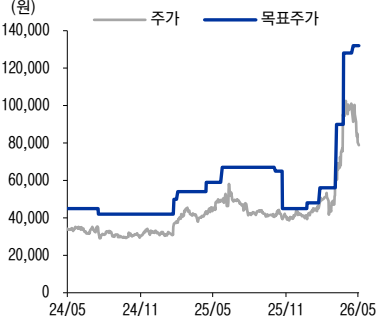
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	4.3	7.6	16.0	12.4	10.8
P/B	0.8	1.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	0.7	4.4	10.0	7.9	6.7
P/CF	3.6	6.1	14.3	11.4	10.0
배당수익률 (%)	4.0	3.3	1.5	1.6	1.6
성장성 (%)					
매출액	-6.2	-9.4	11.6	16.7	9.5
영업이익	-2.2	-18.5	5.2	27.9	14.9
세전이익	-3.1	-8.1	2.7	27.9	15.0
당기순이익	-8.2	1.5	2.6	27.9	15.0
EPS	0.4	-18.4	4.5	28.8	15.0
안정성 (%)					
부채비율	157.0	125.8	97.4	97.6	92.4
유동비율	135.3	145.6	164.7	156.9	157.5
순차입금/자기자본(x)	-64.0	-19.4	-22.0	-20.4	-23.3
영업이익/금융비용(x)	68.9	479.6	1,741.7	742.5	511.8
총차입금 (십억원)	104	0	30	60	90
순차입금 (십억원)	-2,492	-862	-1,156	-1,210	-1,574
주당지표 (원)					
EPS	3,862	3,150	3,293	4,243	4,881
BPS	21,591	24,187	28,567	32,321	36,750
CFPS	4,620	3,936	3,674	4,623	5,279
DPS	660	790	790	820	840

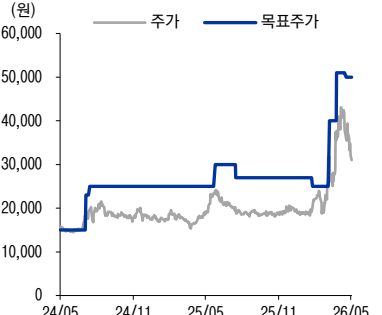
두산에너지 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2026.05.19	신규	김세련									
	2026.05.19	Buy	150,000									


삼성물산 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2026.05.19	신규	김세련									
	2026.05.19	Buy	550,000									

현대건설 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.07.22	신규	김세련									
	2024.06.04	Buy	50,000	-33.6	-35.3							
	2024.07.09	Buy	45,000	-23.4	-27.4							
	2024.07.22	Buy	43,000	-22.2	-27.6							
	2024.10.23	Buy	40,000	-26.3	-31.9							
	2025.01.08	Buy	37,000	-6.5	-20.7							
	2025.02.17	Buy	48,000	-14.3	-25.0							
	2025.04.30	Buy	58,000	18.6	-11.0							
	2025.06.09	Buy	95,000	-14.6	-27.3							
	2025.09.09	Buy	85,000	-13.5	-29.8							
	2025.11.03	Buy	94,000	11.0	-24.7							
	2026.01.19	Buy	140,000	-19.3	-23.8							
	2026.02.05	Buy	150,000	13.4	-5.6							
	2026.03.23	Buy	210,000									

대우건설 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.07.22	신규	김세련									
	2024.06.04	Buy	5,000	-14.8	-22.5							
	2024.10.31	Buy	4,500	-16.8	-22.9							
	2025.01.10	Buy	4,000	-10.1	-18.1							
	2025.02.17	Buy	4,500	-17.2	-25.4							
	2025.04.30	Buy	5,000	-9.3	-22.9							
	2025.06.09	Buy	6,000	-23.2	-30.2							
	2025.07.30	Buy	5,500	-20.5	-31.6							
	2025.11.03	Buy	4,500	0.0	-19.0							
	2026.01.19	Buy	5,500	4.9	-7.2							
	2026.02.10	Buy	7,000	173.0	42.2							
	2026.03.23	Buy	22,000	68.9	7.1							
	2026.04.29	Buy	45,000									

DL 이앤씨 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.05.12	신규	김세련										
		2024.06.04	Buy	45,000	-21.2		-25.1							
		2024.08.02	Buy	42,000	-16.3		-25.4							
		2025.02.07	Buy	50,000	-23.9		-25.1							
		2025.02.17	Buy	54,000	-15.9		-23.2							
		2025.04.30	Buy	59,000	-15.3		-21.8							
		2025.06.09	Buy	67,000	-13.1		-31.5							
		2025.10.20	Buy	65,000	-31.8		-35.4							
		2025.11.07	Hold	45,000	0.2		-9.0							
		2026.01.08	Buy	48,000	-3.1		-9.2							
		2026.02.09	Buy	56,000	20.4		-11.4							
		2026.03.23	Buy	90,000	5.8		-18.9							
		2026.04.10	Buy	128,000	-19.9		-23.1							
		2026.05.04	Buy	132,000										

GS 건설 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2019.07.22	신규	김세련										
		2024.06.04	Hold	15,000		-3.5	2.1							
		2024.07.19	Buy	23,000	-16.5		-21.8							
		2024.07.29	Buy	25,000	-6.0		-26.4							
		2025.06.09	Buy	30,000	-19.5		-28.6							
		2025.07.31	Buy	27,000	-23.7		-29.7							
		2026.02.09	Buy	25,000	27.2		-10.7							
		2026.03.23	Buy	40,000	-6.5		-28.2							
		2026.04.10	Buy	51,000	-15.5		-21.7							
		2026.05.04	Buy	50,000										

삼성 E&A 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2019.07.22	신규	김세련										
		2024.06.04	Buy	35,000	-18.4		-31.1							
		2024.10.25	Buy	30,000	-37.1		-40.2							
		2024.11.18	Buy	28,000	-26.4		-35.7							
		2025.03.25	Buy	30,000	-14.0		-28.3							
		2025.07.25	Buy	33,000	-8.2		-19.3							
		2026.01.26	Buy	35,000	11.3		-5.4							
		2026.03.23	Buy	48,000	6.9		-16.9							
		2026.04.13	Buy	65,000	-19.4		-22.1							
		2026.04.24	Buy	70,000										

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	10.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	