



원전산업

미국 원전산업의 대들보, K-원전

트럼프 대통령은 미국 원전산업의 부활을 예고하는 행정명령을 발표했습니다. 또 빅테크는 유틸리티 기업들과 SMR을 활용한 협업이 구체화되고 있습니다. SMR도 다른 발전원과의 격차를 줄이고 있어 스스로의 가치를 증명하고 있습니다.

미국은 다양한 SMR 개발사를 보유하고 있지만, 제작과 시공에서의 경쟁력은 약합니다. 아무리 미국이더라도 이를 단기간에 구축할 수 없습니다. 두산에너지빌리티, 현대건설, 태웅 등 역량을 보유한 기업들을 다수 보유한 한국과의 협력은 필수적입니다.

원전주는 대형원전과 SMR, 한국과 미국을 아우를 수 있는지 여부를 살펴봐야 합니다. 단기적으로 원전주는 시장의 기대를 뛰어넘는 주가 흐름을 보였습니다. 올해부터 나올 수주는 이를 충분히 증명할 것입니다.

이민재 (유틸리티)

02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

이은상 (건설/리츠)

02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

곽재혁 (운송/조선/재생에너지 Jr.)

02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

C/O/N/T/E/N/T/S

I. Summary	3
II. 확대되는 미국의 원전 시장	4
III. 우리에게 특별히 중요한 미국 원전 시장	11
IV. 원전 종목을 골라보는 방법	14
[기업분석]	
두산에너지빌리티 (Buy, TP 80,000원)	18
한국전력 (Buy, TP 45,000원)	27
한전KPS (Hold, TP 70,000원)	34
한전기술 (Hold, TP 125,000원)	41
현대건설 (Buy, TP 116,000원)	48
DL이앤씨 (Buy, TP 72,000원)	56
대우건설 (Hold, TP 4,800원)	64
태웅 (Buy, TP 48,000원)	71

I. Summary

미국 원전산업의 부활을 예고한 행정명령

지난 5월 23일, 트럼프 대통령은 미국을 다시 전 세계 원자력 발전 선도 국가로 되돌리는 것을 목표로 하는 세 가지 행정명령에 서명했다. 미국 내 원자력 발전을 '50년까지 400GW로 확대하고, '30년까지 대형원전 10기를 착공하고, 신규 원자로의 인허가를 18개월 이내에 완료하는 내용이다. 상원과 하원 역시 원자력 발전에 대한 세액공제를 확대하는 내용을 발의했다. 또 첨단 원자로에 대한 세액 공제를 예외 적용하고 '29년 이전 착공 시 가동 시점에 제한 없이 공제 자격을 유지하는 내용이 담긴 수정안도 발의됐다.

올해부터 유틸리티와 빅테크의 협업이 구체화되는 중

지난해 구글, 메타, 아마존은 데이터센터에 SMR을 연계하는 프로젝트를 발표했다. DOE 역시 SMR 산업 육성을 위해 컨소시엄 접근법이 필요하다고 언급했다. 올해부터 빅테크와 유틸리티와의 협업이 구체화되고 있다. 구글은 Elementl Power와 첨단 원자로 확장 계획을 발표했다. 아마존도 Telen Energy와 SMR 건설에 협력할 예정이다. 메타는 콘스텔레이션 에너지와 클린턴 원전 부지에 SMR 개발을 추진하는 전략을 검토하고 있다.

다른 발전원과의 격차를 줄인 SMR

대형원전과 SMR은 높은 발전단가와 긴 상업운전 기간으로 중장기 옵션으로 여겨졌다. 데이터센터를 중심으로 미국 내 전력수요는 빠르게 증가하고 있다. 가스발전은 가스터빈의 주문 증가로 '30년 이후 인도 가능하다. 재생에너지는 트럼프 행정부 하 정책적 부담으로 확대되기 어렵다. 뉴스케일 파워, 엑스에너지, 테라파워 등 주요 SMR 기업은 '30년까지 상업운전을 목표로 하고 있다. 빅테크의 투자로 규모의 경제도 달성 가능해졌다. 트럼프 행정부는 정책적 지원을 강화하고 있다. SMR은 더 이상 중장기 옵션이 아니다.

한국과의 협력이 필수적인 미국의 원전산업

미국의 원자력 발전은 '50년까지 200GW 이상으로 늘어날 것으로 추정된다. '30년대는 대형원전과 3세대 SMR 중심, '40년대부터는 4세대 SMR 중심으로 늘어날 전망이다. 다양한 SMR 기업을 보유한 미국이지만 경험 있는 제작사와 시공사는 제한적이다. 이는 단기간 구축이 어렵기 때문에 한국과의 협력은 필수적이다. 두산에너지빌리티는 핵심 제작사로 SMR 전용라인 투자를 통해 규모의 경제를 일으키고 생산단가를 하락시킬 계획이다. 현대건설 역시 웨스팅하우스의 주요 시공사로 프로젝트를 안정적으로 마무리할 것이다.

대형원전과 SMR, 한국과 미국을 아우르는 종목에 집중

원전산업은 특성상 참여 기업이 제한적이고 폐쇄적이기 때문에 투자할 수 있는 종목이 제한적이다. 단기적으로 대형원전 시장에서 한국과 미국을 고객사로 보유한 종목이 유의미한 실적을 낼 수 있다. 중장기 SMR 시장에서 3세대와 4세대를 아우를 수 있는 종목에 집중해야 한다. 두산에너지빌리티 등은 시장의 기대를 뛰어넘는 주가 흐름을 보였다. 시장의 기대를 증명할 시간이 필요하다. 다만, 미국의 원전산업에 한국은 필수적이다.

표1. 원전산업 투자의견/투자지표

(단위: 원, 달러, 배, %, 십억원, 백만달러)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
두산에너지빌리티	034020.KS	Buy(유지)	80,000(상향)	65,800	94.9	53.6	5.3	4.8	5.8	9.4	2,081	1,027
한국전력	015760.KS	Buy(유지)	45,000(상향)	37,850	3.4	2.6	0.5	0.5	16.8	19.0	131,081	128,293
한전KPS	051600.KS	Hold(하향)	70,000(상향)	63,300	17.3	16.2	2.1	2.0	12.1	12.5	-519	-553
한전기술	010120.KS	Hold(신규)	125,000(신규)	114,900	130.5	119.4	7.7	7.7	5.8	6.4	-68	-54
현대건설	000720.KS	Buy(유지)	116,000(상향)	81,100	12.4	11.2	1.1	1.0	8.7	8.9	-3,382	-4,888
DL이앤씨	375500.KS	Buy(유지)	72,000(상향)	55,400	7.0	4.7	0.5	0.4	6.1	8.6	-1,320	-1,704
대우건설	047040.KS	Hold(유지)	4,800(상향)	4,360	5.9	4.7	0.4	0.4	6.9	8.0	365	383
태웅	044490.KQ	Buy(유지)	48,000(상향)	36,850	33.5	13.7	1.2	1.1	3.6	8.3	27.3	2.5

주: 6월 25일 종가 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

II. 확대되는 미국의 원전 시장

미국 원전산업의 부활을 예고한 행정명령

지난 5월 23일, 트럼프 대통령은 미국을 다시 전 세계 원자력 발전 선도 국가로 되돌리는 것을 목표로 하는 세 가지 행정명령에 서명했다. 먼저, 미국 내 원자력 발전을 '25년 100GW에서 '50년 400GW로 4배 이상 확대할 계획이다. 또 DOE는 산업계와의 협력을 통해 '30년까지 대형원전 10기를 착공할 목표를 수립했다. 마지막으로 신규 원자로의 인허가를 18개월 이내 완료하고, 기존 원자로의 재가동 인허가를 12개월 이내로 완료할 예정이다. 트럼프 대통령의 행정명령은 미국 원전산업의 부활을 알리는 신호탄으로 미국 원전산업의 본격적인 확대가 나타날 전망이다.

상원과 하원에서 통과될 세액공제

미국의 상원과 하원 역시 원자력 발전에 대한 세액공제 방안을 수정할 계획이다. 법률 제112012조에 따르면 원자력 발전에 대한 세액공제는 '32년 말까지 제공할 계획이었다. 그러나 6월 17일 원자력 발전의 세액공제를 '33년까지 100%로 유지하고 '36년까지 단계적으로 축소하는 내용이 담긴 상원 법안 초안이 발의되었다. 참고로 5월 22일 하원에서는 법률 제112008조에 근거한 청정에너지에 대한 세액공제와 관련해 첨단 원자로로는 제한적으로 예외를 적용하고 '29년 이전 착공 시 가동 시점에 제한 없이 공제 자격을 유지하는 내용이 담긴 법안 수정안이 발의되었다.

표2. 트럼프 대통령의 원전 행정명령 주요 내용

행정명령	목적	
원자력 산업 기반 재건	미국의 에너지 지배력 확립 및 더욱 안전하고 독립적인 에너지 미래 개척	- 핵연료 밸류체인 강화: ① 행정명령 발령일로부터 240일 이내 사용후 핵연료 및 고준위 폐기물 관리·처리·활용방안 등에 대해 제출, ② 행정명령 발령일로부터 120일 이내 LEU, HEU, HALEU 등 원자로 수요 충족을 위한 우라늄 전환 및 농축 시설 확장 계획 제출 - 원자력 발전소의 재가동, 건설 등을 위한 자금 지원: ① '30년까지 설계 완료된 대형원전 10기의 착공 추진, ② 기존 원자로의 출력 확대를 통해 5GW 증설 목표 - 원자력 산업 내 전문 인력 확대
에너지부 원자로 시험 개정	첨단 원자로를 가능한 신속하게 국내 도입	- 행정명령 발령일로부터 90일 이내 규정·절차 등 개정해 첨단 원자로 검토·승인·배치 신속 - '26년 7월까지 파일럿 프로젝트 가동을 위해 국가 연구소 외부에 최소 3기의 원자로 승인
원자력 규제위원회 (NRC)의 개혁	NRC의 과도한 인허가 절차로 미국 에너지 안 보가 위협받고 있어, 운영구조, 인사, 규정을 포함한 전면적 개혁	- 3세대, 4세대 등 신규 원자로 기술 배치 촉진, '50년까지 미국의 원전 용량 400GW로 확대 - 신기술을 활용해 신규 원자로의 시뮬레이션, 테스트, 인허가 등 가속화. 기존 원전의 지속적 운영 지원, 폐쇄 원자로의 재가동 촉진 및 운영 연장 지원 - NRC 개혁안으로 인허가 및 관련 규제 기능 수행 시 안전, 환경뿐만 아니라 원자력 발전 증가가 국가 경제 및 안보에 미치는 영향도 고려할 것 - 본 행정명령과 부합하는 신규 원자로 인허가 인력 등 특정 기능 확대 - DOE에서 안정성이 입증된 원자로 설계에 신속 심사 경로 마련 및 소형 모듈형 원자로에 대한 대량 허가 절차 수립
국가 안보를 위한 첨단 원자로 활용	국가 안보 시설은 전력 공급의 중단 없이 고밀도 전력원 요구 첨단 원자로로는 안전하고 신뢰할 수 있는 전력 공급원이 될 수 있음	- 주요 안보 시설 보호 및 운영을 위해 첨단 원자력 기술의 신속한 개발 배치 활용 보장 - 연방 정부 간 인센티브 조정으로 민간 부문의 첨단 원자력 기술 투자·혁신·개발·활용 지원 - 원자로 기술 배치 활용, 미국 내 AI 데이터센터 인프라 전력 공급을 위한 민간자금 지원 첨단 원자로 설계·건설·운영 승인 - AI 인프라, 국가안보 후 30개월 이내 첫 사이트에서 첨단 원자로 가동 시작 - 120대 의회 종료 이전까지 최소 20건의 신규 123협정* 체결을 적극적으로 추진하며 향후 10년 내 만료 예정인 기존 123협정에 대한 재협상 추진(123협정이란 미국의 원자력 기술과 자재를 사용하는 모든 국가가 반드시 따라야 하는 핵비확산 및 안전관리의 국제적 기준이자 미국과의 원자력 협력의 전제 조건)

자료: The White House, NH투자증권 리서치본부

표3. 법률 제112012조. Phase-out and restrictions on zero emission nuclear power production credit

발의 주체	발의 시점	내용
기존	-	- 원자력 발전소에서 생산된 전기에 대해 '32년 12월 31일까지 세액 공제 - 세액공제 금액은 kWh당 최대 1.5센트
하원 초안	5월 12일	- 원자력 발전 세액공제를 단계적으로 폐지. '31년 12월 31일 이후 세액공제 제공하지 않음 - '29년 생산된 전력에 대해 20% 세액공제 감축, '30년 생산 분 40% 감축, '31년 생산 분 60% 감축 - '27년 12월 31일 이후 생산 분에 대해서는 세액공제 이전 불가
하원 수정안	5월 22일	- 원자력 발전 생산 세액공제의 만료일을 '32년 12월 31일에서 '31년 12월 31일로 앞당김 - 원자력 발전 세액공제의 단계적 폐지 없이 '31년까지 세액공제 전액 유지 - 세액공제 이전을 전면 허용, 특정 외국 법인(FEOC)에 대해 원자력 발전 세액공제를 허용하지 않음
상원 초안	6월 17일	- 원자력에 대해 세액공제를 '33년까지 100% 부여하고, '36년까지 단계적으로 축소

자료: United States House Committee, NH투자증권 리서치본부

표4. 법률 제112008조. Phase-out and restrictions on clean electricity production credit

발의 주체	발의 시점	내용
기존	-	- 온실가스 배출량이 0보다 적게 판정된 시설에서 생산 및 판매된 전기에 대해 세액공제 청구 가능 - 세액공제 금액은 kWh당 최대 1.5센트. 제3자에게 양도할 수 있으며 해당 세액공제에는 만료일 없음
하원 초안	5월 12일	- 청정 전기 생산 세액공제를 단계적으로 폐지하며 '31년 12월 31일 이후에는 세액공제 제공하지 않음 - '29년 생산된 전기에 대해 20% 세액공제 감축, '30년 생산 분 40% 감축, '31년 생산분 60% 감축 - 법안 제정일로부터 2년 이후 건설이 시작되는 시설에 대해 세액공제의 제3자 양도가 조항 폐지
하원 수정안	5월 22일	- '28년 12월 31일 이후 가동하는 또는 제정된 날로부터 60일 이후 건설 시작된 시설에 세액공제 종료 - 다만, 특정 첨단 원자력 설비에 대해서는 제한적으로 예외 적용. '29년 이전 착공 시 가동시점에 제한 없이 공제자격 유지 - 또한 특정 외국법인으로부터 실질적인 지원을 받는 시설 그리고 특정 유형의 지급을 하는 납세자에 대해서는 청정 전기 생산 세액공제를 허용하지 않음
상원 초안	6월 17일	- 청정 전기 생산 세액공제를 '26년부터 단계적으로 축소하며 '28년 전면 폐지

자료: United States House Committee, NH투자증권 리서치본부

먼저 나타나는 기존 원전의 연장과 부지 확보 움직임

미국의 전력 수요는 데이터센터 투자가 늘며 증가하고 있다. 신규 발전소 구축에 걸리는 시간과 비용 등 때문에 설계 수명이 종료될 기존 원전의 운전을 연장하고 있는 상황이다. 듀크에너지는 지난 3월 Oconee 원자력 발전소(2.6GW)의 운전을 20년 연장하는 승인을 완료했다. 해당 발전소는 '50년까지 캐롤라이나 지역에 전력을 공급할 예정이다. 보유 중인 나머지 원자로에 대해서도 운전을 연장할 계획이다. 엑셀에너지 역시 전국적으로 원자력 발전소에 대한 관심이 증가하고 있다고 언급했다. 위스콘신과 노스다코타에서 신규 원전 부지 선정과 관련한 입법이 통과됐다. 콜로라도 역시 원자력을 청정에너지로 분류하는 법이 개정됐다.

미국 최대 원전 사업자 콘스텔레이션 에너지 역시 기존 원전의 연장에 힘쓰고 있다. 콘스텔레이션 에너지의 전략은 1) 기존 원전의 출력 증가, 2) 기존 원전의 운영 연장, 3) 기존 부지에 신규 원전 건설, 4) 폐원전의 재가동이다. 클린턴 원전에 이어 드레스덴 원전에 대해 NRC에 20년 추가 운전 연장 신청을 제출했다. 또한 브레이드 우드 및 바이런 원전과 칼버트 클리프스 원전의 출력 증가 및 업그레이드에 투자하고 있다. 지난 2월에 발표한 TMI(쓰리마일 아일랜드) 원전 재가동 프로젝트도 예정보다 빠르게 진행되고 있다.

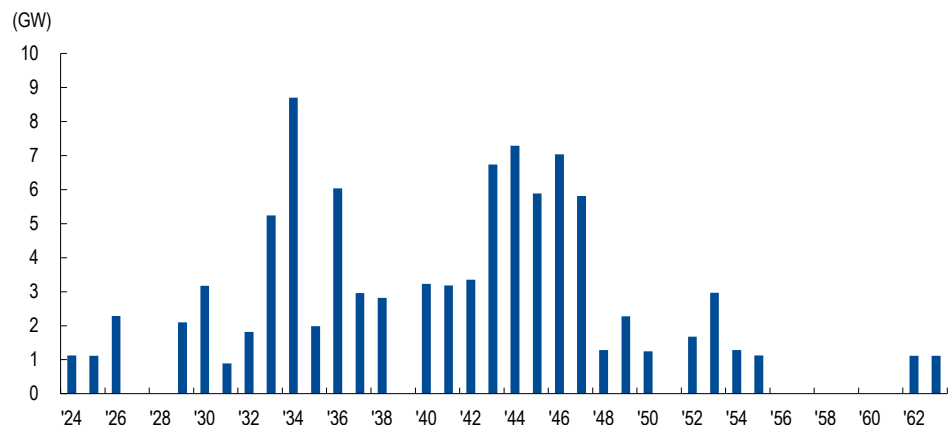
노병은 죽지 않는다

미국의 대형원전은 약 97GW로 '70년대에서 '80년대 사이 가동을 개시했다. 즉, 40년 이상 가동된 노후 원전이 주를 이루는데, '30년대부터 '50년대까지 대부분 설계 수명이 종료된다. 참고로 국내에서 폐로가 진행 중인 고리 1호기는 '78년 가동을 시작해 '17년 중단했다. 현재는 전력 수요 증가에 빠르게 대응하기 위해 노후 원전을 추가로 연장해 가동하고 있지만, '70년대 상업운전을 시작한 경우 '30년대부터는 운영연수가 60년을 초과한다. 더 이상의 추가 연장은 쉽지 않다.

본격적인 교체는 '30년대부터

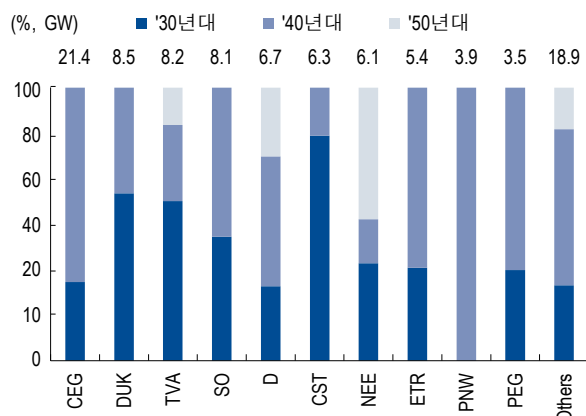
본격적인 퇴역은 '30년대 중반부터 이뤄질 것으로 예상되고 이 때부터 원전의 본격적인 교체 사이클도 시작될 전망이다. 트럼프 대통령의 행정명령 중 '30년까지 10기 이상 대형원전 착공 계획이 담긴 이유도 여기에 있다. '30년대에는 대형원전이 대형원전으로 교체된다면, '40년대에는 대형원전이 SMR로 교체될 전망이다.

그림1. 연도별 미국 대형원전의 설계 수명 종료 시점



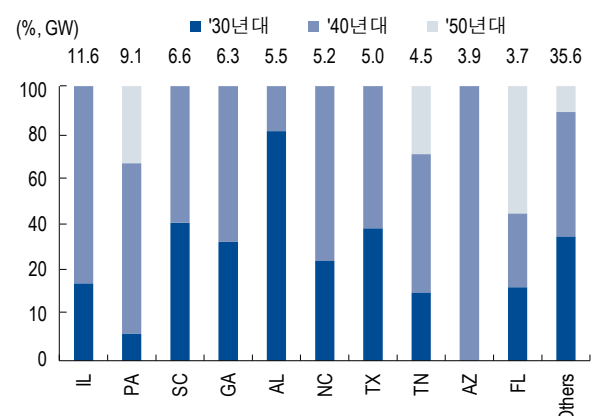
자료: NEI, NH투자증권 리서치본부

그림2. 미국 주요 유틸리티별 대형원전 보유 내역



자료: NEI, NH투자증권 리서치본부

그림3. 미국 주요 州별 대형원전 보유 내역



자료: NEI, NH투자증권 리서치본부

CFPP 취소로 어려움을 겪어온 미국의 SMR 산업

뉴스케일 파워는 '23년 11월 미국 최초 SMR의 상업운전 프로젝트인 CFPP(Carbon Free Power Project)의 취소로 어려움을 겪었다. 당초 UAMPS(Utah Associated Municipal Power System) 주도로 아이다호 INL 부지에 뉴스케일 파워의 VOGYR 77MWe 모듈 12기를 건설할 예정이었다. DOE 역시 13억달러 이상 지원을 계획했다. 그러나 초기 계획했던 모듈 12기는 6기로 축소되고 발전단가 역시 MWh당 58달러에서 89달러까지 상승했다. UAMPS 내 목표 참여율 80%에 크게 미달하며 프로젝트는 취소됐다. 이는 다른 SMR 기업은 물론 산업 전반에 악영향을 미쳤다.

본격적으로 대두된 컨소시엄 접근법

작년 9월 DOE에서 발간한 보고서에 따르면, SMR 프로젝트가 원활하게 진행되기 위해서는 컨소시엄 접근법(Consortium approaches)이 필요하다. 컨소시엄 접근법은 SMR 수요를 통합하고 선도자의 불이익(first mover disadvantage)을 극복해 비용 절감을 달성하고 이를 공유하는 것이다. SMR이 확대되려면 학습 곡선을 따라 건설비를 낮춰 경쟁력 있는 가격에 도달해야 한다. 그러나 뉴스케일 파워의 CFPP 프로젝트와 같이 초기 몇 기는 비용이 높기 때문에 경제성이 떨어질 수밖에 없다. 만약 고객들이 컨소시엄을 구성해 구매하지 않고 개별적으로 SMR을 구매하면 "선도자"가 되어야 한다는 부담 때문에 SMR을 선택하지 못하게 될 것이다.

컨소시엄 접근법은 항공 산업에서 널리 실행되고 있다. 예를 들어, 보잉은 787기를 설계하고 공급망을 구축하는 모든 비용을 한 대에 집중해 비싸게 판매하지 않았다. 대신 787기 50대를 첫 고객에게 팔면서 초기 비용을 한 번의 대량 주문으로 분산시켰다. 원자력 역시 평균 단가를 낮추기 위해 충분한 주문을 확보하는 것이 필요하다.

프로젝트 진행 가능성을 높이는 결과

컨소시엄 접근법은 프로젝트 초기의 비용 부담을 줄이고 동시에 "다섯 번째"가 되기를 기다릴 필요가 없게 한다. 구매자 컨소시엄(Buyers' consortium)이나 건설자 컨소시엄(Builders' consortium)을 통해 달성 가능할 전망이다. 구매자 컨소시엄은 수요자들이 공동으로 SMR 프로젝트에 대해 평균 가격에 합의하는 방식이고, 건설자 컨소시엄은 자산 소유자들이 협력해 초기 비용을 여러 원자로에 분산시키는 방식이다. EFI(The Energy Futures Initiative)는 컨소시엄 접근법이 성공하기 위해서는 1) 수요의 통합, 2) 지식의 공유, 3) 위험과 보상의 공유가 필요하다고 보고 있다. 컨소시엄 모델은 공통 수요자나 개발자가 있는 경우 참여자들이 개발·소유·운영·전력구매 등 역할을 다양하게 분담할 수 있도록 더 다양한 옵션을 제공할 것이다.

그림4. 컨소시엄 접근법은 수요 통합과 파트너십 형성에 도움을 줄 전망

	Reactor design	Project management				Own (and/or invest equity)	Operate	Offtake
		Licensing and site dev	Project management	Construction	Multi project integration			
Multi-utility	Reactor designer	Utility	Utility	Constructor	Potential for new role	Utility	Utility	Utility ratepayers, large offtaker
Aggregated tech offtake	Reactor designer	Utility	Utility	Constructor		Utility or tech offtaker	Utility	Tech offtaker
Developer model	Reactor designer	Developer	Developer	Constructor		Utility or infrastructure fund	Utility	Utility ratepayers, large offtaker
Industrial offtaker	Reactor designer	Industrial offtaker	Industrial offtaker	Constructor		Utility or industrial offtaker	Utility	Industrial offtaker

자료: DOE, NH투자증권 리서치본부

작년에는 추상적인 계획이 발표됐다면

지난해 오클로를 시작으로 구글, 아마존, 메타가 향후 운영 예정인 데이터센터를 SMR로 가동할 것이라는 계획을 발표했다. 먼저 지난해 9월 오클로는 1GW 이상의 데이터센터를 건설할 예정이며, 이를 SMR을 통해 가동할 것이라 발표했다. 아마존은 한 발 더 나아가 엑스에너지 지분을 인수했고, '39년까지 미국에 SMR 5GW를 가동할 예정이라 밝혔다. 첫 프로젝트는 워싱턴에서 진행될 것이고 워싱턴 내 유틸리티 컨소시엄인 Energy Northwest와 모듈 4기에 대한 전력구매계약을 체결했다. 이는 '30년까지 도입하는 것이 목표이고 최대 12기까지 확장 가능하다고 밝혔다. 또한 도미니언 에너지와의 협력을 통해 버지니아 North Anna 원전 근처에 300MW급 SMR 프로젝트 개발을 진행할 예정이다. 구글도 카이로스 파워와 '35년까지 500MW 규모의 전력구매계약을 체결했고 첫 번째 원자로는 '30년 가동을 목표로 하고 있다. 메타 역시 '30년대부터 원전으로부터 최대 4GW의 전력을 공급받을 계획임을 밝혔다.

올해부터 유틸리티와의 협업을 구체화하는 중

먼저 구글은 지난 5월 Elementl Power와 미국 내 3곳에 첨단 원자로의 확장 계획을 발표했다. 각각 0.6GW 발전설비 구축이 목표이고 구글은 Elementl Power에 초기 펀딩을 할 예정이다. Elementl Power는 '35년까지 미국에 차세대 원자력 발전 10GW 이상 설치를 목표로 하고 있다. 아마존도 6월 Talen Energy와 펜실베이니아 데이터센터에 '42년까지 대형원전 1.9GW와의 전력구매계약을 체결하며 SMR 건설에 대해 협력할 예정이라 밝혔다. 메타 역시 콘스텔레이션 에너지와 클린턴 원전 부지에 SMR 개발을 추진하는 전략을 검토하고 있다고 밝혔다.

표5. 미국 주요 빅테크의 SMR 사업 참여 현황

일자	회사명	협력사	내용
'24년 9월	오클로	미정	- 데이터센터 1GW 이상 건설 예정이고 이는 SMR을 통해 가동할 계획
'24년 10월	구글	Kairos Power	- Kairos Power와 '35년까지 500MW 규모 전력구매계약 체결 - '30년 첫 원자로 가동 목표
'24년 10월	아마존	엑스에너지	- 엑스에너지 지분 인수로 '39년까지 미국 내 SMR 5GW 이상 운영 계획. 첫 프로젝트는 워싱턴에서 진행되고 Energy Northwest와 모듈 4기 전력구매계약 체결 - '30년까지 Xe-100 모듈 4기 도입 목표로 최대 12기까지 확장 예정
'24년 10월	아마존	도미니언 에너지	- 버지니아 North Anna 원전 인근 300MW급 SMR 프로젝트 개발 진행 예정
'24년 12월	메타	미정	- '30년대부터 전력 공급을 목표로 최대 4GW 신규 원전 추가 계획 - 기존 대형원전과 더불어 SMR 개발 역량이 있는 업체를 찾고 있다고 언급
'25년 5월	구글	Elementl Power	- Elementl Power에의 자금 조달과 미국 내 3곳의 첨단 원자력 프로젝트 확장 계획 발표. 발전설비를 최대 1.8GW까지 구축하는 것이 목표 - '35년까지 미국 내 10GW 이상의 차세대 원자력 발전을 배치하는 것이 목표
'25년 6월	아마존	Talen Energy	- 아마존은 Talen Energy와 SMR 건설 및 기존 Susquehanna 원전의 출력 증가에 대해서도 협력할 계획
'25년 6월	메타	콘스텔레이션 에너지	- 클린턴 원전 부지에 SMR 개발을 추진하는 전략 검토 중

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

다른 발전원과 격차를 줄인 SMR

대형원전과 SMR은 발전단가가 높을 뿐만 아니라 상업운전하는데 걸리는 시간 역시 다른 발전원에 비해 길었기 때문에 중장기 옵션으로 여겨졌다. 그러나 데이터센터를 중심으로 미국 내 전력수요는 빠르게 증가하고 있다. 현실적인 대안이라 여겨졌던 가스터빈은 주문 증가로 신규 주문 시 '30년에나 인도받을 수 있다. 또한 가스발전은 온실가스를 배출하기 때문에 CCS나 수소 혼소 등이 필요하지만 기술적으로 준비되지 않았다. 석탄 발전은 넉넉하지만 RE100을 준수하는 빅테크의 선택지가 아니다. 재생에너지는 육상풍력, 태양광, ESS 조합으로 Hourly Matching 80%까지 산업용 전기요금 수준으로 달성 가능하지만 그 이상 달성에는 더 큰 비용이 소요된다. 참고로 Hourly Matching 99% 기준 비용은 80% 대비 50% 이상 상승할 것으로 예상된다. 또한 트럼프 행정부는 재생에너지에 지급되던 보조금을 축소하거나 없애고 있기 때문에 과거와 같은 경제성을 기대하기 어려울 전망이다.

뉴스케일 파워, 엑스에너지, 테라파워, 홀텍 등 미국 내 주요 SMR 기업은 '30년까지 상업운전을 목표로 삼고 있다. 참고로 대형원전은 현재 신규 착공 시 '30년대 중반 이후에나 상업운전이 가능할 전망이다. 온실가스 배출이 없으며, 24/7 안정적인 생산이 가능하고, 재생에너지의 간헐성까지 보완이 가능한 SMR의 장점이 부각되고 있다. 빅테크의 투자를 통해 규모의 경제가 발생한다면 경제성도 개선될 것으로 예상된다.

그림5. 미국 내 주요 발전원별 상업운전 가능 시점과 단점: 상승한 SMR의 경쟁력



자료: NH투자증권 리서치본부 정리

III. 우리에게 특별히 중요한 미국 원전 시장

대형원전은 그 어느 때보다 호황

대형원전 시장은 '80년대 수준의 호황을 경험하고 있다. 국가별 확정된 혹은 계획된 대형원전은 유럽 17기, 미국 10기, 한국 4기, 영국과 사우디 2기 이상, UAE 2기, 튀르키예 2기, 남아공 2기, 베트남 2기 등이다. 대형원전 도입은 경제적인 이유와 환경적인 이유도 있지만, 안보 측면에서 안정적인 전력원을 확보하려는 목적도 있다. 따라서 최대 경쟁자인 러시아는 우리와 미국이 목표로 하는 시장에 진입할 수 없다.

미국과의 지역 구분이 사실이라면 아쉽지만

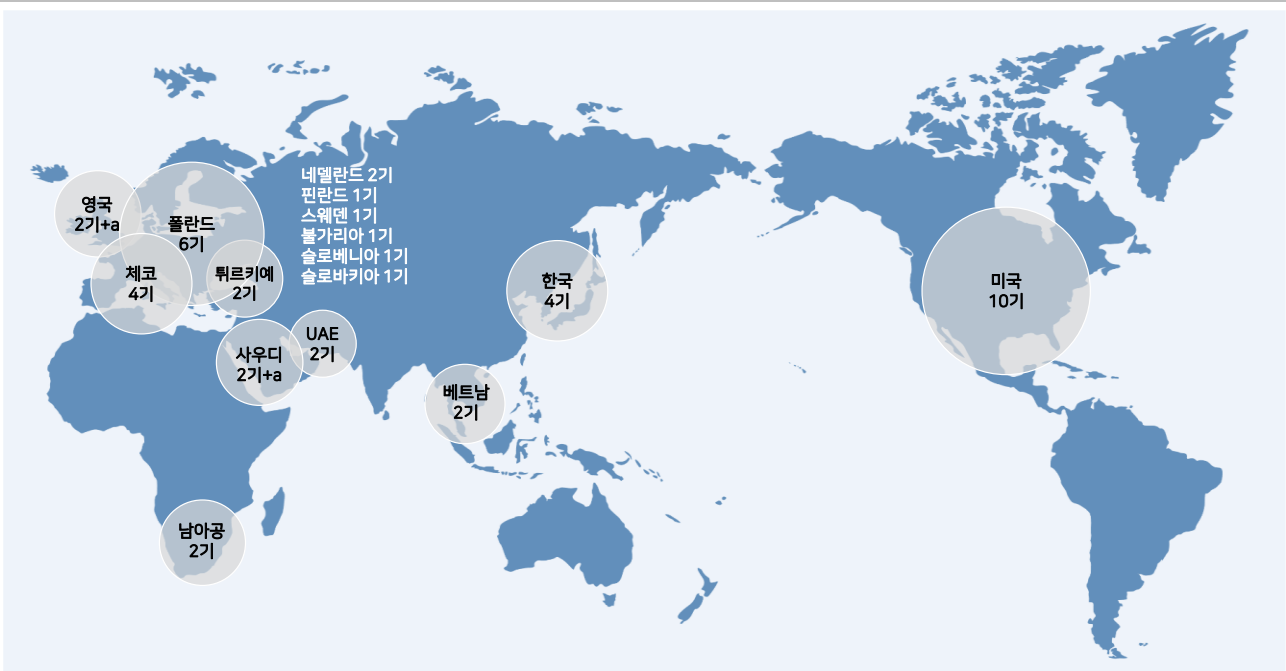
언론보도에 따르면 한국전력과 한수원은 지난 정권하에서 웨스팅하우스와의 계속된 법정 분쟁을 종결짓기 위해 지역을 구분했다고 한다. 그에 따르면 우리는 유럽 시장에 직접 진출할 수 없다. 그러나 기존 계약 내용상 체코의 후속 원전과 UAE, 사우디에서의 수주 가능성은 높다. 수주는 내년부터 '30년까지 단계적으로 진행될 전망이다. 그 밖에 남아공, 베트남, 튀르키예에서 대형원전 수주전은 계속되겠지만 러시아와의 경쟁은 부담스러운 상황이다.

웨스팅하우스가 수주하면 국내 기업은 긍정적

웨스팅하우스는 유럽 시장에서 프랑스 EDF와 경쟁을 이어갈 것으로 예상된다. 웨스팅하우스는 두산에너빌리티, 현대건설 등 국내 기업과 꾸준히 협력하고 있기 때문에 EDF와의 가격 경쟁에서 유리하다. 웨스팅하우스가 전부 수주하기는 어렵지만 EDF의 상황을 감안하면 유럽 내 수주를 다수 확보할 것이고 이는 국내 기업 수주로 이어질 전망이다.

또한 웨스팅하우스는 미국 내 대형원전 10기를 전부 수주할 것으로 예상된다. 미국 내 대형원전은 벡텔이나 플루오르와 같은 미국 EPC가 직접 시공할 가능성이 높기 때문에 두산에너빌리티와 같은 주기기 중심으로 수혜가 예상된다.

그림6. 글로벌 대형원전 시장은 다시 한번 전성기에 접어드는 중



자료: NH투자증권 리서치본부 정리

우리의 중장기 먹거리, 미국 원전 시장

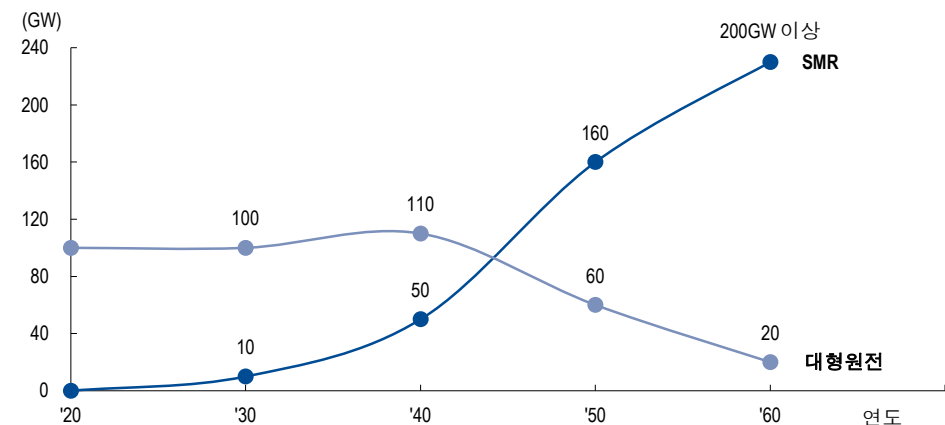
미국 원전 시장은 '20년대 대형원전의 부활과 3세대 SMR 태동기, '30년대 3세대 SMR의 전성기와 4세대 SMR의 대두, '40년대 4세대 SMR의 전성기로 구분할 수 있다. 트럼프 대통령은 '50년까지 원자력 발전은 400GW까지 늘어날 것이라고 밝혔지만, 만약 DOE에서 예상하는 바와 같이 전력 수요가 2배 증가한다면 원자력 발전 역시 현재의 2배 수준인 200GW 이상까지 늘어날 것으로 추정한다.

대형원전은 웨스팅하우스 주도로 건설될 계획이고 원자로 대부분은 두산에너지빌리티가 제작할 것이다. SMR 노형 중 뉴스케일 파워, 엑스에너지, 테라파워, 오클로, 웨스팅하우스 등 역시 두산에너지빌리티가 원자로를 제작할 것으로 예상된다. '30년대 3세대 SMR은 연간 2GW 이상, 4세대 SMR은 연간 2GW 이내, '40년대 3세대 SMR은 연간 3GW 내외, 4세대 SMR은 5GW 이내로 건설될 것으로 추정된다.

미국보다 작고 치열한 유럽과 아시아의 원전 시장

유럽과 아시아는 국가별로 수혜 정도가 다를 것으로 예상된다. 영국, 프랑스, 동유럽 국가들은 원자력 발전 확대 정책을 펼치겠지만, 독일, 오스트리아 등은 재생에너지 중심의 정책을 이어갈 전망이다. 프랑스, 영국 등 전통적인 원전산업 강국들은 독자적인 SMR 노형 개발을 시도하고 있다. 물론 영국의 롤스로이스는 두산에너지빌리티에 러브콜을 보내고 있다. 유럽은 미국보다 시장 규모는 작지만 경쟁이 치열할 전망이다. 아시아 역시 한국과 중국을 제외하면 SMR보다 대형원전을 선호할 것으로 예상된다. 또한 베트남과 같은 일부 국가에서 중국, 러시아와의 경쟁은 불가피하다.

그림7. 미국의 중장기 원전 시장: '30~'40년대에는 대형원전에서 SMR로 교체될 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 정리

미국 혼자 일으킬 수 없는 원전산업

3세대 경수로 기반뿐만 아니라 4세대 비경수로 기반까지 다양한 기술사를 보유한 미국이지만 제작사와 시공사는 제한적이다. 경수로든 비경수로든 원자로로는 필수적이다. 그러나 미국은 최근 상업운전을 시작한 보그틀 3, 4호기를 제외하면 30년 동안 자국 내 신규 원전이 전무하다. 미국 내 원자로와 같은 핵심 기기를 만들 수 있는 제작사와 경험 있는 시공사는 제한적이다.

문제는 미국 내 산업 구조를 감안하더라도 이와 같은 제조 역량을 단기에 구축하기 어려울 전망이다. 러시아, 프랑스, 한국, 중국은 수십년간 원전산업 밸류체인을 구축하고 유지해왔다. 그러나 미국은 다른 제조업과 마찬가지로 경쟁력을 상실한 상태다. 원전산업의 기반인 주단조 역량조차 취약한 상황이다.

대형원전은 시공 역량이 중요하고, SMR은 제작 역량이 중요하다. 두 부문에서의 경쟁력은 곧 가격으로 직결된다. 한국은 미국, 프랑스와 달리 시공 역량을 바탕으로 UAE, 체코에서 신규 수주를 따냈다. SMR은 모듈 형태로 대형원전에 비해 시공 비중을 축소했지만 제작사의 역량이 중요할 것으로 예상된다. 미국은 혼자 원전산업을 일으키기 어려운 상황이다.

발전단가 하락 역시 한국과의 협력이 필수적

SMR 역시 원자로인 1차 계통은 노심, 원자로 용기, 증기발생기, 냉각재펌프, 가압기 등 대형원전과 동일한 제품을 필요로 한다. 물론 비경수로 기반인 4세대의 경우 가압기와 같은 제품은 불필요하며, 모듈형 생산방식이기 때문에 EPC 비용과 시간을 단축할 수 있다. 그러나 두산에너지빌리티조차 SMR 생산 경험이 없다. 제작 과정에서의 시행 착오, 대량 생산을 위한 투자 등이 완료되면 규모의 경제를 통해 생산단가는 하락할 수 있다.

비경수로 기반인 4세대 원자로 역시 이와 같은 과정을 거쳐야 생산단가가 하락할 것이다. 문제는 SMR의 시작이 될 3세대 경수로 기반 SMR은 대형원전과 경쟁해야 하고, 4세대 비경수로 기반 SMR과도 경쟁해야 하기 때문에 신규 제작사가 참여할 가능성은 낮다. 또 대형원전은 '35년 이후 위축될 산업이고, 4세대 비경수로 기반은 아직 시제품 생산조차 이뤄지지 않았기 때문에 역시 상황이 우호적이지는 않다. 미국이 원하는 바를 달성하기 위해서는 한국과의 협력이 필수적이다.

그림8. 미국 원자산업 공급망 분석: 주요 공급 단계별 대응 전략

Step	Supply chain segments to meet the demand of the final product	Significant domestic suppliers	Cost competitive among US suppliers	Cost competitive between US suppliers vs. global suppliers	Is foreign supply source significant secure?	Likely best course of action
Mining and milling	Indium, Niobium, Yttrium, Hafnium	No	N/A	N/A	May be	Leverage intl. markets
	Chromium, Nickel	No	?	?	Yes	Leverage intl. markets
	Cadmium, Cobalt, Copper, Lead, Silver, Tin, Titanium, Tungsten, Vanadium, Zirconium	Yes	Yes	Yes	Yes	Expand existing US capability and leverage intl. markets
Processing	Steel	Yes	Yes	Yes	N/A	Expand existing US capability
	Concrete	Yes	Yes	Yes	N/A	Expand existing US capability
	Other	Yes	Yes	Yes	N/A	N/A
Component Assembly	Large component forging and manufacturing	No	?	?	Yes	Expand existing US capability and leverage intl. markets
	Other component forging and manufacturing	Yes	Yes	Yes	Yes	Expand existing US capability
	Module assembly	Limited	N/A	N/A	May be	Build US capability

자료: DOE, NH투자증권 리서치본부

IV. 원전 종목을 골라보는 방법

원전산업 특성상 종목은 제한적

원전산업은 특성상 참여 기업이 제한적이고 폐쇄적이다. 대부분의 과거 원전 강국들은 수십년 동안 어려움을 겪어왔고 이에 해당 국가 내 기업들은 맥을 못추고 있는 상황이다. 한국 역시 문재인 정부 당시 진행된 탈원전으로 관련 기업들이 어려움을 겪었다. 따라서 전 세계적으로 주식시장 내 원전산업 비중이 높은 기업은 한 손으로 꼽을 수 있는 정도다. 지난 한 달 동안 원자력 발전과 관련된 뉴스가 있을 때마다 두산에너지빌리티에 국내외 수급이 집중되는 이유다.

대형원전과 SMR 모두 걸쳐 있는 종목이 중요

대형원전은 언젠가 줄어들 것이다. 반면, SMR은 점차 늘어날 것이다. 특히, 4세대 SMR은 20년 이상 원전산업의 헤게모니를 쥔 전망이다. 다만, 시간이 오래 걸릴 것이다. 따라서 대형원전, 3세대 SMR, 4세대 SMR로 순차적으로 넘어갈 수 있는 종목이 가장 이상적이다. 예를 들어 두산에너지빌리티는 대형원전에서 SMR로 원전산업의 변화에 적극적으로 대응하며 기회를 얻고 있다.

표6. 원전산업 관련 종목 정리

(단위: 십억달러, %, 배)

구분	종목명	국가	대형원전/ SMR	시가 총액	수익률			PER			EV/EBITDA		
					1M	3M	6M	'25E	'26F	'27F	'25E	'26F	'27F
연료 조달	카메코	캐나다	대형/SMR	31.5	23.3	56.4	31.3	70.6	45.6	40.8	24.3	20.5	19.7
	센트러스 에너지	미국	대형/SMR	3.3	69.6	160.7	178.4	51.2	55.7	53.1	38.5	36.5	35.3
	우라늄 에너지	미국	대형/SMR	3.0	3.1	25.0	-6.9	-	665.0	47.2	-	90.7	28.3
설계	뉴스케일 파워	미국	SMR	12.3	43.0	131.1	105.8	-	-	-	-	-	-
	오콜로	미국	SMR	8.9	24.2	109.9	157.1	-	-	-	-	-	-
	한전기술	한국	대형	3.2	77.9	88.7	105.5	130.5	119.4	53.9	67.9	65.2	34.5
기자재	GE 버노바	미국	대형/SMR	139.4	10.0	51.9	47.1	72.8	45.4	32.5	41.4	28.1	20.9
	히타치	일본	대형/SMR	127.6	6.8	7.9	4.2	24.0	20.9	18.0	12.3	10.9	9.8
	미쓰비시중공업	일본	대형	79.5	7.1	24.7	54.3	38.8	32.0	27.9	20.1	17.6	15.7
	지멘스에너지	독일	대형/SMR	85.1	12.3	53.8	79.5	63.5	30.7	23.3	19.0	12.7	10.5
	두산에너지빌리티	한국	대형/SMR	30.9	61.3	147.8	260.0	94.9	53.6	41.7	31.9	22.5	18.9
	BWX 테크놀로지스	미국	SMR	13.0	19.1	35.9	26.1	40.1	36.6	31.9	25.4	22.9	20.7
	IHI	일본	대형/SMR	16.1	10.2	39.3	74.5	20.9	18.7	17.0	11.9	10.5	9.9
	일본제강소	일본	대형/SMR	4.2	26.6	38.0	35.1	31.5	25.6	21.7	16.0	13.0	11.2
	비에이치아이	한국	대형/SMR	1.0	12.2	114.0	179.9	36.1	27.0	21.4	24.0	19.4	16.2
	태웅	한국	SMR	0.5	107.6	145.0	230.8	33.5	13.7	12.6	18.1	8.5	7.4
시공	삼성물산	한국	대형/SMR	20.6	16.3	33.0	40.4	11.9	10.7	9.4	8.5	7.6	7.2
	플루오르	미국	SMR	8.4	24.9	32.3	1.1	20.3	18.2	16.0	11.5	10.4	9.1
	현대건설	한국	대형/SMR	6.6	49.6	132.7	211.9	12.4	11.2	10.2	5.9	5.1	4.2
	DL이앤씨	한국	SMR	1.6	14.9	34.5	68.1	7.0	4.7	4.3	2.1	0.9	0.2
	대우건설	한국	대형	1.3	10.9	32.5	31.7	5.9	4.7	4.3	3.5	3.4	2.8
유지보수	한전KPS	한국	대형	2.1	43.4	48.2	33.5	130.5	119.4	53.9	67.9	65.2	34.5

주: 해외기업은 6월 24일 종가 기준, 한국기업은 6월 25일 종가 기준

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

대형원전은 웨스팅하우스 참여 가능한 종목에 집중

웨스팅하우스의 밸류체인은 다국적 기업으로 구성되어 있다. 예를 들어 원자로 종합설계는 웨스팅하우스, 원자로 1차 계통은 두산에너지빌리티, 터빈/발전 2차 계통은 GE 버노바 등이 담당한다. '30년대 후반부터 대형원전이 줄어들 것으로 예상되는 바 새로운 기업의 신규 진입 가능성은 낮다. 다만 기존 밸류체인은 견고하게 유지될 것으로 예상된다.

웨스팅하우스는 시공사인 CB&I Stone & Webster 인수 실패 이후, 시공 부문에서의 경쟁력을 상실한 상태다. 따라서 '20년대 초반부터 현대건설과의 협력을 확대하고 있다. 국내 건설사의 원전 공사 역량은 여러 공사를 통해 증명됐다. 현대건설은 웨스팅하우스의 해외 공사를 중심으로 수익을 확대해나갈 전망이다.

SMR은 3세대와 4세대를 아우를 수 있는 종목에 집중

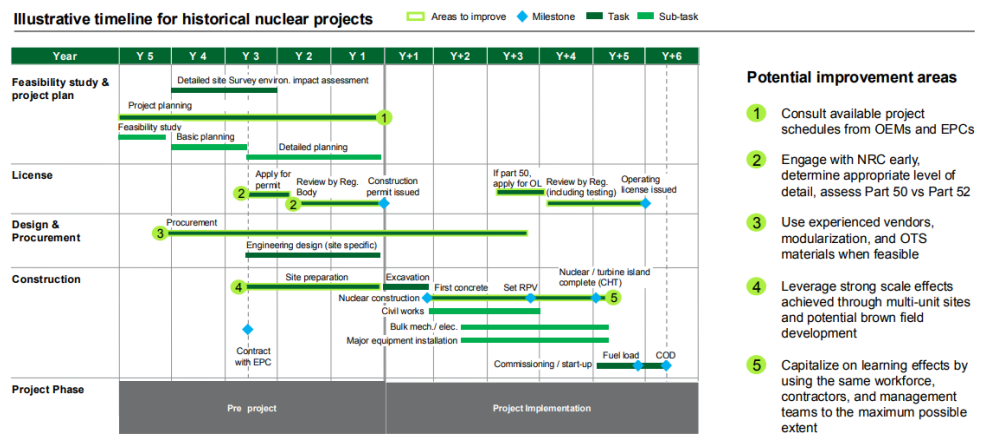
3세대 SMR은 기술적으로 대형원전의 경수로를 기반으로 하고 있기 때문에 대부분의 기기를 대형원전과 공유한다. 4세대 SMR 역시 핵분열을 근간으로 하기 때문에 대형원전, 3세대 SMR과 유사하지만, 냉각재와 감속재 등에 차이가 있어 일부는 다르다. 특히 4세대 SMR은 상용화 과정에서 수없이 많은 실증을 거쳐야 하기 때문에 주도권은 제작사에 있을 전망이다.

두산에너지빌리티는 원전산업 내 주요 제작사로 다양한 SMR 개발사와 협력하고 있다. 뉴스케일 파워, 엑스에너지, 테라파워, 롤스로이스, 웨스팅하우스 등은 SMR 설계 기술에 주력하고 있지만 제작 역량은 없다. 이는 엔비디아와 같은 팹리스가 TSMC와 같은 파운더리를 필요로 하는 것과 같은 구조이다. 결국 설계도에 있는 제품을 정확히 구현하는 것이 중요하고 두산에너지빌리티는 이와 관련해 경쟁력을 갖고 있다.

다만 시장의 기대를 증명할 시간이 필요함

SMR의 대중화에는 상당한 시간이 필요하다. 또한 대형원전과 관련한 본격적인 매출 역시 당장 발생하지는 않는다. 대형원전은 프로젝트 시작부터 5년 동안 인허가나 설계와 같은 기초 작업이 진행되기 때문에 공정률이 20% 미만이다. 매출은 그 이후부터 본격적으로 빠르게 증가한다. 물론 제작에 상당 시간이 필요한 주기는 프로젝트 초기 발주가 들어가기 때문에 유의미한 매출이 발생한다. 예를 들어 한전기술은 초기부터 유의미한 매출이 발생하지만, 건설사나 한전KPS는 본 공사가 진행되거나 시운전 시 정비 과정에서 매출이 발생한다.

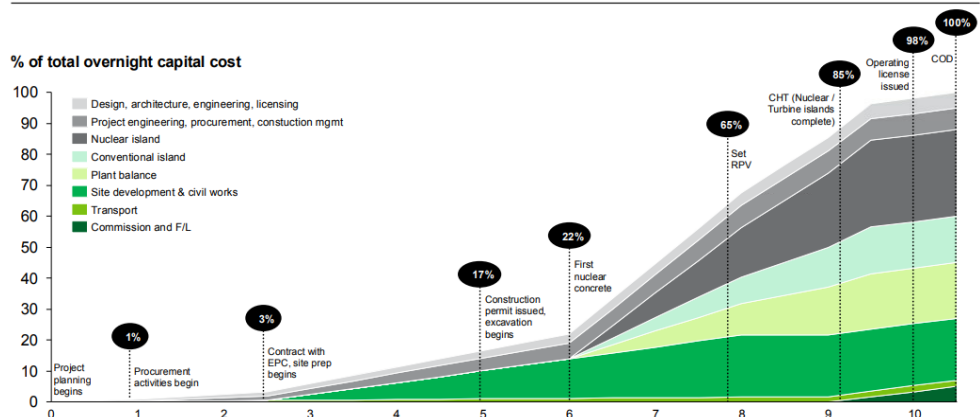
그림9. 과거 대형원전 프로젝트의 타임라인



자료: DOE, NH투자증권 리서치본부

그림10. 대형원전 프로젝트 10년 기준 주요 마일스톤과 진행률

Nuclear project cost vs. potential 10-year timeline & milestones¹



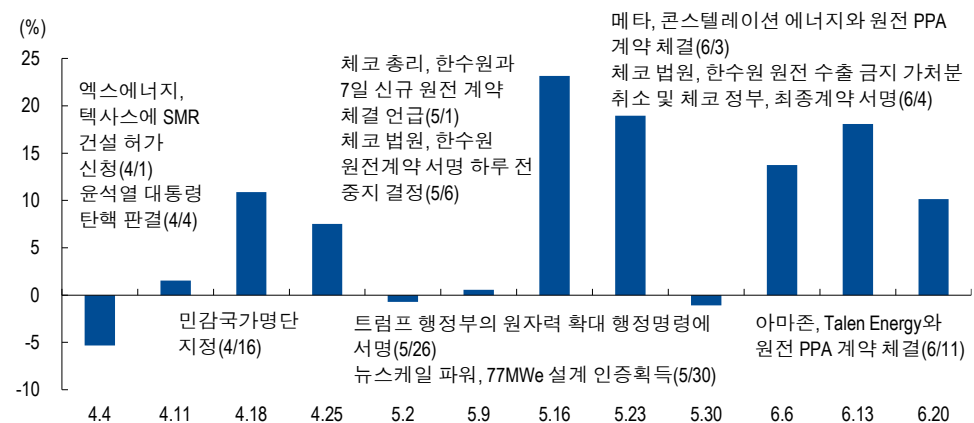
자료: DOE, NH투자증권 리서치본부

기대감 중심으로 형성된 두산에너지빌리티 추가

두산에너지빌리티 주가는 5월 7일 체코 두코바니 원전 수주 당시만 하더라도 27,300원에 불과했다. 그러나 5월 14일 트럼프 대통령의 원자력 확대와 관련한 행정명령이 발표되며 3만원을 넘어섰다. 이후 NRC의 엑스에너지 SMR 건설 인허가 심사, 덴마크의 SMR 도입 검토 본격화, 루마니아 RoPower의 두산에너지빌리티 공장 방문, 뉴스케일 파워의 SMR 설계인증 획득 등의 뉴스에 힘입어 4만원을 돌파했다. 6월부터는 특별한 뉴스 없이 국내 주식시장의 호재, 뉴스케일 파워 추가의 강세 등이 이어지며 6만원을 돌파했다.

그러나 체코 두코바니 원전 수주를 제외하면 단기간 주가가 2배 이상 오른만한 근거는 부족하다. 대부분 기대감이 선반영된 모습이기 때문에 밸류에이션 부담은 계속될 전망이다. 또한 가스터빈 시장 내 경쟁사인 GE 버노바, 지멘스 에너지, 미쓰비시 중공업의 '28년 실적 기준 밸류에이션과 비교해 봐도 비싸다. 중장기 방향성을 증명하는 이벤트들은 계속되고 있지만 실적 부담 또한 큰 상황이다. 즉, 시장 상황에 따라 단기 변동성은 커질 수 있다.

그림11. 두산에너지빌리티 주간 추가 증감률과 주요 뉴스 정리



자료: NH투자증권 리서치본부 정리

두산에너지빌리티 (034020.KS)

본격화되는 SMR 시대

대형원전과 SMR 개발은 예상보다 빨리 진행되는 중. 경쟁사 대비 높은 밸류에이션은 수주가 증명할 것. 대형원전, SMR, 가스터빈 매출 비중은 '30년 90%까지 상승할 전망

Analyst 이민재
02) 768-7895, minjae.lee@nhqv.com

예상보다 빨리 진행되는 SMR 개발

두산에너지빌리티에 대해 투자 의견 Buy를 유지하며 목표주가는 80,000원(기존 36,000원)으로 122% 상향 조정. 투자 의견을 유지하는 이유는 주요 부문의 생산능력 확대와 수주 본격화 속도가 빠르기 때문

목표주가를 상향하는 이유는 대형원전, SMR, 가스터빈 매출이 본격적으로 증가하는 점을 감안해 기준연도를 '30년(기존 '28년)으로 조정했기 때문. 대형원전, SMR, 가스터빈 매출 비중은 '28년 64%, '29년 78%, '30년 90%로 추정

SMR 시장은 예상보다 빠르게 성장 중. 뉴스케일 파워는 지난 6월 미국 원자력 규제 위원회로부터 77MWe 표준설계를 승인받았으며, 엑스에너지 역시 내년 중 건설 허가 마무리될 전망. 빅테크 역시 빠르게 투자를 확대 중. 참고로 미국 내 신규 프로젝트 예상 운영개시 시점은 가스터빈 '30년, SMR '31년, 대형원전 '35년 이후. 가스터빈의 병목으로 SMR과의 격차가 줄어드는 중

미국은 트럼프 정부의 행정명령으로 '30년까지 대형원전 10기를 착공할 계획. 웨스팅하우스 주도로 진행될 것이고, 두산에너지빌리티는 원자로 1차 계통 주기기를 납품할 전망. 한국도 UAE, 사우디 등에서 신규 수주를 이어갈 계획

GE 버노바의 가스터빈과 유사한 밸류에이션 수준

GE 버노바의 '28년 Power 부문 실적 기준 EV/EBITDA는 25배로 두산에너지빌리티의 실적 개선 시점을 고려한 '30년 원전 부문 실적 기준 EV/EBITDA 22배와 유사한 수준. 중장기 방향성을 감안하면 원전이 가스보다 유리한 발전원

두산에너지빌리티 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	4,150	3,396	4,589	3,749	4,180	0.7	11.5	4,180	4,044	3,710
영업이익	310	115	235	142	271	-12.7	89.9	288	295	283
영업이익률	7.5	3.4	5.1	3.8	6.5			6.9	7.3	7.6
세전이익	317	39	-66	30	217	-31.4	619.6	235	261	225
(지배)순이익	136	-55	-114	-69	103	-24.3	흑전	112	136	128

자료: 두산에너지빌리티, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 20페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	80,000원 (상향)		
현재가 (25/06/25)	65,800원		
업종	전기·가스업		
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21		
시가총액(보통주)	42,148.9십억원		
발행주식수(보통주)	640.6백만주		
52주 최고가('25/06/24)	68,900원		
최저가('24/08/05)	15,860원		
평균거래대금(60일)	416,421백만원		
배당수익률(2025E)	0.00%		
외국인지분율	24.6%		
주요주주			
두산 외 28 인	30.7%		
국민연금공단	7.9%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	147.8	260.0	221.0
상대수익률 (%)p	108.6	182.6	186.5

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	16,233	15,729	16,894	19,192
증감률	-7.7	-3.1	7.4	13.6
영업이익	1,018	1,042	1,627	1,993
증감률	-30.6	2.4	56.3	22.4
영업이익률	6.3	6.6	9.6	10.4
(지배지분)순이익	111	444	787	1,010
EPS	174	693	1,228	1,576
증감률	100.1	298.7	77.2	28.3
PER	100.9	94.9	53.6	41.7
PBR	1.5	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	12.0	31.9	22.5	18.9
ROE	1.5	5.8	9.4	10.9
부채비율	125.7	113.9	106.7	103.5
순차입금	2,659	2,081	1,027	122

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1962년 현대양행으로 설립되었으며 1980년 10월 중화학공업 구조조정의 일환으로 정부에 귀속되어 공기업인 한국중공업주식회사로 변경됨. 정부의 민영화 방침에 따라 두산그룹에 인수되었으며, 2022년 3월, 두산에너지리티로 사명을 변경. 원전의 핵심 설비와 핵연료 취급설비, 핵연료 운반 용기 및 원자로 계통 보조기기의 대부분을 제작해 공급하며 국내외 화력발전소 핵심 주기기, 담수 설비 등을 공급함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내외 원자력 발전 시장의 확대
- 원자력 및 해상풍력 주기기 관련 수주 증가

Downside Risk

- 원자력 및 해상풍력 주기기 관련 수주 지연
- 탈원전 정책

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
NuScale Power	-	-	10.7	9.5	-8.0	-5.7
Vestas Wind	19.2	13.7	3.5	2.9	18.0	21.0
GE Vernova	72.8	45.3	13.0	10.9	17.8	24.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	183.0	100.9	94.9	53.6	41.7
PBR	1.4	1.5	5.3	4.8	4.3
PSR	0.6	0.7	2.7	2.5	2.2
ROE	0.8	1.5	5.8	9.4	10.9
ROIC	6.7	4.2	5.0	8.3	10.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

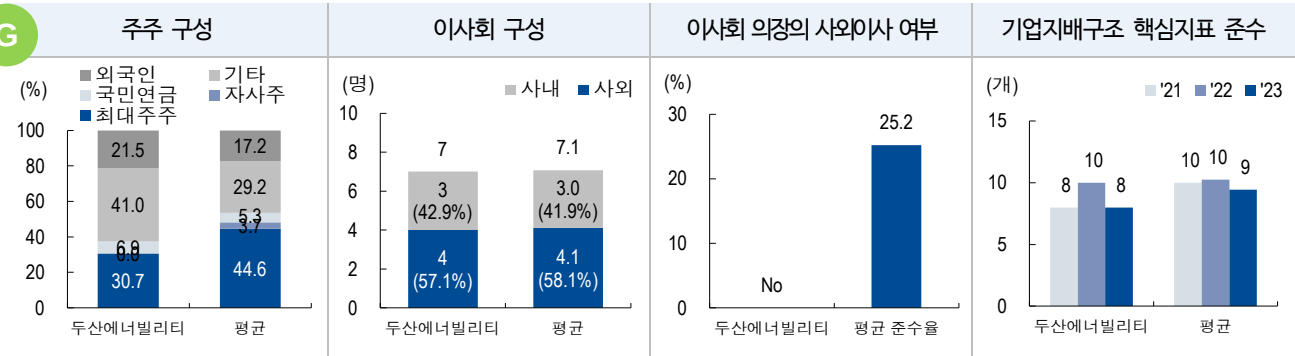
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	13,952	13,837	14,744	15,570	9,172	10,991	15,421	17,590	16,233
영업이익	798	818	1,002	918	-135	869	1,106	1,467	1,018
영업이익률(%)	5.7	5.9	6.8	5.9	-1.5	7.9	7.2	8.3	6.3
세전이익	-244	35	-105	-63	-783	564	-186	738	658
순이익	-216	-198	-430	-224	-838	646	-453	518	395
지배지분순이익	-171	-380	-532	-515	-1,070	495	-772	56	111
EBITDA	1,330	1,331	1,501	1,469	434	1,406	1,578	1,934	1,509
CAPEX	291	277	231	377	263	285	349	396	461
Free Cash Flow	677	152	758	56	32	743	276	1,675	-219
EPS(원)	-1,311	-2,841	-3,711	-2,638	-3,732	1,026	-1,247	87	174
BPS(원)	22,741	21,567	16,218	10,228	8,094	11,093	11,144	11,111	11,703
DPS(원)	418	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	7,753	7,813	7,373	7,720	7,073	4,644	3,207	1,871	2,659
ROE(%)	-4.8	-11.2	-17.7	-20.4	-38.7	10.7	-11.7	0.8	1.5
ROIC(%)	9.2	-18.6	22.5	23.3	-0.8	7.2	12.9	6.7	4.2
배당성향(%)	-34.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	113.6	120.6	120.4	129.0	99.5	52.7	31.8	17.3	22.8

자료: 두산에너지리티, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

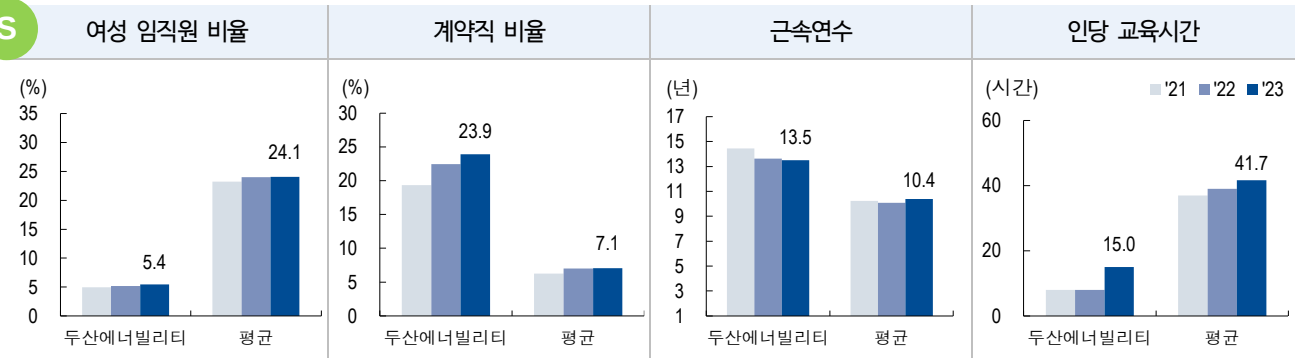


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 두산에너지리터, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

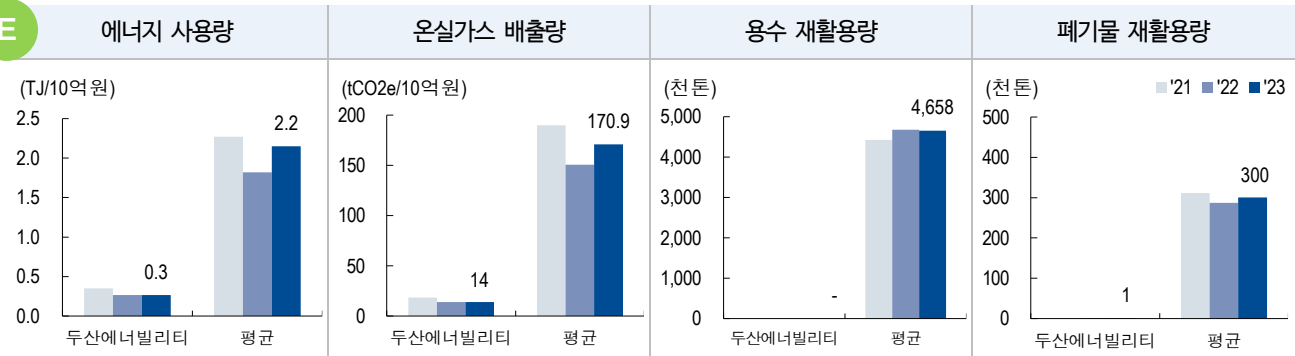
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.6	- 글로벌 해상풍력 기업 지멘스가메사와 전략적 협력을 위한 MOU를 체결
	2023.8	- 한국중부발전과 20MW급 이상 해상풍력 연구개발 및 사업화 MOU 체결
S	2022.7	- 국내 최초로 유럽 원전 안전 국제표준 ISO 19443 인증을 취득
G	2022.3	- 두산중공업에서 두산에너지리터로 사명을 변경
	2022.9	- (주)두산이 두산에너지리터 지분 4.5%를 불특정 방식으로 매각 (두산의 지분율: 35.14% → 30.5%)

자료: 두산에너지리터, NH투자증권 리서치본부

역동적으로 변하는 미국 원전 시장

미국 원전 시장은 트럼프 행정부의 행정명령과 상·하원의 IRA 수정안으로 역동적으로 변하고 있다. '50년 원자력 발전설비 400GW를 목표로 '30년까지 대형원전 10기의 조기 착공, 첨단 원자로에 대한 행정적 지원, 각종 세액공제 등이 진행되고 있다. 바이든 행정부에 이어 트럼프 행정부까지 미국 원전 산업에 초당적으로 지원하고 있다.

지난 10월 DOE가 SMR 개발에 다양한 Off-taker가 필요하다고 언급한 이후 아마존, 구글, 메타 등 빅테크는 SMR 투자를 본격화하고 있다. 빅테크의 참여로 SMR 산업은 구매자와 투자자를 동시에 확보한 셈이다. 안정적인 신규 발전원은 '30년 이후에나 공급 가능하다. SMR이 가스터빈과 같은 테이블에서 논의되고 있는 이유다.

SMR 시장 확대를 위한 선순환 구조 진입

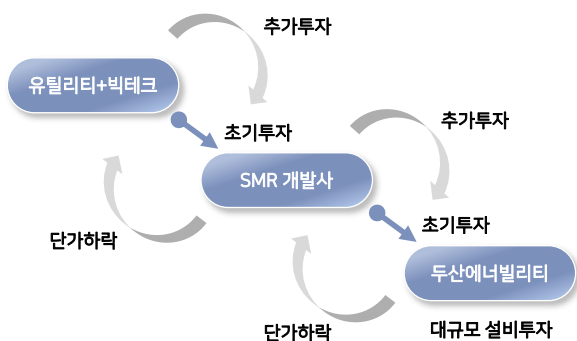
유틸리티와 빅테크가 SMR 개발사에 대한 수주를 확대하고, SMR 개발사가 두산에너지빌리티에 발주를 늘려야 규모의 경제를 달성할 수 있다. 규모의 경제 달성 시 SMR 단가는 하락하고 유틸리티와 빅테크는 다시 수주를 늘릴 수 있다. DOE는 SMR이 다수의 프로젝트를 통해 공정이 표준화되고 숙련도가 쌓여 규모의 경제를 이룰 수 있는 구조를 구축하면, 첫 프로젝트 대비 비용은 최대 65% 줄어든 것으로 보고 있다.

두산에너지빌리티 역시 그동안 불확실성 때문에 주저했던 SMR 전용라인에 대한 설비투자를 본격적으로 진행할 계획이다. 뉴스케일 파워와 엑스에너지의 프로젝트 구체화에 대응하기 위한 조치일 것으로 예상되지만, 추후 다른 개발사를 확보할 경우 추가 투자 역시 고려할 수 있다. SMR 시장 확대를 위한 선순환 구조에 진입한 것으로 판단된다.

SMR 부문의 빠른 매출 증가 가능성

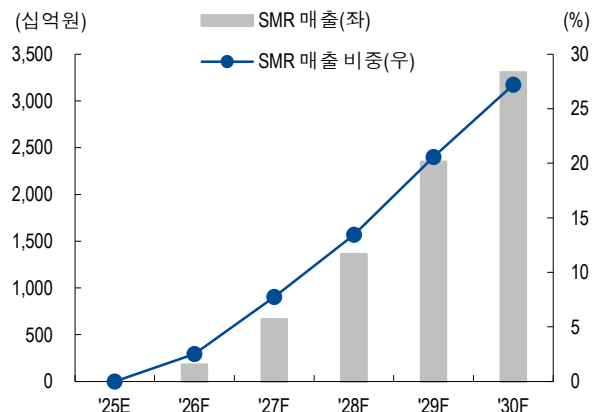
두산에너지빌리티의 SMR 고객사별 향후 5년 동안 연 평균 예상 수주는 뉴스케일 파워 1.9조원(모듈 18기, 1.4GW), 엑스에너지 1.1조원(모듈 8기, 0.9GW), 테라파워 0.5조원으로 추정된다. '30년 SMR 부문 매출은 3.3조원으로 늘어나고, 매출 비중 역시 26%까지 확대될 것으로 예상된다. 참고로 롤스로이스, 웨스팅하우스 등 두산에너지빌리티가 제작할 것으로 예상되는 다른 SMR 개발사로부터의 수주는 제외했기 때문에 추가 성장도 가능할 전망이다.

그림1. 선순환 구조에 돌입하면 규모의 경제 발생



자료: NH투자증권 리서치본부 정리

그림2. 빠르게 성장할 두산에너지빌리티의 SMR 부문 매출



자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

미국 내 대형원전 10기 착공까지 감안하면 추가 성장 예상됨

대형원전 부문 매출은 웨스팅하우스가 진행할 미국 내 대형원전 10기의 착공까지 감안하면 추가로 성장할 전망이다. 트럼프 대통령의 행정명령에 따르면 '30년까지 대형원전 10기가 착공될 예정인데, 두산에너지빌리티는 이와 관련해 원자로 1차 계통 기기 관련 수주를 할 것으로 예상된다. 웨스팅하우스가 미국 외 지역에서 진행할 대형원전 8기, 한수원이 국내외에서 진행할 대형원전 12기까지 고려하면 총 30기를 담당할 예정이다.

두산에너지빌리티의 웨스팅하우스 미국 대형원전 10기 원자로 1차 계통 기기의 수주 규모는 약 0.5조원 내외로 추정된다. 제작 기간은 약 8년으로 기당 연평균 900억원 내외의 매출이 발생할 전망이다. '30년 대형원전 부문 매출은 3.7조원으로 한수원향을 3.2조원, 웨스팅하우스향을 0.5조원으로 추정한다.

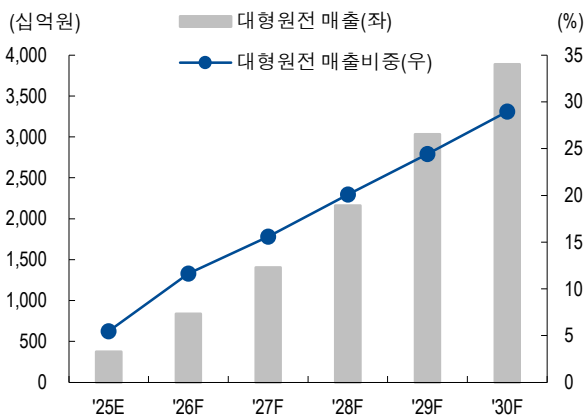
가스터빈은 공급 부족에 따른 수혜 확대 전망

가스터빈 부문 역시 증가하는 수요에 대응하기 위해 증설을 진행할 계획이다. 미국 내 데이터센터향 수주가 올해부터 이어질 예정인데, 국내에서 진행되는 석탄의 연료전환까지 감안하면 현재의 2배 가까운 규모의 증설이 필요할 전망이다.

가스터빈 시장은 구조적인 공급부족으로 현재 신규 주문 시 '30년 이후 인도 가능하다. GE 버노바는 작년 하반기부터 가스터빈 가격을 매 반기 인상하고 있다. 또한 미국 유틸리티 기업들은 증가하는 수요에 대비해 '30년 이후 가스터빈 물량을 확보하고 있다.

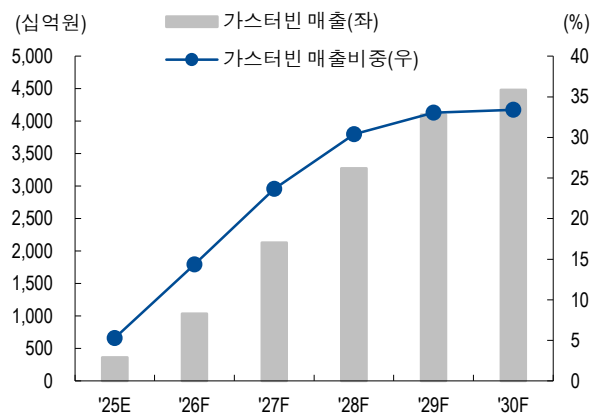
가스터빈 부문 매출은 '30년 4.5조원으로 주기기 제작 3.9조원, 유지보수 0.6조원으로 추정한다. 또 가스터빈 부문 EBITDA 마진은 15%로 추정한다. 한편 GE 버노바 Power 부문의 '28년 EBITDA 마진은 18%로 상장 당시 가이던스보다 높게 추정하는데, 북미 지역 내 가격 인상으로 두산에너지빌리티 역시 이를 상회할 것으로 예상된다.

그림3. 대형원전 매출 역시 꾸준히 성장할 전망



자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 가장 빠른 성장을 보일 가스터빈 매출



자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

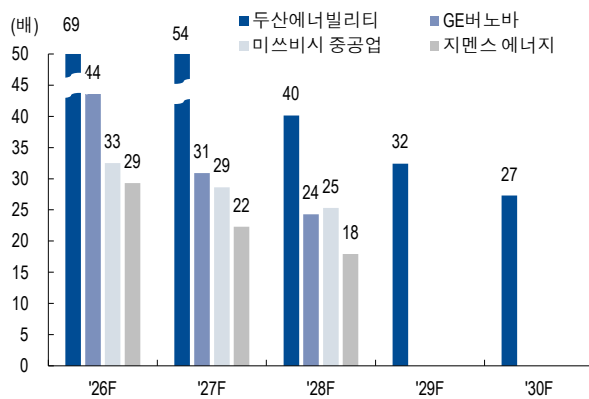
두산에너지빌리티의 정상화는 경쟁사와 2년 정도 시차

당사가 유틸리티 하반기 전망 자료를 발간한 5월 21일 당시 경쟁사들과 두산에너지빌리티의 밸류에이션 수준은 유사했다. 실적 회복이 시작될 '28년 기준 두산에너지빌리티의 PER은 18배로 경쟁사 평균 20배와 유사했다. 그러나 원전산업이 주목받는 6월 25일 현재 두산에너지빌리티의 '28년 PER은 40배로 경쟁사 평균(23배)보다 높다. 다만, 두산에너지빌리티의 실적은 경쟁사와 2년 정도 시차를 두고 개선될 전망이다.

GE 버노바와 같은 수준의 프리미엄을 받는 중

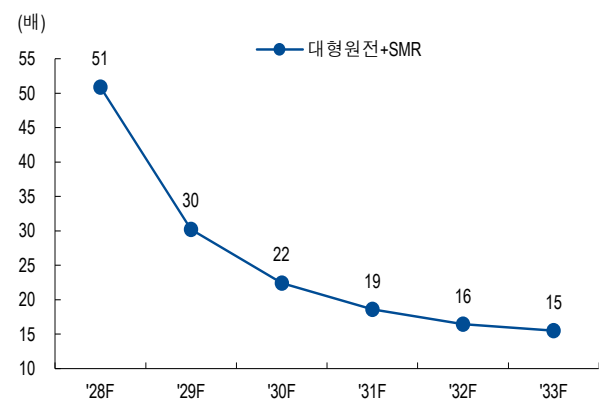
GE 버노바의 가스터빈 부문은 전방시장이나 시장 점유율 등 두산에너지빌리티의 원전 부문과 유사하다. GE 버노바의 현재 주가를 기준으로 가스터빈의 밸류에이션을 역산하면 '28년 실적 기준 EV/EBITDA는 25배이다. 두산에너지빌리티의 현재 주가를 기준으로 대형원전과 SMR의 밸류에이션을 계산하면 EV/EBITDA는 '30년 실적 기준 22배로 유사하다. 주식시장은 늘어나는 전력수요와 공급자 우위인 미국의 발전 시장에 프리미엄을 부여하고 있다.

그림5. 높은 밸류에이션은 경쟁사보다 늦게 개선되는 실적 때문



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 실적 개선되는 '30년부터 경쟁사와 유사한 EV/EBITDA



자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

표1. GE 버노바 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억달러, 달러, 배, %)

	'28F EBITDA	배수	적용가
1) 별도법인 영업가치			
- Power	4.3	25	108.6
- Wind	0.9	8	7.3
- Electrification	1.8	18	33.6
- 합계			149.5
2) 연결종속기업, 관계사 지분가치			
- Investment Securities			3.6
- 자사주 등			8.9
- 합계			12.5
3) Total Value = 1) + 2)			161.9
4) 순차입금			-8.2
5) NAV = 3) - 4)			170.1
6) 주당 순자산가치	주식수	2.7 억주	540
7) 시간가치를 할인한 주당 순자산가치	할인율	10.3%	490

자료: GE 버노바, NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가 상향은 원전산업 성장과 독보적인 지위 때문

두산에너지빌리티의 목표주가를 80,000원(기존 36,000원)으로 상향하는 이유는 대형원전·SMR·가스터빈 수주 본격화를 고려해 기준연도를 '30년(기존 '28년)으로 조정했기 때문이다. 특히 SMR 부문 영업가치는 33조원(기존 4조원)으로 상향했는데, 미국 내 SMR 프로젝트 진행이 빨라지고 있음을 반영했기 때문이다. 참고로 뉴스케일 파워와 엑스에너지의 향후 5년 동안 수주는 기존 대비 각각 2배, 1.6배 늘어날 것으로 추정했다.

참고로 할인하지 않은 두산에너지빌리티의 '30년 기업가치는 50조원이고, EV/EBITDA는 26배 수준이다.

대형원전과 SMR의 영업가치는 51조원

대형원전과 SMR의 영업가치는 51조원으로 EV/EBITDA 27배를 적용했다. GE 버노바의 현재 주가 대비 20% 상승 여력을 감안한 가치 기준 '28년 Power 부문에 적용하는 EV/EBITDA는 33배인데 이를 20% 할인한 수준과 유사하다.

대형원전 매출은 한수원 총 10기(기당 2조원), 웨스팅하우스 6기(기당 0.5조원)로부터 발생할 것으로 예상된다. 참고로 한수원은 이미 수주한 신한울 3, 4호기, 체코 두코바니 5, 6호기 외에도 UAE, 사우디, 국내에서 신규 원전 총 6기를 수주할 전망이다.

SMR 매출 3.4조원은 뉴스케일 파워 수주 확대와 엑스에너지 수주 본격화를 반영했다. 두산에너지빌리티는 향후 5년 동안 뉴스케일 파워로부터 모듈 96기(기존 48기), 엑스에너지로부터 모듈 36기(기존 22기)의 수주가 예상된다.

가스터빈의 영업가치는 10조원

가스터빈 부문 영업가치는 10조원으로 '30년 EBITDA 6,709억원(기존 '28년 EBITDA 5,598억원)에 EV/EBITDA 15배(기존 15배)를 적용했다. 가스터빈 부문은 단계적인 증설과 복미 수주를 통해 '27년부터 연간 최대 14기의 가스터빈을 생산할 전망이다. 올해를 기점으로 복미 데이터센터 사업자로부터 가스터빈을 수주할 것으로 예상된다.

표2. 두산에너지빌리티 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	'30F 매출	'30F EBITDA	배수	지분율/주식수	장부/시장가치	적용가
1) 별도법인 영업가치						
- 대형원전과 SMR 부문 영업가치	7,524	1,939	27		51,529	51,529
- 신재생부문 영업가치	500	25	8		200	200
- 담수화부문 영업가치	350	17	10		175	175
- 화력부문 영업가치	4,473	671	15		10,064	10,064
- 기타부문 영업가치	574	-280	-		0	0
- 합계					61,968	61,968
2) 연결종속기업, 관계사 지분가치						
- 두산밥캣				46.1%	2,378	2,378
- 두산퓨얼셀 보통주와 우선주				30.3%	440	440
- 두산건설 보통주와 상환전환우선주				-	109	109
- 기타(자사주 포함)				-		557
- 합계						3,494
3) Total Value = 1) + 2)						65,461
4) 순차입금						3,830
5) NAV = 3) - 4)						61,631
6) 주당 순자산가치		주식수	626 만주			98,484
7) 목표주가		할인율	24.5%			80,000

주1: 2030년 실적 기준; 주2: 영업가치를 WACC(가중평균자본비용) 5.0%로 할인해 적용; 주3: WACC는 자기자본비용 8.0%, 타인자본비용 3.0%, 부채비용 155%를 감안해 산출

자료: 두산에너지빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 두산에너지빌리티 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	16,233	15,729	16,894	19,192
	- 수정 전	-	15,497	17,237	19,308
	- 변동률	-	1.5	-2.0	-0.6
영업이익	- 수정 후	1,018	1,042	1,627	1,993
	- 수정 전	-	1,080	1,501	1,775
	- 변동률	-	-3.6	8.4	12.3
영업이익률(수정 후)		6.3	6.6	9.6	10.4
EBITDA		1,509	1,521	2,119	2,494
(지배지분)순이익		111	444	787	1,010
EPS	- 수정 후	174	693	1,228	1,576
	- 수정 전	-	727	1,120	1,387
	- 변동률	-	-4.6	9.7	13.6
PER		100.9	94.9	53.6	41.7
PBR		1.5	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA		12.0	31.9	22.5	18.9
ROE		1.5	5.8	9.4	10.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	16,233	15,729	16,894	19,192
증감률 (%)	-7.7	-3.1	7.4	13.6
매출원가	13,503	12,583	13,515	15,354
매출총이익	2,730	3,146	3,379	3,838
Gross 마진 (%)	16.8	20.0	20.0	20.0
판매비와 일반관리비	1,712	2,104	1,751	1,846
영업이익	1,018	1,042	1,627	1,993
증감률 (%)	-30.6	2.4	56.3	22.4
OP 마진 (%)	6.3	6.6	9.6	10.4
EBITDA	1,509	1,521	2,119	2,494
영업외손익	-360	-231	-190	-149
금융수익(비용)	-181	-231	-190	-149
기타영업외손익	-199	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	20	0	0	0
세전계속사업이익	658	811	1,437	1,844
법인세비용	263	219	388	498
계속사업이익	395	592	1,049	1,346
당기순이익	395	592	1,049	1,346
증감률 (%)	-23.7	50.0	77.2	28.3
Net 마진 (%)	2.4	3.8	6.2	7.0
지배주주지분 순이익	111	444	787	1,010
비지배주주지분 순이익	283	148	262	337
기타포괄이익	578	0	0	0
총포괄이익	973	592	1,049	1,346

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	100.9	94.9	53.6	41.7
PBR(X)	1.5	5.3	4.8	4.3
PCR(X)	6.5	27.7	19.9	16.9
PSR(X)	0.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA(X)	12.0	31.9	22.5	18.9
EV/EBIT(X)	17.8	46.6	29.3	23.7
EPS(W)	174	693	1,228	1,576
BPS(W)	11,703	12,396	13,625	15,201
SPS(W)	25,342	24,554	26,373	29,962
자기자본이익률(ROE, %)	1.5	5.8	9.4	10.9
총자산이익률(ROA, %)	1.5	2.3	3.9	4.7
투자자본이익률(ROIC, %)	4.2	5.0	8.3	10.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	22.8	17.0	7.7	0.8
총부채/자기자본(%)	125.7	113.9	106.7	103.5
이자발생부채	6,624	6,155	5,816	5,680
유동비용(%)	112.3	113.4	120.7	127.2
총발행주식수(mn)	641	641	641	641
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	17,550	65,800	65,800	65,800
시가총액(십억원)	11,242	42,149	42,149	42,149

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	2,898	3,029	3,704	4,407
매출채권	1,290	1,250	1,343	1,525
유동자산	10,049	9,957	11,146	12,861
유형자산	5,703	5,782	5,849	5,904
투자자산	1,182	1,145	1,230	1,397
비유동자산	16,266	16,250	16,344	16,954
자산총계	26,315	26,207	27,490	29,815
단기성부채	2,881	2,887	2,906	2,948
매입채무	2,221	2,152	2,311	2,626
유동부채	8,946	8,784	9,233	10,113
장기성부채	3,744	3,268	2,910	2,731
장기충당부채	936	906	974	1,106
비유동부채	5,708	5,171	4,954	5,054
부채총계	14,654	13,954	14,188	15,167
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,572	1,572	1,572	1,572
이익잉여금	1,394	1,838	2,625	3,635
비지배주주지분	4,165	4,313	4,575	4,911
자본총계	11,661	12,253	13,302	14,648

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	242	1,053	1,622	1,997
당기순이익	395	592	1,049	1,346
+ 유/무형자산상각비	491	479	491	501
+ 종속, 관계기업관련손익	-14	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-56	0	0	0
Gross Cash Flow	1,739	1,519	2,117	2,492
- 운전자본의증가(감소)	-891	-18	82	149
투자활동 현금흐름	-821	-453	-608	-1,157
+ 유형자산 감소	9	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-461	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	-58	37	-85	-167
Free Cash Flow	-219	553	1,122	1,497
Net Cash Flow	-579	600	1,014	840
재무활동 현금흐름	608	-469	-338	-137
자기자본 증가	-141	0	0	0
부채증감	749	-469	-338	-137
현금의증가	278	131	675	703
기말현금 및 현금성자산	2,898	3,029	3,704	4,407
기말 순부채(순현금)	2,659	2,081	1,027	122

한국전력 (015760.KS)

모로 가도 서울만 가면 된다

한수원 가치에 대한 논의가 있었지만, 한전의 주가는 전기요금 조정 여부가 결정함. 낮은 전기요금 인하 가능성, 정부 정책의 투자 주체, 유틸리티 내 높은 배당수익률 등 밸류에이션 상 긍정적 요인은 충분

Analyst 이민재
02) 768-7895, minjae.lee@nhqv.com

우호적인 환경 하 충분한 투자매력

한국전력에 대해 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 45,000원(기존 38,000원)으로 18% 상향 조정

투자의견을 유지하는 이유는 1) 최소 전기요금 동결 가능성, 중동 정세 안정화에 따른 유가 하락으로 '25년 영업이익 14조원 달성 가능성, 2) 재생에너지와 에너지 고속도로 구축, AI 산업 투자 확대의 주체이기 때문

목표주가를 상향하는 이유는 '25년 배당 확대와 원전 정책에 대한 우려가 약해짐에 따라 할인율을 35%(기존 45%)로 조정하며, 목표 PBR 역시 0.58배(기존 0.50배)로 상향했기 때문

할인율을 조정한 이유는 1) 상업 개정안 통과 시 별도기준 이익이 발생하면 적극적인 주주 환원 정책이 필요하고, 2) 또 신규 원전 2기 부지 역시 물색하고 있어 관련 정책에 대한 우려도 완화됐기 때문

올해 전기요금은 최소 동결 전망

한국전력은 해상풍력 중심 재생에너지 확대, 에너지 고속도로 구축, AI 산업 투자 등 정부 주도 사업의 주체적인 역할을 담당할 전망. 또 '27년 일몰될 한전법에 따른 재무구조 개선 역시 필요한 상황

여름철 취약 계층 대상 전기요금 할인 혜택이 있을 수 있지만, 이것이 전기요금의 구조적인 인하를 의미한다고 보기 어려움. 그 외 전기요금 조정은 없을 전망

한국전력 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	20,474	26,103	23,529	24,224	22,109	8.0	-8.7	22,109	21,693	27,637
영업이익	1,250	3,396	2,419	3,754	1,114	-10.9	-70.3	1,114	2,311	5,557
영업이익률	6.1	13.0	10.3	15.5	5.0			5.0	10.7	20.1
세전이익	349	2,977	1,193	2,755	-44	적전	적전	-44	2,660	4,338
(지배)순이익	65	1,849	1,016	2,576	-510	적전	적전	-510	937	3,689

자료: 한국전력, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 29페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	45,000원 (상향)
현재가 (25/06/25)	37,850원
업종	전기가스업
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	24,298.3십억원
발행주식수(보통주)	642.0백만주
52주 최고가('25/06/25)	37,850원
최저가('24/08/05)	18,400원
평균거래대금(60일)	98,509백만원
배당수익률(2025E)	6.39%
외국인지분율	19.6%
주요주주	
한국산업은행 외 2인	51.1%
국민연금공단	6.9%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	67.5 84.2 95.6
상대수익률 (%p)	40.9 44.6 74.6

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	93,399	97,733	100,441	102,168
증감률	5.9	4.6	2.8	1.7
영업이익	8,365	14,411	16,232	17,248
증감률	흑전	72.3	12.6	6.3
영업이익률	9.0	14.7	16.2	16.9
(지배지분)순이익	3,492	7,165	9,340	10,219
EPS	5,439	11,162	14,550	15,918
증감률	흑전	105.2	30.4	9.4
PER	3.7	3.4	2.6	2.4
PBR	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.4	5.6	5.2	4.8
ROE	9.2	16.8	19.0	18.0
부채비율	496.7	439.1	372.5	316.4
순차입금	128,044	131,081	128,293	124,466

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한국전력은 국내 전력공급(발전, 송·변전 및 배전 등)을 위해 1898년 1월에 설립된 에너지 공기업이며 모회사 한국전력과 6개 발전자회사 등 총 31개 회사로 구성된 기업집단. 2024년 실적 기준 매출액은 93.4조원(+6% y-y)이며 사업 부문별 매출의 대부분은 전기판매가 차지. 2020년 말 연료비 연동제가 도입되었고, 2013년 11월 이후 8년 만에 전기요금 인상 실시

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전기요금 체계 개편 논의 본격화 등을 통한 환경비용 부담 구제화
- 대규모 계획예방정비 종료로 원자력발전소 가동률 상승
- 유가, 석탄가 하향 안정화로 원료비 절감효과 지속

Downside Risk

- 온실가스 배출권, RPS 등 환경비용 증가세
- 해외 석탄화력발전 투자 등 ESG 관련 이슈 부각

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
NextEra Energy	19.5	17.9	2.6	2.4	13.1	13.5
Enel	11.9	11.5	2.3	2.1	19.0	18.3
Iberdrola	17.3	16.7	2.0	2.0	11.4	12.0
Chubu Electric	6.1	6.4	0.4	0.4	7.5	6.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	-	3.7	3.4	2.6	2.4
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	-12.6	9.2	16.8	19.0	18.0
ROIC	-4.0	3.9	5.3	7.7	8.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

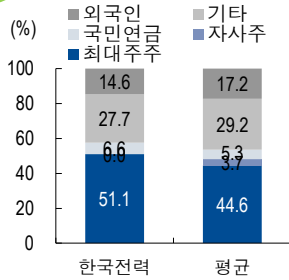
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	60,190	59,815	60,628	59,173	58,569	60,674	71,258	88,219	93,399
영업이익	12,002	4,953	-208	-1,277	4,086	-5,846	-32,655	-4,542	8,365
영업이익률(%)	19.9	8.3	-0.3	-2.2	7.0	-9.6	-45.8	-5.1	9.0
세전이익	10,513	3,614	-2,001	-3,266	2,992	-7,072	-33,844	-7,554	5,257
순이익	7,148	1,441	-1,174	-2,264	2,092	-5,216	-24,429	-4,716	3,622
지배지분순이익	7,049	1,299	-1,315	-2,346	1,991	-5,305	-24,467	-4,823	3,492
EBITDA	20,963	14,727	9,817	9,852	15,634	6,096	-20,194	8,491	22,362
CAPEX	12,029	12,536	12,267	14,000	13,281	12,687	12,347	13,908	14,216
Free Cash Flow	4,492	-1,286	-5,587	-5,787	-73	-8,195	-35,824	-12,386	1,660
EPS(원)	10,980	2,023	-2,048	-3,654	3,102	-8,263	-38,112	-7,512	5,439
BPS(원)	111,725	111,660	108,641	105,140	107,945	99,352	63,158	55,837	62,177
DPS(원)	1,980	790	0	0	1,216	0	0	0	213
순차입금	47,904	50,406	57,558	64,564	66,047	76,341	116,216	128,192	128,044
ROE(%)	19.7	1.8	-1.9	-3.4	2.9	-8.0	-46.9	-12.6	9.2
ROIC(%)	26.9	2.6	-0.9	-1.6	2.2	-4.4	-21.6	-4.0	3.9
배당성향(%)	18.0	39.1	0.0	0.0	39.2	0.0	0.0	0.0	3.9
배당수익률(%)	4.5	2.1	0.0	0.0	4.4	0.0	0.0	0.0	1.1
순차입금 비율(%)	65.6	69.1	81.0	93.7	93.5	116.9	276.7	344.0	309.6

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부

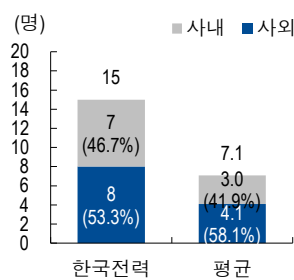
ESG Index & Event

G

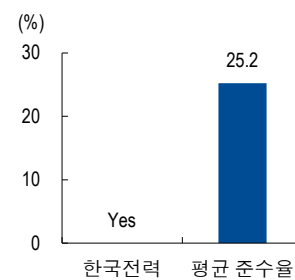
주주 구성



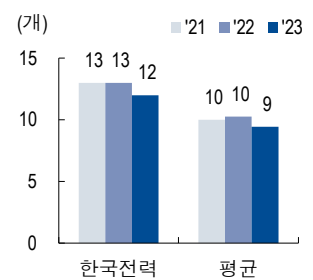
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



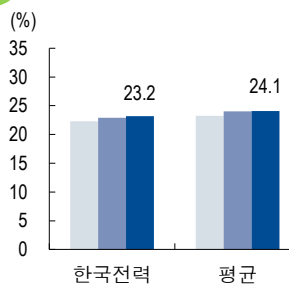
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

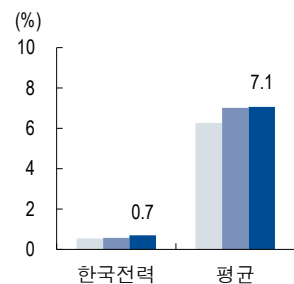
자료: 한국전력, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

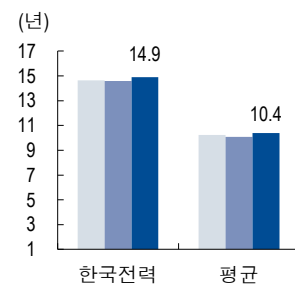
여성 임직원 비율



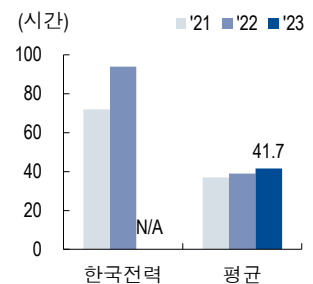
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

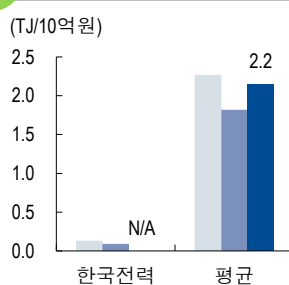


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

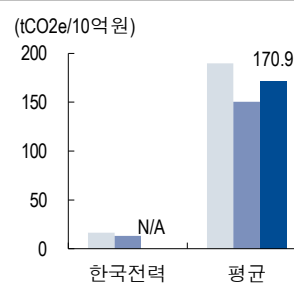
자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부

E

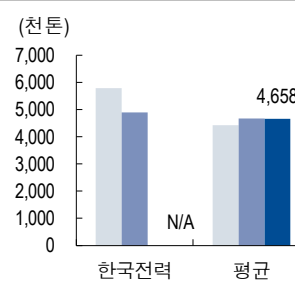
에너지 사용량



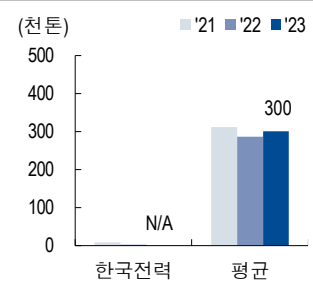
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.2	- '2024년도 초격차 스타트업 100+ 프로젝트'를 통해 친환경·에너지 스타트업 지원
S	2023.7	- 동반성장위원회와 함께 협력 중소기업에 대한 ESG 평가 및 지원사업 협약 체결
G	2024.12	- 한국정보시스템감사통제협회(ISACA)와 디지털 재난 예방 및 IT 내부통제 강화 위한 협약 체결

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부

표1. 한국전력 연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	22,109	27,637	23,764	93,399	97,733	100,441	102,168
매출원가+판매비	21,993	19,223	22,707	21,110	20,470	20,995	22,080	19,777	85,034	83,323	84,209	84,919
연료비	5,781	4,328	6,305	4,655	5,010	3,901	4,956	3,946	21,070	17,813	17,243	18,462
IPP 구매 비용	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	9,473	9,930	7,879	34,660	36,038	35,354	34,299
감가상각비	3,552	3,388	3,555	3,335	3,382	3,382	3,382	3,519	13,829	13,664	14,659	14,862
인건비	1,688	1,722	1,688	2,200	1,746	1,783	1,752	1,938	7,298	7,218	7,413	7,621
유지보수비	734	771	689	1,296	557	1,077	720	1,077	3,489	3,431	3,793	3,907
R&D 비용	166	175	188	245	181	164	178	202	774	724	745	768
수수료 비용	206	21	223	218	175	201	202	226	668	804	828	853
기타 비용	663	849	413	1,321	663	1,015	961	991	3,246	3,630	4,173	4,148
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	1,114	5,557	3,986	8,365	14,411	16,232	17,248
영업이익률	5.6%	6.1%	13.0%	10.3%	15.5%	5.0%	20.1%	16.8%	-1.7%	2.8%	10.1%	19.2%
EBITDA	4,852	4,721	6,992	5,797	7,182	4,464	9,027	7,246	22,362	27,919	29,792	31,117
CAPEX	-3,710	-3,614	-2,960	-3,932	-3,927	-3,826	-3,133	-4,163	-14,216	-15,050	-15,050	-15,050
이자비용	1,152	1,132	1,139	1,242	1,328	1,305	1,344	1,400	4,665	5,378	5,383	5,225
유동성장기부채	35,655	40,849	40,087	35,319	35,560	35,771	36,041	36,284	35,319	36,284	35,401	34,282
사채	84,785	77,147	79,779	84,973	85,552	86,060	86,709	87,294	84,973	87,294	85,169	82,477
장기차입금	3,485	3,194	2,938	3,119	3,140	3,159	3,183	3,204	3,119	3,204	3,126	3,027
현금및현금성자산	2,950	2,657	3,665	2,383	2,556	2,708	2,901	3,076	2,383	3,076	2,299	1,700
세전이익	738	349	2,977	1,193	2,755	-44	4,338	2,981	5,257	10,029	12,011	13,141
법인세비용	142	235	1,097	161	271	448	780	1,621	1,635	3,119	3,003	3,285
(지배)당기순이익	561	65	1,849	1,016	2,576	-510	3,689	1,410	3,492	7,165	9,340	10,219

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 목표주가 산출 관련 주요 항목 및 가정

(단위: 원, 배, %)

	금번 추정치	직전 추정치	변동 내역
2025년과 2026년 가중평균 BPS	76,618	75,861	+1.0%
2025년 BPS	70,921	70,837	
2026년 BPS	82,315	82,895	
목표PBR	0.58	0.50	-
자기자본비용	5.75%	5.75%	-
타인자본비용	5.00%	5.00%	-
부채/자산	86.1%	86.1%	-
목표ROE(=적정투자보수율)	5.1%	5.1%	-
할인율	35%	45%	-10%p
목표주가	45,000	38,000	+18.4%
현재주가(2025년 6월 25일 기준)	37,850		
상승여력	+18.9%		

주1: 무위험이자율 2.75%, 베타 0.5, 시장위험프리미엄 6.0%, 영구성장률 0.0% 적; 주2: 부채/자산비율은 2024년 4분기 한국전력 별도기준 자본과 부채 적용

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 한국전력 주요 지표 및 가정

지표	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F	2027F
환율(KRW/USD)	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,420	1,411	1,397	1,364	1,420	1,400	1,400
WTI(USD/BBL)	77	81	75	70	71	62	65	66	76	66	65	64
뉴캐슬탄(USD/Ton)	127	136	140	139	108	98	100	110	136	104	110	110
LNG(KRW/m ³)	963	844	863	861	827	816	733	719	883	774	724	715
SMP(KRW/KWH)	129	125	139	114	112	122	109	103	127	112	104	102
전력단가(KRW/kWh)	161	156	167	167	170	163	174	169	163	169	169	169
가계용	155	149	165	153	158	151	167	155	156	158	158	158
일반용	173	166	179	171	173	168	181	173	172	174	174	174
산업용	166	159	169	178	183	170	180	180	168	178	178	178
전력생산(TWh)	150	136	163	144	150	139	166	148	596	602	613	625
원자력	45	46	48	50	52	48	44	47	189	191	194	213
석탄	46	35	51	38	34	29	52	33	167	147	140	131
LNG	44	37	46	40	46	41	49	51	167	186	197	193
석유	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
수력	2	3	2	2	2	3	2	2	9	9	9	9
신재생	13	16	15	14	16	19	18	16	63	68	73	79
전력생산비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
원자력	30	34	29	35	35	35	27	31	32	32	32	34
석탄	31	25	31	26	23	21	31	22	28	24	23	21
LNG	29	27	28	28	31	29	29	34	28	31	32	31
석유	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
수력	1	2	1	1	1	2	1	1	2	1	1	1
신재생	9	12	9	10	11	13	11	11	11	11	12	13
가동률(%)	48	42	50	43	45	41	49	43	46	61	60	58
원자력	84	83	83	87	92	85	77	81	85	84	81	84
석탄	54	40	58	42	38	32	57	37	48	42	40	40
LNG	46	39	47	40	46	41	48	50	42	45	46	43
석유	15	6	15	28	38	25	28	28	24	30	30	30
수력	14	20	17	13	13	19	16	13	16	15	15	15
신재생	20	23	22	20	22	25	24	21	23	23	23	23

자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 한국전력 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	93,399	97,733	100,441	102,168
	- 수정 전	-	97,733	100,441	102,168
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	8,365	14,411	16,232	17,248
	- 수정 전	-	14,411	16,232	17,248
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익률(수정 후)		9.0	14.7	16.2	16.9
EBITDA		22,362	27,919	29,792	31,117
(지배지분)순이익		3,492	7,165	9,340	10,219
EPS	- 수정 후	5,439	11,162	14,550	15,918
	- 수정 전	-	11,162	14,550	15,918
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
PER		3.7	3.4	2.6	2.4
PBR		0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA		6.4	5.6	5.2	4.8
ROE		9.2	16.8	19.0	18.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	93,399	97,733	100,441	102,168
증감률 (%)	5.9	4.6	2.8	1.7
매출원가	81,964	79,413	80,270	80,928
매출총이익	11,435	18,321	20,172	21,239
Gross 마진 (%)	12.2	18.7	20.1	20.8
판매비와 일반관리비	3,070	3,910	3,940	3,991
영업이익	8,365	14,411	16,232	17,248
증감률 (%)	흑전	72.3	12.6	6.3
OP 마진 (%)	9.0	14.7	16.2	16.9
EBITDA	22,362	27,919	29,792	31,117
영업외손익	-3,108	-4,381	-4,221	-4,107
금융수익(비용)	-4,087	-4,847	-4,852	-4,755
기타영업외손익	97	-34	131	148
종속, 관계기업관련손익	882	500	500	500
세전계속사업이익	5,257	10,029	12,011	13,141
법인세비용	1,635	3,119	3,003	3,285
계속사업이익	3,622	6,911	9,008	9,856
당기순이익	3,622	6,911	9,008	9,856
증감률 (%)	흑전	90.8	30.4	9.4
Net 마진 (%)	3.9	7.1	9.0	9.6
지배주주지분 순이익	3,492	7,165	9,340	10,219
비지배주주지분 순이익	130	-255	-332	-363
기타포괄이익	629	0	0	0
총포괄이익	4,251	6,911	9,008	9,856

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	3.7	3.4	2.6	2.4
PBR(X)	0.3	0.5	0.5	0.4
PCR(X)	0.5	0.9	0.8	0.8
PSR(X)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	6.4	5.6	5.2	4.8
EV/EBIT(X)	17.0	10.9	9.5	8.7
EPS(W)	5,439	11,162	14,550	15,918
BPS(W)	62,177	70,921	82,315	94,947
SPS(W)	145,489	152,241	156,459	159,148
자기자본이익률(ROE, %)	9.2	16.8	19.0	18.0
총자산이익률(ROA, %)	1.5	2.8	3.6	3.9
투자자본이익률(ROIC, %)	3.9	5.3	7.7	8.1
배당수익률(%)	1.1	6.4	8.3	8.7
배당성장(%)	3.9	21.7	21.7	20.6
총현금배당금(십억원)	137	1,552	2,025.8	2,110
보통주 주당배당금(W)	213	2,417	3,156	3,286
순부채(현금)/자기자본(%)	309.6	280.6	238.9	202.5
총부채/자기자본(%)	496.7	439.1	372.5	316.4
이자발생부채	136,518	140,001	136,448	132,095
유동비율(%)	45.7	50.0	51.6	54.0
총발행주식수(mn)	642	642	642	642
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	20,050	37,850	37,850	37,850
시가총액(십억원)	12,871	24,298	24,298	24,298

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	2,383	3,076	2,299	1,700
매출채권	11,099	12,690	13,042	13,266
유동자산	29,255	32,515	32,615	33,083
유형자산	182,983	185,246	188,216	191,009
투자자산	16,232	17,044	17,896	18,791
비유동자산	217,553	219,371	221,136	222,776
자산총계	246,808	251,885	253,751	255,859
단기성부채	45,069	46,503	45,153	43,591
매입채무	4,495	4,750	4,882	4,966
유동부채	63,969	65,046	63,249	61,217
장기성부채	91,448	93,498	91,295	88,504
장기충당부채	29,289	29,289	29,361	29,437
비유동부채	141,476	140,118	136,798	133,192
부채총계	205,445	205,164	200,047	194,409
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	20,128	25,742	33,057	41,166
비지배주주지분	1,448	1,193	861	497
자본총계	41,363	46,722	53,704	61,450

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	15,876	12,771	19,652	21,351
당기순이익	3,622	6,911	9,008	9,856
+ 유/무형자산상각비	13,997	13,509	13,560	13,869
+ 종속, 관계기업관련손익	-882	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	2,367	0	0	0
Gross Cash Flow	24,753	28,444	30,481	31,823
- 운전자본의증가(감소)	-3,790	-7,648	-2,916	-2,374
투자활동 현금흐름	-14,093	-14,868	-14,002	-14,106
+ 유형자산 감소	403	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-14,216	-15,050	-15,050	-15,050
+ 투자자산의매각(취득)	-2,375	-812	-852	-895
Free Cash Flow	1,660	-2,279	4,602	6,301
Net Cash Flow	1,783	-2,097	5,650	7,245
재무활동 현금흐름	-3,849	3,346	-5,105	-6,379
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-3,849	3,346	-5,105	-6,379
현금의증가	-1,960	693	-777	-599
기말현금 및 현금성자산	2,383	3,076	2,299	1,700
기말 순부채(순현금)	128,044	131,081	128,293	124,466

한전KPS (051600.KS)

지나친 기대감은 경계

지나친 기대감에 따른 밸류에이션 부담으로 투자 의견을 Hold로 하향 조정. 한국 주도 진행 중인 국내외 신규 원전의 정비 매출은 '32년 이후부터 발생할 전망

Analyst 이민재
02) 768-7895, minjae.lee@nhqv.com

수혜 기대하기 이전 실적 감소 우려부터

한전KPS에 대해 투자 의견은 Hold(기존 Buy)로 낮추고, 목표주가는 70,000원(기존 50,000원)으로 40% 상향 조정

투자 의견을 하향하는 이유는 중장기 성장이 제한적인 상황 속 밸류에이션 부담이 있기 때문. 원전 관련 기업은 대형원전과 SMR을 아우르며 한국과 미국 모두 고객사로 보유해야 중장기 성장이 가능함. 그러나 한전KPS는 한수원의 대형원전만 정비하기 때문에 한수원의 미국 진출이 제한적인 상황 속 관련 수혜를 누리지 못함. 현 정부의 국내 석탄발전 '40년 폐쇄 목표 역시 실적에 부정적

목표주가를 상향하는 이유는 원전 관련주 밸류에이션이 모두 상승했음을 반영해 EV/EBITDA 배수를 10배(기존 8배)로 올렸기 때문. 목표주가 기준 '25년 PER은 19배로 지난 10년 내 최고 수준

구조적인 성장을 기대하기 어려운 국면

한전KPS는 한국이 주도하는 신한울 3, 4호기와 국내 신규 원전 2기, 체코 4기, UAE, 사우디 등의 대형원전 정비를 담당할 예정. 다만, 시운전은 '32년 이후로 7년 동안 관련 매출은 없을 전망

현 정부는 국내 석탄발전을 '40년까지 전부 폐쇄하고 재생에너지 비중을 늘릴 계획. 석탄발전의 정비매출은 줄어드는 가운데 재생에너지 프로젝트에 참여하지 못한다면 실적 정체는 불가피

한전KPS 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	429	354	431	288	383	-10.7	32.9	383	431	397
영업이익	74	42	41	8	47	-37.3	497.8	38	65	60
영업이익률	17.4	11.8	9.5	2.7	12.2			10.0	15.0	15.2
세전이익	78	44	47	15	53	-32.1	253.3	45	70	67
(지배)순이익	60	34	35	11	40	-32.7	265.5	34	50	50

자료: 한전KPS, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 36페이지 참조

Hold (하향)

목표주가 70,000원 (상향)

현재가 (25/06/25) 63,300원

업종	전기가스업
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	2,848.5십억원
발행주식수(보통주)	45.0백만주
52주 최고가('25/06/25)	63,300원
최저가('24/07/05)	35,850원
평균거래대금(60일)	19,099백만원
배당수익률(2025E)	3.79%
외국인지분율	12.9%

주요주주	
한국전력공사 외 1 인	51.0%
국민연금공단	9.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	48.2	33.5	69.9
상대수익률 (%p)	24.8	4.9	51.7

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,557	1,543	1,595	1,633
증감률	1.5	-0.9	3.4	2.4
영업이익	209	192	204	207
증감률	5.1	-8.2	5.8	1.6
영업이익률	13.5	12.5	12.8	12.7
(지배지분)순이익	172	165	176	180
EPS	3,832	3,663	3,921	4,008
증감률	6.0	-4.4	7.0	2.2
PER	11.5	17.3	16.1	15.8
PBR	1.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	5.6	10.2	9.5	9.2
ROE	13.3	12.1	12.5	12.2
부채비율	27.2	26.9	26.6	26.3
순차입금	-442	-521	-556	-588

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한전KPS는 1974년 설립된 한아공영을 전신으로 하는 전력설비 정비업체. 2024년 매출액은 1조5,557억원(+2% y-y)이며 사업 부문별 매출은 화력사업 33%, 원자력/수력사업 42%, 송변전사업 7%, 해외사업 7%, 대외사업 10%로 구성. 화력, 원자력/수력, 송변전사업의 주요 고객은 한국전력 및 발전자회사이며 대외사업 주요 고객은 민자발전사. 2019년 6월 바라카 원전 운영사인 Nawah Energy와 5년간의 장기정비사업계약을 체결

Share price drivers/Earnings Momentum

- 경영평가 관련 성과급 충당금 환입으로 인한 실적 개선
- 봄철 미세먼지 대책에 따른 석탄화력발전소 이용률 감소
- 계획예방정비 일정 연장
- 원전 수출 관련 모멘텀 부각에 따른 주가 상승 가능성

Downside Risk

- 탈원전, 탈석탄 정책에 따른 국내 정비대상 물량 감소
- 경영평가 등급 개선에 따른 성과급 관련 충당금 추가 설정 가능성

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Kyudenko	11.8	12.3	1.1	1.2	9.6	9.9
Eltel	17.7	10.2	0.8	0.7	4.4	7.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	9.4	11.5	17.3	16.2	15.8
PBR	1.2	1.5	2.1	2.0	1.9
PSR	1.0	1.3	1.8	1.8	1.7
ROE	13.1	13.3	12.1	12.5	12.2
ROIC	12.8	15.4	18.4	19.5	19.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

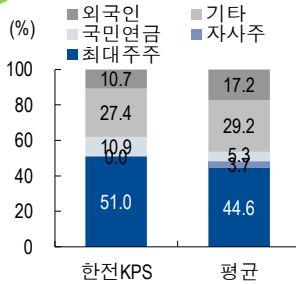
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,223	1,237	1,242	1,247	1,303	1,381	1,429	1,534	1,557
영업이익	106	164	192	194	135	124	131	199	209
영업이익률(%)	8.6	13.3	15.4	15.6	10.4	9.0	9.1	13.0	13.5
세전이익	113	175	211	199	111	136	135	211	225
순이익	88	136	161	153	87	99	100	163	172
자배지분순이익	88	136	161	153	87	99	100	163	172
EBITDA	142	201	231	238	178	169	178	251	274
CAPEX	58	72	48	29	50	30	38	41	50
Free Cash Flow	65	61	82	132	25	103	43	-79	491
EPS(원)	1,962	3,021	3,585	3,407	1,935	2,193	2,226	3,615	3,832
BPS(원)	17,550	20,113	21,870	23,632	23,371	24,711	27,016	28,280	29,520
DPS(원)	680	1,470	1,790	1,920	1,146	1,199	1,305	2,158	2,469
순차입금	-201	-210	-150	-260	-163	-147	-154	-55	-442
ROE(%)	22.4	16.0	17.1	15.0	8.2	9.1	8.6	13.1	13.3
ROIC(%)	20.1	21.4	21.3	19.5	13.0	10.5	10.5	12.8	15.4
배당성향(%)	34.7	48.7	49.9	56.3	59.2	54.7	58.6	59.7	64.4
배당수익률(%)	1.3	3.6	5.4	4.9	3.9	3.1	3.9	6.3	5.6
순차입금 비율(%)	-25.5	-23.2	-15.2	-24.4	-15.5	-13.2	-12.6	-4.3	-33.3

자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부

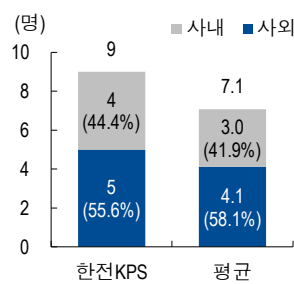
ESG Index & Event

G

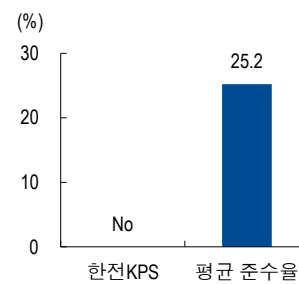
주주 구성



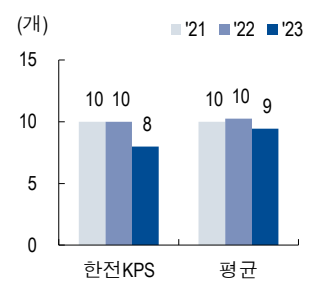
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



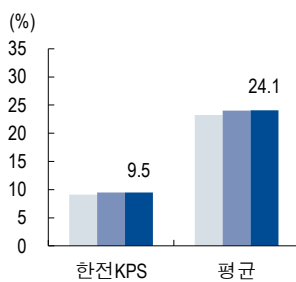
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

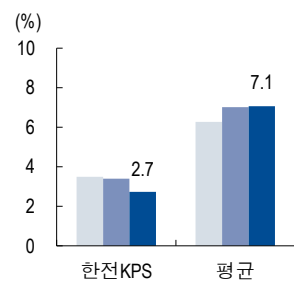
자료: 한전KPS, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

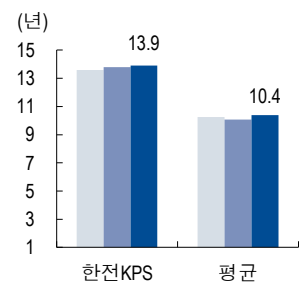
여성 임직원 비율



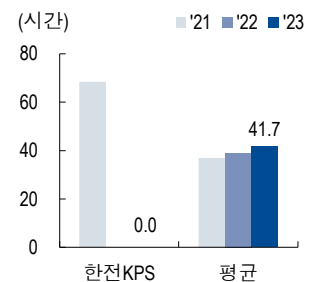
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

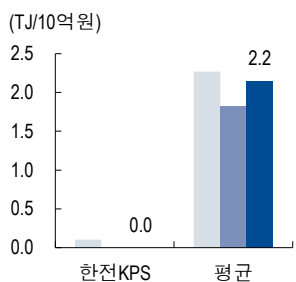


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

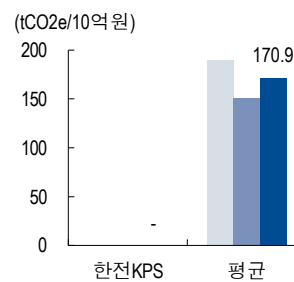
자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부

E

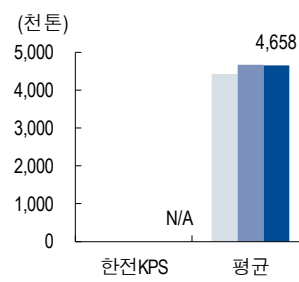
에너지 사용량



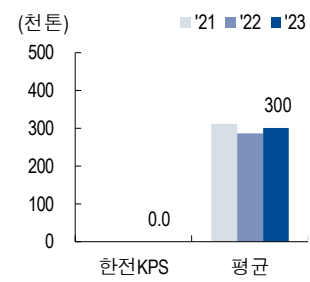
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.11	- 3년 연속 기업 ESG평가 종합등급 A등급 유지
	2023.12	- 환경보건 인식 고양을 위한 생태환경교육지원 프로그램 '그린마인드셋' 기획
S	2024.11	- IBK기업은행과 '성장 유망기업을 위한 동반성장협력 협약'을 체결하고 50억원 규모의 펀드를 조성해 중소기업 지원
G	2023.1	- ESG 위원회 신설
	2023.1	- 투명경영 실천 위한 내부통제 강화 선언

자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부

**투자의견을 Hold로
하향하는 이유는
: 제한된 중장기 성장**

한전KPS의 투자의견을 Hold로 하향하는 이유는 중장기 성장이 제한적인 상황 속 밸류에이션 부담이 크기 때문이다. 중장기 성장이 가능한 기업은 대형원전과 SMR을 아우르며 한국과 미국 모두 고객사로 보유해야 한다. 그러나 한전KPS는 한전기술과 마찬가지로 한수원의 대형원전만 유지·보수하기 때문에 한국의 미국 대형원전 시장 진출이 제한적인 상황 속 관련 수혜를 누리지 못한다. 또 정비 특성 상 시운전 단계부터 매출을 인식하는데 가장 빠른 신한울 3, 4호기도 빠르면 '30~'31년에나 정비 매출을 인식할 수 있다. 참고로 현 정부는 국내 석탄발전의 '40년 폐쇄를 목표로 하고 있는데 이 역시 실적에 부정적 요인이다.

목표주가 기준 '25년 PER은 19배로 제한된 실적 성장으로 '26년 이후 PER은 17~18배 수준으로 추정한다. 참고로 공기업의 경영평가등급 하향으로 인한 인건비 절감을 제외하면 단기적인 이익 증가 사유는 제한적이다. 작년과 같은 배당성향 65% 기준 '25년 주당배당금은 2,400원으로 배당수익률은 4% 미만이라 배당주로서의 매력도 낮다고 판단된다.

표1. 한전KPS SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	EBITDA	EV/EBITDA	지분율/주식수	장부가	시장가	적용가
1) 별도부문 영업가치						
- 정비부문 영업가치	261	10			2,689	2,689
- 합계						2,689
2) 연결조속기업, 관계사 지분가치						
- 기타(자사주 포함)						2
- 합계						2
3) Total Value = 1) + 2)						2,691
4) 순차입금						-442
5) NAV = 3) - 4)						3,133
6) 주당 순자산가치	주식수	45백만주				69,607
7) 목표주가						70,000

자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한전KPS 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	1,557	1,543	1,595	1,633
	- 수정 전	-	1,543	1,595	1,633
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	209	192	204	207
	- 수정 전	-	175	186	189
	- 변동률	-	10.0	9.5	9.5
영업이익률(수정 후)		13	12	13	13
EBITDA		274	228	241	246
(지배지분)순이익		172	165	176	180
EPS	- 수정 후	3,832	3,663	3,921	4,008
	- 수정 전	-	3,362	3,600	3,666
	- 변동률	-	9.0	8.9	9.3
PER		11.5	17.3	16.1	15.8
PBR		1.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA		5.6	10.2	9.5	9.2
ROE		13.3	12.1	12.5	12.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 한전KPS 실적 세부내역

지표	단위	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F	2027F
매출	십억원	343	429	354	431	345	428	380	443	1,557	1,543	1,595	1,633
화력부문	십억원	104	152	101	152	112	142	94	141	509	500	490	480
원자력/수력부문	십억원	147	169	158	176	144	175	171	187	650	643	677	711
송변전부문	십억원	24	29	28	31	28	31	31	34	112	118	124	130
대외부문	십억원	18	29	32	30	14	34	37	35	108	111	119	128
해외부문	십억원	50	50	35	43	47	47	46	46	178	172	186	184
매출 증감률	%	-2.4	4.5	6.7	-2.1	19.7	11.9	-4.4	-6.8	1.5	-0.9	3.4	2.4
화력부문	%	-10.9	-7.8	-6.9	-11.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-9.3	-1.8	-2.0	-2.0
원자력/수력부문	%	6.4	28.3	28.5	23.2	40.0	35.0	-10.0	-15.0	21.3	-1.1	5.4	5.0
송변전부문	%	2.1	16.7	11.9	15.0	5.0	5.0	5.0	5.0	11.7	5.3	5.0	5.0
대외부문	%	-31.7	-16.9	-20.3	-35.5	7.6	7.6	7.6	7.4	-26.3	2.3	7.6	7.4
해외부문	%	7.2	-8.1	-0.9	-20.3	49.1	-1.4	-1.3	-1.1	-6.4	-3.4	7.9	-0.8
매출원가+판매비	십억원	291	354	312	390	309	361	333	388	1,348	1,351	1,392	1,426
인건비	십억원	137	144	134	179	146	148	142	169	595	590	605	617
재료비	십억원	15	26	24	27	14	26	24	27	92	90	91	91
감가상각비	십억원	16	16	16	16	16	16	16	16	63	63	63	63
기타	십억원	122	169	138	168	134	172	151	176	598	607	634	655
매출원가+판매비	%	-1.9	-1.9	5.6	2.4	10.3	7.5	-1.0	-2.3	1.0	0.2	3.1	2.5
인건비	%	2.7	2.6	-0.3	16.1	3.4	2.1	2.1	2.1	5.6	-0.7	2.4	2.1
재료비	%	-44.9	-18.7	53.5	2.2	9.3	10.5	-4.5	-6.2	-9.0	-2.2	0.8	0.5
감가상각비	%	27.9	22.4	20.1	15.5	0.0	0.0	0.0	0.0	21.3	0.0	0.0	0.0
기타	%	-0.3	-4.3	4.5	-9.9	20.7	12.9	-3.4	-5.8	-3.3	1.5	4.4	3.4
영업이익	십억원	52	74	42	41	36	67	46	55	209	192	204	207
영업이익	%	-4.9	52.3	15.3	-31.0	355.7	44.0	-23.1	-29.7	5.1	-8.1	5.8	1.6
영업이익률	%	15.2	17.4	11.8	9.5	10.3	15.7	12.2	12.3	13.5	12.5	12.8	12.7
종업원수	명	6,560	6,419	6,561	6,579	6,579	6,579	6,579	6,579	6,579	6,579	6,579	6,579
종업원수 증가분	명	0	-141	142	18	0	0	0	0	19	0	0	0
인당 매출	백만원	52	66	54	65	52	65	58	67	237	235	243	248
인당 비용	백만원	44	55	47	59	47	55	51	59	205	205	212	217
인당 영업이익	백만원	8	11	6	6	5	10	7	8	32	29	31	31
인당 매출	%	-3.5	5.7	6.2	-2.4	19.7	11.9	-4.4	-6.8	1.2	-0.9	3.4	2.4
인당 비용	%	-3.0	-0.9	5.1	2.1	10.3	7.5	-1.0	-2.3	0.7	0.2	3.1	2.5
인당 영업이익	%	-6.0	54.0	14.8	-31.1	355.7	44.0	-23.1	-29.7	4.8	-8.1	5.8	1.6

자료: 한전KPS, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	1,557	1,543	1,595	1,633
증감률 (%)	1.5	-0.9	3.4	2.4
매출원가	1,262	1,240	1,278	1,310
매출총이익	295	303	317	323
Gross 마진 (%)	19.0	19.6	19.9	19.8
판매비와 일반관리비	86	110	114	116
영업이익	209	192	204	207
증감률 (%)	5.1	-8.2	5.8	1.6
OP 마진 (%)	13.5	12.5	12.8	12.7
EBITDA	274	228	241	246
영업외손익	16	27	32	34
금융수익(비용)	16	27	32	34
기타영업외손익	-1	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
세전계속사업이익	225	220	235	240
법인세비용	53	55	59	60
계속사업이익	172	165	176	180
당기순이익	172	165	176	180
증감률 (%)	6.0	-4.4	7.0	2.2
Net 마진 (%)	11.1	10.7	11.1	11.0
지배주주지분 순이익	172	165	176	180
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-20	0	0	0
총포괄이익	153	165	176	180

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	11.5	17.3	16.1	15.8
PBR(X)	1.5	2.1	2.0	1.9
PCR(X)	4.6	12.5	11.8	11.5
PSR(X)	1.3	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA(X)	5.6	10.2	9.5	9.2
EV/EBIT(X)	7.4	12.1	11.3	10.9
EPS(W)	3,832	3,663	3,921	4,008
BPS(W)	29,520	30,783	32,105	33,362
SPS(W)	34,602	34,289	35,455	36,290
자기자본이익률(ROE, %)	13.3	12.1	12.5	12.2
총자산이익률(ROA, %)	10.5	9.6	9.8	9.7
투자자본이익률(ROIC, %)	15.4	18.4	19.5	19.2
배당수익률(%)	5.6	3.8	4.1	4.3
배당성장률(%)	64.4	65.5	66.3	68.6
총현금배당금(십억원)	111	108	117	124
보통주 주당배당금(W)	2,469	2,400	2,600	2,750
순부채(현금)/자기자본(%)	-33.3	-37.6	-38.5	-39.1
총부채/자기자본(%)	27.2	26.9	26.6	26.3
이자발생부채	12	13	13	13
유동비율(%)	302.6	321.0	326.2	330.2
총발행주식수(mn)	45	45	45	45
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	44,100	63,300	63,300	63,300
시가총액(십억원)	1,985	2,849	2,849	2,849

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	100	169	193	214
매출채권	190	196	202	208
유동자산	1,051	1,149	1,202	1,254
유형자산	458	473	488	503
투자자산	59	61	63	65
비유동자산	639	609	626	643
자산총계	1,690	1,758	1,828	1,896
단기성부채	10	10	11	11
매입채무	13	14	14	15
유동부채	347	358	369	380
장기성부채	2	2	2	2
장기충당부채	11	11	11	12
비유동부채	14	15	15	15
부채총계	362	373	384	395
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	1,319	1,375	1,435	1,491
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,328	1,385	1,445	1,501

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	540	196	197	205
당기순이익	172	165	176	180
+ 유/무형자산상각비	64	36	37	40
+ 종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-2	0	0	0
Gross Cash Flow	432	228	242	247
- 운전자본의증가(감소)	154	-5	-17	-15
투자활동 현금흐름	-380	17	-30	-31
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-50	-15	-15	-15
+ 투자자산의매각(취득)	8	-2	-2	-2
Free Cash Flow	491	181	182	190
Net Cash Flow	160	213	166	174
재무활동현금흐름	-111	-111	-108	-117
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-111	-111	-108	-117
현금의증가	51	69	24	21
기말현금 및 현금성자산	100	169	193	214
기말 순부채(순현금)	-442	-521	-556	-588

한전기술 (010120.KS)

대형원전에만 집중된 사업

한국의 대형원전에만 참여 가능하기 때문에 두산에너지빌리티 대비 분명한 열위. 그러나 같은 밸류에이션 수준으로 투자 의견을 Hold로 제시

Analyst 이민재
02) 768-7895, minjae.lee@nhqv.com

반의 반쪽짜리 운동장

한전기술에 대해 투자 의견 Hold, 목표주가 125,000원으로 커버리지 개시

투자 의견을 Hold로 제시하는 이유는 미국 원전시장의 직접 수혜를 기대하기 어려운 상황 속 밸류에이션 부담이 있기 때문. 한수원의 미국 진출이 제한적인 상황 속 한국 수주가 예상되는 프로젝트는 이미 주가에 반영됐다고 판단. 또한 당사는 한수원과 함께 '28년 출시 목표로 혁신형 SMR을 개발하고 있지만 APR 1400과 달리 경쟁력은 부족한 상황

목표주가는 SOTP(Sum-of-the-Parts)로 산정. 영업가치 6.2조원은 '30년 EBITDA 3,098억원에 EV/EBITDA 20배를 적용해 산출. 두산에너지빌리티와 같은 기준연도를 적용한 이유는 '30년부터 본격적인 설계 매출이 발생할 것으로 예상되기 때문. 목표주가 기준 '30년 PER은 20배로 두산에너지빌리티와 유사한 수준

두산에너지빌리티 대비로는 분명한 열위

한전기술은 제한된 설계 인력을 바탕으로 레버리지 효과를 극대화할 수 있지만, 어디까지나 한수원의 APR 1400에 국한된 내용. 또한 대형원전에서는 웨스팅하우스, SMR에서는 뉴스케일 파워, 엑스에너지, 테라파워와 경쟁해야 하는데, 두산에너지빌리티는 이 기업들을 모두 고객사로 두고 있음. 수익성도 유사한 수준인 바, 두산에너지빌리티를 넘어서는 밸류에이션을 부여하기에는 근거가 부족함

다만, 정부 주도 SMR 기술 개발이 원활히 진행돼 미국과의 라이선스 문제까지 해결한다면 잠재력은 충분

한전기술 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	127	106	193	96	118	127	106	-	120	115
영업이익	13	5	27	1	3	13	5	-	9	1
영업이익률	9.9	4.9	13.8	0.6	2.2	9.9	4.9		7.4	0.6
세전이익	21	8	35	85	3	21	8	-	17	1
(지배)순이익	17	7	26	66	1	17	7	-	13	-1

자료: 한전기술, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 43페이지 참조

Hold (신규)

목표주가 125,000원 (신규)

현재가 (25/06/25) 114,900원

업종	전기가스업
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	4,391.5십억원
발행주식수(보통주)	38.2백만주
52주 최고가('25/06/24)	115,000원
최저가('24/12/10)	49,800원
평균거래대금(60일)	57,871백만원
배당수익률(2025E)	0.87%
외국인지분율	10.9%

주요주주

한국전력공사 외 1 인	53.1%
국민연금공단	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	88.7	105.5	63.4
상대수익률 (%p)	58.8	61.4	45.9

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	553	530	576	711
증감률	1.5	-4.3	8.7	23.5
영업이익	53	42	46	106
증감률	98.2	-21.0	9.7	130.5
영업이익률	9.6	7.9	8.0	14.9
(지배지분)순이익	59	34	37	82
EPS	1,531	880	962	2,134
증감률	79.2	-42.5	9.3	121.8
PER	34.6	130.5	119.4	53.9
PBR	3.5	7.7	7.7	7.1
EV/EBITDA	26.3	67.9	65.2	34.5
ROE	10.4	5.8	6.4	13.7
부채비율	63.7	61.4	66.9	76.7
순차입금	-49	-68	-54	-57

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한전기술은 1975년 원자력발전소 종합설계와 원자로 계통설계 기술을 함께 보유하고 있는 발전소 설계전문회사. 2024년 매출액은 5조 5,336억원(-1.5% y-y)이며 사업 부문별 매출은 원자력 60%, 원자로 18%, 에너지신사업 22%로 구성. 주요 고객은 한국전력 및 발전자회사이며 대외사업 주요 고객은 두산에너지빌리티 등. 한국수력원자력 등과 함께 팀코리아를 구성해 해외 원전 수주전에 적극적으로 참여 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 체코 등 해외 원전 추가 수주 모멘텀
- 전력수급기본계획 등에 따른 국내 원자력, 화력 발전소 등 발전소 추가 건설

Downside Risk

- 탈원전, 탈석탄 정책 등에 따른 국내 원자력, 화력 발전소 건설 축소
- 예정된 원자력 발전소 건설 일정 연기

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
두산에너지빌리티	107.4	71.4	5.3	4.8	4.9	6.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	72.7	34.6	130.5	119.4	53.9
PBR	4.3	3.5	7.7	7.7	7.1
PSR	4.4	3.7	8.3	7.6	6.2
ROE	6.0	10.4	5.8	6.4	13.7
ROIC	4.9	8.7	7.3	7.8	16.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

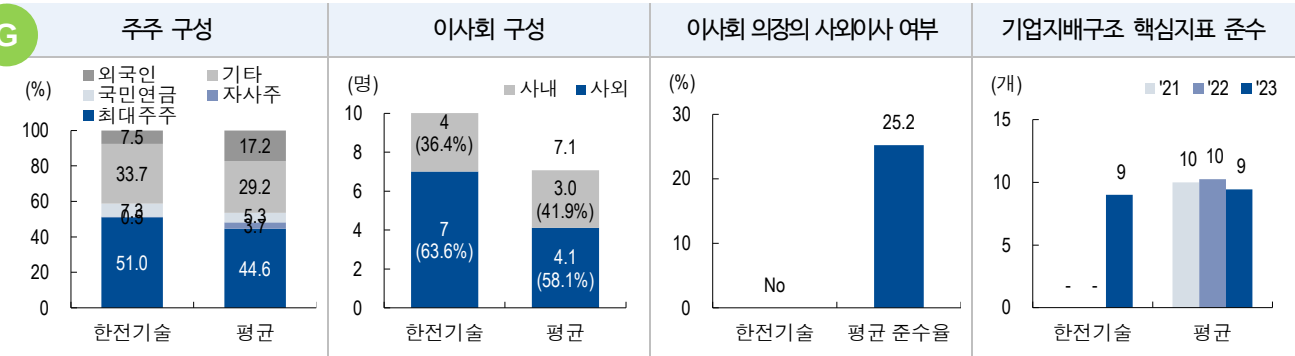
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	506	490	434	449	432	433	505	545	553
영업이익	12	33	21	44	29	9	12	27	53
영업이익률(%)	2.4	6.7	5.0	9.8	6.7	2.0	2.4	4.9	9.6
세전이익	30	48	20	34	26	17	25	44	76
순이익	23	32	13	26	20	16	18	33	59
지배지분순이익	23	32	13	26	20	16	18	33	59
EBITDA	32	53	46	73	53	33	35	49	75
CAPEX	6	1	1	2	4	2	1	3	5
Free Cash Flow	13	61	80	25	11	-18	4	37	42
EPS(원)	591	849	338	691	527	430	470	854	1,531
BPS(원)	10,745	11,958	12,072	12,878	13,058	13,434	14,218	14,320	15,109
DPS(원)	110	220	140	310	282	238	283	515	999
순차입금	67	7	-3	-70	-40	-31	-44	-54	-49
ROE(%)	11.0	7.5	2.8	5.5	4.1	3.2	3.4	6.0	10.4
ROIC(%)	-23.9	5.3	2.0	9.1	8.2	3.9	5.1	4.9	8.7
배당성향(%)	18.5	25.8	41.2	44.7	53.2	55.0	60.0	60.0	65.0
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.7	1.5	1.6	0.3	0.5	0.8	1.9
순차입금 비율(%)	16.4	1.4	-0.6	-14.3	-8.0	-5.9	-8.1	-9.8	-8.4

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

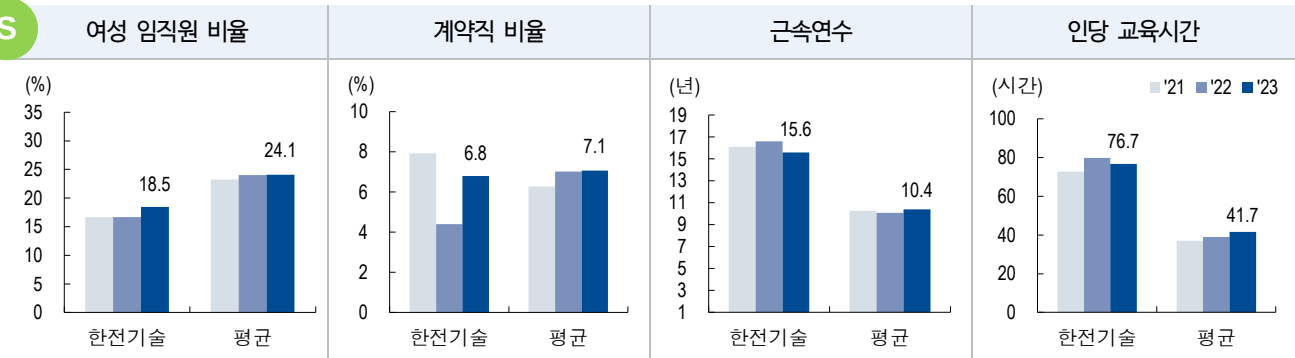


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 한전기술, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

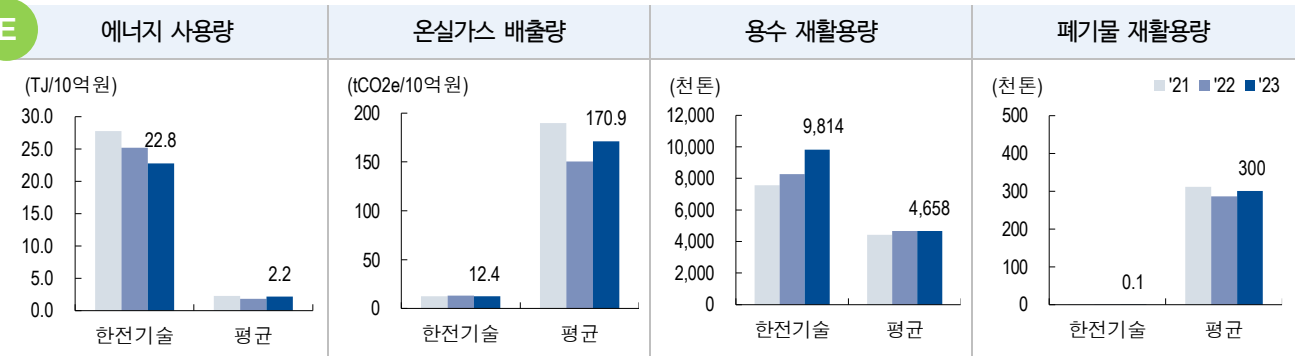
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.9	- 리보테크와 페플라스틱 자원화사업 공동개발을 위한 업무협약 체결
S	2023.7	- 김천시와 원도심 남산지구 대상 취약계층 주거지 정비 도시재생 뉴딜사업 추진 업무협약
G	2023.11	- 한국ESG기준원 평가에서 E,S,G 전부분 전년 대비 1등급 이상 상승하며 'A등급' 달성

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부

투자의견을 Hold로 제시하는 이유 : 제한된 확장성

한전기술은 한수원과 한국전력이 수주하는 APR 1400에 대한 종합설계용역을 수행하는 회사이기 때문에 웨스팅하우스와 관련된 매출은 발생하지 않는다. 또 정부 주도로 혁신형 SMR 개발이 이뤄지고 있지만, 국내에서 계획된 1기를 제외하면 국내외에서 예정된 프로젝트도 없다.

중장기적으로 원전시장은 확대되겠지만 한국이 기대할 수 있는 대형원전은 '30년까지 매년 최대 2기로 예상된다. 반면, 웨스팅하우스는 매년 3기, 뉴스케일 파워와 엑스에너지 등 미국의 SMR 개발사는 매년 3GW 이상으로 더 클 전망이다.

따라서 한전기술은 한·미 대형원전부터 SMR까지 수행할 수 있는 두산에너지빌리티, 한국전력과 웨스팅하우스를 고객사로 확보한 현대건설과 비교해 한계가 있다. 한국의 대형원전 수주가 정체된다면 한전기술의 성장 역시 제한될 수밖에 없다. 따라서 한전기술에 대한 투자의견을 Hold로 제시한다.

두산에너지빌리티와 같은 논리로 목표주가를 산출

목표주가는 Sum-of-the-parts로 산출했으며, 대형원전 프로젝트가 본격화되는 '30년 EBITDA를 활용했다. EV/EBITDA 배수는 두산에너지빌리티 대형원전 부문에 적용한 20배를 감안했다. 이에 따라 대형원전 설계부문 영업가치는 6.2조원으로 산출했고, 가중평균 자본비용 6%로 할인했다.

목표주가 기준 PER은 '28년 34배로 두산에너지빌리티 43배보단 낮지만 GE 버노바, 지멘스 에너지, 미쓰비시 중공업보다 높다. 다만, 언급된 기업들은 EBITDA 마진율 20%대 중반 수준임에도 불구하고 다양한 고객사를 바탕으로 국내외 시장으로 확장성이 있다는 점에서 한전기술보다 우위에 있다.

표1. 한전기술 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	'30F EBITDA	EV/EBITDA	지분율	장부가	시장가	적용가
1) 별도부문 영업가치						
-엔지니어링 사업	310	20			6,196	6,196
-합계						6,196
2) 연결중속기업, 관계사 지분가치						
-자사주 및 기타					31	31
-합계						31
4) Total Value = 1) + 2)						6,227
5) 순차입금						-50
6) NAV = 4) - 5)						6,277
6) 주당 순자산가치	주식수	38백만주				164,220
7) 목표주가						125,000

주1: 영업가치를 WACC(가중평균자본비용) 6.0%로 할인해 적용; 주2: WACC는 자기자본비용 8.0%, 타인자본비용 3.0%, 부채비율 65%를 감안해 산출
자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한전기술 실적 세부내역

지표	단위	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F	2027F
매출	십억원	128	127	106	193	96	118	115	200	553	530	576	711
원자력	십억원	71	65	68	127	56	76	76	120	331	329	344	426
에너지 신사업	십억원	28	35	21	38	21	23	20	55	122	119	120	140
원자로	십억원	29	27	16	25	19	19	19	24	97	82	112	145
매출 증감률	%	17.7	6.0	-11.3	-2.3	-24.4	-6.9	8.9	3.6	1.5	-4.3	8.7	23.5
원자력	%	41.6	8.2	18.1	12.5	-20.7	16.2	11.1	-4.9	17.9	-0.8	4.6	23.8
에너지 신사업	%	-17.8	-13.8	-46.0	-29.2	-25.1	-33.0	-6.5	44.8	-27.2	-2.3	0.6	16.7
원자로	%	18.6	39.8	-26.5	-19.5	-33.1	-29.6	19.5	-3.2	0.5	-15.7	36.7	29.6
매출원가+판매비	십억원	119	115	101	166	96	116	115	162	500	488	530	605
인건비	십억원	53	54	50	63	50	52	50	61	220	213	226	241
감가상각비	십억원	5	5	5	5	5	5	5	5	19	20	20	20
외주비	십억원	21	21	16	30	17	20	17	30	88	84	91	108
지급수수료	십억원	5	7	6	7	5	6	6	7	24	24	27	33
경상개발비	십억원	9	12	14	21	12	11	15	22	56	61	66	82
영업이익	십억원	9	13	5	27	1	3	1	38	53	42	46	106
영업이익 증감률	%	-10.2	18.4	8.1	1,513.3	-93.2	-79.0	-86.4	42.9	98.2	-21.0	9.7	130.5
영업이익률	%	6.8	9.9	4.9	13.8	0.6	2.2	0.6	19.0	9.6	7.9	8.0	14.9

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 한전기술 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	553	530	576	711
영업이익	53	42	46	106
영업이익률	9.6	7.9	8.0	14.9
EBITDA	75	64	67	126
(지배지분)순이익	59	34	37	82
EPS	1,531	880	962	2,134
PER	34.6	130.5	119.4	53.9
PBR	3.5	7.7	7.7	7.1
EV/EBITDA	26.3	67.9	65.2	34.5
ROE	10.4	5.8	6.4	13.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 한전기술 원자력 부문 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
원자력 부문	331	329	344	426	510	590	676
원자력 부문 증감률	17.9	-0.8	4.6	23.8	19.7	15.7	14.6
신한울 1,2호기 종합설계용역	1	0	0	0	0	0	0
신고리 5,6호기 종합설계용역	35	31	0	0	0	0	0
신한울 3,4호기 종합설계용역	47	44	44	44	44	44	44
UAE 원전 종합설계용역	15	1	0	0	0	0	0
UAE 원전 한전 기술지원 용역	3	0	0	0	0	0	0
Barakah 가동원전 LTEA(장기엔지니어링지원)용역	5	13	0	0	0	0	0
ITER CMA(건설사업관리) 용역	3	3	0	0	0	0	0
체코 두코바니 원전 종합설계용역	0	0	60	60	60	60	60
UAE 바라카 원전 종합설계용역 #5, 6	0	0	0	62	62	62	62
사우디 원전 종합설계용역	0	0	0	0	64	64	64
국내 신규 원전 종합설계용역	0	0	0	0	0	60	60
체코 테밀린 원전 종합설계용역	0	0	0	0	0	0	66
기타	218	225	240	260	280	300	320

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부 전망

표5. 한전기술 원자로 부문 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
원자로 부문	97	82	112	145	179	209	244
원자로 부문 증감률	0.5	-15.7	36.7	29.6	23.5	16.8	16.8
신고리5,6호기 원자로계통설계용역	18	1	0	0	0	0	0
신한울 3, 4호기 원자로계통설계사업	16	13	14	14	14	14	14
Barakah가동원전LTEA(장기엔지니어링지원)용역	1	2	0	0	0	0	0
체코 두코바니 원전 종합설계용역	0	0	22	22	22	22	22
UAE 바라카 원전 종합설계용역 #5, 6	0	0	0	23	23	23	23
사우디 원전 종합설계용역	0	0	0	0	24	24	24
국내 신규 원전 종합설계용역	0	0	0	0	0	20	20
체코 테밀린 원전 종합설계용역	0	0	0	0	0	0	25
기타	61	65	75	85	95	105	115

자료: 한전기술, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	553	530	576	711
증감률 (%)	1.5	-4.3	8.7	23.5
매출원가	383	339	366	418
매출총이익	170	190	209	293
Gross 마진 (%)	30.7	36.0	36.4	41.2
판매비와 일반관리비	117	149	163	187
영업이익	53	42	46	106
증감률 (%)	98.2	-21.0	9.7	130.5
OP 마진 (%)	9.6	7.9	8.0	14.9
EBITDA	75	64	67	126
영업외손익	23	3	3	3
금융수익(비용)	8	3	3	3
기타영업외손익	13	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
세전계속사업이익	76	45	49	109
법인세비용	17	11	12	27
계속사업이익	59	34	37	82
당기순이익	59	34	37	82
증감률 (%)	79.2	-42.5	9.3	121.8
Net 마진 (%)	10.6	6.4	6.4	11.5
지배주주지분 순이익	59	34	37	82
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	0	0	0
총포괄이익	50	34	37	82

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	34.6	130.5	119.4	53.9
PBR(X)	3.5	7.7	7.7	7.1
PCR(X)	13.5	69.2	66.2	35.0
PSR(X)	3.7	8.3	7.6	6.2
EV/EBITDA(X)	26.3	67.9	65.2	34.5
EV/EBIT(X)	37.3	103.1	94.4	40.9
EPS(W)	1,531	880	962	2,134
BPS(W)	15,109	14,995	14,963	16,102
SPS(W)	14,478	13,859	15,061	18,593
자기자본이익률(ROE, %)	10.4	5.8	6.4	13.7
총자산이익률(ROA, %)	6.5	3.6	3.9	8.0
투자자본이익률(ROIC, %)	8.7	7.3	7.8	16.9
배당수익률(%)	1.9	0.9	0.9	0.9
배당성장(%)	65.0	113.0	103.4	46.6
총현금배당금(십억원)	38	38	38	38
보통주 주당배당금(W)	999	999	999	999
순부채(현금)/자기자본(%)	-8.4	-11.9	-9.4	-9.2
총부채/자기자본(%)	63.7	61.4	66.9	76.7
이자발생부채	2	1	1	2
유동비율(%)	158.0	164.3	158.8	156.8
총발행주식수(mn)	38	38	38	38
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	53,000	114,900	114,900	114,900
시가총액(십억원)	2,026	4,391	4,391	4,391

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	44	64	49	51
매출채권	92	88	96	118
유동자산	568	566	594	724
유형자산	237	241	245	248
투자자산	41	41	42	45
비유동자산	377	360	360	364
자산총계	945	925	954	1,088
단기성부채	1	1	1	1
매입채무	62	59	64	80
유동부채	360	344	374	462
장기성부채	1	1	1	1
장기충당부채	6	6	6	8
비유동부채	8	8	8	10
부채총계	368	352	383	472
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	580	576	575	618
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	577	573	572	615

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	47	62	45	64
당기순이익	59	34	37	82
+ 유/무형자산상각비	22	22	21	20
+ 종속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
Gross Cash Flow	150	63	66	126
- 운전자본의증가(감소)	-102	7	-13	-37
투자활동 현금흐름	-32	-4	-22	-24
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-5	-20	-20	-20
+ 투자자산의매각(취득)	3	0	-1	-3
Free Cash Flow	42	42	25	44
Net Cash Flow	15	58	23	40
재무활동 현금흐름	-21	-38	-38	-38
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-21	-38	-38	-38
현금의증가	-5	20	-15	2
기말현금 및 현금성자산	44	64	49	51
기말 순부채(순현금)	-49	-68	-54	-57

현대건설 (000720.KS)

혁신 그리고 개척

원전 매출 발생 시점이 도래함에 따라 원전 사업의 영업가치를 목표주가에 반영. '27년 원전 사업의 예상 영업이익 기여도는 7%. 본격적인 건설 경기 반등 기대되는 가운데 동사의 주택, 해외 수주 경쟁력 부각될 것

Analyst 이은상
02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 50페이지 참조

타사와 구분되는 원전 사업 경쟁력

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 116,000원(기존 60,000원)으로 93% 상향. 이는 원전 관련 매출 발생 시점 도래에 따른 해당 사업부문 영업가치 반영에 기인. SOTP 방식의 목표주가 산정 과정에서 영업가치를 원전과 기존 전통 사업부문(주택/건축, 토목, 플랜트 등)으로 분류. 각 사업 부문에 대한 Target Multiple로는 원전 Peer Multiple 평균 13배, 하반기 이후 국내 건설 경기 반등을 감안한 7배를 적용. 대구 중심의 미분양 해소 상황을 고려해 기존 할인을 20%는 제거

동사는 원전 시공 이력을 보유하고 있거나 SMR 투자를 집행하고 있는 동종 기업과 크게 3가지 측면에서 차별화. 첫째, 대형 원전 및 SMR 관련 매출이 '27년부터 본격적으로 반영되기 시작하며 원전의 이익 기여도 상승. 둘째, 미국 주요 원전 기업과의 협력으로 글로벌 원전 수주 시장 내 경쟁력 향상. 셋째, 단순 시공에서 벗어나 설계, 구매까지 사업 영역을 확장해 마진 개선 기대됨. 원전 사업 부문의 기대 GPM은 Mid-Teen 수준으로 Mix 개선 효과가 예상됨

불가리아 원전 2기와 미국 팰리세이즈 SMR-300의 예상 수주액은 각각 10조 원, 5.4조원으로 해당 프로젝트 관련 '27년 예상 매출은 0.7조원. OPM 12% 가정 시 관련 영업이익은 840억원, 전사 이익 기여도는 7% 수준으로 추정

본격적인 건설 경기 반등 기대

5월 초 1.1조원 추경 확정에 이어 6월 중순, 2.7조원의 추경이 확정되는 등 건설 경기 부양을 위한 정부의 재정 투입 계속될 것으로 예상됨. 부동산 PF 구조조정 본격화, 지방 미분양 아파트 유동화로 자금 회수 이어질 것. 이는 궁극적으로 건설 수주액 증가로 이어질 전망

다만, 재정 투입, 자금 회수 등이 건설 수주액 증가로 이어지는 데에는 시차가 존재하며, 주택 수요의 지역별 양극화가 극심한 상황을 고려했을 때 타사 대비 서울 주요 정비사업지에서 동사가 보유하고 있는 경쟁력, 해외 플랜트 수주 경쟁력 등은 기존 전통 사업 부문에 부여되는 Target Multiple의 차별화를 정당화하는 요인이라 판단. 업종 내 Top-Pick 관점 유지

Buy (유지)

목표주가 116,000원 (상향)
현재가 (25/06/25) 81,100원

업종	건설업
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	9,031.0십억원
발행주식수(보통주)	111.4백만주
52주 최고가('25/06/25)	81,100원
최저가('24/12/09)	24,100원
평균거래대금(60일)	85,561백만원
배당수익률(2025E)	0.99%
외국인지분율	23.9%

주요주주	
현대자동차 외 5 인	34.9%
국민연금공단	10.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	132.7	211.9	153.0
상대수익률 (%p)	95.8	144.9	125.9

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	32,670	29,076	28,724	28,995
증감률	10.2	-11.0	-1.2	0.9
영업이익	-1,263	1,004	1,081	1,160
증감률	적전	흑전	7.6	7.4
영업이익률	-3.9	3.5	3.8	4.0
(지배지분)순이익	-168.7	728	805	882
EPS	-1,521	6,528	7,223	7,915
증감률	적전	흑전	10.7	9.6
PER	-	12.4	11.2	10.2
PBR	0.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	-	5.9	5.1	4.2
ROE	-2.1	8.7	8.9	9.0
부채비율	179.3	149.6	136.5	126.6
순차입금	-2,565	-3,825	-4,888	-5,954

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

현대건설은 1950년 1월 설립된 현대자동차그룹 계열의 종합 건설업체. 2024년 연결기준 매출액은 32.7조원(+10% y-y)이며 사업 부문별 매출 비중은 건축/주택 36%, 플랜트 15%, 토목 7%, 현대엔지니어링 39% 등으로 구성. 2024년 주주는 3.1조원을 기록. 주요 파이프라인에는 디에이치 클래스트(반포주공1단지 재건축, 3.9조원), 파나마 메트로 3호선(3.2조원), 사우디 아미랄 유틸리티 PKG 4(2.9조원) 등이 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 재건축 규제 완화에 따른 도시 정비 사업 수주 확대
- 유가 상승에 따른 해외 신규 수주 모멘텀 강화
- 북·미 대화 재개 시 대북사업 관련 모멘텀 부각 가능성

Downside Risk

- 지방 미분양 확대
- 유가 하락 시 해외 신규 수주 모멘텀 약화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
현대건설	13.9	11.2	1.0	0.9	7.4	8.4
삼성E&A	7.3	6.5	0.9	0.9	13.0	13.1
대우건설	6.8	5.0	0.4	0.4	5.8	7.3
TechnipFMC	16.5	13.6	4.1	3.4	24.8	24.7
Tecnicas Reunidas	10.9	8.6	2.7	2.3	25.2	26.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2026F
PER	7.3	-	12.4	11.2	10.2
PBR	0.5	0.4	1.1	1.0	0.9
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	6.8	-2.1	8.7	8.9	9.0
ROIC	9.6	-21.9	12.9	14.9	16.3

자료: NH투자증권 리서치본부

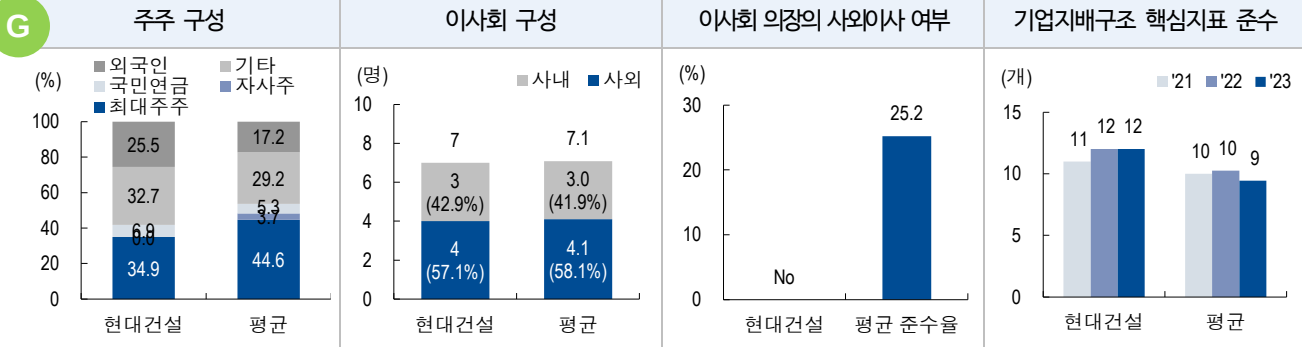
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	18,825	16,887	16,731	17,279	16,971	18,066	21,239	29,651	32,670
영업이익	1,159	986	840	860	549	754	575	785	-1,263
영업이익률(%)	6.2	5.8	5.0	5.0	3.2	4.2	2.7	2.6	-3.9
세전이익	981	555	898	799	396	854	754	940	-986
순이익	732	372	535	573	228	554	471	654	-766
지배지분순이익	572	202	382	407	122	408	409	536	-169
EBITDA	1,349	1,179	1,012	1,044	721	925	757	982	-1,042
CAPEX	179	50	192	110	73	98	148	222	179
Free Cash Flow	908	465	58	369	1,656	912	-292	-937	-298
EPS(원)	5,137	1,811	3,426	3,658	1,098	3,653	3,666	4,806	-1,521
BPS(원)	56,739	57,982	56,247	59,729	59,453	64,200	68,380	72,383	71,394
DPS(원)	500	500	500	600	600	600	600	600	600
순차입금	-1,444	-1,382	-1,880	-1,904	-3,471	-3,933	-3,669	-2,856	-2,565
ROE(%)	9.5	3.2	6.0	6.3	1.8	5.9	5.5	6.8	-2.1
ROIC(%)	13.4	8.5	8.0	9.4	5.9	9.8	8.1	9.6	-21.9
배당성향(%)	9.7	27.6	14.6	16.4	54.6	16.4	16.3	12.5	-39.6
배당수익률(%)	1.2	1.4	0.9	1.5	1.6	1.3	1.7	1.7	2.4
순차입금 비율(%)	-17.8	-16.3	-22.7	-21.8	-39.6	-41.7	-37.0	-27.3	-26.5

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

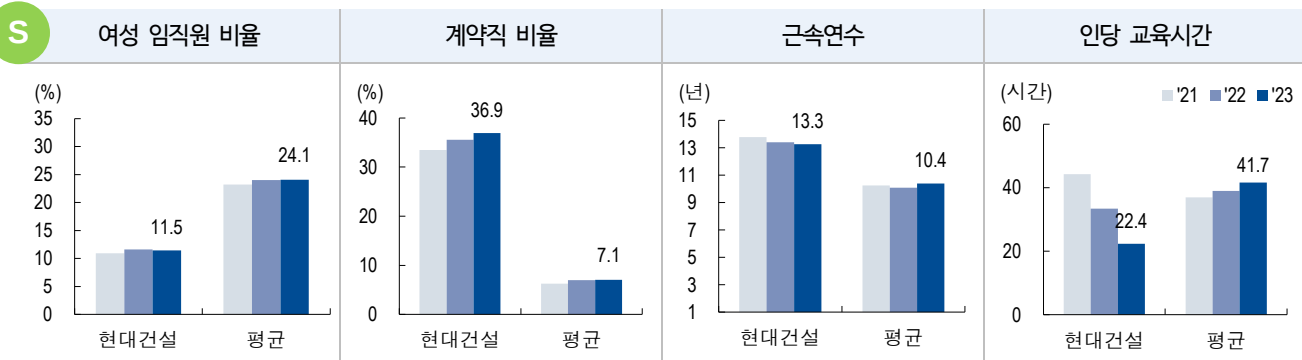
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

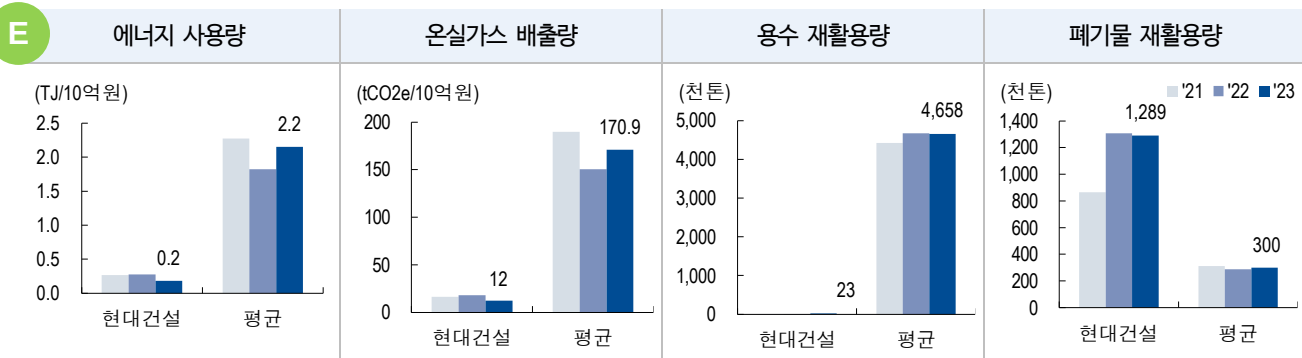
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 현대건설, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.6	- 국내 최초 수전해 기반 수소생산기지 구축
	2024.7	- 자원순환형 바이오가스화시설 '시흥클린에너지센터' 준공
S	2021.9	- 2020 동반성장지수 평가 3년 연속 '최우수' 등급 획득
G	2022.4	- 자회사 현대엔지니어링의 상장이 취소됨
	2020.7	- '그룹 윤리헌장 및 실천규범'을 제정해 윤리, 준법 경영 강화

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

**목표주가 상향:
원전 사업 부문의
영업가치를 반영**

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 116,000원(기존 60,000원)으로 93% 상향한다. 이는 원전 관련 매출 발생 시점 도래에 따라 해당 사업 부문 영업가치 반영에 기인한다.

5/23 미 트럼프 대통령이 원자력 사업 발전을 위한 행정명령 4건에 서명한 이후 원전 관련 수혜가 기대되는 현대건설, DL이앤씨 등에 기관 수급이 집중되었다. 특히 원전 매출화 시점이 도래한 현대건설은 원전주 밸류에이션이 리레이팅 되는 구간에서 함께 강세를 보였다. 이스라엘-이란 전쟁에도 원전 관련주의 강세가 지속되고 있는 점, 미국 중심의 SMR 확산 가능성이 높아진 점 등을 감안했을 때 원전 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단한다.

이러한 점을 반영해 기존 SOTP 방식의 목표주가 산정 과정에서 영업가치를 원전과 기존 전통 사업부문(주택/건축, 토목, 플랜트 등)으로 분류했다. 각 사업 부문에 대한 Target Multiple로는 원전 Peer Multiple 평균 13배, 하반기 이후 국내 건설 경기 반등을 감안한 7배를 적용했다.

**타사와 구분되는
원전 사업 경쟁력**

국내 건설사 중 원전 시공 이력을 보유하고 있거나 SMR 투자를 집행하고 있는 곳은 현대건설, DL이앤씨, 대우건설 등이 있다. 타사와 비교했을 때 동사 원전 사업 경쟁력은 크게 3가지 측면에서 차별화된다.

첫째, 대형 원전 및 SMR 관련 매출의 가시성이 가장 높다. 동사는 연내 불가리아 원전 2기, 미국 팰리세이즈 SMR-300 프로젝트의 수주 및 착공이 예정되어 있다. 이로써 '27년부터 본격적으로 관련 매출이 반영되기 시작하며 매출 기여도가 상승할 전망이다.

둘째, 웨스팅하우스, 홀텍 등 미국 주요 원전 기업과의 협력으로 글로벌 원전 수주 시장 내 경쟁력이 높다. 대우건설의 체코 원전 수주 과정에서 미국 웨스팅하우스와의 지식재산권 분쟁, 프랑스 EDF의 가처분 신청 등 여러 장애가 있었음을 감안했을 때 미국 주요 기업과 대등한 위치에서 원전 사업의 주계약자 위치를 점할 수 있는 점은 안정적인 추가 원전 수주를 기대하게 하는 요인이다.

셋째, 단순 시공(C, Construction)에 그치는 게 아니라 설계(E, Engineering), 구매(P, Procurement)까지 사업 영역을 확장해 추가 마진 개선이 기대된다. 원전 사업 부문의 기대 GPM은 Mid-Teen 수준으로 매출 믹스 개선 효과가 기대된다. 참고로 기존 전통 건설 사업 부문의 기대 GPM은 High Single 수준이다.

불가리아 원전 2기와 미국 팰리세이즈 SMR-300의 예상 사업비는 각각 140억달러(19조원), 60억달러(8.3조원)이다. 동사가 수주 가능한 규모는 각 사업비의 50%, 65%에 해당하는 10조원, 5.4조원으로 예상된다. 상기 두 프로젝트의 '27년 예상 매출은 0.7조원이며 영업이익률 12% 가정 시, 관련 영업이익은 840억원이다. 이로써 원전 사업 부문의 '27년 전사 이익 기여도는 7% 수준으로 추정된다.

본격적인 건설 경기 반등 기대

5월 초 국토부에서 추경 1.1조원 확정에 이어 6월 중순, 2.7조원의 2차 추경이 확정되었다. 건설 경기 부양을 위한 정부의 재정 투입 계속될 것으로 예상되는 가운데 자금 회수 역시 하반기 이후 본격화될 것으로 예상된다. 부동산 부실 PF는 '24년 6월 말, 9월 말 기준으로 진행된 1, 2차 사업성 평가 결과 구조조정 대상 사업장 23.9조원 중 53%의 구조조정이 올해 상반기 중으로 마무리될 것으로 예상된다. 지방 미분양 아파트 역시 정부의 매입 계획 대상인 6,000세대 중 30%에 해당하는 물량이 상반기 내 CR리츠를 통해 유동화를 앞두고 있다. 부동산 PF 구조조정 및 지방 미분양 아파트의 유동화는 하반기 추가 기준 금리 인하에 힘입어 더욱 탄력을 받을 것으로 예상된다. **정부의 재정 투입과 자금 회수는 궁극적으로 건설 수주액 증가로 이어질 것이고, 이에 따른 업황 반등이 나타날 것으로 예상된다.**

현재 건설 업종 환경은 건설 수주액의 반등이 기대되던 '15~'16년과 유사하다고 판단한다. '15~'16년 당시 금리 인하, '16년(박근혜 정부 3년차) 이후 SOC 예산 증가, 수도권 공급 물량 감소가 감지되며 이후 건설 수주는 반등했다. 이는 하반기 이후 추가적인 금리 인하, 재정 투입, 입주 물량 감소가 나타나고 있는 현재의 상황과 유사하다.

당시와 현재 상황 간 주된 차이점은 조달 금리 수준과 국내 주택 사업의 확장성이다. 당시 한은 기준금리는 1.25~2.00%로, 현재 기준금리와 75bp 이상의 괴리가 있다. 국내 주택 사업 역시 달라진 PF 사업 구조와 부동산 시장 내 나타나고 있는 양극화 현상을 고려하면 과거 수준의 수익성과 안정성을 기대하기 어렵다. 이러한 점들을 감안해 과거 평균 Multiple에 할인을 적용했다.

다만, 동사의 경우, 타사 대비 서울 주요 정비사업지에서 경쟁력이 높고, 해외 플랜트 수주 경쟁력 역시 강점을 보유하고 있는 점은 기존 전통 사업 부문에 부여되는 Target Multiple의 차별화를 정당화하는 요인이라 판단한다. Target Multiple은 평균 Multiple에 20% 할인 적용한 7배를 부여하며 업종 내 Top-Pick 관점을 유지한다.

표1. 현대건설 EV/EBITDA 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	EBITDA	EV/EBITDA	적용가	비고
1) 연결 영업가치			10,266.4	
- 기존 건설부문 (주택/건축, 플랜트, 토목 등)	1,279.4	7.0	8,956.0	12MF EBITDA에 Target Multiple 적용 Target Multiple은 '15~'16년 업종 평균 Multiple에 20% 할인 적용
- 대형원전, SMR	100.8	13.0	1,310.4	'27년 예상 EBITDA에 Target Multiple 적용 Target Multiple은 '27년 원전 Peer Multiple 평균
2) 연결 종속기업, 관계사 지분 가치			1,736.9	
- 현대엔지니어링			508.3	
- 현대스틸산업			381.3	
- 현대도시개발			215.8	
- 기타			631.5	
3) Total Value = 1) + 2)			12,003.3	
4) 순차입금			-923.4	리스크 관리 차원의 현금 보유임을 감안해 '24년 평균 순현금에 50% 할인
5) NAV(순자산가치) = 3) - 4)			12,926.7	
6) 주당 NAV			116,085	주식수 111,355,765주
7) 목표주가			116,000	Upside 43%

주: 원전 Peer는 두산에너지빌리티, SNT에너지, 한전기술, 한전KPS, LS ELECTRIC, 대한전선, 대우건설로 설정

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대건설 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	32,670	29,076	28,724	28,995
	- 수정 전		29,076	28,724	28,295
	- 변동률		0.0	0.0	2.5
영업이익	- 수정 후	-1,263	1,004	1,081	1,160
	- 수정 전		1,031	1,109	1,081
	- 변동률		-2.6	-2.6	7.3
영업이익률(수정 후)		-3.9	3.5	3.8	4.0
EBITDA		-1,042	1,195	1,220	1,262
(지배지분)순이익		-168.7	727.6	805.0	882.1
EPS	- 수정 후	-1,521	6,528	7,223	7,915
	- 수정 전		6,688	7,401	7,481
	- 변동률		-2.4	-2.4	5.8
PER		-	12.4	11.2	10.2
PBR		0.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA		-	5.9	5.1	4.2
ROE		-2.1	8.7	8.9	9.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 현대건설 분기별 요약 손익계산서

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F
신규 수주	9,517.7	7,146.8	5,593.6	8,270.1	9,430.1	6,670.0	7,970.0	7,970.0	30,528	32,040	27,880
% y-y	60.3%	-51.7%	13.2%	21.2%	-0.9%	-6.7%	42.5%	-3.6%	-6.0%	5.0%	-13.0%
현대건설(별도)	3,789.8	5,285.0	4,449.6	4,786.8	6,832.1	4,120.0	4,820.0	4,820.0	18,311	20,592	17,280
토목	144.9	1,257.9	41.8	778.3	288.6	500.0	800.0	800.0	2,223	2,389	2,000
건축/주택	2,079.8	3,845.2	4,370.1	2,819.8	6,075.9	2,800.0	3,000.0	3,000.0	13,115	14,876	12,000
플랜트	1,544.4	150.8	7.4	1,169.2	439.5	800.0	1,000.0	1,000.0	2,872	3,240	3,200
기타	20.7	31.1	30.3	19.5	28.1	20.0	20.0	20.0	102	88	80
현대엔지니어링	5,675.6	1,691.8	1,086.8	3,547.8	2,532.8	2,500.0	3,000.0	3,000.0	12,002	11,033	10,000
기타	52.3	170.0	57.2	-64.5	65.2	50.0	150.0	150.0	215	415	600
수주잔고	91,252	90,123	86,591	89,932	98,148	97,635	98,407	99,137	89,932	99,137	98,293
% y-y	4.1%	-5.4%	-6.6%	0.2%	7.6%	8.3%	13.6%	10.2%	0.2%	10.2%	-0.9%
매출액	8,545	8,621	8,257	7,247	7,456	7,182.7	7,197.9	7,239.6	32,670	29,076	28,724
% y-y	41.7%	20.4%	5.1%	-15.7%	-12.8%	-16.7%	-12.8%	-0.1%	10.2%	-11.0%	-1.2%
현대건설(별도)	4,168.3	4,321.2	4,130.1	4,134.6	3,890.9	3,933.6	3,938.1	3,985.3	16,754	15,748	16,183
토목	434.0	370.3	554.7	444.3	419.4	409.8	413.9	431.8	1,803	1,675	1,809
건축/주택	2,790.0	2,934.5	2,600.8	2,609.8	2,298.1	2,510.3	2,527.1	2,554.4	10,935	9,890	10,458
플랜트	922.1	981.2	937.4	1,039.5	1,029.9	993.5	977.1	979.0	3,880	3,980	3,836
기타	22.2	35.2	37.2	41.0	143.5	20.0	20.0	20.0	136	204	80
현대엔지니어링	4,095.4	4,062.2	3,788.3	2,811.1	3,366.8	3,049.0	3,059.8	3,054.3	14,757	12,530	11,891
기타	281.6	237.8	338.5	301.2	197.9	200.0	200.0	200.0	1,159	798	650
매출총이익	533.3	342.2	348.3	-1,441	514.4	448.8	504.4	517.4	-217	1,985	1,987
% y-y	40.4%	-13.9%	-32.5%	적전	-3.5%	31.1%	44.8%	흑전	적전	흑전	0.1%
매출총이익률	6.2%	4.0%	4.2%	-19.9%	6.9%	6.2%	7.0%	7.1%	-0.7%	6.8%	6.9%
현대건설(별도)	6.9%	3.4%	3.2%	-5.4%	5.4%	6.0%	7.4%	7.6%	2.1%	6.6%	7.6%
토목	5.3%	9.3%	10.9%	8.7%	8.6%	6.0%	7.0%	7.0%	8.7%	7.2%	7.0%
건축/주택	6.8%	0.2%	3.0%	3.5%	4.3%	6.0%	8.0%	8.0%	3.4%	6.6%	8.0%
플랜트	6.9%	7.8%	-5.6%	-36.5%	4.5%	6.0%	6.0%	7.0%	-7.5%	5.9%	7.0%
기타	4.8%	12.6%	13.7%	9.2%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%	86.6%	15.7%	5.0%
현대엔지니어링	4.8%	3.7%	4.1%	-46.1%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	-5.4%	6.3%	5.5%
기타	17.2%	17.8%	17.6%	25.8%	33.0%	15.0%	15.0%	15.0%	19.7%	19.5%	15.0%
영업이익	250.9	147.3	114.3	-1,733	213.7	222.1	277.7	290.7	-1,221	1,004.3	1,080.7
% y-y	44.6%	-34.1%	-53.1%	적전	-14.8%	50.8%	143.0%	흑전	적전	흑전	7.6%
영업이익률	2.9%	1.7%	1.4%	-23.9%	2.9%	3.1%	3.9%	4.0%	-3.7%	3.5%	3.8%

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	32,670	29,076	28,724	28,995
증감률 (%)	10.2	-11.0	-1.2	0.9
매출원가	32,887	27,091	26,737	26,928
매출총이익	-217	1,985	1,987	2,067
Gross 마진 (%)	-0.7	6.8	6.9	7.1
판매비와 일반관리비	1,046	981	907	907
영업이익	-1,263	1,004	1,081	1,160
증감률 (%)	적전	흑전	7.6	7.4
OP 마진 (%)	-3.9	3.5	3.8	4.0
EBITDA	-1,042	1,195	1,220	1,262
영업외손익	278	138	184	225
금융수익(비용)	188	138	184	225
기타영업외손익	84	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	6	0	0	0
세전계속사업이익	-986	1,143	1,264	1,385
법인세비용	-219	254	282	309
계속사업이익	-766	888	983	1,077
당기순이익	-766	888	983	1,077
증감률 (%)	적전	흑전	10.6	9.6
Net 마진 (%)	-2.3	3.1	3.4	3.7
지배주주지분 순이익	-169	728	805	882
비지배주주지분 순이익	-598	161	178	195
기타포괄이익	76	0	0	0
총포괄이익	-690	888	983	1,077

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	-	12.4	11.2	10.2
PBR(X)	0.4	1.1	1.0	0.9
PCR(X)	-5.6	7.6	7.4	7.2
PSR(X)	0.1	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	-	5.9	5.1	4.2
EV/EBIT(X)	-	7.1	5.7	4.6
EPS(W)	-1,521	6,528	7,223	7,915
BPS(W)	71,394	77,068	83,430	90,479
SPS(W)	293,386	261,106	257,948	260,384
자기자본이익률(ROE, %)	-2.1	8.7	8.9	9.0
총자산이익률(ROA, %)	-3.0	3.3	3.7	3.9
투자자본이익률(ROIC, %)	-21.9	12.9	14.9	16.3
배당수익률(%)	2.4	1.0	1.0	1.0
배당성장(%)	-39.6	12.2	11.1	10.1
총현금배당금(십억원)	67	90	90	90
보통주 주당배당금(W)	600	800	800	800
순부채(현금)/자기자본(%)	-26.5	-36.5	-43.0	-48.2
총부채/자기자본(%)	179.3	149.6	136.5	126.6
이자발생부채	3,644	3,478	3,469	3,476
유동비율(%)	143.9	156.5	165.1	172.8
총발행주식수(mn)	112	112	112	112
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	25,400	81,100	81,100	81,100
시가총액(십억원)	2,874	9,104	9,104	9,104

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	5,130	6,392	7,454	8,521
매출채권	5	4	4	4
유동자산	21,101	20,605	21,495	22,694
유형자산	1,289	1,100	962	862
투자자산	1,390	1,237	1,222	1,234
비유동자산	5,905	5,527	5,372	5,281
자산총계	27,005	26,131	26,867	27,976
단기성부채	1,932	1,835	1,825	1,832
매입채무	4,039	3,594	3,551	3,584
유동부채	14,664	13,165	13,019	13,132
장기성부채	1,712	1,643	1,643	1,643
장기충당부채	554	493	487	491
비유동부채	2,672	2,498	2,488	2,496
부채총계	17,336	15,663	15,506	15,627
자본금	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,130	6,768	7,483	8,276
비지배주주지분	1,644	1,805	1,983	2,177
자본총계	9,669	10,468	11,361	12,348

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	-119	1,225	1,139	1,166
당기순이익	-766	888	983	1,077
+ 유/무형자산상각비	221	191	140	102
+ 종속, 관계기업관련손익	-242	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-125	0	0	0
Gross Cash Flow	-508	1,194	1,219	1,261
- 운전자본의증가(감소)	588	146	16	-13
투자활동 현금흐름	212	270	23	-18
+ 유형자산 감소	6	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-179	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-167	153	15	-12
Free Cash Flow	-298	1,225	1,139	1,166
Net Cash Flow	93	1,495	1,162	1,149
재무활동현금흐름	734	-234	-99	-82
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	734	-234	-99	-82
현금의증가	925	1,261	1,063	1,066
기말현금 및 현금성자산	5,130	6,392	7,454	8,521
기말 순부채(순현금)	-2,565	-3,825	-4,888	-5,954

DL이앤씨 (375500.KS)

X-Energy 지분 가치의 재평가

재정 투입, 자금 회수에 힘입은 건설 경기 반등 본격화 예상하며 이를 반영해 Target Multiple 상향. 미국 중심의 SMR 확산 가능성 높아진 만큼 X-Energy 지분 가치 재평가도 기대할 수 있는 상황

Analyst 이은상
02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 58페이지 참조

본격적인 건설 경기 반등 기대

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 72,000원(기존 59,000원)으로 22% 상향. 추정치 시점 기준을 변경하고 Target Multiple을 4.3배(기존 3.5배)로 상향한데 기인. DL건설의 추가 대손 반영 가능성 감안해 기존 할인율 25%는 유지

Target Multiple은 '15~'16년 업종 평균 EV/EBITDA 8.6배를 할인한 4.3배 적용. 재정 투입, 부실 PF 현장에서의 자금 회수 등에 따른 건설 경기 본격 반등 기대. 현재 업황은 건설 수주 반등이 기대되던 '15~'16년과 유사. 당시 금리 인하, SOC 예산 증가, 수도권 주택 공급 물량 감소했으며 시차를 두고 수주 반등

당시와 현재 상황 간 주된 차이점은 조달 금리 수준과 국내 주택 사업의 확장성. 당시 한은 기준금리는 1.25~2.00%였음. 또한 현재 지방 주택 시장은 PF 사업의 구조적 변화, 부동산 지역별 양극화로 과거 수준의 수익성과 안정성을 기대하기 어려움. 이를 감안해 과거 평균 Multiple에 할인 적용. Multiple에 부여한 할인율은 50%, 이는 현대건설에 적용한 할인율 20%보다 큰데 타사 대비 낮은 현금 활용도를 고려

SMR 중심으로 경쟁력 확보 중

동사는 원전 분야에서 SMR을 중심으로 경쟁력을 강화. '23년 1월 X-Energy에 약 2,000만달러(약 250억원)를 투자해 지분 약 2%를 확보. X-Energy의 Xe-100 모델은 Nuscale에 이어 세계에서 두번째로 미 NRC(원자력규제위원회) 승인을 받을 가능성이 높다고 평가받고 있음. Xe-100에 대한 NRC 건설허가 검토 결과는 '26년 말 발표 예정

미국 중심의 SMR 확산 가능성이 높아진 만큼 동사가 보유하고 있는 X-Energy 지분 가치가 긍정적으로 평가받을 수 있음. 다만, 보유 지분이 제한적이고 실제 수주, 매출화까지는 시간이 다소 소요될 것

Buy (유지)

목표주가 72,000원 (상향)
현재가 (25/06/25) 55,400원

업종	건설업
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	2,143.6십억원
발행주식수(보통주)	38.7백만주
52주 최고가('25/06/25)	55,400원
최저가('24/08/05)	29,050원
평균거래대금(60일)	13,319백만원
배당수익률(2025E)	0.97%
외국인지분율	30.1%

주요주주	
DL 외 7 인	24.8%
국민연금공단	11.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	34.5	68.1	61.0
상대수익률 (%p)	13.2	32.0	43.7

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	8,318	7,591	8,656	9,203
증감률	4.1	-8.7	14.0	6.3
영업이익	271	417	638	681
증감률	-18.1	53.8	53.1	6.8
영업이익률	3.3	5.5	7.4	7.4
(지배지분)순이익	229	306	459	499
EPS	5,873	7,907	11,853	12,900
증감률	22.4	34.7	49.9	8.8
PER	5.5	7.0	4.7	4.3
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	0.7	2.1	0.9	0.2
ROE	4.8	6.1	8.6	8.6
부채비율	100.4	97.9	93.2	88.7
순차입금	-1,086	-1,320	-1,704	-2,120

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

DL이앤씨는 2021년 1월 1일을 분할 기일로 하여 인적분할로 신설된 회사로 2021년 1월 25일 재상장됨. 대림산업의 건설사업을 영위 중이며 e편한세상, ACRO 브랜드 보유. 2024년 연결기준 매출액 8.3조원(+4% y-y), 사업 부문별 매출 비중은 건축/주택 35%, 플랜트 24%, 토목 11%, DL건설 30% 등으로 구성. 2024년 신규 수주는 0.9조원(-36%y-y)을 기록

Share price drivers/Earnings Momentum

- 재건축 규제 완화에 따른 도시 정비 사업 수주 확대
- 산유국 감산합의 시 유가 상승에 따른 신규 수주 모멘텀
- 북·미 대화 재개 시 대북사업 관련 모멘텀 부각 가능성

Downside Risk

- 유가 하락 지속 시 해외 신규 수주 모멘텀 약화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
DL이앤씨	7.3	5.8	0.5	0.5	6.6	7.7
대우건설	6.8	5.0	0.4	0.4	5.8	7.3
현대건설	13.9	11.2	1.0	0.9	7.4	8.4
GS건설	8.1	5.2	0.4	0.4	4.9	7.2
삼성E&A	7.3	6.5	0.9	0.9	13.0	13.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	7.5	5.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.3	0.3	2.1	0.9	0.2
PSR	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
ROE	4.1	4.8	6.1	8.6	8.6
ROIC	11.1	10.2	14.1	22.0	23.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

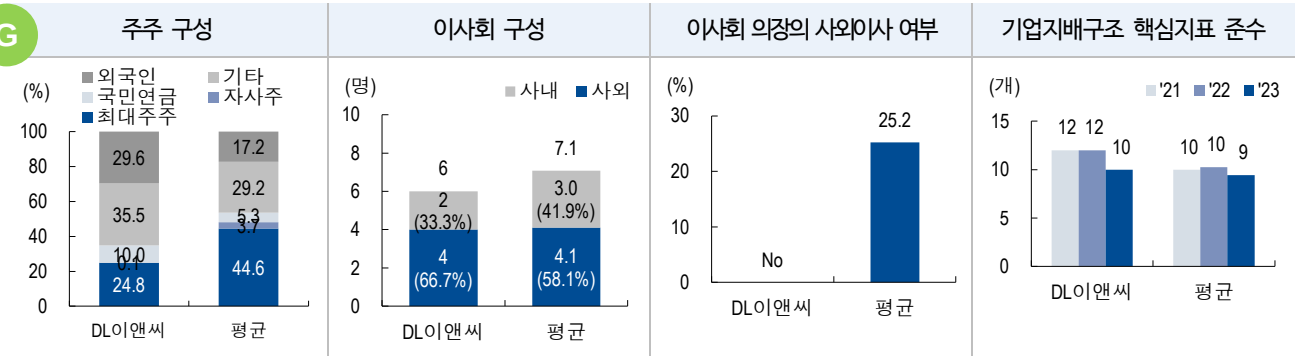
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	-	-	-	-	-	7,632	7,497	7,991	8,318
영업이익	-	-	-	-	-	957	497	331	271
영업이익률(%)	-	-	-	-	-	12.5	6.6	4.1	3.3
세전이익	-	-	-	-	-	909	595	280	354
순이익	-	-	-	-	-	636	432	202	229
지배지분순이익	-	-	-	-	-	577	413	188	229
EBITDA	-	-	-	-	-	1,037	583	418	356
CAPEX	-	-	-	-	-	14	18	12	10
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	566	134	219	178
EPS(원)	-	-	-	-	-	14,885	10,568	4,799	5,873
BPS(원)	-	-	-	-	-	97,111	101,345	111,110	112,902
DPS(원)	-	-	-	-	-	1,351	1,000	500	540
순차입금	-	-	-	-	-	-1,368	-1,273	-1,140	-1,086
ROE(%)	-	-	-	-	-	13.8	9.7	4.1	4.8
ROIC(%)	-	-	-	-	-	-	24.4	11.1	10.2
배당성향(%)	-	-	-	-	-	9.0	9.2	9.6	9.0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-	2.3	3.0	1.4	1.7
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	-	-30.4	-27.1	-23.9	-22.4

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

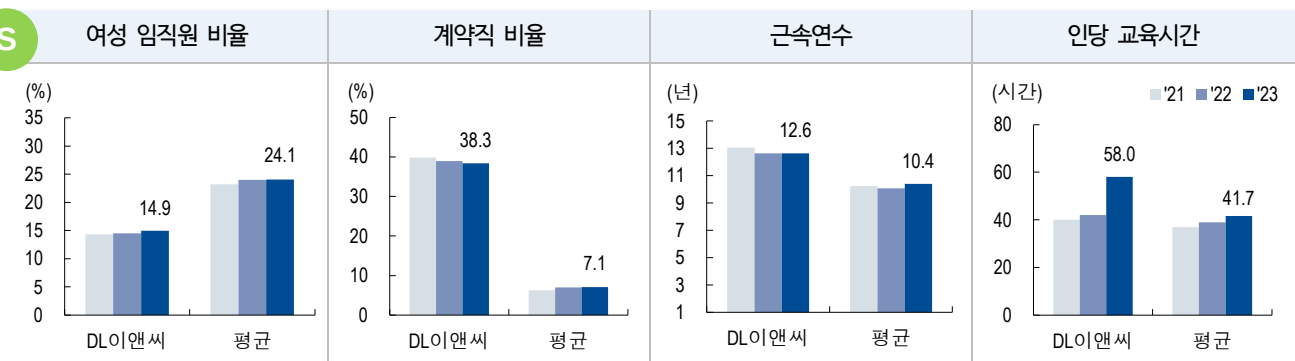


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: DL이앤씨, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

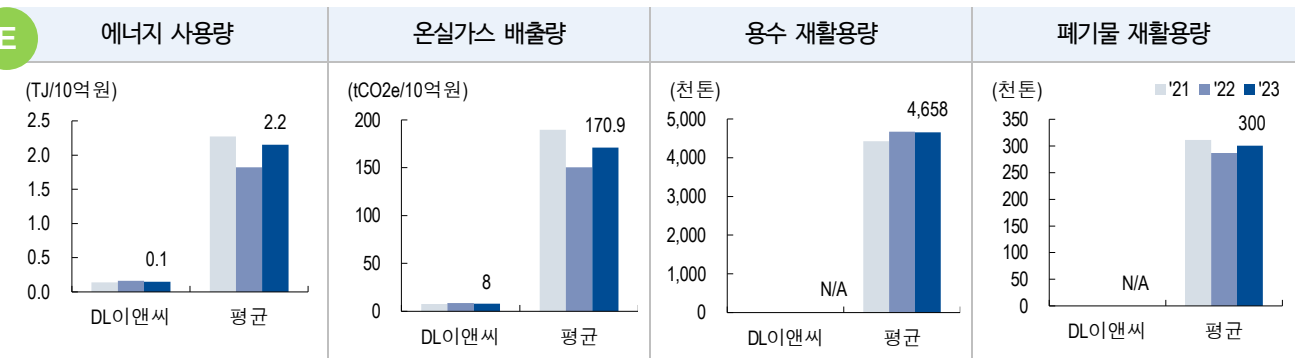
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.4	- 코웨이와 세대 수처리시스템 공동연구 및 개발 위한 업무 협약을 체결
	2022.2	- 서해그린환경과 탄소포집 사업 MOU를 체결
S	2023.7	- 건설업 상호협력평가 2년 연속 '최우수' 수여
G	2021.1	- 대림산업으로부터 인적분할 이후 재상장

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부

**목표주가 상향:
본격적인 건설 경기
반등 기대**

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 72,000원(기존 59,000원)으로 22% 상향한다. 이는 추정치 기준 시점을 3Q25~2Q26으로 변경하고 Target Multiple을 4.3배(기존 3.5배)로 상향한데 기인한다.

Target Multiple은 '15~'16년 업종 평균 EV/EBITDA 8.6배를 할인해 4.3배로 적용했다. 기준 연도를 '15~'16년도로 설정한 이유는 건설 수주액 반등이 기대되던 당시의 업황이 현재와 유사하기 때문이다.

'15~'16년 당시 민간 부문의 주택 수주가 내수 경기 둔화 영향으로 위축되었고, SOC 예산 역시 감소했었다. 하지만 금리 인하, '16년(박근혜 정부 3년차) 이후 SOC 예산의 증가, 수도권 공급 물량 감소가 감지되며 이후 건설 수주는 반등했다. 이는 하반기 이후 추가적인 금리 인하, 재정 투입, 입주 물량 감소가 나타나고 있는 현재의 상황과 유사하다.

'25년 5월 초 국토부에서 추경 1.1조원 확정에 이어 6월 중순, 2.7조원의 2차 추경이 확정된 바 있다. 부동산 PF 구조조정과 지방 미분양 아파트 유동화 역시 하반기 추가적인 금리 인하에 힘입어 가속화될 것으로 예상된다. 부실 부동산 PF의 경우, '24년 6월 말, 9월 말 기준으로 진행된 1, 2차 사업성 평가 결과 구조조정 대상 사업장 23.9조원 중 53%의 구조조정이 올해 상반기 중으로 마무리될 것으로 예상된다. 지방 미분양 아파트 역시 정부의 매입 계획 대상인 6,000세대 중 30%에 해당하는 물량이 상반기 내 CR 리츠를 통한 유동화를 앞두고 있다. 정부의 재정 투입과 자금 회수는 궁극적으로 건설 수주 증가로 이어질 것으로 전망한다.

당시와 현재 상황 간 주된 차이점은 조달 금리 수준과 국내 주택 사업의 확장성이다. 당시 한은 기준금리는 1.25~2.00%였다. 현재 기준금리와 75bp 이상 괴리가 있다. 국내 주택 사업 역시 달라진 PF 사업 구조와 부동산 시장 내 나타나고 있는 양극화 현상으로 과거 수준의 수익성과 안정성을 기대하기 어렵다. 기존에는 저자본, 고보증을 기반으로 해온 PF 사업구조가 사업성 평가와 리스크 관리 기준 강화 등 시스템적인 변화를 겪고 있다. 무엇보다도 지역별 부동산 양극화 현상으로 인해 향후 주택 수주 시장은 양보다는 질을 기준으로 재편될 것이라 예상된다. 이러한 점들을 감안해 과거 평균 Multiple에 할인을 적용했다.

평균 Multiple에 할인율 50%를 적용했다. 이는 현대건설에 적용한 20%보다 큰데 기준과 마찬가지로 타사 대비 낮은 현금 활용도를 고려했다. 참고로 동사의 '21~'24년 평균 EV/EBITDA는 1.4배 수준에 불과하다.

SMR 중심으로 경쟁력 확보 중

동사는 원전 분야에서 SMR을 중심으로 경쟁력을 강화하고 있다. '23년 1월 동사는 전 환사채를 인수하는 형태로 X-Energy에 약 2,000만달러(약 250억원)를 투자해 지분 약 2%를 확보하고 있다('23년 9월 기준 X-Energy의 프리머니 지분 가치 10.5억달러).

X-Energy의 Xe-100 모델은 Nuscale에 이어, 세계에서 두번째로 미 NRC(원자력규제 위원회) 승인을 받을 가능성이 높다고 평가받고 있다. Xe-100 모델은 원자로와 연료로 각각 HTGR(고온가스냉각로), TRISO(삼중코팅) 연료를 사용한다. 헬륨을 냉각재로 사용해 원자로에서 고온 증기를 생산할 수 있고, 산업용 열, 수소 생산 등에 직접 적용이 가능하다는 장점이 있다. 또한 TRISO 연료를 사용함으로써 멜트다운 가능성을 차단해 안정성을 높였다. 즉, 활용 분야, 안정성 측면에서 타사 모델과 차별화된다.

미 NRC는 Xe-100 SMR 프로젝트(텍사스 Seadrift 부지, Dow와 공동 추진)에 대한 건설허가 심사에 '25년 6월 착수했다. NRC가 공식 발표한 건설허가 신청서의 검토 일정은 18개월로 통상 소요되는 30~36개월 대비 빠르다. 이는 '18년 NRC와 사전 협의를 진행한 영향이다.

미국 중심의 SMR 확산 가능성이 높아졌고, Xe-100 모델의 NRC 승인이 내년 중에 예정되어 있어 동사가 보유하고 있는 X-Energy 지분 가치는 긍정적으로 평가받을 수 있다고 판단한다. 다만, 보유 지분이 2% 수준으로 제한적이며 실제로 사업을 수주해 매출에 반영되기까지는 시간이 다소 필요하다.

표1. DL이앤씨 EV/EBITDA 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA	적용가	비고
1) 연결 영업가치	569.4	4.3	2,448.5	'15~'16년 업종 평균 Multiple에 53% 할인 적용
2) 연결 종속기업, 관계사 지분 가치			796.7	
- 자사주			19.3	
- 기타			777.4	주식수 348,533주
3) Total Value = 1) + 2)			3,245.2	
4) 순차입금			-457.2	리스크 관리 차원의 현금 보유임을 감안해 '24년 평균 순현금에 60% 할인
5) NAV(순자산가치) = 3) - 4)			3,702.4	
6) 주당 NAV			95,685	주식수 38,693,623주
7) 목표주가			72,000	할인율 25%, Upside 30%

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. DL이앤씨 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	8,318	7,591	8,656	9,203
	- 수정 전		7,591	8,633	9,123
	- 변동률		0.0	0.3	0.9
영업이익	- 수정 후	270.9	416.6	637.7	681.3
	- 수정 전		437.8	580.9	617.3
	- 변동률		-4.8	9.8	10.4
영업이익률(수정 후)		3.3	5.5	7.4	7.4
EBITDA		335.0	446.2	648.8	686.8
(지배지분)순이익		237.5	306.0	458.6	499.2
EPS	- 수정 후	6,089	7,907	11,853	12,900
	- 수정 전		8,212	10,848	11,741
	- 변동률		-3.7	9.3	9.9
PER		5.3	7.0	4.7	4.3
PBR		0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA		0.9	2.1	0.9	0.2
ROE		4.9	6.1	8.6	8.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. DL이앤씨 분기별 요약 손익계산서

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F
신규 수주	1,910.9	1,147.2	2,913.4	3,509.0	1,526.5	2,300.0	3,700.0	4,100.0	9,481	11,627	12,000
% y-y	-41.7%	-48.7%	-43.1%	-17.5%	-20.1%	100.5%	27.0%	16.8%	-36.3%	22.6%	3.2%
DL이앤씨(별도)	1,115.4	818.2	2,553.1	2,559.1	1,315.5	1,800.0	3,000.0	3,400.0	7,045.8	9,515.5	10,400
건축/주택	792.9	313.4	1,739.9	1,666.2	1,046.3	1,200.0	1,500.0	1,500.0	4,512.4	5,246.3	6,400.0
토목	285.2	309.0	683.9	282.5	166.0	200.0	600.0	1,000.0	1,560.6	1,966.0	1,600.0
플랜트	37.3	195.8	129.3	610.4	103.2	400.0	900.0	900.0	972.8	2,303.2	2,400.0
DL건설	795.5	329.0	360.3	949.9	211.0	500.0	700.0	700.0	2,434.7	2,111.0	1,600.0
수주잔고	30,837	30,121	29,231	30,178	29,386	29,652	31,202	32,984	30,178	32,984	34,956
% y-y	8.6%	10.7%	-4.1%	-2.4%	-4.7%	-1.6%	6.7%	9.3%	-2.4%	9.3%	6.0%
매출액	1,890.5	2,070.2	1,918.9	2,438.8	1,808.2	1,842.7	1,900.6	2,039.6	8,318.4	7,591.1	8,655.8
% y-y	2.2%	5.1%	4.4%	4.5%	-4.4%	-11.0%	-1.0%	-16.4%	4.1%	-8.7%	14.0%
DL이앤씨(별도)	1,291.8	1,399.8	1,350.0	1,815.7	1,346.7	1,408.6	1,453.8	1,544.9	5,857.3	5,754.0	6,750.3
건축/주택	673.3	715.3	638.1	904.9	573.6	633.6	625.3	627.1	2,931.6	2,459.6	2,484.4
토목	199.3	222.9	226.6	269.5	192.6	191.4	249.5	277.7	918.3	911.3	1,372.8
플랜트	418.2	460.6	485.3	641.9	578.0	583.6	579.0	640.0	2,006.0	2,380.6	2,893.0
기타	1.0	1.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0	2,459.6	1.4	2,459.6	0.0
DL건설	597.4	671.9	569.5	630.4	466.7	434.1	446.7	494.8	2,469.2	1,842.3	1,905.6
기타, 연결조정	1.3	-1.5	-0.6	-7.3	-5.2	0.0	0.0	0.0	-8.1	-5.2	0.0
매출총이익	181.0	167.5	209.9	287.4	193.1	212.1	229.8	244.6	845.8	879.6	1,043.8
% y-y	-6.2%	-12.5%	18.8%	30.0%	6.7%	26.7%	9.4%	-14.9%	8.1%	4.0%	18.7%
매출총이익률	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	10.7%	11.5%	12.1%	12.0%	10.2%	11.6%	12.1%
DL이앤씨(별도)	10.7%	9.8%	12.2%	12.9%	10.4%	12.6%	13.3%	13.3%	11.5%	12.5%	13.2%
건축/주택	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	9.3%	13.0%	15.0%	15.0%	9.3%	13.2%	14.0%
토목	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	7.9%	10.0%	9.0%
플랜트	16.9%	14.6%	18.8%	15.3%	11.6%	13.0%	13.0%	13.0%	16.3%	12.7%	14.5%
DL건설	6.9%	4.4%	7.8%	8.2%	6.7%	8.0%	8.0%	8.0%	6.8%	7.7%	8.0%
영업이익	60.9	32.6	83.3	94.1	81.0	95.1	112.8	127.7	270.9	416.6	637.7
% y-y	-32.5%	-54.7%	3.7%	6.7%	33.0%	192.1%	35.3%	35.6%	-18.1%	53.8%	53.1%
영업이익률	3.2%	1.6%	4.3%	3.9%	4.5%	5.2%	5.9%	6.3%	3.3%	5.5%	7.4%

자료: DL이앤씨, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	8,318	7,591	8,656	9,203
증감률 (%)	4.1	-8.7	14.0	6.3
매출원가	7,473	6,712	7,612	8,115
매출총이익	846	880	1,044	1,087
Gross 마진 (%)	10.2	11.6	12.1	11.8
판매비와 일반관리비	575	463	406	406
영업이익	271	417	638	681
증감률 (%)	-18.1	53.8	53.1	6.8
OP 마진 (%)	3.3	5.5	7.4	7.4
EBITDA	356	446	649	687
영업외손익	83	56	70	89
금융수익(비용)	136	56	70	89
기타영업외손익	-45	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-8	0	0	0
세전계속사업이익	354	472	708	771
법인세비용	125	166	250	272
계속사업이익	229	306	459	499
당기순이익	229	306	459	499
증감률 (%)	13.4	33.5	49.9	8.8
Net 마진 (%)	2.8	4.0	5.3	5.4
지배주주지분 순이익	229	306	459	499
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-111	0	0	0
총포괄이익	118	306	459	499

Valuations/profitability/stability

	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	5.5	7.0	4.7	4.3
PBR(X)	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR(X)	1.9	4.8	3.3	3.1
PSR(X)	0.1	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	0.7	2.1	0.9	0.2
EV/EBIT(X)	0.9	2.3	0.9	0.2
EPS(W)	5,873	7,907	11,853	12,900
BPS(W)	112,902	119,549	129,752	140,900
SPS(W)	215,295	196,185	223,701	237,836
자기자본이익률(ROE, %)	4.8	6.1	8.6	8.6
총자산이익률(ROA, %)	2.4	3.1	4.4	4.5
투자자본이익률(ROIC, %)	10.2	14.1	22.0	23.4
배당수익률(%)	1.7	1.0	1.0	1.0
배당성장(%)	9.0	6.8	4.5	4.1
총현금배당금(십억원)	23	21	21	21
보통주 주당배당금(W)	540	540	540	540
순부채(현금)/자기자본(%)	-22.4	-25.7	-30.6	-35.1
총부채/자기자본(%)	100.4	97.9	93.2	88.7
이자발생부채	1,183	1,190	1,199	1,209
유동비율(%)	155.8	159.7	166.8	174.0
총발행주식수(mn)	43	43	43	43
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	32,150	55,400	55,400	55,400
시가총액(십억원)	1,322	2,275	2,275	2,275

Statement of financial position

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	1,864	2,093	2,471	2,880
매출채권	1,041	1,084	1,128	1,174
유동자산	6,006	6,403	6,958	7,552
유형자산	36	14	9	8
투자자산	1,433	1,492	1,553	1,617
비유동자산	3,707	3,752	3,802	3,860
자산총계	9,712	10,156	10,760	11,412
단기성부채	293	302	312	322
매입채무	1,054	1,097	1,142	1,189
유동부채	3,855	4,010	4,171	4,339
장기성부채	890	887	887	887
장기충당부채	86	89	93	97
비유동부채	1,012	1,015	1,020	1,026
부채총계	4,867	5,025	5,191	5,365
자본금	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	1,076	1,361	1,799	2,278
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,846	5,131	5,569	6,047

Cash flow statement

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	188	331	463	498
당기순이익	229	306	459	499
+ 유/무형자산상각비	85	30	11	5
+ 종속, 관계기업관련손익	8	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-123	0	0	0
Gross Cash Flow	640	445	647	685
- 운전자본의증가(감소)	-375	-4	-7	-7
투자활동 현금흐름	-167	-87	-74	-77
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-10	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-49	-59	-61	-64
Free Cash Flow	178	331	463	498
Net Cash Flow	21	244	389	421
재무활동 현금흐름	-192	-16	-11	-11
자기자본 증가	-2	0	0	0
부채증감	-190	-16	-11	-11
현금의증가	-140	228	378	410
기말현금 및 현금성자산	1,864	2,093	2,471	2,880
기말 순부채(순현금)	-1,086	-1,320	-1,704	-2,120

대우건설 (047040.KS)

결국 실적이 중요

재정 투입, 자금 회수에 힘입은 건설 경기 반등 본격화 예상. 이를 반영해 Target Multiple은 상향. 팀 코리아 일원으로 원전 시공에 참여하나, 제한적 기대 마진 및 사업 확장성 감안 시 추가 밸류에이션 확대는 어려움

Analyst 이은상
02)2229-6841, eunsang.lee@nhqv.com

본격적인 건설 경기 반등 기대

투자 의견 Hold를 유지하고 목표주가는 4,800원(기준 3,400원)으로 41% 상향. 추정치 기준 시점을 3Q25~2Q26으로 변경하고 Target Multiple은 4.3배(기준 3.5배)로 상향한데 기인. 타사 대비 큰 지방 중심의 미분양 우려 감안해 기존 할인율 10%는 유지

Target Multiple은 '15~'16년 업종 평균 EV/EBITDA 8.6배를 할인해 4.3배로 적용. 재정 투입, 부실 PF 현장에서의 자금 회수 등에 따른 본격적인 건설 경기 반등 기대. 현재 업황은 건설 수주 반등이 기대되던 '15~'16년과 유사. 당시 금리 인하, SOC 예산 증가, 수도권 주택 공급 물량 감소 등의 시그널이 있었고, 시차를 두고 건설 수주 반등. 현재 비슷한 시그널 확인됨

당시와 현재 상황 간 주된 차이점은 조달 금리 수준과 국내 주택 사업의 확장성. 당시 한은 기준금리는 1.25~2.00%였음. 또한 현재 지방 주택 분양 사업은 PF 사업의 구조적 변화, 부동산 양극화 현상 등으로 과거 수준의 수익성과 안정성을 기대하기 어려움. 이를 감안해 과거 평균 Multiple에 할인 적용. Multiple에 부여한 할인율은 50%, 이는 현대건설에 적용한 할인율 20%보다 큰데 주택 수주 시장 내 보유 브랜드의 입지와 신사업 모멘텀 부재를 고려한 것.

팀 코리아의 한계성

6/4 팀 코리아가 체코 두코바니 원전 건설 본계약을 체결. 동사는 팀 코리아 일원으로 시공 중간사. 사업비 26조원 중 수주 인식 금액은 약 7조원으로 추정됨

다만, 팀 코리아 단위의 원전 사업 참여는 시공사 측면에서 매력도가 높지 않다고 판단. 이는 기대 마진이 제한적이고, 글로벌 원전 수주 시장 내 한수원의 입지가 불안정하기 때문. 사업 영역이 단순 시공에 국한되어 있어 예상 GPM은 High Single 수준. 체코 정부는 60% 이상의 현지 기업 참여율을 요구하고 있어 추가적인 마진 압박 역시 존재. 또한 한수원-웨스팅하우스 간 지식재산권 분쟁 이후 글로벌 수주 시장 내 안정적인 지위 확보에 어려움이 있음

※ESG Index/Event는 66페이지 참조

Hold (유지)

목표주가 4,800원 (상향)
현재가 (25/06/25) 4,360원

업종	건설업
KOSPI / KOSDAQ	3108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	1,812.1십억원
발행주식수(보통주)	415.6백만주
52주 최고가('25/06/16)	4,610원
최저가('25/04/09)	2,970원
평균거래대금(60일)	6,556백만원
배당수익률(2025E)	0.00%
외국인지분율	11.6%
주요주주	
중흥토건 외 2 인	50.8%
국민연금공단	5.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	32.5	31.7	17.0
상대수익률 (%)p	11.5	3.4	4.5

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	10,504	8,681	9,878	10,281
증감률	-9.8	-17.4	13.8	4.1
영업이익	403	534	601	652
증감률	-39.2	32.5	12.5	8.6
영업이익률	3.8	6.2	6.1	6.3
(지배지분)순이익	234	309	382	420
EPS	563	743	918	1,012
증감률	-54.3	31.9	23.6	10.2
PER	5.5	5.9	4.7	4.3
PBR	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	5.6	3.5	3.4	2.8
ROE	5.6	6.9	8.0	8.1
부채비율	192.1	160.0	158.8	149.7
순차입금	1,594	365	383	69

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

대우건설은 2000년 12월 대우그룹 건설 부문 인적분할로 설립된 건설업체. 2024년 연결기준 매출액 10.5조원(-10% y-y), 사업 부문별 매출 비중은 주택/건축 65%, 토목 21%, 플랜트 11% 등으로 구성. 2019년 9월 국내 건설업체 최초로 LNG 액화플랜트 원청수주. 2024년 7월 체코 신규 원전 건설 사업 우선협상대상자로 팀 코리아가 선정되었으며 동사가 시공 주간사로 참여

Share price drivers/Earnings Momentum

- 재건축 규제 완화에 따른 도시 정비 사업 수주 확대
- 해외 원전 추가 수주
- 북·미 대화 재개 시 대북사업 관련 모멘텀 부각 가능성

Downside Risk

- 최종투자결정 지연에 따른 LNG 부문 신규 수주 지연
- 해외 플랜트 및 토목 현장 추가원가 발생 가능성

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
대우건설	6.8	5.0	0.4	0.4	5.8	7.3
현대건설	13.9	11.2	1.0	0.9	7.4	8.4
DL이앤씨	7.3	5.8	0.5	0.5	6.6	7.7
GS건설	8.1	5.2	0.4	0.4	4.9	7.2
HDC현대산업개발	6.2	4.5	0.5	0.4	7.7	9.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	3.4	5.5	5.9	4.7	4.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	13.2	5.6	6.9	8.0	8.1
ROIC	11.9	6.1	6.8	8.8	8.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

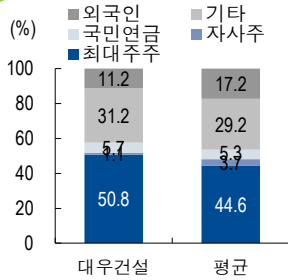
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	11,106	11,767	10,605	8,652	8,137	8,685	10,419	11,648	10,504
영업이익	-467	429	629	364	558	738	760	663	403
영업이익률(%)	-4.2	3.6	5.9	4.2	6.9	8.5	7.3	5.7	3.8
세전이익	-1,011	314	432	307	377	598	713	745	358
순이익	-755	258	297	201	283	485	508	521	243
지배지분순이익	-736	259	299	209	284	485	504	512	234
EBITDA	-371	522	720	495	685	851	874	790	526
CAPEX	274	68	27	24	12	50	69	70	38
Free Cash Flow	85	269	149	-333	397	1,697	-492	-903	-1,321
EPS(원)	-1,770	623	719	502	683	1,166	1,213	1,231	563
BPS(원)	4,888	5,396	5,490	5,916	6,435	7,728	8,937	9,735	10,325
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	1,640	1,268	1,109	1,082	704	-102	123	609	1,594
ROE(%)	-30.9	12.1	13.2	8.8	11.1	16.5	14.6	13.2	5.6
ROIC(%)	-17.0	16.9	19.2	10.2	16.7	24.4	21.1	11.9	6.1
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	79.3	55.7	47.8	43.5	26.3	-3.2	3.3	15.0	36.8

자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부

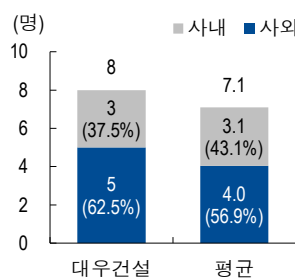
ESG Index & Event

G

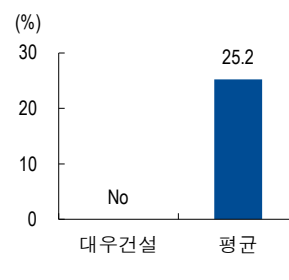
주주 구성



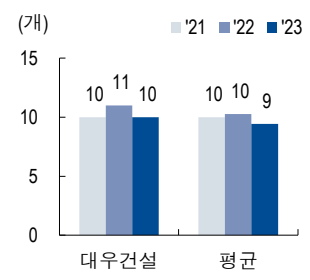
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



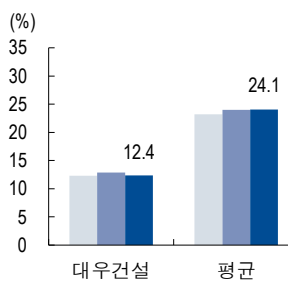
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

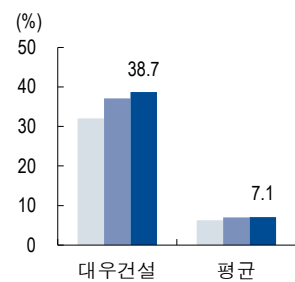
자료: 대우건설, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

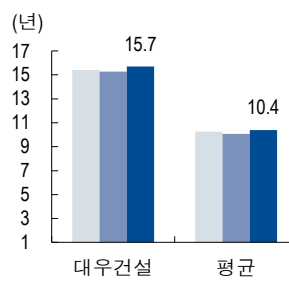
여성 임직원 비율



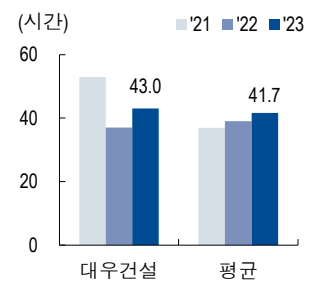
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

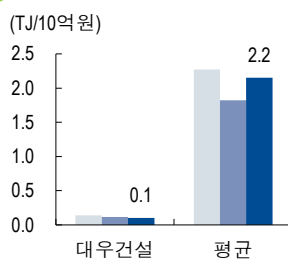


주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

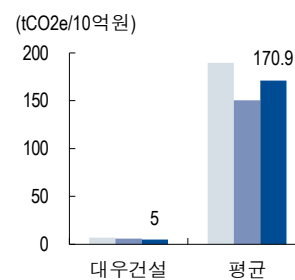
자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부

E

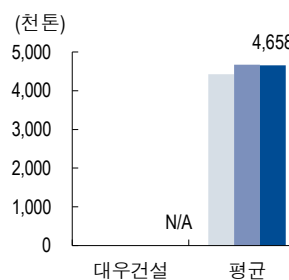
에너지 사용량



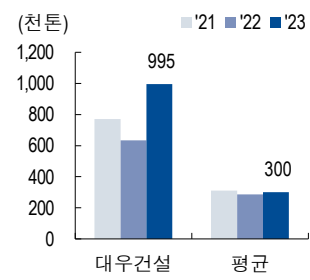
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.6	- 베트남 TTA와 신재생에너지 사업 MOU 체결
S	2024.7	- 본사 차원에서 현장 안전 보건 상시 모니터링이 가능한 안전상황센터 오픈
G	2021.12	- KDB인베스트먼트와 중흥그룹이 대우건설 지분 50.75% 인수를 위한 주식매매계약 체결

자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부

**목표주가 상향:
본격적인 건설 경기
반등 기대**

투자의견 Hold를 유지하고 목표주가는 4,800원(기존 3,400원)으로 41% 상향한다. 이는 추정치 시점 기준을 3Q25~2Q26으로 변경하고 Target Multiple을 4.3배(기존 3.5배)로 상향한데 기인한다.

Target Multiple은 '15~'16년 업종 평균 EV/EBITDA 8.6배를 할인해 4.3배로 적용했다. 기준연도를 '15~'16년도로 설정한 이유는 건설 수주 반등이 기대되던 당시의 상황이 현재와 유사하기 때문이다.

현재 건설 업종 환경은 건설 수주액의 반등이 기대되던 '15~'16년과 유사하다고 판단한다. '15~'16년 당시 금리 인하, '16년(박근혜 정부 3년차) 이후 SOC 예산 증가, 수도권 공급 물량 감소가 감지되며 이후 건설 수주는 반등했다. 이는 하반기 이후 추가적인 금리 인하, 재정 투입, 입주 물량 감소가 나타나고 있는 현재의 상황과 유사하다.

당시와 현재 상황 간 주된 차이점은 조달 금리 수준과 국내 주택 사업의 확장성이다. 당시 한은 기준금리는 1.25~2.00%였다. 현재 기준금리와 75bp 이상 괴리가 있다. 국내 주택 사업 역시 달라진 PF 사업 구조와 부동산 시장 내 나타나고 있는 양극화 현상을 고려하면 과거 수준의 수익성과 안정성을 기대하기 어렵다. 기존에는 저자본, 고보증을 기반으로 해온 PF 사업 구조가 사업성 평가와 리스크 관리 기준 강화 등 시스템적인 변화를 겪고 있다. 무엇보다도 지역별 부동산 양극화 현상으로 인해 향후 주택 수주 시장은 양보다는 질을 기준으로 재편될 것이라 예상한다. 이러한 점들을 감안해 과거 평균 Multiple에 할인을 적용했다.

평균 Multiple에 할인율 50%를 적용했다. 이는 현대건설에 적용한 할인율 20%보다 큰데, 주택 수주 시장 내 보유 브랜드의 입지와 신사업 모멘텀 부재를 고려했다.

표1. 대우건설 EV/EBITDA 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA	적용가	비고
1) 연결 영업가치	653.6	4.3	2,810.7	'15~'16년 업종 평균 Multiple에 50% 할인 적용
2) 연결 종속기업, 관계사 지분 가치			818.3	
- 자사주			19.7	4,736,918주
- 기타			797.7	
3) Total Value = 1) + 2)			3,629.0	
4) 순차입금			1,426.9	'24년 평균 순차입금
5) NAV(순자산가치) = 3) - 4)			2,202.1	
6) 주당 NAV			5,360	주식수 410,885,720주
7) 목표주가			4,800	할인율 10% 적용, Upside 10%

자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부 전망

팀코리아의 한계성

6/4 팀 코리아가 체코 두코바니 원전 건설 본계약을 체결했다. 동사는 팀 코리아 일원으로 시공 주간사로 해당 사업에 참여하고 있다.

다만, 팀 코리아 단위의 원전 사업 참여는 시공사 측면에서 매력도가 높지 않다고 판단한다. 이는 1)기대 마진이 제한적이고, 2)글로벌 원전 수주 시장 내 한수원의 입지가 불안정하기 때문이다.

동사가 체코 원전 건설 사업에서 참여 가능한 부분은 단순 시공에 국한되어 있다. 참고로 총 사업비 26조원 중 동사가 수주 인식할 것으로 예상되는 금액은 이 중 25%에 해당하는 7조원 정도로 예상된다. 이러한 점을 감안했을 때 기대 마진 역시 High single 수준으로 예상되며, 이는 현대건설의 기대 마진 Mid teen 수준과 대비된다. 또한 체코 정부에서 현지 기업 참여율 60% 이상을 요구하고 있어 추가적인 마진 압박 역시 존재한다.

글로벌 수주 시장 내 한수원의 입지 역시 디스카운트 요인이다. 팀 코리아는 체코 원전 수주 과정에서 한수원-웨스팅하우스 간 지식재산권 분쟁, EDF의 가치분 신청 등의 어려움을 겪은 바 있다. 이는 한수원의 글로벌 원전 수주 시장 내 불안정한 입지를 시사하며, 실제로 한수원은 이를 타개하기 위해 독자 모델 개발을 통한 협상력 강화에 집중하고 있다.

체코 원전 관련 시공 매출은 착공에 들어가는 '29년부터 반영되기 시작한다. 착공 전까지 설계, 인허가 등의 절차가 남아 있어 매출화되기까지 시차가 존재한다. 이 때문에 밸류에이션 확대 이벤트로 작용하기는 어렵다고 판단한다.

표2. 대우건설 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	10,504	8,681	9,878	10,281
	- 수정 전		8,680	9,824	10,126
	- 변동률		0.0	0.5	1.5
영업이익	- 수정 후	403.1	534.2	601.0	652.4
	- 수정 전		525.6	584.7	626.0
	- 변동률		1.6	2.8	4.2
영업이익률(수정 후)		3.8	6.2	6.1	6.3
EBITDA		509.9	631.8	661.7	690.8
(지배지분)순이익		244.5	308.7	381.5	420.4
EPS	- 수정 후	588	743	918	1,012
	- 수정 전		725	885	963
	- 변동률		2.4	3.8	5.0
PER		5.3	5.9	4.7	4.3
PBR		0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA		4.0	3.5	3.4	2.8
ROE		5.9	6.9	8.0	8.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 대우건설 분기별 요약 손익계산서

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25 E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F
신규 수주	2,489.4	1,911.4	2,971.4	2,540.6	2,823.8	3,625.0	4,825.0	3,325.0	9,913	14,599	12,100
% y-y	-40.3%	16.8%	-7.5%	-39.4%	13.4%	89.7%	62.4%	30.9%	-25.0%	47.3%	-17.1%
토목	139.7	654.9	298.4	249.9	217.2	900.0	600.0	600.0	1,342.9	2,317.2	2,400.0
건축/주택	2,095.3	1,145.7	2,455.5	1,869.7	2,418.9	2,500.0	2,200.0	2,200.0	7,566.2	9,318.9	8,000.0
플랜트	233.6	55.9	195.1	48.4	159.6	200.0	2,000.0	500.0	533.0	2,859.6	1,600.0
연결중속	20.8	54.9	22.4	372.6	28.1	25.0	25.0	25.0	470.7	103.1	100.0
수주잔고	45,657	44,989	44,778	44,440	45,013	46,546	49,241	50,184	44,440	50,184	52,405
% y-y	-0.6%	-0.1%	-1.7%	-1.6%	-1.4%	3.5%	10.0%	12.9%	-1.6%	12.9%	4.4%
매출액	2,487.3	2,821.5	2,547.8	2,647.0	2,076.7	2,091.9	2,129.7	2,382.8	10,504	8,681	9,878
% y-y	-4.6%	-13.8%	-14.8%	-4.7%	-16.5%	-25.9%	-16.4%	-10.0%	-9.8%	-17.4%	13.8%
토목	547.8	540.5	516.4	565.7	415.0	391.3	426.4	488.4	2,170.4	1,721.2	2,033.0
건축/주택	1,597.7	1,877.7	1,643.4	1,723.0	1,381.6	1,421.5	1,464.7	1,544.2	6,841.8	5,812.0	6,389.4
플랜트	272.0	296.4	289.4	280.8	227.0	222.4	221.1	323.3	1,138.6	993.8	1,356.0
연결중속	69.8	106.9	98.6	77.5	53.1	56.7	17.5	26.8	352.8	154.0	99.7
매출총이익	214.9	275.6	169.2	267.8	250.7	200.8	222.2	273.3	927.5	947.0	1,018.8
% y-y	-25.1%	-17.3%	-42.8%	-9.5%	16.7%	-27.1%	31.3%	2.0%	-23.5%	2.1%	7.6%
매출총이익률	8.6%	9.8%	6.6%	10.1%	12.1%	9.6%	10.4%	11.5%	8.8%	10.9%	10.3%
토목	10.9%	3.3%	-2.4%	-8.6%	8.7%	8.0%	10.0%	10.0%	0.8%	9.2%	9.5%
건축/주택	6.6%	7.2%	5.3%	12.6%	10.8%	8.0%	9.0%	10.0%	7.9%	9.4%	9.0%
플랜트	17.7%	22.3%	16.5%	28.4%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%	21.2%	20.6%	17.0%
신사업/그린	3.3%	53.1%	47.6%	25.8%	25.6%	20.0%	20.0%	20.0%	35.7%	21.9%	20.0%
영업이익	114.8	104.8	62.3	121.2	151.3	96.4	117.7	168.8	403.1	534.2	601.0
% y-y	-33.8%	-53.1%	-74.5%	55.5%	31.8%	-8.0%	89.0%	39.3%	-43.9%	32.5%	12.5%
영업이익률	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	7.3%	4.6%	5.5%	7.1%	3.8%	6.2%	6.1%

자료: 대우건설, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	10,504	8,681	9,878	10,281
증감률 (%)	-9.8	-17.4	13.8	4.1
매출원가	9,576	7,734	8,859	9,211
매출총이익	928	947	1,019	1,070
Gross 마진 (%)	8.8	10.9	10.3	10.4
판매비와 일반관리비	524	413	418	418
영업이익	403	534	601	652
증감률 (%)	-39.2	32.5	12.5	8.6
OP 마진 (%)	3.8	6.2	6.1	6.3
EBITDA	526	632	662	691
영업외손익	-45	-62	-17	-9
금융수익(비용)	-57	-50	-17	-9
기타영업외손익	12	-12	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	358	473	584	644
법인세비용	116	152	188	208
계속사업이익	243	320	396	436
당기순이익	243	320	396	436
증감률 (%)	-53.4	31.9	23.6	10.2
Net 마진 (%)	2.3	3.7	4.0	4.2
지배주주지분 순이익	234	309	382	420
비지배주주지분 순이익	9	12	14	16
기타포괄이익	-4	0	0	0
총포괄이익	239	320	396	436

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	5.5	5.9	4.7	4.3
PBR(X)	0.3	0.4	0.4	0.3
PCR(X)	1.8	3.0	2.8	2.7
PSR(X)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	5.6	3.5	3.4	2.8
EV/EBIT(X)	7.3	4.2	3.8	3.0
EPS(W)	563	743	918	1,012
BPS(W)	10,325	11,067	11,985	12,997
SPS(W)	25,272	20,887	23,767	24,737
자기자본이익률(ROE, %)	5.6	6.9	8.0	8.1
총자산이익률(ROA, %)	2.0	2.6	3.1	3.3
투자자본이익률(ROIC, %)	6.1	6.8	8.8	8.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	36.8	7.8	7.6	1.3
총부채/자기자본(%)	192.1	160.0	158.8	149.7
이자발생부채	4,101	3,957	4,047	4,078
유동비용(%)	211.0	244.2	239.5	245.3
총발행주식수(mn)	416	416	416	416
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	3,105	4,360	4,360	4,360
시가총액(십억원)	1,291	1,812	1,812	1,812

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	1,162	2,435	2,387	2,692
매출채권	2,777	2,295	2,612	2,718
유동자산	9,589	9,400	10,313	10,941
유형자산	380	291	237	205
투자자산	1,009	834	949	987
비유동자산	3,070	2,703	2,757	2,757
자산총계	12,658	12,102	13,069	13,698
단기성부채	1,332	1,195	1,285	1,315
매입채무	250	207	235	245
유동부채	4,544	3,850	4,306	4,459
장기성부채	2,769	2,763	2,763	2,763
장기충당부채	764	631	718	747
비유동부채	3,780	3,598	3,714	3,752
부채총계	8,324	7,448	8,019	8,212
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	562	562	562	562
이익잉여금	2,183	2,492	2,873	3,294
비지배주주지분	43	54	69	84
자본총계	4,334	4,654	5,050	5,486

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	-1,284	988	82	348
당기순이익	243	320	396	436
+ 유/무형자산상각비	123	98	61	38
+ 종속, 관계기업관련손익	-179	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-128	0	0	0
Gross Cash Flow	704	612	654	683
- 운전자본의증가(감소)	-1,873	570	-375	-126
투자활동 현금흐름	104	428	-219	-74
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-38	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	133	175	-115	-39
Free Cash Flow	-1,321	988	82	348
Net Cash Flow	-1,179	1,417	-137	274
재무활동현금흐름	1,170	-144	90	30
자기자본 증가	13	0	0	0
부채증감	1,157	-144	90	30
현금의증가	180	1,273	-48	305
기말현금 및 현금성자산	1,162	2,435	2,387	2,692
기말 순부채(순현금)	1,594	365	383	69

태웅 (044490.KQ)

과거의 영광을 향하여

목표주가 48,000원으로 상향. 속도감 있게 진행 중인 SMR 고객사와의 추가 수주 논의, 본업인 풍력 부문의 2025년 신규수주 금액 추정치 상향에 기인. 2026년 PER 13.7배로 여전히 밸류에이션 메리트 존재

Jr. Analyst 박재혁
02) 2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

Analyst 정연승
02) 768-7882, ys.jung@nhqv.com

※ESG Index/Event는 73페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	48,000원 (상향)
현재가 (25/06/25)	36,850원
업종	금속
KOSPI / KOSDAQ	3,108.25 / 798.21
시가총액(보통주)	737.3십억원
발행주식수(보통주)	20.0백만주
52주 최고가('25/06/25)	36,850원
최저가('24/12/09)	9,250원
평균거래대금(60일)	32,666백만원
배당수익률(2025E)	0.00%
외국인지분율	8.6%
주요주주	
허용도 외 5인	53.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	145.0	230.8	103.1	
상대수익률 (%p)	118.3	181.8	114.3	
	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	386.3	379.7	527.1	550.1
증감률	-12.9	-1.7	38.8	4.4
영업이익	22.8	21.4	66.5	70.7
증감률	-42.3	-6.1	210.4	6.3
영업이익률	5.9	5.6	12.6	12.9
(지배지분)순이익	24.7	22.0	54.0	58.4
EPS	1,234	1,100	2,697	2,920
증감률	-27.7	-10.9	145.2	8.3
PER	9.6	33.5	13.7	12.6
PBR	0.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	18.1	8.5	7.4
ROE	4.4	3.6	8.3	8.2
부채비율	34.4	30.4	26.9	23.1
순차입금	58.3	27.3	2.5	-52.6

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

본업이 뒷받침되는 가운데, 새로운 성장 동력을 얻다

투자 의견 Buy 유지, 목표주가를 48,000원(기존 28,000원)으로 상향. 목표주가 산정 시 1) 기타 단조 부문 목표주가 산정 기준연도 변경(2026년) 및 Target multiple(10.0배→13.0배) 상향, 2) 풍력 부문 기준연도 변경(2025~2026년 평균)에 기인. 기타 단조 부문은 SMR 단조부품 고객사와의 추가 수주 논의가 속도감 있게 진행되고 있음을 고려해 multiple 상향 및 기준연도를 변경. 풍력 부문은 2025년 신규수주 금액 추정치를 1,500억원으로 기존 대비 36% 상향. 2026년 상반기에 대한 수주잔고 확보함을 고려해, 기준연도 변경

현재 주가 기준 12MF PER 19배. 이는 2023년 말 풍력 부문 실적 성장과 더불어 산업기계항 단발성 대형 수주로 수익성 개선된 시기의 밸류에이션. 현재 동사는 풍력 증설과 더불어 SMR이라는 지속가능한 외형 성장 동력 확보. 과거 대비 multiple 할증 요인 충분

2025년 실적은 상저하고

2분기 매출액 907억원(-10.0% y-y, +5.9% q-q), 영업이익 23억원(-64.9% y-y, +140.5% q-q, 영업이익률 +2.5%) 기록할 전망. 풍력 부문 증설을 앞두고 2분기에도 플랜지 선산선이 이어지고 있는 바, 외형 감소와 그에 따른 고정비 부담 증가는 수익성 훼손 요인. 다만, 1분기 대비 수익성은 개선될 전망. 3분기에는 2024년 4분기에 수주한 528억원 규모의 해상풍력 프로젝트 물량 대부분이 인도되며, 실적은 연간으로 상저하고 흐름 보일 것으로 예상

태웅 2분기 실적 Preview (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E				3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	
매출액	100.7	87.6	107.9	85.6	90.7	-10.0	5.9	84.6	105.0
영업이익	6.5	3.9	6.0	0.9	2.3	-64.9	140.5	1.7	9.5
영업이익률	6.4	4.5	5.6	1.1	2.5			2.0	9.0
세전이익	6.6	2.2	8.8	1.4	2.2	-67.3	56.2	1.6	9.4
(지배)순이익	7.5	2.3	8.2	1.5	2.3	-69.8	51.4	1.7	9.5

자료: Dart, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

태웅은 1981년 5월 설립, 2001년 11월 코스닥증권 시장 상장. 자유형단조 사업을 영위하고 있으며, 2023년 기준 전방 사업별 매출 비중은 풍력설비(42.6%), 산업기계(19.4%), 산업플랜트(15.0%), 조선&선박엔진(14.4%), 발전(3.8%), 철강 외부판매(4.8%)로 구성. 2003년 링 롤링 밀(풍력 타워용 플랜지 제조 설비) 투자를 통해 풍력 타워 및 하부구조물 용 플랜지 납품 중. 2006년부터 글로벌 TOP3 터빈사(Vestas, Siemens-Gamesa, GE Vernova)에 플랜지 납품. 현재 중국 제외 지역에 대한 하부구조물용 플랜지 과점적 지위 확보. 2016년 국내 단조사 최초로, 제강사업부 수직계열화 투자 집행

Share price drivers/Earnings Momentum

- 첼스크랩 가격 상승에 따른 제품 판매 단가 상승
- 전 세계 해상풍력 프로젝트 설치량 가속화
- 전방산업 수요 개선에 따른 단조품 수요 증가

Downside Risk

- 하부구조물용 플랜지 경쟁사 추가 진입
- 첼스크랩 가격 하락
- 중국 터빈사들의 중국 외 지역 풍력설치 점유율 확대

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
태웅	33.5	13.7	1.2	1.1	3.6	8.3
두산에너지리티	130.2	83.3	5.4	5.0	4.3	6.2
비에이치아이	38.0	25.9	8.5	6.4	25.6	28.2
씨에스윈드	8.6	8.1	1.5	1.3	18.9	17.5
SK 오션플랜트	36.8	18.7	1.5	1.4	4.2	7.9

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	10.0	9.6	33.5	13.7	12.6
PBR	0.7	0.4	1.2	1.1	1.0
PSR	0.8	0.6	1.9	1.4	1.3
ROE	6.9	4.4	3.6	8.3	8.2
ROIC	6.2	6.1	2.5	7.1	7.6

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

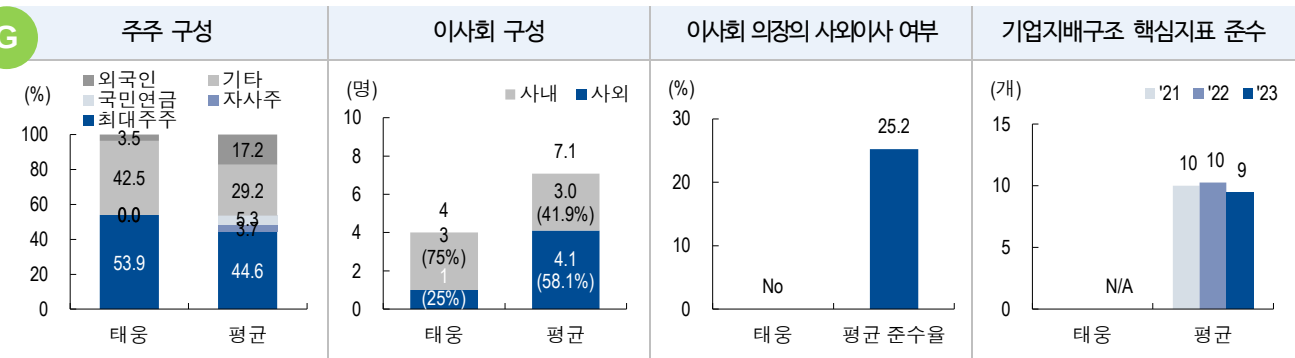
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	322	304	290	371	344	322	394	444	386
영업이익	13	-4	-32	-36	1	5	3	40	23
영업이익률(%)	4.0	-1.4	-11.1	-9.8	0.4	1.6	0.7	8.9	5.9
세전이익	17	-7	-29	-37	-118	8	0	33	24
순이익	14	-6	-33	-40	-94	7	1	34	25
자배지분순이익	14	-6	-33	-40	-94	7	1	34	25
EBITDA	29	27	-1	-5	32	24	22	59	42
CAPEX	165	36	14	18	9	4	5	9	23
Free Cash Flow	-113	-35	-80	-20	32	24	5	11	43
EPS(원)	764	-298	-1,633	-2,012	-4,681	357	27	1,707	1,234
BPS(원)	31,701	31,426	30,137	28,059	23,342	23,769	24,061	25,612	30,212
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	41	78	157	183	150	119	113	102	58
ROE(%)	2.3	-0.9	-5.3	-6.9	-18.2	1.5	0.1	6.9	4.4
ROIC(%)	2.3	-0.8	-4.2	-4.8	-3.0	0.8	1.8	6.2	6.1
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	6.5	12.4	26.1	32.6	32.0	25.1	23.4	19.9	9.6

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

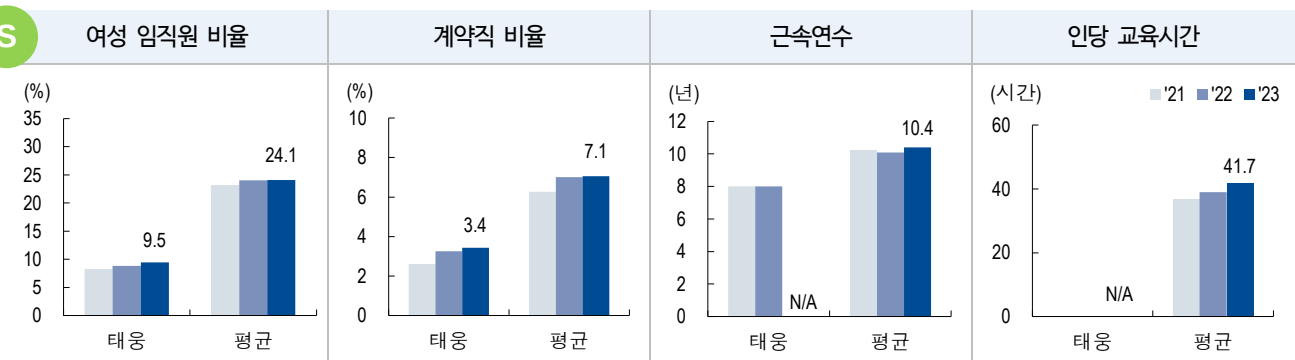


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 태웅, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

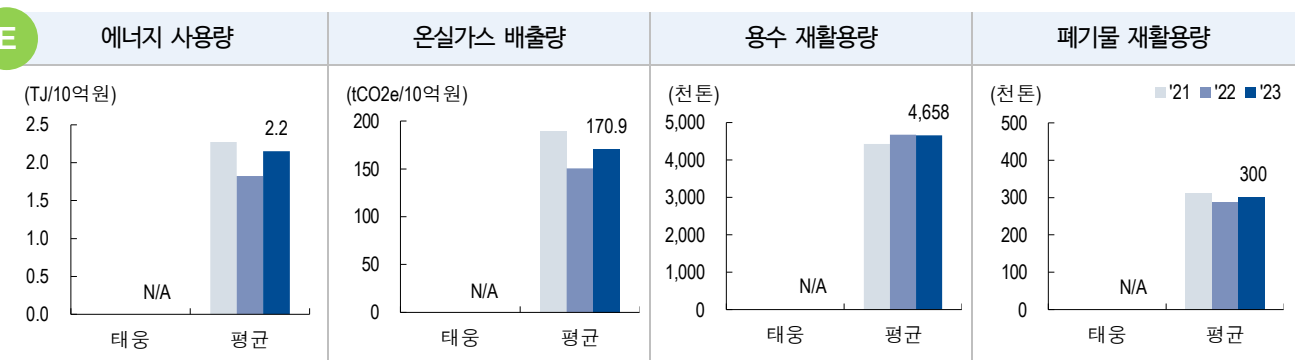
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2016.11	- 제강공장 내 탄소배출량 감축을 위한 전기로 설치
S	2024.08	- 제강공장 작업 과정에서 근로자 사망 사고 발생
G	2007.11	- 런던 증권거래소 내 2,500억원 규모 태웅 DR 신주 상장
	2012.05	- 런던 DR 상장폐지

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부

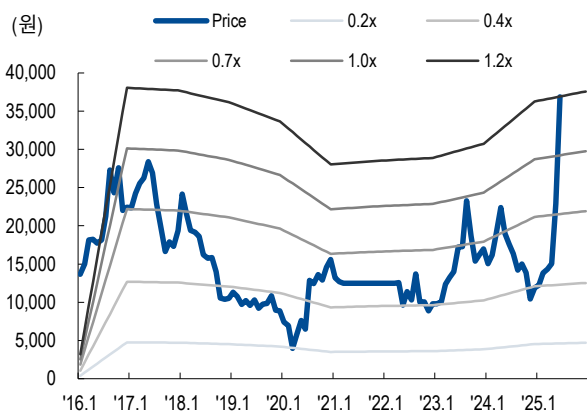
표1. 태웅 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	386.3	379.7	527.1	550.1
	- 수정 전	-	375.7	513.1	541.8
	- 변동률	-	1.1	2.7	1.5
영업이익	- 수정 후	22.8	21.4	66.5	70.7
	- 수정 전	-	21.3	61.5	65.5
	- 변동률	-	0.7	8.1	7.9
영업이익률(수정 후)		5.9	5.6	12.6	12.9
EBITDA		42.5	42.3	87.3	91.9
(지배지분)순이익		24.7	22.0	54.0	58.4
EPS	- 수정 후	1,234	1,100	2,697	2,920
	- 수정 전	-	1,092	2,497	2,710
	- 변동률	-	0.7	8.0	7.7
PER		9.6	33.5	13.7	12.6
PBR		0.39	1.18	1.08	1.00
EV/EBITDA		7.0	18.1	8.5	7.4
ROE		4.4	3.6	8.3	8.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 12M Trailing PBR Band Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 태웅 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표2. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 배)

회사명		태웅	두산에너지리티	비에이치아이	SNT에너지	성광밴드	태광
주가 (06/25)		36,850	65,800	42,800	42,950	30,200	20,200
시가총액(십억원)		737.3	41,444.3	1,295.0	863.4	788.8	527.4
PER	2024	9.6	101.0	24.4	14.3	16.2	10.4
	2025E	20.2	130.2	38.0	17.1	17.0	11.5
	2026F	8.9	83.3	25.9	13.3	14.4	9.2
PBR	2024	0.4	1.5	4.1	1.5	1.2	0.8
	2025E	0.7	5.4	8.5	2.4	1.4	0.9
	2026F	0.7	5.0	6.4	2.1	1.3	0.8
EV/EBITDA	2024	7.0	12.3	20.9	17.6	14.1	10.2
	2025E	11.1	32.0	21.8	14.5	13.2	9.8
	2026F	5.4	26.7	17.3	10.5	11.4	8.4

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

속도감 있게 진행되는 SMR에 대한 기대를 반영

**투자의견 Buy 유지,
목표주가
48,000원으로 상향**

태웅에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 28,000원에서 48,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는 1) 기타 단조 부문의 기준연도를 2026년으로 변경(기존 2025~2026년 평균)하고, Target multiple을 상향(10.0배→13.0배)했으며, 2) 풍력 부문의 목표주가 기준연도를 2025~2026년 평균으로 변경(기존 2025년)한 것에 기인한다.

**속도감 있게 논의되는
SMR,
풍력은 신규수주
전망치 상향**

기타 단조 부문의 기준연도를 2026년으로 변경하고 Target multiple을 13.0배로 상향한 이유는, 1) 고객사와의 SMR 단조부품 추가 수주 논의가 이뤄지고 있어 연내 추가 수주 가능성이 높아졌으며, 2) 전세계 Cask 수요 증가에 따라 SMR에 이어 태웅의 Cask 납품 가능성도 높아졌기 때문이다. 풍력 부문의 경우, 2025년 풍력 부문 신규수주 금액 추정치를 상향함과 동시에 2026년 실적 가시성이 높아짐을 반영하여, 목표주가 기준연도를 2025~2026년 평균으로 변경했다. 2025년 풍력 부문 신규수주 금액은 1,500억원으로 전망하는데, 이는 이전 추정치인 1,100억원 대비 36% 상향한 수치이다. 7월에 수주가 기대되는 Norfolk 해상풍력 프로젝트(2.8GW)는 2026년 상반기 실적에 반영될 예정이며, 추가로 유럽, 국내시장향 수주를 기대한다.

표3. 태웅 SOTP(Sum of the Parts) Valuation

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	EBITDA	EV/EBITDA	장부가	시장가	적용가	비고
1) 영업가치					963.1	
-풍력 부문	26.9	11.0		296.2	296.2	2025E~2026F 평균 EBITDA 적용
-조선 부문	7.4	6.5		47.8	47.8	2025E~2026F 평균 EBITDA 적용
-기타 단조 부문	47.6	13.0		619.1	619.1	2026F EBITDA 적용
2) 관계사 지분가치					17.6	
-가야개발			12.8		12.8	
-아시아드컨트리클럽			3.6		3.6	
-부산면세점			0.4		0.4	
-부산 기계공업협동조합			0.7		0.7	
3) Total Value = 1) + 2)					980.7	
4) 순차입금					27.3	2025년말 순차입금
5) NAV = 3) - 4)					953.3	
6) 주식수(백만주)					20.0	
7) 주당 순자산가치					47,648	
8) 목표주가					48,000	2026년 기준 PER 17.8배
9) 현재주가					36,850	
10) 상승여력					+30.3%	

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부 전망

발전(SMR) 부문 '26년 EV/EBITDA 22.5배 부여

기타 단조 부문 Target multiple은 세부적으로 1) 발전(SMR, 원전), 2) 산업기계, 3) 산업플랜트, 4) 기타로 구분된다. 아래의 표4과 같이 산업기계, 산업플랜트, 기타 부문에 2026년 기준 EV/EBITDA를 각각 6.0배, 11.0배, 3.0배 적용했을 때 산출되는 발전(SMR, 원전) 부문의 Implied multiple(EV/EBITDA)은 22.5배다. 참고로, 기타 단조 부문 Target multiple 13.0배는 일본 단조 업체인 일본제강소(Japan Steel works)의 2026년 EV/EBITDA multiple 수준이다.

과거 밸류에이션 상단을 넘어선 일본 단조 업체

일본제강소의 현재 주가 기준 12MF PER은 30.6배다. 이는 일본제강소가 2024년말 산업기계향 신규수주 증가에 따른 외형성장 구간에서 부여받았던 12MF PER(20배 중반) 이상으로 평가받고 있는 것이다. 현재 매출 비중 10% 수준인 원자력, 가스터빈 부문 신규 수주 증가 기대감과 함께 전세계적으로 몇 없는 단조 플레이어로서의 프리미엄을 받고 있는 것이라 판단한다.

이전 증익 구간 밸류에이션 상단 대비 할증 가능

태웅의 현재 주가 기준 12MF PER은 19배로, 2023년 말 당시의 12MF PER 수준의 multiple을 부여 받고 있다. 해당 시기에 동사는 풍력 부문 실적 성장과 더불어 산업기계 부문 대형 수주를 바탕으로 분기 영업이익률 13%를 기록하며 수익성 개선을 경험한 바 있다. 현재 동사는 풍력 부문 증설을 통해 본업 외형 성장과 동시에, 신규 성장 동력인 SMR향 노출도를 키우고 있다. 특히 SMR의 경우 단발성에 그쳤던 산업기계향 수주와 달리 지속 가능한 외형 성장 동력이라는 점에서 과거 대비 multiple 할증 요인은 충분하다고 판단한다. 태웅은 SMR 1호기 단조부품 수주 완료 후에, 현재 2~4호기에 대해 발주처와 수주 논의를 이어가고 있다. 하반기 내 추가 수주가 가시화될 것으로 기대한다.

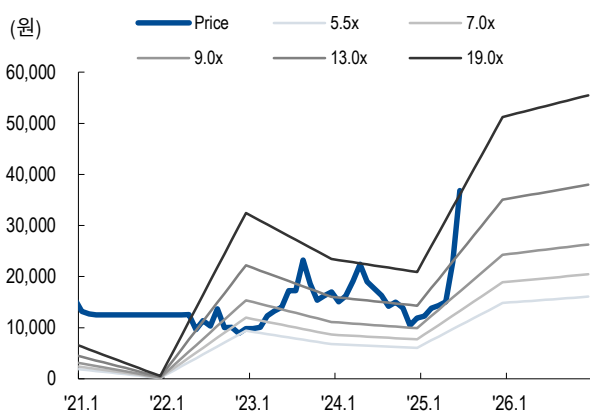
표4. 태웅 영업가치 구성 요인

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	EBITDA	EV/EBITDA	장부가	시장가	적용가	비고
영업가치					963.1	
-풍력 부문	26.9	11.0		296.2	296.2	2025E~2026F 평균 EBITDA 적용
-조선 부문	7.4	6.5		47.8	47.8	2025E~2026F 평균 EBITDA 적용
-기타 단조 부문	47.6	13.0		619.1	619.1	2026F EBITDA 적용
발전	15.0	22.5		336.5	336.5	
산업기계	12.3	6.0		73.7	73.7	
산업플랜트	18.5	11.0		203.2	203.2	
기타	1.9	3.0		5.8	5.8	

자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 태웅 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 일본제강소 12M Forward PER



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 부담을 줄여주는 본업, 풍력

**'25년 풍력 매출액
-6.3% y-y
역성장 불가피**

2025년 풍력 부문 매출액은 1,616억원(-6.3% y-y)으로 전망한다. 세부적으로는, 상반기 705억원, 하반기 911억원을 기록할 전망이다. 연간 풍력 매출액 감소는 3분기 링롤링 밀(플랜지 제조 설비) 증설에 따른 가동 중단 영향이며, 이에 대해 동사는 1~2분기 동안 플랜지를 선생산해 3분기 납품에 대응할 예정이다. 2024년 4분기에 수주한 528억원 규모의 해상풍력 프로젝트 물량이 대부분 3분기에 인도되며 연간 실적이 상저하고 흐름을 보일 것으로 예상된다.

**'26년 풍력 매출액
+32.4% y-y
증설효과 반영되며
큰 폭 성장 전망**

2026년 풍력 부문 매출액은 2,139억원(+32.4% y-y)으로 전망한다. 플랜지 설비 증설 효과가 2025년 4분기부터 일부 반영되기 시작한 이후 2026년부터 풍력 부문 생산능력 30% 증가 효과가 온기 반영될 예정이다. 증설에 따른 2026년 풍력 부문의 Q(생산량) 증가 효과는 전년대비 +24.0% 수준이며, P(제품가격)는 전년 대비 +6.8% 증가할 것으로 전망한다. 제품 가격의 경우 철스크랩 가격이 중요한데, 철스크랩은 2025년 들어 1분기 평균 가격이 311.3원/kg(+6.3% q-q)으로, 8개 분기 만에 전분기 대비 회복세로 돌아섰으며, 2분기에도 평균 가격이 333.0원/kg(+7.0% q-q)으로 회복세를 이어가고 있다. 전방 건설경기 바닥 통과와 함께 철스크랩 가격도 2025년 하반기부터는 전년 대비 성장세를 보일 것으로 기대한다. 철스크랩 가격 상승은 향후 2026년, 2027년 실적 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다.

**수주는 좋은 '25년;
신규수주 추정치
36% 상향**

풍력 부문 신규수주의 경우, 2025년 1,500억원을 달성할 것으로 전망한다. 기존 풍력 신규수주 금액 추정치 1,100억원 대비 36% 상향한 수치다. 1분기에 이미 풍력 부문에서 340억원을 수주했으며, 7월 Norfolk 해상풍력 프로젝트(2.8GW) 수주가 기대된다. 플랜지 개당 단가 고려 시 600억원 수준의 수주가 기대되며, 해당 프로젝트를 수주하는 것만으로도 약 900억원 수준의 수주가 확보된다. 이외에도 Nordlicht 1(독일, 980MW), Fengmiao 1(대만, 495MW) 등 연내 기대할 수 있는 해상풍력 플랜지 수주 파이프라인이 추가적으로 존재한다.

**'26년에는 국내
해상풍력에도
기회 존재**

최근 국내 해상풍력의 경우, 중국산 기자재 진입을 제한하는 움직임이 나타나고 있다. 2025년 5월에 시작된 '2025년 상반기 풍력 고정가격계약 경쟁입찰'은 경쟁입찰에서는 처음으로 안보지표를 평가 항목에 포함했다. 사업자 평가 항목에 6~8점을 배점한 것인데, 이는 개발사가 해상풍력 기자재 공급사 선정에 있어 국내 업체를 선정할 유인으로 작용한다. 국내에서 14~15MW급 해상풍력용 하부구조물 플랜지를 제작할 수 있는 업체는 태웅이 유일하다. 1) 태웅은 SK오션플랜트, 씨에스윈드 등 고객사와의 트랙레코드를 보유하고 있으며, 2) 전체 해상풍력 프로젝트 비용 중 플랜지가 차지하는 비중이 낮다. 플랜지는 비용보다는 품질과 납기가 더 중요한 부품이라는 점에서 국내 해상 풍력 프로젝트 수주 가능성도 충분하다고 판단한다. 연내 고객사들의 수주가 기대되는 안마도(532MW), 신안우이(390MW) 해상풍력 프로젝트를 태웅이 2026년 수주 가능한 파이프라인으로 본다.

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	386.3	379.7	527.1	550.1
증감률 (%)	-12.9	-1.7	38.8	4.4
매출원가	334.9	346.6	427.4	444.9
매출총이익	51.4	33.2	99.7	105.2
Gross 마진 (%)	13.3	8.7	18.9	19.1
판매비와 일반관리비	28.6	11.7	33.2	34.5
영업이익	22.8	21.4	66.5	70.7
증감률 (%)	-42.3	-6.1	210.4	6.3
OP 마진 (%)	5.9	5.6	12.6	12.9
EBITDA	42.5	42.3	87.3	91.9
영업외손익	1.2	0.2	0.9	2.3
금융수익(비용)	-0.1	-1.4	-0.4	0.9
기타영업외손익	1.3	1.4	1.4	1.4
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	24.1	21.6	67.4	73.0
법인세비용	-0.6	-0.4	13.5	14.6
계속사업이익	24.7	22.0	54.0	58.4
당기순이익	24.7	22.0	54.0	58.4
증감률 (%)	-27.7	-10.9	145.2	8.3
Net 마진 (%)	6.4	5.8	10.2	10.6
지배주주지분 순이익	24.7	22.0	54.0	58.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	67.4	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	92.0	22.0	54.0	58.4

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	9.6	33.5	13.7	12.6
PBR(X)	0.39	1.18	1.08	1.00
PCR(X)	4.7	15.9	8.1	7.7
PSR(X)	0.6	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA(X)	7.0	18.1	8.5	7.4
EV/EBIT(X)	13.0	35.7	11.1	9.7
EPS(W)	1,234	1,100	2,697	2,920
BPS(W)	30,212	31,312	34,009	36,929
SPS(W)	19,309	18,980	26,345	27,496
자기자본이익률(ROE, %)	4.4	3.6	8.3	8.2
총자산이익률(ROA, %)	3.2	2.7	6.4	6.6
투자자본이익률(ROIC, %)	6.1	2.5	7.1	7.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	9.6	4.4	0.4	-7.1
총부채/자기자본(%)	34.4	30.4	26.9	23.1
이자발생부채	90	75	61	48
유동비율(%)	316.9	298.1	290.0	298.5
총발행주식수(mn)	20	20	20	20
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	11,890	36,850	36,850	36,850
시가총액(십억원)	238	737	737	737

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	22.7	39.6	51.2	94.2
매출채권	157.2	156.4	174.6	176.9
유동자산	305.5	310.5	351.7	397.9
유형자산	487.9	486.7	491.1	490.6
투자자산	18.2	18.8	19.3	19.9
비유동자산	507.1	506.5	511.5	511.5
자산총계	812.6	817.0	863.2	909.4
단기성부채	25.0	30.0	36.0	43.2
매입채무	40.0	39.7	47.4	48.4
유동부채	96.4	104.2	121.3	133.3
장기성부채	65.0	45.0	25.0	5.0
장기충당부채	6.5	6.1	5.8	5.5
비유동부채	111.8	86.3	61.5	37.3
부채총계	208.1	190.4	182.7	170.5
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	150.8	150.8	150.8	150.8
이익잉여금	309.8	331.8	385.7	444.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	604.5	626.5	680.4	738.9

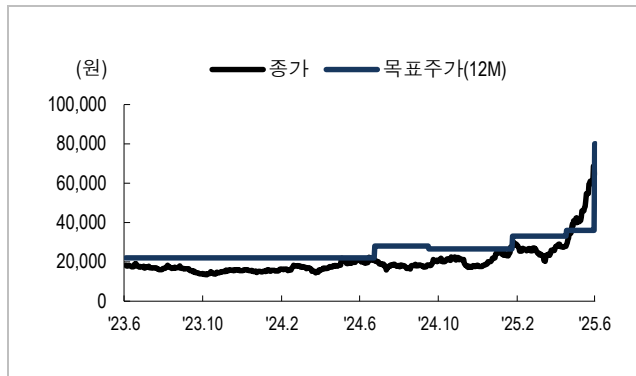
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	66.7	51.2	50.7	76.3
당기순이익	24.7	22.0	54.0	58.4
+ 유/무형자산상각비	19.7	20.9	20.8	21.2
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-1.8	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	50.4	46.5	90.8	95.4
- 운전자본의증가(감소)	22.1	8.3	-24.0	-3.3
투자활동 현금흐름	-23.7	-19.3	-24.9	-20.5
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-23.4	-19.7	-25.2	-20.7
+ 투자자산의매각(취득)	-0.2	-0.5	-0.6	-0.6
Free Cash Flow	43.3	31.4	25.5	55.7
Net Cash Flow	43.0	31.8	25.7	55.8
재무활동 현금흐름	-46.8	-15.0	-14.0	-12.8
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-46.8	-15.0	-14.0	-12.8
현금의증가	-3.4	16.8	11.7	43.0
기말현금 및 현금성자산	22.7	39.5	51.2	94.2
기말 순부채(순현금)	58.3	27.3	2.5	-52.6

투자 의견 및 목표주가 변경내역

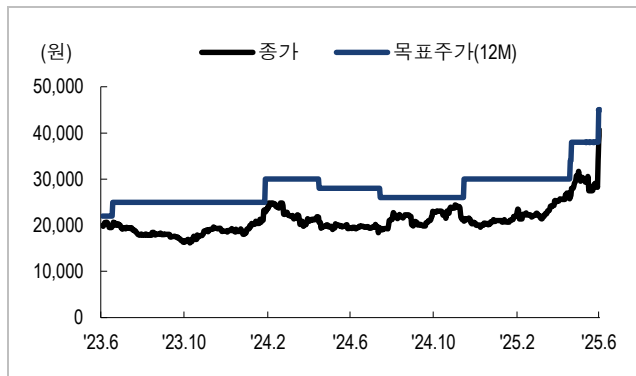
제시일자	투자 의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.27	Buy	80,000원(12개월)	-	-
2025.05.12	Buy	36,000원(12개월)	29.1%	91.4%
2025.02.18	Buy	33,000원(12개월)	-21.5%	-8.2%
2024.10.11	Buy	26,500원(12개월)	-22.3%	4.2%
2024.07.18	Buy	28,000원(12개월)	-35.7%	-27.9%
2024.06.01	1년경과		-7.7%	1.1%
2023.06.08	Buy	22,000원(12개월)	-25.6%	-0.9%

두산에너지빌리티 (034020.KS)



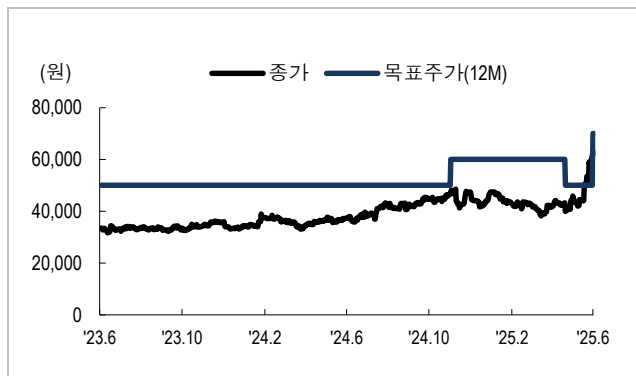
제시일자	투자 의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.27	Buy	45,000원(12개월)	-	-
2025.05.19	Buy	38,000원(12개월)	-21.8%	-0.4%
2025.05.14	Buy	34,000원(12개월)	-22.1%	-22.1%
2024.12.09	Buy	30,000원(12개월)	-26.2%	-10.2%
2024.08.09	Buy	26,000원(12개월)	-16.1%	-6.2%
2024.05.13	Buy	28,000원(12개월)	-29.9%	-27.5%
2024.02.22	Buy	30,000원(12개월)	-25.3%	-17.2%
2024.01.16	Buy	27,000원(12개월)	-25.6%	-13.3%
2023.07.12	Buy	25,000원(12개월)	-26.6%	-17.2%
2023.03.31	Buy	22,000원(12개월)	-13.9%	-6.1%

한국전력(015760.KS)



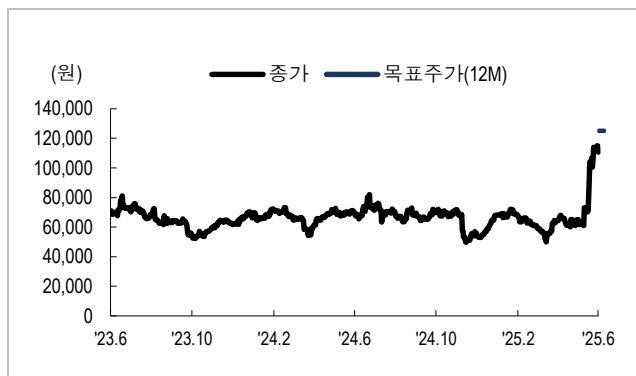
제시일자	투자 의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.27	Hold	70,000원(12개월)	-	-
2025.05.15	Buy	50,000원(12개월)	-21.2%	2.3%
2024.11.26	Buy	60,000원(12개월)	-27.8%	-19.0%
2023.03.08	Buy	50,000원(12개월)	-27.0%	-6.2%

한전KPS (010120.KS)



제시일자	투자 의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.27	Hold	125,000원(12개월)	-	-

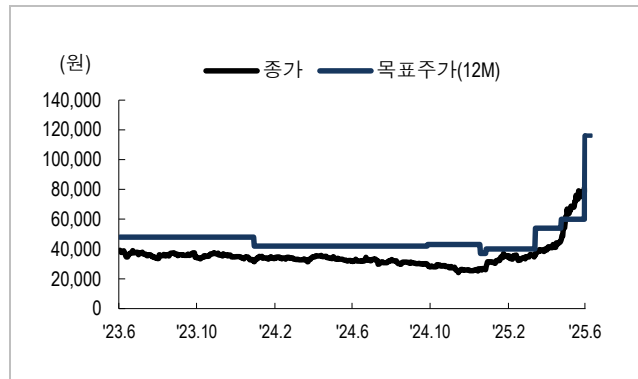
한전기술 (010120.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

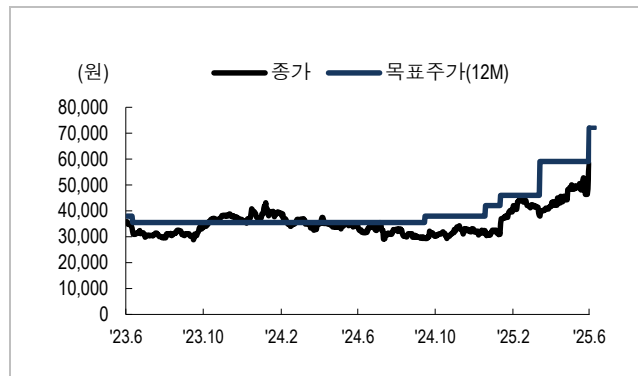
제시일자	투자의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.26	Buy	116,000원(12개월)	-	-
2025.05.20	Buy	60,000원(12개월)	14.5%	35.2%
2025.04.09	Buy	54,000원(12개월)	-24.2%	-15.7%
2025.01.22	Buy	40,000원(12개월)	-15.9%	-7.5%
2025.01.15	Buy	37,000원(12개월)	-28.9%	-27.4%
2024.10.16	Buy	43,000원(12개월)	-36.8%	-31.4%
		담당 Analyst 변경		
2024.01.24	Buy	42,000원(12개월)	-21.8%	-15.0%
2023.06.01	Buy	48,000원(12개월)	-24.7%	-15.0%
2023.04.18	Buy	46,000원(12개월)	-13.0%	-10.5%

현대건설 (000720.KS)



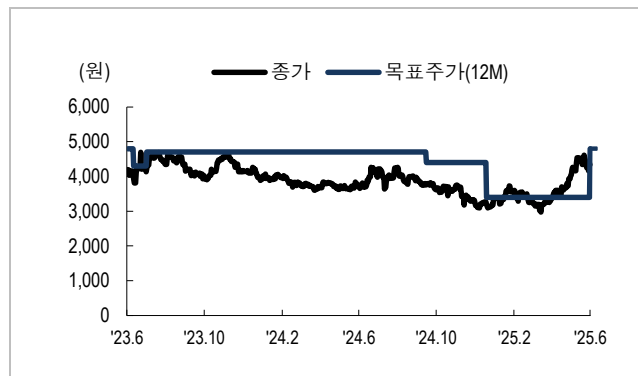
제시일자	투자의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.26	Buy	72,000원(12개월)	-	-
2025.04.09	Buy	59,000원(12개월)	-22.6%	-6.1%
2025.02.06	Buy	46,000원(12개월)	-10.4%	-1.3%
2025.01.15	Buy	42,000원(12개월)	-25.8%	-22.7%
2024.10.16	Buy	38,000원(12개월)	-16.8%	-9.9%
		담당 Analyst 변경		
2023.07.06	Hold	35,500원(12개월)	-2.4%	-
2023.05.02	Hold	38,000원(12개월)	-5.2%	-

DL이앤씨 (375500.KS)



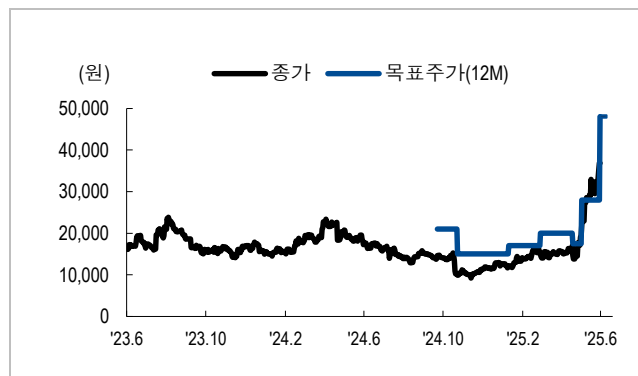
제시일자	투자의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.26	Hold	4,800원(12개월)	-	-
2025.01.13	Hold	3,400원(12개월)	5.2%	-
2024.10.16	Hold	4,400원(12개월)	-20.0%	-
		담당 Analyst 변경		
2023.07.27	Hold	4,700원(12개월)	-13.7%	-
2023.07.06	Hold	4,300원(12개월)	-1.5%	-
2023.04.28	Hold	4,800원(12개월)	-11.7%	-

대우건설 (047040.KS)



제시일자	투자의견	목표가	과라율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.06.27	Buy	48,000원(12개월)	-	-
2025.05.30	Buy	28,000원(12개월)	-	-
2025.05.16	Buy	17,500원(12개월)	-7.3%	10.9%
2025.03.27	Buy	20,000원(12개월)	-23.8%	-15.4%
2025.02.05	Buy	17,000원(12개월)	-27.3%	-2.1%
2024.11.18	Buy	15,000원(12개월)	-41.8%	-41.8%
2024.10.18	Buy	21,000원(12개월)	-34.2%	-27.3%

태웅 (044490.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 '한국전력, 현대건설'(을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.