

2026.03.16

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 유틸리티/건설 In-Depth

미국 원전, 한국이 Only One!



유틸리티/통신/음식료 **김태현**

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

건설/부동산 **조정현**

02) 6915-5660

controlh@ibks.com

*시로 제작된 이미지입니다.



안녕하세요. IBK투자증권 리서치부문 유틸리티 담당 김태현, 건설 담당 조정현입니다.

최근 원전은 글로벌 금융시장의 핵심 투자 주제로 재부상하고 있습니다. AI 데이터센터 확산과 첨단 제조업 확대에 따라 전력 수요가 빠르게 늘어나는 가운데, 탄소중립 목표까지 동시에 충족해야 하기 때문입니다. 이에 따라 대규모 전력을 안정적으로 공급할 수 있는 현실적 대안으로 원전이 재조명되고 있으며, 특히 미국은 트럼프 2기 출범 이후 원전을 전략적 전력 인프라로 재인식하는 흐름을 강화하고 있습니다. 여기에 최근 한미 원자력 협력 기대까지 더해지며 국내 원전 밸류체인에 대한 시장의 관심도 높아지고 있습니다.

시장에서는 이미 미국 원전 확대 기대가 주가에 상당 부분 반영되고 있습니다. 실제로 연초 대비 (1/1~3/13) 원전 EPC 대표주인 현대건설과 대우건설은 각각 135%, 223% 상승했습니다. 원전 기자재 기업인 두산에너지빌리티와 비에이치아이 역시 각각 41%, 98%의 주가 상승률을 기록했습니다. 동기간 코스피 상승률이 30%인 점을 고려하면 상당히 가파른 상승세입니다. 미국의 원전 확대 과정에서 국내 기업들이 중장기적으로 수혜를 받을 가능성에 대한 관심도 점차 높아지고 있습니다.

그렇다면 이러한 기대는 얼마나 현실적인 것일까요?

미국은 분명 앞으로 원전을 더 지어야 하는 상황입니다. 다만, 시장의 기대나 정책 의지와는 별개로 실제 실행 역량은 여전히 미국이 풀어야 할 가장 큰 과제로 남아 있습니다. 그 이유는 미국 내 장기간 신규 원전 건설이 중단되면서 설계, 시공, 품질관리, 기자재 공급망 등 원전 산업 전반의 밸류체인이 상당 부분 약화된 상태이기 때문입니다. 결국 미국이 원전 확대를 현실화하기 위해서는 정책 드라이브만으로 부족하며, 실제 프로젝트를 수행 가능한 외부 파트너의 보완이 불가피하다고 판단합니다.

이 과정에서 저희는 한국의 역할이 부각될 수 밖에 없다고 생각합니다. 한국은 2000년대 이후 대형 원전을 연속적으로 완공한 경험을 보유하고 있을 뿐 아니라, 설계-주기기 제작-시공관리를 포괄한 수행 체계도 함께 갖추고 있기 때문입니다. 이런 점을 감안하면 한국은 파트너로서 유일한 대안입니다.

이번 자료에서는 미국이 왜 다시 원전을 필요로 하는지, 그리고 그 과정에서 한국 기업들이 어떤 역할을 할 수 있는지를 차례대로 살펴보았습니다. 또한 글로벌 원전 밸류체인에서 한국 기업들과 경쟁하게 될 주요 동맹국 기업들의 구조와 경쟁력도 함께 비교해보며, 한국 기업들이 보유한 경쟁우위와 현실적인 수혜 가능성을 점검해 보고자 합니다.

CONTENTS

미국 원전 확대, 결국 핵심은 동맹국 EPC와 주기기 공급망이다	5
원자력 르네상스를 떠받치는 미국의 구조적 배경	6
트럼프 2기 에너지 정책 변화와 원전의 재부상	6
빅테크 자본과 주정부·공공전력기관의 제도적 지원 결합	8
전력 포트폴리오 재편 과정에서 커지는 원자력의 공간	9
미국 원자력 산업이 직면한 현재의 좌표	10
운영 경쟁력과 건설 수행력의 괴리	10
1980년대 이후 장기 침체가 남긴 공급망 공백	13
2010년대 프로젝트가 드러낸 시공 수행능력의 한계	14
대규모 증설 국면의 제약과 동맹국 활용의 필연성	16
자력만으로는 감당하기 어려운 신규 건설 사이클	16
왜 동맹국이어야 하는가, 왜 EPC조차 예외가 아닌가	17
관건은 최근 대형 프로젝트 준공 실적이다	19
메가프로젝트를 버티는 힘, 결국 재무체력이다	23
주기기 밸류체인과 수혜 확산 가능성	27
프로젝트 성패를 가르는 핵심 장비 공급망	27
미국 원전 주기기 제조 역량의 공백	28
설계 주도권은 여전히 미국 업체에 집중	29
소수 선진국 중심의 원전 주기기 시장 구조	30
두산에너지빌리티, 원자로 계통 주기기 절대 강자	31
SMR 개화 국면에서 두산에너지빌리티의 선제적 포지셔닝	32
일본 원전 공급망의 양대 축, 일본제강사와 미쓰비시중공업	33
프라마툼, 유럽 밸류체인의 전략 거점	35
터빈 계통은 다극화된 경쟁 구도	36
기업분석	39
두산에너지빌리티 (034020): 물 만난 물고기	40
비에이치아이 (083650): 미국 원전 공급망 참여 레퍼런스 보유	50
현대건설 (000720): 원전으로 돌아온 해외수주 르네상스	56
대우건설 (047040): 비상(飛上)	64
한미글로벌 (053690): 오를 준비가 되었다	70
Appendix	75
팀코리아 vs 웨스팅하우스 연합체 분석	76
글로벌 밸류체인 및 Peer 비교	82

미국 원전 확대, 결국 핵심은 동맹국 EPC와 주기기 공급망이다

미국은 원전 확대를 본격 추진하는 국면

미국은 트럼프 2기 출범 이후 에너지 안보, 제조업 리쇼어링, AI 데이터센터 확산에 따른 전력 수요 증가에 대응하기 위해 원전 확대를 본격적으로 추진하고 있다. 다만 정책 의지와 달리 미국 내 신규 원전 건설 역량은 장기간 약화된 상태이므로, 원전 확대의 속도는 누가 이를 안정적으로 지을 수 있는가에 달려 있다고 판단한다. 이 과정에서 최근 대형 원전 완공 레퍼런스, 재무 체력, 정치적 신뢰를 동시에 보유한 한국 EPC와 주기기 공급망의 전략적 가치가 부각될 전망이다.

원전은 미국 국가전략과 직결된 전원으로 재평가

미국의 원전 확대는 국가 산업 전략과 직결된 이슈다. 태양광과 풍력은 발전량 변동성이 존재하고, LNG는 가격 및 탄소중립 측면의 부담이 있다. 반면 원전은 안정적인 무탄소 기저전원으로서 데이터센터, 제조업, 군사 인프라까지 동시에 뒷받침할 수 있다는 점에서 재평가되고 있다. IRA를 통해 형성된 제도적 기반 위에 트럼프 행정부의 에너지 안보 기조가 결합되며, 미국 원전의 정책 위상은 한층 강화되는 모습이다.

빅테크 전력 확보 경쟁이 원전 수요를 자극 중

빅테크 기업의 장기 전력 확보 수요 역시 원전 확대를 자극하고 있다. 아마존, 구글, 메타 등은 기존 원전과의 장기 전력구매계약, SMR 투자 및 개발 협력을 통해 원전 전력을 선점하려는 움직임을 보이고 있다. 여기에 주정부와 TVA 등 공공전력기관도 원전 수명 연장과 신규 원전·SMR 도입을 위한 제도 정비와 실증 투자에 나서고 있다.

미국은 운영 강국이지만 건설 역량은 약화

다만 미국은 세계 최대 원전 운영국이지만, 신규 원전 건설 측면에서는 구조적 공백이 크다. 현재 가동 중인 원전의 대부분은 1990년 이전에 건설된 설비이며, 장기간 신규 건설 중단으로 설계, 기자재, 시공, 품질관리, 통합관리 역량이 약화됐다. Vogtle 3·4 호기의 공기 및 비용 초과 이슈는 이러한 문제를 상징적으로 보여준 사례라 판단한다.

결국 미국은 동맹국 EPC 의존이 불가피

결국 미국은 원전 확대를 위해 국외 파트너가 필요하다고 판단한다. 미국이 요구하는 파트너의 조건은 1) 동맹 기반의 정치적 신뢰, 2) 최근 대형 원전 완공 레퍼런스, 3) 장기 프로젝트 리스크를 흡수 가능한 재무 체력으로 정리된다. 원전은 국가 안보와 직결되는 전략 인프라인 만큼, 적대국이 아닌 핵심 동맹국 중심의 공급망 재편이 불가피하다. 이 기준을 충족하는 후보군은 미국 내 Bechtel과 동맹국 내 한국 EPC로 압축될 가능성이 높다.

주기기 공급망 역시 해외 의존 구조가 뚜렷하다

주기기 공급망도 같은 맥락이다. 미국은 설계·엔지니어링 분야의 경쟁력은 유지하고 있으나, 핵심 주기기 제조 역량은 이미 해외 공급망 의존도가 높다. Vogtle 프로젝트에서도 주요 원자로 계통 주기기는 한국과 일본 기업들이 공급했다. 이 가운데 두산에너빌리티는 국내 원전 공급 경험, UAE 바라카 수출 실적, 미국 Vogtle 참여 이력을 동시에 보유하고 있어 미국 원전 확대의 가장 직접적인 수혜 후보로 판단한다.

한국 공급망은 미국 원전 확대의 핵심 수혜다

미국 원전 확대는 미국 내부 정책 변화에 그치지 않고, 실제 건설과 공급망을 수행할 수 있는 동맹국 기업들에 기회를 제공할 것으로 전망한다. 미국 원전 시장의 핵심 요건은 정치적 신뢰, 최근 수행 레퍼런스, 재무 건전성의 교집합이며, 이에 가장 부합한 한국 원전 밸류체인 내 Top-picks는 두산에너빌리티, 현대건설, 대우건설이라 판단한다.

원자력 르네상스를 떠받치는 미국의 구조적 배경

트럼프 2기 에너지 정책 변화와 원전의 재부상

트럼프 행정부, 원자력
중심 에너지 정책 재편

트럼프 행정부는 2025년 1월 출범 이후 미국의 에너지 정책을 전면적으로 재편하며 그 중심축에 원자력 발전을 다시 두고 있다. 이는 단순한 발전원 선택의 문제가 아니라, 에너지 안보와 제조업 리쇼어링, AI 데이터센터 확산에 따른 전력 수요 증가 등 구조적 과제를 해결하기 위한 전략적 선택이라는 점에서 의미가 크다. 태양광과 풍력은 발전량 변동성이 크고, LNG(액화 천연가스, Liquefied Natural Gas) 발전은 탄소 중립 목표와의 충돌 가능성이 존재한다. 이에 따라 안정적으로 전력을 공급할 수 있는 무탄소 기저전원으로서 원자력의 필요성이 다시 부각되고 있다.

AI 시대 전력 수요 증가와
에너지 안보 전략이 주된
이유

트럼프 대통령은 1기 집권 시절부터 미국이 에너지 수입국이 되는 상황 자체를 국가 안보의 취약 요소로 인식해 왔으며, 2기 출범 이후에는 이러한 개념을 전력 부문까지 확장하고 있다. 전력은 국가 산업과 군사력, 데이터 인프라를 지탱하는 핵심 기반으로, 해외 공급망이나 불안정한 전원에 의존하는 구조는 전략적으로 바람직하지 않다는 판단이다. 이러한 관점에서 원자력 발전은 미국이 통제 가능한 기술이자 장기간 안정적으로 운영 가능한 에너지원이며, 외부 변수에 흔들리지 않는 기저전원으로 다시 정의되고 있다.

그림 1. 미국 총 전력 사용량 추이 및 전망

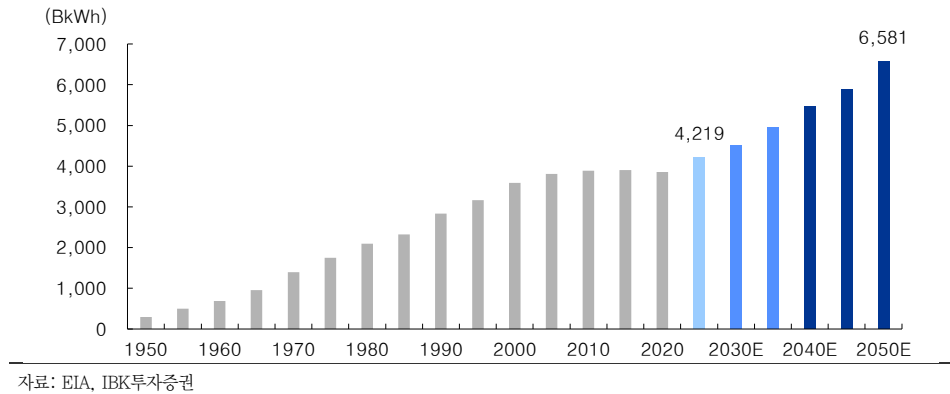


그림 2. 미국 AI 시장 규모 전망

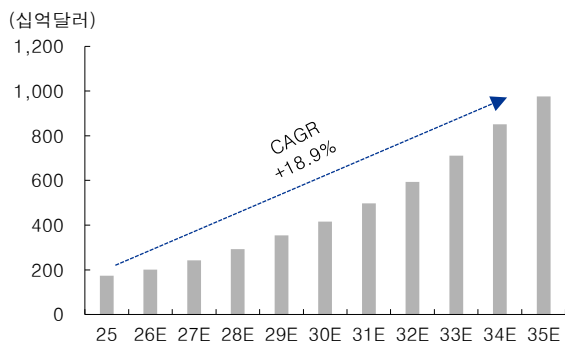
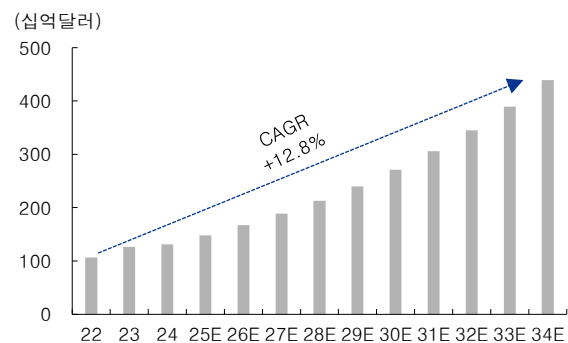


그림 3. 미국 전기차 시장 규모 전망



트럼프 행정부, 원전 규제 개혁 · 차세대 원자로 배치 통해 원전 발전 용량 4배 확대 추진

바이든의 청정에너지 정책에서 트럼프의 에너지 안보 전략으로 확장되는 원전 정책

실제로 작년 5월 트럼프 대통령은 미국 원자력 산업 부흥을 목표로 여러 건의 행정명령에 서명했다. 명령에는 원전 규제 개혁, 차세대 원자로 기술 배치, 원자력 공급망 강화 등이 포함하고 있으며, 미국의 원전 발전 용량을 2024년 약 100GW 수준에서 2050년까지 약 400GW로 4배 확대하겠다는 장기 목표가 제시됐다. 이에 따라 2030년까지 약 10기의 신규 대형 원전 착공이 추진될 예정이다. 또 원자력규제위원회(NRC)의 인허가 절차를 개편해 원전 승인 속도를 높이고, 에너지부(DOE) 산하 시설에서 차세대 원자로의 실증과 배치를 보다 신속하게 진행할 수 있도록 하는 정책도 함께 추진되고 있다.

한편 이러한 정책 기조는 트럼프 행정부에서 갑작스럽게 시작된 것이 아니라, 이미 바이든 행정부 시절 형성된 제도적 기반 위에서 강화되고 있다. 미국은 인플레이션 감축법(IRA_ Inflation Reduction Act)을 통해 원자력 발전을 사실상 청정에너지 범주에 포함시켰으며, 법안에 포함된 청정전력 생산세액공제(PTC_ Production Tax Credit)는 기존 원전의 조기 폐쇄를 방지하고 수익성을 개선하는 역할을 했다. 바이든 행정부가 원전을 기후 대응을 위한 청정에너지 정책 틀 안에 제도적으로 편입시켰다면, 트럼프 행정부는 이를 기반으로 원전을 에너지 안보와 전력 공급, 산업 경쟁력을 동시에 뒷받침하는 핵심 인프라로 재정의하고 있다. 정책 연속성과 전략적 방향 전환 속에서 미국 내 원자력 발전의 위상은 더욱 강화될 전망이다.

표 1. 트럼프 행정부 집권 이후 원전 관련 정책

날짜	내용
2026-01-05	미국 에너지부, 우라늄 생산능력 확대를 위해 10년간 27억 달러 투자 발표
2025-12-02	미국 에너지부, advanced light-water SMR 조기 배치를 지원할 사업자로 TVA와 Holtec 선정 및 최대 8억달러 지원
2025-11-18	미국 에너지부, 펜실베이니아주 원전 재가동 사업에 필요한 자원 조달 지원을 위해 Constellation Energy에 10억 달러 자금조달
2025-10-28	미국 정부, Cameco, Brookfield 전략적 파트너십 구축, Westinghouse 기술을 활용해 최소 800억 달러 규모의 신규 원자로 건설
2025-09-30	미국 에너지부, 핵연료 국내 공급망 강화를 위한 신규 시범 프로그램에 Oklo, Terrestrial Energy, TRISO-X, Valar Atomics 선정
2025-08-26	미국 에너지부, 단기 핵연료 수요 충족 위해 미국 기업 세 곳에 HALEU(고농도 저농축 우라늄) 조건부 공급 약속
2025-08-12	미국 에너지부, 트럼프 대통령의 원전 시범 프로그램 공식 출범, 첨단 원자로 프로젝트 11개를 통해 기술 상용화 추진 발표
2025-07-24	미국 에너지부, AI 데이터센터 및 에너지 인프라 개발 위한 부지 선정 발표
2025-07-16	미국 에너지부, 첨단 원자로 개발 가속화 위한 새로운 원자로 시범 프로그램 시작
2025-05-23	트럼프 대통령, 원자력 에너지 산업 발전을 위한 4개의 행정 명령 발표 - 국가 안보를 위한 첨단 원자로 배치 가속화 및 미국 원자력 산업의 수출 경쟁력 강화 - 원자력규제위원회(NRC) 개편 및 규정 현대화 - 미국 에너지부의 NEPA 환경심사 규정 개혁 - 2030년까지 신규 대형 원자로 10개 건설 착공 등 원자력 산업 기반 재활성화를 위한 지원
2025-04-09	미국 에너지부, 미 원자력 발전소 개발업체의 단기 연료 수요를 충족하기 위해 고농축 저농축 우라늄을 조건부로 공급하기로 약속
2025-02-05	라이트장관, 미국 내 상업용 원자력 발전 개시를 최우선 과제로 삼는 첫 번째 장관령 발표

자료: 미국 에너지부, IBK투자증권

표 2. 바이든 행정부와 트럼프 행정부의 원전 정책 비교

구분	바이든	트럼프
공식 명칭	청정에너지	전략 인프라
정책 언어	탄소중립	안보/전력
지원 방식	세제/보조금	규제 완화/속도
정책 귀결	원전 유지/확대	원전 유지/확대

자료: 국내의 언론, IBK투자증권

빅테크 자본과 주정부·공공전력기관의 제도적 지원 결합

정부 정책과 맞물려,
미 빅테크 기업의
원전 전력 확보 이어져

트럼프 행정부의 원전 중심 전력 정책은 AI 데이터센터 확산 등 대규모 전력 수요 증가에 대응하려는 빅테크 기업들의 장기 원전 전력 계약과 관련 투자로 이어지고 있다. 아마존은 2025년 6월 Talen Energy의 Susquehanna 원전과 2042년까지 약 1.9GW 규모의 장기 전력구매계약(PPA_ Power Purchase Agreement)을 체결했으며, 같은 해 10월에는 X-energy와 SMR 프로젝트 추진 계획을 발표했다. 해당 프로젝트는 초기 4기 SMR(약 320MW)로 시작해 확장 시 최대 12기(약 960MW) 규모로 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

구글과 메타,
원전 전력 구매 계약과
차세대 원자로 투자에
참여 적극적

구글 역시 2025년 10월 NextEra Energy와 Duane Arnold 원전 재가동 이후 생산되는 전력을 25년간 구매하는 계약을 체결했다. 올해 1월에는 메타가 Vistra가 소유한 오하이오 및 펜실베이니아 원전에서 20년간 2.1GW 이상의 전력을 구매하기로 합의했으며, TerraPower의 Natrium 차세대 원자로 개발을 지원하는 협약도 체결했다. 해당 프로젝트는 초기 2기(약 690MW, 2032년 가동 목표)에서 최대 6기(약 2.1GW)까지 단계적으로 확대될 예정이다. 또한 메타는 Oklo와 약 1.2GW 규모의 첨단 원전 캠퍼스 개발 협력을 발표했으며, 해당 프로젝트는 2030년 전후 첫 전력 생산을 목표로 하고 있다.

연방 규제 완화 속,
주정부와 공공전력기관도
원전 확대 지원 움직임

미국 주요 주정부와 공공전력기관 역시 원전 유지 및 확대를 위한 정책적 지원을 본격화하고 있다. 연방 차원의 규제 완화와 인허가 개선 기초가 형성되자 주정부들은 기존 원전의 조기 폐쇄를 방지하고 신규 원전 및 소형모듈원자로(SMR) 도입을 가능하게 하는 제도 정비에 나서고 있으며, 공공전력기관 역시 장기 전력 공급 안정성을 확보하기 위한 원전 활용 전략을 구체화하고 있다.

원전 수명 연장과
신규 원전·SMR 도입을
위한 제도 정비 추진

예를 들어 일리노이주는 기존 원전의 경제성을 보완하기 위해 제로배출 전력 크레딧(ZEC) 지원 정책을 유지하고 있으며, 빅테크 기업과의 장기 전력구매계약을 통해 원전의 수명 연장과 설비 투자 여력을 확보하는 구조를 구축하고 있다. 버지니아주는 SMR을 포함한 신규 원전 투자 비용을 요금 기반 자산으로 회수할 수 있도록 허용하는 법·제도 개선을 추진하고 있으며, 미시간주는 폐쇄된 원전의 재가동 가능성을 검토하고 연방 및 민간 자금과의 연계를 모색하는 등 기존 원전을 전력 안보 자산으로 재편입하려는 움직임을 보이고 있다.

TVA는 민간 기업과 협력해
SMR 실증과 상용화 추진

또한 연방정부 산하 공공전력기관인 TVA(Tennessee Valley Authority)는 민간 기업과의 협력을 통해 SMR 실증 및 상용화를 단계적으로 추진하고 있으며, 공공전력기관이 원전 확대의 실행 주체로 참여하는 새로운 모델을 제시하고 있다.

미국 원전 확대가
민간·주정부·공공기관
전반으로 확산

이처럼 트럼프 행정부의 원전 중심 에너지 정책은 단순한 정책 신호에 그치지 않고, 빅테크 기업의 장기 전력 계약, 주정부의 제도 정비, 공공전력기관의 투자 및 실행 전략으로 빠르게 확산되는 모습이다. 빅테크 기업이 장기 계약을 통해 원전을 선택하고, 주정부와 공공전력기관이 이를 인프라 측면에서 뒷받침하는 구조가 점차 강화될 전망이다.

전력 포트폴리오 재편 과정에서 커지는 원자력의 공간

미국 원전 비중 18%,
주요 원전 국가 대비 낮아

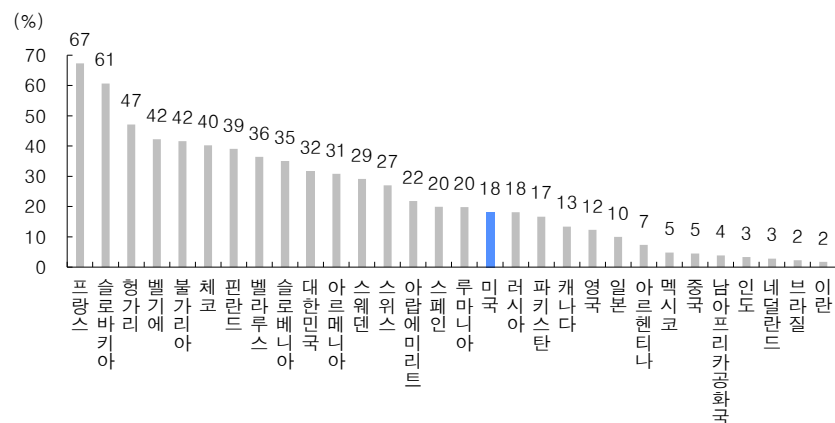
천연가스 중심 전력 믹스
→ 원전 비중 정체

정책 변화·전력 수요 증가
→ 원전 비중 확대 전망

미국의 전체 전력 생산량에서 원자력 발전이 차지하는 비중은 약 18% 수준에 머물러 있다. 이는 프랑스(약 67%)나 우리나라(약 32%)와 비교할 때 상대적으로 낮은 수준이다.

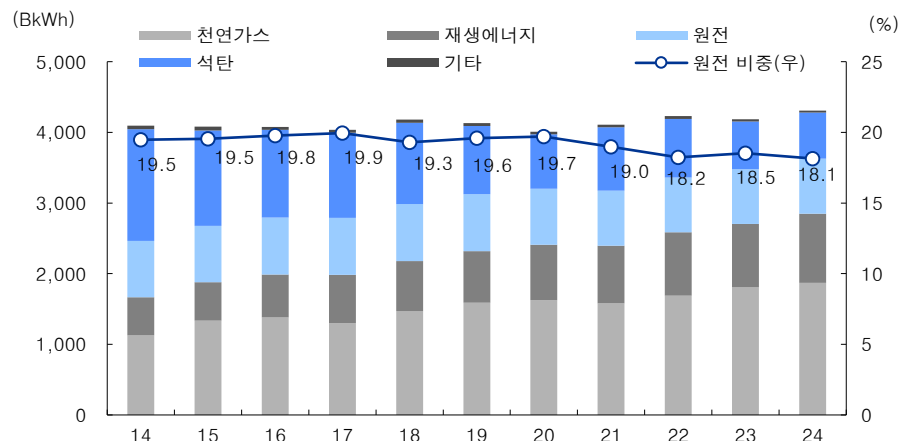
이러한 차이는 미국 전력 믹스의 구조적 특성에서 비롯된다. 미국은 천연가스 발전 비중이 40% 이상으로 높고, 석탄과 재생에너지 역시 상당한 비중을 차지하고 있다. 특히 셰일가스 혁명 이후 저렴한 가스 가격이 유지되면서 가스 발전이 기저 전원 역할까지 확대됐고, 이는 원전 신규 건설의 경제성을 약화시키는 요인으로 작용해 왔다. 동시에 풍력과 태양광 등 재생에너지 투자도 빠르게 증가하면서 다원화된 구조로 발전해 왔다. 이러한 환경 속에서 원자력은 안정적인 기저전원으로서의 역할을 유지했지만, 전력 믹스 내 비중은 상대적으로 낮은 수준에서 정체돼 왔다. 다만 최근 원전 확대 정책과 전력 수요 증가, 에너지 안보 강화 흐름을 고려할 때 향후 미국 전력 믹스 내 원자력 비중은 중장기적으로 점진적인 상승세를 보일 것으로 전망된다.

그림 4. 국가별 총 전력 생산량 대비 원자력 비중



자료: IAEA, IBK투자증권
주: 2026.01.20 기준

그림 5. 미국 총 전력 생산량 대비 원자력 비중



자료: EIA, IBK투자증권

미국 원자력 산업이 직면한 현재의 좌표

운영 경쟁력과 건설 수행력의 괴리

세계 1위 원전 발전국,
그러나 사라진 건설 역량

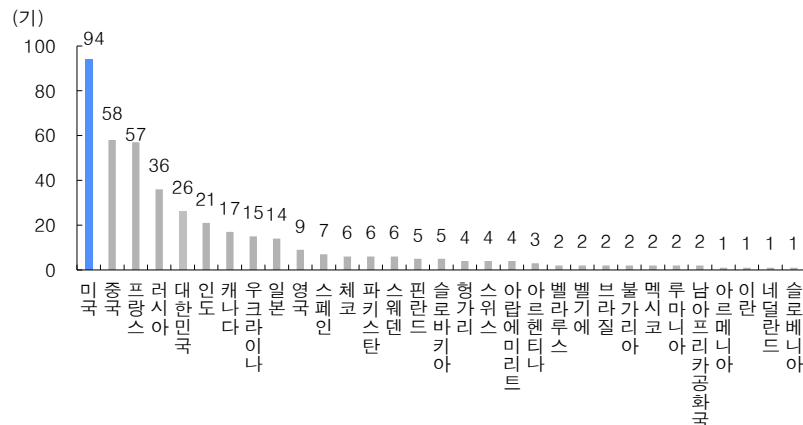
미국 원전의 약 90%가
1990년 이전 건설

1996~2023년 약 27년간
신규 원전 건설 중단

미국은 전력 믹스에서 원자력 비중이 상대적으로 낮지만, 절대 규모 기준으로는 여전히 세계 최대 원전 운영국이다. 2025년 기준 약 93기의 상업용 원자로를 가동 중이며, 연간 원자력 발전량도 약 782TWh로 세계 1위를 유지하고 있다. 이는 2위인 중국의 원전 발전량(약 418TWh)을 크게 상회하는 규모다. 그러나 역설적으로 미국은 신규 원전 건설 역량이 사실상 약화된 국가이기도 하다.

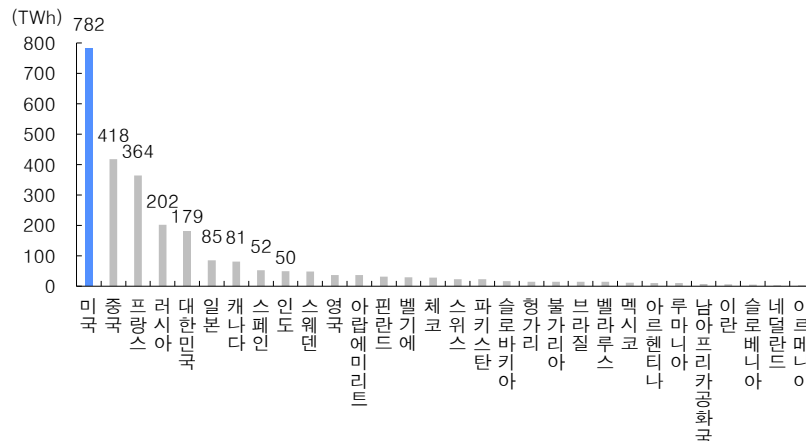
현재 가동 중인 미국 원전의 약 절반은 1970년대에 상업 운전을 시작했으며, 1980년대 설비까지 포함하면 전체의 약 90%가 1990년 이전에 건설됐다. Watts Bar 2호기(1970년대 착공 후 중단됐다가 2016년 완공)를 과거 지연 프로젝트로 제외할 경우, 미국은 1996년 Watts Bar 1호기 완공 이후 2023년 Vogtle 3호기 가동까지 약 27년 동안 신규 원전 건설이 사실상 중단된 상태였다.

그림 6. 국가별 가동 중인 원자로 수



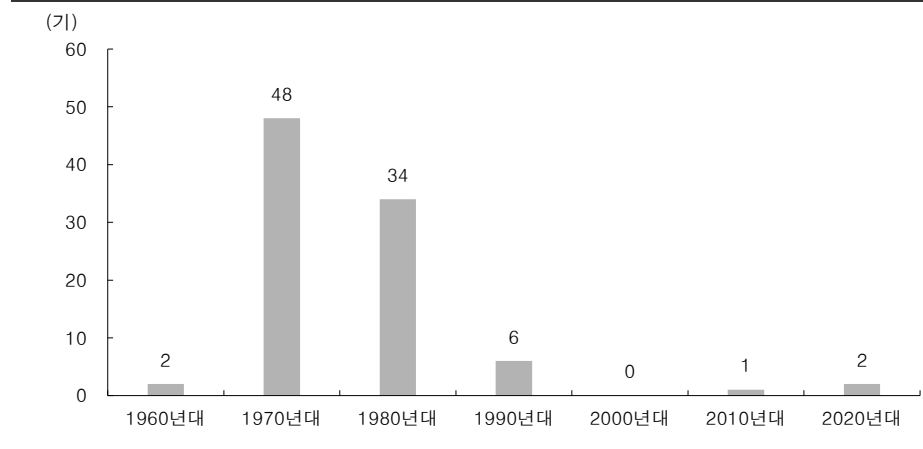
자료: IAEA, IBK투자증권 / 주: 2026.01.20 기준

그림 7. 국가별 원자력 발전량



자료: IAEA, IBK투자증권 / 주: 2026.01.20 기준

그림 8. 미국 원전 상업운전 시작 시기



자료: EIA, NRC reactor database, IBK투자증권

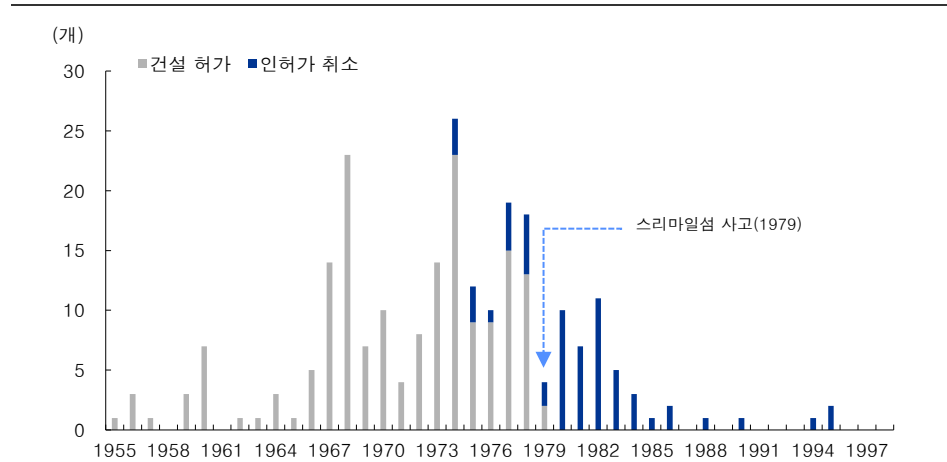
1970~80년대,
오일쇼크와 전력
수요 증가 속에 미국 원전
산업은 빠르게 성장

1970~80년대는 미국 원전 산업의 황금기로 평가된다. 베이비붐 세대의 도시화와 가전 보급 확대, 철강·화학·자동차 등 전력 다소비 산업의 성장으로 전력 수요가 구조적으로 증가했다. 여기에 1973년과 1979년 두 차례 오일쇼크 이후 중동 에너지 의존 리스크가 국가적 문제로 부각되면서 수입 연료에 의존하지 않는 원자력 발전이 전략적 대안으로 주목받기 시작했다. 이 시기 원전은 냉전기 기술 패권 경쟁 속에서 국가 전략 산업으로 육성되며 빠르게 확대됐다.

스리마일섬과 체르노빌
사고 이후 원전 산업
장기 침체

그러나 이러한 흐름은 1979년 스리마일섬 사고를 기점으로 급격히 변화했다. 미국 펜실베이니아주 스리마일섬 원자력 발전소 2호기에서 원자로 노심이 부분적으로 녹아내리는 사고가 발생하며 원전 안전성에 대한 사회적 우려가 크게 확산됐다. 방사능 누출은 제한적이었고 대규모 인명 피해는 없었지만, 원전에 대한 대중의 불신은 크게 증가했다. 이후 1986년 체르노빌 사고까지 더해지면서 신규 원전 인허가는 급격히 감소했고, 반원전 정서가 사회 전반으로 확산되며 미국 원전 산업은 장기간 침체 국면에 들어섰다.

그림 9. 1950~90년대 미국 원전 건설 허가 및 인허가 취소 수



자료: NRC, IBK투자증권

표 3. 세계 3대 원전사고 비교

구분	스리마일섬 사고	체르노빌 사고	후쿠시마 사고
발생연도	1979년	1986년	2011년
국가	미국	소련(현 우크라이나)	일본
사고 원인	기기 고장 + 운전 오류	설계 결함 + 실험 중 폭주	지진/쓰나미로 전원 상실
사고 유형	부분 노심용융	원자로 폭발 + 화재	노심용융 + 수소폭발
방사능 확산	제한적	대규모 (유럽 확산)	중간 수준 (해양 포함)
직접 사망자	없음	다수 발생	직접 사망 거의 없음
주민 대피	일부 권고 수준	수십만 명 강제 이주	약 16만 명 대피
INES 등급	5등급	7등급 (최고)	7등급 (최고)
정책 영향	美 원전 건설 사실상 중단	글로벌 원전 불신 확대	탈원전 정책 확산 (특히 유럽)
역사적 의미	규제 강화 출발점	최악의 원전 재앙	자연재해형 리스크 사례

자료: 국내외 언론, IBK투자증권

주: INES 등급은 IAEA(국제원자력기구)가 원전 사고의 심각도를 0~7단계로 분류한 국제 기준. 3등급 이하는 통상적 원전 운영 중 문제이며, 실질적인 방사능 유출 사고는 일반적으로 5등급 이상으로 분류됨

1980년대 이후 장기 침체가 남긴 공급망 공백

원전 건설 취소가
이어지며 미국 원전
공급망 붕괴

규제 강화와 금융 리스크 확대 속 공사 지연과 비용 초과 사례가 누적되면서 미국의 신규 원전 건설은 사실상 중단됐다. 그 결과 원전 공급망은 단순한 수요 감소를 넘어 산업 생태계 전반의 구조적 붕괴를 겪었다. 실제로 1970년대 후반 이후 전력회사들은 건설 지연과 비용 급증으로 120기 이상의 원전 건설 계획을 취소했으며, 이 과정에서 원전 EPC(설계·조달·시공)와 기자재 기업들의 사업 기반도 빠르게 약화됐다.

설계·기자재 기업
사업 구조 전환

설계 분야에서는 웨스팅하우스와 GE가 신규 원전 시장 축소에 대응해 사업 구조를 재편했다. 특히 웨스팅하우스는 1990년대 이후 서비스와 핵연료 사업 중심으로 전략을 전환했다. 기자재 분야에서는 증기발생기와 원자로 부품 공급을 주도하던 Babcock & Wilcox가 방산·환경 사업 중심으로 포트폴리오를 이동했고, Combustion Engineering은 1990년 ABB에 인수된 이후 미국 원전 시장 위축과 함께 독립적인 원전 공급사로서의 역할이 사실상 종료됐다.

EPC와 중공업 기업들도
시장 축소 속 파산하거나
사업 전환 겪어

EPC 분야에서도 변화가 나타났다. 원전 건설을 주도하던 Stone & Webster는 시장 위축과 프로젝트 손실 누적으로 2000년대 초 파산 절차를 거쳤으며, 이후 원전·엔지니어링 사업은 Shaw Group으로 매각됐다. Bechtel과 Fluor 역시 석유화학과 인프라 중심으로 사업 포트폴리오를 재편했다. 중공업과 단조 산업 역시 타격을 입었다. 원전용 대형 단조품을 생산하던 Bethlehem Steel은 1980~90년대 철강 산업 구조조정 속에서 경쟁력을 잃고 2001년 결국 파산했으며, 미국 내 초대형 원전 단조 역량은 일본과 유럽 업체들로 이전됐다. 그 결과 미국은 원전 핵심 압력용기와 대형 단조품을 자국에서 생산하기 어려운 구조가 형성됐다.

원전 운영 역량은
유지됐으나, 신규 건설
공급망은 크게 약화

결과적으로 미국 원전 산업은 발전소 운영과 유지보수(O&M) 역량은 유지했지만, 신규 건설에 필요한 산업 기반은 장기간 축소되며 공급망 전반이 약화된 구조로 전환됐다. 이러한 산업 기반의 공백은 이후 2000년대 후반 원전 르네상스 논의가 등장했을 때도 실제 건설 재개를 어렵게 만든 구조적 제약 요인으로 작용했다.

표 4. 미국 원전 산업 분야별 공급망 약화 사례

분야	기업	주요 역할	사건 시점	사건 및 변화	결과
설계	Westinghouse	PWR 설계/공급	1990년대 이후	신규 원전 시장 축소, 서비스/연료 중심 전환	설계 비중 축소, O&M 중심 구조로 변화
	GE Nuclear	BWR 설계/공급	1990년대	신규 건설 감소, 사업 구조 재편	Hitachi와 합작(GEH)으로 재편
기자재	Babcock & Wilcox	증기발생기/원자로 부품	1980~90년대	원전 시장 축소	방산/환경사업 중심 전환
	Combustion Engineering	원자로/핵심 부품	1989년	ABB에 인수	독립 원전 공급사 역할 종료
	Foster Wheeler	보일러/발전설비	1990년대	원전 비중 축소	화력/플랜트 중심 구조 전환
EPC	Stone & Webster	원전 EPC	2000년	파산 및 사업 매각	원전 건설 역량 상실
	Bechtel	원전 EPC	1990년대 이후	원전 시장 축소	인프라/석유화학 중심으로 전환
	Fluor	원전 EPC	1990년대 이후	원전 전용 조직 축소	에너지/인프라 중심 재편
중공업	Bethlehem Steel	대형 단조/압력용기 소재	2001년	철강 구조조정, 원전 시장 축소로 파산	미국 내 초대형 단조 역량 약화
철강 단조	U.S. Steel 일부 라인	특수강/원전 소재	1980~90년대	고부가 철강 축소	원전용 소재 생산 감소
	미국 단조 산업 전반	압력용기 단조	1990년대	원전 수요 붕괴	일본/유럽 의존 구조 형성

자료: 각 사, 국내의 언론, IBK투자증권

주: PWR은 가압경수로 방식으로, 고압의 물을 냉각제로 사용하며 세계에서 가장 널리 쓰이는 설계 유형. BWR은 비등수형 원자로로, 원자로 내부에서 물을 직접 끓여 발생한 증기로 터빈을 구동하는 설계 방식. 참고로 우리나라는 미 웨스팅하우스 기술 도입 이후 원전 표준을 PWR(가압경수로)로 확립함

2010년대 프로젝트가 드러낸 시공 수행능력의 한계

건설 공백은 산업 전반의
기반 붕괴를 야기

1980년대 이후 미국 원전 산업이 직면한 문제는 단순히 신규 발주 중단에 그치지 않았다. 장기간의 건설 공백은 설계, 기자재 공급, 시공, 품질관리 및 프로젝트 통합관리 역량 등 산업 전반의 인적·물적 기반을 와해시켰다.

Vogtle 3·4, 美 원전의
희망이 아닌 처참한
현실을 보여주다

이러한 구조적 취약성이 극명하게 드러난 사례가 바로 Vogtle 3·4호기 프로젝트다. 약 30년 만에 재개된 이 대형 원전 사업은 미국 원전 산업의 재기 가능성을 타진하는 시험대였으나, 결과적으로 처참한 성적표를 남겼다.

역량 부족
⇒ 사업비 2배, 7년의
계획 지연

2010년 착공 당시 140억 달러로 추정됐던 사업비는 최종적으로 300억 달러를 넘어섰고, 상업 운전은 계획보다 7년 이상 지연됐다. 이는 개별 현장의 실수를 넘어 미국 원전 건설 시스템 전반의 실행력이 마비되었음을 시사한다.

Vogtle 3/4 실패 원인①
: 무리한 공사 강행

언론 보도와 미국 정부 자료를 종합하면, 실패의 원인은 크게 세 가지로 요약된다. 첫째, 미확정 설계 상태에서의 무리한 공사 강행이다. 설계 변경이 반복되면서 AP1000 노형의 핵심인 모듈화 공법이 무용지물이 됐다. 공장에서 제작해 현장 조립만 하면 되던 모듈은 품질 결함으로 인해 현장에서 재가공해야 했고, 이는 오히려 공기와 비용을 늘리는 악재가 됐다.

표 5. Vogtle 3/4호기 프로젝트 주요 타임라인

연도	단계	주요 사건
2009년	인허가/착공	NRC 건설/운영허가 승인, Vogtle 3/4호기 착공
2010년	계약	웨스팅하우스-Shaw Group EPC 계약 체결
2012년	설계/준비	설계 변경 진행, 기초 공사 수행
2013년	본격 건설	원자로 건물 등 주요 구조물 시공 시작
2014~16년	공정 지연	모듈 제작 품질 문제 및 공급 지연 발생
2017년	구조 변화	웨스팅하우스 파산 신청
2018년	사업 재편	발주사 중심 구조로 프로젝트 재구성
2019~21년	비용 증가	추가 투자 승인 및 사업비 증가
2023년	완공	Vogtle 3호기 상업운전 시작
2024년		Vogtle 4호기 상업운전 시작

자료: 해외언론, IBK투자증권

Vogtle 3/4 실패 원인②
: 부족한 통제 체계

둘째, 현장 관리와 품질 통제 체계가 구조적으로 흔들렸다. 철근 설치 오류, 콘크리트 타설 규격 위반, 전기 배선 기준 미준수, 용접 공정 변형 등 기본적인 시공 관리 실패가 공정 전반에 걸쳐 반복적으로 누적됐다. 이는 설계, 조달, 시공, 검증 등 전 건설 단계가 유기적으로 통합되지 못한 결과로 판단한다.

Vogtle 3/4 실패 원인③
: 적절하지 못한 의사결정

셋째, 최고경영진 차원의 의사결정도 적절하게 이뤄지지 못했다. 핵심 모듈 제작을 원전 경험이 부족한 하도급사에 맡겼고, 그 결과 현장에서는 작업 충돌과 유휴 인력이 상시적으로 발생하며, 프로젝트 실패의 직접적인 배경이 됐다.

미국의 기술뿐만 아니라
체계 악화를 노출

Vogtle 사례가 보여준 것은 AP1000 노형 자체의 기술적 완성도와 별개로, 이를 실제 현장에서 안정적으로 구현할 조직과 공급망, 그리고 통합 관리 체계가 이미 악화돼 있었다는 점이 핵심이다.

구조적 공백은
단기 이슈가 아닌
반복적으로 직면할 문제

이러한 점에서 Vogtle 3·4호기는 미국 원전 산업의 구조적 공백이 현실에서 어떻게 비용 초과와 공기 지연으로 연결되는지를 보여준 상징적 사례라고 볼 수 있다. 더 중요한 점은 이 문제가 특정 프로젝트의 일회성 실패에 그치지 않고, 향후 원전 확대 정책을 추진하는 과정에서 반복적으로 직면할 수 있는 문제점이라 판단한다.

그림 10. Vogtle 건설 프로젝트 검증 보고서 – 공정 관리 부실

- Q. PLEASE PROVIDE ANOTHER EXAMPLE OF MANAGEMENT'S FAILURES.
- A. Management never had a complete and integrated (comprehensive) schedule with realistic assumptions consistent with management's ability to actually perform or execute to that schedule. An aspirational, unachievable schedule is not a functional schedule. A complete and integrated schedule is the cornerstone management tool and the basis of an accurate cost estimate. This management failure should be taken into account when the Company requests cost recovery.

자료: 조지아 공공 서비스 위원회, IBK투자증권

그림 11. VCM(Vogtle 건설 프로젝트 검증) 보고서 – PM 부실

The Company's management failed to properly plan and execute this Project, which has resulted in escalating cost overruns and repeated COD delays. The Company's management is responsible for the execution of the Project, including maintaining a realistic comprehensive integrated schedule, the engineering, fabrication and procurement of components, construction, commissioning and start-up. These responsibilities belong exclusively to the Company's management, not to the Commission and not to the Company's customers.

자료: 조지아 공공 서비스 위원회, IBK투자증권

대규모 증설 국면의 제약과 동맹국 활용의 필연성

자력만으로는 감당하기 어려운 신규 건설 사이클

2030년까지 10기 원전
착공 목표에도
실행 주체가 부재

미국의 원전 확대 의지는 그 어느 때보다 확고하다. AI 데이터센터 확산에 따른 전력 수요 폭증, 제조업 리쇼어링, 에너지 안보 강화라는 삼박자가 맞물리며 2030년까지 10기의 원전 설비를 착공하겠다는 구체적인 목표가 설정됐다. 문제는 건설 프로그램 계획 증가 속도와 달리, 이를 실행할 EPC 기반이 과거와 같지 않다는 점이다.

수행 가능 EPC는 다른
프로젝트 병행하며 병목
현상 발생 우려

현재 미국 내에서 대형 원전 EPC를 수행할 수 있는 기업은 사실상 Bechtel과 Fluor 정도로 압축된다. 그러나 이들 역시 원전만 전담하는 것이 아니라 LNG, 인프라, 에너지 전환 프로젝트를 동시에 수행하고 있다. 향후 미국 내 원전 건설이 본격화될 경우, 제한된 수행 주체에 수요가 집중되면서 실행 역량과 재무적 역력의 병목 현상이 발생할 가능성이 매우 높다고 판단한다.

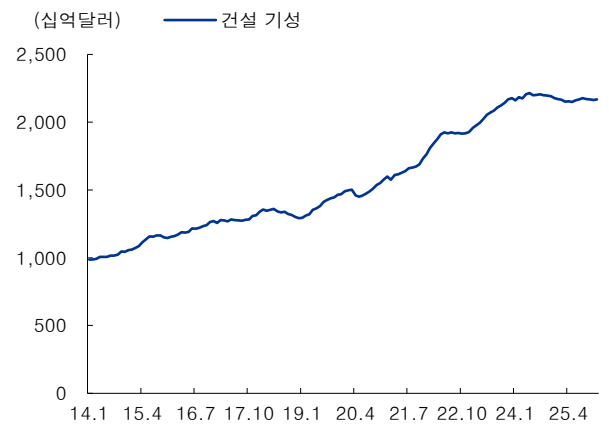
국외 EPC 파트너 선정엔
세가지 요건을 충족 필요

결국 미국이 원전 건설 계획을 현실화하기 위해서는 국외 EPC 파트너와의 협력이 필수적인 선택지가 되었다고 판단한다. 현재, 미국이 요구 중인 파트너의 조건은 세 가지로 정리된다. 국가 안보와 직결되는 전략 인프라인 만큼 동맹 기반의 정치·외교적 신뢰가 최우선이며, 최근 10~15년 내에 대형 원전을 설계하고 완공까지 이끌어본 구체적인 실무 레퍼런스가 뒷받침되어야 한다.

핵심 동맹국 사업자와
협업으로 구조 재편

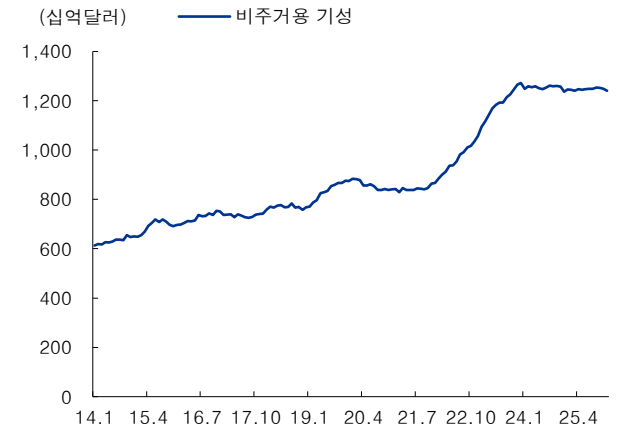
더불어 수조원 단위의 원가 변동성과 공기 지연 리스크를 감내할 수 있는 강력한 재무 체력도 핵심 요건이다. 대형 원전은 사업 기간이 길고 변수가 많아 단순한 시공 능력을 넘어선 손실 흡수 능력이 필수적이기 때문이다. 결론적으로 미국의 원전 확대 정책은 자국 내 한정된 자원을 넘어, 이러한 조건들을 충족하는 한국 등 핵심 동맹국의 검증된 사업자들과 손을 잡는 구조로 재편될 수밖에 없다고 판단한다.

그림 12. 미국 건설 기성액 월별 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 미국 비주거용 기성액 월별 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

왜 동맹국이어야 하는가, 왜 EPC조차 예외가 아닌가

미국 파트너의 조건①
: 강력한 정치·외교 신뢰

미국 원전 산업에서 파트너 선정의 최우선 기준은 무엇보다 강력한 정치·외교적 신뢰가 요구된다. 미국은 원전의 설계부터 운영, 연료 공급 및 규제 대응에 이르기까지 전 단계를 장기적인 안보 자산으로 관리하며, 이 과정에서 발생할 수 있는 기술 유출이나 운영 리스크를 원천적으로 통제하고자 한다.

NRC FOCD 조항에서
힌트를 얻다

이러한 기조를 상징하는 장치가 미국 원자력규제위원회(NRC)의 외국인 소유·통제·지배 조항인 FOCD(외국인 소유 조항, Foreign Ownership, Control or Domination) 기준이다. 비록 이 규정은 운영 허가를 받는 사업주를 직접적인 규제 대상으로 하지만, 실무적으로는 EPC 선정에도 강한 간접 제약으로 작동한다고 보는 것이 타당하다.

NRC 심사 통과를 위해
美 안보 침해 우려를
해소해야 함

사업주가 NRC로부터 운영 허가를 승인받기 위해서는 프로젝트에 참여하는 주요 파트너들이 미국의 안보 이익을 침해하지 않는다는 점을 증명해야 하기 때문이다. 만약 적대국 기업이 EPC를 맡아 설계 정보에 접근하거나 공급망을 장악할 경우, 사업주는 FOCD 심사 과정에서 실질적 통제권 침해 우려를 해소하기 매우 어려워진다.

핵심 우호국 대상 투자
유도는 이미 시작

이에 따라 미국은 한국과 일본 등 핵심 우호국에 대해서는 매우 전향적인 태도로 자본 및 기술 참여를 유도하고 있다. 최근 미국 정부는 한·일 양국으로부터 확보한 투자 협력을 바탕으로 자국 내 신규 원전 건설의 물꼬를 트고 있다.

日: SMR 등 투자 논의
韓: 美 원전 투자 구체화

일본은 미·일 동맹의 연장선에서 SMR 건설 등에 대규모 투자 패키지를 논의 중이며, 한국 역시 미국 원전 사업에 대한 지분 투자와 건설 참여를 구체화하고 있다. 이는 적대국 기업을 배제했을 때 발생하는 공급망의 빈자리를 믿을 수 있는 동맹국으로 채워 넣어, 프로젝트의 인허가 리스크를 사전에 차단하고 에너지 안보를 강화하려는 포석이다.

동맹국과 End-to-end
협력으로 장기 불확실성
최소화

결국 이러한 흐름의 본질은 통제 가능한 동맹국의 자본과 검증된 EPC 역량을 하나로 묶어 에너지 안보 공동체를 형성하는 데 있다. 발주 단계부터 이해관계를 공유하고 시공과 유지보수 체계까지 동맹국 중심으로 결속하는 것은 장기적인 원전 운영 과정에서 발생할 수 있는 불확실성을 최소화하려는 전략적 선택이라 판단한다.

그림 14. 한국, 미국 원자력 발전 프로젝트 투자 논의 중

South Korea in talks to invest in nuclear power project in US

By Hyunjoo Jin

March 9, 2026 6:31 PM GMT+9 · Updated 22 hours ago



자료: Reuters, IBK투자증권

그림 16. NRC FOCD 조항

(d) Limitations

No license under this section may be given to any person for activities which are not under or within the jurisdiction of the United States, except for the export of production or utilization facilities under terms of an agreement for cooperation arranged pursuant to section 2153 of this title, or except under the provisions of section 2139 of this title. **No license may be issued to an alien or any any corporation or other entity if the Commission knows or has reason to believe it is owned, controlled, or dominated by an alien, a foreign corporation, or a foreign government.** In any event, no license may be issued to any person within the United States if, in the opinion of the Commission, the issuance of a license to such person would be inimical to the common defense and security or to the health and safety of the public.

(f) ¹ Accident notification condition; license revocation; license amendment to include condition

Each license issued for a utilization facility under this section or section 2134(b) of this title shall require as a condition thereof that in case of any accident which could result in an unplanned release of quantities of fission products in excess of allowable limits for normal operation established by the Commission, the licensee shall immediately so notify the Commission. Violation of the condition prescribed by this subsection may, in the Commission's discretion, constitute grounds for license revocation. In accordance with section 2237 of this title, the Commission shall promptly amend each license for a utilization facility issued under this

자료: 미국 에너지부, IBK투자증권

그림 18. 핵심 기반 시설 보안 및 복원력

7) The Nuclear Regulatory Commission (NRC) is to oversee its licensees'

protection of commercial nuclear power reactors and non-power nuclear reactors used for research, testing, and training; nuclear materials in medical, industrial, and academic settings, and facilities that fabricate nuclear fuel; and the transportation, storage, and disposal of nuclear materials and waste. The NRC is to collaborate, to the extent possible, with DHS, DOJ, the Department of Energy, the Environmental Protection Agency, and other Federal departments and agencies, as appropriate, on strengthening critical infrastructure security and resilience.

자료: 백악관, IBK투자증권

그림 15. 미-일, 원자력 발전 프로젝트에 공동 자본 투자

Exclusive: Japan, US aim to add nuclear power project to \$550 billion investment package, sources say

By Tamiyuki Kihara and Makiko Yamazaki

March 4, 2026 5:17 PM GMT+9 · Updated March 5, 2026



자료: Reuters, IBK투자증권

그림 17. NRC Reg 10, PART 73 – Subject G

Subject G—Access Authorization and Access Control Requirements for the Physical Protection of Special Nuclear Material

73.56 Personnel access authorization requirements for nuclear power plants.

73.57 Requirements for criminal history records checks of individuals granted unescorted access to a nuclear power facility, a non-power reactor, or access to Safeguards information.

73.58 Safety/security interface requirements for nuclear power reactors.

73.59 Relief from fingerprinting, identification and criminal history records checks and other elements of background checks for designated categories of individuals.

73.60 Additional requirements for physical protection at nonpower reactors.

73.61 Relief from fingerprinting and criminal history records check for designated categories of individuals permitted unescorted access to certain radioactive materials or other property.

73.62 Licensee fixed site and in-transit requirements for the physical protection of special nuclear material of moderate and low strategic significance.

자료: NRC, IBK투자증권

그림 19. 미국 대규모 전력 시스템 보안 강화 (행정명령 13920)

Section 1 . Prohibitions and Implementation. (a) The following actions are prohibited: any acquisition, importation, transfer, or installation of any bulk-power system electric equipment (transaction) by any person, or with respect to any property, subject to the jurisdiction of the United States, where the transaction involves any property in which any foreign country or a national thereof has any interest (including through an interest in a contract for the provision of the equipment), where the transaction was initiated after the date of this order, and where the Secretary of Energy (Secretary), in coordination with the Director of the Office of Management and Budget and in consultation with the Secretary of Defense, the Secretary of Homeland Security, the Director of National Intelligence, and, as appropriate, the heads of other executive departments and agencies (agencies), has determined that:

(1) printed page 26596)

(1) the transaction involves bulk-power system electric equipment designed, developed, manufactured, or supplied, by persons owned by, controlled by, or subject to the jurisdiction or direction of a foreign adversary; and

자료: 미국 에너지부, IBK투자증권

관건은 최근 대형 프로젝트 준공 실적이다

장기 프로젝트서
일정 통제는 비용 관리로
이어짐

원전 건설은 착공부터 전력망 연결까지 통상 9~10년이 소요되는 초장기 프로젝트다. 이처럼 호흡이 긴 산업에서는 건설 원가 그 자체만큼이나 공기 통제력이 사업성의 핵심 변수로 작용한다. 공기 지연은 곧 금융비용의 기하급수적인 증가로 직결되고, 이는 최종 사업 수익성을 훼손하는 가장 직접적인 경로가 되기 때문이다.

금융비용은 프로젝트에서
중요한 변수

이 구조는 건설비의 개념을 세분화하여 살펴보면 더욱 명확하다. 원전 건설비를 논할 때 대표적으로 사용하는 지표는 OCC(순수 건설 비용, Overnight Construction Cost)와 IDC(건설 기간 중 이자, Interest During Construction)다. OCC는 EPC 비용뿐 아니라 부지 준비, 프로젝트 관리, 시운전 등을 포함하는 순수 건설비 개념으로, 건설 기간 중 발생하는 금융비용은 제외한다. 반면 IDC는 건설 기간 동안 발생하는 금융비용으로, 공기 지연의 영향을 가장 정면에서 받는 항목이다.

공사 기간에 따라
건설비용 중 금융비용이
최대 54%까지 증가

관련 연구에 따르면 OCC는 원전 발전 비용 구조에서 약 55%를 차지하는 최대 항목이지만, 건설 기간이 늘어날수록 IDC의 비중이 급격히 확대된다. IDC는 평균적으로 총 건설비의 약 46% 수준까지 늘어날 수 있으며, 자본 비용과 공사 기간에 따라 최소 12%에서 최대 54%까지 증가한다. (Lovering, J., Yip, A., Nordhaus, T. (2016), *Historical construction costs of global nuclear power reactors, Energy Policy 91, 371-382.*) 즉, 공기가 길어질수록 사업자가 짊어져야 할 금융 부담이 건설 비용의 절반을 상회하게 되는 구조다.

대규모 투자인 만큼 공기
지연에 따른 부담 증가

특히 원전 한 기당 투자 규모가 통상 80억 달러에서 140억 달러에 달한다는 점을 감안하면 리스크는 더욱 커진다. 공기가 단 1~2년만 지연되어도 금융비와 간접비가 천문학적으로 증가해 프로젝트의 경제적 타당성 자체가 무너질 수밖에 없기 때문이다. 이 때문에 원전 프로젝트에서 공기 통제는 전체 사업의 수익성을 방어하는 가장 핵심적인 생존 기능으로 간주된다.

표 6. 국가별 신규 원전 건설 비용

국가	기술	Net capacity (MWe)	Overnight costs (USD/kWe)	Investment costs (USD/kWe)		
				3%	7%	10%
프랑스	EPR	1,650	4,013	4,459	5,132	5,705
일본	ALWR	1,152	3,963	4,402	5,068	5,633
한국	ALWR	1,377	2,157	2,396	2,759	3,066
러시아	VVER	1,122	2,271	2,523	2,904	3,228
슬로바키아	Other Nuclear	1,004	6,920	7,688	8,850	9,837
미국	LWR	1,100	4,250	4,721	5,435	6,041
비-OECD 국가들						
중국	LWR	950	2,500	2,777	3,197	3,554
인도	LWR	950	2,778	3,086	3,552	3,949

자료: IEA, IBK투자증권

과거 레퍼런스보다 최근 수행 경험이 더욱 중요한 원전 EPC

따라서 과거의 화려한 이력보다 최근의 수행 경험이 중요하다. 원전 EPC는 동일 노형을 반복 건설하며 숙련도를 유지해야 하는 분야로, 최근 10~15년 내 완공 경험은 유효한 실행 역량을 증명가능한 유일한 지표다. 이 관점에서 각 국가별 비용 추이를 숫자로 대조해 보면 실행 역량의 차이가 극명히 드러난다.

미국: 선도자의 이점을 잃은 비용 폭등의 전형

상업 원전 확대 후 오히려 증가한 건설비

미국은 원전 상업화가 진행될수록 비용이 급상승하는 역학습의 길을 걸었다. 1954~1968년 초기 실증로 단계에서는 건설비가 연평균 약 14%씩 하락하며 하락률 81%를 기록하기도 했으나, 1967년 이후 상업 원전 확대 국면에서는 상황이 반전되었다.

규제·설계 변경으로 건설비, 공기 2배 이상 증가

규제 강화와 설계 변경이 맞물리며 비용이 폭등했고, 특히 스리마일 사고 이후 완공된 원전은 사고 이전보다 건설비가 2.8배, 공기는 2.2배나 늘어났다. 최근의 Vogtle 프로젝트 역시 kW당 건설비가 약 15달러에 달하며 미국 내 실행 역량 공백을 여실히 드러냈다.

프랑스: 관리의 안정성은 확보했으나 하락에는 실패

표준화와 수직 통합이 비용 폭등은 막으나 운영 역량도 함께 필요

프랑스는 1971~1991년 사이 59기의 경수로를 건설하며 비용 상승폭을 연평균 2~4% 수준(kW당 1,000유로에서 1,500~2,000유로 상승)으로 억제했다. 이는 미국과 같은 급격한 비용 폭등을 피한 상대적 안정 사례로 꼽히며, 수직 통합 구조와 노형 표준화의 유효성을 보여준다.

하지만 프랑스조차 장기적인 비용 하락까지는 실현하지 못했다. 이는 반복 건설이 비용 폭등을 막는 방패는 될 수 있어도, 지속적인 생산성 개선으로 연결하는 것은 또 다른 차원의 운영 역량임을 시사한다.

한국: 연속 건설로 실현한 비용 하락

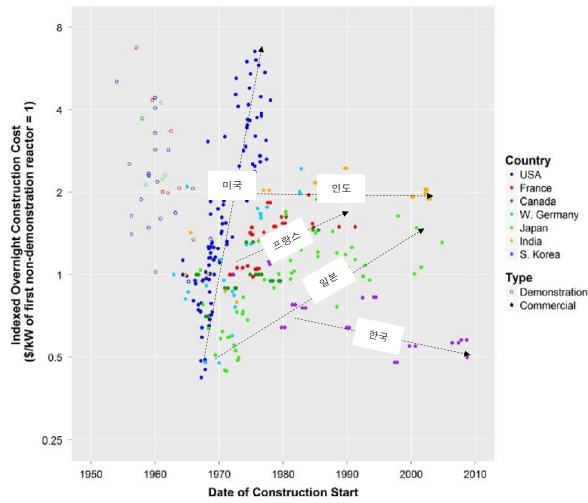
한국은 표준화 및 규제 체계로 비용 하락

한국은 전 세계에서 원전 건설 비용을 장기적으로 하락시킨 독보적인 사례다. 1970년대 해외 기술 도입기(9기 구간)에도 건설비를 약 25% 하락시켰으며, 1989년 국산화 노형인 OPR-1000을 중심으로 19기를 연속 건설하는 과정에서 비용을 추가로 13% 더 낮췄다. 결과적으로 원전 건설 역사 전반에서 비용을 약 50% 절감하는 성과를 거뒀다. 이는 표준화된 설계와 안정적인 규제 체계가 결합될 때 반복 건설을 통한 학습 효과가 실제 비용 하락으로 이어짐을 증명한다.

미국 파트너의 조건② : 과거의 영광이 아닌 현재 능력

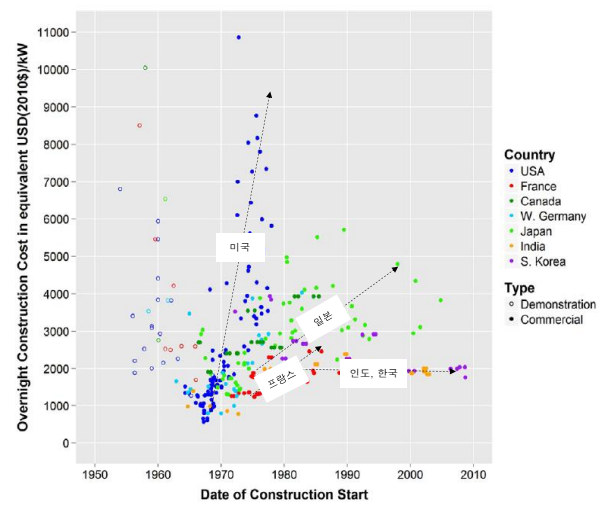
결국 미국이 필요한 것 역시 과거의 명성이 아닌 현재의 실행 능력이며, 이 엄격한 기준을 통과할 수 있는 후보군은 생각보다 훨씬 좁게 압축된다. 전 세계에서 유일하게 원전 건설의 학습 곡선을 하향 안정화시킨 한국의 EPC 역량이 글로벌 시장에서 독보적인 가치를 인정받는 이유다.

그림 20. 국가별 원전 건설비용(OCC)의 시간에 따른 추세 비교



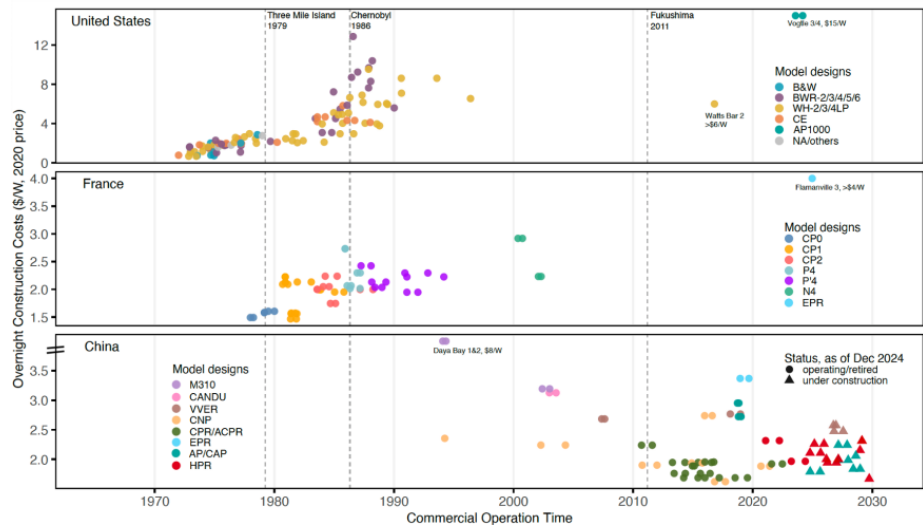
자료: Lovering, J., Yip, A., Nordhaus, T. (2016), Historical construction costs of global nuclear power reactors, Energy Policy 91, 371-382., IBK투자증권
 주1: 각 국가의 첫 상업용 원자로 건설비용을 기준으로 지수화
 주2: Overnight Construction Cost (OCC) = 금융비용 제외 순수 건설비

그림 21. 전 세계 원자력 발전소의 순수 건설비용(OCC)



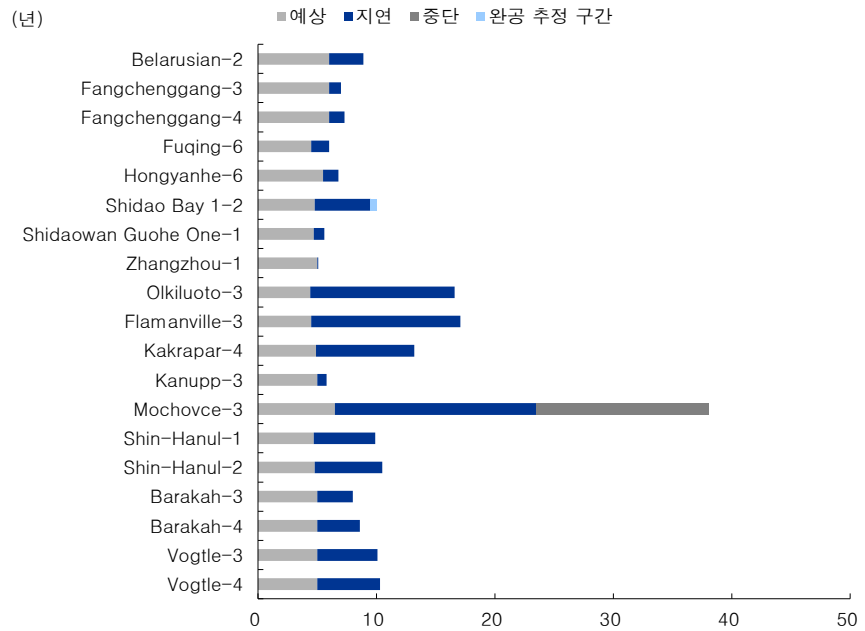
자료: Lovering, J., Yip, A., Nordhaus, T. (2016), Historical construction costs of global nuclear power reactors, Energy Policy 91, 371-382., IBK투자증권
 주1: 비용은 각 국가의 GDP 디플레이터를 이용해 물가를 보정
 주2: 2010년 시장 환율 기준으로 달러로 변환

그림 22. 국가별 원전 모델과 시기에 따른 건설비용(OCC) 추이



자료: Liu, Shangwei, Gang He, Minghao Qiu, and Daniel M. Kammen (2025), Can China break the 'cost curse' of nuclear power?, Harvard University / City University of New York / Stony Brook University / Johns Hopkins University, July 28, 2025., IBK투자증권

그림 23. 주요 원전 프로젝트 예상 공사기간 및 실제 기간 비교



자료: EIA, NRC reactor database, IBK투자증권

표 7. 2015-2024 상업운전 원전 (중국, 러시아 제외)

국가	원전 / 호기	노형	EPC 주관사	공기(년)
미국	Watts Bar 2	WH 4LP	Bechtel	43
미국	Vogtle 3	AP1000	Bechtel	11
미국	Vogtle 4	AP1000	Bechtel	12
인도	Kudankulam 2	VVER-1000	NPCIL	15
인도	Kakrapar 3	PHWR-700	NPCIL	12
인도	Kakrapar 4	PHWR-700	NPCIL	14
파키스탄	Kanupp 2	ACP-1000	CNNC	6
파키스탄	Kanupp 3	ACP-1000	CNNC	6
파키스탄	Chasnupp 3	CNP-300	CNNC	5
파키스탄	Chasnupp 4	CNP-300	CNNC	6
슬로바키아	Mochovce 3	VVER V-213(400MW)	Slovenské elektrárne	36
핀란드	Olkiluoto 3	EPR-1600	Areva Consortium	18
프랑스	Flamanville 3	EPR-1600	EDF + Bouygues	17
한국	새울 1	APR1400	현대건설	8
한국	새울 2	APR1400	현대건설	9
한국	신한울 1	APR1400	현대건설	10
한국	신한울 2	APR1400	현대건설	11
UAE	바라카 1	APR1400	현대건설	8
UAE	바라카 2	APR1400	현대건설	8
UAE	바라카 3	APR1400	현대건설	8
UAE	바라카 4	APR1400	현대건설	9
벨라루스	Belarusian 1	VVER V-491(1100MW)	Atomstroyexport	7
벨라루스	Belarusian 2	VVER V-491(1100MW)	Atomstroyexport	9

자료: IAEA PRIS, 해외언론, IBK투자증권

주1: 공사기간은 착공 후, 전력 그리드 망 첫번째 연결 시점

주2: 음영표시는 공기초과

메가프로젝트를 버티는 힘, 결국 재무체력이다

미국 파트너의 조건③
: 변수에도 무너지지 않을
재무상태

대형 원전 EPC 경쟁력의 마지막 퍼즐은 재무적 체력에 있다. 예상치 못한 원가 상승과 공기 지연이라는 거대한 변수가 발생했을 때, 이를 흡수하며 프로젝트를 끝까지 완수할 수 있는 리스크를 짊어져야 할 고도의 재무 게임이기 때문이다.

갑작스러운 원자재 가격
변화는 원가 계획을
초기화시킬 수 있음

글로벌 EPC 업계는 코로나19 팬데믹을 거치며 장기 LSTK(확정총액 일괄계약 계약, Lump Sum Turn-Key) 계약의 위험을 다시 한 번 확인했다. 두바이유 가격은 2020년 4월 배럴당 23.3달러까지 하락했다가 2022년 6월 115.7달러까지 397.3% 급등했고, 철광석 가격도 2020년 4월 톤당 83.5달러에서 2021년 7월 215.6달러까지 158.2% 상승했다. 이러한 원가 환경의 격변은 입찰 시점에 가정한 모든 수익성 모델을 순식간에 무너뜨릴 수 있는 파괴력을 지닌다.

입찰 경쟁을 위해서는
재무체력이 전제되어야 함

결국 최근의 대형 원전 수주 시장은 단순히 낮은 가격을 제시하는 경쟁이 아니라, 원가 변동과 일정 지연을 견딜 수 있는 재무 완충력을 가진 기업만이 생존할 수 있는 영역으로 재편되고 있다. 초장기 프로젝트에서 발생하는 수천억원 단위의 추가 비용을 자본으로 흡수하지 못하는 기업은 중도에 프로젝트를 포기하거나 파산할 위험이 크기 때문이다.

Bechtel: 빠르게 성장하는
매출과 수주잔고 기반으로
재무 여력 확보

이러한 기준에서 볼 때, 미국 EPC 기업 중에서는 Bechtel이 가장 유력한 후보로 꼽힌다. Bechtel의 매출은 2019년 218억 달러에서 2024년 230억 달러로 견고하게 유지되었으며, 같은 기간 수주잔고는 383억 달러에서 582억 달러로 52.0%나 급증했다. 비상장사인 탓에 세부 구조는 확인하기 어려우나, 외형 성장과 백로그의 확대는 대형 프로젝트를 추가로 감당할 충분한 재무적 여력이 있음을 시사한다.

Fluor: 자본은 확대됐으나
위험회피 성향 보유

반면 Fluor는 재무 수치상으로는 자기자본이 2019년 15.8억 달러에서 2025년 32.8억 달러로 106.9% 증가했음에도 불구하고 리스크 수용 성향이 크게 보수화되었다. 코로나 이후 LSTK 방식에 대한 공격적인 투자를 축소하고, 신규 수주의 상당 부분을 실비정산형(Cost-plus) 중심으로 전환하였기 때문이다.

McDermott: 자본잠식
상태로 후보군 배제 유력

McDermott은 재무적 한계로 인해 배제될 가능성이 높은 사례다. 과거 CB&I 인수 과정에서 발생한 대규모 손실로 2020년 Chapter 11(파산 보호)을 신청했던 이 회사는 2024년 기준 자본총계가 -6.2억 달러로 여전히 자본잠식 상태에 머물러 있다. 대형·장기 프로젝트에서 가장 중요한 손실 흡수 능력이 부재한 상태에서는 원전과 같은 고위험 사업의 후보군으로 이름을 올리기 어렵다고 판단한다.

그림 24. 두바이유 가격 추이

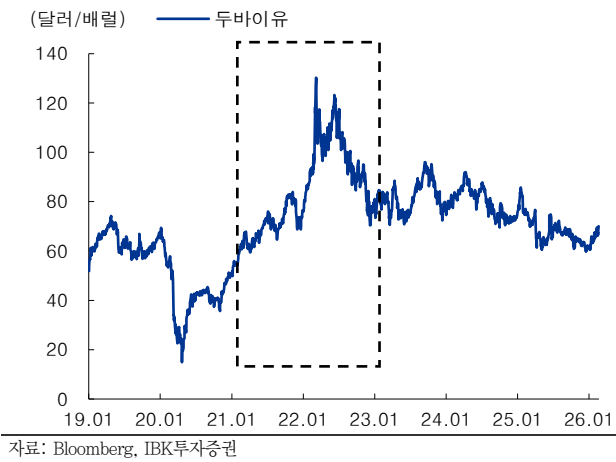


그림 25. 철광석 가격 추이

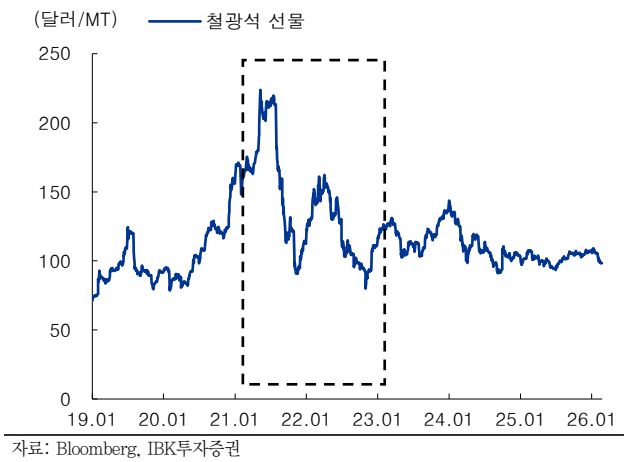


그림 26. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 매출액 추이

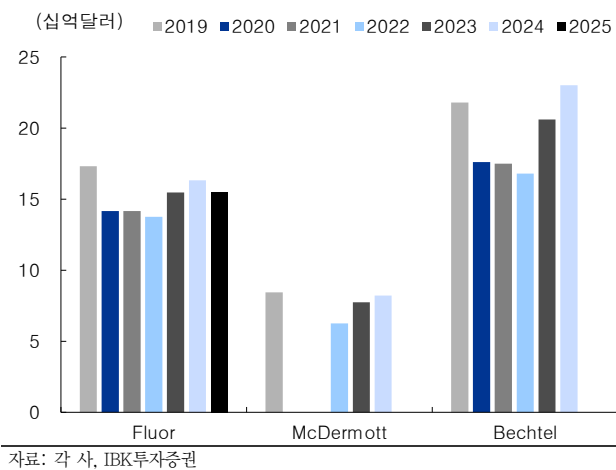


그림 27. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 영업이익 추이

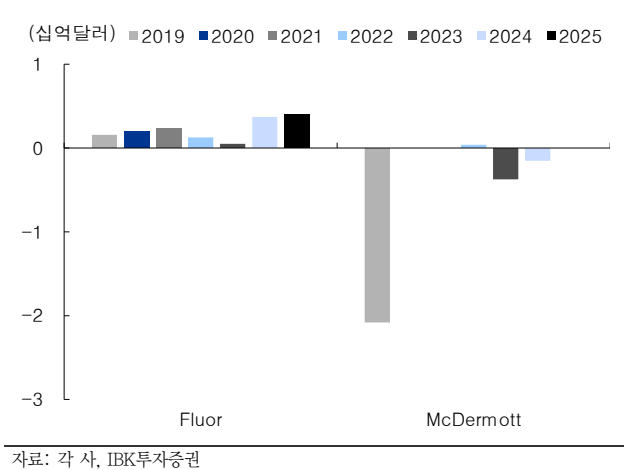


그림 28. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 자본 총계 추이

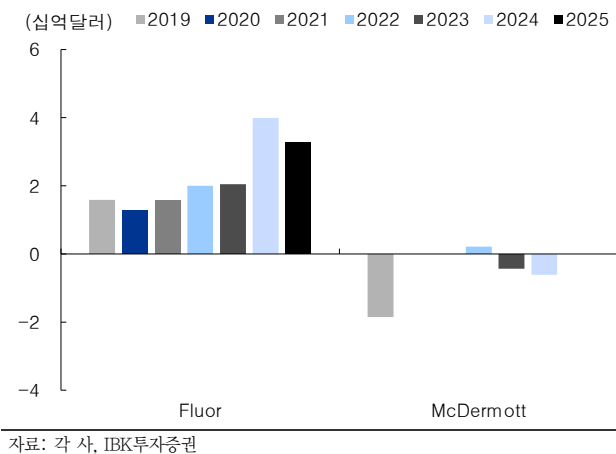
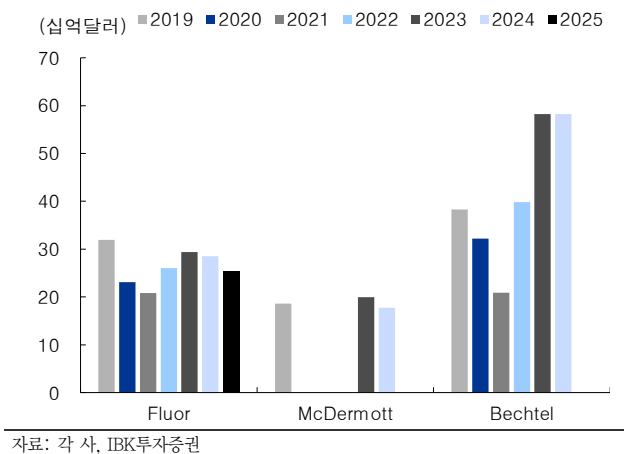


그림 29. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 수주잔고 추이



현대건설
: 외형 성장+더 좋아지는
건전성

이와 대조적으로 국내 EPC 3사는 외형 성장과 재무 건전성 강화를 동시에 달성하며 원전 사업을 버틸 수 있는 체급을 완성했다. 현대건설(현엔 제외)은 매출이 2019년 10.0조원에서 2025년 16.5조원으로 64.8% 성장했고, 수주잔고(현엔 제외)는 105.0% 급증한 69.7조원을 기록했다. 자본총계(별도) 역시 7.1조원으로 24.3% 늘어나며 강력한 리스크 대응력을 갖췄다.

삼성물산
: 뛰어난 건전성
대우건설
: 늘어나는 수주잔고와
강화된 자본

삼성물산 건설부문 역시 같은 기간 매출 14.1조 원, 자본총계(별도) 29.5조원을 기록하며 흔들림 없는 재무 기초체력을 과시하고 있다. 대우건설 또한 매출은 소폭 감소했으나 수주잔고가 50.6조원으로 53.9% 성장했고, 자본총계는 3.5조원으로 39.6% 개선되며 과거보다 훨씬 탄탄해진 재무 구조를 바탕으로 원전 시장에 참여할 준비를 마쳤다.

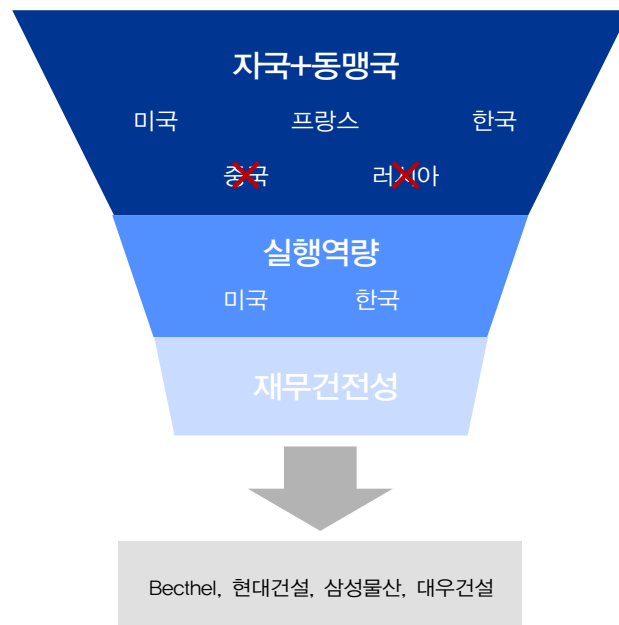
탄탄한 내실에 경험까지
겸비한 국내 업체

더욱 중요한 점은 한국 업체들이 재무적 체력뿐만 아니라, 실전 레퍼런스를 함께 보유하고 있다는 사실이다. 현대건설과 삼성물산은 UAE 바라카 원전 4기의 건설을 성공적으로 완수하며 최근까지 실제 시공 이력을 확보했다. 대우건설 역시 체코 신규 원전 사업의 우선협상대상자로 선정된 팀코리아의 주축으로서 세계 시장에서 검증된 시공 파트너로 인정받고 있다.

최종 후보군
: Bechtel, 현대건설,
삼성물산, 대우건설

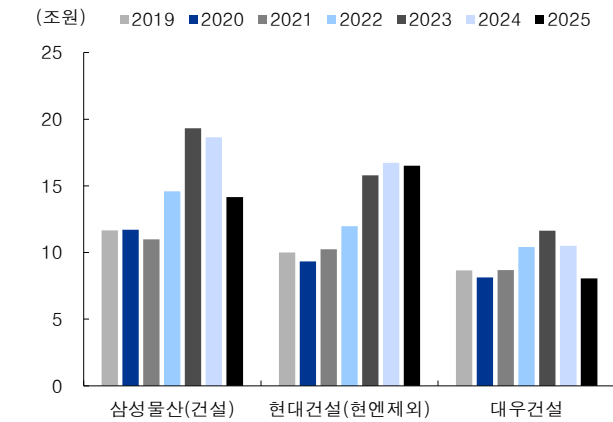
결국 미국 원전 시장의 문을 열 수 있는 열쇠는 세 가지 조건의 교집합에 있다. 동맹 기반의 '정치적 신뢰', 최근 대형 원전을 완공해본 '실무 레퍼런스', 그리고 거대 변동성을 감내할 '재무적 완충력'이다. 이 모든 조건을 충족하는 후보군은 미국 내 Bechtel과 동맹국 내 한국 EPC 3사로 압축되며, 향후 미국의 원전 르네상스는 이들의 전략적 연합을 통해 현실화될 가능성이 매우 높다고 판단한다.

그림 30. 세 가지 요건을 충족하는 4개 후보군



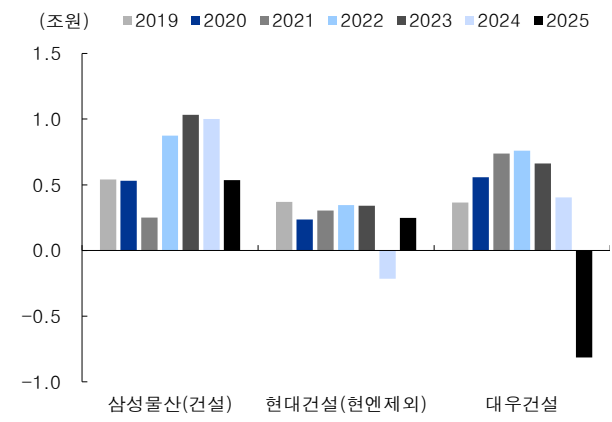
자료: IBK투자증권

그림 31. 대한민국 주요 EPC 매출액 추이



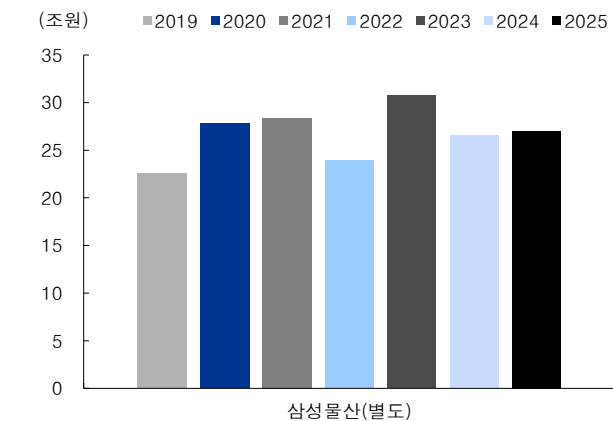
자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 32. 대한민국 주요 EPC 영업이익 추이



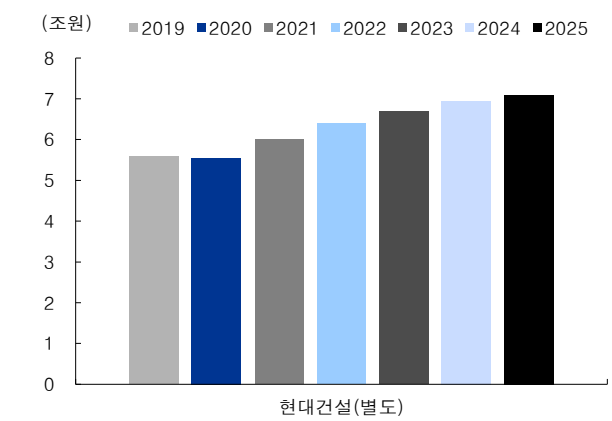
자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 33. 삼성물산(별도) 자본총계 추이



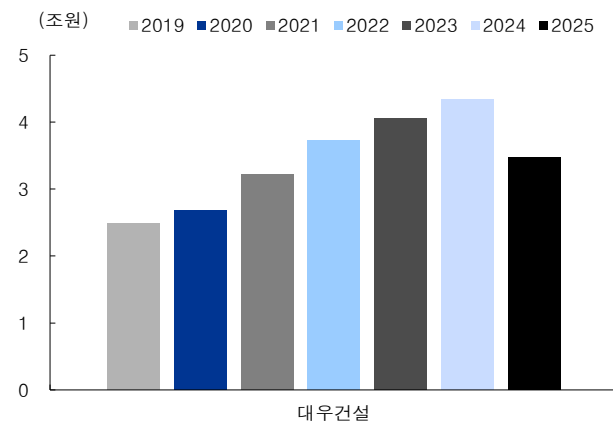
자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 34. 현대건설(별도) 자본총계 추이



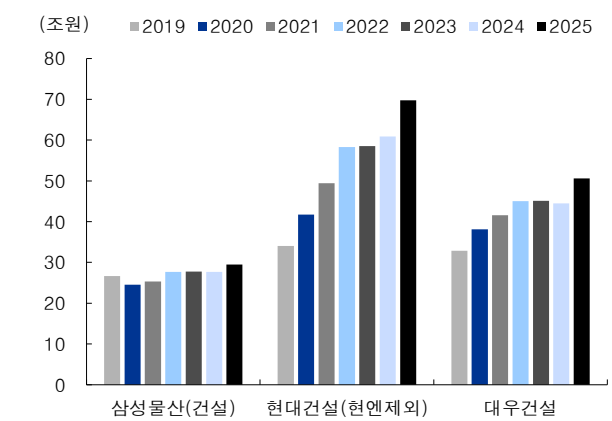
자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 35. 대우건설 자본 총계 추이



자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 36. 대한민국 주요 EPC 수주잔고 추이



자료: 각 사, IBK투자증권

주기기 밸류체인과 수혜 확산 가능성

프로젝트 성패를 가르는 핵심 장비 공급망

주기기 제작 능력은 곧 국가 원전 산업의 핵심 경쟁력

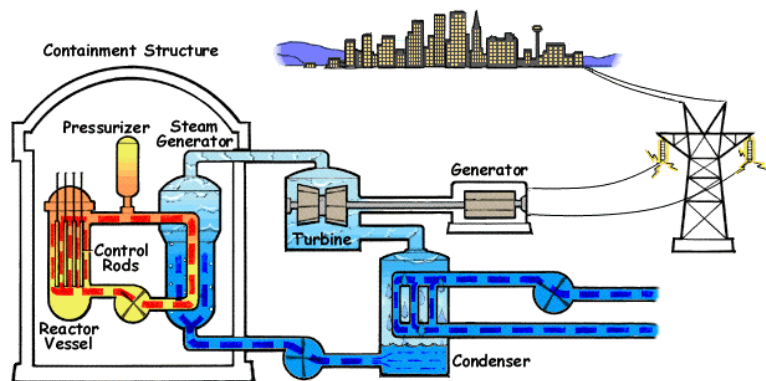
원전 프로젝트에서 EPC 역량이 공사 일정과 비용을 좌우한다면, 주기기 공급망은 프로젝트 성패를 결정하는 산업 기반이라 할 수 있다. 원자로 압력용기, 증기발생기, 원자로 냉각재 펌프, 증기터빈 등 주요 설비는 원전의 안전성과 수명을 좌우하는 핵심 장치로, 이러한 설비 제작 능력은 곧 국가 원전 산업의 기술 수준을 보여준다.

표 8. 원전 주기기와 보조기기

구분	장비명	역할
원자로 계통 주기기	원자로 압력용기 (Reactor Pressure Vessel)	핵연료, 제어봉, 냉각재가 포함된 핵분열이 일어나는 핵심 구조물. 수백 톤 단조강으로 제작, 고온·고압 환경 유지
	증기발생기 (Steam Generator)	원자로 열로 물을 끓여 터빈을 돌리는 증기를 생산하는 원전의 보일러 역할. 수천 개의 U-tube 열교환관, 방사능을 터빈계통과 분리하는 장치
	원자로 냉각재 펌프 (Reactor Coolant Pump)	냉각수를 순환시켜 핵연료 열 제거. 열을 증기발생기로 전달
	가압기 (Pressurizer)	가압수형 원자로(PWR)에서만 존재하는 핵심 설비. 1차 냉각계통 압력을 일정하게 유지하는 장치
터빈 계통 주기기	증기터빈 (Steam Turbine)	증기발생기에서 생성된 증기를 이용해 회전력을 생산하는 장치로, 발전계통의 핵심 동력 설비
	발전기 (Generator)	터빈의 회전력을 전기에너지로 변환하는 설비로, 발전소 출력 규모를 결정하는 장치
	복수기 (Condenser)	터빈을 통과한 증기를 냉각해 다시 물로 응축시키는 열교환 설비로, 발전 효율과 진공 유지 역할
	급수펌프 (Feedwater Pump)	응축된 물을 다시 증기발생기로 공급하는 고압 펌프로, 증기 사이클을 지속시키는 순환 설비
보조기기 (BOP, Balance of Plant)	배관 및 밸브	유체 흐름 제어 및 연결
	열교환기	열 회수 및 냉각
	전기·제어 설비	발전소 제어 및 전력 분배
	냉각수 계통	외부 냉각수 공급 및 순환
	건설키 구조물 및 토목	원전 건물, 격납건물, 기반 시설

자료: NRC, 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 37. 가압수형 원자로(PWR)



자료: NRC, IBK투자증권

미국 원전 주기기 제조 역량의 공백

Vogtle 프로젝트는 미국 원전 제조 기반 약화를 보여준 사례

Vogtle 3·4호기 프로젝트에서는 원자로 압력용기, 증기발생기, 증기터빈 등 주요 설비가 한국과 일본 기업에 의해 공급되며 미국 원전 제조 기반의 약화를 단적으로 보여줬다. 이는 원전 핵심 장비 생산 역량이 미국 내에서 충분히 유지되지 못하고 해외 공급망에 의존하고 있음을 보여주는 사례다.

원전 주기기 제조 역량은 단기간에 구축하기 어려워

대형 단조와 정밀 제작 역량은 단순한 설비 투자만으로 확보될 수 있는 영역이 아니다. 장기간 축적된 제조 경험과 숙련 인력, 엄격한 품질 인증 체계가 동시에 요구되는 산업이기 때문이다. 이러한 특성을 고려할 때 원전 핵심 기자재 생산 기반이 약화된 미국이 단기간 내 동일한 수준의 제조 역량을 재구축하기는 쉽지 않은 것이 현실이다.

미국의 AP1000 기반 Vogtle 프로젝트에서 주요 원전 기자재는 한국과 일본 공급망이 담당

실제로 AP1000 원자로에 필요한 원자로 압력용기와 증기발생기 등 원자로 계통 주기기기는 두산에너지빌리티가 제작했으며, 대형 단조 소재 역시 해외 공급망에 의존했다. 또한 증기터빈과 발전기 등 터빈 계통 주기기기는 당시 웨스팅하우스의 모회사였던 도시바(Toshiba)가 공급했다. 한편 비에이치아이의 도시바에 복수기를 납품하며 프로젝트에 참여한 바 있다. 도시바가 Vogtle 3·4호기에 적용된 복수기의 설계를 담당하고 기술 및 품질 관리를 지원했으며, 실제 복수기 제작은 비에이치아이의 경남 사천 공장에서 이루어졌다.

미국 신규 원전 건설시, 기존 AP1000 공급망 기업의 재참여 가능성 높아

미국이 원전 건설을 본격화할 경우 신규 프로젝트는 웨스팅하우스의 AP1000 계열 중심으로 진행될 가능성이 높다. 원전 산업은 공급망 구조가 쉽게 변화하지 않는 특성을 가지고 있기 때문에, 과거 AP1000 기반 Vogtle 프로젝트에 참여했던 글로벌 기자재 기업들의 재참여 가능성도 높게 평가된다.

표 9. Vogtle 3·4호기 단계별 밸류체인을 통한 미국의 경쟁력 점검

밸류체인 단계	세부 역할	참여 기업	국가	미국 경쟁력
설계	AP1000 원전 설계 공급	웨스팅하우스	미국	강점
설계/안전	안전 분석 및 설계 검증	웨스팅하우스	미국	강점
핵심 기자재	원자로 압력용기 제작	두산에너지빌리티	한국	취약
	증기발생기 제작	두산에너지빌리티	한국	취약
소재/단조	대형 단조 소재 공급	한국/일본 업체	한국, 일본	취약
기계 부품	펌프/밸브 공급	Curtiss-Wright 등	미국	보유
전기/제어	계측/제어 시스템	Emerson, Honeywell	미국	강점
	전력/전기 설비	GE	미국	강점
자동화	산업 자동화 장비	Rockwell 등	미국	강점
EPC	EPC 총괄(초기)	Westinghouse	미국	제한적
	EPC 파트너	Shaw Group → CB&I	미국	제한적
시공	현장 시공 관리	Bechtel	미국	보유
운영	발전소 운영	Southern Nuclear	미국	강점

자료: 각 사, 해외언론, IBK투자증권

주: 2013년 CB&I(Chicago Bridge&Iron)가 Shaw Group 인수함에 따라 EPC파트너 지위가 자동으로 CB&I로 승계됨

설계 주도권은 여전히 미국 업체에 집중

원전 설계·엔지니어링 분야에서 미국은 여전히 높은 경쟁력 유지

미국은 여전히 원전 노형 설계, 안전해석, 계통 통합 설계, 인허가 대응 등 핵심 엔지니어링 영역에서 경쟁력을 유지하고 있으며, 글로벌 원전 프로젝트에서도 기술 기준과 설계 프레임을 제공하는 중심 국가로 기능하고 있다.

실제로 한국을 비롯해 일본, 프랑스, 중국 등 주요 원전 강국들의 상업용 가압경수로 (PWR) 기술 역시 초기 단계에서는 미국 웨스팅하우스의 설계 기술을 기반으로 도입됐으며, 이후 각국의 기술 축적과 개량을 통해 독자적인 노형으로 발전해 왔다.

표 10. 미국 웨스팅하우스가 설계한 주요 원전 프로젝트

상업운전	국가	원전 프로젝트	호기	노형	설계사	원자로계통 주기기	터빈·발전기	상태
1970	일본	Mihama	1	WH PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	Mitsubishi Heavy Industries	운영
1974	일본	Takahama	1·2	WH PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	Mitsubishi Heavy Industries	운영
1975	벨기에	Doel	1·2	WH PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	Alstom	운영
1978	한국	고리	1	WH 2-loop PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	General Electric	운영
1981	스페인	Almaraz	1·2	WH PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	지멘스, Alstom	운영
1986	한국	한빛(구 영광)	1·2	WH 3-loop PWR	웨스팅하우스	웨스팅하우스	두산중공업, GE	운영
2018	중국	Sanmen	1·2	AP1000	웨스팅하우스	두산에너지빌리티	Shanghai Electric	운영
2018	중국	Haiyang	1·2	AP1000	웨스팅하우스	두산에너지빌리티	Shanghai Electric	운영
2023	미국	Vogtle	3	AP1000	웨스팅하우스	두산에너지빌리티	GE Vernova	운영
2024	미국	Vogtle	4	AP1000	웨스팅하우스	두산에너지빌리티	GE Vernova	운영
2033~35	폴란드	Lubiatowo-Kopalino	3	AP1000	웨스팅하우스	미정	미정	건설 예정
2030년대	불가리아	Kozloduy	7·8	AP1000	웨스팅하우스	미정	(미정)	설계 진행
미정	우크라이나	Khmelnyskyi	5·6	AP1000	웨스팅하우스	미정	(미정)	검토

자료: 국내외언론, IBK투자증권

주: 1979년 스리마일섬 사고 이후 미국 원전 신규 건설이 급감하면서 웨스팅하우스는 대형 주기기 제조에서 점차 설수하고 설계 및 엔지니어링 중심 사업구조로 전환함

러시아를 제외한 대부분 국가들은 미국의 원전 설계 기술을 기반으로 출발해 각국의 독자 노형으로 발전

표 11. 글로벌 원전 설계 기준을 제공한 미국

국가	설계 기업	대표 노형	적용 국가	기술 뿌리	특징
미국	웨스팅하우스	AP1000	미국, 중국, 폴란드 등	자체 PWR 원전 기술	PWR 기술의 원조
프랑스	Framatome / EDF	EPR	프랑스, 영국, 핀란드	초기 웨스팅하우스 라이선스	유럽 대표 PWR
한국	한국 원전 설계 체계	APR1400	한국, UAE	웨스팅하우스 PWR 기반	한국 독자화 성공
일본	일본 원전 설계 체계	PWR / ABWR	일본	웨스팅하우스, GE	미국 기술 기반
중국	중국 국영 설계사 (CNNC, CGN 등)	Hualong One (HPR1000)	중국, 파키스탄	프랑스와 미국 PWR 기술 기반	중국 독자 노형
러시아	Rosatom	VVER-1200	러시아, 동유럽, 중동	소련 독자 PWR 계열	원전 수출 1위

자료: 국내외언론, IBK투자증권

소수 선진국 중심의 원전 주기기 시장 구조

원전 주기기 시장은
소수 선진국 기업이 주도

글로벌 원전 주기기 시장은 중국과 러시아를 제외할 경우 한국, 일본, 프랑스를 중심으로 한 소수 선진국 기업들이 제한된 경쟁 구도를 형성하고 있다. 미국의 BWX Technologies는 군용 원자로 등 소형 특수 원자로 분야에서 경쟁력을 보유하고 있지만, 대형 원자로 압력용기나 증기발생기, 대형 증기터빈 등 상업용 대형 원전 주기기 제조 분야에서는 참여 범위가 제한적인 것으로 평가된다.

원전 건설비의 절반 가까이가
주기기 영역에서 발생

이러한 시장 구조는 향후 미국 내 원전 건설이 본격화될 경우 기존 공급망을 보유한 국가와 기업들에게 중장기적인 수혜가 발생할 가능성을 시사한다. 실제로 원전 건설 비용은 원자로 계통, 터빈 계통, 그리고 건설·토목 및 기타 설비로 구분되는데, 원자로와 터빈 계통을 합친 주기기 영역이 전체 건설비의 약 40~50%를 차지하는 것으로 알려져 있다.

원자로 계통 주기기는
원전 밸류체인에서 가장
높은 기술 장벽을 가진
분야

특히 원자로 계통 주기기 시장은 원전 밸류체인 가운데서도 가장 높은 기술 장벽이 형성된 영역이다. 원자로 압력용기, 증기발생기, 가압기, 원자로 냉각재 계통 주요 기기와 내부구조물 등 압력경계 설비가 핵심 품목으로 구성된다. 이들 장비는 방사선 환경에서 수십 년의 설계수명을 전제로 제작되며, 초대형 단조 소재와 고난도 용접·열처리·비파괴검사 기술, 품질 데이터베이스와 규제기관 인증 체계가 결합되어야 한다.

표 12. 원자로 계통 주기기 글로벌 업체 현황

장비명	국가	기업	주요 참여 프로젝트
원자로 압력용기 (Reactor Pressure Vessel)	한국	두산에너지빌리티	Sanmen 1 (중국), Haiyang 1 (중국), Vogtle 3·4 (미국), Barakah 1~4 (UAE), VC Summer 2 (미국)
	프랑스	Framatome	Hinkley Point C 1·2 (영국)
	체코	Škoda JS	Temelín (체코), Mochovce (슬로바키아)
원자로 격납용기 (Reactor Container)	일본	IHI Corporation	Vogtle 3·4 (미국)
증기발생기 (Steam Generator)	한국	두산에너지빌리티	Vogtle 3·4 (미국), VC Summer 2 (미국), Barakah 1~4 (UAE)
	프랑스	Framatome	Taishan 1 (중국)
	일본	Japan Steel Works	Ohi 3 (일본), Taishan 1 (중국), Prairie Island (미국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Ohi (일본)
	인도	Larsen & Toubro	Rajasthan 7·8 (인도), Kakrapar 3·4 (인도)
원자로 냉각재 펌프 (Reactor Coolant Pump)	미국	Curtiss-Wright	Vogtle 3·4 (미국), Sanmen 1 (중국), Haiyang (중국), VC Summer 2 (미국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen (중국)
	일본	Ebara Corporation	Ohi (일본)
	일본	Fuji Electric	Ohi (일본)
	일본	Toshiba Energy Systems	Ohi (일본)
	일본	Kobe Steel	Ohi (일본)
	스위스	Sulzer	Hualong (중국)
가압기 (Pressurizer)	프랑스	Framatome	Taishan 1 (중국), Olkiluoto 3 (핀란드)

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

두산에너지빌리티, 원자로 계통 주기기 절대 강자

서방 원전 주기기
공급망의 핵심 제조사

두산에너지빌리티는 서방권 원자로 계통 주기기 제작 역량에서 가장 경쟁력 있는 기업 중 하나로 평가된다. 원자로 압력용기, 증기발생기, 가압기 등 대형 주기기 제작뿐 아니라 일부 핵심 부품과 품질·검사 역량을 확보해 단조에서부터 가공, 조립, 검사로 이어지는 제조 사슬을 일괄 수행할 수 있는 점이 강점이다.

①국내 원전 공급 경험,
②대형 원전 수출 실적,
③미국 프로젝트 참여
이력이라는 세 가지
요소를 동시에 보유

한국형 원전 APR1400 적용 확대 과정에서 국내 원전 주기기 공급 경험을 축적해 왔으며, UAE 바라카 원전 프로젝트를 통해 대형 원전 주기기의 해외 수출 레퍼런스를 확보했다. 특히 바라카 원전은 APR1400 4기, 약 5.6GW 규모로, 서방형 PWR 수출 사례 중 가장 큰 프로젝트 중 하나다. 두산에너지빌리티는 이 프로젝트에서 원자로 압력용기, 증기발생기 등 주요 원자로 계통 장비를 한국에서 제작해 해외 현장에 공급하는 제조·품질 관리 체계를 실제 프로젝트로 입증했다는 점에서 의미가 크다.

미국 원전 레퍼런스 기반
수주 확대 가능성

또 미국 Vogtle 3·4호기 프로젝트(AP1000 2기, 약 2.2GW 규모)에서도 원자로 압력용기와 증기발생기 등 핵심 장비 제작에 참여했다. 실제 미국 원전 프로젝트에 공급 실적을 보유한 제작사라는 점에서 향후 수주 가능성을 평가할 때 중요한 레퍼런스로 작용할 전망이다.

그림 38. 두산에너지빌리티 원자로 및 내부구조물



자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 39. 두산에너지빌리티 증기발생기



자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

SMR 개화 국면에서 두산에너지빌리티의 선제적 포지셔닝

SMR 시장 확대에 대비해
생산 능력을 선제적으로
확대

미국 SMR 기업들과의
전략적 파트너십 기반
수주 확대 기대

더옥이 동사는 지난해 말 8,068억원 규모의 SMR 전용 생산설비 투자를 결정했다. 창원 공장에 SMR 전용 제조시설을 구축하고 기존 생산라인을 최적화해 연간 20기(기준 8~12기) 수준의 SMR 생산 체계를 확보할 계획이다.

지난 3월 4일 미국 원자력규제위원회(NRC)가 차세대 원자로 중 최초로 TerraPower의 Natrium 원자로 건설을 승인했다. 대형 원전 주기기 제작 경험과 글로벌 프로젝트 레퍼런스를 바탕으로, 동사가 2019년부터 SMR 기업들과 구축해 온 전략적 파트너십은 향후 미국 내 SMR 시장 성장 과정에서 의미 있는 수주 확대에 이어질 전망이다.

표 13. 한·미 SMR 정책 및 산업 이벤트

연도	내용
2010	美 DOE, SMR 정책 아젠다 공식화
2011	오바마 정부, 미래 에너지 보호를 위한 청사진에 신규 SMR 2종 설계 인증 비용 부담 지원 추진
2012	美 DOE, SMR 인허가 기술 지원 프로그램(LTS) 설립 美 DOE, LTS 통해 Bobcock&Wilcox에 1.5억 달러 지원 韓 원안위, 국내 최초의 중소형 원자로 SMART 표준설계인가 승인
2013	美 DOE, LTS 통해 NuScale Power에 2.2억 달러 지원
2014	IAEA 산하 SMR Regulators' Forum 출범
2016	NuScale, 美 NRC에 발전소 설계 인증 신청서 제출(20년 승인)
2019	美 '원자력 에너지 혁신 및 현대화법(NEIMA)' 제정
2020	美 DOE, '차세대원자로 실증사업(ARDP)' 시행
2021	ARPA-C를 설립해 혁신 연구주제로 SMR을 선정하고 원자력 미래 계획 美 국무부, SMR 기술협력 증진을 위한 FIRST 프로그램 개시 및 730만 달러 예산 확보
2022	TerraPower, Natrium 실증 프로젝트 부지 선정 및 착수
2024	美 Advance 법안 제정돼 NRC 인허가 효율화 증가 EU, EU 차원의 협력 강화를 위한 SMR 산업 연합 출범 글로벌 AI 데이터센터 전력 수요 증가 Google, 미국 청정에너지 전환 가속화 위해 Kairos SMR 원자력 에너지 계약 체결
2025	韓 SMR 1기 건설하는 제11차 전력수급기본계획 확정 두산에너지빌리티, SMR 전용 공장 투자 본격화
2026	韓 SMR 특별법 국회 통과 美 NRC, TerraPower의 Natrium 원자로 건설 승인

자료: NRC, 언론보도, IBK투자증권

표 14. 미 SMR 기업과 두산에너지빌리티 파트너십 타임라인

기업명	파트너십 타임라인
NuScale	2019: 4,400만 달러 지분 투자해 전략적 파트너십 시작 2021: 6,000만 달러 추가 투자해 SMR 활용 수소 생산 및 해수담수화 협력 확대 2022: NuScale의 SMR용 단조 소재 생산 시작, RPV 자재 주문 체결 2023: 기존 협력 강화를 위한 MOU 체결
TerraPower	2024: Natrium 원자로 핵심 부품 협력사 공식화 2026: Natrium 원자로 건설 허가
X-energy	2021: 고온가스냉각로(HTGR) 개발 참여 2023: SMR 배치 확대를 위한 2,500만 달러 전략적 투자 2025: 美 신형 Xe-100 원전 건설 위한 MOU 체결, Xe-100 16기용 부품 제조 계약 체결

자료: 두산에너지빌리티, 각 사, 국내외언론, IBK투자증권

일본 원전 공급망의 양대 축, 일본제강소와 미쓰비시중공업

일본 원전 산업은
일본제강소의 초대형 단조와
미쓰비시중공업의 주기기
제작 역량을 중심으로 형성

일본제강소와
두산에너지빌리티는
일부 원전 프로젝트에서
상호 보완적 역할을 수행

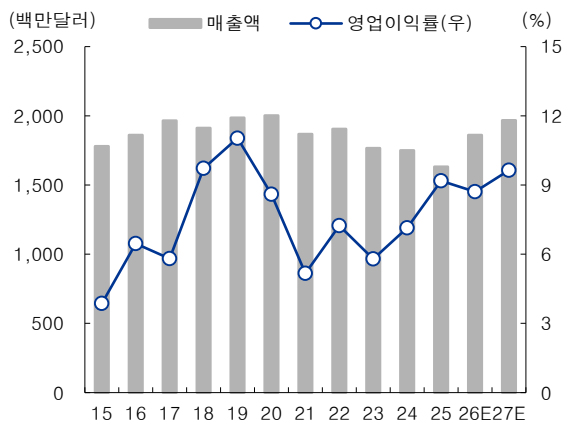
미쓰비시중공업은
원전 주기기 제작 분야에서
두산에너지빌리티의
주요 경쟁사

일본 원전 산업은 일본제강소(JSW)를 중심으로 한 초대형 단조 소재 공급과 미쓰비시중공업(MHI)을 중심으로 한 주기기 제작 역량이 핵심 축을 형성하고 있다. 원자로 압력용기 등 원자로 계통 주기기에는 초대형 단조 소재가 필수인데, 일본제강소는 원자로 압력용기용 단조 링과 헤드, 증기발생기 셸 단조 등 초대형 단조품 공급에서 높은 경쟁력을 유지해 왔다.

두산에너지빌리티 역시 대형 단조 설비와 원전 주기기 제작 경험을 보유하고 있으나, 초대형 원전 단조 소재 생산에서는 일본제강소와 같은 전문 단조 기업이 여전히 강점을 유지하고 있다. 이에 Vogtle 3·4호기 프로젝트를 비롯해 중국 Sanmen·Haiyang 원전 등 해외 원전 건설 과정에서도 일본제강소가 대형 단조 소재를 공급하고 두산에너지빌리티가 이를 기반으로 원자로 압력용기 및 증기발생기 제작에 참여하는 방식의 구조가 형성된 바 있다. 향후 미국의 대형 원전 신규 프로젝트에서도 두 기업은 경쟁 관계라기보다는 상호 보완적인 위치에서 역할이 분담될 가능성이 높아 보인다. 다만 두산에너지빌리티 역시 그동안 초대형 단조 설비 투자를 통해 단조 소재 역량을 지속적으로 강화해 왔다는 점에서, 향후 미국 원전 확대 국면 속 해당 분야 내 역할이 확대될 여지도 존재한다.

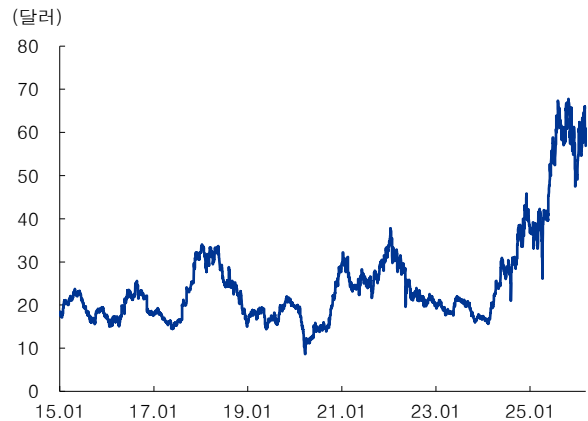
한편 미쓰비시중공업은 일본 원전 주기기 제작 역량을 대표하는 기업으로, 원자로 압력용기, 원자로 냉각재 펌프 등 원자로 계통 장비뿐 아니라 터빈 계통 설비 전반에 걸친 제조 레퍼런스를 보유하고 있다. 최근에도 프랑스 EDF로부터 교체용 증기발생기 프로젝트를 수주하는 등 대형 증기발생기 제작 역량을 유지하고 있으며, 글로벌 원전 공급망 내 핵심 제작사 중 하나로 평가된다. 이러한 기술 기반을 고려할 때 향후 미국 원전 건설이 확대될 경우 일부 주기기 품목에서는 두산에너지빌리티와 미쓰비시중공업 간 경쟁 구도가 형성될 가능성도 존재한다. 다만 두산에너지빌리티는 이미 AP1000 프로젝트 공급망에 참여한 경험을 보유하고 있어 미국 규제 체계와 프로젝트 수행 경험 측면에서 상대적으로 유리한 위치에 있는 것으로 판단된다.

그림 40. 일본제강소 실적 추이 및 전망



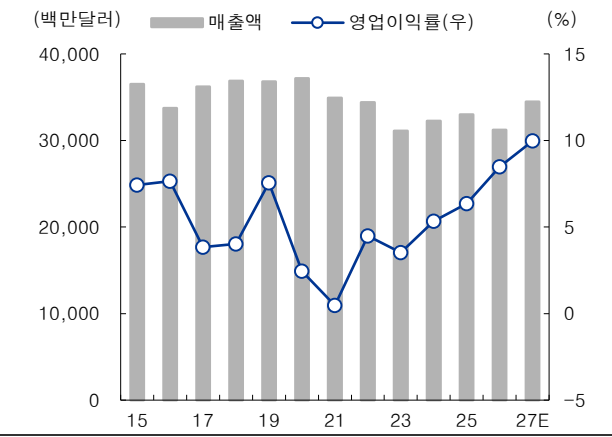
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 41. 일본제강소 주가 추이



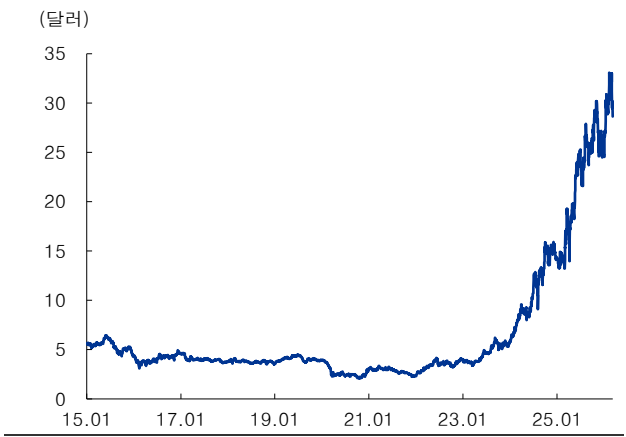
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 42. 미쓰비시중공업 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 43. 미쓰비시중공업 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

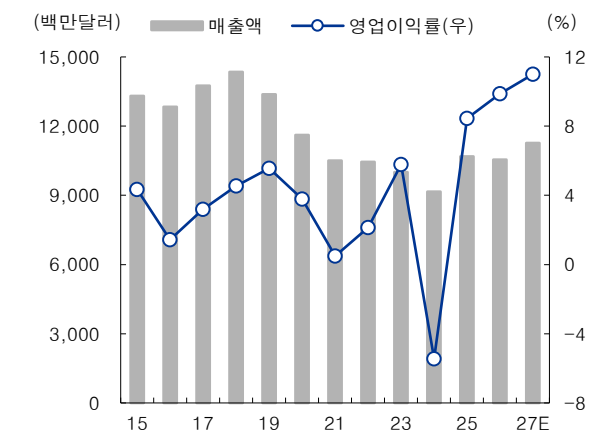
GE Vernova Hitachi는
BWR 중심 기술·서비스
공급망 기업

2007년 설립된 미국·일본 합작 원전 기업 GE Vernova Hitachi Nuclear Energy는 BWR 계열 원전 설계와 장비 제작 레퍼런스를 보유하고 있으며, 원자로 계통 장비, 계측·제어(I&C), 서비스 및 개보수 시장에서 기술 기반을 유지하고 있다. 다만 BWR 계열 기술과 운영·서비스 영역에 상대적으로 집중돼 있다는 점에서, 미국의 신규 대형 PWR 건설 확대 국면에서는 핵심 주기기 제작사라기보다 기술·서비스 또는 특정 장비 분야의 공급망 참여자로 기능할 가능성이 높다.

도시바·IHI·가와사키중공업
은 원전 보조기기
중심으로 참여

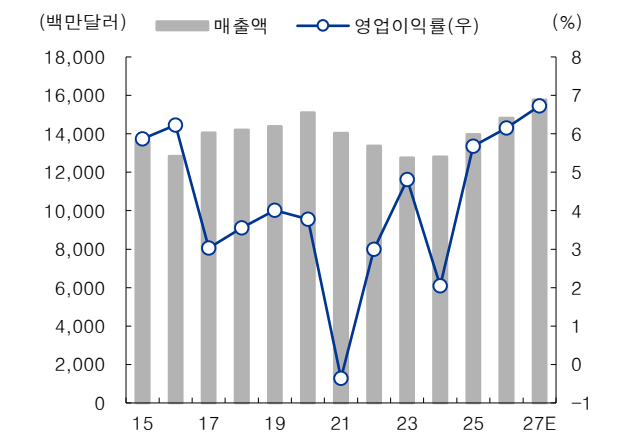
도시바, IHI, 가와사키중공업 등 일본 기업들도 원전 장비 제작 경험과 기술 포트폴리오를 보유하고 있으나 최근 글로벌 신규 원전 프로젝트에서의 역할은 상대적으로 제한적인 편이다. 도시바는 디커미셔닝과 서비스 중심으로 사업 구조가 이동했고, IHI와 가와사키중공업 역시 특정 구조물이나 보조기기 공급 경험은 있지만, 원자로 압력용기 또는 증기발생기와 같은 핵심 주기기의 대표 공급사로 자리잡기보다는 보조 제작 영역에서 참여하는 경우가 많다.

그림 44. IHI 실적 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 45. 가와사키중공업 실적 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

프라마툼, 유럽 밸류체인인 전략 거점

프라마툼, 프랑스 원전
산업 기반 속에서 성장한
대표 공급사

프랑스에는 유럽 원전 산업의 핵심 공급사이자 프랑스 국영 전력회사 EDF 산하의 원전 설비 기업인 프라마툼(Framatome)이 있다. 프라마툼은 1958년 웨스팅하우스의 PWR 설계 기술을 라이선스 받아 설립된 기업으로, 원전 설계뿐 아니라 증기발생기, 원자로 내부구조물, 핵연료 등 다양한 원전 주기기 분야에서 기술을 보유하고 있다. 특히 핵연료와 엔지니어링 분야에서는 글로벌 상위권 기업으로 평가된다. 프랑스는 전력 생산량 대비 원자력 비중이 약 67%에 달하는 대표적인 원전 중심 국가로, 설계·운영·제조 전반에 걸친 산업 기반을 유지해 왔으며 프라마툼 역시 이러한 국가적 산업 구조 속에서 성장한 기업으로 볼 수 있다.

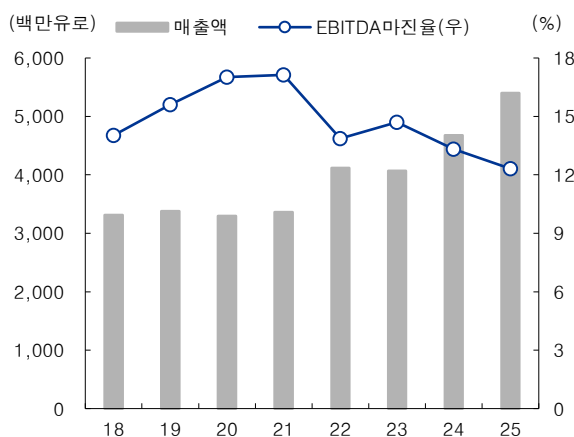
유럽 원전 프로젝트
확대와 연료 사업
성장으로 매출 증가 추세

작년 프랑스와 영국 등 유럽형 가압경수로(EPR, European Pressurized Reactor) 원전 프로젝트 확대, 핵연료 공급 증가, 계측·제어(I&C) 및 복미를 비롯한 기존 원전 서비스와 대형 부품 교체 사업 성장에 기인해 양호한 실적을 기록했다. 신규 수주는 59.2억 유로(한화 8.6조원), 매출은 54.0억 유로(한화 7.8조원)로 15.5%(yoy) 성장했으며, EBITDA는 6.7억 유로(한화 1.0조원)로 6.7%(yoy) 늘었다.

프라마툼은 EPR 중심
사업 구조로 AP1000
프로젝트에서는 역할이
제한적

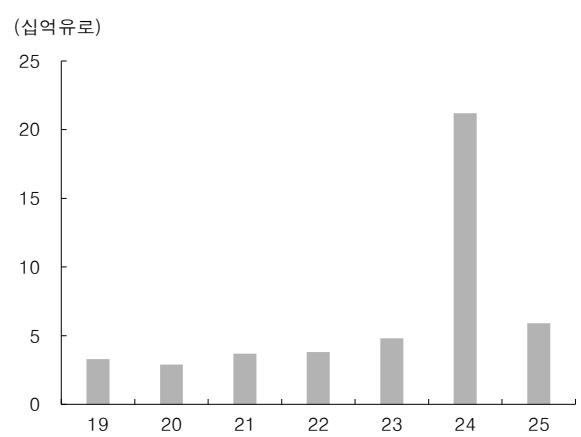
다만 프라마툼은 원자로 설계, 핵연료, 계측·제어 등 기술 중심 영역에서 강점을 보유하고 있으며, EPR 노형 설계와 관련 장비 및 서비스 분야에 상대적으로 특화되어 있다. 따라서 AP1000 노형을 중심으로 추진될 것으로 예상되는 미국 신규 원전 프로젝트에서 두산에너지와 직접적인 경쟁 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다. 실제로 Vogtle 프로젝트에서도 프라마툼은 연료 기술 및 운영 관련 영역에 국한해 참여했다.

그림 46. 프라마툼 실적 추이



자료: Framatome, IBK투자증권

그림 47. 프라마툼 신규 수주 추이



자료: Framatome, IBK투자증권

터빈 계통은 다국화된 경쟁 구도

원자로 계통 주기기와 달리 터빈 계통 주기기는 미국 내 산업 기반이 이미 존재한다. 특히 터빈과 발전기, 펌프류는 화력 및 가스터빈 산업과 기술적 연계성이 높기 때문에 미국과 유럽 기업들이 다수의 제조 레퍼런스를 보유하고 있다. 이러한 특성으로 인해 원자로 계통 장비와 달리 터빈 계통 장비는 특정 기업에 공급망이 집중된 구조라기 보다는 미국·유럽·일본 기업이 혼재된 글로벌 경쟁 구조를 형성하고 있다.

증기터빈 등 터빈 계통
주기기 공급망은 미국·
유럽·일본 기업이
혼재된 구조

Vogtle 3·4호기의 경우 터빈발전기 제조사가 도시바로 명시되어 있으며, 복수기 역시 도시바가 설계와 품질 관리를 담당하고 한국 비에이치아이가 제작하는 형태로 공급망이 구성됐다. 반면 기존 호기인 Vogtle 1·2호기에서는 터빈발전기 제조사가 GE(현 GE Vernova)였다는 점을 고려하면 미국 공급망도 일정 수준 유지되고 있는 것으로 판단된다. 또한 지멘스 에너지(Siemens Energy)는 글로벌 원전용 증기터빈과 발전기 공급에서 주요 플레이어로 평가되며, 유럽과 중동을 중심으로 다수의 원전 터빈 공급 레퍼런스를 보유하고 있다. 다만 미국의 AP1000 기반 신규 원전 프로젝트에서는 노형 표준화와 기존 공급망 구조의 영향으로 참여 기회가 제한된 것으로 보인다. 이는 미국 원전 시장이 단순한 기술 경쟁뿐 아니라 설계사 중심의 공급망 생태계에 크게 좌우된다는 점을 보여주는 사례로 해석된다.

두산에너지빌리티는 미국의
AP1000 터빈 공급망에는
포함되지 않지만,
APR1400 채택 시 터빈
계통 수주 가능성은 존재

두산에너지빌리티는 원전 전용 증기터빈 및 발전기 분야에서 미국 AP1000 공급망에 포함되어 있지 않아 직접적인 수혜 범위는 다소 제한적일 수 있다. 다만 팀코리아가 미국 원전 프로젝트를 수주할 경우 한국형 원전인 APR1400 노형이 적용될 가능성이 높다. UAE 바라카 원전과 체코 두코바니 원전 등 APR1400 프로젝트에 터빈 계통 기자재를 공급한 경험을 고려하면 향후 해당 노형이 채택될 경우 수주 가능성은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

표 15. 터빈 계통 주기기 글로벌 업체 현황

장비명	국가	기업	주요 참여 프로젝트
증기터빈 (Steam Turbine)	독일	Siemens Energy	Olkiluoto 3 (핀란드), Hinkley Point C 1·2 (영국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 1·2 (중국), Haiyang 1·2 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Choczewo (폴란드)
	한국	두산에너지빌리티	Barakah UAE, Dukovany 체코
발전기 (Generator)	미국	GE Vernova	Vogtle 1·2 (미국), Hinkley Point C (영국), Akkuyu (튀르키예)
	독일	Siemens Energy	Olkiluoto 3 (핀란드)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 1·2 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Choczewo (폴란드)
복수기 (Condenser)	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Vogtle 3·4 (미국)
	일본	Toshiba Energy Systems	Vogtle 3·4 (미국)
	한국	비에이치아이	Vogtle 3·4 미국
급수펌프 (Feedwater Pump)	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 5·6 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Hinkley Point C (영국)
	독일	KSB	Olkiluoto 3 (핀란드)
	스위스	Sulzer	Hualong (중국)

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

주: 글로벌 대형 원전 증기터빈의 약 3분의 1이 Arabelle Solutions 제품으로 추산됨

표 16. 보조기기(BOP, Balance of Plant) 글로벌 업체 현황

장비명	국가	기업	주요 참여 프로젝트
배관 및 밸브	미국	Flowserve	Palo Verde (미국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Flamanville 3 (프랑스)
	독일	KSB	Olkiluoto 3 (핀란드)
	독일	ENKA	Hinkley Point C (영국)
열교환기 (Heat Exchanger)	미국	Holtec International	Vogtle 3·4 (미국)
	영국	Rolls-Royce	Hinkley Point C (영국)
급수가열기 (Feedwater Heater)	미국	Holtec International	PWR 프로젝트 (미국)
	미국	NEM Energy	Olkiluoto 3 (핀란드)
	미국	Babcock Power	South Texas (미국)
전기·제어 설비	프랑스	Framatome	Olkiluoto 3 (핀란드), Hinkley Point C (영국)
	영국	BGEN	Hinkley Point C (영국)
보일러	프랑스	Fives Nordon	EPR 프로젝트 (유럽)
스테인리스 스틸 라이너 (SSLW)	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Barakah 1~4 (UAE)
냉각수 계통	독일	FURGO	Flamanville (프랑스), Hinkley Point C (영국)
	영국	Balfour Beatty	Hinkley Point C (영국)
건설 구조물 및 토목	한국	현대건설	Barakah 1~4 (UAE)
	미국	Bechtel	Vogtle 3·4 (미국), Gorakhpur (인도)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 1·2 (중국)

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
두산에너지빌리티 (034020)	매수(신규)	140,000원(신규)
비에이치아이 (083650)	매수(유지)	140,000원(상향)
현대건설 (000720)	매수(유지)	195,000원(상향)
대우건설 (047040)	매수(유지)	14,500원(상향)
한미글로벌 (053690)	매수(유지)	32,000원(유지)

매수 (신규)

목표주가 (신규) 140,000원
현재가 (3/13) 106,500원

KOSPI (3/13) 5,487.24pt
시가총액 68,220십억원
발행주식수 640,561천주
액면가 5,000원
52주 최고가 106,500원
최저가 20,150원
60일 일평균거래대금 654십억원
외국인 지분율 24.1%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
두산 외 28 인 30.68%
국민연금공단 7.86%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	11%	8%	93%
절대기준	10%	75%	312%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	-	-
목표주가	140,000	-	-
EPS(25)	173	-	-
EPS(26)	267	-	-

두산에너지빌리티 상대주가 (%)



두산에너지빌리티 (034020)

물 만난 물고기

미국 대형 원전과 SMR 시장 확대에 따른 수혜 기대감

동사는 Vogtle 3·4호기 프로젝트에 원자로 압력용기(RPV)와 증기발생기(SG) 등 주요 원자로 계통 기자재를 공급하며 미국 원전 공급망에 참여한 경험을 보유하고 있다. 이러한 레퍼런스는 향후 미국 내 신규 원전 건설이 재개될 경우 중요한 경쟁력으로 작용할 전망이다. 최근 미국 원자력규제위원회가 TerraPower의 나트륨 원자로에 대해 건설을 승인하면서 상업용 SMR(Small Modular Reactor, 소형모듈원자로) 시장 역시 본격적인 개화를 앞두고 있는 모습이다. TerraPower를 비롯해 NuScale, X-energy 등 미국 주요 SMR 개발사들의 상용화 추진이 가시화되는 가운데, 이들 기업과 전략적 파트너십을 구축한 동사의 미국향 수주 확대 기대감도 점차 높아질 전망이다. 이와 맞물려 동사는 지난해 말 8,068억원 규모의 SMR 전용 생산설비 투자를 결정했으며, SMR 전용 제조시설을 구축하고 기존 생산라인을 최적화해 연간 약 8~12기 수준이던 SMR 생산 능력을 향후 20기 수준까지 확대할 계획이다.

지난해 체코 원전 프로젝트 관련 주기기 수주(약 5,6조원)를 포함해 원자력 수주 잔고는 11.2조원(+90% yoy)으로 크게 확대됐다. 글로벌 원전 확대 기조가 이어지는 가운데 연평균 약 4.9조원 규모의 원전 수주가 지속, 2030년 원전 관련 수주 잔고는 약 27.2조원(26~30년 CAGR 20%)까지 증가할 것으로 전망된다. 또한 국내 복합화력발전 전환 계획(26~30년 26기, 13GW대상)과 북미를 중심으로 한 AI 데이터센터 투자 확대에 따라 가스터빈 수요 역시 빠르게 증가하고 있어 주목된다. 작년 말 기준 이미 2028년까지의 가스터빈 수주 물량을 확보했으며, 최근 수주한 7기는 2029~30년에 납품될 전망이다. 현재 연간 가스터빈 생산 능력은 약 8기 수준이며, 2028년까지 12기로 확대될 예정이다. 가스터빈 판매량이 일정 수준을 넘어서면 중장기적으로 고마진 유지보수 서비스 매출 확대에 따른 이익 기여도도 높아질 전망이다.

원전과 가스터빈, 장기 성장 스토리 시작

투자 의견 매수, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 글로벌 에너지 전환과정에서 원전 핵심 기자재 분야의 높은 기술 경쟁력과 가스터빈 시장에서의 빠른 안착을 기반으로, 실적은 올해부터 우상향 흐름을 이어갈 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	17,058	17,638	18,547
영업이익	1,467	1,018	763	964	1,318
세전이익	738	658	327	847	1,150
지배주주순이익	56	111	111	171	310
EPS(원)	87	174	173	267	484
증가율(%)	-107.0	100.1	-0.6	54.6	81.1
영업이익률(%)	8.3	6.3	4.5	5.5	7.1
순이익률(%)	2.9	2.4	1.2	1.7	2.8
ROE(%)	0.8	1.5	1.4	2.2	3.8
PER	183.0	100.9	435.8	387.6	214.1
PBR	1.4	1.5	6.2	8.3	8.0
EV/EBITDA	8.4	12.3	43.4	51.0	41.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

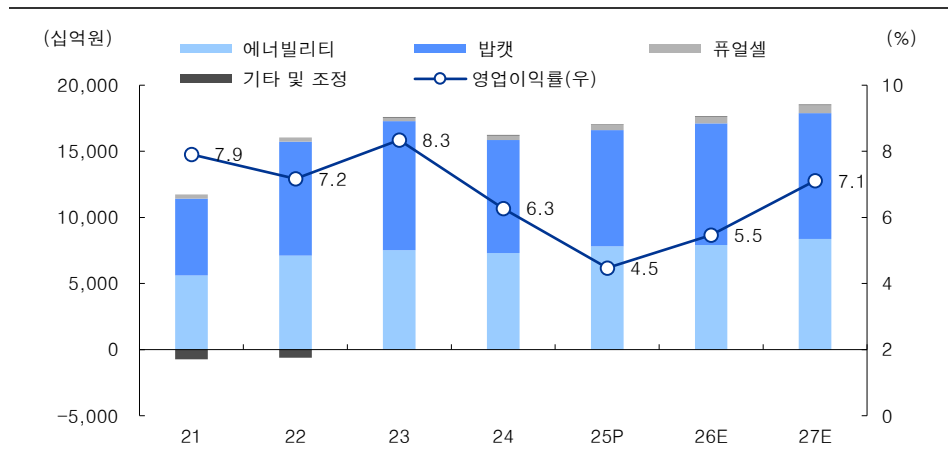
표 17. 두산에너지실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	3,950	4,550	4,191	4,947	17,058	17,638	18,547
에너지빌리티	1,539	2,249	1,660	2,360	1,625	2,098	1,801	2,386	7,807	7,910	8,358
밥캣	2,098	2,201	2,115	2,377	2,193	2,314	2,261	2,427	8,792	9,194	9,536
퓨얼셀	100	101	91	136	118	117	112	150	428	496	607
기타 및 조정	12	17	15	-13	15	21	17	-15	30	37	46
YoY	-8.5%	10.1%	14.3%	5.9%	5.4%	-0.4%	8.0%	1.8%	5.1%	3.4%	5.2%
에너지빌리티	-7.5%	24.0%	5.4%	5.3%	5.6%	8.1%	5.1%	4.0%	7.1%	1.3%	5.7%
밥캣	-12.4%	-1.6%	19.0%	11.0%	4.7%	4.8%	3.5%	2.0%	2.8%	4.6%	3.7%
퓨얼셀	214.8%	17.3%	183.6%	-29.9%	18.0%	22.0%	23.3%	25.1%	24.3%	15.9%	22.3%
영업이익	142	271	137	212	190	287	205	282	763	964	1,318
에너지빌리티	-1	92	43	168	102	124	63	136	302	425	720
밥캣	200	204	134	148	204	211	147	155	686	717	735
퓨얼셀	-12	-2	-16	-77	-12	1	-12	-45	-106	-68	-46
기타 및 조정	-45	-24	-24	-27	-104	-49	7	36	-119	-111	-90
YoY	-60.2%	-12.5%	19.4%	-9.7%	33.1%	5.7%	49.8%	33.0%	-25.0%	26.3%	36.8%
에너지빌리티	적전	28.0%	26.4%	166.3%	흑전	34.0%	45.3%	-19.0%	24.1%	40.7%	69.3%
밥캣	-38.6%	-14.8%	6.3%	-17.9%	1.9%	3.1%	10.0%	4.9%	-21.3%	4.5%	2.5%
퓨얼셀	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
% OPM	3.8	5.9	3.5	4.4	4.8	6.3	4.9	5.7	4.5	5.5	7.1
에너지빌리티	-0.1	4.1	2.6	7.1	6.3	5.9	3.5	5.7	3.9	5.4	8.6
밥캣	9.5	9.3	6.3	6.2	9.3	9.1	6.5	6.4	7.8	7.8	7.7
퓨얼셀	-11.6	-1.9	-17.2	-56.6	-10.6	1.2	-10.5	-30.0	-24.8	-13.6	-7.6

자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 48. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

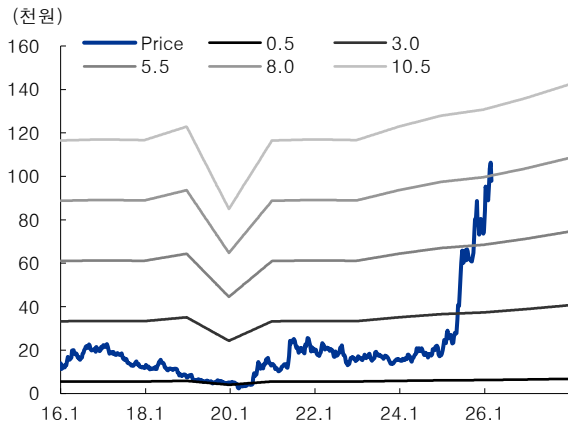
표 18. 두산에너지빌리티 목표주가 산출

EV/EBITDA Valuation		
EBITDA (2030E)	25,206	억원
Target Multiple	37.5	배
목표 EV	946,181	억원
(-) Net Debt (2030E)	20,367	억원
(+) Investment Securities (2030E)	17,174	억원
(-) Minority Interest (2030E)	54,408	억원
목표 시가총액	888,580	억원
주식수	640,561	천주
적정주가	138,719	원
목표주가	140,000	원
현재주가	106,500	원
상승여력	31.5	%
EV/EBITDA (2024-25 최고치에 10% 할증)		
최고치	37.5	배
최저치	14.2	배
평균치	24.2	배

자료: IBK투자증권

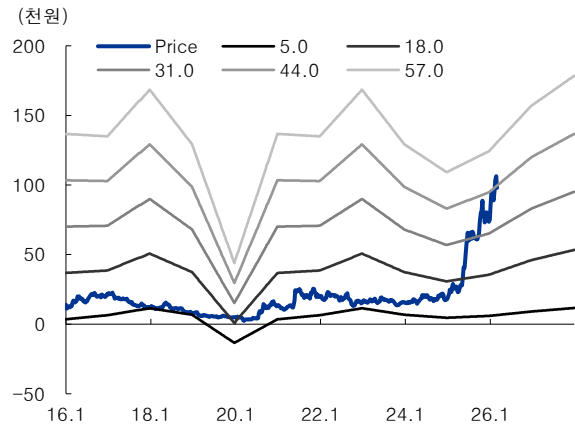
주: 글로벌 대형 원전 확대 기조와 미국의 SMR 상용화 추진에 따른 동사의 원전 핵심 기자재 수주 모델을 반영해 Target Multiple을 2024-25년 최고치에 10% 할증 적용함

그림 49. 두산에너지빌리티 Fwd PBR 밴드차트



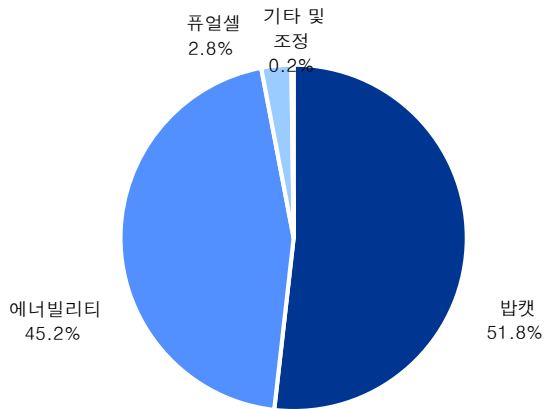
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 50. 두산에너지빌리티 Fwd EV/EBITDA 밴드차트



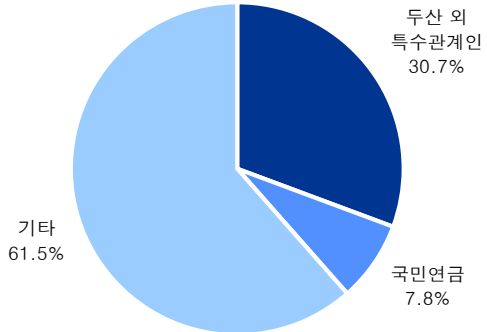
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 51. 부문별 매출 비중 (2025년)



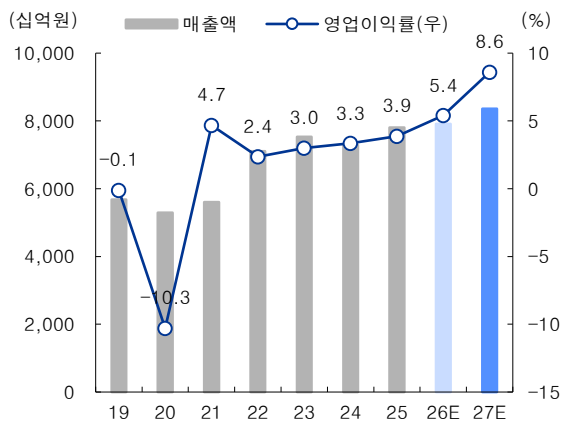
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 52. 주주현황 (2025년 9월 기준)



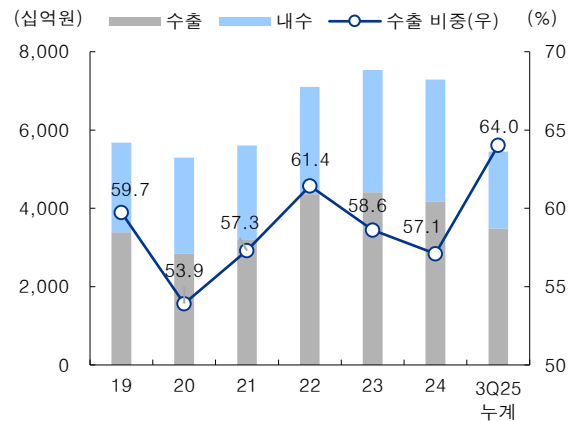
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 53. 에너지 부문 실적 추이 및 전망



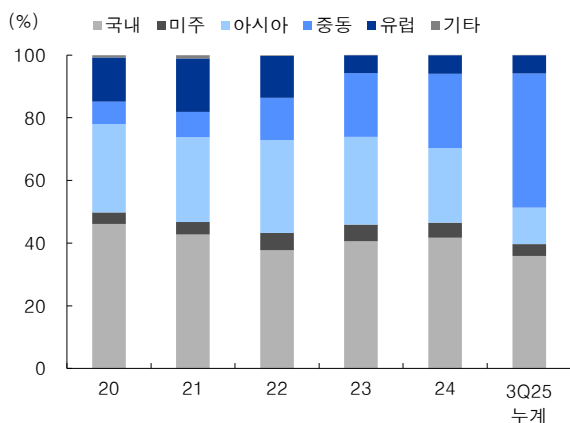
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 54. 에너지 부문 국내외 매출 비중 추이



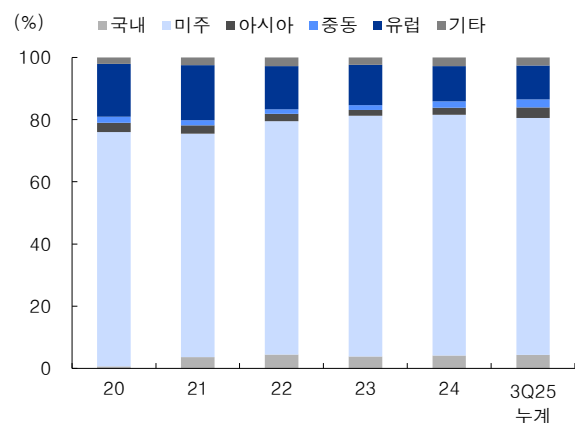
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 55. 에너지 부문 지역별 매출 비중 추이



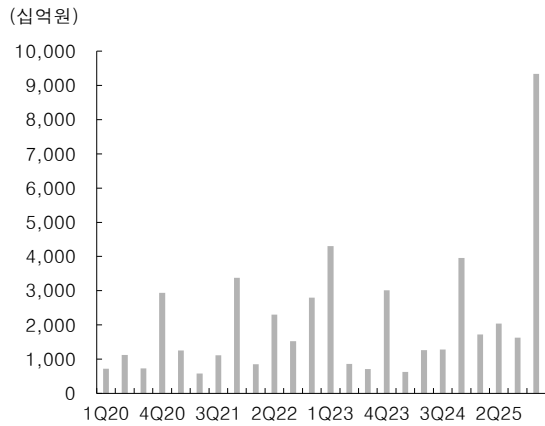
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 56. 배터리 부문 지역별 매출 비중 추이



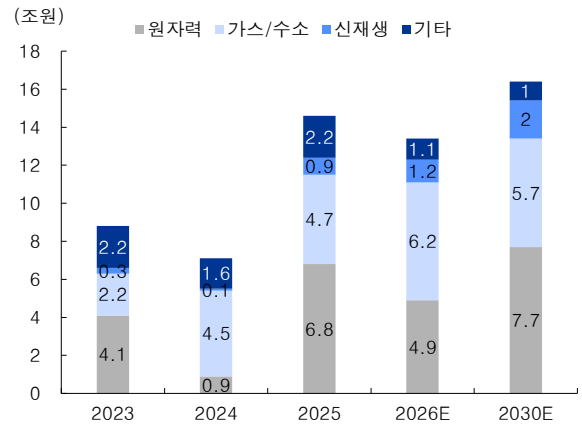
자료: 두산에너지, IBK투자증권

그림 57. 분기별 수주 추이



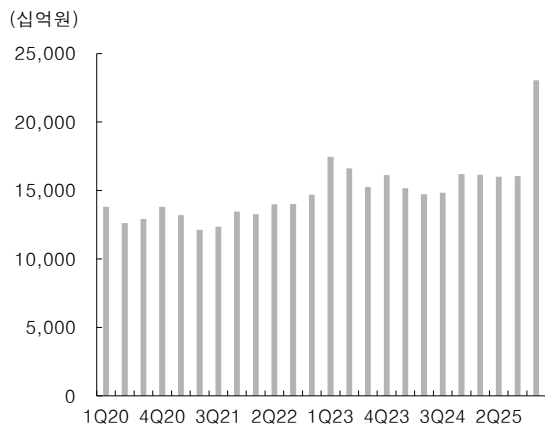
자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 58. 연간 수주 추이 및 전망



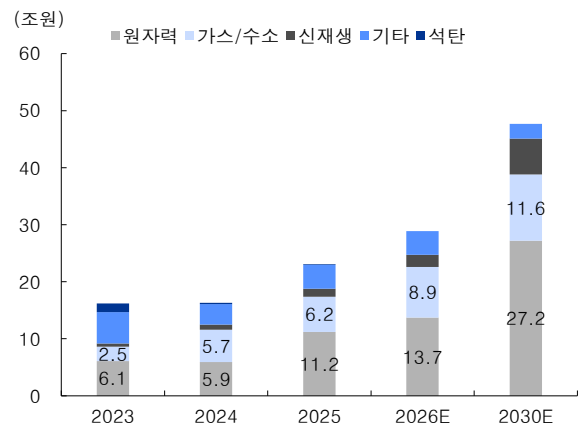
자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권
주: 가스/수소에 복합EPC 포함

그림 59. 분기별 수주잔고 추이



자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 60. 연간 수주잔고 추이 및 저망



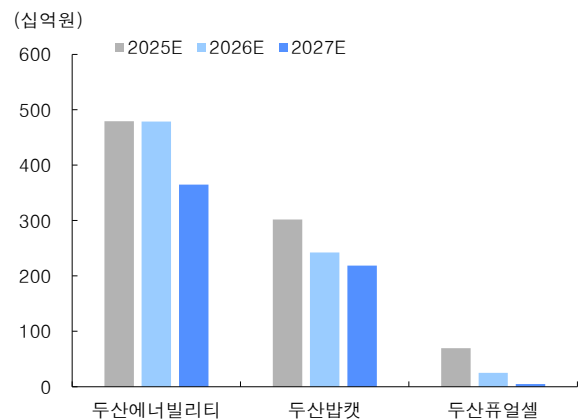
자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권
주: 가스/수소에 복합EPC 포함

표 18. 2026년 주요 추진 프로젝트

구분	프로젝트	금액(조원)
원자력 (4.9조)	대형원전	3.5
	SMR	1.1
	서비스 등	0.3
가스/수소 (3.2조)	복합화력 주기기	2.7
	국내외 단품/개보수/서비스	0.5
복합 EPC (3.0조)	국내외 복합 EPC	3.0

자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 61. 향후 투자계획



자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

표 19. 원자로 계통 주기기 글로벌 업체 현황

장비명	국가	기업	주요 참여 프로젝트
원자로 압력용기 (Reactor Pressure Vessel)	한국	두산에너지빌리티 (Doosan Enerbility)	Sanmen 1 (중국), Haiyang 1 (중국), Vogtle 3/4 (미국), Barakah 1~4 (UAE), VC Summer 2 (미국)
	프랑스	Framatome	Hinkley Point C 1/2 (영국)
	체코	Škoda JS	Temelin (체코), Mochovce (슬로바키아)
원자로 격납용기 (Reactor Container)	일본	IHI Corporation	Vogtle 3/4 (미국)
증기발생기 (Steam Generator)	한국	두산에너지빌리티	Vogtle 3/4 (미국), VC Summer 2 (미국), Barakah 1~4 (UAE)
	프랑스	Framatome	Taishan 1 (중국)
	일본	Japan Steel Works	Ohi 3 (일본), Taishan 1 (중국), Prairie Island (미국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Ohi (일본)
	인도	Larsen & Toubro	Rajasthan 7/8 (인도), Kakrapar 3/4 (인도)
원자로 냉각재 펌프 (Reactor Coolant Pump)	미국	Curtiss-Wright	Vogtle 3/4 (미국), Sanmen 1 (중국), Haiyang (중국), VC Summer 2 (미국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen (중국)
	일본	Ebara Corporation	Ohi (일본)
	일본	Fuji Electric	Ohi (일본)
	일본	Toshiba Energy Systems	Ohi (일본)
	일본	Kobe Steel	Ohi (일본)
	스위스	Sulzer	Hualong (중국)
가압기 (Pressurizer)	프랑스	Framatome	Taishan 1 (중국), Olkiluoto 3 (핀란드)

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

표 20. 터빈 계통 주기기 글로벌 업체 현황

장비명	국가	기업	주요 참여 프로젝트
증기터빈 (Steam Turbine)	독일	Siemens Energy	Olkiluoto 3 (핀란드), Hinkley Point C 1/2 (영국)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 1/2 (중국), Haiyang 1/2 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Choczewo (폴란드)
	한국	두산에너지빌리티	Barakah UAE, Dukovany 체코
발전기 (Generator)	미국	GE Vernova	Vogtle 1/2 (미국), Hinkley Point C (영국), Akkuyu (튀르키예)
	독일	Siemens Energy	Olkiluoto 3 (핀란드)
	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 1/2 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Choczewo (폴란드)
복수기 (Condenser)	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Vogtle 3/4 (미국)
	일본	Toshiba Energy Systems	Vogtle 3/4 (미국)
	한국	비에이치아이	Vogtle 3/4 미국
급수펌프 (Feedwater Pump)	일본	Mitsubishi Heavy Industries	Sanmen 5/6 (중국)
	프랑스	Arabelle Solutions	Hinkley Point C (영국)
	독일	KSB	Olkiluoto 3 (핀란드)
	스위스	Sulzer	Hualong (중국)

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

표 21. 한·미 SMR 정책 및 산업 이벤트

연도	내용
2010	美 DOE, SMR 정책 아젠다 공식화
2011	오바마 정부, 미래 에너지 보호를 위한 청사진에 신규 SMR 2종 설계 인증 비용 부담 지원 추진
2012	美 DOE, SMR 인허가 기술 지원 프로그램(LTS) 설립 美 DOE, LTS 통해 Bobcock&Wilcox에 1.5억 달러 지원 韓 원안위, 국내 최초의 중소형 원자로 SMART 표준설계인가 승인
2013	美 DOE, LTS 통해 NuScale Power에 2.2억 달러 지원
2014	IAEA 산하 SMR Regulators' Forum 출범
2016	NuScale, 美 NRC에 발전소 설계 인증 신청서 제출(20년 승인)
2019	美 '원자력 에너지 혁신 및 현대화법(NEIMA)' 제정
2020	美 DOE, '차세대원자로 실증사업(ARDP)' 시행
2021	ARPA-C를 설립해 혁신 연구주제로 SMR을 선정하고 원자력 미래 계획 美 국무부, SMR 기술협력 증진을 위한 FIRST 프로그램 개시 및 730만 달러 예산 확보
2022	TerraPower, Natrium 실증 프로젝트 부지 선정 및 착수
2024	美, Advance 법안 제정돼 NRC 인허가 효율화 증가 EU, EU 차원의 협력 강화를 위한 SMR 산업 연합 출범 글로벌 AI 데이터센터 전력 수요 증가 Google, 미국 청정에너지 전환 가속화 위해 Kairos SMR 원자력 에너지 계약 체결
2025	韓, SMR 1기 건설하는 제11차 전력수급기본계획 확정 두산에너지빌리티, SMR 전용 공장 투자 본격화
2026	韓, SMR 특별법 국회 통과 美 NRC, TerraPower의 Natrium 원자로 건설 승인

자료: 언론보도, IBK투자증권

표 22. 두산에너지빌리티 파트너십 타임라인

기업명	파트너십 타임라인
NuScale	2019: 4,400만 달러 지분 투자해 전략적 파트너십 시작 2021: 6,000만 달러 추가 투자해 SMR 활용 수소 생산 및 해수담수화 협력 확대 2022: NuScale의 SMR용 단조 소재 생산 시작, RPV 자재 주문 체결 2023: 기존 협력 강화를 위한 MOU 체결
TerraPower	2024: Natrium 원자로 핵심 부품 협력사 공식화 2026: Natrium 원자로 건설 허가
X-energy	2021: 고온가스냉각로(HTGR) 개발 참여 2023: SMR 배치 확대를 위한 2,500만 달러 전략적 투자 2025: 美 신형 Xe-100 원전 건설 위한 MOU 체결, Xe-100 16기용 부품 제조 계약 체결

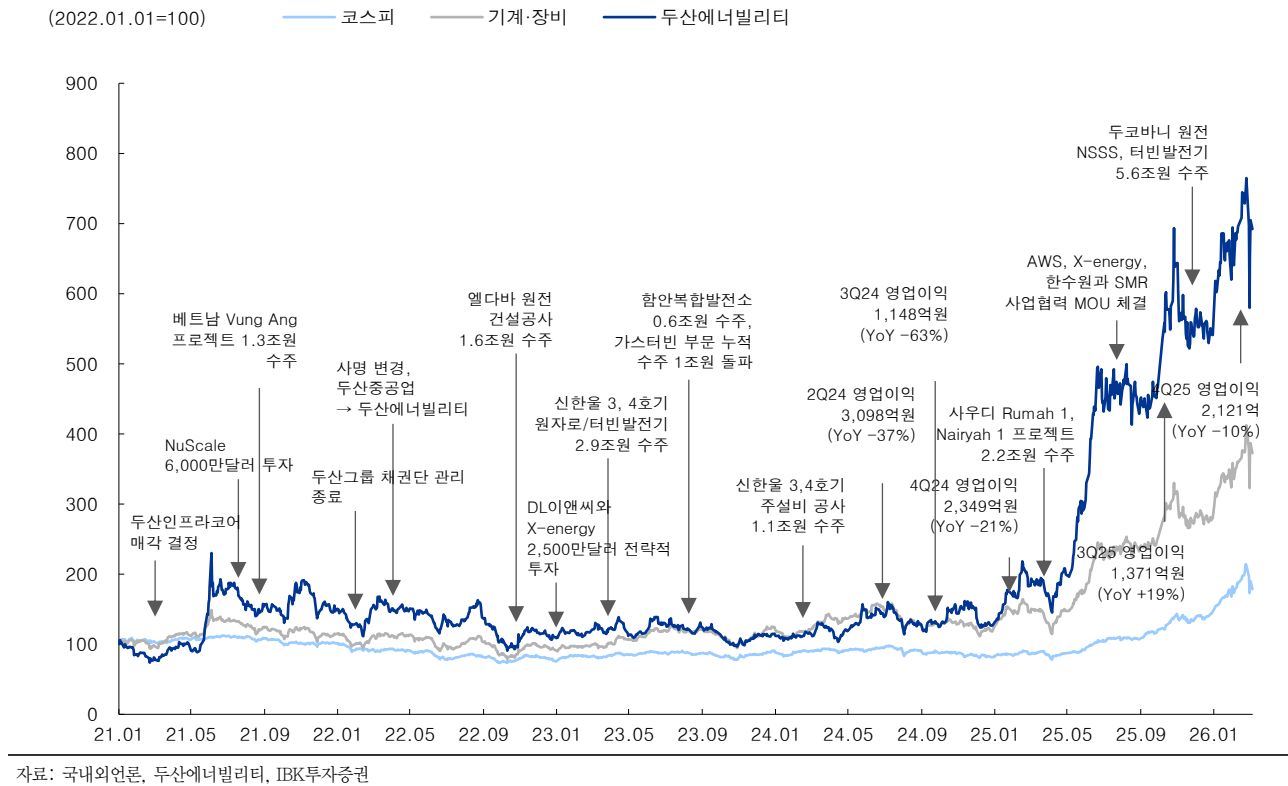
자료: 국내외언론, IBK투자증권

표 23. 두산에너지빌리티 주요 수주 계약 내용

계약 시작일	계약 종료일	계약 내용	계약상대방	판매지역	계약금액 (억원)
2008.05	2014.03	원자력 발전용 핵심 기자재 공급	Westinghouse	국외(미국)	2,522
2010.06	-	UAE 원전 주기기 공급	한국전력공사	국외(UAE)	47,405
2021.02	2023.11	Yanbu 4 RO(Reverse Osmosis) Plant	Yanbu International Water Company	국외(사우디)	7,825
2021.03	-	Upper Trishuli-1 Hydroelectric Power Project	NWEDC (Nepal Water & Energy Development Co.)	네팔	4,037
2021.05	2024.09	순천 왕지2지구 도시개발구역 부지조성 및 공동주택 신축공사	동부도시개발	국내	6,725
2021.07	2027.05	당진기지 1단계 #1~4 저장탱크 건설공사	한국가스공사	국내	6,092
2021.09	2025.08	베트남 Vung Ang II Power Project	VAPCO	국외(베트남)	13,127
2021.11	2024.10	괌 Ukudu Power Plant	Guam Ukudu Power LLC	국외(괌)	6,240
2022.02	2025.01	사우디아라비아 주조/단조 공장 건설 PJT	Tuwaik Casting & Forging Company	국외(사우디)	10,166
2022.09	2025.05	Shuaibah 3 Independent Water Project 계약	Shuaibah Three Water Desalination Company	국외(사우디)	8,360
2022.11	2029.04	Turbine Island Construction Contract Agreement for El-Dabaa NPP	한국수력원자력	국외(이집트)	15,954
2022.11	-	Jafurah Cogeneration Plant Project	한국전력공사	국외(사우디)	5,365
2023.03	-	카자흐스탄 Shymkent CCGP(복합화력)	PGU Turkestan LLP	국외 (카자흐스탄)	11,522
2023.03	2033.10	신한울 원자력 발전소 3,4호기 원자로설비 공급 계약	한국수력원자력	국내	23,381
2023.03	2033.03	신한울 원자력 발전소 3,4호기 터빈발전기 공급 계약	한국수력원자력	국내	5,320
2023.06	2026.06	보령신복합발전소 주기기 공급	한국중부발전	국내	2,816
2024.04	2033.10	신한울원자력 3,4호기 주설비 공사	한국수력원자력	국내	10,918
2024.07	2028.09	함안복합 파워블록 설치조건부 구매	한국중부발전	국내	5,839
2025.03	2028.05	Rumah #1 IPP	Rumal Energy Company	국외(사우디)	11,283
2025.03	2028.05	Nairyah #1 IPP	Naseem Energy Company	국외(사우디)	11,223
2025.03	2028.05	PP12 Expansion CCGT IPP	SEC (Saudi Electricity Company)	국외(사우디)	8,868
2025.06	2028.12	O Mon IV Thermal Power Plant	Vietnam National Industry-Energy Group (PVN)	국외(베트남)	9,640
2025.08	2029.12	당진기지 2단계 #5~7 저장탱크 및 부대설비 건설공사	한국가스공사	국내	4,458
2025.12	2038.04	Dukovany 5&6 NSSS Contract	한국수력원자력	국외(체코)	49,290
2025.12	2038.04	Dukovany 5&6 Turbine Generator Supply Contract	한국수력원자력	국외(체코)	7,111
2025.12	2028.09	두산 대형 가스터빈 패키지 공급계약	비공개	국외(미국)	비공개
2025.12	2029.07	영광 야월 해상풍력 발전소 설계 구매 시공 (EPC) 계약	야월해상풍력	국내	5,750
2026.03	2029.11	두산 대형 가스터빈 패키지 공급계약	비공개	미국	비공개

자료: 두산에너지빌리티, IBK투자증권

그림 62. 두산에너빌리티 이벤트 차트



두산에너지빌리티 (034020)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	17,058	17,638	18,547
증가율(%)	14.1	-7.7	5.1	3.4	5.2
매출원가	14,573	13,503	14,366	14,752	15,391
매출총이익	3,017	2,730	2,692	2,886	3,156
매출총이익률 (%)	17.2	16.8	15.8	16.4	17.0
판매비	1,550	1,712	1,929	1,922	1,838
판매비율(%)	8.8	10.5	11.3	10.9	9.9
영업이익	1,467	1,018	763	964	1,318
증가율(%)	32.7	-30.6	-25.0	26.3	36.8
영업이익률(%)	8.3	6.3	4.5	5.5	7.1
순금융손익	-268	-181	-399	-94	-77
이자손익	-241	-220	-247	-249	-248
기타	-27	39	-152	155	171
기타영업외손익	-422	-199	-52	-38	-106
중속/관계기업손익	-39	20	15	16	15
세전이익	738	658	327	847	1,150
법인세	221	263	171	548	628
법인세율	29.9	40.0	52.3	64.7	54.6
계속사업이익	518	395	156	299	523
중단사업손익	0	0	49	0	0
당기순이익	518	395	205	299	523
증가율(%)	-214.2	-23.7	-48.0	45.7	74.9
당기순이익률 (%)	2.9	2.4	1.2	1.7	2.8
지배주주당기순이익	56	111	111	171	310
기타포괄이익	20	578	137	0	0
총포괄이익	537	973	343	299	523
EBITDA	1,934	1,509	1,288	1,450	1,790
증가율(%)	22.6	-22.0	-14.6	12.6	23.4
EBITDA마진율(%)	11.0	9.3	7.6	8.2	9.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	87	174	173	267	484
BPS	11,111	11,703	12,182	12,449	12,933
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	183.0	100.9	435.8	387.6	214.1
PBR	1.4	1.5	6.2	8.3	8.0
EV/EBITDA	8.4	12.3	43.4	51.0	41.3
성장성지표(%)					
매출증가율	14.1	-7.7	5.1	3.4	5.2
EPS증가율	-107.0	100.1	-0.6	54.6	81.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.8	1.5	1.4	2.2	3.8
ROA	2.2	1.5	0.8	1.1	1.8
ROIC	3.9	2.9	1.4	1.9	3.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	127.3	125.7	130.4	130.4	129.7
순차입금 비율(%)	21.5	27.3	29.2	28.2	25.5
이자보상배율(배)	4.6	3.1	2.3	2.8	3.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.9	12.4	11.8	10.6	10.5
재고자산회전율	7.0	6.2	6.0	6.0	6.0
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,642	10,049	10,709	11,216	12,059
현금및현금성자산	2,620	2,898	2,971	3,240	3,693
유가증권	118	144	140	142	147
매출채권	1,333	1,290	1,604	1,732	1,794
재고자산	2,539	2,734	2,916	2,968	3,178
비유동자산	14,999	16,266	16,754	16,940	17,202
유형자산	5,225	5,703	5,730	5,855	6,016
무형자산	7,893	8,397	8,539	8,562	8,585
투자자산	1,015	1,182	1,427	1,445	1,484
자산총계	24,641	26,315	27,462	28,155	29,261
유동부채	9,597	8,946	9,475	9,626	9,937
매입채무및기타채무	2,434	2,221	2,333	2,375	2,461
단기차입금	1,187	2,141	2,090	2,127	2,204
유동성장기부채	1,576	398	1,053	1,053	1,053
비유동부채	4,203	5,708	6,069	6,312	6,584
사채	494	907	457	457	457
장기차입금	1,458	2,435	2,672	2,868	3,044
부채총계	13,799	14,654	15,544	15,938	16,520
지배주주지분	7,117	7,497	7,804	7,975	8,284
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,713	1,572	1,440	1,440	1,440
자본조정등	46	47	46	46	46
기타포괄이익누계액	907	1,216	1,317	1,317	1,317
이익잉여금	1,185	1,394	1,734	1,905	2,214
비지배주주지분	3,724	4,165	4,115	4,243	4,456
자본총계	10,842	11,661	11,919	12,218	12,740
비이자부채	8726	8423	8947	9107	9436
총차입금	5,073	6,231	6,597	6,831	7,084
순차입금	2,334	3,189	3,486	3,448	3,244

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,071	242	-130	535	770
당기순이익	518	395	205	299	523
비현금성 비용 및 수익	1,547	1,344	1,378	603	640
유형자산감가상각비	323	350	371	347	341
무형자산상각비	144	141	154	140	130
운전자본변동	645	-891	-1,233	-117	-144
매출채권등의 감소	295	249	-239	-128	-63
재고자산의 감소	-201	59	-272	-52	-210
매입채무등의 증가	16	-361	47	42	86
기타 영업현금흐름	-639	-606	-480	-250	-249
투자활동 현금흐름	-817	-821	-488	-950	-1,066
유형자산의 증가(CAPEX)	-396	-461	-441	-472	-502
유형자산의 감소	9	9	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-206	-191	-220	-163	-154
투자자산의 감소(증가)	-173	-17	24	-19	-38
기타	-51	-161	146	-296	-372
재무활동 현금흐름	-53	608	793	684	748
차입금의 증가(감소)	255	873	340	196	176
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-308	-265	453	488	572
기타 및 조정	23	249	-102	0	0
현금의 증가	1,224	278	73	269	452
기초현금	1,396	2,620	2,898	2,971	3,240
기말현금	2,620	2,898	2,971	3,240	3,693

매수 (유지)

목표주가 (상향)	140,000원
현재가 (3/13)	103,600원

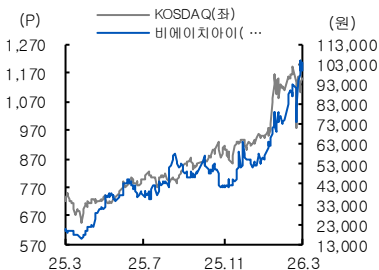
KOSDAQ (3/13)	1,152.96pt
시가총액	3,206십억원
발행주식수	30,944천주
액면가	500원
52주 최고가	105,000원
최저가	15,480원
60일 일평균거래대금	79십억원
외국인 지분율	20.4%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
박은미 외 5 인	23.67%
우종인	8.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	32%	55%	235%
절대기준	38%	111%	435%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	72,000	▲
EPS(25)	1,960	2,003	▼
EPS(26)	3,072	2,936	▲

비에이치아이 상대주가 (%)



비에이치아이 (083650)

미국 원전 공급망 참여 레퍼런스 보유

미국 원전 건설 확대 시 원전 보조기기 공급 역량 부각될 것

미국 내 신규 원전 건설 프로젝트가 재개될 경우 기존 글로벌 원전 공급망에 대한 의존도가 높을 수밖에 없으며, 특히 과거 미국 원전 프로젝트에 기자재를 공급한 경험을 보유한 기업들의 수혜 가능성이 부각될 전망이다. 이러한 관점에서 동사는 미국 원전 확대 국면에서 주목해야 하는 기업 중 하나로 평가된다. 실제로 과거 미국의 보글(Vogtle) 원전 프로젝트에 일본 도시바(Toshiba)와 협력해 터빈계통 설비인 복수기(Condenser)를 제작·공급했다.

당시 도시바가 보글 3·4호기에 적용된 복수기의 설계를 담당하고 기술 및 품질 관리를 지원했으며, 실제 제작은 동사의 사천 공장에서 이뤄졌다. 2010~11년 보글3·4호기와 썸머2·3호기(17년 건설 중단) 관련 복수기 4기에 대한 계약금액이 약 940억 원이었음을 고려하면, 원전 1기당 당시 환율 기준 약 235억원의 복수기 수주가 이뤄진 것으로 추정된다. 또한 복수기뿐만 아니라 급수가열기, 격납 건물 철판 등 다양한 원자력 보조기기(B.O.P) 라인업을 갖추었다는 점도 긍정적이다. 한편 국내 신한울 3·4호기 관련 약 1,500억원 원자력 보조기기 수주 물량은 올해부터 연간 300~400억원 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 예상된다.

큰 폭의 실적 성장과 수주 확대 지속 전망

작년 4분기에는 배열회수보일러(HRSG) 부문의 호조로 기대치를 상회하는 실적을 기록했다. 2025년 연간 수주 금액은 1.8조원(국내: 0.2조원, 해외: 1.6조원)으로 약 20% 증가했으며, 2024년에 이어 2년 연속 복합화력발전용 배열회수보일러 시장 점유율 1위를 기록했다. 2024~25년 확보한 수주 물량이 매출에 반영되면서 올해 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 955억원(+42.0% yoy), 1,068억원(+45.8% yoy)으로 증가할 전망이다. 연간 수주 금액은 2조원을 넘어설 것으로 예상된다. 이에 매수의 견을 유지하며, 높아진 실적추정치와 밸류에이션을 반영해 목표주가를 기존 대비 94.4% 상향한 140,000원으로 제시한다. 가파른 실적 성장과 주가 상승세를 고려할 때 자산가치 기반의 PBR보다는 영업이익 및 현금창출력을 반영하는 EV/EBITDA 멀티플이 보다 적절한 평가 지표라고 판단된다. 이에 목표주가 산정을 기존 PBR과 EV/EBITDA 평균 방식에서 EV/EBITDA 단일 방식으로 변경했다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	772	1,096	1,341
영업이익	15	22	73	107	138
세전이익	4	-4	73	120	155
지배주주순이익	8	20	61	95	122
EPS(원)	267	633	1,960	3,072	3,958
증가율(%)	-136.2	137.6	209.4	56.7	28.9
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.5	9.8	10.3
순이익률(%)	1.9	4.9	7.9	8.7	9.1
ROE(%)	12.2	20.6	41.7	42.8	37.0
PER	30.4	24.4	26.7	32.5	25.2
PBR	3.4	4.1	9.3	11.5	7.9
EV/EBITDA	15.0	20.9	20.8	26.9	21.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 25. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	135.3	169.3	204.7	262.3	209.3	219.0	271.1	396.2	404.7	771.6	1,095.5
보일러	20.1	27.2	29.3	15.7	23.3	33.4	34.4	18.9	68.4	92.4	110.0
HRSG	98.7	103.3	89.4	181.3	131.7	139.6	139.2	287.7	259.0	472.7	698.2
B.O.P	4.2	0.8	1.1	4.8	9.4	3.3	5.4	23.3	14.3	10.8	41.4
기타	12.3	38.0	84.8	60.6	44.9	42.8	92.1	66.2	63.0	195.7	245.9
YoY	85.1%	96.2%	108.4%	78.3%	54.7%	29.3%	32.4%	51.1%	10.2%	90.6%	42.0%
보일러	23.1%	-0.5%	146.4%	22.6%	15.6%	22.6%	17.3%	20.8%	-52.7%	35.0%	19.1%
HRSG	128.9%	186.0%	26.5%	66.2%	33.5%	35.1%	55.7%	58.7%	130.8%	82.5%	47.7%
B.O.P	36.6%	-78.9%	-72.0%	31.9%	123.8%	319.6%	387.6%	391.1%	16.0%	-24.2%	281.9%
기타	16.3%	98.5%	626.1%	180.0%	265.5%	12.6%	8.5%	9.3%	-35.9%	210.5%	25.7%
매출원가	112.5	139.0	176.5	217.7	172.7	179.6	230.9	326.9	345.6	645.7	910.0
YoY	82.0%	89.5%	107.8%	73.4%	53.5%	29.2%	30.8%	50.1%	6.7%	86.8%	40.9%
% COGS	83.2	82.1	86.2	83.0	82.5	82.0	85.2	82.5	85.4	83.7	83.1
매출총이익	22.8	30.3	28.2	44.6	36.6	39.4	40.1	69.3	59.1	125.8	185.5
YoY	101.7%	133.6%	111.8%	106.9%	60.7%	30.2%	42.4%	55.5%	36.1%	112.8%	47.4%
% GPM	16.8	17.9	13.8	17.0	17.5	18.0	14.8	17.5	14.6	16.3	16.9
판매관리비	10.3	9.9	9.8	22.5	16.1	12.9	15.2	34.5	37.2	52.6	78.7
YoY	33.0%	41.6%	15.1%	62.0%	55.8%	30.7%	54.5%	53.1%	31.2%	41.4%	49.7%
% SG&A	7.6	5.8	4.8	8.6	7.7	5.9	5.6	8.7	9.2	6.8	7.2
영업이익	12.4	20.4	18.4	22.1	20.5	26.5	24.9	34.9	21.9	73.3	106.8
YoY	253.4%	240.9%	284.8%	188.3%	64.8%	30.0%	35.9%	58.0%	45.3%	234.1%	45.8%
% OPM	9.2	12.0	9.0	8.4	9.8	12.1	9.2	8.8	5.4	9.5	9.7

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

주1: 보일러: 화력발전 급수를 가열하여 과열 증기를 생산

HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수 보일러): 복합화력발전 가스터빈에서 배출되는 고온의 배기가스를 회수하여 스팀터빈을 구동하는 설비

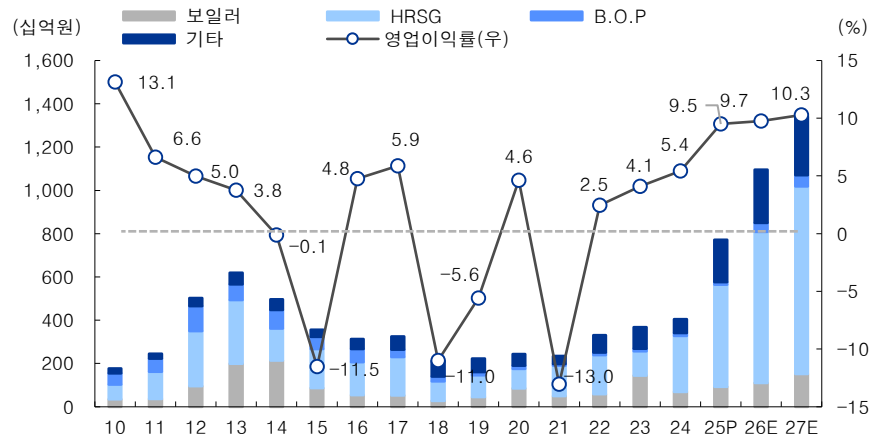
: 40% 수준인 LNG기반 복합발전소의 발전효율을 약 60%까지 높이는 핵심 설비로 2024~25년 글로벌 시장점유율 1위

B.O.P(Balance of Plant, 원자력 보조기기): 복수기, 급수가열기, OCW쿨러 등

기타: EPC 포함

주2: 4Q25 매출원가와 판매관리비는 IBKS 추정치임

그림 63. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

표 26. 비에이치아이 목표주가 산출

EV/EBITDA Valuation		
EBITDA (2026E)	1,182	억원
Target Multiple	37.6	배
목표 EV	44,428	억원
(-) Net Debt	920	억원
(+) Investment Securities	679	억원
(-) Minority Interest	-0	억원
목표 시가총액	44,188	억원
주식수	30,944	천주
적정주가	142,798	원
목표주가	140,000	원
현재주가	103,600	원
상승여력	35.1	%
EV/EBITDA (2024-25 평균에 50% 할증)		
최고치	37.6	배
최저치	13.9	배
평균치	22.3	배

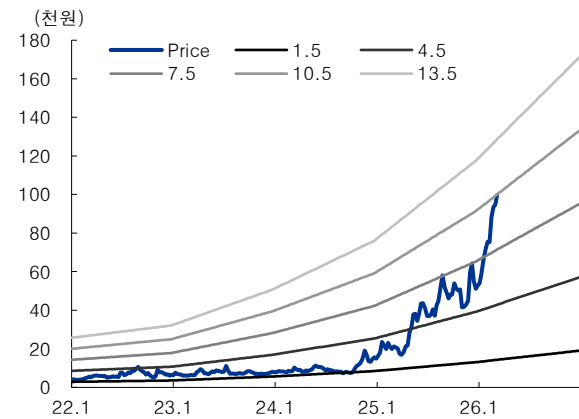
자료: IBK투자증권

주1: 올해 예상 실적 기준, 과거 4개년동안 각 년도의 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치를 평균한 값을 사용해 목표주가 산출

주2: 해외 수주 호조에 따라 과거 10년래 수주 총액이 가장 높은 수준임을 고려해 EV/EBITDA 배수 최고치 적용 중임

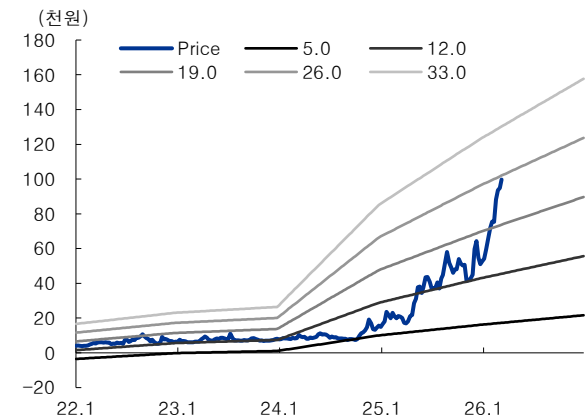
주3: 기존 2022-25 평균 EV/EBITDA(23.7배)를 반영했으나, 최근 높아진 밸류에이션을 고려해 2024-25 평균 EV/EBITDA에 50% 할증한 37.6배로 상향 반영함

그림 64. 비에이치아이 Fwd PBR 밴드 차트



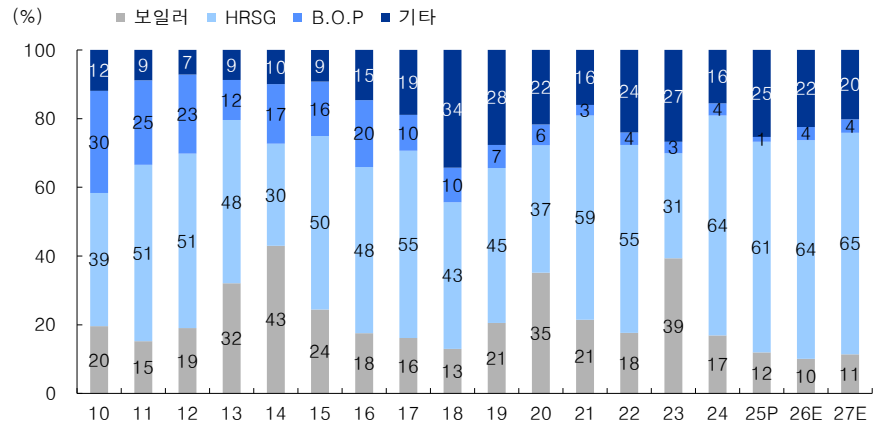
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 65. 비에이치아이 Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



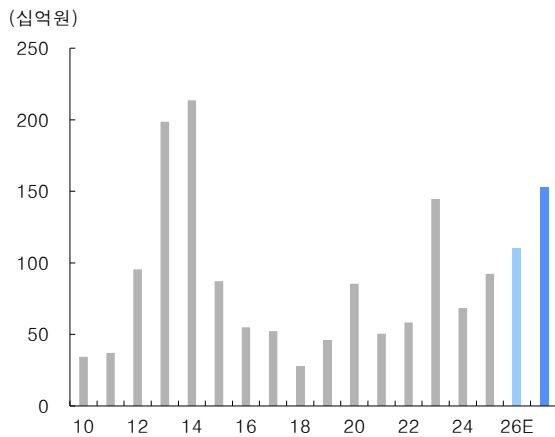
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 66. 부문별 매출 비중 추이 및 전망



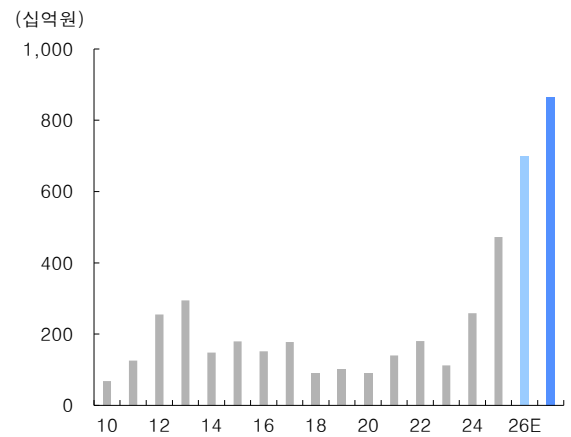
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 67. 보일러 부문 매출 추이 및 전망



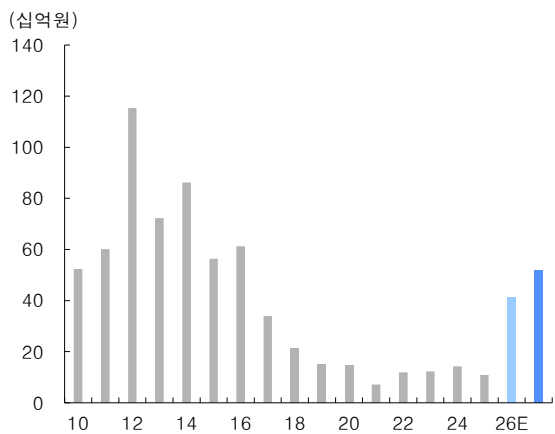
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 68. HRSG(배열회수 보일러) 부문 실적 추이 및 전망



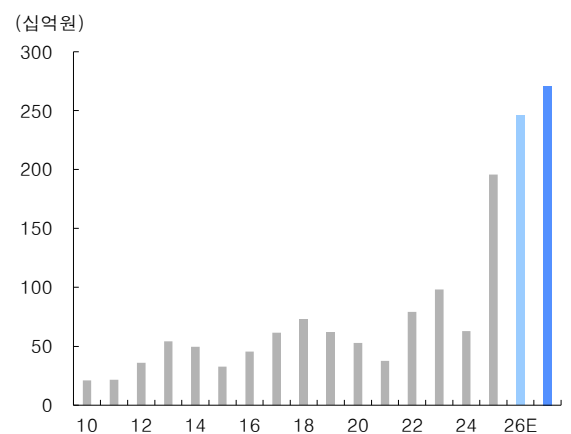
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 69. B.O.P(Balance of Plant) 부문 실적 추이 및 전망



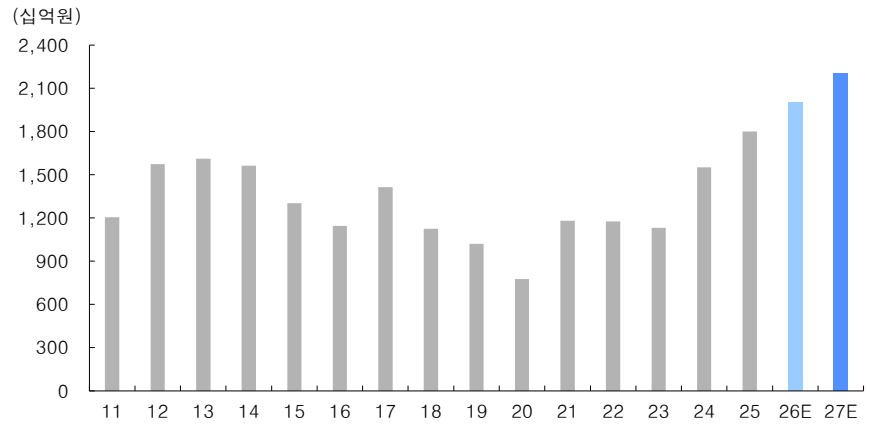
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 70. 기타 부문 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 71. 연간 수주 금액 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권
주: 2025년은 추정치

그림 72. 원자력 발전소 보조기기(B.O.P)

제품 포트폴리오



*이미지 출처: 한국수력원자력



스테인리스 스틸 라이너 (SSLW)

원자력 발전소 '저수조' 구축에 필요한 핵심 철골 구조물
냉각수 및 방사성 물질 유출과 외부 오염물질 진입 방지



격납건물 포스트 텐서닝 시스템 (CPTS)

격납건물 강화 설비



원자로 건물 여과환기시스템 (GVS)

사고 발생 시, 원자로 건물의 과압 방지



배관 관통부 (CPP)

기밀이 유지되는 격납건물의 내부와 외부를 연결하기 위한 격납건물 벽을 관통하는 배관



격납 건물 철판 (CLP)

격납건물 내벽에 설치돼 방사능 누출 방지



급수가열기 (HP / LP Feedwater Heater)

발전소의 효율을 높이고
급수와 보일러의 온도 차로 인한 열 영향 최소화



복수기 (Condenser)

터빈의 배기를 물로 응축하는 기기

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

비에이치아이 (083650)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	772	1,096	1,341
증가율(%)	11.3	10.2	90.6	42.0	22.4
매출원가	324	346	646	910	1,109
매출총이익	43	59	126	185	231
매출총이익률 (%)	11.7	14.6	16.3	16.9	17.2
판매비	28	37	53	79	94
판매비율(%)	7.6	9.1	6.9	7.2	7.0
영업이익	15	22	73	107	138
증가율(%)	86.1	45.3	234.1	45.8	29.1
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.5	9.8	10.3
순금융손익	-12	-26	-1	12	17
이자손익	-11	-9	-4	-1	0
기타	-1	-17	3	13	17
기타영업외손익	2	1	2	2	0
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	4	-4	73	120	155
법인세	-4	-24	13	25	32
법인세율	-100.0	600.0	17.8	20.8	20.6
계속사업이익	7	20	61	95	122
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	20	61	95	122
증가율(%)	-139.0	162.4	209.5	56.7	28.9
당기순이익률 (%)	1.9	4.9	7.9	8.7	9.1
지배주주당기순이익	8	20	61	95	122
기타포괄이익	-1	23	-3	0	0
총포괄이익	7	43	58	95	122
EBITDA	26	28	83	118	150
증가율(%)	37.6	9.0	196.7	42.3	27.2
EBITDA마진율(%)	7.1	6.9	10.8	10.8	11.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	267	633	1,960	3,072	3,958
BPS	2,377	3,760	5,634	8,706	12,664
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	24.4	26.7	32.5	25.2
PBR	3.4	4.1	9.3	11.5	7.9
EV/EBITDA	15.0	20.9	20.8	26.9	21.1
성장성지표(%)					
매출증가율	11.3	10.2	90.6	42.0	22.4
EPS증가율	-136.2	137.6	209.4	56.7	28.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.2	20.6	41.7	42.8	37.0
ROA	1.7	4.1	9.0	10.6	12.1
ROIC	3.4	9.4	26.8	34.0	32.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	477.2	350.7	368.6	263.2	165.9
순차입금 비율(%)	181.1	92.2	59.8	34.2	20.9
이자보상배율(배)	1.3	2.1	11.0	15.1	26.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	74.4	49.6	82.6	110.9	102.6
총자산회전율	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	188	247	525	666	727
현금및현금성자산	14	18	20	28	28
유가증권	9	2	3	8	9
매출채권	0	0	0	0	10
재고자산	6	11	8	12	14
비유동자산	237	277	292	312	315
유형자산	192	222	216	212	204
무형자산	17	16	17	15	14
투자자산	23	25	48	68	76
자산총계	425	525	817	978	1,041
유동부채	321	380	599	643	570
매입채무및기타채무	20	40	52	59	71
단기차입금	114	125	126	127	119
유동성장기부채	43	2	1	1	1
비유동부채	31	28	44	66	79
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	352	408	643	709	650
지배주주지분	74	116	174	269	392
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	26	26	26	26	26
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	60	84	83	83	83
이익잉여금	-27	-8	51	146	268
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	116	174	269	392
비이자부채	195	281	516	581	530
총차입금	157	127	127	128	120
순차입금	134	107	104	92	82

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44	40	152	114	129
당기순이익	7	20	61	95	122
비현금성 비용 및 수익	27	17	23	-2	-5
유형자산감가상각비	8	4	8	10	11
무형자산상각비	2	2	2	2	1
운전자본변동	20	13	74	23	11
매출채권등의 감소	15	22	-49	0	-10
재고자산의 감소	-2	-5	3	-4	-2
매입채무등의 증가	-15	18	11	7	12
기타 영업현금흐름	-10	-10	-6	-2	1
투자활동 현금흐름	-15	0	-186	-160	-64
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-4	-8	-6	-3
유형자산의 감소	0	0	7	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-21	-20	-8
기타	-10	5	-161	-134	-53
재무활동 현금흐름	-39	-37	36	54	-65
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-39	-37	36	54	-65
기타 및 조정	0	1	1	0	0
현금의 증가	-10	4	3	8	0
기초현금	24	14	18	20	28
기말현금	14	18	20	28	28

매수 (유지)

목표주가 (상향) 195,000원
현재가 (3/13) 164,400원

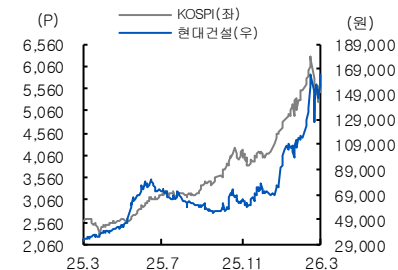
KOSPI (3/13) 5,487.24pt
시가총액 18,385십억원
발행주식수 112,410천주
액면가 5,000원
52주 최고가 164,700원
최저가 32,300원
60일 일평균거래대금 237십억원
외국인 지분율 24.3%
배당수익률 (2025F) 1.1%

주주구성
현대자동차 외 5 인 34.92%
국민연금공단 11.08%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	44%	71%	139%
절대기준	44%	177%	409%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	195,000	130,000	▲
EPS(25)	3,320	3,320	-
EPS(26)	4,812	4,648	▲

현대건설 상대주가 (%)



현대건설 (000720)

원전으로 돌아온 해외수주 르네상스

수행 경험이 경쟁력으로 환원되기 시작

미국 원전 시장이 재확대되는 국면에서, 현대건설은 국내 건설사 가운데 가장 직접적인 수혜 가능성을 보유한 사업자로 판단한다. 첫째, 최근 대형 원전 EPC 레퍼런스 측면에서 동사의 경쟁력은 뚜렷하기 때문이다. 원전 산업에서는 과거 수행 이력보다 현재 시점에도 유효한 실행 경험이 중요하다.

동사는 바라카 4기(UAE 원전)와 국내 20기 원전에 대한 공정 안정성, 일정 예측력, 품질 보증 체계를 축적했다. 여기에, 2024년에는 불가리아 코즐로두이 AP1000 2기 FEED 계약까지 수주하며, 발주처로부터 원가 산정 전문성을 인정 받았다고 판단한다.

둘째, 재무 체력 측면에서도 동사는 미국이 요구하는 대형 프로젝트 수행 조건에 근접해 있다. 동사의(현엔 제외) 매출은 2019년 10.0조 원 → 2025년 16.5조 원 (+64.8%), 수주잔고는 34.0조 원 → 69.7조 원 (+105.0%), 자본총계(별도)는 5.6조 원 → 7.1조 원(+24.3%)로 증가했다. 대형 원전 EPC는 수년 단위의 공기 지연과 원가 변동성을 감내해야 하는 사업이기 때문에, 대차대조표의 완충력이 중요하다. 그런 점에서 동사는 7조 원에 가까운 자금을 보유하고 있어, 국내 건설사 가운데 장기 원전 프로젝트를 감내할 수 있는 재무적 기반이 가장 두텁다고 판단한다.

결국, 당사가 앞서 제시한 미국 원전 시장 진출의 세 가지 조건, 동맹 기반의 신뢰, 최근 대형 원전 EPC 레퍼런스, 재무 체력 등을 동사는 충족하였다고 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 195,000원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 195,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12M Fwd, EPS에 Target P/E 25.0배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	31,063	27,520	29,031
영업이익	785	-1,263	653	812	1,375
세전이익	940	-986	647	868	1,429
지배주주순이익	536	-169	373	541	932
EPS(원)	4,767	-1,500	3,320	4,812	8,292
증가율(%)	31.1	-131.5	-321.3	44.9	72.3
영업이익률(%)	2.6	-3.9	2.1	3.0	4.7
순이익률(%)	2.2	-2.3	1.8	2.3	3.7
ROE(%)	6.8	-2.1	4.6	6.4	10.3
PER	7.3	-16.9	21.1	32.4	18.8
PBR	0.5	0.4	1.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.2	-2.4	10.8	17.7	11.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

원전 매출 시나리오

동사는 대형 원전에서 웨스팅하우스의 AP1000 기반 프로젝트에 접근하고 있으며, SMR 영역에서는 Holtec과의 전략적 파트너십을 통해 초기 시장 진입 기회를 확보하고 있다. 즉 대형 원전(AP1000)과 SMR(SMR-300)을 동시에 추진하는 복수 트랙 구조로 파이프라인을 구축하고 있어, 전체 원전 수주 모멘텀을 유지할 수 있는 구조다.

현재 공개된 파이프라인의 핵심 프로젝트는 크게 세 가지로 정리된다. 첫 번째는 Holtec이 추진하는 펠리세이즈 SMR 프로젝트다. 출력 규모는 약 0.6GW 수준으로 가정하며 2027년 착공, 2032년 준공을 기준 시나리오로 설정하고 있다. 현재 사업 단계는 LWA(본 허가 전 제한 건설 허가)로 분류된다.

두 번째는 불가리아 코즐로두이 프로젝트로 AP1000 2기 약 2.2GW 규모의 대형 원전 건설 사업이다. 본 분석에서는 착공 시점을 2027년으로 가정하였다. 세 번째는 Matador 프로젝트로 AP1000 기준 약 4.4GW 규모의 초대형 프로젝트이며 현재 FEED 단계에 위치한다. 세 프로젝트 모두 2027년 착공을 가정할 경우 EPC 매출 인식은 2028년 이후부터 본격적으로 확대되는 구조다.

원전 EPC 사업의 매출 구조는 일반 건설 프로젝트와 달리 초기에는 설계 및 준비 단계 중심으로 매출 인식이 제한적이며, 주요 공정이 진행되는 중반 이후 구간에서 매출이 빠르게 확대되는 특성을 가진다. 예를 들어 펠리세이즈 SMR 프로젝트의 경우 착공 이후 연도별 매출은 0.3조 원 → 0.57조 원 → 0.87조 원 → 1.15조 원 → 1.45조 원 수준으로 점진적으로 확대되는 구조를 가정하였다.

대형 원전 프로젝트인 코즐로두이와 Matador는 사업 규모가 더 크기 때문에 매출 레벨 역시 더 높은 수준에서 형성된다. 특히 Matador 프로젝트의 경우 착공 이후 매출 흐름이 약 0.5조 원 → 1.1조 원 → 1.6조 원 → 2.2조 원 → 2.7조 원 → 2.9조 원 수준으로 확대되는 시나리오를 가정하였다.

이 세 프로젝트만을 기준으로 보더라도 착공 이후 3~4년차에 해당하는 2030년 시점에는 매출 인식이 가장 가파르게 증가하는 구간에 진입하게 된다. 표 기준으로 보면 2030년(T+3) 시점에 펠리세이즈 SMR, 코즐로두이, Matador 세 프로젝트에서 인식되는 매출 합계는 약 4.5조 원 수준으로 추정된다. 추가적으로 슬로바키아 보후니체 프로젝트와 핀란드 Fortum 프로젝트 등 착공이 현실화될 경우 2030년 이후 새로운 매출 레이어가 추가될 가능성이 있다.

그림 73. 현대건설 원전프로젝트 파이프라인



자료: 현대건설, IBK투자증권

표 24. 현대건설 주요 파이프라인

(단위: 억 원)

구분	파트너	주요 역할	프로젝트 명	용량 (GW)	착공	준공	공사 기간	진행 단계	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
SMR	Holtec	SMR300	펠리세이즈	0.6	2027	2032	6	LWA	2,859	5,739	8,737	11,552	14,486	
대형 원전	WH	AP1000	불가리아 코즐로두이	2.2	2027	2036	10	FID 전	3,006	6,034	9,185	12,144	15,230	16,219
	WH	AP1000	Project Matador	4.4	2027	2036	10	FEED	5,368	10,775	16,402	21,686	27,196	28,962
	WH	AP1000	슬로바키아 보후니체	1.1	2028	2037	10	Study		2,147	4,310	6,561	8,675	10,878
	WH	AP1000	핀란드 Fortum	1.1	2029	2037	10	EWA			2,147	4,310	6,561	8,675
합계									11,233	24,695	40,780	56,253	72,147	80,160

자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

주1: 착공 일자: 해당 연도의 1월 1일 착공 추정

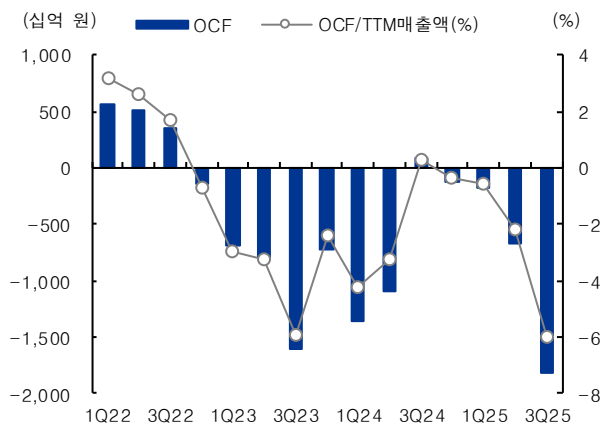
주2: 기성률은 UAE 바라카 원전 프로젝트를 준용

재무건전성 추이

현금흐름에 대한 시장의 우려도 점차 완화될 가능성이 높다. 그동안 동사에 대한 핵심 우려는 영업현금흐름(OCF) 부진에 따른, 미회수 비율(미청구공사+미수금 대비 매출액) 상승이었다. 그러나 최근 OCF 둔화의 원인은 후분양 사업지의 현금 시점차와 일부 사업지의 미분양 물량에 따른 일시적 현금 유입 공백의 영향이 컸다고 판단한다.

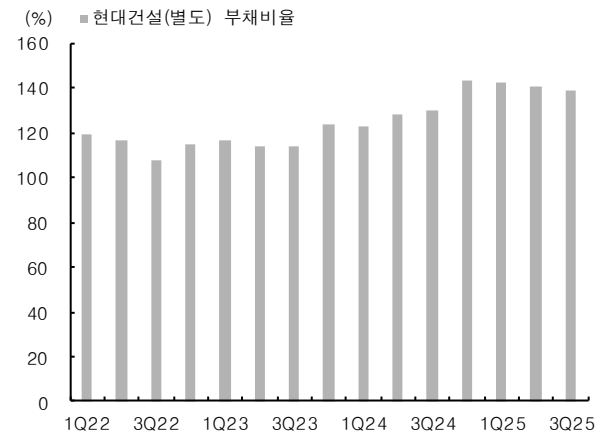
올해부터는 이러한 우려가 점진적으로 완화될 가능성이 높다. 대표적으로는 단일 분양 사업지 기준 약 4조 원 규모의 디에이치 클라스트가 2026년 2월 12일 관리처분계획(변경) 인가를 획득하며, 조합원 분양을 시작으로 일반 분양 절차에 진입할 가능성이 높아졌다. 또한, 주요 정비사업지들의 분양이 순차적으로 진행될 경우 추가적인 현금 유입이 발생할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 재무비율은 연중 점진적으로 개선되는 흐름을 보일 가능성이 높다고 전망한다.

그림 74. 현대건설 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



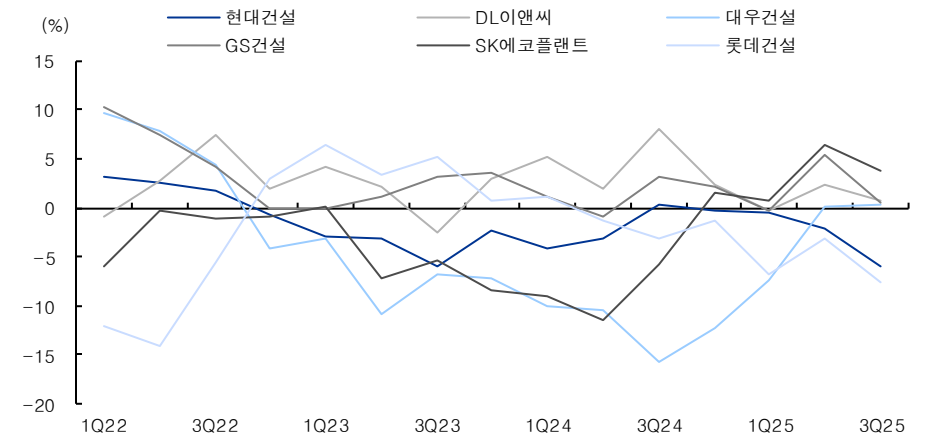
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 75. 현대건설(별도) 부채비율 추이



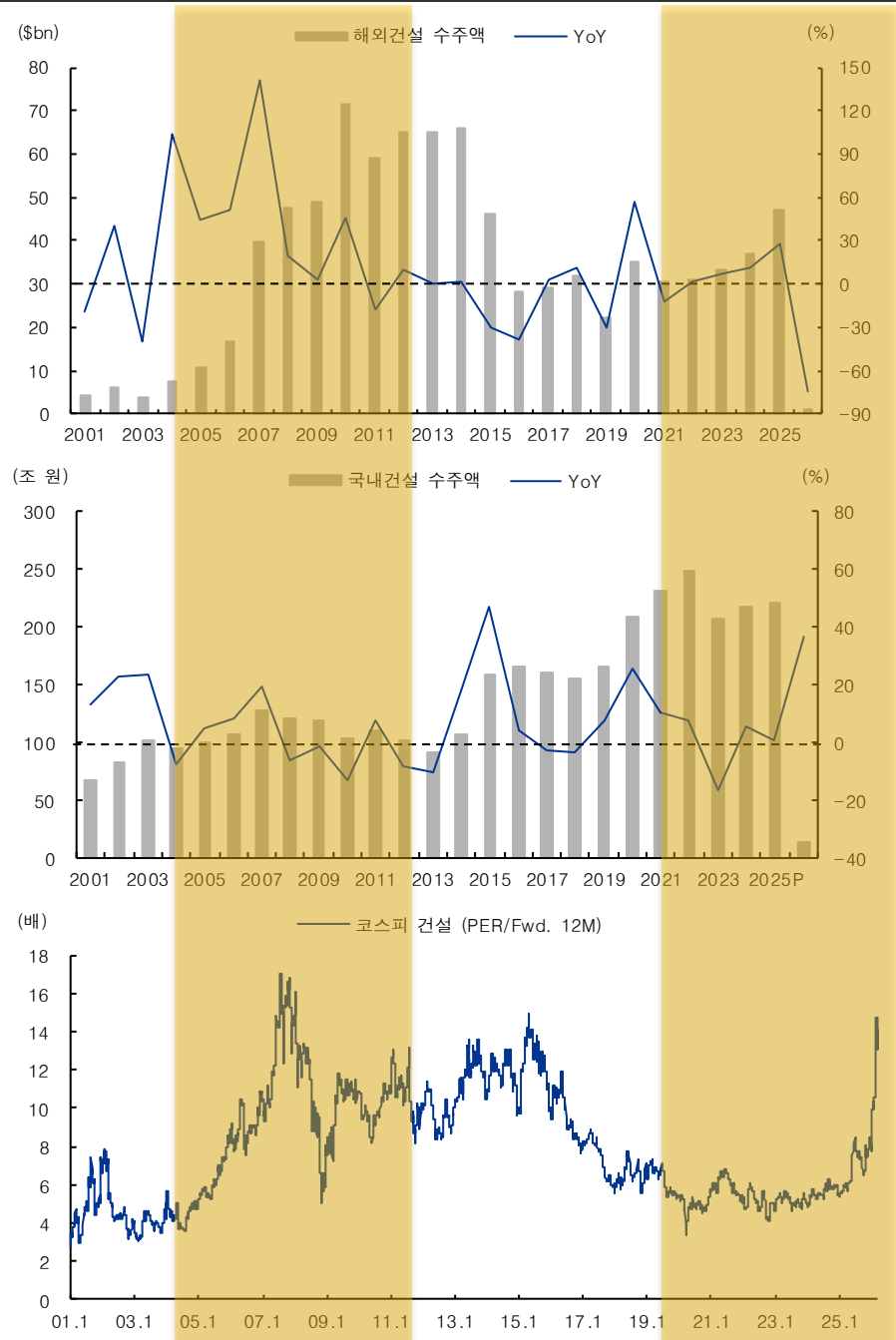
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 76. 주요 건설사 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 77. 해외 수주 가시성 증가는 밸류에이션 상향 요인



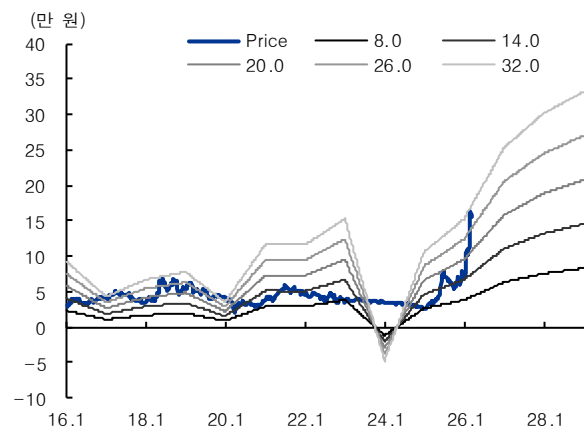
자료: 해외건설협회, KOSIS, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 25. 현대건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	7,659	12M Fwd, EPS(Adj)
Target PER (배)	25	2007~2010년 해외건설 수주 호황기
적정주가 (원)	191,475	
목표주가 (원)	195,000	
전일종가 (원)	164,400	
상승여력 (%)	18.6	
투자의견	매수	

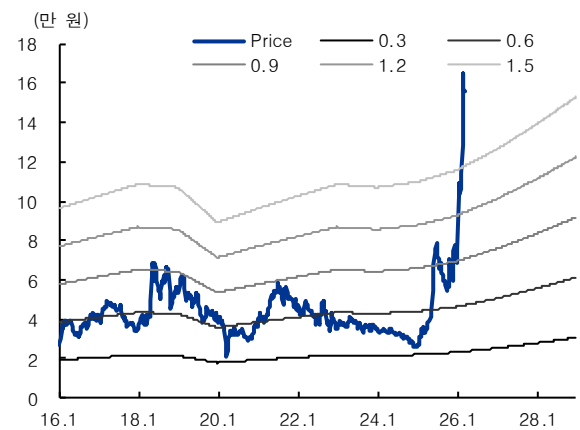
자료: IBK투자증권

그림 78. 현대건설 PER 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 79. 현대건설 PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 26. 현대건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,682	6,774	6,742	7,322	32,670	31,063	27,520
YoY (%)	-12.8	-10.4	-5.2	11.2	-10.4	-12.3	-13.9	-9.2	10.2	-4.9	-11.4
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,779	3,958	4,017	4,194	16,751	16,512	15,948
토목	419	421	491	525	452	458	468	472	1,803	1,856	1,850
건축/주택	550	598	842	517	549	603	600	631	2,553	2,507	2,383
플랜트/뉴에너지	1,748	1,805	1,713	1,545	1,481	1,492	1,465	1,544	8,382	6,812	5,982
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,321	2,714	2,671	2,565	2,505	14,760	13,408	10,455
매출원가	6,942	7,252	7,437	7,452	6,289	6,385	6,310	6,717	32,887	29,083	25,702
매출원가율 (%)	93.1	93.9	95	92.5	94.1	94.3	93.6	91.7	100.7	93.6	93.4
현대건설	94.6	95.6	95.9	92.2	95.9	95.4	94.6	94.3	97.6	94.6	95
토목	91.4	93.9	90.4	99.5	99.3	97.7	97.6	97.1	91.3	94	97.9
건축/주택	95.7	94.5	94.9	88.6	93.8	93.6	93	92.6	96.7	93.6	93.3
플랜트/뉴에너지	95.5	100.3	101.3	97.4	98.7	98.4	96.7	96.6	107.5	98.7	97.6
현대엔지니어링	92.9	93.1	94.7	93.1	93.3	93.6	93.2	92.9	105.4	93.9	93.3
판관비	300	251	286	490	256	260	237	254	1,046	1,327	1,007
판관비율 (%)	4	3.3	3.7	6.1	3.8	3.8	3.5	3.5	3.2	4.3	3.7
영업이익	214	217	104	119	137	129	195	351	-1,263	653	812
YoY (%)	-14.8	47.3	-9.4	흑전	-36.1	-40.7	88.2	195.9	적전	흑전	24.3
영업이익률 (%)	2.9	2.8	1.3	1.5	2.0	1.9	2.9	4.8	-3.9	2.1	2.9
영업외손익	-8	-17	-20	39	35	2	-24	44	278	-6	56
세전이익	205	200	84	158	171	131	171	395	-986	647	868
순이익	167	159	68	166	122	98	106	296	-766	559	622
YoY (%)	-20	8.5	69	흑전	-26.9	-38.2	55.9	78.4	적전	흑전	11.2
순이익률 (%)	2.2	2.1	0.9	2.1	1.8	1.4	1.6	4.0	-2.3	1.8	2.3
지배기업순이익	120	94	44	115	106	85	92	258	-169	373	541

자료: 현대건설, IBK투자증권

현대건설 (000720)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	31,063	27,520	29,031
증가율(%)	39.6	10.2	-4.9	-11.4	5.5
매출원가	27,949	32,887	29,083	25,702	26,582
매출총이익	1,703	-217	1,980	1,818	2,449
매출총이익률 (%)	5.7	-0.7	6.4	6.6	8.4
판매비	917	1,046	1,327	1,007	1,075
판매비율(%)	3.1	3.2	4.3	3.7	3.7
영업이익	785	-1,263	653	812	1,375
증가율(%)	36.6	-260.9	-151.7	24.3	69.4
영업이익률(%)	2.6	-3.9	2.1	3.0	4.7
순금융손익	153	188	60	3	54
이자손익	115	116	72	43	54
기타	38	72	-12	-40	0
기타영업외손익	6	84	-57	56	0
중속/관계기업손익	-5	6	-9	-3	0
세전이익	940	-986	647	868	1,429
법인세	285	-219	88	246	357
법인세율	30.3	22.2	13.6	28.3	25.0
계속사업이익	654	-766	559	622	1,071
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	654	-766	559	622	1,071
증가율(%)	38.9	-217.1	-173.0	11.2	72.3
당기순이익률 (%)	2.2	-2.3	1.8	2.3	3.7
지배주주당기순이익	536	-169	373	541	932
기타포괄이익	-28	76	-80	0	0
총포괄이익	626	-690	480	622	1,071
EBITDA	982	-1,042	890	1,007	1,543
증가율(%)	29.7	-206.2	-185.4	13.2	53.2
EBITDA마진율(%)	3.3	-3.2	2.9	3.7	5.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,767	-1,500	3,320	4,812	8,292
BPS	72,383	71,394	73,155	77,166	84,608
DPS	600	600	800	850	1,000
밸류에이션(배)					
PER	7.3	-16.9	21.1	32.4	18.8
PBR	0.5	0.4	1.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.2	-2.4	10.8	17.7	11.2
성장성지표(%)					
매출증가율	39.6	10.2	-4.9	-11.4	5.5
EPS증가율	31.1	-131.5	-321.3	44.9	72.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.4	1.1	1.1	1.3
ROE	6.8	-2.1	4.6	6.4	10.3
ROA	2.9	-3.0	2.1	2.3	3.9
ROIC	14.2	-15.3	9.6	9.0	16.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	126.8	179.3	172.4	151.0	144.6
순차입금 비율(%)	-20.9	-21.1	-0.9	-14.2	-19.6
이자보상배율(배)	12.3	-12.6	5.3	6.0	9.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8,229.6	9,432.7	6,429.5	5,699.9	6,147.0
재고자산회전율	35.5	41.0	45.4	48.8	52.6
총자산회전율	1.3	1.3	1.1	1.0	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	18,613	21,101	22,366	21,984	23,733
현금및현금성자산	4,206	5,130	3,772	5,090	5,912
유가증권	376	266	313	284	300
매출채권	2	5	5	5	5
재고자산	816	777	591	537	567
비유동자산	5,101	5,905	5,088	4,654	4,616
유형자산	1,205	1,289	1,143	969	822
무형자산	724	751	750	728	707
투자자산	1,217	1,390	1,237	1,178	1,210
자산총계	23,714	27,005	27,454	26,638	28,348
유동부채	10,357	14,664	14,371	13,128	13,806
매입채무및기타채무	3,959	4,039	4,544	4,128	4,355
단기차입금	249	745	1,348	1,224	1,292
유동성장기부채	354	1,045	790	790	790
비유동부채	2,902	2,672	3,002	2,897	2,954
사채	1,207	928	1,047	1,047	1,047
장기차입금	564	598	782	782	782
부채총계	13,259	17,336	17,374	16,026	16,760
지배주주지분	8,137	8,025	8,223	8,674	9,511
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	65	244	133	133	133
이익잉여금	6,420	6,130	6,439	6,890	7,726
비지배주주지분	2,319	1,644	1,857	1,938	2,077
자본총계	10,456	9,669	10,080	10,612	11,588
비이자부채	10,862	13,979	13,381	12,156	12,823
총차입금	2,397	3,357	3,993	3,870	3,937
순차입금	-2,185	-2,039	-91	-1,504	-2,275

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-715	-119	-2,045	392	1,464
당기순이익	654	-766	559	622	1,071
비현금성 비용 및 수익	557	258	387	139	114
유형자산감가상각비	187	211	214	173	147
무형자산상각비	10	10	23	22	21
운전자본변동	-1,816	588	-3,072	-412	225
매출채권등의 감소	-1,378	-1,933	-1,954	0	0
재고자산의 감소	54	43	190	54	-29
매입채무등의 증가	1,344	107	453	-416	227
기타 영업현금흐름	-110	-199	81	43	54
투자활동 현금흐름	563	212	-70	1,782	-993
유형자산의 증가(CAPEX)	-222	-179	-67	0	0
유형자산의 감소	38	6	17	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-15	-9	0	0
투자자산의 감소(증가)	-38	201	427	19	-32
기타	798	199	-438	1,763	-961
재무활동 현금흐름	366	734	784	-856	351
차입금의 증가(감소)	431	505	346	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-65	229	438	-856	351
기타 및 조정	18	98	-28	0	0
현금의 증가	232	925	-1,359	1,318	822
기초현금	3,974	4,206	5,130	3,772	5,090
기말현금	4,206	5,130	3,772	5,090	5,912

매수 (유지)

목표주가 (상향) 14,500원
현재가 (3/13) 12,320원

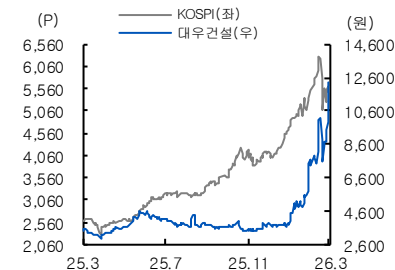
KOSPI (3/13) 5,487.24pt
시가총액 5,120십억원
발행주식수 410,908천주
액면가 5,000원
52주 최고가 12,320원
최저가 2,970원
60일 일평균거래대금 105십억원
외국인 지분율 11.1%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
중흥토건 외 2 인 50.75%
국민연금공단 5.72%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	69%	101%	67%
절대기준	69%	225%	257%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	14,500	8,200	▲
EPS(25)	-2,195	-2,195	-
EPS(26)	730	701	▲

대우건설 상대주가 (%)



대우건설 (047040)

비상(飛上)

팀코리아 일원으로 파이프라인 확장

대우건설은 미국 원전 시장 재확대 국면에서, 팀코리아의 일원으로 진입할 가능성이 있는 사업자라고 판단한다. 그 이유는 원전 EPC 시장 재진입을 위한 파이프라인과 수행 기반을 꾸준히 축적해 왔기 때문이다.

국내 수행 이력은 월성 3·4호기, 신월성 1·2호기 등 원전 시공 경험이 존재하고, 요르단 연구용 원자로도 2023년 착공을 시작하였다. 또한, 동사가 원자력 관련 조직과 기능을 완전히 해체하지 않고 유지해왔고, 2024년 체코 두코바니 신규 원전 사업에서 팀코리아의 일원으로 우선협상대상자에 선정되었는 점을 고려한다면 여전히 시공역량을 보유하고 있다고 추정한다.

여기에 원전 관련 파이프라인도 점차 확장되는 흐름이 확인된다. 현재 시장에서 거론되는 범위는 체코 두코바니 5·6호기에 그치지 않고, 향후 태블린 추가 원전, 미국 원전, 베트남 원전 등으로 넓어지고 있다. 이는 동사의 중장기 성장 축이 단순한 해외 토목·건축에서 원전까지 확장되는 방향으로 재정의되고 있음을 시사한다. 결국 원전 시장 확대가 현실화될수록 동사의 참여 기회 역시 함께 커질 가능성이 높다고 판단한다.

안정적인 재무구조

동사는 재무 구조를 정비하면서 장기 프로젝트 대응 여력을 키워 온 사업자로 판단한다. 매출은 2019년 8.7조 원에서 2025년 8.1조 원으로 6.9% 감소했지만, 수주 잔고는 32.9조 원에서 50.6조 원으로 53.9% 증가했고, 자본 총계도 2.5조 원에서 3.5조 원으로 39.6% 확대되었기 때문이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 14,500원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 14,500원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12M Fwd. EPS에 Target P/E 17.0배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,055	7,923	8,896
영업이익	663	403	-815	507	713
세전이익	745	358	-1,209	417	575
지배주주순이익	512	234	-912	303	418
EPS(원)	1,231	563	-2,195	730	1,006
증가율(%)	1.5	-54.3	-489.7	-133.2	37.8
영업이익률(%)	5.7	3.8	-10.1	6.4	8.0
순이익률(%)	4.5	2.3	-11.4	4.0	4.8
ROE(%)	13.2	5.6	-24.1	8.9	11.1
PER	3.4	5.5	-1.7	14.3	10.4
PBR	0.4	0.3	0.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.4	6.3	-5.3	11.9	9.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

원전 매출 시나리오

동사는 팀코리아 기반 원전 수주 전략을 통해 글로벌 대형 원전 시장에 접근하고 있다. 기본 구조는 한국형 노형인 APR1400을 중심으로 한 EPC 수행 역량에 있으며, 국내 원전 프로젝트에서 검증된 시공, 공정 관리 경험을 기반으로 해외 신규 원전 시장을 확대하고 있다.

현재 공개된 주요 파이프라인은 체코 두코바니, 베트남 닌투언, 미국 신규 원전, 체코 테플린 프로젝트로 정리된다. 그 중, 수주가 확실시된 프로젝트인 체코 두코바니 프로젝트는 APR1400 기반 약 2.8GW 규모의 신규 원전 건설 사업으로, 본 분석에서는 2026년 착공을 기준 시나리오로 가정하였다. 총 공사기간은 약 10년이며 현재 단계는 사실상 수주(Award) 이후 최종 계약 단계로 평가한다.

원전 EPC 사업의 매출 인식 구조는 주요 구조물 및 설비 공정이 진행되는 중반 이후 구간에서 매출이 빠르게 확대되는 특성을 가진다. 본 분석에서는 바라카 원전 프로젝트의 기성률 패턴을 준용하여 매출 흐름을 추정하였다. 예를 들어 체코 두코바니 프로젝트의 경우 착공 이후 매출 흐름이 약 0.2조 원 → 0.3조 원 → 0.5조 원 → 0.7조 원 → 0.9조 원 → 0.9조 원 수준으로 점진적으로 확대될 것으로 전망한다.

이 외에도, 베트남 닌투언, 미국 신규 원전, 체코 테플린 등의 신규 프로젝트가 현실화될 경우 기존 프로젝트 위에 새로운 매출 레이어가 형성되면서 원전 EPC 매출의 장기 성장 사이클이 이어질 가능성을 기대한다.

표 27. 대우건설 주요 파이프라인

(단위: 억 원)

구분	파트너	주요 역할	사건 시점	용량 (GW)	착공	준공	공사 기간	진행 단계	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
대형 원전	WH	APR1400	체코 두코바니	2.8	2026	2035	10	Award	1,686	3,385	5,153	6,813	8,544	9,099
	WH	APR1400	베트남 닌투언	2.8	2028	2037	10	-			2,319	4,655	7,086	9,369
	WH	APR1400	미국 원전	2.8	2028	2037	10	-			2,577	5,172	7,873	10,409
	WH	APR1400	체코 테플린	2.8	2029	2038	10	-				1,623	3,258	4,960
합계									1,686	3,385	10,048	18,263	26,760	33,836

자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

주1: 착공 일자: 해당 연도의 1월 1일 착공 추정

주2: 기성률은 UAE 바라카 원전 프로젝트를 준용

재무건전성 추이

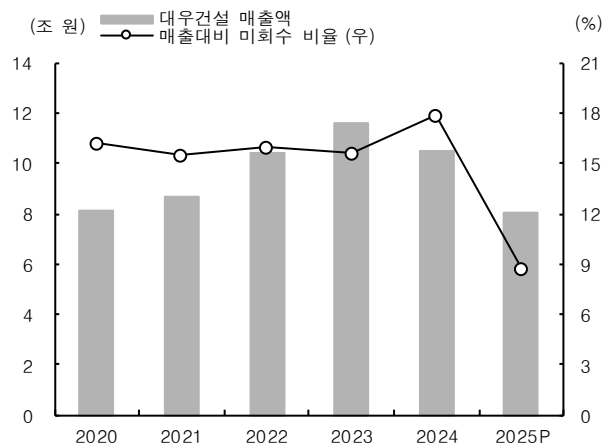
3분기 말 기준 동사의 미청구공사와 미수금 합계는 약 2.2조 원 수준으로, 그동안 재무 안정성에 대한 시장 우려를 키워온 요인으로 지적되어 왔다. 그러나 이번 대규모 비용 반영 이후 미청구공사는 약 0.5조 원, 미수금은 약 0.2조 원 수준까지 축소된 것으로 추정한다. 이는 과거 누적되어 있던 미회수 항목 상당 부분이 정리된 것으로 해석한다.

단기적으로는 대규모 비용 인식에 따른 이익 훼손이 불가피했으나, 매출 대비 미회수 자산(미청구공사-미수금) 비율이 10% 이하 수준으로 낮아졌다는 점은 긍정적인 변화로 평가한다. 일반적으로 동종 건설사들의 미회수 비율이 20~40% 수준에 분포한다는 점을 고려하면, 동사는 잠재적인 추가 손실 부담이 상당 부분 완화된 상태로 판단한다.

국내 주택 시장 환경을 감안하면 이러한 재무 정리는 더욱 의미가 있다. 최근 지방 준공 후 미분양이 증가하는 흐름 속에서, 지방 주택 사업 비중이 상대적으로 높은 동사는 그동안 밸류에이션 디스카운트 적용 받아왔다.

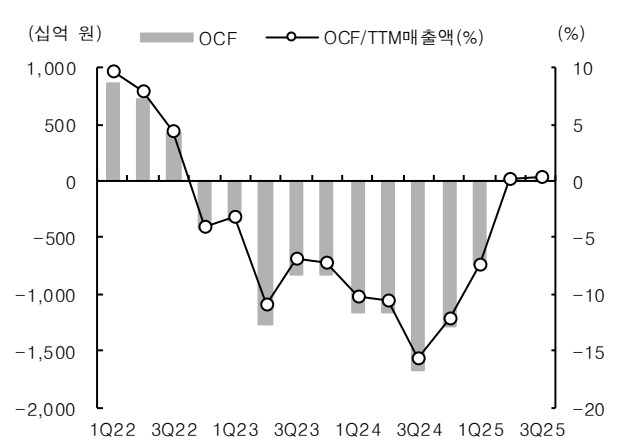
다만 이번 손실 반영을 통해 재무 구조를 선제적으로 정리했다는 점은 향후 실적 가시성을 높이는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 불확실한 손실 요인을 장기간 이연하기 보다 단기간 내 일괄 반영한 선택이라는 점에서, 중장기 관점에서는 재무 리스크를 축소시키는 조치로 평가한다.

그림 80. 대우건설 미회수 비율 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권 추정

그림 81. 대우건설 분기별 OCF 추이



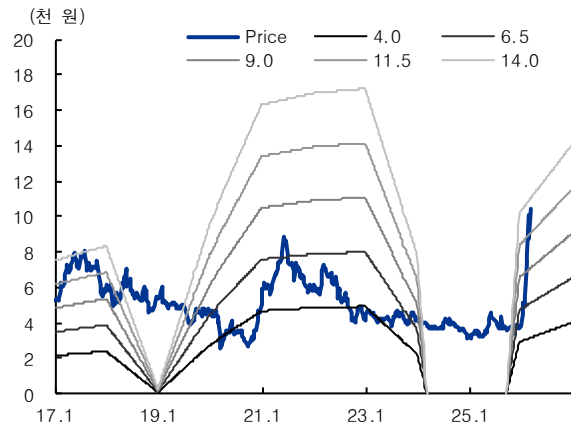
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 28. 대우건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	847	12M Fwd. EPS(Adj)
Target PER (배)	17	2007~2010년 해외건설 수주 호황기
적정주가 (원)	14,399	
목표주가 (원)	14,500	
전일종가 (원)	12,320	
상승여력 (%)	17.7	
투자의견	매수	

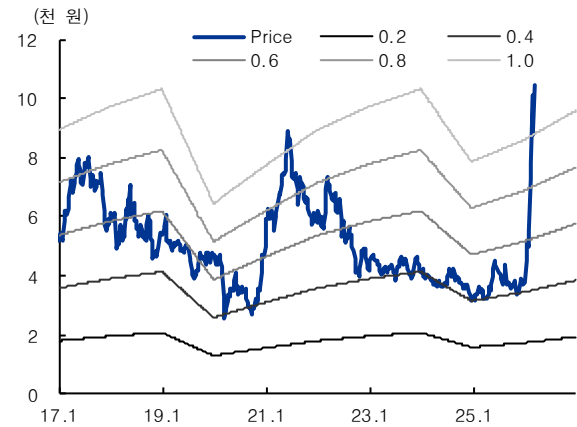
자료: IBK투자증권 추정

그림 82. 대우건설 PER 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 83. 대우건설 PBR 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 29. 대우건설 파이프라인

3Q25 (변경 전)				4Q25 (변경 후)			
공종	프로젝트 명	금액	수주예상시기	공종	프로젝트 명	금액	수주예상시기
원전	체코 두코바니 원전		4Q25	원전	체코 두코바니 원전	미정	1H26
LNG	파푸아뉴기니 LNG CPF		2026	원전	미국 원전	미정	2027
LNG	나이지리아 Indorama		2026	원전	베트남 원전	미정	2027
인프라	이라크 Al-Faw항 해군기지	2.2조 원	4Q25	원전	체코 테슬린 원전	미정	2028
인프라	이라크 공군기지	1.0조 원	2026	화학	투르크메니스탄 비료	비정	3Q26
				LNG	파푸아뉴기니 LNG CPF	3조 원	3Q26
				LNG	나이지리아 Indorama	미정	4Q26
				LNG	모잠비크 Rovuma	미정	4Q26
				인프라	이라크 Al-Faw항 해군기지	2.2조 원	4Q25

자료: 대우건설, IBK투자증권

주: 음영 표시는 신규

표 30. 대우건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	2,077	2,273	1,991	1,714	1,897	1,959	1,987	2,080	10,504	8,055	7,923
YoY (%)	-16.5	-19.4	-21.9	-35.2	-8.7	-13.8	-0.2	21.4	-9.8	-23.3	-1.6
매출액(별도)	2,024	2,162	1,950	1,618	1,822	1,884	1,912	2,005	10,151	7,754	7,623
토목	415	427	409	153	371	381	372	381	2,170	1,404	1,505
주택건축	1,382	1,476	1,322	1,329	1,278	1,298	1,317	1,377	6,842	5,508	5,269
플랜트	227	259	220	136	173	206	223	247	1,139	841	849
연결 및 기타	53	112	40	96	75	75	75	75	353	301	300
매출원가	1,826	2,025	1,817	2,148	1,674	1,725	1,736	1,788	9,576	7,816	6,923
YoY (%)	-19.6	-20.5	-23.6	-9.7	-8.3	-14.8	-4.5	-16.8	-8.2	-18.4	-11.4
매출원가율 (%)	87.9	89.1	91.3	125.3	88.2	88.1	87.4	85.9	91.2	97.0	87.4
토목	91.3	103.0	105.6	426.2	98.0	98.0	94.0	93.1	99.3	135.5	95.8
주택건축	89.2	88.1	88.5	88.0	87.0	87.0	87.0	87.0	92.1	88.4	87.0
플랜트	77.4	81.3	84.2	209.3	81.7	80.9	82.3	80.2	78.8	101.7	81.2
연결 및 기타	74.4	67.7	77.1	43.2	76.0	76.0	76.0	48.5	64.3	62.3	69.1
판관비	99	166	117	672	114	127	119	133	524	1,054	494
판관비율(%)	4.8	7.3	5.9	39.2	6.0	6.5	6.0	6.4	5.0	13.1	6.2
영업이익	151	82	57	-1,106	109	106	132	160	403	-815	507
YoY (%)	31.8	-21.6	-9.2	적전	-27.8	29.3	133.1	흑전	-39.2	적전	흑전
영업이익률(%)	7.3	3.6	2.8	-64.5	5.8	5.4	6.6	7.7	3.8	-10.1	6.4
순이익	58	-43	-53	-878	72	30	63	148	243	-916	313
YoY (%)	-36.7	적전	적전	적전	25.1	흑전	흑전	흑전	-53.4	적전	흑전
순이익률(%)	2.8	-1.9	-2.7	-51.2	3.8	1.5	3.2	7.1	2.3	-11.4	3.9
지배주주 순이익	56	-43	-53	-872	72	30	63	139	234	-912	303

자료: 대우건설, IBK투자증권

대우건설 (047040)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,055	7,923	8,896
증가율(%)	11.8	-9.8	-23.3	-1.6	12.3
매출원가	10,436	9,576	7,816	6,923	7,667
매출총이익	1,212	928	238	1,001	1,228
매출총이익률 (%)	10.4	8.8	3.0	12.6	13.8
판매비	549	524	1,054	494	515
판매비율(%)	4.7	5.0	13.1	6.2	5.8
영업이익	663	403	-815	507	713
증가율(%)	-12.8	-39.2	-302.3	-162.2	40.6
영업이익률(%)	5.7	3.8	-10.1	6.4	8.0
순금융손익	-14	-57	-59	-92	-98
이자손익	-14	-57	-65	-92	-98
기타	0	0	6	0	0
기타영업외손익	105	12	-292	2	-40
중속/관계기업손익	-9	0	-42	0	0
세전이익	745	358	-1,209	417	575
법인세	223	116	-293	104	144
법인세율	29.9	32.4	24.2	24.9	25.0
계속사업이익	521	243	-916	313	431
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	521	243	-916	313	431
증가율(%)	2.7	-53.4	-477.2	-134.1	37.8
당기순이익률 (%)	4.5	2.3	-11.4	4.0	4.8
지배주주당기순이익	512	234	-912	303	418
기타포괄이익	-186	-4	-114	0	0
총포괄이익	336	239	-1,030	313	431
EBITDA	790	526	-695	593	781
증가율(%)	-9.7	-33.4	-232.3	-185.2	31.7
EBITDA마진율(%)	6.8	5.0	-8.6	7.5	8.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,231	563	-2,195	730	1,006
BPS	9,735	10,325	7,861	8,590	9,596
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	3.4	5.5	-1.7	14.3	10.4
PBR	0.4	0.3	0.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.4	6.3	-5.3	11.9	9.3
성장성지표(%)					
매출증가율	11.8	-9.8	-23.3	-1.6	12.3
EPS증가율	1.5	-54.3	-489.7	-133.2	37.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	13.2	5.6	-24.1	8.9	11.1
ROA	4.7	2.0	-7.4	2.4	3.1
ROIC	21.6	6.3	-20.2	6.5	7.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	176.8	192.1	265.7	271.0	259.8
순차입금 비율(%)	23.1	45.8	61.6	71.7	68.3
이자보상배율(배)	4.4	2.5	-4.5	2.4	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.7	4.5	3.0	2.7	2.6
재고자산회전율	6.5	5.8	4.0	3.4	3.3
총자산회전율	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,021	9,589	9,753	10,842	11,822
현금및현금성자산	982	1,162	2,072	1,519	1,355
유가증권	684	770	471	571	642
매출채권	1,856	2,777	2,661	3,230	3,627
재고자산	1,684	1,945	2,108	2,559	2,873
비유동자산	3,222	3,070	2,454	2,702	2,866
유형자산	384	380	363	284	222
무형자산	66	63	62	55	49
투자자산	1,103	1,009	973	1,080	1,155
자산총계	11,243	12,658	12,207	13,544	14,688
유동부채	5,033	4,544	4,217	4,974	5,502
매입채무및기타채무	323	250	167	202	227
단기차입금	603	659	518	629	706
유동성장기부채	763	542	677	677	677
비유동부채	2,148	3,780	4,652	4,919	5,105
사채	248	306	0	0	0
장기차입금	706	2,164	3,161	3,161	3,161
부채총계	7,181	8,324	8,869	9,893	10,606
지배주주지분	4,046	4,291	3,267	3,570	3,988
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
자본조정등	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄이익누계액	-446	-433	-547	-547	-547
이익잉여금	1,963	2,183	1,273	1,576	1,994
비지배주주지분	16	43	71	81	94
자본총계	4,062	4,334	3,338	3,651	4,082
비이자부채	4578	4405	4271	5184	5820
총차입금	2,603	3,919	4,598	4,709	4,786
순차입금	937	1,987	2,055	2,618	2,789

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-833	-1,284	-238	-450	-51
당기순이익	521	243	-916	313	431
비현금성 비용 및 수익	525	461	519	176	206
유형자산감가상각비	119	114	112	79	62
무형자산상각비	9	8	8	7	6
운전자본변동	-1,801	-1,873	327	-846	-590
매출채권등의 감소	-810	-998	47	-569	-396
재고자산의 감소	340	-119	272	-451	-314
매입채무등의 증가	-17	-74	-83	36	25
기타 영업현금흐름	-78	-115	-168	-93	-98
투자활동 현금흐름	26	104	1,036	-919	-640
유형자산의 증가(CAPEX)	-70	-38	-98	0	0
유형자산의 감소	3	2	9	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-6	-8	0	0
투자자산의 감소(증가)	-38	172	253	-107	-75
기타	135	-26	880	-812	-565
재무활동 현금흐름	168	1,170	125	816	527
차입금의 증가(감소)	200	1,195	559	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-32	-25	-434	816	527
기타 및 조정	198	190	-13	0	0
현금의 증가	-441	180	910	-553	-164
기초현금	1,423	982	1,162	2,072	1,519
기말현금	982	1,162	2,072	1,519	1,355

매수 (유지)

목표주가 (유지) 32,000원
현재가 (3/13) 20,350원

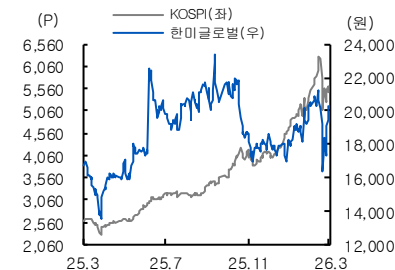
KOSPI (3/13) 5,487.24pt
시가총액 223십억원
발행주식수 10,958천주
액면가 500원
52주 최고가 23,350원
최저가 13,560원
60일 일평균거래대금 3십억원
외국인 지분율 7.1%
배당수익률 (2025F) 2.5%

주주구성
김종훈 외 10 인 20.07%
국민연금공단 6.12%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	1%	-40%	-43%
절대기준	0%	-4%	21%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	32,000	-
EPS(25)	2,007	2,366	▼
EPS(26)	2,593	2,217	▲

한미글로벌 상대주가 (%)



한미글로벌 (053690)

오를 준비가 되었다

2022년보다 더 단단해진 기초 체력

동사의 주가는 구조적으로 이익이 안정적으로 성장하는 구간에서, 추가적으로 수주 가시성이 높은 시장이 개화할 경우 가장 탄력적으로 반응해왔다. 2022년 이 대표적 사례다. 하이테크 매출이 본격적으로 상승하는 가운데 중동 수주 시장이 동시 개화하면서, 실적 모멘텀과 신규 수주 모멘텀이 중첩되었고 주가 리레이팅으로 이어졌다.

이번 사이클은 당시와 유사한 흐름을 넘어, 오히려 더 높은 실적과 주가를 기록할 가능성이 높다고 판단한다. 그 근거는 두 가지다. 첫째, [그림 84]에서 확인되듯 주요 고객사의 기성률이 하락하는 구간에서도 동사는 높은 매출 수준을 유지하고 있다. 이는 고객군 다변화와 프로젝트 축적 효과를 바탕으로 매출 체력이 한층 높아졌음을 시사한다.

둘째, 고객사의 메모리와 파운드리 투자 재개에 따라 하이테크 부문이 다시 확장 국면에 진입하고 있다. 이번에는 단순한 발주 재개에 그치지 않고, 수주의 범위와 금액이 함께 확대되는 초입이라는 점에서 과거와 유사한 실적 모멘텀 형성이 가능하다.

마지막으로는 원전 발주 사이클이 추가적인 업사이드로 작용할 전망이다. 2025년 기준 전 세계 예비타당성 조사 및 계획 단계에 포함된 원전 프로젝트는 약 434기에 달하며, 이 중 최소 75기 이상이 미국·유럽·중동 등 국내 기업이 접근 가능한 지역에 분포한 것으로 판단한다.

동사는 이미 루마니아 체르나보다 1호기 설비개선 사업의 PM을 수주하며 해외 원전 레퍼런스를 확보했다. 이는 팀코리아 체제 내에서 해외 원전 프로젝트에 반복 참여할 수 있는 포지션을 선점했다는 데 의의가 있다. 향후 팀코리아의 해외 원전 진출이 본격화될 경우, 동사는 CM·PM 영역에서 전담 사업자 또는 파트너사로 참여할 가능성이 높다고 판단한다.

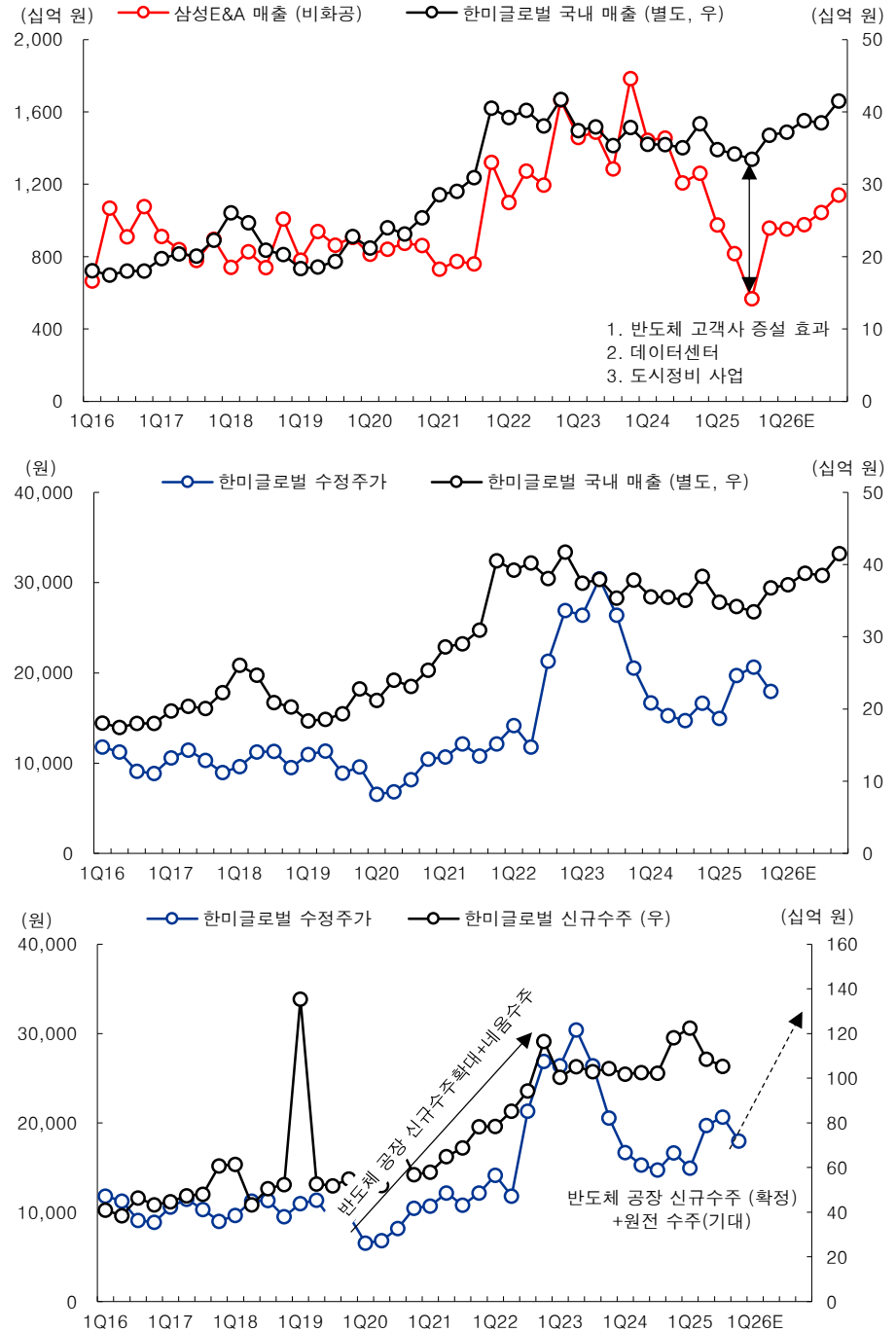
투자의견 매수, 목표주가 32,000원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	413	425	449	471	486
영업이익	30	34	29	39	41
세전이익	22	31	33	43	45
지배주주순이익	14	20	22	28	30
EPS(원)	1,300	1,828	2,007	2,593	2,752
증가율(%)	-39.2	40.6	9.8	29.2	6.1
영업이익률(%)	7.3	8.0	6.5	8.3	8.4
순이익률(%)	4.1	5.4	5.3	6.8	7.0
ROE(%)	7.9	10.3	10.3	12.2	11.7
PER	15.8	9.1	8.9	7.6	7.1
PBR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	6.0	3.0	2.4	1.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 84. 한미글로벌 주가는

1. 국내(별도, 반도체 중심) 신규수주의 증가 국면, 2. 신규 사업지역이 확대될 때 재평가



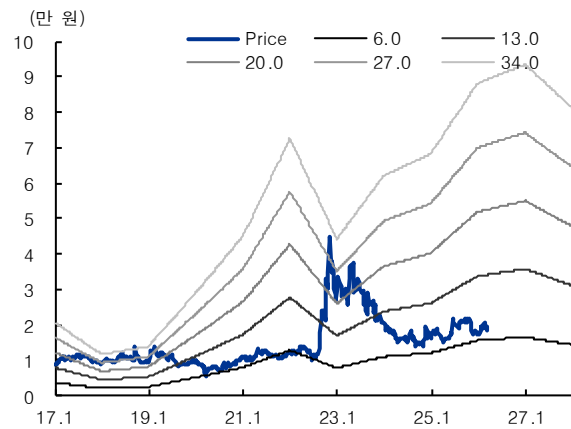
자료: 각 사, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권 추정

표 31. 한미글로벌 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	2,874	12M Fwd. EPS(Adj)
Target PER (배)	11	글로벌 Peer Multiple(15.0배) 할인
적정주가 (원)	31,617	
목표주가 (원)	32,000	
전일종가 (원)	20,350	
상승여력 (%)	57.2	
투자의견	매수	

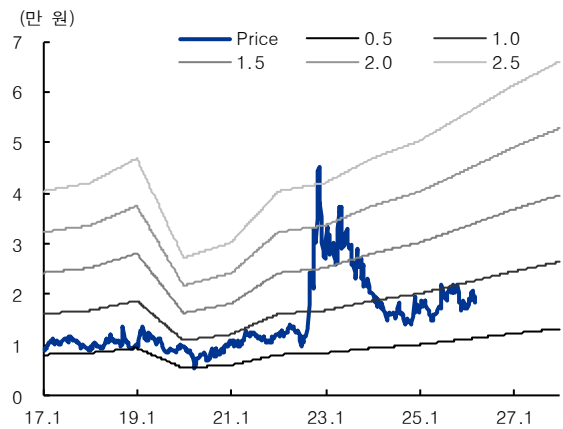
자료: IBK투자증권

그림 85. 한미글로벌 PER Band 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 86. 한미글로벌 PBR Band 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 32. 한미글로벌 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	122.5	108.5	105.3	112.6	113.2	117.8	117.5	122.5	424.8	448.8	470.9
YoY (%)	20.3	5.7	2.9	-4.7	-7.6	8.6	11.6	8.8	2.9	5.7	4.9
별도	44	41	40	44	45	46	47	50	172	170	188
국내	35	34	33	37	37	39	38	41	144	139	156
해외	9	7	7	8	8	7	8	8	28	30	32
연결중속	79	67	65	68	68	71	70	72	62	70	79
매출원가	83	74	72	76	75	80	81	83	273	305	320
YoY (%)	26.7	15.5	9.8	-2.1	-9.3	8.3	12.5	9.9	-2.0	11.8	4.9
매출원가율 (%)	67.9	68.5	68.3	67.4	66.7	68.3	68.9	68.1	64.3	68.0	68.0
판관비	30	27	27	32	29	27	27	28	118	114	112
판관비율(%)	24.1	24.7	25.2	28.0	26.0	23.1	22.7	23.0	27.8	25.4	23.8
영업이익	9.8	7.4	6.8	5.2	8.3	10.1	9.8	10.9	33.9	29.2	39.1
YoY (%)	16.4	-9.1	-13.8	-45.4	-15.4	36.4	43.8	110.5	14.5	-14.0	33.9
영업이익률(%)	8.0	6.8	6.5	4.6	7.3	8.6	8.4	8.9	8.0	6.5	8.3

자료: 한미글로벌, IBK투자증권

한미글로벌 (053690)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	413	425	449	471	486
증가율(%)	10.3	2.9	5.7	4.9	3.1
매출원가	279	273	305	320	330
매출총이익	134	152	144	151	156
매출총이익률 (%)	32.4	35.8	32.1	32.1	32.1
판매비	105	118	114	112	115
판매비율(%)	25.4	27.8	25.4	23.8	23.7
영업이익	30	34	29	39	41
증가율(%)	-3.3	14.5	-14.0	33.9	3.8
영업이익률(%)	7.3	8.0	6.5	8.3	8.4
순금융손익	-1	1	-2	5	3
이자손익	-1	0	1	1	0
기타	0	1	-3	4	3
기타영업외손익	-7	-5	4	-1	-2
중속/관계기업손익	-1	1	1	0	4
세전이익	22	31	33	43	45
법인세	5	8	9	11	11
법인세율	22.7	25.8	27.3	25.6	24.4
계속사업이익	17	23	24	32	34
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	23	24	32	34
증가율(%)	-38.1	37.2	5.1	33.6	6.1
당기순이익률 (%)	4.1	5.4	5.3	6.8	7.0
지배주주당기순이익	14	20	22	28	30
기타포괄이익	-1	7	-2	0	0
총포괄이익	15	30	22	32	34
EBITDA	37	42	41	47	46
증가율(%)	-2.9	13.3	-3.5	14.5	-0.2
EBITDA마진율(%)	9.0	9.9	9.1	10.0	9.5

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,300	1,828	2,007	2,593	2,752
BPS	16,815	18,753	20,131	22,289	24,547
DPS	400	400	450	500	500
밸류에이션(배)					
PER	15.8	9.1	8.9	7.6	7.1
PBR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	6.0	3.0	2.4	1.8
성장성지표(%)					
매출증가율	10.3	2.9	5.7	4.9	3.1
EPS증가율	-39.2	40.6	9.8	29.2	6.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.4	2.5	2.9	2.9
ROE	7.9	10.3	10.3	12.2	11.7
ROA	4.3	5.3	5.2	6.7	6.6
ROIC	17.3	18.6	19.1	25.2	27.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	96.7	106.9	91.8	87.5	80.8
순차입금 비율(%)	20.7	20.6	-39.7	-46.8	-53.6
이자보상배율(배)	7.9	12.4	-15.8	-5.4	-5.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.9	4.7	5.2	6.1	5.9
재고자산회전율	0.0	8.6	11.3	19.8	19.3
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

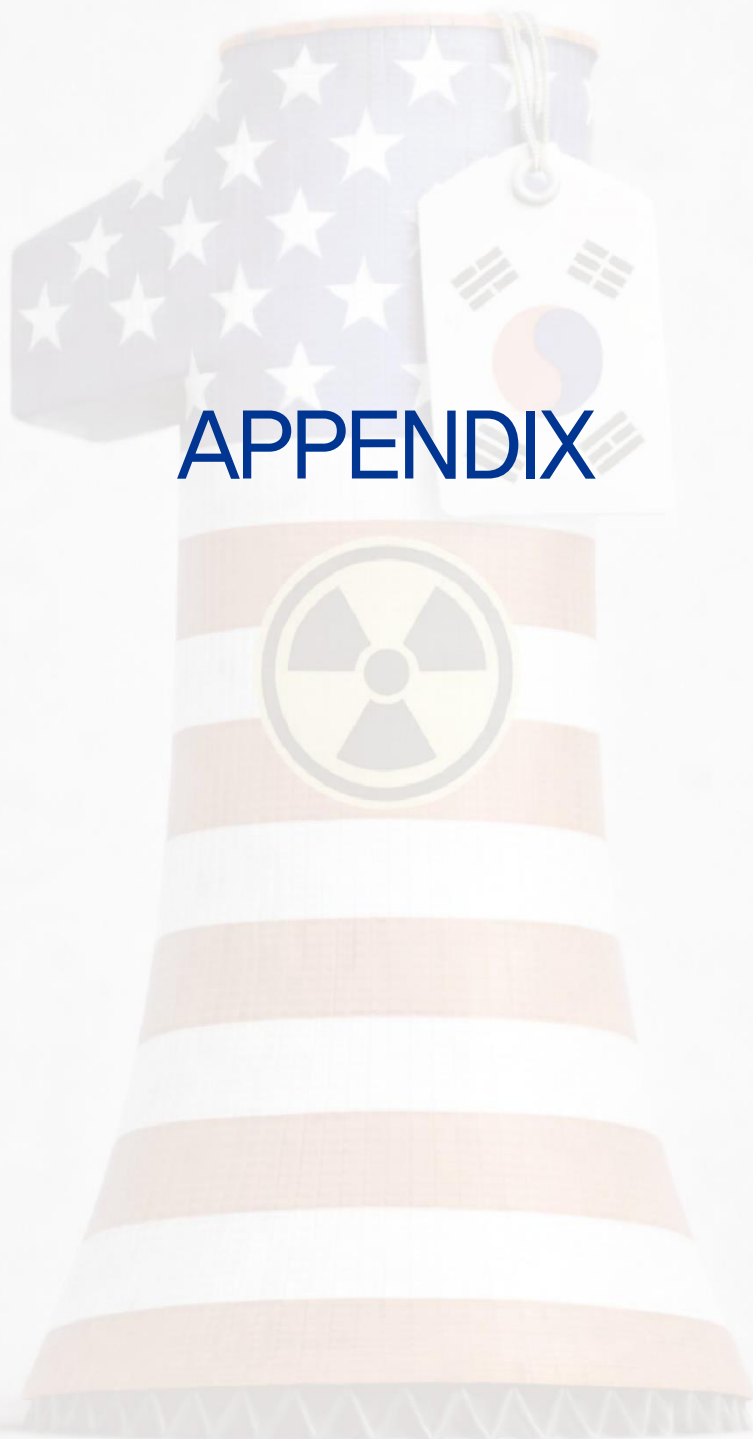
(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	219	263	351	398	437
현금및현금성자산	52	65	177	209	242
유가증권	13	14	10	11	11
매출채권	80	99	74	81	83
재고자산	42	57	23	25	26
비유동자산	180	208	108	102	97
유형자산	8	10	16	11	8
무형자산	35	39	34	31	29
투자자산	65	58	46	46	47
자산총계	399	471	459	500	534
유동부채	108	211	117	126	130
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	27	53	27	29	30
유동성장기부채	13	63	13	13	13
비유동부채	88	32	103	107	109
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	59	1	45	45	45
부채총계	196	243	220	233	239
지배주주지분	184	205	221	244	269
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	64	64	57	57	57
자본조정등	-15	-16	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	3	10	8	8	8
이익잉여금	127	141	160	183	208
비지배주주지분	19	22	19	22	26
자본총계	203	228	239	267	295
비이자부채	90	118	127	138	143
총차입금	106	125	93	95	96
순차입금	42	47	-95	-125	-158

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-14	26	30	29	32
당기순이익	17	23	24	32	34
비현금성 비용 및 수익	23	23	16	4	1
유형자산감가상각비	7	7	8	5	3
무형자산상각비	1	1	3	3	3
운전자본변동	-43	-18	0	-8	-3
매출채권등의 감소	7	-16	-15	-7	-3
재고자산의 감소	-33	-14	21	-2	-1
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-11	-2	-10	1	0
투자활동 현금흐름	1	-25	119	-6	-3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-4	-3	0	0
유형자산의 감소	0	0	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-12	-26	106	1	0
기타	14	5	13	-7	-3
재무활동 현금흐름	16	8	-36	9	4
차입금의 증가(감소)	52	-1	45	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-36	9	-81	9	4
기타 및 조정	0	4	0	0	0
현금의 증가	3	13	113	32	33
기초현금	49	52	65	177	209
기말현금	52	65	177	209	242



“편집상 공백입니다”



APPENDIX

[별첨 1] 팀코리아 vs 웨스팅하우스 연합체 분석

자체 실행 능력 부족으로
한국 EPC 활용이 필수적

미국은 정책적 의지와 설계 기술을 갖추고 있음에도 불구하고, 대형 원전을 동시다발적으로 추진할 만큼의 건설 실행 역량은 충분히 축적되어 있지 않다. 즉, 원전 확대를 현실화하기 위해서는 최근까지 대형 원전을 시공한, 한국 EPC의 실행 역량을 활용할 수밖에 없는 구조라 판단한다.

Q1. 팀코리아 진입 가능성
Q2. 어떻게 실행할 것인가

결국, 시장의 화두는 결국 두 가지로 수렴된다. ‘첫째, 팀코리아가 미국 원전 시장에 제도적으로 진입 가능한가?’, ‘둘째, 진입이 가능하다면 어떤 구조로 한국 EPC가 실질적인 실행 역량을 제공할 수 있는가?’이다.

1. 팀코리아의 APR 1400이 진출 가능한가?

10 CFR Part 52는 이미
충족한 APR1400

APR1400은 U.S. Nuclear Regulatory Commission의 Design Certification을 이미 발급받은 노형이다. 이는 미국 규제 체계(10 CFR Part 52)에 부합하는 설계로 사전 인증을 받았다는 의미다. 즉, 설계 적합성이라는 1차 관문은 통과한 상태다.

EPR은 美 인증 x

반면 U.S. EPR(AREVA NP 신청)은 현재 인증 절차가 중단된 상태이며, 일본의 US-APWR(Mitsubishi Heavy Industries) 역시 유사한 상황이다. 결과적으로 현재 미국 규제 체계 안에서 대형 원전 설계 인증을 유지 중인 대형 PWR 노형은 AP1000과 APR1400이 핵심 축이다. 제도적 진입 가능성이라는 측면에서 두 노형은 동일 선상에 놓여 있다.

표 33. Issued Design Certifications

노형	신청사
Advanced Boiling Water Reactor (ABWR)	General Electric (GE) Nuclear Energy
Advanced Power Reactor 1400 (APR1400)	Korea Electric Power Corporation and Korea Hydro & Nuclear Power Co., Ltd.
ABWR Design Certification Rule (DCR) Amendment	South Texas Project Nuclear Operating Company
System 80+	Westinghouse Electric Company
Advanced Passive 600 (AP600)	Westinghouse Electric Company
Advanced Passive 1000 (AP1000)	Westinghouse Electric Company
Economic Simplified Boiling-Water Reactor (ESBWR)	GE-Hitachi Nuclear Energy
NuScale Small Modular Reactor (US600)	NuScale Power, LLC

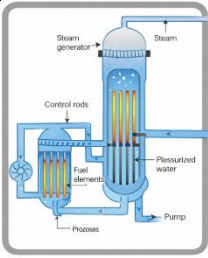
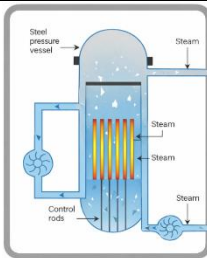
자료: NRC, IBK투자증권

표 34. Design Certification Applications Received

디자인	신청자	상태
U.S. EPR	AREVA NP, Inc.	중단
U.S. Advanced Pressurized-Water Reactor (US-APWR)	Mitsubishi Heavy Industries, Ltd.	중단
ABWR Design Certification Renewal	Toshiba Corporation Power Systems Company	취소
ABWR Design Certification Renewal	GE-Hitachi Nuclear Energy	신규

자료: NRC, IBK투자증권

표 35. 가압경수로, 비등경수로 비교

	PWR	BWR
구조		
의미	Pressurized Water Reactor 가압경수형	Boiling Water Reactor 비등경수형
원리	별도의 증기발생기를 통해 수증기를 생산	원자로 내부에서 직접 냉각재(물)을 끓여서 터빈 구동에 필요한 수증기를 생산
주요 사용국	미국, 프랑스, 일본, 러시아, 중국, 한국	미국, 일본, 스웨덴
개발국	미국	
특징	전세계적으로 가장 널리 사용 높은 안정성	PWR 대비 단순한 구조 높은 효율

자료: World Nuclear Association, IBK투자증권

2. 두 사업 구조의 차이점은 EPC들에게 어떤 차이가 있는가?

팀코리아, 웨스팅하우스와
다른 사업 구조로 진입

따라서 경쟁의 본질은 어떤 구조로 미국 원전 시장에 진입하느냐로 이동한다. 동일한 노형이라도, 사업 구조에 따라 건설사들이 확보가능한 업무 범위와 수익성은 달라진다. 이 지점에서 웨스팅하우스 연합체와 팀코리아 연합체의 차이가 발생한다.

2-1. 웨스팅 하우스 연합 - EPC는 Bechtel, 현대건설

업무 범위

웨스팅하우스,
자체 AP1000+EPC
파트너

웨스팅하우스 연합체는 설계 원전(AP1000)을 보유한 기술 축 위에 EPC 파트너를 결합하는 구조다. 미국 프로젝트에서 라이선스, 인허가, 설계 통제권은 웨스팅하우스가 보유하고, 핵심 계통의 설계와 조달을 제외한 나머지 모두(시공, 조달, 공정관리 등)를 외부 EPC가 담당하는 방식이다.

마진

EPC 부담을 완화하는
방향이 논의 중

EPC가 원가 초과를 단독으로 흡수하는 모델은 재무적으로 과도하다는 인식이 확산됐고, 이에 따라 리스크 공유형 계약이나 단계별 전환형 모델 등이 대안으로 논의되고 있다.

주요 EPC인 Bechtel도
계약 구조 변화 요구

특히 미국 내 지배적 EPC 지위를 확보한 Bechtel이 계약 구조의 변화를 요구하는 만큼, 발주처와 실행 주체가 위험을 분산하는 구조가 설계될 가능성이 높다. 이 구조가 현실화된다면, EPC가 부담하는 리스크는 과거 LSTK 단독 모델 대비 낮아질 가능성이 높다고 판단한다.

리스크는 커지지만
참여 범위는 넓어질 것

즉, 웨스팅하우스 모델은 건설사들의 수주 금액이 설계사(WH)와 유사한 규모로 추정되나, 수익성은 고위험, 고수익 구조로 귀결될 가능성이 높다고 추정한다.

표 36. 웨스팅 하우스 연합 건설사 담당 영역

	1차 계통(핵 반응로)	2차 계통(전력 발생기)	B.O.P(보조기기)
설계 (E)			
조달 (P)			
시공 (C)			

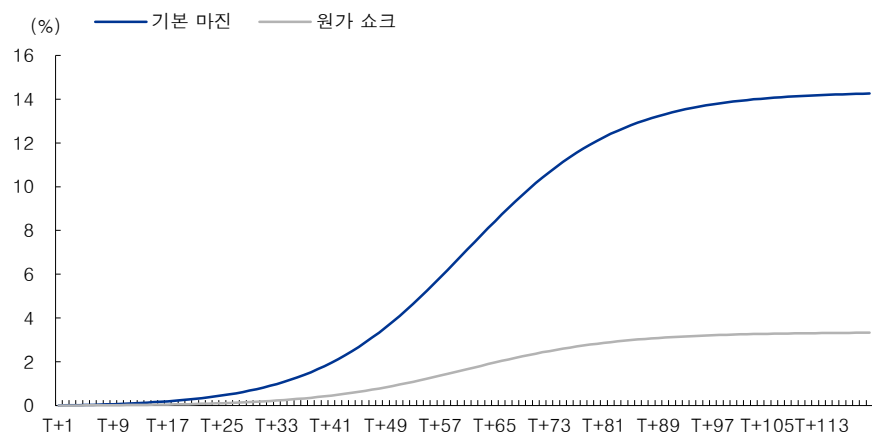
주: 전체 EPC 금액의 50~55%
자료: 언론보도, IBK투자증권

표 37. 웨스팅하우스 주요 원전 프로젝트 목록(2010년 이후)

국가	프로젝트명	단계	주 EPC	착공년도	최종계통연결기준
미국	Vogtle 3, 4	Award	Bechtel(최종)	2013	2024
미국	VC Summer 2, 3	Award	CB&I	2013	
중국	Haiyang 1, 2	Award	SNPTC / CNNC	2010	2018
불가리아	Kozloduy 7, 8	우협선정	현대건설		
핀란드	Fortum	FEED(EWA)	현대건설		
폴란드	Lubiatowo-Kopalino	FEED(EDA)	Bechtel		
미국	Fermi Matador	FEED	현대건설		
우크라이나	Khmelnitsky 5, 6	Study	웨스팅하우스		
슬로베니아	Krško 2	Study	웨스팅하우스		
네덜란드	Borssele 2	Study	팀코리아, EDF, 웨스팅하우스 경쟁		
튀르키예	Sinop	Study	팀코리아, EDF, 로사툼 경쟁		

자료: 언론보도, IAEA-PRIS, IBK투자증권

그림 87. LSTK기준 전체 수주 금액 대비 누적 OPM 흐름(리스크 공유형 계약 가정)



자료: IBK투자증권

2-1-2. 팀코리아

업무 범위

팀코리아,
밸류체인 세분화해
수직통합

반면 팀코리아 연합체는 전통적으로 한수원이 주계약자(Prime Contractor)로 전면에 서고, EPC, 설계, 주기기 공급을 국내 기업군에 배분하는 수직 통합형 구조를 취해 왔다. 대표 사례가 UAE 바라카 프로젝트다.

바라카 원전, 설계부터
시운전까지 국내 기업들로
유기적 연결 완성

당시 한수원이 발주처와의 계약 주체로서 총괄 책임을 지고, 시공은 현대건설이 주축이 되어 수행했으며, 두산중공업(現 두산에너지빌리티)가 원자로, 증기발생기 등 핵심 주기기를 공급하는 형태로 역할이 분담됐다. 설계, 조달, 시공, 시운전까지 동일 국가 블록 내에서 유기적으로 연결된 구조였다.

분할 발주로 개별 기업의
절대 수익은 다소 제한적

초도 EPC 공사 22조원 규모 가운데 현대건설은 3.7조원, 삼성물산은 2.8조원, 두산중공업은 약 2.5조원을 각각 수주했다. 조달과 총괄 계약의 상당 부분은 한국전력, 한수원 측에서 담당하는 구조였고, 공종별, 역할별 분할 발주가 이뤄졌다. 결과적으로 개별 기업이 접근 가능한 탐라인 자체는 제한적일 수밖에 없다.

미국 시장 진출도 국내
기업들과의 패키지 형태
전망

최근 체코 두코바니 신규 원전 사업에서도 유사한 구도가 재현되고 있다. 두코바니 3,4호기 확장 프로젝트 역시 한수원이 사업 주체로 참여하고, EPC, 주기기, 설계 역량을 국내 기업과 연계하는 팀코리아 방식이 기본 골격이다. 미국 원전 시장 진출시에도, 팀코리아는 패키지 형태로 제안해 발주처에 완성형 공급 체계를 제시할 것으로 판단한다.

마진

해외 공사 감안 시 국내
공공공사 대비 높은 마진
기대

다만 수익성 측면에서는 다른 해석이 가능하다. 해외 현지 도급 공사를 국내 건설사에 상당 부분 의존해야 하는 구조라는 점에서, 국내 공공공사 수준의 GPM 10% 내외와 동일하게 보기 어렵다. 현지 리스크와 난이도를 감안하면 국내 대비 다소 높은 마진이 형성될 가능성이 높다고 판단한다. 물론 이는 계약 조건과 공정 관리 효율에 따라 달라질 수 있는 변수다.

패키지 내 리스크
분산으로 안정적 수익
확보 구조

결국 이 모델은 공격적인 고마진 구조라기보다, 리스크를 조정한 뒤 안정적인 수익을 확보하는 구조에 가깝다. 대규모 원가 초과를 민간 EPC가 단독으로 흡수하는 LSTK 방식과 달리, 1) 동일 국가 블록 내에서 이해관계를 공유하며 리스크를 분산하는 체계와 2) 에스컬레이션 조항이 포함될 것으로 판단하기 때문이다.

팀코리아,
중위험+안정 수익

즉, 팀코리아 모델에서는 건설사들의 수주 금액이 상대적으로 제한될 수 있으나, 수익성은 예측 가능하고 변동성이 낮은 중위험, 안정 수익 구조에 귀결될 가능성이 크다고 추정한다.

표 38. 팀코리아 건설사 담당영역

	1차 계통(핵 반응로)	2차 계통(전력 발생기)	B.O.P(보조기기)
설계 (E)			
조달 (P)			
시공 (C)			

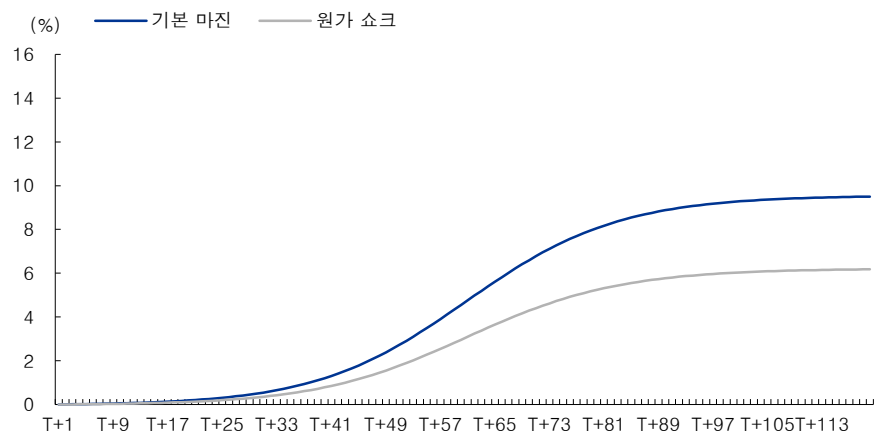
자료: 언론보도, IBK투자증권
 주: 전체 EPC 금액의 30~40%

표 39. 팀코리아 주요 원전 프로젝트 목록(2010년 이후)

국가	프로젝트명	단계	주 EPC	착공년도	최종계통연결기준
UAE	Barakah 1~4	Award	현대건설, 삼성물산	2012	2024
루마니아	Cernaboda 1	Award	현대건설, 삼성물산	2025	
체코	Dukovany 5, 6	Award	대우건설		
폴란드	Pątnów	FID 전	사업자 지분 정리 중		
사우디	Duwaiheen	Bid	팀코리아, EDF, 웨스팅하우스, 로사툼 경쟁		
튀르키예	Sinop	Bid	팀코리아, EDF, 로사툼 경쟁		
체코	Temelin 3, 4	Study			
베트남	Ninh Thuận 2	Study			
필리핀	Bataan	Study			

자료: 언론보도, IAEA-PRIS, IBK투자증권

그림 88. 일반 도급 공공 공사기준 전체 수주 금액 대비 누적 OPM 흐름(에스컬레이션 조항 가정)



자료: IBK투자증권

[Appendix 2] 글로벌 밸류체인 및 Peer 비교

표 40. 글로벌 원전 밸류체인 비교(설계별 공급망) 1

구분	미국	한국	유럽
대표 노형	AP1000	APR1400	EPR
설계사	Westinghouse (미국)	한국전력 / 한국수력원자력 / 한국전력기술	EDF (프랑스) / Framatome (프랑스)
원자로 압력용기 (RPV)	두산에너지빌리티	두산에너지빌리티	Framatome (프랑스)
증기발생기	두산에너지빌리티	두산에너지빌리티	Framatome (프랑스)
원자로 냉각재 펌프 (RCP)	Curtiss-Wright (미국)	두산에너지빌리티 / Ebara (일본)	Framatome (프랑스) / KSB (독일)
터빈 · 발전기	GE Vernova (미국) / Siemens Energy (독일)	두산에너지빌리티	EDF (프랑스) / GE Vernova (미국)
계측 · 제어 (I&C)	Emerson (미국) / Honeywell (미국)	한국전력기술	Framatome (프랑스) / Siemens (독일)
전기 · 자동화	GE Vernova (미국) / Rockwell Automation (미국)	LS ELECTRIC / HD현대일렉트릭	Schneider Electric (프랑스) / Siemens (독일)
핵연료	Westinghouse (미국)	한전원자력연료	Framatome (프랑스)
EPC (건설)	Bechtel (미국) / Fluor (미국)	현대건설 / 삼성물산 / 대우건설	EDF (프랑스) / Bouygues (프랑스)
운영 (O&M)	Southern Nuclear (미국) 등	한국수력원자력	EDF (프랑스)

자료: 언론보도, IBK투자증권

주1: GE Vernova는 2024년 5월 증기터빈 사업을 EDF에 매각하며 유럽 신규 공급망 제외

주2: 두산에너지빌리티가 APR1400 RCP 국산화를 완료해 100% 독점 공급함에 따라 공급사였던 Ebara는 현재 공급망에서 제외

표 41. 글로벌 원전 밸류체인 비교(설계별 공급망) 2

구분	러시아	중국	일본
대표 노형	VVER-1200	Hualong One	ABWR / APWR
설계사	Rosatom (러시아)	CNNC (중국) / CGN (중국)	Mitsubishi Heavy Industries (일본) / Hitachi (일본) / Toshiba (일본)
원자로 압력용기 (RPV)	OMZ (러시아) / ZIO-Podolsk (러시아)	Shanghai Electric (중국)	Japan Steel Works (일본)
증기발생기	ZIO-Podolsk (러시아)	Dongfang Electric (중국)	Mitsubishi Heavy Industries (일본)
원자로 냉각재 펌프 (RCP)	Gidropress (러시아)	Harbin Electric (중국)	Ebara (일본) / Mitsubishi Heavy Industries (일본)
터빈 · 발전기	Power Machines (러시아)	Dongfang Electric (중국)	Mitsubishi Heavy Industries (일본) / Toshiba (일본)
계측 · 제어 (I&C)	Rosatom 계열 (러시아)	CTEC (중국)	Toshiba (일본) / Hitachi (일본)
전기 · 자동화	Rosatom 계열 (러시아)	NR Electric (중국)	Hitachi (일본) / Mitsubishi Electric (일본)
핵연료	TVEL (러시아)	CNNC (중국)	Mitsubishi Nuclear Fuel (일본)
EPC (건설)	Rosatom (러시아)	CNNC (중국) / CGN (중국)	Mitsubishi Heavy Industries (일본) / Hitachi (일본)
운영 (O&M)	Rosenergoatom (러시아)	CNNC (중국)	일본 전력회사

자료: 언론보도, IBK투자증권

표 42. 원전 주기기 글로벌 Peer 기업 비교

구분		두산 에너지빌리티 (한국)	비에이치아이 (한국)	GE Vernova (미국)	미쓰비시 중공업 (일본)	IHI (일본)	일본제강소 (일본)	Sulzer AG (스위스)	Siemens Energy (독일)	업계 평균
현재주가 (원, \$)		106,500	103,600	832,11	207,63	174,80	29,76	23,42	62,96	
시가총액 (M\$)		45,415	2,140	224,278	7,114	150,521	100,389	25,354	4,685	
주가수 익률 (%)	1M	9.4	37.6	3.7	-6.8	-5.8	-5.7	-10.3	7.5	3.7
	3M	33.2	61.4	23.9	11.0	29.1	14.1	27.4	12.3	26.6
	6M	74.1	110.8	33.0	14.7	63.9	24.3	62.1	12.2	49.4
	12M	310.8	434.8	177.1	3.0	163.5	91.1	146.5	69.2	174.5
P/E (배)	2025A	-	52.9	45.1	18.9	69.7	52.8	32.7	36.0	44.0
	2026E	168.5	38.2	58.0	16.6	38.7	58.1	30.6	37.8	55.8
	2027E	105.4	30.0	37.9	15.1	27.7	42.8	27.7	32.7	39.9
P/B (배)	2025A	8.9	19.6	20.1	4.3	10.8	6.0	7.0	3.6	10.0
	2026E	8.4	12.5	16.8	3.7	10.8	6.2	6.6	3.6	8.6
	2027E	7.8	8.9	12.6	3.2	9.5	5.6	5.5	3.3	7.0
EV/EBITDA (배)	2025A	59.7	40.5	64.8	10.7	33.1	29.9	20.8	23.6	35.4
	2026E	45.4	28.9	37.7	9.9	19.2	28.4	19.0	21.1	26.2
	2027E	36.1	23.0	25.3	9.2	14.9	23.3	16.6	17.8	20.8
매출액성장률 (%)	2025A	-7.7	10.2	9.0	0.7	13.4	7.9	23.0	-1.6	6.9
	2026E	4.4	39.7	16.9	9.9	17.0	-5.7	-1.6	14.0	11.8
	2027E	11.8	22.7	13.7	4.0	13.3	10.4	6.8	5.7	11.1
영업이익 성장률 (%)	2025A	-30.6	45.3	194.7	17.6	-	39.1	-	26.7	48.8
	2026E	52.1	43.4	211.9	11.9	210.0	7.3	10.2	8.1	69.4
	2027E	35.0	27.5	58.9	9.0	38.1	29.9	19.0	16.9	29.3
영업이익률 (%)	2025A	6.3	5.4	3.6	12.7	4.0	7.4	8.8	9.2	7.2
	2026E	6.5	10.0	9.7	12.9	10.6	8.5	9.9	8.7	9.6
	2027E	7.9	10.4	13.6	13.5	13.0	10.0	11.0	9.6	11.1
순이익률 (%)	2025A	0.7	4.8	12.8	8.2	3.6	4.9	6.9	7.2	6.2
	2026E	2.3	8.3	8.7	9.2	7.8	5.5	7.8	6.7	7.0
	2027E	3.3	8.6	11.6	9.7	9.5	6.8	8.0	7.3	8.1
ROE (%)	2025A	0.0	46.2	48.9	23.7	20.2	11.1	22.1	9.5	22.7
	2026E	5.1	39.2	31.7	23.5	30.6	11.1	24.5	10.0	22.0
	2027E	7.3	34.6	37.0	22.5	36.2	13.5	22.3	11.2	23.1
순부채비율 (%)	2025A	28.4	89.4	-62.8	20.4	-47.3	0.0	74.3	-16.5	10.7
	2026E	23.3	67.7	-83.6	0.7	-65.8	12.2	57.1	-16.9	-0.7
	2027E	17.5	56.2	-121.5	-15.9	-86.2	4.8	47.6	-17.8	-14.4

자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 한국, 일본 등 아시아 국가 기업의 주가수익률은 2026.03.13 종가 기준, 미국 및 유럽 기업은 2026.03.12 종가 기준

표 43. 원전 EPC 글로벌 Peer 기업 비교

구분		삼성물산 (한국)	현대건설 (한국)	대우건설 (한국)	Fluor (미국)	KBR (미국)	Bouygues (프랑스)	Vinci (프랑스)	업계 평균
현재주가 (원, \$)		280,500	164,400	12,320	43.48	36.79	56.78	148.85	
시가총액 (M\$)		31,665	12,119	3,419	6,222	4,653	21,917	86,673	
주가수 익률 (%)	1M	-12.7	41.7	68.8	-4.4	-10.9	1.0	-4.0	11.4
	3M	9.0	109.0	216.7	-0.3	-15.4	14.9	8.9	49.0
	6M	52.5	174.4	225.1	6.0	-25.5	31.2	9.7	67.6
	12M	134.7	404.6	257.1	24.4	-26.4	40.3	12.0	121.0
P/E (배)	2025A	18.7	49.0	-	17.3	10.0	16.5	14.8	21.0
	2026E	18.1	35.3	17.0	15.8	9.1	15.0	13.9	17.8
	2027E	16.4	23.4	13.1	13.4	8.6	12.9	12.6	14.3
P/B (배)	2025A	0.9	2.2	1.2	2.0	3.1	1.5	2.3	1.9
	2026E	1.1	2.1	1.3	2.1	2.7	1.3	2.1	1.8
	2027E	1.1	1.9	1.2	2.3	2.3	1.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (배)	2025A	12.3	23.5	15.2	6.7	7.0	5.5	7.5	11.1
	2026E	10.9	19.9	11.8	6.5	6.8	5.4	7.1	9.8
	2027E	10.2	14.6	10.3	5.8	6.5	5.1	6.8	8.5
매출액성장률 (%)	2025A	-3.2	-4.9	-23.3	-5.0	1.0	0.2	4.0	-4.5
	2026E	7.9	-12.4	1.0	5.3	3.5	3.3	5.1	1.9
	2027E	5.6	6.0	10.1	7.1	5.7	2.2	4.1	5.8
영업이익 성장률 (%)	2025A	10.4	-	-	-	18.1	4.0	5.8	9.6
	2026E	14.5	18.7	164.1	250.1	6.6	14.3	11.2	68.5
	2027E	9.1	48.2	19.4	14.9	4.9	9.6	6.8	16.1
영업이익률 (%)	2025A	8.1	2.1	-10.1	-2.0	10.0	4.1	12.0	3.4
	2026E	8.6	2.8	6.4	2.9	10.3	4.5	12.9	6.9
	2027E	8.9	4.0	7.0	3.1	10.2	4.9	13.2	7.3
순이익률 (%)	2025A	6.0	1.2	-11.3	-0.3	5.3	2.0	6.5	1.3
	2026E	6.1	1.8	3.6	2.4	6.2	2.2	6.8	4.2
	2027E	5.9	2.6	4.3	2.4	6.2	2.5	7.1	4.5
ROE (%)	2025A	5.7	-4.8	-3.9	12.5	33.4	12.6	16.2	10.2
	2026E	7.2	6.4	8.2	14.2	29.8	9.5	16.1	13.1
	2027E	6.9	9.0	9.8	18.9	26.8	10.8	16.6	14.1
순부채비율 (%)	2025A	-2.7	-21.2	47.1	-82.5	154.2	51.4	61.0	29.6
	2026E	-5.7	-24.5	47.6	-51.0	130.0	31.5	53.8	26.0
	2027E	-9.4	-29.5	36.2	-59.2	111.5	24.8	49.8	17.7

자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 한국 기업의 주가수익률은 2026.03.13 종가 기준, 미국 및 유럽 기업은 2026.03.12 종가 기준

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

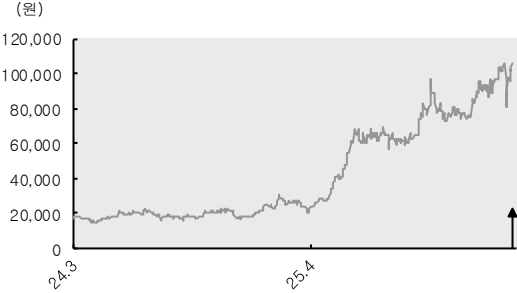
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

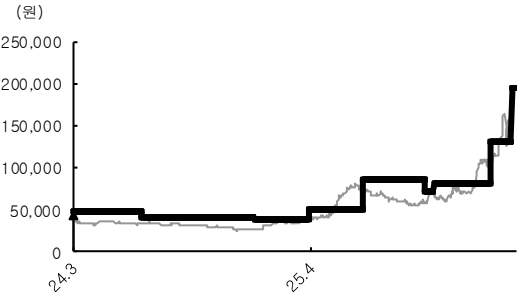
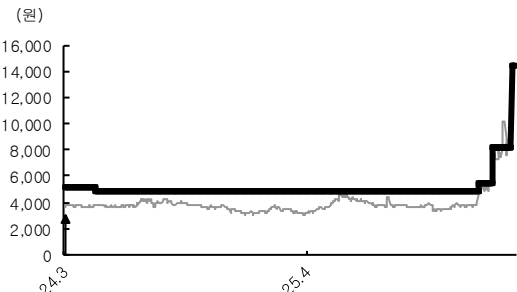
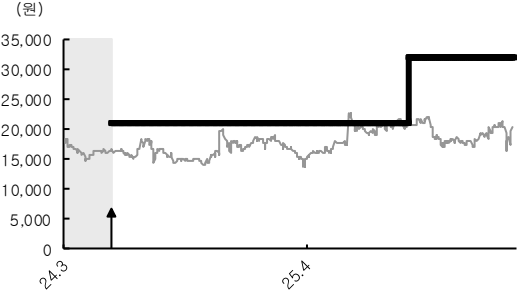
투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

두산에너지빌리티	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2026.03.13	매수	140,000		
비에이치아이	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.11.27	매수	22,000	-28.93	-16.18
	2025.01.22	매수	23,000	-7.70	2.17
	2025.02.10	매수	28,000	-28.72	-8.57
	2025.04.29	매수	30,000	0.65	6.00
	2025.05.15	매수	37,000	6.76	23.78
	2025.07.14	매수	43,000	3.61	35.12
	2025.09.04	매수	62,000	-18.82	3.55
	2026.01.20	매수	72,000	12.10	45.83
	2026.03.13	매수	140,000		

현대건설	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	47,000	-27.54	-20.53
	2024.07.05	매수	40,000	-26.02	-13.88
	2025.01.08	매수	37,000	-11.62	0.00
	2025.04.09	매수	50,000	15.12	62.20
	2025.07.09	매수	85,000	-26.31	-13.41
	2025.10.20	매수	70,000	-6.06	5.00
	2025.11.03	매수	81,000	-3.57	39.51
	2026.02.05	매수	130,000	5.00	26.69
	2026.03.13	매수	195,000		
대우건설	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.01.30	매수	5,200	-26.51	-22.02
	2024.05.02	매수	4,800	-24.64	-11.25
	2025.05.02	1년경과	4,800	-20.16	-3.96
	2026.01.19	매수	5,400	-5.59	3.52
	2026.02.09	매수	8,200	4.15	27.56
	2026.03.13	매수	14,500		
한미글로벌	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.05.28	매수	21,000	-22.15	-5.29
	2025.05.28	1년경과	21,000	-4.88	9.29
	2025.09.25	매수	32,000	-40.37	-31.25
	2026.03.13	매수	32,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200