유진투자증권
2026.04.08

건설/부동산

원전, 조연은 없다

건설/부동산 류태환
02)368-6156
taehwan.ryu@eugenefn.com

TABLE OF **CONTENTS**

01 비주간사, 소외될 이유가 없다 05

02 APR1400 미국 진출 시나리오 11

03 기업분석 23

SUMMARY

지난해에 이어 올해도 원전 모멘텀이 부각되며 주간사 경험을 보유한 기업들의 주가가 가파른 상승세를 보였다. 주간사 경험의 가치에 주목하는 것은 타당하지만, 비주간사 경험을 보유한 기업들이 원전 모멘텀에서 소외될 이유는 없다. 국내 원전 프로젝트는 대부분 공동이행·공동시공 방식으로 추진되었으며, 비주간사 역시 지분율에 따라 직접 시공에 참여하며 주간사와 동일한 수준의 경험과 노하우를 축적해 왔기 때문이다.

신한울 3,4호기 입찰 조건을 살펴보면, 대표사(주간사) 유경험 업체간 공동수급체 구성은 불가하며, 비주간사(2개사)가 확보할 수 있는 지분율은 최대 49%에 달한다. 또한 주간사 자격 요건이 10년 이내 준공 실적으로 규정되어 있는데, 현재 시점 기준으로는 시장에서 주간사로 부각된 일부 기업에 국한되지 않는다. 종합하면 비주간사의 참여 비중은 결코 작지 않으며, 과거 비주간사 경험만을 보유한 기업 역시 주간사 지위를 확보할 가능성이 존재한다는 점에서 이에 대한 재평가가 필요하다.

전 세계 각국에서 신규 원전 건설 논의가 확대되는 가운데, 미국 시장에 특히 주목할 필요가 있다. 미국 정부는 2030년 대형원전 10기 착공 및 2050년 발전용량 400GW 달성이라는 목표를 제시했다. 이러한 환경에서 APR1400의 미국 진출은 충분히 현실적인 시나리오다. Westinghouse 입장에서는 지식재산권(IP) 합의에 따른 '무위험 확정 수익' 구조를 확보할 수 있고, 미국은 단일 기업(Westinghouse) 및 모델(AP1000) 의존 리스크를 완화할 수 있는 대안이다. 동시에 800억 달러 투자 약정 조건에 따라 미국 정부의 재무적 이익과도 연결된다는 점에서 합리적인 선택지다.

향후 원전 시장은 기존 주간사 경험을 보유한 기업들의 독주가 아닌, 국내 건설사 다수가 동반 참여하는 구조로 전개될 것으로 예상한다. 글로벌 수주 파이프라인 확대와 미국 시장 진출 시나리오를 감안할 때, 비주간사 경험만을 보유한 기업들 역시 구조적인 수혜 범위이 포함된다. 이에 따라 현재 시장에 형성된 기업 간 밸류에이션의 격차는 점진적으로 축소될 것으로 판단하며, 원전 모멘텀에서 상대적으로 소외되었던 DL이앤씨와 GS건설을 관심종목으로 제시한다.

01

비주간사, 소외될 이유가 없다

결코 작지 않은 비주간사 비중

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 금지

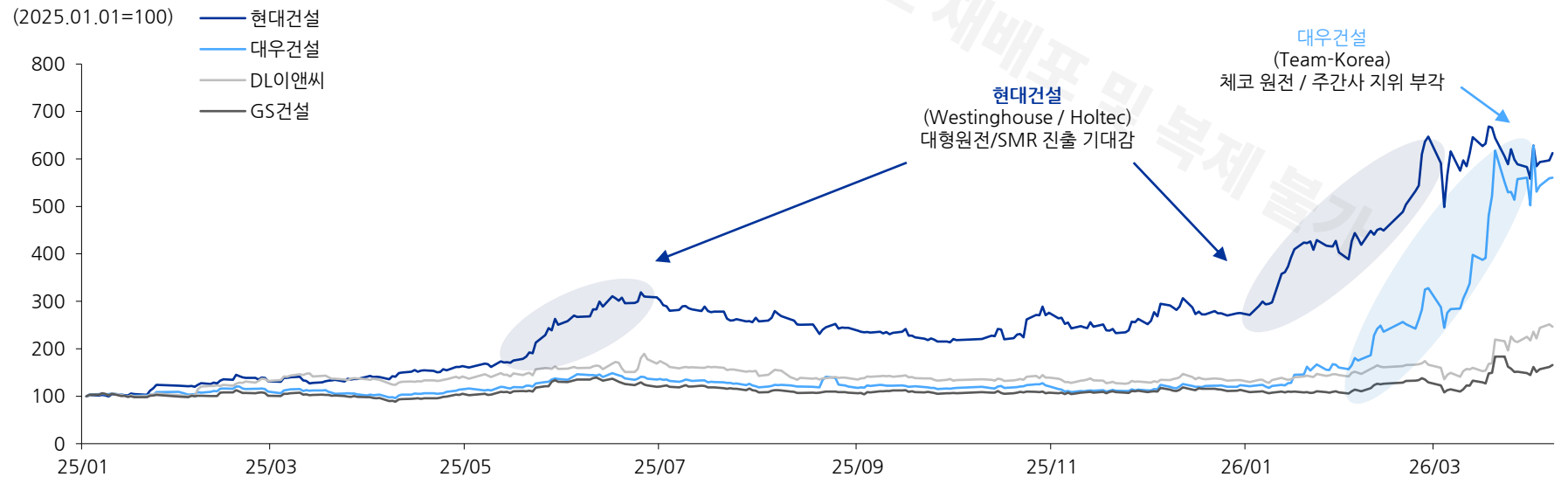
주간사 중심으로 형성된 원전 모멘텀

주간사와 비주간사의 밸류에이션 격차 확대

- 2025년 현대건설은 Westinghouse, Holtec과의 파트너십을 기반으로 글로벌 대형원전/SMR 시장 진출 기대감이 확대되며 주가가 큰 폭으로 상승
- 대우건설 역시 Big-Bath 이후, Team-Korea 내 주간사 지위가 재평가되며 단기간에 가파른 주가 상승을 기록
- 반면 비주간사 경험만을 보유한 DL이앤씨, GS건설은 상대적으로 원전 모멘텀에서 소외된 흐름

유진투자증권 리서치 리포트 제배포 및 복제 불가

현대건설, 대우건설, DL이앤씨, GS건설 상대수익률



자료: Quantiwise, 유진투자증권

비주간사의 원전 경험도 다르지 않다

공동이행, 공동시공 방식으로 같은 경험을 보유

- 원전 프로젝트는 공동이행, 공동시공 방식을 기반으로 추진되어 왔으며, 참여사들은 지분율에 따라 인력을 투입해 직접 수행하며 동일한 노하우를 축적
- 총괄 현장관리자(현장소장)은 대표사 소속이지만, 각 참여사 역시 현장소장에 준하는 책임자를 두는 구조로 비주간사 역시 동일한 수행 경험을 보유

유진투자증권 리서치 리포트 제배포 및 복제 금지

국내 건설사 대형원전 Track-Record

프로젝트 명		공사기간	'70s	'80s	'90s	'00s	'10s	'20s	시공 컨소시엄	비고
고리	#1,2	1970~1983							현대, 동아	
	#3,4	1978~1986							현대	
월성	#1	1976~1983							현대, 동아	
	#2	1991~1997							현대	
	#3,4	1992~1999							대우	
한빛	#1,2	1980~1987							현대	舊 영광 #1,2
	#3,4	1989~1996							현대	舊 영광 #3,4
	#5,6	1996~2002							**현대(73%)**, DL(27%)	舊 영광 #5,6
한울	#1,2	1981~1989							동아	舊 울진 #1,2
	#3,4	1992~1999							동아, 두산	舊 울진 #3,4
	#5,6	1999~2005							**동아(40.5%)**, 두산(39%), 삼성(20.5%)	舊 울진 #5,6
신고리	#1,2	2005~2012							**현대(50.2%)**, DL(35.8%), SK(14%)	
신월성	#1,2	2005~2015							**대우(51%)**, 삼성(35.5%), GS(13.5%)	
새울	#1,2	2008~2018							**현대(43%)**, 두산(42%), SK(15%)	舊 신고리 #3,4
	#3,4	2016~							**삼성(51%)**, 두산(39%), 한화(10%)	舊 신고리 #5,6
신한울	#1,2	2010~2024							**현대(45%)**, SK(30%), GS(25%)	舊 신울진 #1,2
	#3,4	2024~							**현대(55%)**, 두산(35%), 포스코(10%)	
UAE 바라카	#1~4	2009~2024							**현대(55%)**, 삼성(45%)	
체코 두코바니	#1~2								**대우(55%)**, 두산(45%)	

자료: 한국수력원자력, 각 사, 언론, 유진투자증권
주) 대림산업은 DL이앤씨, LG건설은 GS건설, 한국중공업 및 두산중공업은 두산에너빌리티로 기재

신한울 3,4호기 입찰 조건(2023년 입찰)

10년 내 준공 실적만 있다면 주간사 자격 충족, 비주간사 지분율도 작지 않아

- 대표사 자격은 10년 이내 준공 실적 보유 조건으로, GS건설, SK에코플랜트, 한화, 두산에너빌리티도 주간사 지위 가능(한화 새울#3,4호기 준공 예정)
- DL이앤씨는 원전 준공 실적이 10년을 초과하여 형식상 미실적업체로 분류되나, 오히려 '10년 이내 원전 준공 미실적업체 필수 참여' 조건에 부합
- 또한 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성이 불가하여, 삼성물산, 현대건설, 대우건설 중 1개사만 주간사로 참여가 가능한 구조
- 비주간사의 총 지분율은 40~49%이며, 구성원 기준으로는 10~39%. 과거 사례에서 주간사와 비주간사의 지분율이 1%에 불과한 경우도 존재

신한울 3,4호기 주설비공사 입찰공고문 中

라. 공동도급계약에 관한 사항

1) 공사 추진방식은 공동도급으로 추진하며 **구성원 수는 3개사**로 합니다.
2) 공동도급의 이행방식은 공동이행방식으로 하며 지분율에 따른 공동시공방식으로 합니다.
3) 공동수급체 구성원 중에는 입찰참가자격 사전심사(PQ) 신청자격을 갖춘 **입찰공고일 기준 10년 이내 원전준공 미실적업체 1개사를 반드시 참여(2개사 참여 불가)**시켜야 합니다.
4) 공동수급체 대표사 자격은 입찰공고일 기준 10년 이내 **단위호기** 원자력발전소를 준공한 실적이 있는 업체이어야 하며, **대표사의 시공비율은 51%이상 60%이내**이며, **구성원의 최소지분율은 10%이상** 이어야 합니다.
5) 입찰공고일 기준 10년 이내 **원자력발전소 공동수급체 대표사 유경험(기성실적률 50% 이상인 경우 포함) 업체간 공동수급체를 구성할 수 없습니다.**
6) 공동수급체 구성원은 중복적으로 공동수급체를 구성하여 입찰에 참여할 수 없습니다.

- 비주간사 2개사 참여 조건
- 지분율에 따른 단순 손익 배분이 아닌, 구성원 전원이 실질적으로 시공에 참여하는 구조
- 10년 내 원전 미실적업체 참여 필수
- 10년 이내 단위호기 준공 실적 보유시 대표사 가능
- 비주간사 총 지분율 최소 40%, 최대 49%
  (구성원 기준으로는 최소 10%, 최대 39%)
- 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성 불가

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 무단복제 금지

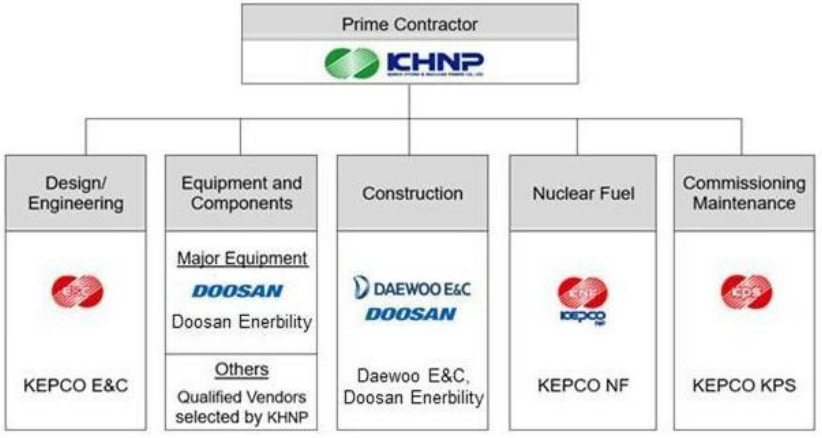
팀코리아, 더 많은 팀원이 필요하다

주간사 CAPA의 한계, 그리고 국가 차원의 전략적 선택

- 주간사 경험을 보유한 건설사의 원전 및 플랜트 전문 인력을 총동원하더라도, 개별 기업이 감당할 수 있는 동시 프로젝트 수행 능력(Capacity)는 한계가 존재
- 대형 원전 건설 논의가 확대되는 가운데, 국가 차원의 수출 경쟁력 제고와 리스크 분산을 위해 특정 기업 중심의 과점 구조를 넘어 시공사 다변화 필요
- 무엇보다 세계 최대 원전 시장인 미국에서 APR1400 모델이 진출하는 시나리오에서, 비주간사 경험만을 보유한 건설사들의 재평가 필요

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 금지

팀코리아 원전 사업 조직도(체코 두코바니 원전 사례)



자료: 한국수력원자력, 언론, 유진투자증권

팀코리아 주요 원전 수출 파이프라인

국가	프로젝트명	발전용량(GW)	비고
체코	두코바니 5·6호기	2.0	(수주 완료)
	테믈린 3·4호기	2.0	2030년 발주 예상
베트남	닌투언 2	2.0	2026년 발주 예상
튀르키예	시노프 1·2호기	2.8	2026년 발주 예상
UAE	바라카 5,6호기	2.8	2027년 발주 예상
사우디	두와이힌 1,2호기	2.8	2027년 발주 예상
필리핀	바탄 원전	0.6	-
(미국)	APR1400의 미국 진출 가능성?		

자료: 언론, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

02

APR1400 미국 진출 시나리오

OBBBA: One Big Beautiful Bet on America

유진투자증권 리서치 리포트 무단 배포 및 복제 금지

행정명령, 원전 시장 재가동의 선언

세계 최대 원전 시장의 재가동 선언

- 트럼프 행정부는 원전 산업 인허가 절차 개선과 사업 추진 속도 제고를 주요 내용으로 하는 원자력 행정명령을 발표(2025.05.23)
- 원자력규제위원회(NRC)의 심사 절차 간소화, 신규 원전 인허가 기간 단축, 원전 수출 관련 승인 절차의 신속한 처리 등을 요구하는 내용이 포함
- 2030년까지 대형 원전 10기 착공, 2050년까지 발전 용량 400GW 달성 등 구체적인 정량 목표를 제시함

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 무단 복사 금지

원전 확대에 관한 행정명령에 서명한 트럼프 대통령

자료: 언론, 유진투자증권

트럼프 행정부의 원자력 관련 행정명령 요약

행정명령	주요 내용
1) 첨단 원자로 기술 배치	▪ '28.09까지 군사기지 내 원자로 운영 개시 ▪ 제120대 의회 종료(29.1.3)까지 최소 20건의 123 협정 추진 ▪ 수출허가 검토·결정 30일 이내
2) NRC 개혁	▪ 2024년 기준 100GW인 발전 용량을 2050년까지 400GW로 확대 ▪ 신규 원자로 건설·운영 허가의 최종 결정 기한 18개월 이내 ▪ 기존 원자로 계속 운전 신청에 대한 심사 기한 1년 이내
3) DOE 내 원자로 시험 체계 개혁	▪ 2026.07 SMR 3기 임계 도달 ▪ 과학적 방사선 기준(LNT 재검토) 도입 ▪ 환경평가(NEPA) 절차 간소화
4) 원자력 산업 기반 재건	▪ 우라늄 농축/변환 능력 확대 ▪ 2030년까지 대형 원전 10기 착공 ▪ 기존 원전 출력 5GW 증강

자료: 한국원자력연구원, 유진투자증권

美정부의 800억 달러 투자 약정

美정부 - Brookfield - Cameco - Westinghouse 간 파트너십

- 원자력 행정명령에 이어, 美정부는 Brookfield, Cameco와 Westinghouse의 AP1000 노형 배치를 가속화하기 위한 약정을 체결(2025.10.28)
- 최소 800억 달러 규모의 투자 확약을 골자로 하며, 美정부는 에너지부(DOE)의 대출 프로그램(LPO)과 채무 보증을 통해 프로젝트의 초기 금융 리스크를 인수하는 신용 보강 역할을 수행. 이를 통해 민간 자본이 FOAK 건설의 불확실성을 극복하고 저리로 대규모 자금을 투입할 수 있는 기반을 마련
- 美정부가 직접 초기 자본 흐름을 보증함으로써, 과거 미국 원전 프로젝트의 주요 실패 요인이었던 사업 지연과 비용 초과 리스크를 최소화함

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 금지

신규 AP1000 및 AP300 건설에 최소 800억 달러를 지원하는 전략적 파트너십

A New Partnership

Westinghouse, Brookfield and Cameco have entered into a strategic partnership with the U.S. Government to accelerate the deployment of nuclear power, in accordance with the President's May 23, 2025 Executive Orders.

At the center of the new strategic partnership, at least $80 billion of new reactors will be constructed across the United States using **Westinghouse AP1000®** and **AP300™ nuclear reactor technology**. This national program to deploy proven nuclear power at scale in the United States will reinvigorate the nuclear power industrial base.

자료: Westinghouse, 유진투자증권

투자 약정 조건에 주목

美정부의 재무적 이익으로 연결되는 조건을 포함

- 美정부는 투자 약정의 반대급부로 수익 공유 권한을 확보함. 누적 현금 배당이 175억 달러를 초과할 경우 초과 이익의 20%를 정부가 수취하며, 2029년 1월 이전 Westinghouse의 기업가치가 300억 달러 도달 시 IPO를 강제할 수 있는 권리를 보유함. 또한 IPO 시점에 5년 만기 Warrant(신주인수권)로 권리를 전환할 수 있음

투자 약정 조건에는 초과 이익 공유, IPO 요구, 신주인수권 조건이 포함

PARTICIPATION INTEREST

General Terms

- USG will be granted a participation interest (the *Participation Interest*) by the Current Owners' existing holding company holding the entities comprising Westinghouse, Watt New Sub-Aggregator L.P. (*WEC Holdco*).
- Holders of the Participation Interest, when vested, will be entitled to receive 20% of any distributions made by WEC Holdco after the grant of the Participation Interest in excess of $17.5 billion.
- The Participation Interest shall be unvested until such time as the USG has made a final investment decision and entered into long-form definitive agreements setting out its binding obligation (the *Orders*) to complete the construction of new Westinghouse nuclear reactors in the United States that would require the USG to invest at least $80 Billion in such projects (the *Vesting Event*).
- Notwithstanding the foregoing:
  - prior to the date the Participation Interest has vested, the Participation Interest will not entitle the USG to any rights with respect to WEC Holdco described in this Term Sheet; and
  - if there has not been a Vesting Event prior to January 2029, the Participation Interest shall automatically terminate in January 2029, and holders of the Participation Interest will cease to have any rights with respect to WEC Holdco described in this Term Sheet.

Transfer Right

- When vested, the holders of the Participation Interest will have the ability to transfer their rights under the Participation Interest to a third party; provided that, the Current Owners will be given an opportunity to discuss with USG acquiring such Participation Interest. If the Current Owners make an offer, any sale by USG to a third party shall not be less than the value proposed by the Current Owners.

IPO Right

- If (a) the Vesting Event has occurred and (b) the opening valuation in an IPO of Westinghouse is $30 billion or more, the holders of the Participation Interest shall, on or prior to January 2029, be entitled to require an IPO (subject to customary restrictions).
- Immediately prior to or in connection with the IPO, the Participation Interest will directly or indirectly convert into a warrant with a 5 year term from the date of issuance of the warrant to purchase the number of equity securities in the IPO entity that represents the percentage of the IPO entity equal to the product (expressed as a percentage) of (x) the public value of the IPO entity at the time of exercise, less $17.5 billion and (y) 20%.
- In connection with any IPO, the parties will agree to reasonably cooperate with each other and other customary restrictions, in each case, to facilitate the IPO and, following the IPO, will have customary demand and piggyback rights.

[초과 이익 공유]
- 웨스팅하우스가 지급하는 분배금 중 $17.5B를 초과하는 금액의 20%를 美정부가 수취

[IPO 요구권]
- 2029년 01월 이전에 웨스팅하우스의 기업가치가 $30B 이상일 경우, 美정부가 IPO를 요구할 권리

[Warrant 전환]
- IPO 시점에 5년 만기 Warrant(신주인수권)로 전환
- 지분율 = (IPO 공정가치 - $17.5B) × 20%

자료: Cameco, 미국 SEC 공시, 유진투자증권

관세 협상에 따른 대미 투자 합의

미국 원전 시장 진출의 교두보

- 2025년 11월 합의된 한미 관세 협상에 따라, 상호 관세를 25%에서 15%로 인하하는 대가로 3,500억 달러 규모의 대미 투자에 합의
- 한국 외에도 일본(5,500억 달러), 유럽연합(6,000억 달러) 등이 투자를 확정했으며, 기타 주요국들의 협상 완료 시 대미 투자 규모는 더욱 확대될 전망
- 이번 합의에는 미국은 프로젝트에 상품·서비스를 제공할 벤더 및 공급업체 선정 시 한국 업체를 우선해야 하는 조건이 포함되어 있음
- 국내 건설사들이 세계 최대 시장인 미국 원전 시장에 진입할 수 있는 결정적인 기회가 될 것으로 판단

유진투자증권 리서치 리포트 제배포 및 무단전재

한국, 일본, 유럽연합(EU) 대미 투자 조건

구분	한국	일본	유럽연합(EU)
대미 투자 합의일	2025.11.14	2025.07.30 / 2026.03.19	2025.10.30
상호 관세율	25% → 15%	25% → 15%	30% → 15%
대미 투자 규모	3,500억 달러 (정부 주도)	5,500억 달러 (정부 주도)	6,000억 달러 (민간 주도)
투자 분야	▪ 전략투자(2,000억 달러): 에너지, 인공지능 등 ▪ 조선협력(1,500억 달러) ※ 한국 벤더 및 감독 업체 우선권	▪ 에너지: 원전, 송전망, 가스 등 ▪ 첨단산업: AI, 전자부품, 광물 등	▪ 전략산업: 반도체, 신재생, 제약 ▪ 제조: 첨단 제조 시설
수익 배분 방식	▪ 원리금 상환 전 5:5 (한:미) ▪ 원리금 상환 후 1:9 (한:미) ※ 조선협력 한국 100% 수익 귀속	▪ 원리금 상환 전 5:5 (일:미) ▪ 원리금 상환 후 1:9 (일:미)	▪ 해당사항 없음 ※ 민간 기업 수익 귀속
기타	▪ 에너지 1,000억 달러 구입 ▪ 핵잠수함 건조 승인	▪ 농산물, 에너지, 방산·항공 등 추가 구입 ▪ 희토류 심해 공동 개발 및 공급망 협정	▪ 에너지 7,500억 달러 구입
투자 약정 기한	트럼프 대통령 임기 내(2029.01)		

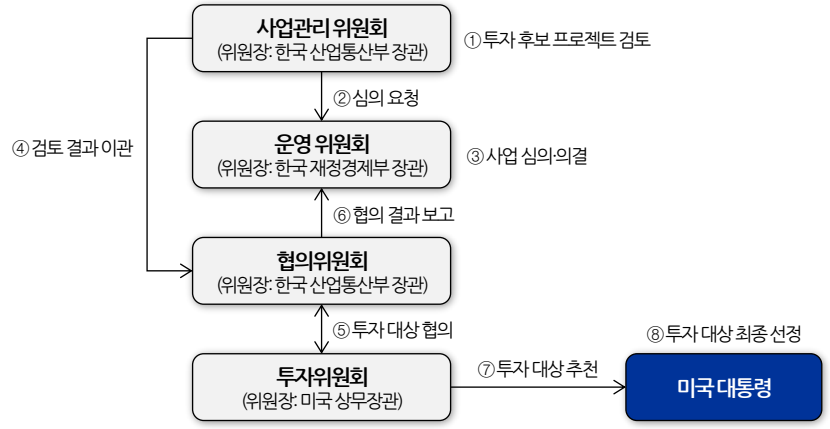
자료: 백악관, MOTIE, 유진투자증권

대미 투자의 Leverage 효과

레버리지 효과 고려 시, 대미 투자 효과는 예상보다 클 것

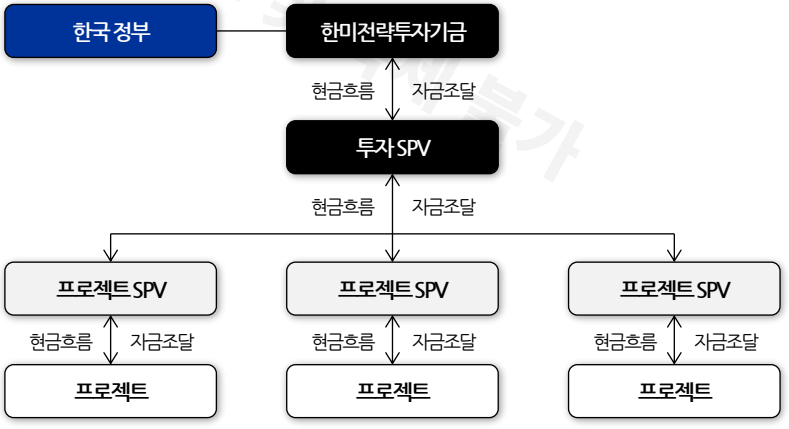
- 대미 투자액 3,500억 달러 중 조선협력(1,500억 달러)은 국내 기업의 직접투자(FDI), 보증, 선박금융 등 비현금성 지원을 활용하는 반면, 전략산업(2,000억 달러)은 전액 현금 투자 방식(연간 200억 달러 상한)
- 전략산업 프로젝트는 한국 산업부의 협의위원회와 미국 상무부의 투자위원회 간 사전 협의를 거쳐 미국 대통령의 최종 선정으로 확정됨. 이후 한국 정부는 한미전략투자기금을 통해 투자 SPV에 자금을 조달하고, 개별 프로젝트 SPV로 자금이 조달하는 체계
- 중요한 점은 2,000억 달러라는 투자 원금 자체가 아니라, 이를 통해 창출되는 레버리지 효과에 있음. 가령 인프라 프로젝트의 자기자본(Equity) 비율을 25%로 가정하면, 이는 대규모 타인자본(Debt) 조달을 견인하여 자기자본의 4배에 해당하는 자금 조달이 가능함

대미 투자 절차



자료: 국회, 언론, 유진투자증권

대미 투자 구조



자료: 언론, 유진투자증권

대미 투자 프로젝트 본격 협의

원전을 중심으로 논의될 대미 투자 프로젝트

- 지난 3/12 대미투자특별법이 국회를 통과함에 따라, 대미 투자 집행이 법적 근거를 갖추고 본격화될 전망. 루이지애나 LNG 수출터미널, 캘리포니아 담수화 시설 등 다양한 프로젝트가 거론되고 있으나, 대형원전을 중심으로 대미 투자 프로젝트가 논의될 것으로 기대
- 일본은 한국에 앞서 1차(2/17) 360억 달러, 2차(3/19) 730억 달러 규모의 프로젝트 선정 완료. Mitsubishi Heavy Industires, Hitachi, JERA 등 일본 기업들이 파트너로 참여하며 대미 투자를 통해 자국 기업 시공권 확보라는 수혜 공식이 작동하고 있음
- 하워드 러트닉 미국 상무부 장관은 관세협상에 따라 조성된 한국과 일본의 대미 투자 펀드 일부를 미국의 원자력 발전소 건설에 활용하겠다는 계획을 밝힌 바 있음. 만약 미국의 요청으로 타국 대미 투자 프로젝트가 대형원전으로 선정될 경우 국내 건설사들의 수주 범위가 확장될 것으로 기대

한미전략투자공사 설립위원회 출범

자료: 재정경제부, 유진투자증권

일본의 대미 투자 프로젝트

구분	지역	프로젝트
1차 프로젝트 (2/17, 360억 달러)	오하이오주	▪ 천연가스 발전시설
	텍사스주	▪ 미국만(멕시코만) 심해 원유 수출 시설
	조지아주	▪ 산업용 다이아몬드 관련 인프라
2차 프로젝트 (3/19, 730억 달러)	테네시주 / 엘라배마주	▪ 소형모듈원자로(SMR)
	펜실베니아주 / 텍사스주	▪ 천연가스 발전시설

자료: 언론, 유진투자증권

APR1400 진출, 준비는 되어 있다

NRC 설계인증 완료, Westinghouse와의 협의가 필요할 뿐

- 현재 대형 원전 수출 모델은 APR1400(한국), AP1000(미국), EPR(프랑스), VVER1200(러시아), HPR1000(중국) 등임. 이 중 러시아와 중국은 국가 안보 차원에서 미국 시장 진출 가능성이 제한적이며, 프랑스의 EPR은 미국 원자력규제위원회(NRC) 설계인증(DC) 심사가 중단된 상태임
- NRC 설계인증을 받은 대형원전 중 System 80+(구형), AP600(경제성 미달), ABWR(공급망 와해), ESBWR(실적 부재)은 각기 다른 결함으로 실제 적용이 어려운 상황. Westinghouse의 AP1000 또한 Vogtle 원전 건설 당시 기록적인 공기 지연과 천문학적인 비용 초과가 발생한 사례가 존재
- 반면 APR1400은 UAE 바라카 원전을 통해 경제성과 적기 준공 능력을 입증한 모델로 높은 신뢰도를 보유
- 다만 한전·한수원과 Westinghouse 간의 지적재산권 분쟁 합의로 미국 내 신규 원전 수주활동이 제한되어 있어 별도의 합의가 필요한 상황

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

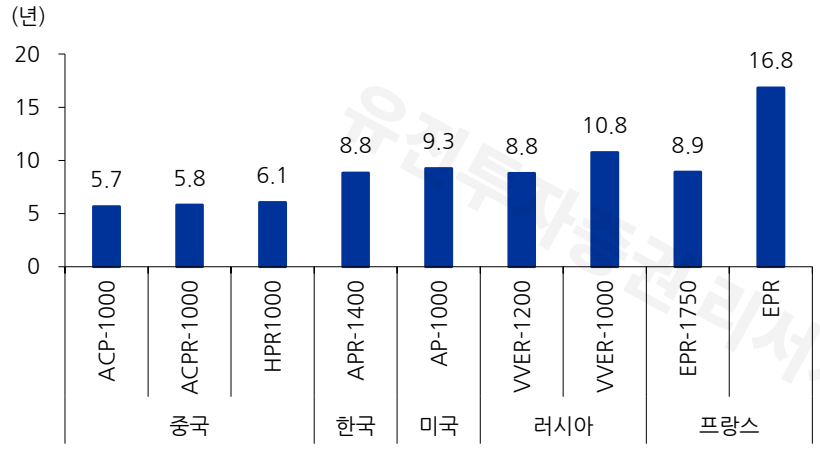
주요 국가별 원전 수출 모델

구분	한국	미국	프랑스		러시아		중국		
공급사	한수원 / 한전	웨스팅하우스	EDF		Rasatom		CNG / CNNC		
노형	PWR	PWR	PWR	PWR	PWR	PWR	PWR	PWR	PWR
모델명	APR1400	AP1000	EPR1750	EPR	VVER1200	VVER1000	ACP1000	ACPR1000	HPR1000
출력	1,400MW	1,100MW	1,750MW	1,600MW	1,200MW	1,000MW	1,100MW	1,150MW	1,150MW
평균 건설 기간	8.8년	9.3년	8.9년	16.8년	8.8년	10.8년	5.7년	5.8년	6.1년
운영 중인 노형 수	8기	6기	2기	2기	7기	31기	2기	4기	7기
건설 중인 노형 수	2기	-	-	2기	19기	5기	-	-	15기

자료: IAEA, WNA, 유진투자증권

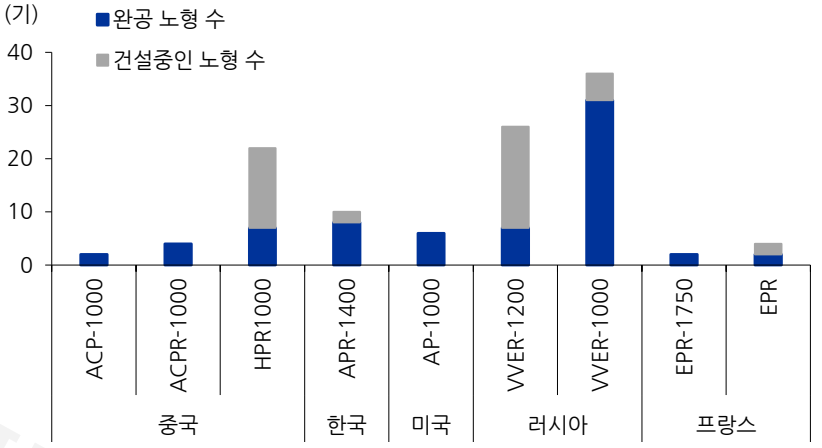
APR1400 진출, 준비는 되어 있다

주요 원자로 모델별 평균 건설 기간



자료: IAEA, 유진투자증권

주요 원자로 모델별 운영 및 건설 노형 수



자료: IAEA, 유진투자증권

미국 원자력규제위원회(NRC) 설계인증 모델

구분	노형	기업명
대형 원전	System 80+	(미국) Westinghouse
	AP600	(미국) Westinghouse
	AP1000	(미국) Westinghouse
	ABWR	(미국) GE
	ESBWR	(미/일) GE-Hitachi
	APR1400	(한국) KEPCO / KHNP
SMR	US600	(미국) NuScale Power

자료: NRC, 유진투자증권

한전·한수원 - Westinghouse 합의에 따른 원전 수주 대상 지역

자료: 파이낸셜뉴스, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 무단 불가

Westinghouse에게 APR1400은 안정적인 수익 모델

지식재산권 합의에 따른 무위험 확정 수익

- 한전·한수원은 Westinghouse와의 지식재산권(IP) 분쟁 합의에 따라, APR1400 수출 시 Westinghouse에게 기당 1억 7,500만 달러의 기술사용료를 지급해야 하며, 6억 5,000만 달러의 기자재 공급 및 엔지니어링 서비스 계약을 체결해야 하는 것으로 알려짐
- 이는 Westinghouse 입장에서 Voglte #3,4호기 당시 겪었던 공기 지연 및 비용 초과 리스크를 전혀 지지 않고도, APR1400이라는 검증된 모델을 통해 막대한 매출과 이익을 확보하는 실리적인 방안임
- 만약 AP1000을 적용한 사업의 수익성이 충분히 보장된다면, Westinghouse는 당연히 자사 모델을 우선 배치하여 이익을 극대화 할 것임. 다만 동시 프로젝트 수행 능력(Capacity) 한계에 직면한다면, 초과 수요분에 대해 APR1400을 전략적으로 수용 가능할 것으로 판단

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 금지

Vogtle 3,4호기

자료: 언론, 유진투자증권

한전·한수원 - Westinghouse 분쟁 해결 합의서 주요 내용

구분	내용
기술사용료	▪ 1기당 1억 7,500만 달러
물품 · 용역	▪ 1기당 6억 5,000만 달러
SMR	▪ 美 소재 제3기관 통한 기술 자립 검증
계약기간	▪ 50년
기타	▪ 신규 원전 수출 활동 가능 지역 구분

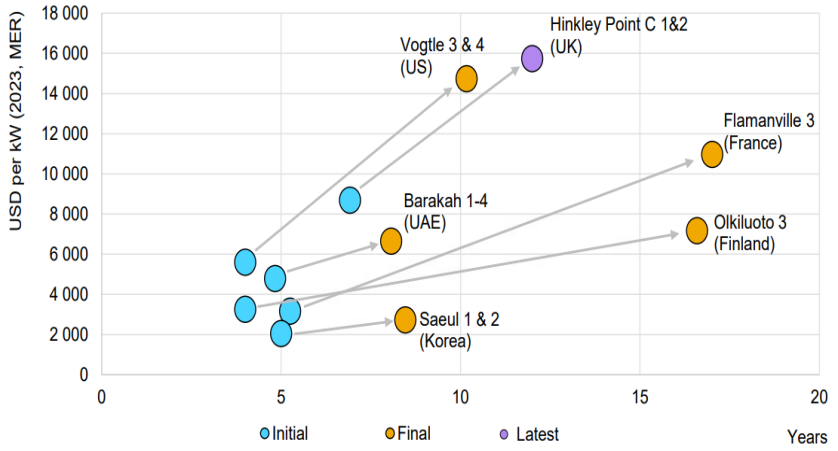
자료: 언론, 유진투자증권

미국에게 APR1400은 행정명령의 구원투수

미국의 전력 안보와 국익을 동시에 충족하는 대안

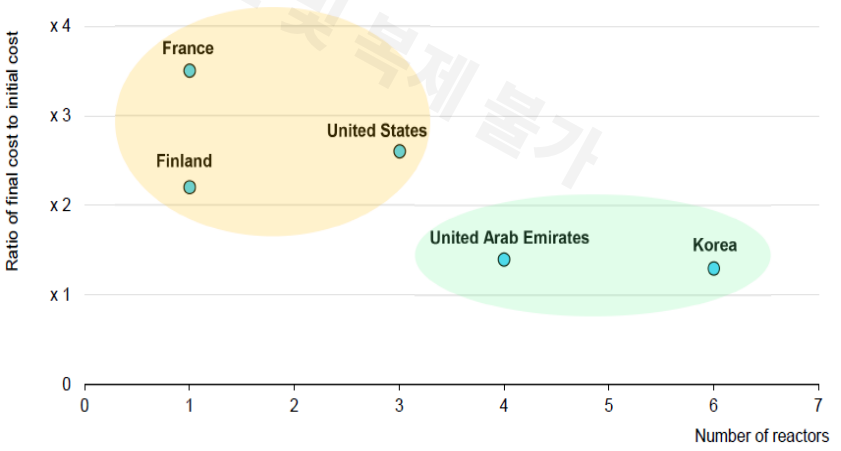
- 미국은 2030년 내 대형원전 10기 착공, 2050년까지 원전 발전용량 400GW 달성이라는 목표를 설정. 국가 에너지 안보가 걸린 목표를 단일 기업(Westinghouse)과 모델(AP1000)에 의존하는 것은 상당한 리스크를 내포함. 국내 건설사들 또한 AP1000 모델 시공 경험은 부재한 상황
- APR1400은 NRC 설계인증을 획득하고 국내 건설사들의 시공 경험이 뒷받침된 최적의 대안임. 미국 입장에서는 검증된 원전 모델을 포트폴리오에 믹스함으로써 노형 다변화를 통한 리스크 분산이 가능함. 또한 숙련된 한국 건설사의 참여는 2050년 원전 발전용량 400GW 달성이라는 장기 로드맵의 실행력을 확보할 수 있어 정치적, 경제적으로 매우 유리한 선택지가 됨
- 또한 지식재산권(IP) 분쟁 합의에 따라 Westinghouse가 수취하는 무위험 확정 수익은 기업가치를 제고해 IPO를 앞당길 뿐 아니라, 누적 분배금 175억 달러 초과분의 20%를 정부가 수취하는 조건과 맞물려 미국 정부의 재무적 이익을 극대화함. 결과적으로 APR1400 도입은 미국의 전력 안보와 국익을 동시에 충족하는 방안임

원전 프로젝트별 초과 비용 및 건설기간



자료: IEA, 유진투자증권

지난 15년 간의 원전 건설 기수와 초기 대비 최종 건설비



자료: IEA, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

03

기업분석

- ✓ DL이앤씨(375500)
- ✓ GS건설(006360)

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 금지

(375500)

DL이앤씨

대형원전과 SMR, 동시에 가져가는 포지션

건설/부동산 류태환_6156/ taehwan.ryu@

유진투자증권 리포트 제공

현재주가(26.04.07)	75,600원
시가총액(십억원)	2,925
발행주식수(천주)	38,694
52주 최고가(원)	80,300
최저가(원)	37,150
52주 일간 Beta	0.79
60일 일평균거래대금(억원)	497
외국인 지분율(%)	0.0
배당수익률(2026E)(%)	1.2
주주구성(%)	
DL (외 8인)	24.8
국민연금공단 (외 1인)	8.1

투자의견	BUY(유지)
목표주가	▲ 105,000원

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	65.1	83.5	93.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	105,000	52,000	▲
영업이익(26)	512	536	▼
영업이익(27)	623	613	▲

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	8,318	7,402	7,010	7,455	8,116
영업이익	271	387	512	623	704
세전손익	354	117	577	692	779
당기순이익	229	370	403	483	544
EPS(원)	5,924	9,567	10,406	12,483	14,062
증감률(%)	22.0	61.5	8.8	20.0	12.6
PER(배)	5.4	4.3	7.3	6.1	5.4
ROE(%)	4.8	7.3	7.4	8.3	8.6
PBR(배)	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	1.0	1.5	2.7	1.8	1.1

자료: 유진투자증권

Investment Point

- **[사업보고서 Review]** 3Q25 대비 매출채권(0.1조원), 미청구공사비(0.3조원) 감소하며 매출채권회전율 개선. 효제동 오피스 등 리파이낸싱 과정에서 PF보증 약 0.2조원 증가했으나, 현금 및 현금성자산 1.8조원, 단기금융상품 0.2조원을 보유하며 순현금 구조를 유지하는 중
- **[1Q26 Preview]** 매출액 1조 6,820억원(-7.0%yoy), 영업이익 1,111억원(+37.2%yoy, OPM 6.6%)으로 전망. 건축/주택 부문은 2023년을 저점으로 주택 착공 실적이 증가하면서 매출 성장이 기대되나, 플랜트 부문과 자회사 수주잔고 감소의 영향으로 전체 외형 축소 예상. 건축/주택 부문 매출총이익률은 2H25와 유사한 17.0%로 추정
- **[투자포인트① 대형원전 Position]** 한빛#5,6(지분율 27%), 신고리#1,2(지분율 35.8%) 준공실적을 보유했으나, 10년이 경과하여 미실적업체로 분류. 다만 신한울#3,4 입찰조건(미실적업체 1개사 필수 참여)을 고려하면, 원전 준공 경험이 있는 미실적업체로서 희소성 부각
- **[투자포인트② X-energy 파트너십]** CI(Conventional Island) 표준화 설계 계약 체결에 따라, 투자자 지위를 넘어 실질적인 파트너로 격상. NI(Nuclear Island) 설계 계약 연계 수주가 기대되며, X-energy 상장을 통한 지분가치 재평가는 물론, SMR 시장 내 견고한 입지 구축 전망
- **[2026년 실적 추정]** 중동 익스포저가 없어 이란 전쟁으로 인한 직접적인 영향 제한적. 다만, 건설업종 공통적으로 나프타 수급 불안에 따른 국내 사업장 공정 차질 우려 존재. 플랜트 수주 가이던스(3조원) 조기 달성 여부에 따라 실적 추정치 상향 가능. 연간 실적은 매출 7조 100억원, 영업이익 5,117억원 전망(가이던스 매출 7.2조원)
- **[Valuation]** 투자의견 BUY 유지, 목표주가 105,000원으로 상향. 목표주가는 2026년 추정 BPS 130,701원에 Target P/B 0.8배를 적용해 산정(Target Multiple은 국내 peer 대비 할인율 적용). 대형원전 프로젝트 참여 가능성 고려시, 주가 상승 여력은 충분하다고 판단

DL이앤씨(375500.KS)

10년 이내 원전 미실적업체 필수 참여 조건에 부합, 비주간사 지분율도 작지 않아(신한울 3,4호기 입찰 조건 기준)

- DL이앤씨는 한빛 5,6호기(1996~2002, 지분율 27%), 신고리 1,2호기(2005~2012, 지분율 35.8%) 준공 실적을 보유
- 원자력발전소 준공 실적이 10년 이상 경과함에 따라, 미실적업체로 분류되나 오히려 미실적업체 필수 참여 조건에 부합
- 비주간사의 총 지분율은 40~49%, 구성원 기준으로는 10~39%. 과거 사례에서 주간사와 비주간사의 지분율이 1%에 불과한 경우도 존재
- APR1400의 미국 진출 시나리오를 고려했을 때, 비주간사로서 참여 가능성 충분할 것으로 판단

신한울 3,4호기 주설비공사 입찰공고문 中

라. 공동도급계약에 관한 사항

1) 공사 추진방식은 공동도급으로 추진하며 **구성원 수는 3개사로** 합니다.
2) 공동도급의 이행방식은 공동이행방식으로 하며 지분율에 따른 공동시공방식으로 합니다.
3) 공동수급체 구성원 중에는 입찰참가자격 사전심사(PQ) 신청자격을 갖춘 **입찰공고일 기준 10년 이내 원전준공 미실적업체 1개사를 반드시 참여(2개사 참여 불가)**시켜야 합니다.
4) 공동수급체 대표사 자격은 입찰공고일 기준 10년 이내 **단위호기** 원자력발전소를 준공한 실적이 있는 업체이어야 하며, **대표사의 시공비율은 51%이상 60%이내**이며, **구성원의 최소지분율은 10%이상** 이어야 합니다.
5) 입찰공고일 기준 10년 이내 **원자력발전소 공동수급체 대표사 유경험(기성실적률 50% 이상인 경우 포함) 업체간 공동수급체를 구성할 수 없습니다.**
6) 공동수급체 구성원은 중복적으로 공동수급체를 구성하여 입찰에 참여할 수 없습니다.

- 비주간사 2개사 참여 조건
- 지분율에 따른 단순 손익 배분이 아닌, 구성원 전원이 실질적으로 시공에 참여하는 구조
- 10년 내 원전 미실적업체 참여 필수
- 10년 이내 단위호기 준공 실적 보유시 대표사 가능
- 비주간사 총 지분율 최소 40%, 최대 49%
  (구성원 기준으로는 최소 10%, 최대 39%)
- 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성 불가

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 무단복제 금지

DL이앤씨(375500.KS)

CI(Conventional Island) 표준화 설계 계약 체결

자료: DL이앤씨, 유진투자증권

X-energy, 美 증권거래위원회(SEC)에 증권신고서(S-1) 초안 제출

자료: X-energy, 유진투자증권

증권신고서(S-1) 내 Key Supply Chain Parner로 DL이앤씨를 명시

Our Key Supply Chain Partners

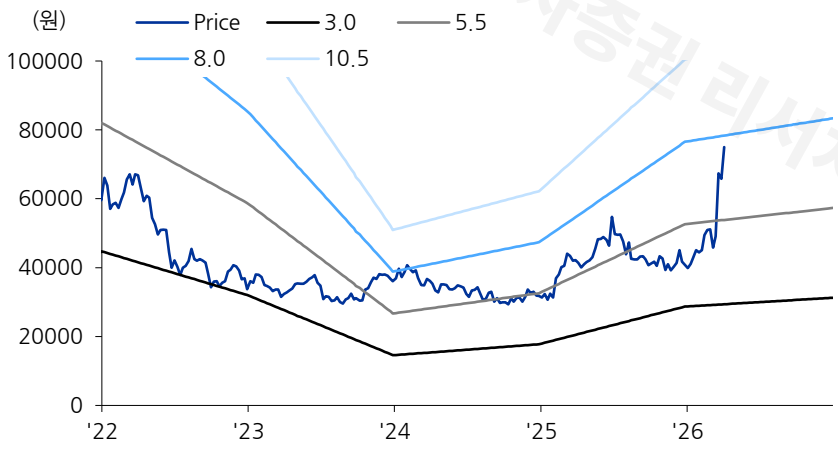
We have a network of partners that enable our growth and success. These partners include:

- *Curtiss-Wright.* Curtiss-Wright is a leading U.S. designer and supplier of critical nuclear power plant systems, equipment, services, and spare parts to the U.S. domestic and global nuclear power industry. Following several competitive bid processes, X-energy selected Curtiss-Wright as the successful bidder for multiple Xe-100 systems. Curtiss-Wright was selected as a preferred strategic supplier to X-energy for the ARDP and subsequent Xe-100 projects in the U.S. Curtiss-Wright is an equity investor in X-energy.
- *Doosan Enerbility ("Doosan").* Doosan is a preferred strategic supplier to X-energy. Doosan is a major global manufacturer and supplier of core components of nuclear power plants, such as reactor pressure vessels, steam generators, and steam turbines. Doosan has a vertically integrated manufacturing facility in Changwon, Korea, which is capable of raw material production to final assembly of nuclear components. Doosan has manufactured and supplied 34 reactor pressure vessels and 124 steam generators globally. Doosan is an equity investor in X-energy. In December 2025, Doosan signed a Reservation Agreement with X-energy, committing to the construction of a new SMR fabrication facility to support the execution of X-energy's more than 11 GWe commercial pipeline.
- *DL E&C.* DL E&C will work with X-energy to identify opportunities around the world to employ best practices to support the development and deployment of Xe-100 plants on a global scale. Founded in 1939, DL E&C has the longest business history among construction companies in Korea and has maintained a top ten Korean engineering and construction company ranking for the past 50+ years. DL E&C is the flagship company of DL Group, and has a broad range of experience in global mid/downstream energy sector engineering, procurement and construction, providing total services and solutions in more than 35 nations, focusing on a more sustainable and better future. DL E&C is an equity investor in X-energy.
- *Korea Hydro & Nuclear Power ("KHNP").* KHNP is the Korean entity that operates its nuclear and hydroelectric sector as a subsidiary of Korea Electric Power Corporation ("*KEPCO*"), the majority state-owned utility. Since 1971, KHNP has successfully constructed and operated 30 nuclear power plants still in operation today, 26 in South Korea and four in the United Arab Emirates ("UAE"). KHNP provides significant expertise in the construction of nuclear reactors. In August 2025, KHNP

자료: SEC, 유진투자증권

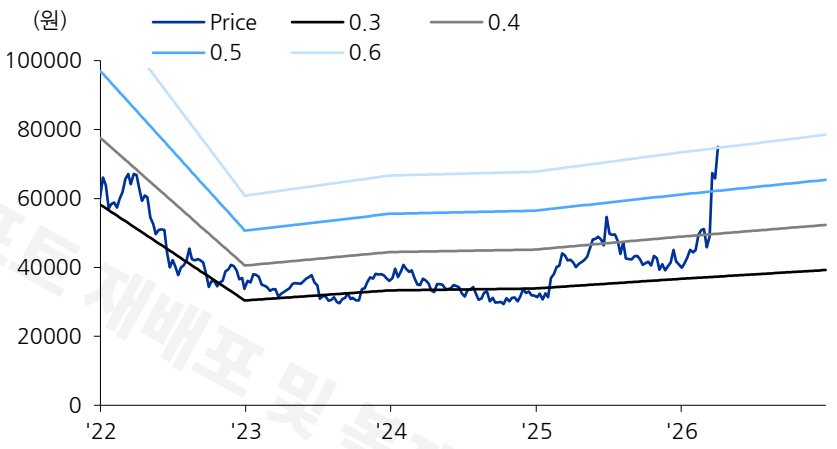
DL이앤씨(375500.KS)

PER Band Chart



자료: 유진투자증권

PBR Band Chart

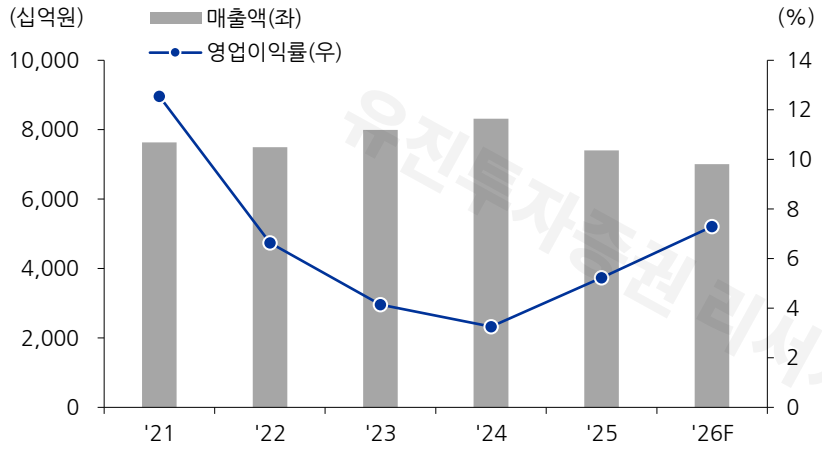


자료: 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

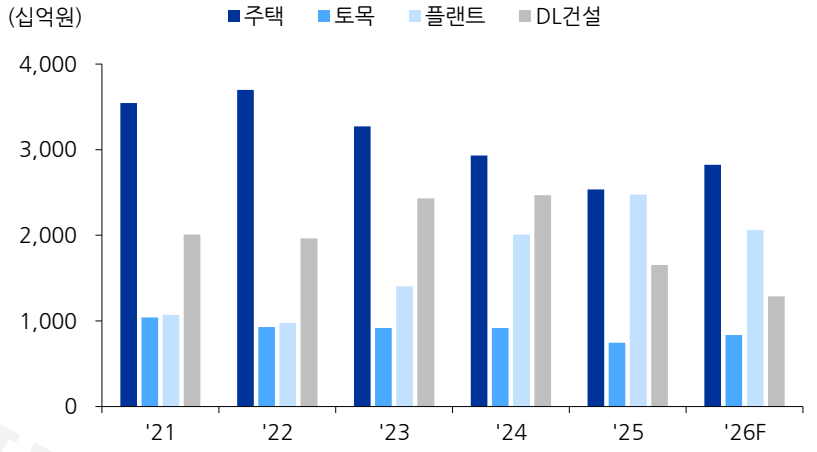
DL이앤씨(375500.KS)

연간 실적 추이 및 전망



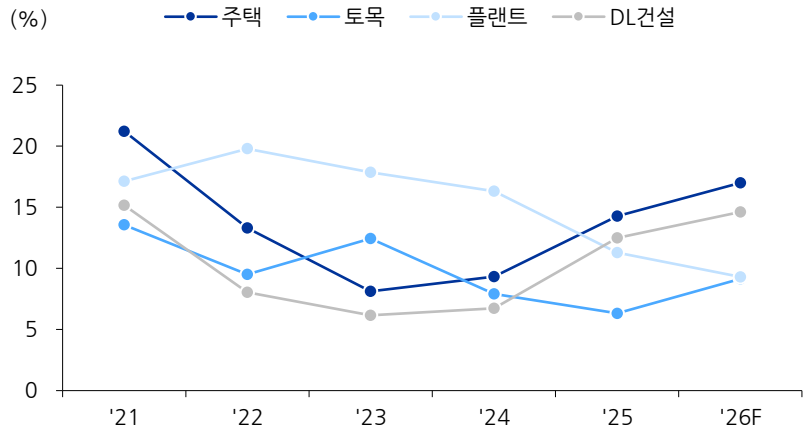
자료: DL이앤씨, 유진투자증권

사업부문별 매출액



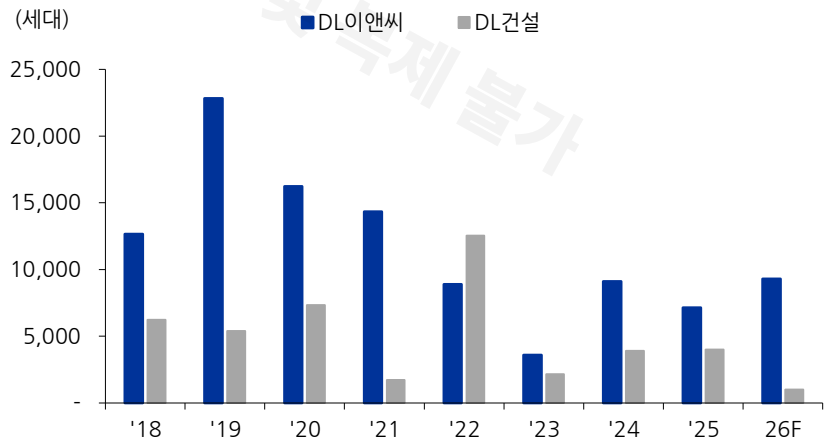
자료: DL이앤씨, 유진투자증권

사업부문별 매출총이익률



자료: DL이앤씨, 유진투자증권

주택 착공 실적

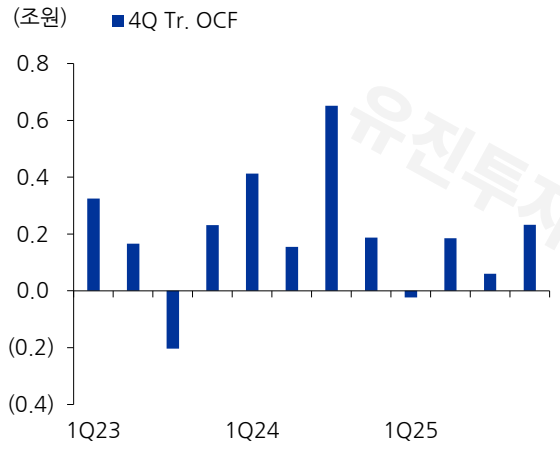


자료: DL이앤씨, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 무단 복제 금지

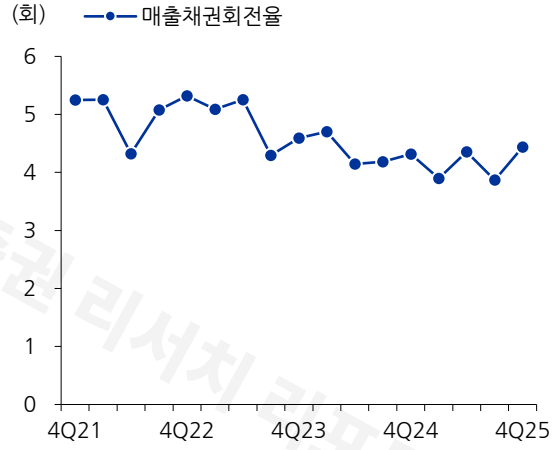
DL이앤씨(375500.KS)

4Q Trailing OCF



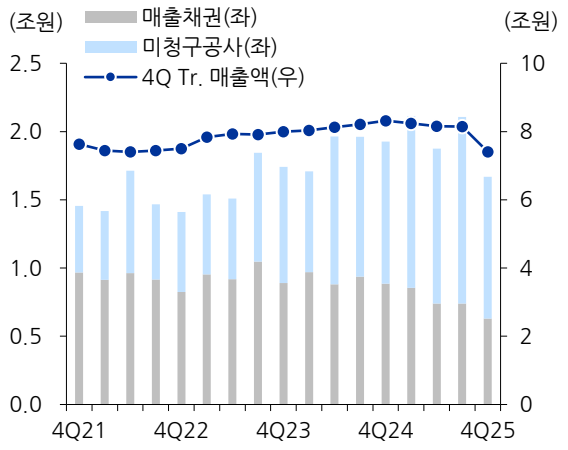
자료: Quantiwise, 유진투자증권

매출채권회전율



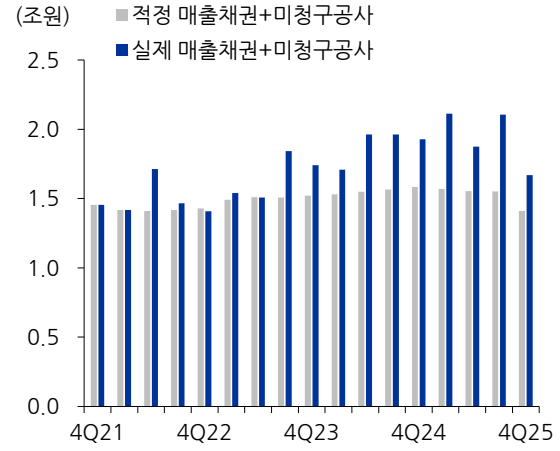
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = 4Q Tr.매출액 / (매출채권+미청구공사)

매출채권+미청구공사 및 4Q Trailing 매출액



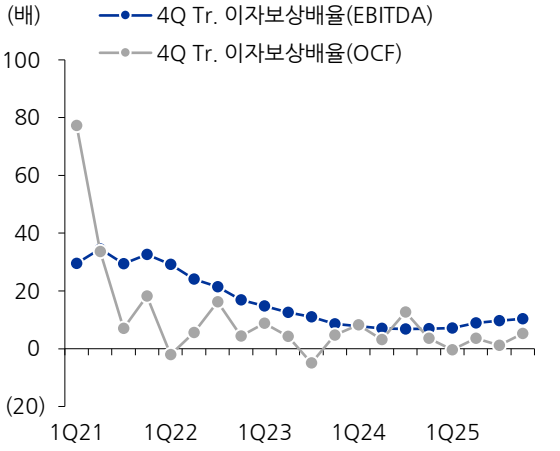
자료: DART, 유진투자증권

적정 vs 실제 매출채권+미청구공사



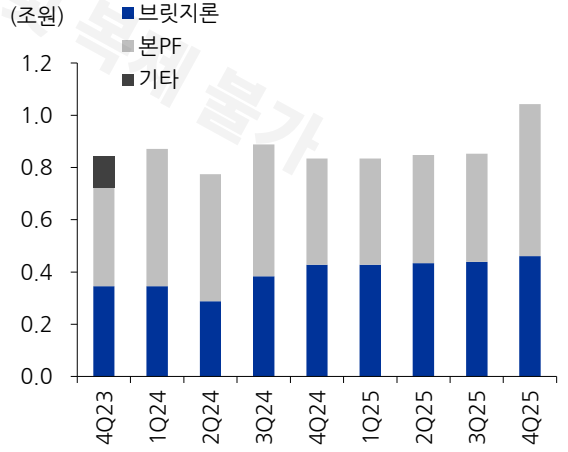
자료: DART, 유진투자증권
주) 4Q21 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정

이자보상배율



자료: DART, 유진투자증권

非정비사업 PF 보증 금액



자료: DART, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 무단 배포 및 복제 불가

DL이앤씨(375500.KS)

세부 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**1,808**	**1,991**	**1,907**	**1,696**	**1,682**	**1,733**	**1,725**	**1,870**	**7,402**	**7,010**	**7,455**
YoY (%)	*(4.4)*	*(3.8)*	*(0.6)*	*(30.5)*	*(7.0)*	*(13.0)*	*(9.6)*	*10.3*	*(11.0)*	*(5.3)*	*6.3*
DL이앤씨	1,347	1,557	1,536	1,320	1,357	1,404	1,413	1,548	5,759	5,721	6,024
YoY (%)	*3.9*	*11.2*	*13.7*	*(27.3)*	*0.7*	*(9.8)*	*(8.0)*	*17.3*	*(1.8)*	*(0.7)*	*5.3*
주택	574	659	686	618	655	678	712	780	2,537	2,825	3,030
YoY (%)	*(14.8)*	*(7.8)*	*7.5*	*(31.7)*	*14.2*	*2.8*	*3.8*	*26.2*	*(13.5)*	*11.4*	*7.3*
토목	193	190	152	210	196	206	202	231	744	835	910
YoY (%)	*(3.4)*	*(14.9)*	*(33.1)*	*(22.2)*	*1.9*	*8.8*	*33.3*	*9.9*	*(19.0)*	*12.3*	*9.0*
플랜트	578	707	699	492	505	519	499	538	2,476	2,061	2,083
YoY (%)	*36.8*	*53.5*	*44.1*	*(23.4)*	*(12.6)*	*(26.6)*	*(28.7)*	*9.3*	*23.2*	*(16.8)*	*1.1*
DL건설	467	438	369	380	325	330	312	322	1,653	1,289	1,431
YoY (%)	*(21.9)*	*(34.9)*	*(35.3)*	*(39.8)*	*(30.3)*	*(24.7)*	*(15.3)*	*(15.2)*	*(33.1)*	*(22.0)*	*11.0*
매출총이익	**193**	**254**	**257**	**197**	**220**	**228**	**233**	**257**	**900**	**937**	**1,058**
YoY (%)	*6.7*	*51.5*	*22.2*	*(31.5)*	*13.8*	*(10.3)*	*(9.3)*	*30.5*	*6.4*	*4.1*	*12.9*
GPM (%)	*10.7*	*12.7*	*13.5*	*11.6*	*13.1*	*13.1*	*13.5*	*13.7*	*12.2*	*13.4*	*14.2*
DL이앤씨	142	209	202	138	172	180	187	210	691	749	850
GPM (%)	*10.6*	*13.4*	*13.2*	*10.5*	*12.7*	*12.8*	*13.2*	*13.6*	*12.0*	*13.1*	*14.1*
주택	53	84	119	106	111	114	121	134	362	480	515
GPM (%)	*9.3*	*12.8*	*17.4*	*17.1*	*17.0*	*16.8*	*17.0*	*17.2*	*14.3*	*17.0*	*17.0*
토목	20	17	(14)	25	18	18	19	22	47	76	85
GPM (%)	*10.2*	*8.8*	*(9.5)*	*12.0*	*9.0*	*8.8*	*9.2*	*9.5*	*6.3*	*9.1*	*9.4*
플랜트	67	108	98	7	43	48	47	54	280	192	250
GPM (%)	*11.6*	*15.2*	*14.1*	*1.4*	*8.5*	*9.2*	*9.5*	*10.0*	*11.3*	*9.3*	*12.0*
DL건설	51	45	51	59	48	48	46	47	206	188	208
GPM (%)	*11.0*	*10.2*	*13.9*	*15.6*	*14.7*	*14.5*	*14.6*	*14.7*	*12.5*	*14.6*	*14.5*
판관비	**112**	**128**	**140**	**134**	**109**	**105**	**99**	**113**	**513**	**425**	**435**
판관비율 (%)	*6.2*	*6.4*	*7.3*	*7.9*	*6.5*	*6.0*	*5.7*	*6.0*	*6.9*	*6.1*	*5.8*
영업이익	**81**	**126**	**117**	**63**	**111**	**123**	**134**	**144**	**387**	**512**	**623**
YoY (%)	*33.0*	*287.5*	*40.1*	*(33.1)*	*37.2*	*(2.6)*	*14.4*	*128.6*	*42.8*	*32.2*	*21.7*
OPM (%)	*4.5*	*6.3*	*6.1*	*3.7*	*6.6*	*7.1*	*7.7*	*7.7*	*5.2*	*7.3*	*8.4*
세전이익	43	25	150	(100)	127	139	150	160	117	577	692
순이익	30	8	126	205	89	97	105	112	370	403	483
지배주주순이익	**30**	**8**	**126**	**205**	**89**	**97**	**105**	**112**	**370**	**403**	**483**
YoY (%)	*16.4*	*(79.6)*	*179.0*	*75.0*	*193.5*	*1,072.1*	*(17.1)*	*(45.4)*	*61.5*	*8.8*	*20.0*
신규수주	**1,527**	**963**	**3,017**	**4,246**	**2,608**	**2,800**	**3,400**	**3,100**	**9,751**	**11,908**	**12,500**
수주잔고	**29,386**	**28,802**	**27,546**	**28,483**	**29,409**	**30,476**	**32,151**	**33,381**	**28,483**	**33,381**	**38,426**

자료: DL이앤씨, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 배포 및 복제 금지

DL이앤씨(375500.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	9,712	9,669	9,946	10,431	11,051
유동자산	6,006	5,635	5,878	6,321	6,896
현금성자산	2,163	2,131	2,441	2,797	3,195
매출채권	1,649	1,547	1,451	1,510	1,644
재고자산	921	886	904	921	953
비유동자산	3,707	4,035	4,068	4,110	4,155
투자자산	3,642	3,971	4,013	4,055	4,098
유형자산	36	42	36	37	40
기타	29	21	20	19	18
부채총계	4,867	4,425	4,336	4,379	4,504
유동부채	3,855	3,727	3,633	3,672	3,792
매입채무	1,821	1,628	1,560	1,623	1,767
유동성이자부채	293	564	524	484	444
기타	1,740	1,534	1,549	1,565	1,580
비유동부채	1,012	699	703	707	712
비유동이자부채	890	557	557	557	557
기타	123	142	146	150	155
자본총계	4,846	5,244	5,610	6,052	6,547
지배지분	4,846	5,244	5,610	6,052	6,547
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	1,076	1,423	1,789	2,231	2,727
기타	(291)	(239)	(239)	(239)	(239)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,846	5,244	5,610	6,052	6,547
총차입금	1,183	1,121	1,081	1,041	1,001
순차입금	(980)	(1,010)	(1,360)	(1,756)	(2,194)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	188	232	539	595	656
당기순이익	229	370	403	483	544
자산상각비	85	74	118	117	124
기타비현금성손익	326	206	4	4	5
운전자본증감	(375)	(347)	14	(9)	(17)
매출채권감소(증가)	(408)	(79)	95	(59)	(134)
재고자산감소(증가)	18	35	(17)	(18)	(32)
매입채무증가(감소)	267	(404)	(68)	63	144
기타	(252)	101	5	5	5
투자현금	(167)	(52)	(163)	(171)	(182)
단기투자자산감소	(60)	9	(12)	(12)	(13)
장기투자증권감소	(60)	(28)	(16)	(17)	(17)
설비투자	10	17	105	112	122
유형자산처분	5	10	0	0	0
무형자산처분	(2)	3	(5)	(5)	(5)
재무현금	(192)	(222)	(77)	(81)	(89)
차입금증가	(152)	(193)	(40)	(40)	(40)
자본증가	(42)	(57)	(37)	(41)	(49)
배당금지급	22	23	37	41	49
현금 증감	(140)	(20)	299	344	385
기초현금	2,004	1,864	1,844	2,143	2,487
기말현금	1,864	1,844	2,143	2,487	2,872
Gross Cash flow	640	650	525	604	673
Gross Investment	483	408	137	167	186
Free Cash Flow	157	242	387	437	487

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318	7,402	7,010	7,455	8,116
증가율(%)	4.1	(11.0)	(5.3)	6.3	8.9
매출원가	7,473	6,502	6,073	6,397	6,968
매출총이익	846	900	937	1,058	1,148
판매 및 일반관리비	575	513	425	435	444
기타영업손익	27	(11)	(17)	2	2
영업이익	271	387	512	623	704
증가율(%)	(18.1)	42.8	32.2	21.7	13.1
EBITDA	356	461	630	739	828
증가율(%)	(15.0)	29.7	36.5	17.4	12.1
영업외손익	83	(270)	65	69	75
이자수익	104	111	127	131	137
이자비용	51	45	38	38	38
지분법손익	(11)	(46)	0	0	0
기타영업손익	41	(291)	(24)	(24)	(24)
세전순이익	354	117	577	692	779
증가율(%)	26.5	(66.9)	392.0	20.0	12.6
법인세비용	125	(253)	174	209	235
당기순이익	229	370	403	483	544
증가율(%)	13.4	61.5	8.8	20.0	12.6
지배주주지분	229	370	403	483	544
증가율(%)	22.0	61.5	8.8	20.0	12.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	5,924	9,567	10,406	12,483	14,062
증가율(%)	22.0	61.5	8.8	20.0	12.6
수정EPS(원)	5,924	9,567	10,298	12,355	13,918
증가율(%)	22.0	61.5	7.6	20.0	12.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,924	9,567	10,406	12,483	14,062
BPS	112,902	122,184	130,701	141,011	152,553
DPS	540	890	940	1,130	1,270
밸류에이션(배,%)					
PER	5.4	4.3	7.3	6.1	5.4
PBR	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	1.0	1.5	2.7	1.8	1.1
배당수익율	1.7	2.2	1.2	1.5	1.7
PCR	2.2	2.7	6.2	5.4	4.8
수익성(%)					
영업이익율	3.3	5.2	7.3	8.4	8.7
EBITDA이익율	4.3	6.2	9.0	9.9	10.2
순이익율	2.8	5.0	5.7	6.5	6.7
ROE	4.8	7.3	7.4	8.3	8.6
ROIC	5.7	8.6	10.4	12.7	14.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(20.2)	(19.3)	(24.2)	(29.0)	(33.5)
유동비율	155.8	151.2	161.8	172.1	181.9
이자보상배율	5.3	8.7	13.5	16.5	18.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	5.6	4.6	4.7	5.0	5.1
재고자산회전율	8.9	8.2	7.8	8.2	8.7
매입채무회전율	4.9	4.3	4.4	4.7	4.8

(003630)

GS건설

대형원전 주간사 가능성에 주목

건설/부동산 류태환_6156/ taehwan.ryu@

유진투자증권 리포트 제외

현재주가(26.04.07)	28,800원
시가총액(십억원)	2,465
발행주식수(천주)	85,581
52주 최고가(원)	33,800
최저가(원)	15,190
52주 일간 Beta	0.85
60일 일평균거래대금(억원)	398
외국인 지분율(%)	0.0
배당수익률(2026E)(%)	2.1
주주구성(%)	
허창수 (외 17인)	23.2
국민연금공단 (외 1인)	6.9

투자의견	BUY(유지)
목표주가	▲ 38,000원

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	45.0	56.3	85.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	38,000	24,000	▲
영업이익(26)	449	581	▼
영업이익(27)	525	656	▼

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	12,864	12,450	11,772	12,208	12,986
영업이익	286	438	449	525	599
세전손익	442	147	419	470	548
당기순이익	264	93	284	316	368
EPS(원)	2,869	1,093	2,817	3,502	4,084
증감률(%)	흑전	-61.9	157.8	24.3	16.6
PER(배)	6.0	18.0	10.2	8.2	7.1
ROE(%)	5.6	2.0	4.9	5.9	6.5
PBR(배)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	9.9	6.9	8.5	7.5	6.8

자료: 유진투자증권

Investment Point

- **[사업보고서 Review]** 3Q25 대비 매출채권(0.2조원), 미청구공사비(0.2조원) 감소하며 매출채권회전율 개선. 브릿지론 보증 사업장 본PF 전환으로 보증 규모 약 0.8조원 감소. 이자비용은 여전히 부담스러운 수준이나, 연내 GS이니마 매각을 통해 재무구조 개선 예정
- **[1Q26 Preview]** 매출액 2조 8,230억원(-7.8%yoy), 영업이익 1,180억원(+67.7%yoy, OPM 4.2%)으로 전망. 플랜트 현장(동북아 LNG, Aurora, Fadhili 등) 매출 성장에도, 과거 분양 실적의 영향으로 외형 축소 예상. 건축/주택 부문 매출총이익률은 13.0%로 추정
- **[투자포인트: 대형원전 Position]** 신월성#1,2(지분율 13.5%), 신한울#1,2(지분율 25%) 준공실적을 보유. 특히 신한울#1,2는 2024년 준공으로 최근까지 원전 프로젝트를 수행했다는 점에서 비주간사 내 경쟁 우위로 부각될 전망. 단기적으로는 베트남 원전 참여 기대감 존재. 또한 10년 이내 단위호기 준공 실적을 보유, APR1400의 미국 진출 시나리오를 고려할 경우, 주간사 지위 확보 가능성 유효
- **[2026년 실적 추정]** 이란 전쟁이 장기화될 경우, 중동 내 진행 사업장 매출 둔화 가능성 존재하며, 건설업종 공통적으로 나프타 수급 불안에 따른 국내 사업장 공정 차질 우려 존재. 건축/주택 부문 매출총이익률 개선폭에 따라 실적 추정치 상향 가능. 연간 실적은 매출 11조 7,725억원, 영업이익 4,490억원 전망(가이던스 매출 11.5조원)
- **[Valuation]** 투자의견 BUY 유지, 목표주가 38,000원으로 상향. 목표주가는 2026년 추정 BPS 58,363원에 Target P/B 0.65배를 적용해 산정(Target Multiple은 국내 peer 대비 할인율 적용). 대형원전 프로젝트 참여 가능성 고려시, 주가 상승 여력은 충분하다고 판단

GS건설(003630.KS)

10년 이내 준공 실적 보유하여 주간사 조건 충족, 비주간사 지분율도 작지 않아(신한울 3,4호기 입찰 조건 기준)

- GS건설은 신월성 1,2호기(2005~2015, 지분율 13.5%), 신한울 1,2호기(2010~2024, 지분율 25%) 준공 실적을 보유
- 10년 이내 단위 호기 원자력발전소 준공 실적을 보유하여, 주간사 자격 또한 갖춘 상황
- 비주간사의 총 지분율은 40~49%, 구성원 기준으로는 10~39%. 과거 사례에서 주간사와 비주간사의 지분율이 1%에 불과한 경우도 존재
- APR1400의 미국 진출 시나리오를 고려했을 때, 비주간사 뿐만 아니라 주간사로서도 참여 가능성 충분할 것으로 판단

신한울 3,4호기 주설비공사 입찰공고문 中

라. 공동도급계약에 관한 사항

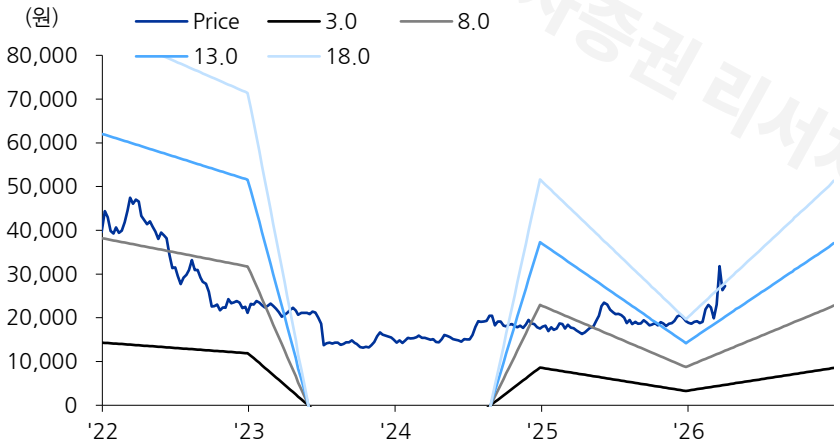
1) 공사 추진방식은 공동도급으로 추진하며 **구성원 수는 3개사로** 합니다.
2) 공동도급의 이행방식은 **공동이행방식으로** 하며 지분율에 따른 **공동시공방식으로** 합니다.
3) 공동수급체 구성원 중에는 **입찰참가자격 사전심사(PQ) 신청자격을 갖춘 입찰공고일 기준 10년 이내 원전준공 미실적업체 1개사를 반드시 참여(2개사 참여 불가)**시켜야 합니다.
4) 공동수급체 대표사 자격은 입찰공고일 기준 10년 이내 **단위호기** 원자력발전소를 준공한 실적이 있는 업체이어야 하며, **대표사의 시공비율은 51%이상 60%이내**이며, **구성원의 최소지분율은 10%이상** 이어야 합니다.
5) 입찰공고일 기준 10년 이내 **원자력발전소 공동수급체 대표사 유경험(기성실적률 50% 이상인 경우 포함) 업체간 공동수급체를 구성할 수 없습니다.**
6) 공동수급체 구성원은 중복적으로 공동수급체를 구성하여 입찰에 참여할 수 없습니다.

- 비주간사 2개사 참여 조건
- 지분율에 따른 단순 손익 배분이 아닌, 구성원 전원이 실질적으로 시공에 참여하는 구조
- 10년 내 원전 미실적업체 참여 필수
- 10년 이내 단위호기 준공 실적 보유시 대표사 가능
- 비주간사 총 지분율 최소 40%, 최대 49% (구성원 기준으로는 최소 10%, 최대 39%)
- 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성 불가

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

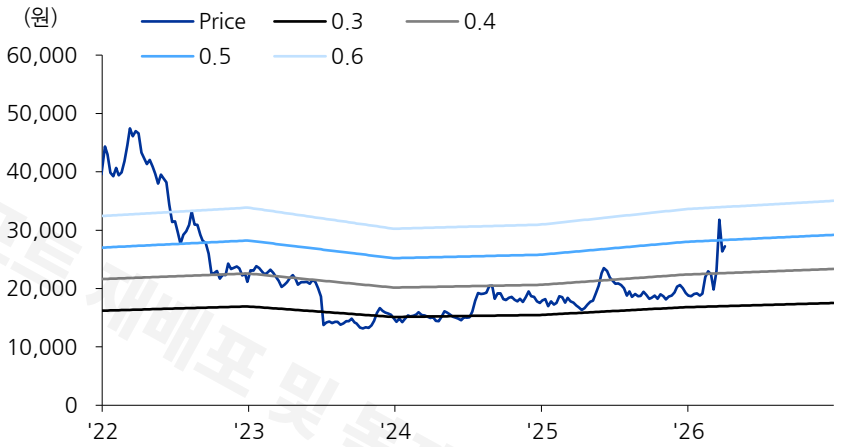
GS건설(003630.KS)

PER Band Chart



자료: 유진투자증권

PBR Band Chart

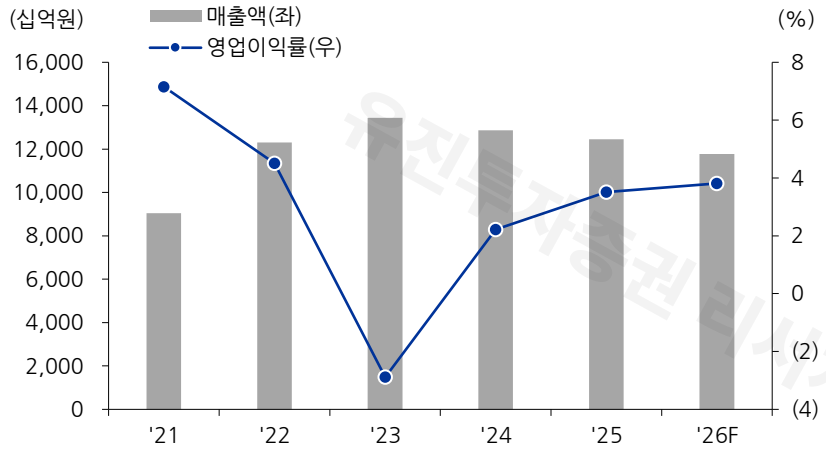


자료: 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

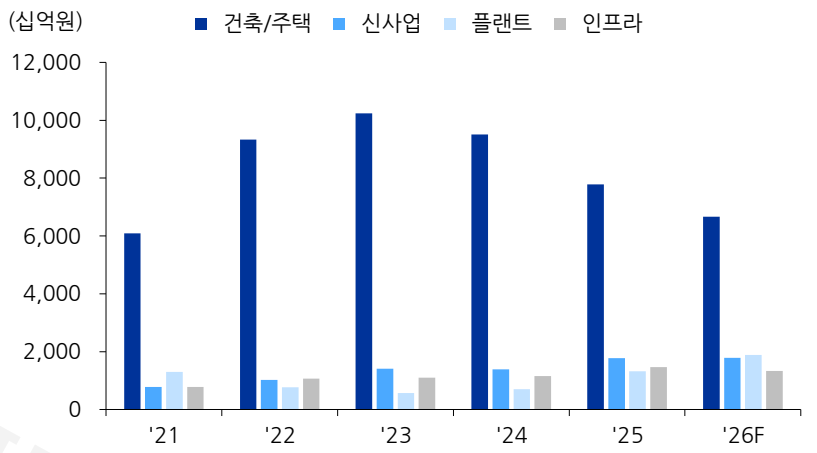
GS건설(003630.KS)

연간 실적 추이 및 전망



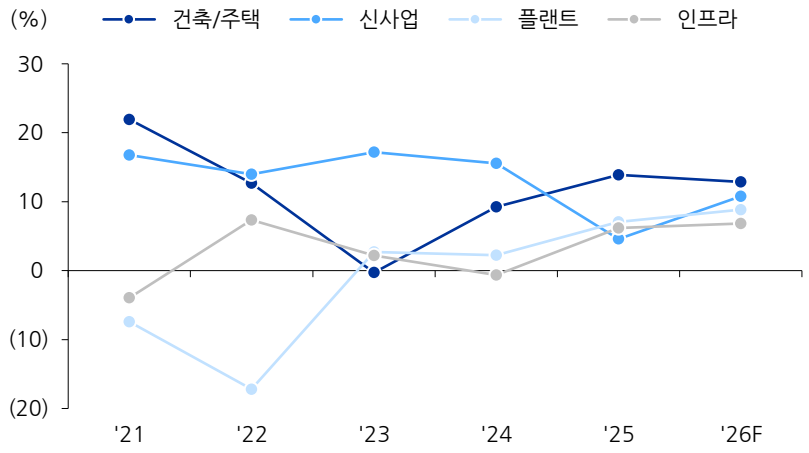
자료: GS건설, 유진투자증권

사업부문별 매출액



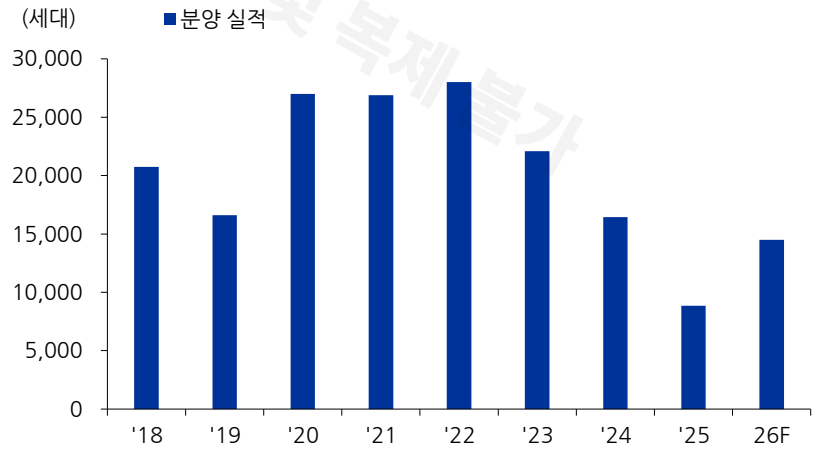
자료: GS건설, 유진투자증권

사업부문별 매출총이익률



자료: GS건설, 유진투자증권

분양 실적

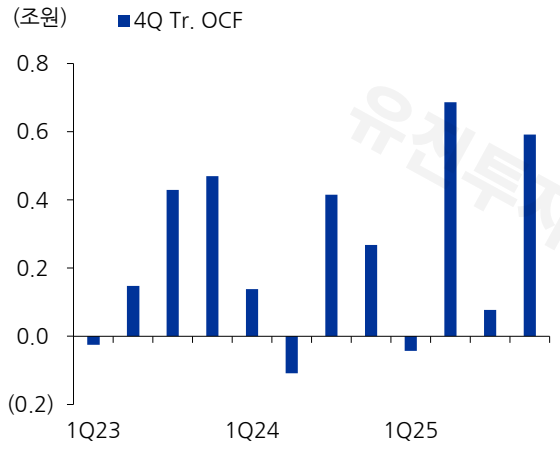


자료: GS건설, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

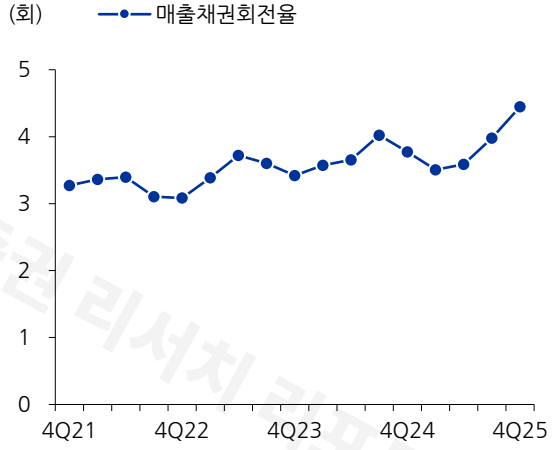
GS건설(003630.KS)

4Q Trailing OCF



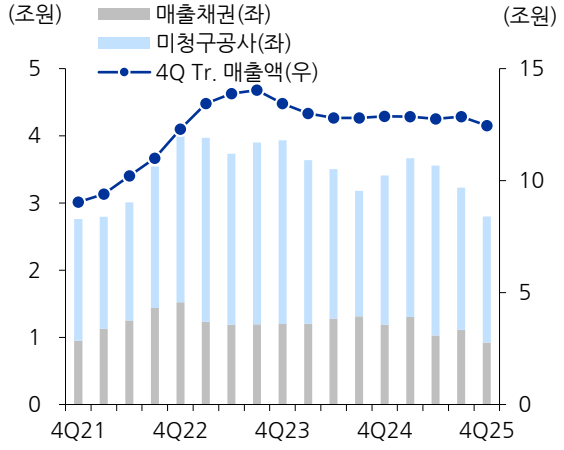
자료: Quantiwise, 유진투자증권

매출채권회전율



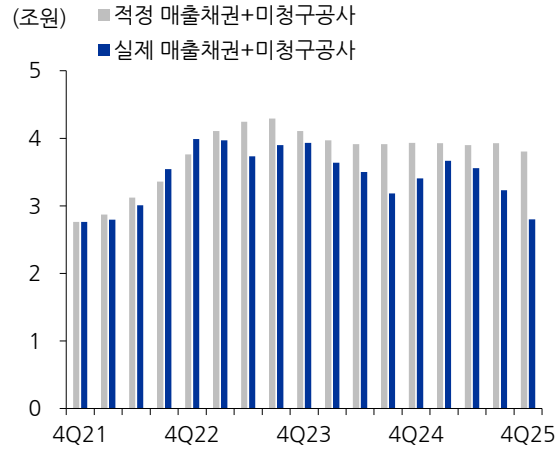
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = 4Q Tr.매출액 / (매출채권+미청구공사)

매출채권+미청구공사 및 4Q Trailing 매출액



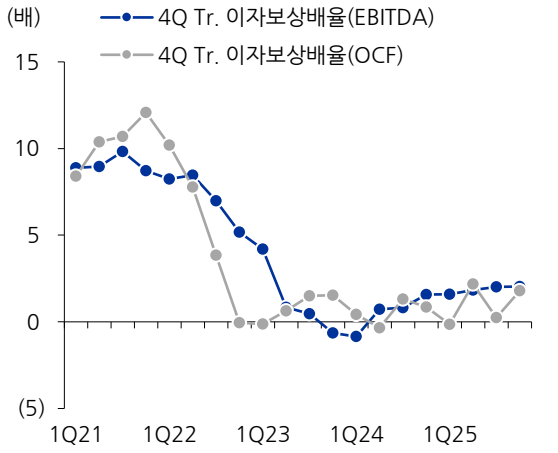
자료: DART, 유진투자증권

적정 vs 실제 매출채권+미청구공사



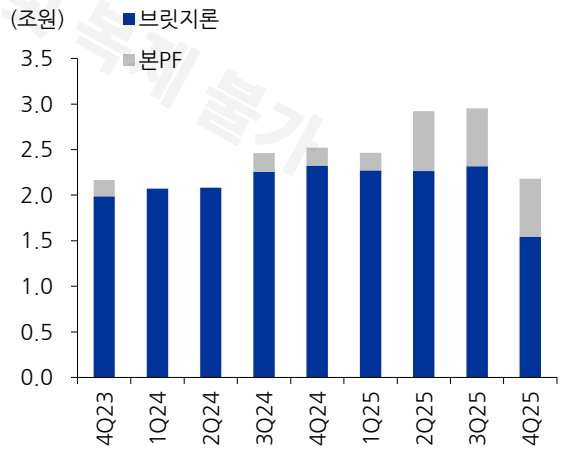
자료: DART, 유진투자증권
주) 4Q21 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정

이자보상배율



자료: DART, 유진투자증권

非정비사업 PF 보증 금액



자료: DART, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

GS건설(003630.KS)

세부 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**3,063**	**3,196**	**3,208**	**2,983**	**2,823**	**2,948**	**2,883**	**3,119**	**12,450**	**11,772**	**12,208**
YoY (%)	*(0.3)*	*(3.1)*	*3.2*	*(11.9)*	*(7.8)*	*(7.8)*	*(10.1)*	*4.5*	*(3.2)*	*(5.4)*	*3.7*
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,631	1,678	1,612	1,738	7,787	6,659	6,900
YoY (%)	*(15.8)*	*(15.2)*	*(17.5)*	*(24.2)*	*(18.8)*	*(21.9)*	*(12.7)*	*(2.6)*	*(18.1)*	*(14.5)*	*3.6*
신사업	395	371	619	395	420	450	433	484	1,779	1,787	1,805
YoY (%)	*37.5*	*5.9*	*71.3*	*0.3*	*6.5*	*21.4*	*(30.1)*	*22.7*	*27.8*	*0.5*	*1.0*
플랜트	284	341	340	356	406	457	491	535	1,320	1,889	1,985
YoY (%)	*425.2*	*463.1*	*231.6*	*70.6*	*43.2*	*34.2*	*44.6*	*50.1*	*210.1*	*43.1*	*5.1*
인프라	346	311	381	424	339	335	322	334	1,462	1,331	1,413
YoY (%)	*31.4*	*20.1*	*21.8*	*33.0*	*(1.8)*	*7.7*	*(15.5)*	*(21.1)*	*26.7*	*(8.9)*	*6.2*
매출총이익	**291**	**299**	**389**	**366**	**316**	**329**	**321**	**348**	**1,345**	**1,314**	**1,400**
YoY (%)	*5.7*	*8.9*	*51.6*	*19.0*	*8.7*	*10.3*	*(17.5)*	*(5.1)*	*20.7*	*(2.3)*	*6.5*
GPM (%)	*9.5*	*9.3*	*12.1*	*12.3*	*11.2*	*11.2*	*11.1*	*11.1*	*10.8*	*11.2*	*11.5*
건축/주택	191	363	218	309	212	215	206	222	1,080	856	897
GPM (%)	*9.5*	*16.9*	*11.8*	*17.3*	*13.0*	*12.8*	*12.8*	*12.8*	*13.9*	*12.8*	*13.0*
신사업	37	(42)	118	(31)	42	50	48	53	82	192	208
GPM (%)	*9.4*	*(11.4)*	*19.0*	*(7.8)*	*10.0*	*11.0*	*11.0*	*11.0*	*4.6*	*10.8*	*11.5*
플랜트	7	4	31	52	37	40	43	47	93	167	189
GPM (%)	*2.4*	*1.1*	*9.2*	*14.5*	*9.0*	*8.8*	*8.8*	*8.8*	*7.1*	*8.8*	*9.5*
인프라	51	(22)	24	38	24	23	22	23	90	91	99
GPM (%)	*14.8*	*(7.2)*	*6.2*	*9.0*	*7.0*	*6.8*	*6.8*	*6.8*	*6.2*	*6.9*	*7.0*
판관비	**221**	**137**	**240**	**309**	**198**	**208**	**208**	**251**	**907**	**865**	**875**
판관비율 (%)	*7.2*	*4.3*	*7.5*	*10.4*	*7.0*	*7.1*	*7.2*	*8.0*	*7.3*	*7.3*	*7.2*
영업이익	**70**	**162**	**148**	**57**	**118**	**121**	**113**	**97**	**438**	**449**	**525**
YoY (%)	*(0.2)*	*73.5*	*81.5*	*41.5*	*67.7*	*(25.4)*	*(23.8)*	*70.3*	*53.1*	*2.6*	*16.8*
OPM (%)	*2.3*	*5.1*	*4.6*	*1.9*	*4.2*	*4.1*	*3.9*	*3.1*	*3.5*	*3.8*	*4.3*
세전이익	43	(116)	165	56	112	116	114	49	147	391	470
순이익	14	(87)	122	45	75	78	76	33	93	263	316
지배주주순이익	**28**	**(63)**	**90**	**38**	**72**	**74**	**72**	**32**	**94**	**249**	**300**
YoY (%)	*(79.0)*	*적전*	*(24.2)*	*흑전*	*152.4*	*흑전*	*(19.5)*	*(16.8)*	*(61.9)*	*166.6*	*20.2*
신규수주	**4,655**	**3,230**	**4,453**	**6,869**	**4,350**	**4,800**	**5,000**	**5,100**	**19,207**	**19,250**	**20,000**
수주잔고	**63,536**	**62,428**	**64,640**	**70,553**	**72,106**	**73,985**	**76,128**	**78,137**	**70,553**	**78,137**	**86,033**

자료: GS건설, 유진투자증권

유진투자증권 리서치 리포트 제공 및 복제 금지

GS건설(006360.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	17,803	18,460	18,513	18,791	19,219
유동자산	8,667	9,074	8,865	8,877	9,030
현금성자산	2,814	3,684	3,548	3,464	3,357
매출채권	2,841	2,664	2,602	2,659	2,828
재고자산	1,280	1,163	1,136	1,161	1,235
비유동자산	9,137	9,386	9,649	9,914	10,189
투자자산	5,434	6,569	6,701	6,836	6,974
유형자산	2,639	1,626	1,696	1,767	1,846
기타	1,064	1,191	1,252	1,311	1,369
부채총계	12,716	12,936	12,788	12,817	12,960
유동부채	9,032	7,832	7,660	7,665	7,782
매입채무	2,809	2,691	2,581	2,636	2,804
유동성이자부채	3,258	2,274	2,184	2,104	2,024
기타	2,965	2,867	2,896	2,925	2,954
비유동부채	3,684	5,104	5,128	5,152	5,178
비유동이자부채	2,954	4,397	4,397	4,397	4,397
기타	731	707	731	755	781
자본총계	5,087	5,524	5,725	5,974	6,259
지배지분	4,414	4,793	4,995	5,243	5,529
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
이익잉여금	3,266	3,342	3,541	3,789	4,074
기타	(204)	100	103	103	103
비지배지분	673	731	731	731	731
자본총계	5,087	5,524	5,725	5,974	6,259
총차입금	6,211	6,671	6,581	6,501	6,421
순차입금	3,398	2,986	3,032	3,037	3,063

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	268	592	457	518	528
당기순이익	264	93	284	316	368
자산상각비	209	237	198	206	215
기타비현금성손익	400	644	(16)	8	7
운전자본증감	(367)	(114)	(8)	(12)	(62)
매출채권감소(증가)	303	184	62	(56)	(169)
재고자산감소(증가)	189	169	27	(25)	(74)
매입채무증가(감소)	(93)	(339)	(111)	56	168
기타	(766)	(128)	13	13	13
투자현금	(549)	(247)	(488)	(500)	(520)
단기투자자산감소	56	(58)	(27)	(28)	(29)
장기투자증권감소	60	(35)	(13)	(13)	(13)
설비투자	416	226	235	244	260
유형자산처분	48	7	0	0	0
무형자산처분	(109)	(67)	(93)	(93)	(93)
재무현금	77	574	(132)	(131)	(144)
차입금증가	(99)	(74)	(90)	(80)	(80)
자본증가	(32)	(42)	(42)	(51)	(64)
배당금지급	32	42	42	51	64
현금 증감	(162)	933	(163)	(113)	(135)
기초현금	2,245	2,083	3,016	2,853	2,740
기말현금	2,083	3,016	2,853	2,740	2,604
Gross Cash flow	872	975	465	530	590
Gross Investment	972	303	469	484	552
Free Cash Flow	(100)	672	(4)	47	38

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,772	12,208	12,986
증가율(%)	(4.3)	(3.2)	(5.4)	3.7	6.4
매출원가	11,750	11,105	10,458	10,808	11,501
매출총이익	1,114	1,345	1,314	1,400	1,485
판매 및 일반관리비	828	907	865	875	886
기타영업손익	27	10	(5)	1	1
영업이익	286	438	449	525	599
증가율(%)	흑전	53.1	2.6	16.8	14.2
EBITDA	495	675	647	731	815
증가율(%)	흑전	36.5	(4.2)	13.0	11.5
영업외손익	156	(290)	(30)	(55)	(51)
이자수익	181	205	258	265	277
이자비용	315	331	331	335	343
지분법손익	123	(34)	0	0	0
기타영업손익	166	(131)	43	15	15
세전순이익	442	147	419	470	548
증가율(%)	흑전	(66.6)	184.5	12.1	16.6
법인세비용	178	54	135	154	180
당기순이익	264	93	284	316	368
증가율(%)	흑전	(64.6)	204.1	11.1	16.6
지배주주지분	246	94	241	300	350
증가율(%)	흑전	(61.9)	157.8	24.3	16.6
비지배지분	18	(0)	43	16	19
EPS(원)	2,869	1,093	2,817	3,502	4,084
증가율(%)	흑전	(61.9)	157.8	24.3	16.6
수정EPS(원)	2,869	1,093	2,817	3,502	4,084
증가율(%)	흑전	(61.9)	157.8	24.3	16.6

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,869	1,093	2,817	3,502	4,084
BPS	51,578	56,005	58,363	61,265	64,600
DPS	300	500	600	750	900
밸류에이션(배,%)					
PER	6.0	18.0	10.2	8.2	7.1
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.9	6.9	8.5	7.5	6.8
배당수익율	1.7	2.5	2.1	2.6	3.1
PCR	1.7	1.7	5.3	4.6	4.2
수익성(%)					
영업이익율	2.2	3.5	3.8	4.3	4.6
EBITDA이익율	3.8	5.4	5.5	6.0	6.3
순이익율	2.1	0.8	2.4	2.6	2.8
ROE	5.6	2.0	4.9	5.9	6.5
ROIC	2.3	3.5	3.8	4.3	4.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	66.8	54.1	53.0	50.8	48.9
유동비율	96.0	115.9	115.7	115.8	116.0
이자보상배율	0.9	1.3	1.4	1.6	1.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	4.3	4.5	4.5	4.6	4.7
재고자산회전율	9.8	10.2	10.2	10.6	10.8
매입채무회전율	4.6	4.5	4.5	4.7	4.8

자료: 유진투자증권

유진투자증권 리서치센터 제배포 및 무단전재 금지

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

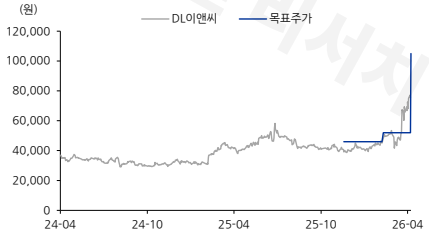
(2026.03.31 기준)

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

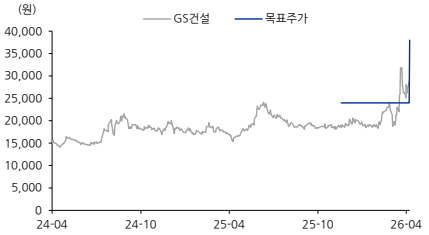
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2025-11-18	Hold	46,000	1년	-8.6	1.1
2026-01-14	Hold	46,000	1년	-3.7	1.1
2026-02-09	Buy	52,000	1년	7.8	48.5
2026-04-08	Buy	105,000	1년		

DL이앤씨(375500.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2025-11-18	Buy	24,000	1년	-11.9	32.7
2026-01-13	Buy	24,000	1년	-6.9	32.7
2026-02-09	Buy	24,000	1년	0.2	32.7
2026-04-08	Buy	38,000	1년		

GS건설(006360.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환