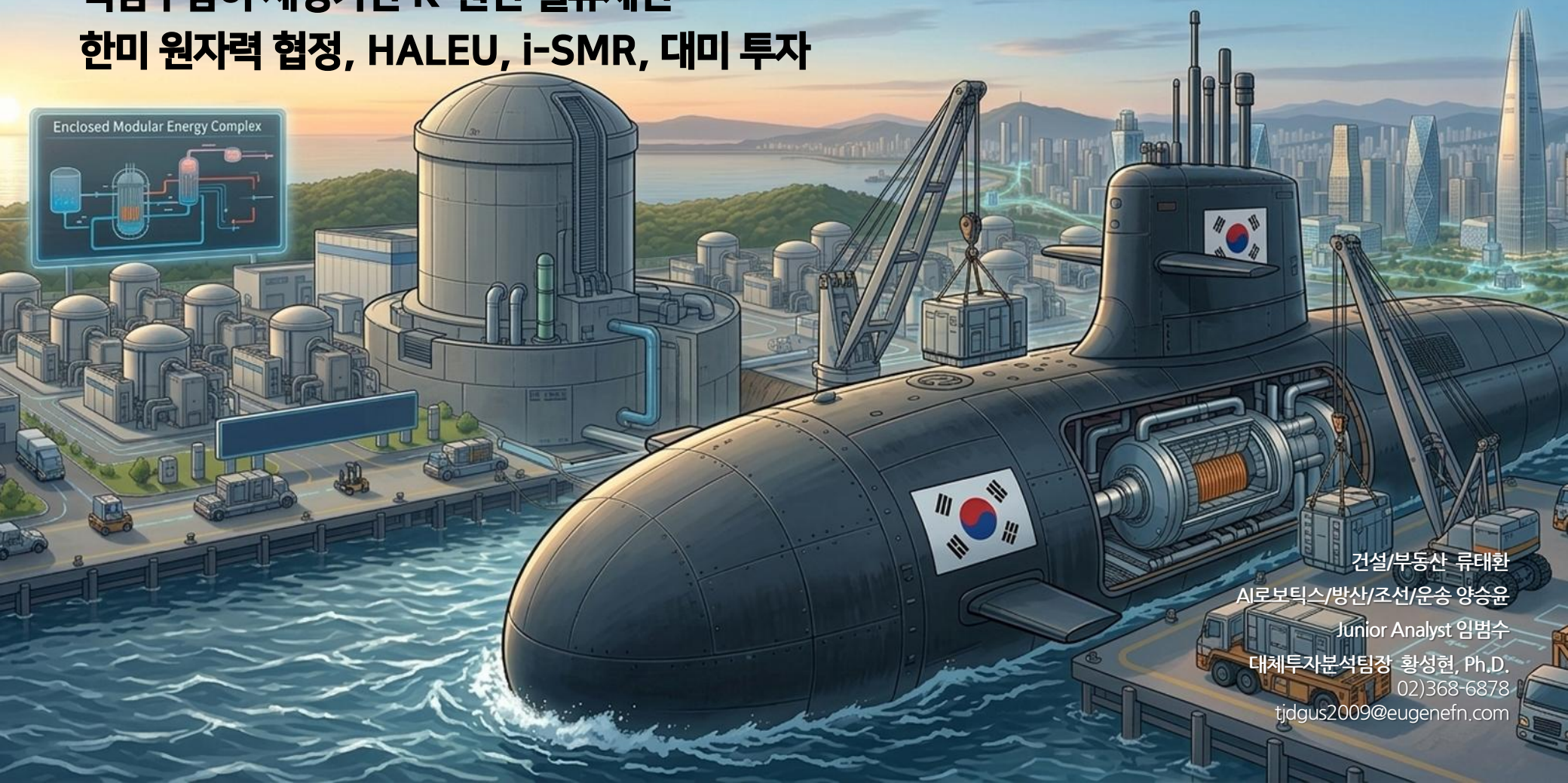


에너지/건설/조선

핵잠수함이 재평가한 K-원전 밸류체인
한미 원자력 협정, HALEU, i-SMR, 대미 투자



건설/부동산 류태환

AI로보틱스/방산/조선/운송 양승윤

Junior Analyst 임범수

대체투자분석팀장 황성현, Ph.D.

02)368-6878

tjdgs2009@eugenefn.com

TABLE OF CONTENTS

01	왜 지금 K-SSN인가 - 미국 안보 재편과 한국 역할 확대의 함의	05
02	한국의 핵잠수함 요청 - 무기 획득인가, 협상 카드인가	15
03	왜 핵잠이 원전 이슈로 번지는가 - 123협정 · HALEU · 재처리 · i-SMR의 연결	23
04	왜 미국 원전시장이 핵심인가 - 3,500억 달러 대미 투자와 한국 공급망 진입의 기회	35
05	부록1: SMR 기술 가이드 - i-SMR 비교 분석	51
06	부록2: 캐나다 CPSP - 한국 특수선 수출 경쟁력 점검	79
07	기업분석	107

SUMMARY

미국의 국방 전략 전환은 한국 안보와 산업의 연결 방식을 바꾸고 있다. APEC을 계기로 시작된 미국 트럼프 대통령의 핵추진잠수함 건조 승인과 한미 팩트시트 명문화는 단순한 무기체계 획득 논의가 아니다. 핵잠수함은 구조적으로 내수 중심 사업에 가깝고 직접 수혜는 제한적이다. 이번 자료의 핵심은 핵잠 자체가 아니라, 핵잠 이슈가 K-원전 밸류체인의 전략적 가치를 다시 끌어올렸다는 점에 있다. 북한 SSBN 개발과 미국의 자력자강 요구가 맞물리면서, 한국의 조선·원자로·특수선 수출 역량은 안보 자산을 넘어 산업 경쟁력과 투자 논점의 전면으로 부상하고 있다.

핵잠수함이 던진 본질적 질문은 결국 원자로와 연료주기다. 한국은 선체와 원자로 기술을 상당 부분 축적했지만, HALEU 공급망과 한미 123협정, 재처리·농축 권한은 여전히 핵심 병목으로 남아 있다. 한미 팩트시트가 민간 우라늄 농축과 사용후핵연료 재처리 절차를 지지한다고 명시한 것은 이 지점에서 의미가 크다. 핵잠 논의가 앞당긴 소형원자로 수요는 i-SMR의 전략적 필요성을 먼저 드러내고 있으며, 앞으로의 경쟁은 단순한 노형 경쟁보다 연료, 규제, EPC, 공급망을 아우르는 산업 생태계 경쟁으로 전개될 가능성이 높다. 투자 관점에서도 핵심은 핵잠 수주 자체보다 연료주기 해법의 진전, i-SMR 실증과 상용화, 그리고 한국형 원전 공급망의 재평가에 있다.

다시 열리는 원전 사이클의 핵심 시장은 미국이다. 3,500억 달러 규모의 대미 투자는 단순한 자금 집행이 아니라, 미국 원전 프로젝트 내 한국 기업의 벤더 진입, 주기기 공급, 시공 참여 확대를 위한 교두보다. APR1400의 NRC 인증, UAE와 체코에서 축적한 시공 트랙레코드는 한국형 원전 공급망의 실행력을 입증하는 무대가 될 전망이다. 이에 따라 수혜는 원자로 제작, EPC, 보조기기, 운영·정비까지 밸류체인 전반으로 확산될 가능성이 높다. 나아가 핵추진잠수함 건조가 허용되고 한미 원자력 협정이 개정될 경우, 재처리와 농축 권한 확보를 바탕으로 국내 SMR 산업의 개화가 앞당겨질 수 있다. 동시에 재처리를 포함한 토탈 패키지 발주를 선호하는 신흥국 시장에서 APR1400의 경쟁력 또한 한층 높아질 것으로 판단한다. 이에 당사는 국내 원전 산업에 대해 Overweight 의견을 제시하며, 관련 기업들에 대한 비중 확대를 적극 추천한다.

GRAPHICAL SUMMARY



01

왜 지금 K-SSN인가

미국 안보 재편과 한국 역할 확대의 함의

4월 중 한, 미 핵잠수함 실무협의 가능성

작년 APEC 승인 이후 4월 중 첫 한미 실무회의 기대

- 2025년 10월 한미 정상회담에서 한국은 미국 측에 핵추진 잠수함용 연료 공급 허용과 관련 협의 진전을 요청, 다음날 열린 경주 APEC에서 트럼프 대통령은 한국의 핵추진잠수함 건조를 승인. 이후 2025년 11월 미국 백악관 Joint Fact Sheet에 한국 핵추진잠수함 건조 승인과 연료 조달 방안을 포함한 파트너십 강화 방침이 공식적으로 반영됨. 조현 외교부 장관은 이를 평화적 농축·재처리 지원과 함께, 차세대 에너지·방산·조선 역량을 강화할 조치로 평가. 이에 국내에서는 범정부 핵추진잠수함 TF 출범, 국방부 핵잠 특별법 제정 연구 추진, 외교부 핵추진잠수함협상팀 신설 등이 이어지며 제도 준비가 본격화됨. 지난 4월 8일 언론보도에 따르면 안규백 국방부 장관은 한국 핵잠 사업에 대한 美 상·하의원단의 긍정적 반응을 언급하며 4월 중 첫 한미 핵잠 실무협의 가능성을 시사
- 안규백 장관의 첫 한미 핵잠 실무협의 언급은, 중동 정세로 악화됐던 한미 원자력협정 및 핵잠 관련 모멘텀을 다시 환기시키는 신호. 향후 논의가 실무협의 국면으로 진전될 경우, 한국 핵잠 이슈는 단순 정책 기대를 넘어 연료 조달, 제도 정비, 협상 체계 구체화 등 현실적인 후속 단계로 넘어갈 가능성이 높다고 판단

이재명 정부의 핵잠수함 협의 진척 타임라인

구분	내용
2025년 10월	- 한미 정상회담에서 한국이 미국 측에 핵잠 연료 확보 협조 요청 - 트럼프 대통령은 트루소셜을 통해 한국의 핵추진잠수함 건조를 승인한다고 발표
2025년 11월	백악관 JFS 공개. 미국의 한국 핵잠 건조 승인과 연료 조달 협력 명문화
2025년 12월	핵추진잠수함 범정부 TF 출범
2026년 2월	- 국방부: '안정적 핵잠 사업 추진을 위한 특별법 제정 연구' 용역 발주 - 외교부: 핵잠 건조 합의 후속 조치 협의를 위해 '핵추진잠수함협상팀' 신설
2026년 4월	안규백 국방부 장관이 4월 중으로 첫 한미 핵잠 실무협의 가능성 언급

자료: 언론, 유진투자증권

4월 핵잠수함 한미 실무협의 가능성 언급



자료: 언론보도, 유진투자증권

핵추진 잠수함, 왜 지금?

왜 지금 시점에서 핵추진 잠수함이 주목받는가

- 핵추진 잠수함 건조는 '90년대부터 추진되어 왔으나, '25년 10월 경주 한미 정상회담에서 이재명 대통령의 요청에 도널드 트럼프 미 대통령이 승인하며 한국형 핵추진 잠수함 프로젝트가 본격화. 한국의 핵추진 잠수함 보유는 격변하는 국제 정세 속에서 한미 동맹 강화에 기여할 것으로 기대

과거 정부별 핵잠수함 협의 진척 타임라인

북핵 위기 대응을 위해 핵추진 잠수함 시도했으나 역량 부족으로 실패

'93년 북한의 핵확산금지조약(NPT) 탈퇴 위협 등 군사적 긴장이 고조되며, 김영삼 대통령이 핵추진 잠수함 건조를 지시하였으나 당시 국내 원자로 기술 및 잠수함 설계 역량 부족으로 실패

북한 무기 체계 혁신에 추가 대응력 확보를 위해 핵추진 잠수함 필요성 재부각

'16년 북한의 SLBM(잠수함발사탄도미사일) 시험 발사 성공 후, 잠수함 대응을 위한 핵추진 잠수함 필요성이 대두되었으며, 미국과 논의를 시도하는 한편 연구 용역 등 제반 준비 과정 진행

국방부, "미국과 핵잠수함 연료공급 협상 2년 내 완료 목표"
경향신문, 2025.12.18

국방부가 18일 미국과의 협상을 2년 내 완료를 목 전시작전통제권 전환을 !

대한민국 해군, 핵추진 잠수함 시대의 개막과 K-방산의 도약
뉴시스, 2025.12.31

대한민국 해군은 2026년 비중과 역할이 한층 확대 캐나다 해군 잠수함 도입

한국 찾은 美전쟁부 정책차관... "핵잠수함, 한미 동맹에 기여"
매일경제, 2026.01.27

엘브리지 콜비 미국 전쟁부(옛 국방부) 정책차관이 26일 방한해 한반도 안보 분야에서 한국의 역할 확대가 결국 한미 동맹의 견고화로 연결된다고...

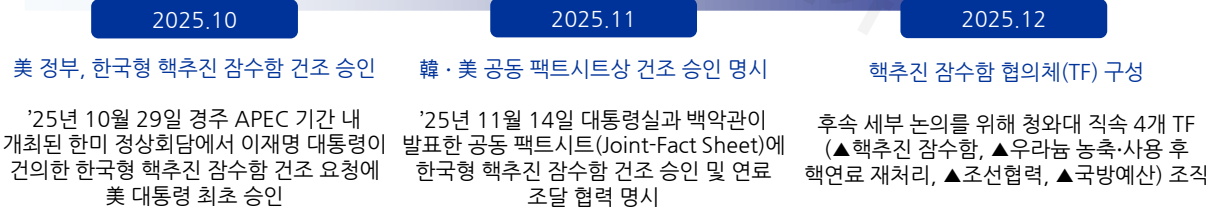


국제 정세의 변화로 자주 국방력 제고 필요성에 따라 핵추진 잠수함 건조 추진

미국의 새로운 국방전략(NDS)에도 반영된 국군 방위역량 제고 필요성과 동아시아 내 지정학적 견제 구조 등에 따라 트럼프 미 대통령의 핵추진 잠수함 건조 전격 승인

핵추진 잠수함용 소형 원자로 설계 비밀리 진행했으나 언론 노출 이후 실패

'03년 6월, 노무현 대통령의 승인으로 국방과학연구소(ADD)가 주도하는 소형 원자로 설계 프로젝트가 비밀리에 진행되었으나, '04년 언론에 노출되며 미국 등 국제적 압박에 무산



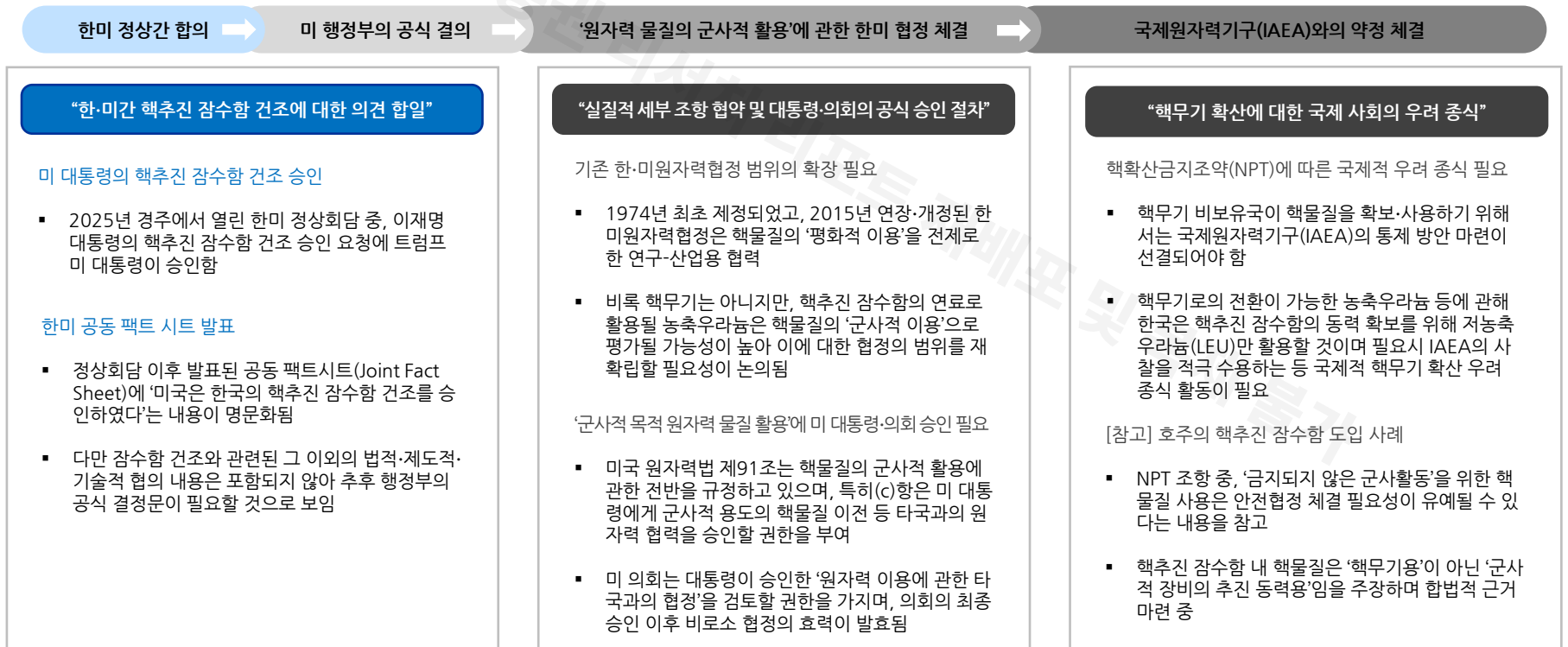
자료: KPMG, 유진투자증권

핵잠수함으로 가기 위해 거쳐야 할 단계

핵추진 잠수함을 향한 과제

- 한국형 핵추진 잠수함의 최종 도입까지는 다수의 과제가 잔존함. 한미 정상 간 합의에 이어 미 행정부의 공식 승인 절차가 필요하며, **기존 한미원자력협정 개정과 미 의회의 대외 원자력 협력 승인도 요구됨**. 아울러 국제원자력기구(IAEA)와의 약정 체결 및 국제사회의 핵확산 우려 완화 또한 중요한 과제로 남아 있음

한국형 핵추진 잠수함으로 가기 위해 거쳐야 할 단계



자료: KPMG, 유진투자증권

미국이 동맹국에게 청구서를 들이밀고 있다

고립주의를 강화하는 미국

- 작년 12월, 미국이 새롭게 국가안보전략(National Security Strategy)을 공개함. 미국의 국방 전략 전환은 동맹국 자강과 역할 확대를 구조적으로 압박
- 힘에 의한 평화 추구, 그리고 고립주의 노선 채택으로 글로벌 지정학 불안감은 더욱 확대될 것으로 예상되며, 아시아와 유럽은 미국의 관여 축소 흐름에 따라 자주국방을 더욱 강화할 수밖에 없을 것. NSS의 주요 골자는 다음과 같음
- (1) 미국 우선주의를 외교·안보 정책의 최상위 개념으로 재천명. 힘을 통한 평화를 추구. 무분별한 개입주의와 세계화 정책을 '실패'로 규정
- (2) 미국의 물리적 안전과 경제적 번영을 위한 '실리적 접근'을 강조(제조업 리쇼어링, 국방 산업 기반 부활 등)
- (3) 동맹국의 역할 확대를 요구(국방비 지출 GDP 대비 5% 증액, 해외 주둔 재조정, 일방적인 안보 제공 중단 및 동맹국의 자체 방어 책임 강화)

트럼프 2기 NSS 개요

대상	바이든	트럼프 2기
중국 및 대만	■ 중국 및 대만 양쪽의 일방적 현상 변경 반대 ■ 대만 독립 지지 X, 방위력은 지원	■ 일방적 현상 변경 지지 안함 ■ 대만 장악 시도 거부할 미국 및 동맹의 역량 강화 추구
북한	■ 한반도 완전 비핵화 목표 ■ 북한 대량살상무기 억제	■ 북한 언급 없음
한국	■ 한국 등 인태 동맹국 방위 약속의 재확인	■ 자주적 방위 지출 확대 ■ 침략 억지력 투자 압박 ■ 항공 등 시설에 대한 미군 접근 허용 압박
우크라이나-러시아	■ 우크라이나 주권 보전 ■ 러시아 침략 대가 부과	■ 전쟁 종전 위해 협상하고 러시아와 전략적 안정 재구축
유럽	■ 나토 강화 ■ 미국은 나토 집단 방위에 헌신	■ 유럽이 스스로 방위를 책임지고 미국에 시장 개방

자료: 언론보도, 유진투자증권

제1도련선(First Island Chain)을 핵심 중국 견제선으로 재설정



자료: 언론보도, 유진투자증권

NDS가 한국에 요구한 것: 스스로 싸워라

유연한 현실주의

- 마찬가지로 올해 1월 국가방위전략(NDS, National Defense Strategy)도 공개
- NDS는 미국 국방부가 4년마다 발표하는 문서. 상위 문서인 국가안보전략(NSS)을 토대로 국방 우선순위와 실행 방향을 구체화
- 트럼프 2기는 ‘유연한 현실주의’를 추구. 힘의 사용에 대한 ‘우선순위’를 설정하는 형태
- 본토 방어와 대중국 억제에 집중하기 위해서, 유럽과 중동, 한반도 지역에서는 동맹국이 일차적인 책임을 지도록 요구

트럼프 2기 NDS 개요

구분	주요 내용
(새로운 NDS의 '안보 환경' 분야) 위협 우선순위: 미국 본토 - 서반구 - 중국 - 러시아 - 이란 - 북한 순으로 배치	
미국 본토	▪ 미국의 차세대 방공망 '골든돔' 구상은 본토 방어를 실행하기 위한 핵심 요소로 제시. 핵 전력의 현대화를 통해 억지력 확보
서반구	▪ 서반구 우선 원칙, 서반구를 사실상 "미 본토(homeland)"로 규정하며 이에 대한 방어를 최대 과제로 제시하는 '돈로주의' 표방 ▪ 그린란드를 미국의 영향력 아래 놓인 서반구로 규정하며 트럼프 대통령의 그린란드에 대한 "전면적 접근권" 재확인
중국	▪ "존중하는 관계" 추구, "대치할 것이 아니라 힘을 통해 인도-태평양에서 중국을 억제한다"고 표현, 압도적 힘에 의한 대중국 억제에 초점
러시아	▪ "세계 최대의 핵무기 보유국" ▪ "미국 본토를 상대로 사용할 수 있는 수중, 우주, 사이버 능력도 보유하고 있다"고 평가 ▪ "유럽 헤게모니에 도전할 위치에 있지 않다" (러시아의 위협도 미국 본토 중심 해석)
이란	▪ "수십 년 만에 가장 약화하고 가장 취약한 상태", 중동 지역 '저항의 축' 역시 "초토화됐다"고 진단 ▪ "이란은 재래식 군사력을 재건하려는 의지를 보인다"며 다시 핵무기를 획득하려 시도할 가능성을 열어두고 있다"고 우려
북한	▪ "대규모 재래식 전력 다수가 노후화", "미국 본토에 대한 분명하고 현존하는 핵 공격 위협을 제기한다"고 밝히며 북한 비핵화에 대한 언급은 배제
(동맹국 역할 확대 촉구) 지역별 방어 전략에 동맹의 책임과 역할 분담 필요성 강조	
한국	▪ "더 제한적인 미국의 지원을 받으며 대북 억제에서 주된 책임을 질 능력이 있다"고 강조 ▪ "북한의 침공 위협에 맞서 경계를 유지해야 한다"고도 언급
유럽	▪ 북대서양조약기구(NATO·나토) 체제 통해 미국에 '무임승차' 했다고 지적, 나토 동맹국들이 유럽 재래식 방어에 대한 일차적 책임을 유인 강화 우선시
이스라엘	▪ 중동에서 "모범적인 동맹국", "(이스라엘 비롯) 파트너 국가들이 이란과 그 대리 세력에 맞서 스스로 방어하기 위해" 더 많은 역할을 해야 한다고 촉구

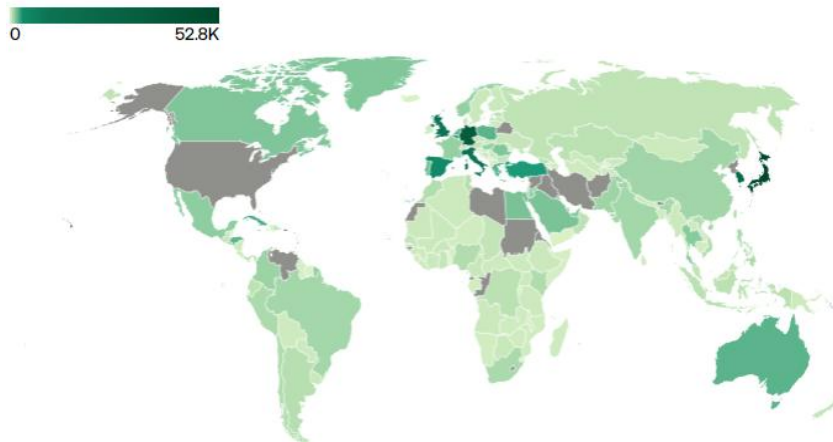
자료: 언론보도, 유진투자증권

미국의 동맹 현대화는 한국의 역할 확대를 요구한다

미국의 동맹 현대화 추진

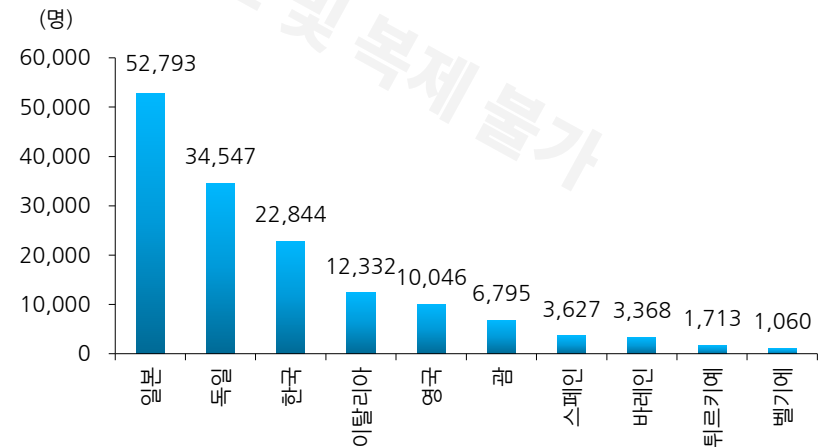
- 미국은 유럽과 아시아 국가들에게 GDP 대비 국방비 지출을 5%로 늘릴 것을 지속적으로 요구 중
- 동시에 20만명 규모의 해외 주둔 미군의 재배치 및 축소도 검토 진행 중(GPR, Global Posture Realignment)
- 이란 사태 이후 트럼프 대통령의 NATO 탈퇴 가능성 언급 등 압박 수위 높아지는 중. 7월 나토 정상회담(7/7~7/8, 양카라)이 변곡점
- 작년 9월 미국은 발트 3국 안보 지원 프로그램을 사실상 종료. IISS(국제전략문제연구소)는 유럽에서 미군이 철수할 경우 미군 대체 전력 확보를 위한 비용으로 2,260억 달러~3,440억 달러가 필요할 것으로 추산(전투기 600대, 전차 600대, 장갑차 2,400대, 포병체계 300대 등). 자주국방 소요 증가에 따라, NATO는 작년 6월 GDP 대비 국방비 지출 목표를 2%에서 5%(1.5% 간접비 포함)로 상향 조정. EU는 ReArmEU(재무장계획)을 발표
- 한미 동맹 관계도 현대화. (1) 주한 미군 역할/규모/범위 변경(축소 & 전략적 유연화), (2) 한반도 방어의 한국화 & 전시작전권 전환 가능성 대두(대북 견제는 한국, 미국은 중국 견제 담당). 미국은 지난해 관세 협상 간 한국에 국방비 지출을 GDP 대비 3.8%로 상향할 것을 요구한 것으로 알려짐. 이에 한-미 양국은 2035년까지 한국의 국방비 지출을 GDP 대비 3.5% 수준으로 단계적으로 증액하는 데 합의
- 미국의 전략적 부담을 덜어주기 위해, 한국은 핵 잠수함 도입 등 책임을 위한 권한이 확대되는 국면을 맞이할 가능성

글로벌 미군 주둔 현황



자료: USAFacts, 유진투자증권

미군 주둔 Top 10



자료: USAFacts, 유진투자증권

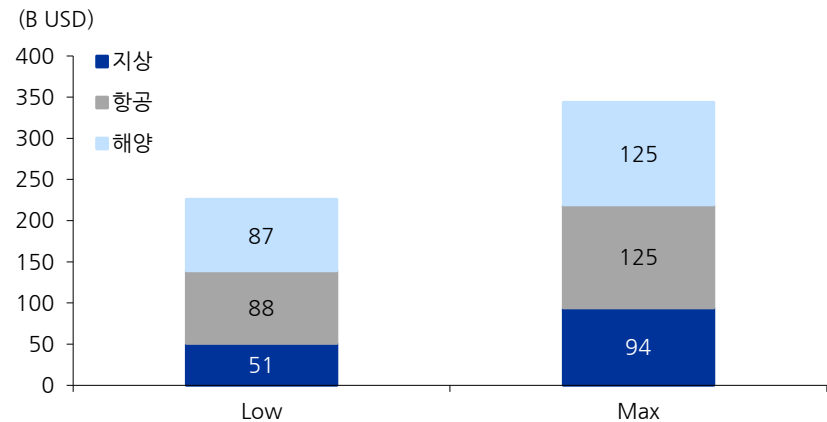
미군 재배치 시 한국 역할 확대 가능성

미군의 해외 군사 배치 변경 권고

지역	국가/구역	증원(Increases)	감축(Decreases)
유럽	독일	-	■ 여단전투단(BCT) 1개 철수 ■ 예정된 MDTF 배치 취소
	이탈리아	-	■ 전투기 1개 비행대 및 지원 전력 철수
	스페인	-	■ 로타(Rota)에서 구축함 2척 철수 ■ 예정된 추가 구축함 배치 취소
	폴란드	-	■ 여단전투단(BCT) 1개 철수
	루마니아	-	■ 여단전투단(BCT), HHQ 및 지원부대 철수
	영국	-	■ 전투기 2개 비행대 및 대부분의 지원 전력 철수
아시아	호주	■ AUKUS에 따른 SSN(공격형 원자력잠수함) 3척 추가	-
	일본	-	■ 오키나와 주둔 해병대 9,000명 철수 ■ 전투기 1개 비행대 오키나와→미사와/요코타로 이동
	괌 및 제2도련선	■ 오키나와에서 해병대 5,000명 이동	-
	대한민국	-	■ 대부분의 지상 전투부대 및 항공 전투부대 철수 ■ 전투기 2개 비행대와 지원 전력 철수
중동	이라크	-	■ 대부분 병력 철수 (이르빌에 600명 잔류)
	이스라엘	-	■ THAAD 2기 및 인원 200명 철수
	요르단	-	■ 시리아 및 이라크 임무 지원 병력 2,000명 철수
	쿠웨이트	-	■ 모든 기지 폐쇄, 전 병력 철수
	카타르	-	■ 알우다이드(Al-Udeid) 공군기지 폐쇄, 전 병력 철수
	사우디아라비아	■ 알우다이드에 있던 2,000명 추가 배치	-
	시리아	-	■ 전 병력 2,000명 철수

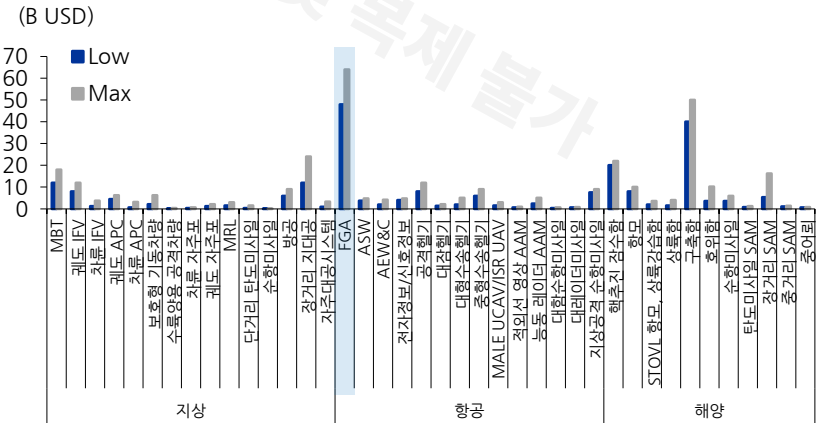
자료: Defense Priorities, 유진투자증권

유럽 내 미군 주둔 철수 시 대체 전력 확보 비용 추정



자료: IISS, 유진투자증권

유럽 내 미군 주둔 철수 시 대체 전력 확보 비용 추정(세부)



자료: IISS, 유진투자증권

동맹 현대화: 한국은 2단계 진입 중

미국의 동맹 현대화 3대 구성요소

구분	현대화 개념 제시 이전	현대화 개념 제시 이후
군사중점	국제적 안정(세계 경찰)	대중국견제
군비지출	안보공공재 제공	방위비 분담 강화 조치
임무분장		미국: 자국우선 동맹국: 자강방어 주한미군: 전략적 유연성
역할요구	외교 연대	미 전략 특화형 군사 연대 (동맹국 역할 요구)

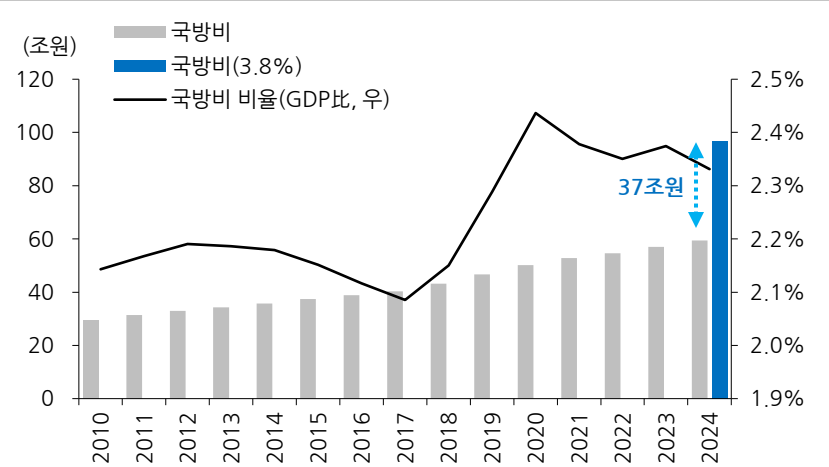
자료: IFANS, 유진투자증권

역내별 동맹 현대화 추진 템포

구분	1단계 의제화	2단계 실체화	3단계 완성화
유럽	군비지출 ○(증액 확약)	△(예산반영 개시)	×
	임무분장 ○(이격거리 설정)	△(미군 감축 시사)	×
	역할요구 ×(역외역할 미주문)	×	×
중동	군비지출 △(미국 무기 구매)	×	×
	임무분장 ○(중동문제 미관여)	- (이란 핵시설 타격)	?
	역할요구 ×(역할 미기대)	-	-
한국	군비지출 ○(국방비 증액 확약)	△(예산반영 검토)	-
	임무분장 △(기지 소유권 주장)	△(전략적 유연성)	-
	역할요구 ×(미요구)	-	-

자료: IFANS, 유진투자증권

한국 국방비 및 GDP 대비 비율 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

이미 주한미군도 전략적 유연화 시작



자료: 언론보도, 유진투자증권

콜비 사상: 핵확산도 환경에 따라 유연하게

(참고) 엘브릿지 콜비의 사상

- 트럼프 2기 정권에서 실질적으로 군사 전략과 정책을 맡고 있는 미국 국방부 국방차관(정책 담당)인 **엘브릿지 콜비**의 대외 정책 기조는 다음과 같음
(*아시아 퍼스트, 2024년 발간 서적 내용 참고)
- (1) 세력 균형을 결정짓는 것은 다름 아닌 ‘군사력’. **힘에 의한 대타트**를 강조. 대화, 협력, 소프트파워는 부차적인 것
- (2) **미국이 집중할 지역은 ‘아시아’**. 힘이 집중된 곳. 중국의 패권과 침략 의지를 거부해야 함. 중국의 군사력 투자 가능성이 매우 높음. 중국은 제 1열도선 이내로 묶어둘 필요가 있음. 유럽과 중동에 한눈이 팔리면 안됨. 미-중 경쟁은 과거 미-소 냉전과 성격이 다름. 과거 냉전은 이념적 대립 성격이 강했지만, 지금은 민족주의와 지역 패권 중심 경쟁. 과거 냉전처럼 중국이 스스로 몰락할 것이라고 기대하면 안됨. 군사적 억제와 균형 강화가 필요
- (3) 미국 1강 시대 종료. 동맹국과 반패권연합을 구성해야 함. 한국과 일본의 역할 중요. 핵 확산방지 중요하지만 환경 변화에 따라 유연하게 대응해야 함. **동맹국들은 미국에 의지하기보다 스스로 책임을 가지고 자기방어에 힘써야 함**. 일본은 방위비를 GDP 대비 3%로 끌어올리는 것이 바람직함
- (4) 모든 무기 조달을 미국에서 커버하는 것은 어려움. 방위산업은 다국적화될 필요가 있음. **동맹 전체의 재공업화를 도모해야 함**

트럼프 2기 대외 정책 방향성

구분	내용
대외 정책 기조	- Make America Great Again(재선 캠페인 슬로건) - Reject Globalism and Embrace Patriotism(외교/안보 관련 재선 캠페인 슬로건) - 선택적 관여(Selective Engagement) 전략 & 역외 균형(Offshore Balancing) - 중국, 그리고 아시아 집중 전략. 유럽과 중동에서는 직접적 군사 개입 회피하고 현 수준 관여 유지 - 지도적 역할 계속. 그러나 일방주의적이고 이기적인 성격을 띄게 될 것. 자국 이익 우선시
對 중국	- 강경한 견제 정책 추진 전망. 최대 경쟁자인 중국 성장 지연시키고, 미국 우위 유지 추구 - 경제적 디커플링 추진. 1기보다 더 강경한 무역 정책 추진 - 국방비 대규모 증액보다는 중국 견제 중심으로 전략적 우선순위 조정 예상. 인도 태평양 지역 군사력 균형 관건이 될 해군력 강화 우선순위 두고, '32년까지 전함 355척으로 증강하는 과거 정책 복원 예상 - 그러나, 군사적 충돌은 피하고 안정성 유지
對 유럽	1기 정권 때 NATO 무용론/북대서양 조약 제 5조 조건적 적용 가능성 제기/주목 미군 감축 시도/크림반도 강제 병합한 러시아 푸틴과 친밀감 표시 등 대서양 관계 근본을 뒤흔들었음 2기 주안점은 (1) 러-우 전쟁 처리 (2) 1기 때와 마찬가지로 NATO 중심 유럽 안보에서의 미국 기여 수준 변화
對 중동	- 바이든 정권 중동 정책 이행 실패 참고) 대선 공약: 이란 핵합의 재협상 및 복원, 사우디-이스라엘 수교 중재를 통한 아브라함 협정 완결, 이스라엘-팔레스타인 평화를 위한 두 국가 해법 진전 중재, 시리아/예멘 내전 종식 등 - 큰 틀에서 트럼프 1기 중동 정책 계승 전망(아브라함 협정 등) - 이스라엘에게 유리한 입장 견지, 미국 안보 영향권 내 국가들에 이스라엘 수교 독려, 이란 압박 및 체제 붕괴 또는 변화 추구 예상 참고) 사우디의 이스라엘 수교 요구 사항은 상호방위조약에 준하는 안보 공약, 핵 에너지 개발 관련 미국 지원 및 협력 → 수용 難?

자료: IFANS, 유진투자증권

02

한국의 핵잠수함 요청

무기 획득인가, 협상 카드인가

북한 SSBN: K-SSN 논의를 현실로 끌어올린 직접 계기

북한이 핵 잠수함을 갖게 된다면, 한국도 필요하다

- 2025년, 북한이 건조 중인 배수량 8,700톤급 탄도 미사일 발사 핵추진 잠수함(SSBN)을 공개
- 다만, 공개된 SSBN의 형태가 기형적이며(함교 Sail이 비정상적으로 거대함), 북한의 기술로는 소형원자로 개발에만 최소 10년 이상의 시간이 필요할 전망이다, 러시아로부터 기술 이전을 받아 개발 기간이 더욱 단축될 가능성도 있음
- 북한의 SSBN은 대미 핵 억제력 강화의 핵심적인 수단이 될 것. 원거리 작전능력의 향상과 높은 생존성으로 한국과 미국을 위협할 것으로 우려
- 북한의 핵추진 잠수함 개발은 **한국의 핵추진 잠수함 개발의 필요성과 명분을 제공**

북한의 SSBN 건조 현장(2025년 12월)



자료: 언론보도, 유진투자증권

북한 전략무기 5대 과업 종류 및 평가

과업	진척도	주요 평가요소 및 현황
초대형 핵탄두 생산	높음	▪ 목표 위력, 충분한 핵물질 확보, 미사일 탑재 ▪ (비공개 상태)
1만 5,000km 사정권 타격 명중률 제고	높음	▪ 재진입/최대 사거리 달성/정확도 향상/MIRV 개발 여부 ▪ 화성-17형/18형/19형 개발
극초음속 활공비행 전투부의 개발도입	낮음	▪ 극초음속 도달, 목표 사거리 달성, 정확도 향상 ▪ MRBM급 사거리의 화성-8형 및 16나형 시험발사
수중/지상 고체발동기 ICBM 개발	높음	▪ 이동형 고체 ICBM 개발, 지상/수중발사장 건설 여부 ▪ ICBM 화성-18/19형 시험발사 성공
핵잠수함 및 수중발사 핵전략무기 보유	낮음	▪ 수중발사 전략무기 개발, 원자력추진 잠수함 개발 ▪ 원자력추진 잠수함 선체 공개, 북극성-4형 및 5형 등 SLBM과 SLCM 개발 중, 기타 해일-1형/2형 등 개발 중

자료: KIDA, 유진투자증권

핵잠 승인의 파급효과: APEC 이후 무엇이 달라졌나

안보에 필요

- 2025년 연말 이후, 한국의 핵추진 잠수함 건조 가능성이 급부상 중
- 한국에서 개최된 APEC 행사 기간 동안, **트럼프 대통령이 한국의 핵추진 잠수함 건조를 승인**하고, 작년 11월 한-미 팩트시트에도 명문화(핵연료 추진 잠수함 건조 승인과 우라늄 농축 및 핵연료 재처리 지지 내용)
- 작년 10월 국정감사에서 **해군은 배수량 5천톤급 핵연료 추진 잠수함 4척 이상 건조 방침**을 공개
- 12월 이후에는 **범정부 협의체가 발족**되고, **핵잠 특별법 추진** 등 본격적인 움직임 확인. 최근 들어 다소 소강 상태였으나, **IAEA 사무총장의 방한 일정**을 조율하는 등, 도입 논의는 여전히 진행 중

2025년 10월 핵추진 잠수함 허용 관련 이슈 정리

현황	내용
도입 목적	북한 핵잠수함 건조에 대응(北 2021년 초 8차 당대회서 '국방력 발전 핵심 5대 과업'으로 핵잠 건조 제시 후 추진 중)
핵잠수함의 장점	잠항 능력(공기 공급 필요 X, 무제한 잠항 가능), 고속 기동성
추진 역사	김영삼/노무현 대통령 시절 이후 지속 추진(362 사업 등)
도입 시기 및 규모 전망	2030년대 중반, 최소 4척 이상(척당 1.5~2조원 내외), LEU(우라늄 농축도 20% 이하) 활용, 배수량 5천톤 이상
기술 현황	소형 원자로 기술 확보(SMART), 추진 계통 개발 필요할 전망, 소음 제어/선체 구조 설계
후속 협의 내용	핵 연료 공급, 재처리 및 농축 기술 허용 여부
영향	내수 수주 잠수함 사업 규모 ↑(단가 상승 Impact), 수출 가능성은 낮(미 잠수함 동체 건조 참여 기대감)

자료: 유진투자증권

핵추진 잠수함 관련 주요 일지

일정	내용
2025-10-29	이재명 대통령, 트럼프 대통령에 '핵추진 잠수함 연료 공급' 공개 요청
2025-10-30	트럼프 대통령 "한국 핵추진잠수함 승인. 필리 조선소서 건조할 것"
2025-10-30	해군참모총장 "5천t급 이상 핵잠수함, 2030년대 중반 이후 4척 이상 건조"
2025-11-04	한·미 국방장관, 한국 핵잠수함 건조 승인 '재확인'
2025-11-06	안보실장 "원잠, 한국서 건조할 생각. 필리조선소 비현실적"
2025-11-14	'핵추진 잠수함 건조' 한·미 팩트시트 명문화
2025-12-02	한미, 원자력·조선·핵잠 등 분야별 실무협의체 조속가동 합의
2025-12-18	국방부 등 10개 부처·기관이 참석하는 '핵추진 잠수함 범정부 협의체' 발족
2025-12-18	국방부 "美와 핵잠수함 연료공급 협상 2년 내 완료 목표"
2025-12-20	한미, 26년 '핵잠·우라늄·재처리' 3대 핵 협력 동시 착수
2026-01-28	국방부, '핵추진잠수함획득추진팀' 조직 신설
2026-02-04	美 "한미외교장관, 원자력·핵잠·조선·대미투자 협력 합의"
2026-02-09	국방부 '핵잠 특별법' 추진. "군사용 원자력 관리체계 마련"
2026-02-10	정부 "美 핵잠·원자력 범정부 대표단, 2말·3초 방한 추진"
2026-02-12	외교부, '핵추진잠수함 협상팀' 신설
2026-03-26	미 국무부 관계자, 핵추진잠수함 건조 관련 "광범위한 절차를 밟고 있다"
2026-03-31	한국 외교부, 라파엘 그로시 IAEA 사무총장의 방한 일정 조율 중
2026-04-01	해군, 5월 1일부 '핵추진잠수함 추진단'을 창설. 인력 양성, 훈련 체계 구축
2026-04-03	한·프랑스, 핵연료 기술 협력

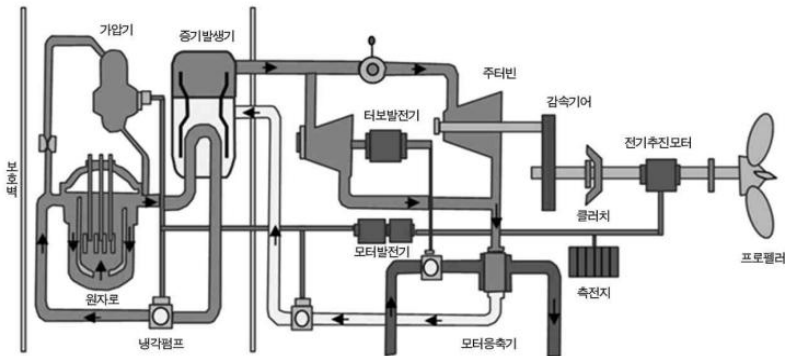
자료: 언론보도, 유진투자증권

핵추진 vs 재래식: 작전 지속성의 차이가 핵심

핵추진 잠수함이란

- 핵추진 잠수함은, 말 그대로 **핵 연료를 추진 동력으로 사용하는 잠수함**. 재래식 잠수함은 디젤 연료로 추진하는 구조. **핵추진 잠수함에는 디젤 엔진 대신 원자로와 터빈 및 감속 기어가 사용됨**
- 해외 건조 단가를 참고하면, **재래식 잠수함 대비 적당 건조 비용 높을 것으로 추정**. 해군이 언급한 5,000톤급 잠수함을 기준으로 보면, 프랑스 쉬프랑급 잠수함(5,300톤) 1.7조원과 유사한 수준으로 책정될 전망
- 기존 국내 KSS-III 기준 건조 단가가 1.1~1.2조원인 점을 고려하면, **단가 상승에 대한 효과는 기대됨**. 그러나, 리레이팅을 위한 해외 수출 가능성은 제한적. 핵 연료에 대한 반출 등 규제가 많기 때문. 따라서 구조적인 조선업종 모멘텀으로 보기는 어려워 **국내 조선 업종 추가의 카탈리스트는 재래식 잠수함 및 수상함의 수출 가능성이라 판단**. 오히려 **핵잠수함으로 인한 원전 산업 재평가에 주목할 필요**

핵추진 잠수함 동력 계통도



자료: 유진투자증권

핵추진 잠수함 vs 재래식 잠수함

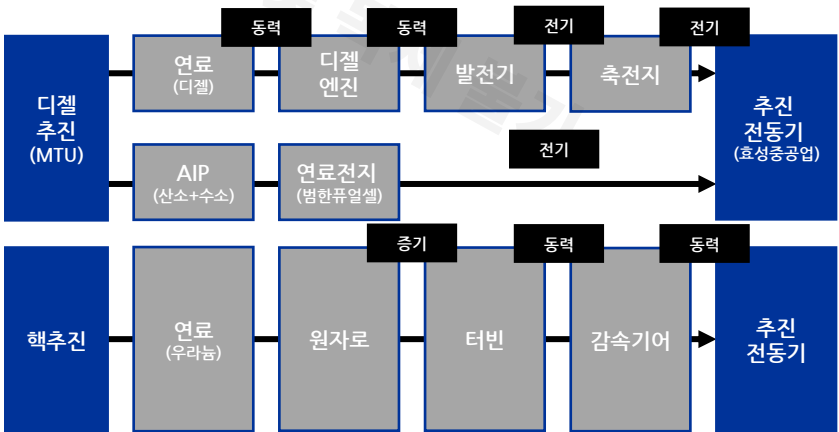
항목	핵추진 잠수함	재래식 잠수함
추진기관(연료)	소형 원자로(저농축 우라늄)	디젤기관(유류) 및 연료전지
최대 수중속도	시속 45km 이상	시속 16~17km
수중작전 능력	3개월 이상 (연료 교체 없이 이론적으로 무제한 수중작전 가능)	최대 3주 (하루 한 차례 이상 부상 필요)

(참고) 프랑스 '바라쿠다' 쉬프랑 급 핵추진 잠수함

길이/폭	99m/8.8m	추진 방식	K15 소형 원자로
배수량(수중)	5,300t	최대 속도	46km
승조원 수	60명	무장	어뢰 발사관 3문 VLS 12기

자료: 유진투자증권

디젤잠수함과 핵잠수함의 차이



자료: 유진투자증권

K-SSN 사양 요구안과 글로벌 핵잠 가격 비교

주요 핵추진 잠수함 가격

구분	함급	톤수	가격
프랑스	루비급	2,713톤	1조 5,000억원
	쉬프랑급	5,200톤	1조 6,900억원
영국	아스튜트급	7,519톤	1조 7,810억원
미국	버지니아급	7,925톤	3조 374억원
	시울프급	9,285톤	3조 3,900억원

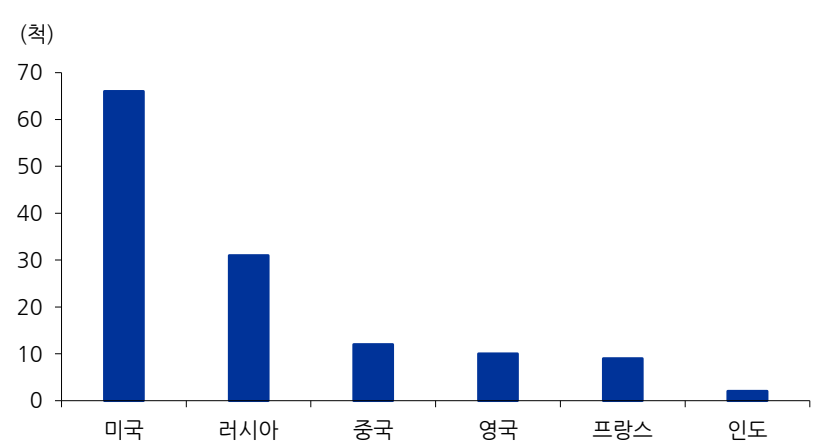
자료: 한국핵안보전략포럼, 유진투자증권

한국형 핵추진 잠수함 작전성능요구안

구분	세부 항목	세부 내용(안)
배수량		8,000 톤 이상
전장		100 m 이상
전폭		10 m 이상
추진	원자로추진	65MWt SMART-P(스팀터빈)
추진	전기추진	리튬전지(전기모터)
추진	추진방식	펌프제트 추진기
최대속력	수상	15 kts 이상
최대속력	수중	24 kts 이상
소나		CHA, FAS, TASS, PRS, MAS 등
최대잠항심도		400 m 이상
무장	어뢰 발사관	533mm ATP × 6 / 중어뢰, 대함미사일, 기뢰, 잠대지순항미사일 등 24기 이상
무장	VLS	KVLS × 12기 이상(현무 4-4)

자료: KNST, 유진투자증권

해외 핵추진 잠수함 보유 현황



자료: 유진투자증권

한화오션이 제시한 차세대 잠수함(2025년 5월 MADEX)



자료: 언론보도, 유진투자증권

기술 준비는 상당 부분 누적됐다 — 연료가 마지막 병목

오랜 준비로 연료를 제외하면 대부분 완료

- 한국의 핵추진 잠수함의 시작은 김영삼 정권으로 거슬러 올라감
- 과거 수차례 도입 검토에도, 미국과 IAEA 제동으로 무산된 바 있음
- 하지만, 검토 과정에서 ‘핵 연료 - 원자로 - 선체’ 중 **원자로와 선체 기술은 상당 부분 확보한 것으로 파악됨**
- 잠수함의 스텔스성을 극대화하는 **펌프 제트 및 3축 능동 마운트 기술 등 첨단 기술도 선행적으로 개발 완료/진행 중**
- 이에 국방부는 ‘**이제 핵 연료만 있으면 된다**’는 입장을 밝힘

역대 정부 핵추진 잠수함 도입 추진

정권	내용
김영삼	북핵위기(NPT 탈퇴, 1994년) 이후 핵추진 잠수함 건조 지시
	러시아 핵잠수함 도면 및 중소형 원자로 기술 도입
	기술력 부족, 미국 반대로 철회
노무현	2003년 해군 362 사업단 설립
	2004년 초 핵추진 원자로 기본 설계 완료
	2006년 개념 설계 종료, 2007년 건조 착수, 2012년 1번함 배치 계획
	해군(ROC 수립), ADD(잠수함 설계), 한국원자력연구소(추진기관 연구) 참여
박근혜	IAEA 사찰 결과 등으로 철회
	원자로 연구과제 책임기관 ADD에 핵추진 잠수함과 관련된 응용연구 계속 지시
문재인	2017년 한미 정상회담에서 핵추진 잠수함 기술 지원 요청
	2021~2025년 국방중기계획에 ‘핵추진잠수함 필요성 검토’ 문구 포함
	방위사업청, 핵추진 잠수함 확보 목적 TF 운용
	미국의 핵연료 공급 거부
	문무대왕과학연구소 착공(2021년 7월 착공, 2026년 개소 예정)

자료: 유진투자증권

국방부 “연료만 있으면 된다”



“핵잠수함을 건조할 수 있는 여건을 이미 갖춰냈고, 마지막에 연료가 필요했던 것”



“현재 핵잠에 탑재될 원자로, 무장 체계 등 원잠 건조에 필요한 핵심기술을 확보 중이고 안전성 검증을 진행 중”

“재래식 잠수함에 있어서 세계적 수준의 설계·건조 능력을 이미 보유했다”

“미국 측과 협의를 통해 핵잠용 연료를 확보하고 2020년대 후반 건조 단계에 진입한다면, 2030년대 중·후반에는 선도함 진수가 가능할 것으로 판단된다”

자료: 유진투자증권

한국의 핵 잠수함 관련 기술 개발 현황

구분		비고
스텔스 설계	펌프 제트	▪ 내부로 물을 흡입해 제트 형태로 분사해 추진력을 만드는 방식 ▪ 고속에서 캐비테이션을 줄여 소음 저감 기여 ▪ 잠수함 펌프제트 추진기 설계 기술(22/12~25/05) ▪ 차기 잠수함용 복합재 펌프제트(2025~2030)
	3축 능동 마운트	▪ 선체 내 원천 진동을 실시간 센싱해, 반대 위상·적정 크기의 보정 진동을 주입해 합성 진동을 0에 가깝게 만드는 구조 ▪ 수동 마운트가 탄성·감쇠로 ‘흡수’한다면, 능동 마운트는 예측·보정하여 잠수함 수중 방사 소음 감소 ▪ 3축 능동마운트 기술 개발(21/05~24/10)
소형 원자로		▪ 한국원자력연구원의 SMART 원자로 ▪ 두산에너지리티의 i-SMR 등 소형원자로(SMR) 제작 기술

자료: 유진투자증권

핵잠의 병목은 결국 핵연료와 123협정

핵잠을 미국한테 승인 받아야 하는 이유

- 핵추진 잠수함은 선체와 원자로도 중요하지만, **핵심은 핵 연료(농축 우라늄)의 공급 여부**
- 현재 논의되고 있는 한국형 핵추진 잠수함의 핵 연료는 LEU(저농축 우라늄, 3~20% 농축)로 파악됨. 참고로, 미국과 영국은 HEU(고농축 우라늄, 90% 이상 농축)를 사용 중. 농축도는 성능의 차이가 아니라 연료 교체 주기에 영향. 고농축우라늄을 쓰는 미국 기준 교체 주기는 30년, 저농축 우라늄을 사용하는 프랑스는 10년 수준. 즉, LEU의 경우, 잠수함 수명 주기 기간 동안 최소 2번은 교체해야 함
- 한국은 한-미 원자력 협정(2015년 개정)에 따라, 군사용 목적으로 핵 연료 제조(우라늄 농축)가 불가능함. (1) 미국에서 직접 핵 연료를 공급 받거나, (2) 농축 및 재처리 승인을 받아 자체 연료를 제조하거나, (2) 제 3국으로부터 핵 연료를 조달하는 케이스가 고려됨
- 현재 한국과 미국의 원자력 협력은 어디까지나 ‘평화적 목적’에 국한. 핵추진 잠수함과 같은 군사적 이용을 위해서는 미국 원자력법 제91조(군사적 용도)에 근거한 군사적 목적의 별도 협력을 체결해야 함. 이를 위한 미 행정부와 의회의 승인 확보, IAEA와의 협의를 통해 핵연료를 안전조치 대상에서 제외(Comprehensive Safeguards Agreement)하는 단계적인 법적·외교적 노력 필요
- 참고로, 위성락 안보실장은 작년 12월 방미 후 (1) 미국과 핵잠수함 협력에 관해 양측의 별도 협정이 필요하다는 데 의견을 공유하고, 미 원자력법(91조)에 군사적으로 핵물질을 이전하지 못하게 돼 있어 예외·면제를 받기 위해 별도 협정안을 만들겠다고 언급. (2) 그리고, 핵잠에는 20% 이하의 저농축 연료를 사용하는 원자로 탑재를 구상하고 있으며, 고농축 연료를 도입할 계획은 없다고 밝힘. (3) 우라늄 농축과 사용 후 핵연료 재처리와 관련해선 “이재명 대통령이 여러 차례 비확산 의지를 강조했음을 미측에 설명했다”고 설명

핵추진 잠수함 도입을 위해 해결이 필요한 법적 요건들

구분	핵심 내용	비고
한미 협정	한미 원자력 협정(123 Agreement) 상, '군사적 이용 금지' 예외 인정 및 핵연료 공급 승인 필요	(1) 미국 대통령의 권한 (미국 원자력법 91조)에 근거하여 군사용 핵물질 이전을 허가 받는 별도의 양자 협정을 체결, (2) 기존 원자력 협정에 '합정 추진용 핵연료' 관련 예외 조항을 신설
국제 기구	IAEA 제14항에 따른 '특별 안전조치 협정' 체결 필요	핵무기 전용 의사 없음 입증
국내 입법	(가칭)핵잠수함 특별법 제정 필요	군사용 원자력 안전 관리체계 구축
인프라	전용 모항 및 핵연료 재장전 시설의 법적 허가 필요	환경영향평가 및 주민 수용성

주요국 잠수함 및 한국 SMR 비교

구분	미국 S9G	영국 PWR2	프랑스 K15	한국 i-SMR /선박용 SMR (개발중)
연료 농축도	>93% HEU	>90% HEU	<6% LEU	<20% LEU
열출력	~210MW	~150MW	150MW	70MW(목표)
연료교체 주기	33년+	25년+	10년	20~300년
비확산 적합성	낮음	낮음	높음	높음
한미협정 적용	해당	해당	비해당	비해당

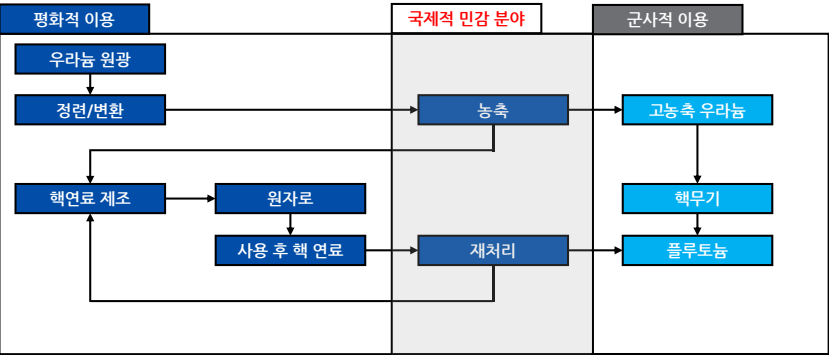
한미 협정 변화와 팩트시트: 무엇이 달라졌나

한-미 원자력 협정 변화

구분	추진분야	1973년	2015년
사용 후 핵연료 관리	조사 후 시험/전해환원	공동 결정	현존시설 전면허용
	장래 파이로	공동 결정	구체적 절차와 기준 마련
	위탁 재처리	없음	영국, 프랑스에 위탁재처리 가능
	기술협력	정보교환에 국한	저장·수송·처분 기술협력
원전 수출 증진	재이전 사전동의	미측 동의 필요	미국과 원자력협정 체결국가 대부분과 가능
	수출입 인허가	없음	신속화 규정
원전 연료 공급	저농축	없음	고위급위원회 협의를 통한 합의시 20% 미만 농축 가능
	연료 공급지원	분야 및 제공규모 한정	지원 조항 신설
기타	고위급위원회	없음	신설(4개 실무그룹 설치)
	의료용 동위원소생산	없음	전면 허용
	비확산규범 최신화	없음	선진적 규정
	협정 유효기간	41년	20년으로 단축

자료: 언론보도, 유진투자증권

원자력과 국제 정치



자료: 유진투자증권

한-미 팩트시트 內 핵추진 잠수함 관련 내용

THE WHITE HOUSE
WASHINGTON

FURTHERING OUR MARITIME AND NUCLEAR PARTNERSHIP: The United States welcomed the ROK's commitment to contribute to modernizing and expanding the capacity of American shipbuilding industries, including through investments in U.S. shipyards and America's workforce. The ROK welcomed the United States' support for the ROK's civil and naval nuclear power programs.

- Both countries committed to collaborate further through a shipbuilding working group, including on maintenance, repair, and overhaul, workforce development, shipyard modernization, and supply chain resilience.
- These initiatives will increase the number of U.S. commercial ships and combat-ready U.S. military vessels as quickly as possible, including the potential construction of U.S. vessels in the ROK.
- Consistent with the bilateral 123 agreement and subject to U.S. legal requirements, the United States supports the process that will lead to the ROK's civil uranium enrichment and spent fuel reprocessing for peaceful uses.
- The United States has given approval for the ROK to build nuclear-powered attack submarines. The United States will work closely with the ROK to advance requirements for this shipbuilding project, including avenues to source fuel.

○ 미국은 한미 원자력 협력 협정에 부합하고, 미국의 법적 요건을 준수하는 범위 내에서 한국의 평화적 이용을 위한 민간 우라늄 농축 및 사용후핵연료 재처리로 귀결될 절차를 지지한다.

○ 미국은 한국이 핵추진 잠수함을 건조하는 것을 승인하였다. 미국은 이 조선 사업의 요건들을 진전시키기 위해, 연료 조달 방안을 포함하여, 한국과 긴밀히 협력해 나갈 것이다.

자료: 유진투자증권

후발 국가들의 원자력 잠수함 도입 사례 비교

구분	인도	브라질	호주
국가 유형	사실상 핵보유국 비동맹국	핵무기 비보유국 동맹 부재	핵무기 비보유국 AUKUS 동맹
도입 목적	중국/파키스탄 대응 역내 패권 추구	남미지역 맹주 추구	중국 위협 대응
도입 방식	임대 + 기술이전	기술이전	해외 직도입
기술 여건	핵연료 구비 선체/원자로 미비	핵연료·원자로 구비 선체 미비	선체·원자로·핵연료 전부 미비
협력 국가	러시아, 프랑스	프랑스	미국, 영국
도입 함종	전략핵잠수함(SSBN)	공격형핵잠수함(SSN)	공격형핵잠수함(SSN)

자료: INSS, 유진투자증권

03

왜 핵잠이 원전 이슈로 번지는가

123협정 · HALEU · 재처리 · i-SMR의 연결

핵잠수함이 재래식을 압도하는 3가지 이유

핵잠수함은 잠항 지속성과 고속 기동에서 디젤 잠수함을 압도

- 북한이 SLBM(Submarine-Launched Ballistic Missile)을 탑재한 잠수함으로 대한민국을 기습 공격할 경우 지속 추적·무력화하기는 매우 어려움. 디젤-전기 잠수함은 AIP(Air Independent Propulsion) 장착 시에도 2~3주 잠항 후에는 산소 공급을 위해 스노클링(snorkeling)으로 공기를 얻어 엔진을 가동해야 하므로 은밀성이 제한되며, 배터리 수명이 소진되면 부상해야 함. 반면 **핵잠수함은 원자로 동력으로 공기 없이도 무제한 잠항이 가능**하여 승조원 식량이 허락하는 한 수개월씩 지속적으로 수중에서 고속 기동할 수 있음. 이 차이는 적 SSBN이 깊은 해역에 은폐했을 때 추적 지속성에서 결정적인 역할을 함
- 디젤 잠수함은 조용히 항해하려면 저속(5~6노트) 운항을 해야 하고, 고속(20노트 내외)은 배터리 소모로 단기간만 가능. 반면 핵잠수함은 **20~30노트의 고속을 지속적으로 유지하면서도 연료 제약이 없음. 고속 기동은 위협 해역으로의 신속 전개와 긴급 회피 기동에 필수적**. 또한 디젤 잠수함은 엔진 가동 및 스노클링 시 소음과 배기가스로 인해 피탐 위험이 커짐. 핵잠수함은 **부상할 필요 없이 원자로로 추진되므로, 작전 중 피탐 확률이 극히 낮음**

재래식 잠수함(SSG) vs 원자력 추진 잠수함(SSN) 주요 제원 비교

구분 항목	콜린스급 (Collins, 호주)	소류급 (Soryu, 일본)	버지니아급 Block IV (미국)
함종 구분	재래식 디젤 잠수함(SSG)	재래식 디젤/AIP 잠수함(SSG/SSP)	원자력 추진 잠수함(SSN)
최대 속도(노트)	잠항 20 / 부상 10	잠항 20 / 부상 12	잠항 34 / 부상 25
항속 거리(마일)	속도에 따라 가변적 (최대 11,500)	속도에 따라 가변적 (잠항 시 6,100)	무제한 (34노트로 무한 잠항 가능)
잠항 능력(일)	약 70 (4노트 기동 시 47)	약 70 추정 (리튬전지 탑재형 포함)	식량 허용 시 80~120
무장	어뢰 22발 또는 하푼 미사일	어뢰 및 하푼 미사일 약 30발	토마호크 12발 + 어뢰/미사일 26발
미사일 사거리(km)	124 ~ 240	124 ~ 240	1,250 ~ 2,500
주요 특징	2013-16 현대화 개량, 센서 우수	X자형 타기 채택으로 기동성 강화	특수부대용 재설점실, 무인수중드론 운용
승조원 수(명)	총 58 (장교 8)	총 65 (장교 9)	132 (장교 15)
전장 x 선평(m)	77.8 x 7.8	83.7 x 9.1	114.8 x 10.36
수중 배수량(톤)	3,407	4,200	7,925
건조 단가(달러)	-	약 5억 ~ 7억	약 36억 ~ 46억

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

K-SSN 확보의 3대 선결과제: 기술 · 연료 · 제도

한국형 핵잠수함은 기술 확보와 함께 연료조달·비확산 제도 해법이 동시에 필요

- 현재 개발이 예상되는 K-SSN의 재원은 다음과 같음. 배수량은 약 4,000~5,000톤급(장보고-III 보다 다소 대형화)이며, 일체형 경수로(i-SMR 기반) 1기를 탑재하고 열출력 70~150MWt급으로 연료농축도 15~19.75% HALEU 사용이 예상됨. 핵연료 수명은 최대 47년으로 함정 수명 동안 재연료 공급이 불필요하며, 최대 속력은 25~30노트 이상, 무제한 항속거리 달성 가능. 533mm 어뢰발사관 6~8문, 수직발사관(VLS) 10~12셀 이상 무장이 가능하며, 현무-4-4 탄도미사일 및 순항미사일 탑재로 전략타격 능력을 보유
- 기술적 준비가 갖춰졌다 해도 제도적 제약을 풀지 못하면 핵잠수함 사업은 진전될 수 없음. **현재 가장 큰 걸림돌은 한미 원자력협정(123협정)**. 현행 2015년 개정협정은 한국이 미국 동의 없이 우라늄을 20% 이상 고농축하거나, 미제공 핵물질을 군사용도로 전용하는 것을 금지. 이는 한국이 핵잠수함 추진용 연료를 독자 생산·조달할 수 없음을 뜻함. 국제비확산체제(NPT) 측면에서는 핵잠수함 추진이 회색지대에 놓여 있음. NPT는 핵폭발장치의 이전과 보유만을 금지할 뿐, 핵분열을 동력으로 쓰는 비폭발적 군사활동은 조약 위반으로 명시되지 않음. IAEA에서도 이에 대비한 모델조치협정(INFCIRC/153) 14조를 만들어, 비핵국이 군사적 비금지 활동(non-proscribed military activity)을 할 경우 사전 신고 및 사후 검증 절차를 규정해두고 있음. **한국도 투명성 확보를 위해 IAEA와 잠수함 연료에 대한 특별안전조치 협정을 체결하고, 사용후핵연료를 일정 기간 후 복귀시키는 등의 조건을 준수할 가능성이 큼. 이러한 절차를 거치면 NPT 위반 시비는 최소화하면서 핵잠수함을 운용 가능**

글로벌 주요 원자력 추진 잠수함 성능 및 핵연료 주기 비교

국가명	종류 (함급)	배수량 (톤)	최대 속력 (kts)	핵연료 농축도 (w/o)	열출력 (MWt)	핵연료 교체 주기 (년)
한국	K-SSN (S-70J)	4,000 ~ 8,000	31 ~ 36.1	19.95	70	47.4 (최장)
미국	버지니아급	7800	35	93	150	33
프랑스	루비급	2600	25	7.5	48	10

자료: 산업자료, 유진투자증권

2015 한미 원자력 협정 원문: 우라늄 농축에 양국 서면 합의 필요

대한민국 정부와 미합중국 정부 간의 원자력의 평화적 이용에 관한 협력 협정
(AGREEMENT FOR COOPERATION BETWEEN THE GOVERNMENT OF THE REPUBLIC OF KOREA AND
THE GOVERNMENT OF THE UNITED STATES OF AMERICA CONCERNING PEACEFUL USES OF
NUCLEAR ENERGY)
[발효일 2015. 11. 25] [미국, 제2282호, 2015. 11. 30]

2015년 6월 9일 제24회 국무회의의 심의를 거쳐 2015년 6월 15일 워싱턴에서 윤병세 외교부 장관과 Earnest Moniz 미국 에너지부 장관 간에 서명되고, 양국이 발효에 필요한 국내절차가 완료되었음을 상호 통보함으로써 2015년 11월 25일자로 발효된 “대한민국 정부와 미합중국 정부 간의 원자력의 평화적 이용에 관한 협력 협정”을 이에 공포합니다.
대통령 박근혜 (인)
2015년 11월 30일
국무총리 황교안
국무위원 외교부장관 윤병세

자료: 법제처, 유진투자증권

K-방산 자산 점검: 선체 · 원자로 · 연료 중 둘은 있다

K-방산의 결정체: 도산안창호급 건조 경험과 핵잠수함 건조 역량 확보

- **한국은 이미 3,000톤급 잠수함을 독자 건조한 경험을 보유.** 장보고-III Batch-I 도산 안창호급(KSS-III) 3척의 성공적 개발로 국내 조선업계는 대형 잠수함 선체 설계, AIP(공기불요 추진), 수직발사관(VLS) 통합 등 핵심 기술을 축적 완료. 도산 안창호함은 한국 최초의 완전 국산화 잠수함으로 76% 국산화율을 달성했으며, 이는 이전 세대 잠수함(KSS-II 손원일급)의 2배에 달하는 자립도. 또한 2023년 진수된 장보고-III Batch-II 윤봉길함(장영실함)은 3,600톤급으로 VLS 10기를 탑재하고 리튬전지 체계를 도입하는 등, 한국의 잠수함 설계·건조 능력이 지속 발전하고 있음을 보여줌
- 원자로 분야에서도 상당한 진전이 이뤄짐. 한국원자력연구원이 개발한 SMART(System-integrated Modular Advanced Reactor)는 330MWt급 일체형 소형 원자로로서 2012년 세계 최초로 표준설계인가를 획득. 이어 정부는 2028년까지 차세대 혁신형 SMR(i-SMR) 개발 완료 및 인허가 획득을 계획. i-SMR은 해군 핵잠수함에 요구되는 70~100MW 수준의 원자로와 기술적으로 상통하는 부분이 많음
- **특히 주목되는 것은 잠수함용 소형 원자로의 장주기(core lifetime) 설계 능력.** 한국은 고농도 저농축 우라늄(HALEU) 연료와 무봉산 운전 등으로 원자로를 장기 간 연료교체 없이 운전하는 개념을 연구 중. 국내에서 가상 설계한 S-70J 핵잠수함은 47년간 연료 교체가 불필요한 것으로 제시. 이는 사실상 함정 수명과 동일한 일회 장전 평생 사용을 지향하는 것으로, 미국 버지니아급 등과 유사한 수명주기 무교체 원자로를 국내 기술로도 구현할 수 있음을 시사

3,000톤급 도산안창호함: 국산화율 76%



자료: 언론, 유진투자증권

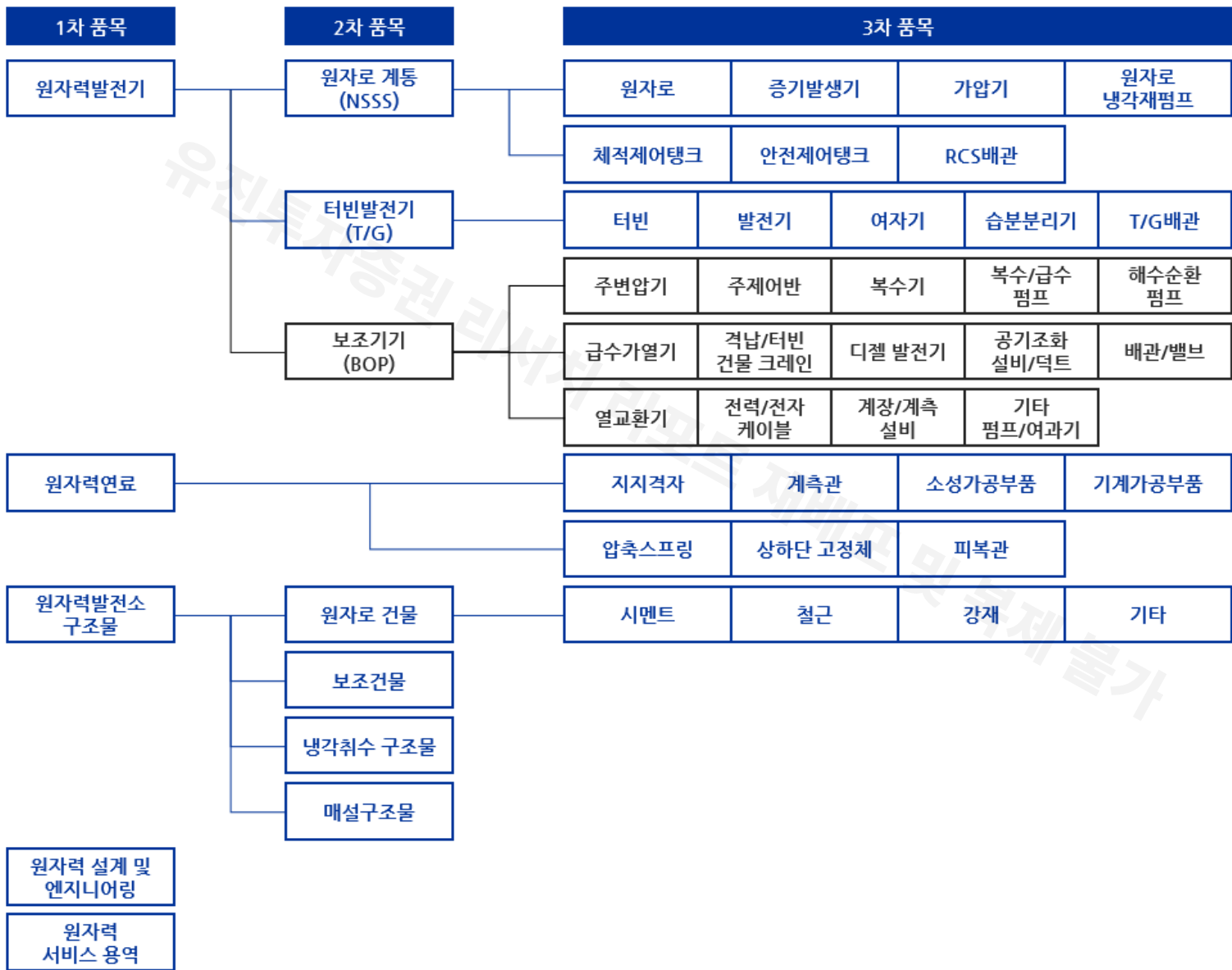
SMART-i-SMR 공식 개념도



자료: 한전기술, 유진투자증권

원전 밸류체인 국산화는 이미 완료 — 수출 준비된 공급망

NSSS, 증기발생기, 냉각재펌프가 핵심 설비이며, APR 1400+에서 국산화 완료



자료: 유진투자증권 정리

핵잠 원자로가 K-SMR의 살아있는 실증이 된다

핵잠수함 개발은 한국 SMR의 신뢰도 제고와 원자력 상선 시장 선점의 출발점

- 현재 글로벌 원자력시장은 대형원전에서 SMR로 패러다임이 이동 중. 그러나 SMR은 상용 운전 실적 부족으로 확산에 한계. 이 때 **핵잠수함용 원자로**는 **혹독한 해양환경에서 입증된 SMR 그 자체가 될 것으로 기대**. 한국이 독자 핵잠수함 원자로를 개발·운용에 성공한다면, 이는 전 세계에 우리 SMR은 잠수함에서도 안전하게 돌아가는 기술이라는 강력한 신뢰도 증명을 제공. 즉, 핵잠수함은 한국 SMR 산업에 글로벌 최고 수준의 트랙레코드를 안겨주는 효과가 있음
- 국제해사기구(IMO)의 환경규제로 상선 분야도 탈탄소 압박이 거세지면서, 원자력 추진 상선이 대안으로 부상. 실제 IMO는 2023년 핵추진 상선의 안전code 개정 논의를 시작했고, 러시아·중국 등은 쇄빙선, 컨테이너선에 소형 원자로 적용을 검토. **한국은 세계 1위 조선강국이자 원전 기술 강국으로, 두 분야를 결합한 해양 원자력 추진 시장을 선점할 최적의 위치에 있음**. 핵잠수함 건조 경험은 추후 원자력 상선(예: 초대형 원자력 컨테이너선, 원자력 쇄빙선) 개발에 필요한 통합 엔지니어링 역량을 길러줄 것이라 기대. 이는 한국 조선업에 기술 초격차 탈출구를 제공하고, 원전 산업에는 발전소를 넘어 해양으로 시장을 확장하는 블루오션을 열어 줄 것으로 전망

한국의 원자력 추진선 BANDI



자료: 한전기술, 유진투자증권

핵추진선 종류



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

연료 선택이 SMR 상용화 속도를 결정한다

연료 선택이 SMR 상용화 속도를 좌우함: LEU는 공급망 우위, HALEU는 성능 우위

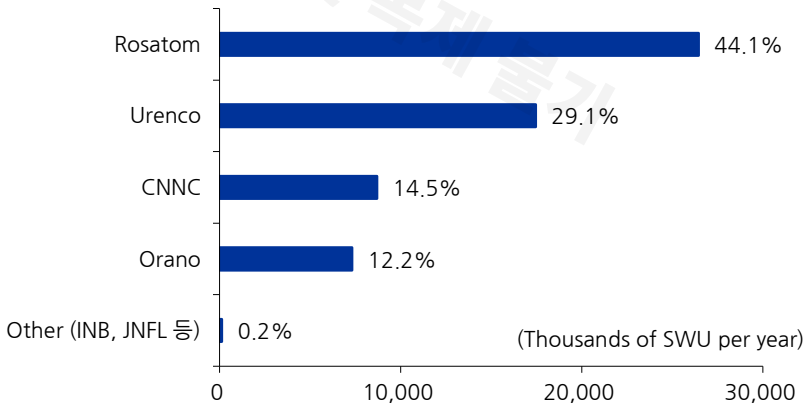
- LEU 기반 경수로형 SMR: 경수로형 SMR(i-SMR, NuScale, BWRX-300, SMR-160/300 등)은 대부분 저농축 우라늄(LEU, U-235 농축도 5% 미만) 연료를 사용. 전 세계적으로 이미 확립된 LEU 공급망 활용 가능. 한전원자력연료(KNF), Westinghouse, Framatome 등 기존 연료 제작사가 큰 설비 변경 없이도 대응 가능하며, 연료 교체주기·연료 성능·규제 기준 등이 대형 PWR과 유사해 인허가·운영 리스크가 상대적으로 낮음, i-SMR과 NuScale은 모두 17×17 표준 PWR 연료를 사용해 기존 PWR 연료 공급망을 그대로 활용할 수 있다는 공통점을 가짐
- 반면 Xe-100, Natrium, Oklo Aurora 등 비경수로형 SMR은 HALEU(High Assay Low Enriched Uranium, 5~20% 농축) 연료를 사용. 높은 연소도를 통해 연료 교체주기를 연장 가능하며, 소형 코어에서도 충분한 반응도를 확보해 설계 자유도 확대. 일부 고속로·고온가스로 설계에서 폐기물 저감, 연료 이용 효율 개선에 기여. 그러나 상업 규모 HALEU 생산시설이 극히 제한적이며, 러시아가 공급을 주도. 러시아-우크라이나 사태 이후 서방 국가는 HALEU 수급 불확실성에 직면해 있으며, 미국 DOE는 Centrus를 통해 시험 생산을 시작했지만 상용 수준에는 미달. TRISO·금속연료 등 HALEU 기반 연료는 제조 공정이 복잡하고, Category-II 이상 핵연료 제조시설 구축이 필요해 초기 투자와 규제 부담이 큼. HALEU는 LEU보다 핵확산 우려가 상대적으로 높아, 국제 감시·규제 수준이 더 엄격해질 수밖에 없음

SMR 설계에 사용되는 주요 연료 유형

연료 유형	주요 특징 및 설명	장점 및 목적
저농축 우라늄 (LEU)	우라늄-235(U-235) 농축도가 5% 미만인 연료로, 현재 가장 널리 사용됨	상업적 확보가 용이하며, 이미 정립된 제조 공정과 핵비확산 저항성을 가짐
고순도 저농축 우라늄 (HALEU)	U-235 농축도가 기존 LEU보다 높은 최대 20%에 달하는 연료	더 높은 에너지 밀도를 구현하고, 기존 LEU 원자로 대비 연료 주기를 연장할 수 있음
혼합 산화물 연료 (MOX Fuel)	우라늄 산화물과 플루토늄 산화물을 혼합하여 만든 연료	해체된 핵무기에서 나온 잉여 플루토늄이나 사용후핵연료 재처리를 통해 얻은 플루토늄을 활용 가능

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

우라늄 농축 서비스 점유율 현황



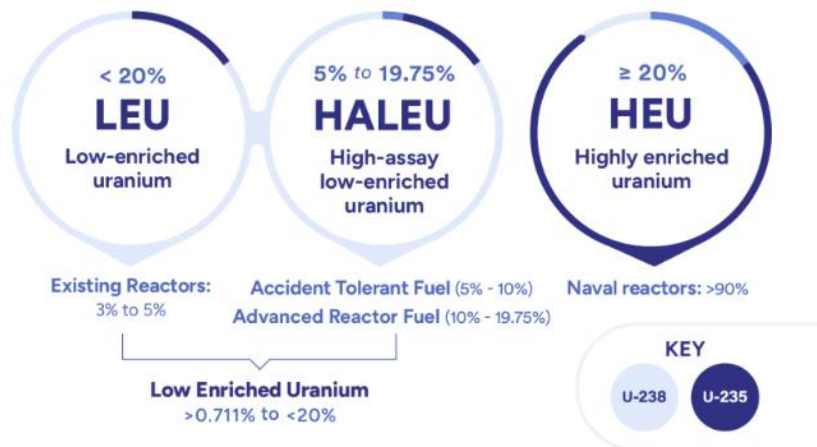
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

HALEU 공급 절벽 — 지금 러시아가 독점하고 있다

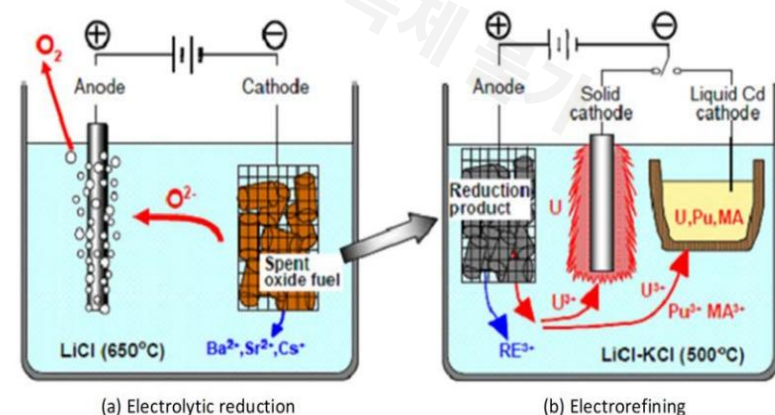
핵잠수함 운용의 관건은 HALEU 공급망과 사용후핵연료 처리 체계

- **핵잠수함 운영을 위해서는 안정적 핵연료 공급망 구축이 필수적.** 현재 전 세계에서 HALEU를 상업적으로 대량 공급할 수 있는 곳은 러시아 정도이며, 미국·유럽은 이제야 시험생산을 시작한 단계. 미국은 러시아산 우라늄 수입을 금지하고 있으나 정작 자국 내 HALEU 생산능력이 부족하여, 첨단 원자로 개발사들이 연료난을 겪고 있음. DOE는 1톤 미만의 HALEU를 시범 생산할 계획이지만, 2030년대 수요는 연간 50톤 이상으로 예측돼 심각한 갭이 존재. 현재 거론되는 조달 방안은 미국으로부터 농축도 19.75% 이하의 HALEU를 수입하는 것이며, 이를 위해 미국의 핵연료 기업(예: Centrus사)에 투자해 생산능력 증설을 도울 수 있음
- 다른 대안으로, **한미협정이 허용하는 20% 미만 자국 농축 범위 내에서 한국이 직접 HALEU 생산에 나서는 방안도 장기적으로 검토될 수 있음.** 현재 협정상 한국은 미국과 사전협의 하에 평화적 목적의 저농축을 할 수 있으므로, 잠수함용 연료를 비폭발 군사활동으로 규정하면 자국 농축이 가능하다는 해석. 그러나 이 경우에도 농축 시설 확보와 경제성 문제가 있어 단기간 내 실현은 어려움. 현실적으로는 미국으로부터 HALEU 조달 후 국내 생산 역량 확보 순으로 접근이 예상
- 핵잠수함에서 사용한 연료는 고준위 폐기물로서, 이를 어떻게 처리할지에 대한 계획이 필요. **한국은 고준위 방폐물 문제 해결을 위해 파이로프로세싱(건식 재처리) 기술을 연구해왔으며, 이는 사용후연료의 부피와 독성을 크게 줄일 수 있는 방법.** 한미 정상 합의에서 사용후핵연료 건식 재처리 권한 확대가 포함되어, 미국이 한국의 파이로 실증을 일정 부분 용인한 것으로 해석. 파이로 기술이 확보되면, 잠수함에서 배출된 사용후연료를 재활용해 고속로 연료로 쓰거나 폐기물 부피를 줄여 국가 에너지안보에 기여 가능. 또한 원전 산업 측면에서는 사용후연료 재처리까지 패키지로 묶어 원전을 수출하는 러시아의 모델을 도입할 수 있음

LEU, HALEU, HEU의 정의



전해조를 활용한 사용후핵연료 처리



20% 미만 HALEU: 협정 위반 없이 장기 운전 가능한 해법

20% 미만 HALEU와 사용후핵연료 후처리 기술이 K-SSN의 현실성을 높인다

- 농축도 20% 미만의 HALEU는 미국·프랑스도 차세대 SMR에 활용하는 연료로, 무기급 HEU가 아니어서 국제사회의 수용성이 상대적으로 높음. **HALEU의 장점은 고농축 못지않게 연소 여유를 크게 가져갈 수 있어, 작은 원자로에서도 장기간 refueling-free 운전이 가능.** 실제 프랑스는 7~10% 농축연료로 10년 주기 운전을 구현했고, 미국도 장기적으로 해군용으로 LEU 전환을 연구 중. **한국이 HALEU 연료로 핵잠수함을 운용하면, 협정 위반 없이 수십 년간 핵연료 교체 없는 안전운전이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있음**
- 농축도가 높아도 어차피 연소 후에는 고준위 폐기물이 나오는데, 이를 그대로 두면 부피와 방사능 부담이 큼. 이 부분에서 파이로프로세싱(건식 재처리) 기술이 활용됨. 파이로프로세싱은 사용후핵연료에서 우라늄과 장반감기 원소를 분리하여 연료 부피를 1/5 수준으로 줄이고, 추출물은 고속로 연료로 재활용하는 기술. **미국은 proliferation 우려로 한국의 파이로 상용화를 반대해왔지만, 핵잠수함 추진을 계기로 한국의 재처리 권한 확대가 논의될 수 있음.** 핵잠수함 도입은 단순 무기체계 획득이 아니라 미래 원자력 정책과 에너지 안보 전략과도 맞물린 중대 사안으로 판단

핵 폐기물 수거 및 처리 과정



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

HALEU 수요 전망

연도	연간 총 수요 (톤/년)
2025	26
2026	72
2027	79
2028	131
2029	152
2030	215
2031	252
2032	375
2033	454
2034	527
2035	614

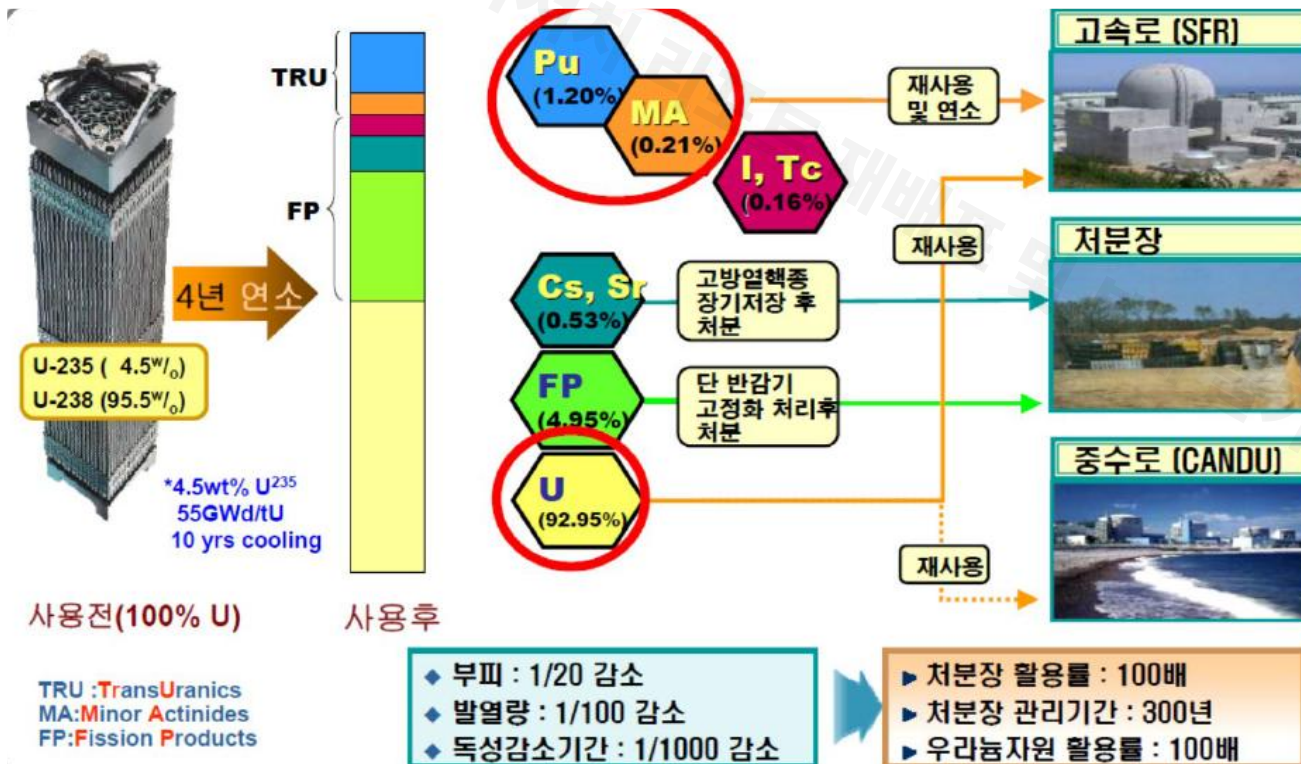
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

파이로프로세싱: 사용후핵연료 관리 기술

HALEU와 파이로프로세싱은 핵잠수함 연료주기의 핵심

- 사용후 핵연료에는 연소되지 않은 우라늄이 93%, 플루토늄 1.2%, 미량의 핵물질 0.2%, 요오드, 테크네튬 0.1%, 세슘, 스트론튬 0.5% 함유. 핵연료 중의 약 1.4% TRU(Transuranium, 초우라늄)과 연소되지 않은 93% 우라늄을 회수해 에너지자원으로 활용한다는 컨셉. 고온(500~650)의 용융염에서 전기화학적 방법으로 금속물질을 회수하는 기술로 전처리, 전해환원, 전해정련, 전해제련, 폐기물처리로 구성
- 고준위폐기물량을 1/20로 최소화하고 장수명 방사성 물질을 단수명 물질로 변환하기 위해 개발. KAERI는 시뮬레이션을 통해 TRU 함량이 50%까지 높아질 시 2083년까지 사용후핵연료를 99% 소각 가능하다고 밝힘. 독성 감소 기간이 기존 10만년에서 5천년 수준으로 짧아짐

사용후핵연료 파이로프로세싱 및 고속로 연소 개념도



단기는 LEU, 장기 옵션은 HALEU

국내 SMR 연료전략은 LEU로 시작해서 장기적으로 재처리·HALEU까지 확장될 것

- 국내에는 상업적 우라늄 농축시설이 없으며, 원전 연료용 농축우라늄은 미국·유럽 등 해외에서 공급 받을 예정. 한미원자력협정 제약으로 상업적 사용후연료 재처리가 금지되어 있어, 국내 사용후연료는 임시저장 상태로 누적되는 중. 이러한 조건에서 **SMR 연료전략을 설계할 때 LEU 기반 SMR은 기존 체제 내에서 비교적 수월하나, HALEU 기반 SMR 도입·개발은 연료공급 인프라 부재가 큰 제약으로 작용**
- 한편, **최근 한·미 정상회담 공동문서에서 미국이 자국 법과 123협정 범위 내에서 한국의 민간 우라늄 농축 및 사용후 연료 재처리 절차를 지지**한다는 입장을 밝히면서, 한국이 제한적 범위에서 연료주기 활동에 참여할 수 있는 여지가 확대되고 있음. 향후 고속로·SMR용 HALEU 연료 제조 연구나 제한적 재처리 실증을 한·미가 공동 추진할 가능성도 존재
- 일본은 로카쇼 재처리 공장을 완공 단계에 두고 프랑스와 협력해 MOX 연료 생산 계획을 추진 중이며, 미국과의 협력을 통해 AP1000 및 SMR 건설에 대규모 투자를 약속한 바 있음. 이러한 흐름 속에서 한국도 KAERI를 중심으로 파이로프로세싱-소듐냉각고속로(PGSFR) 프로그램을 연구 중이며, 장기적으로는 i-SMR 이후 사용후 연료를 건식 재처리해 재활용하는 SMR 구상도 검토해볼 수 있음

고준위 방사성 폐기물(HLW) 및 사용후핵연료(SF) R&D 현황

구분	주요 기술 분야	핵심 기술 수 (세부 기술 수)	기술 확보 목표 시점	비고 및 예산
분야별 기술 개발	운반 및 저장	30 (108)	2030년대	[전체 예산] 약 12.5억 달러 (R&D: 8.4억\$, 인프라: 3.8억\$)
	부지 선정	28 (87)	2029년	[기술 확보 현황] 총 130개 핵심기술 중 - 확보 완료: 22개 - 개발 중: 74개 - 개발 필요: 33개
	처분	46 (141)	2050년대	-
	부피 및 독성 저감	26 (137)	2026년 (검토)	-
시설 확보 일정	부지 선정 (Y+13)	중간저장시설 (Y+20)	영구처분시설 (Y+37)	-

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

04

왜 미국 원전시장이 핵심인가

3,500억 달러 대미 투자와 한국 공급망 진입의 기회

대미투자 3,500억 달러: 관세 협상이 낳은 벤더 진입권

미국 원전 시장 진출의 교두보가 될 대미 투자

- 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), 대만(2,500억 달러, TSMC) 등이 투자를 확정지었으며, 기타 주요국들의 협상 완료 시 대미 투자 규모는 더욱 확대될 전망
- 이번 합의에서 미국은 프로젝트에 상품·서비스를 제공할 벤더 및 공급업체 선정 시 한국 업체를 우선해야 하는 조건이 포함되어 있음. 국내 건설사들이 세계 최대 시장인 미국 인프라 시장에 진입할 수 있는 결정적인 기회가 될 것으로 판단

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)		

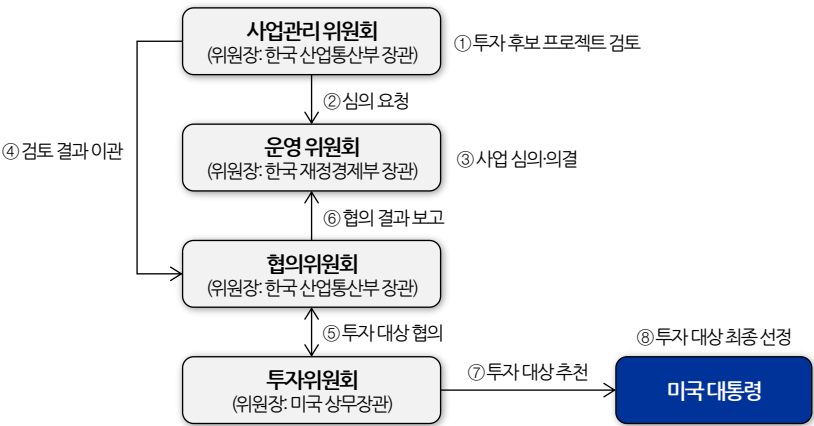
자료: 백악관, MOTIE, 유진투자증권

투자 원금보다 레버리지 효과를 기대

레버리지 효과 고려 시, 대미 투자 효과는 예상보다 클 것

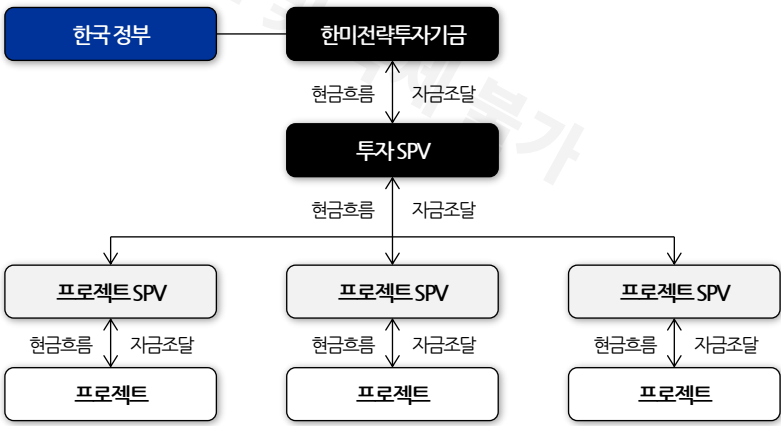
- 대미 투자액 3,500억 달러 중 조선험력(1,500억 달러)은 국내 기업의 직접투자(FDI), 보증, 선박금융 등 비현금성 지원을 활용하는 반면, **전략산업(2,000억 달러)은 전액 현금 투자 방식(연간 200억 달러 상한)**. 전략산업 프로젝트는 한국 산업부의 협의위원회와 미국 상무부의 투자위원회 간 사전 협의를 거쳐 미국 대통령의 최종 선정으로 확정됨. 이후 한국 정부는 한미전략투자기금을 통해 투자 SPV에 자금을 조달하고, 개별 프로젝트 SPV로 자금이 조달하는 체계임
- 중요한 점은 2,000억 달러라는 투자 원금 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

일본은 이미 움직였다 - 한국 차레는 언제인가

한미전략투자공사 설립위원회 출범

- 지난 3/12 대미투자특별법이 국회를 통과함에 따라, 대미 투자 집행이 법적 근거를 갖추고 본격화될 전망이다. 일본은 한국에 앞서 1차(2/17) 360억 달러, 2차(3/19) 730억 달러 규모의 프로젝트 선정을 완료함. Mitsubishi Heavy Industries, Hitachi, JERA 등 일본 기업들이 파트너로 대거 참여하며 대미 투자를 통해 자국 기업 시공권 확보라는 수혜 공식이 작동하고 있음. 한국 역시 대미 투자 프로젝트 논의와 함께, 국내 건설사들의 미국 시장 진출이 구체화될 것으로 보임
- 또한 일본의 대미 투자 프로젝트 선정 사례에서 볼 수 있듯이 차수별로 프로젝트가 결정되고 있으며, 1~2차 프로젝트 투자 금액의 합계(1,090억 달러)는 전체 (5,500억 달러)의 20% 수준에 불과함. **한국의 대미 투자 프로젝트 또한 일본과 같이 차수별로 논의될 것으로 예상되며 장기적인 모멘텀으로 작용할 것으로 판단**
- 하워드 러트닉 미국 상무부 장관은 관세협상에 따라 조성된 한국과 일본의 대미 투자 펀드 일부를 미국의 원자력 발전소 건설에 활용하겠다는 계획을 밝힌 바 있음. 일본을 비롯한 투자국들은 자국 기업을 우선시하겠으나, 만약 **미국의 요청으로 대형 원전 프로젝트가 대상이 될 경우 국내 건설사들이 타국 투자 프로젝트까지 수주 범위를 확장할 수 있을 것으로 기대**

한미전략투자공사 설립위원회 출범



자료: 재정경제부, 유진투자증권

일본 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 / 앨라배마주	■ 소형모듈원자로(SMR)
	펜실베이니아주 / 텍사스주	■ 천연가스 발전시설

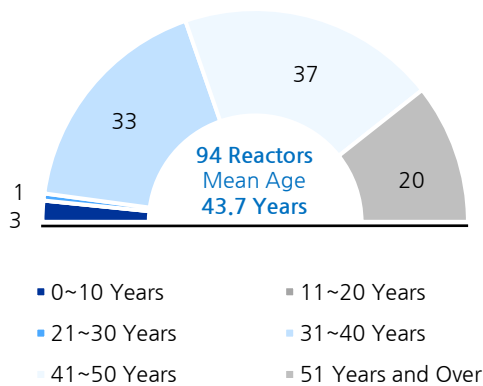
자료: 언론, 유진투자증권

미국 원전 30년 공백: 왜 지금 한국이 필요한가

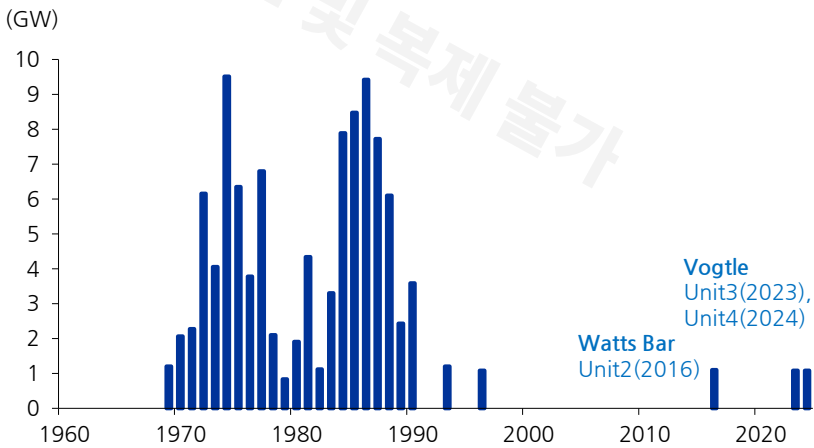
30년간 중단된 원전 건설이 실패를 거쳐 정책 개입 국면으로 전환

- 미국은 현재 94기의 상업용 원전을 운영 중이며, 평균 설비 연령이 40년을 상회하는 등 노후화가 진행되고 있음. 1979년 스리마일섬 원전 사고 이후 규제 강화와 인허가 절차의 장기화, 셰일가스 확산 및 재생에너지 확대에 따른 경제성 저하가 맞물리며, 약 30여 년간 신규 대형 원전 건설은 사실상 중단된 상태가 지속됨. 이 과정에서 원전 EPC 및 기자재 공급망은 약화되었고, 원전 건설 역량 역시 크게 저하된 상황임
- 오랜 공백 이후 이루어진 2013년 Vogtle 3,4호기 원전 사업은 당초 약 140억 달러 규모와 2016~2017년 준공을 목표로 추진되었으나, 실제 총 사업비는 300억 달러 이상으로 증가했고, 준공 역시 2023~2024년으로 지연됨(한국원자력연구원). Westinghouse는 Vogtle 및 V.C Summer 프로젝트에서의 손실로 2017년 파산했으며, EPC에 참여했던 Fluor가 프로젝트에서 이탈하고 Bechtel이 신규로 참여하여 공사를 이어감
- **AI 데이터센터 확산으로 안정적인 기저전원에 대한 수요가 증가하는 가운데, 장기간 신규 건설이 부재했던 미국 원전 산업은 수요 증가와 공급 기반 약화 간 괴리가 확대된 상황.** 이러한 구조적 불균형은 정책적 개입으로 이어지고 있으며, 트럼프 행정부의 원자력 행정명령에 이어 MANUGA 프로젝트를 통해 신규 원전 건설의 추진 기반이 마련되고 있음

미국 원자력발전소 연령 분포



미국 연도별 신규 원자력 설비 용량



자료: WNISR, 유진투자증권
주) 2025.07.01 기준

자료: 유진투자증권

트럼프 행정명령: 2030년 대형원전 10기, 숫자가 구체적이다

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). 기존 미국 원전 건설은 복잡한 규제와 장기간의 인허가 절차로 인해 사업기간이 길어지는 구조였으며, 이는 신규 원전 투자 지연의 주요 요인으로 지적되어 왔음
- 행정명령은 원자력규제위원회(NRC)의 심사 절차를 간소화하고, 신규 원전 인허가 기간을 단축하는 목표를 갖고 있으며, 원전 수출 관련 승인 절차 역시 신속하게 처리하도록 요구하는 내용이 포함되어 있음
- 2030년까지 대형 원전 10기 착공, 2050년까지 발전 용량 400GW 달성 등 구체적인 정량 목표를 제시함으로써 원전 건설에 대한 중장기 로드맵을 명확히 했다는 점이 특징. 정책 선언을 넘어 실제 발주 일정을 제시함으로써, 민간 사업자의 투자 판단과 EPC 발주 가시성을 높이는 요인으로 작용

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

800억 달러 약정: 미국이 금융 리스크를 직접 인수한다

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 마련함
- 본 파트너십은 美정부가 직접 초기 자본 흐름을 보증함으로써, 과거 미국 원전 프로젝트의 주요 실패 요인이었던 사업 지연과 비용 초과 리스크를 최소화함. 이는 Westinghouse 노형의 배치 속도를 획기적으로 가속화하고, 사업의 은행 대출 가능성(Bankability)을 극대화하는 동력이 됨

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.

미국 정부가 IPO 권리까지 행긴다, 의미는?

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.

[초과이익공유]

- 웨스팅하우스가 지급하는 분배금 중 \$17.5B를 초과하는 금액의 20%를 美정부가 수취

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.

[IPO요구권]

- 2029년 01월 이전에 웨스팅하우스의 기업가치가 \$30B 이상일 경우, 美정부가 IPO를 요구할 권리

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.

[Warrant 전환]

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

APR1400: NRC 인증 완료, 남은 관문은 WEC 합의

NRC 설계인증 완료, Westinghouse와 협의 기대

- 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
- APR1400은 NRC 설계인증을 보유하여 미국 내 신규 건설 시 추가 기술 심사 없이 건설허가를 신청할 수 있는 상황이며, UAE 바라카 원전을 통해 경제성과 적기 준공 능력을 입증한 모델로 높은 신뢰도를 보유함
- 다만 한전·한수원과 Westinghouse 간의 지적재산권(IP) 분쟁 합의로 미국 내 신규 원전 수주활동이 제한되어 있어 별도의 합의가 필요한 상황

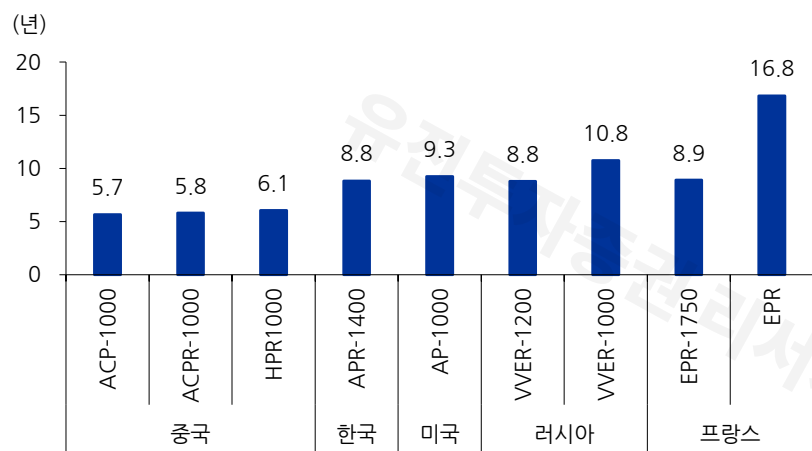
주요 국가별 원전 수출 모델

구분	한국	미국	프랑스		러시아		중국		
공급사	한전 / 한수원	Westinghouse	EDF		Rosatom		CGN / 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

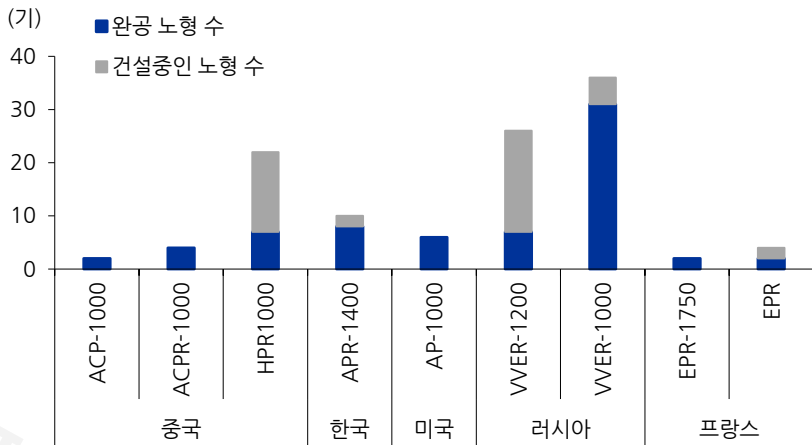
APR1400은 경쟁 모델 중 건설기간 최단 수준

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	(미/일) GE-Hitachi
	ESBWR	(미/일) GE-Hitachi
	APR1400	(한국) KEPCO / KHNP
SMR	NuScale US600	(미국) NuScale Power

자료: NRC, 유진투자증권

한전·한수원 - Westinghouse 합의에 따른 원전 수주 대상 지역



자료: 파이낸셜뉴스, 유진투자증권

WEC에게 APR1400은 단순 경쟁 모델이 아니다

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 알려졌다
- 이는 Westinghouse 입장에서 Vogtle #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

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

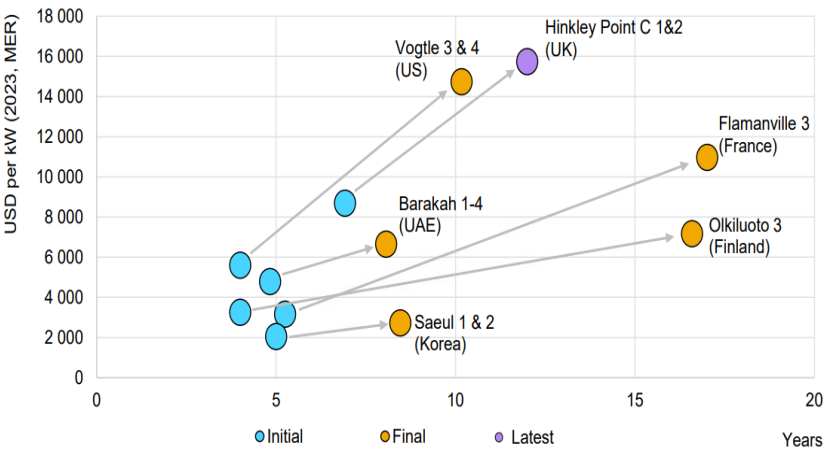
자료: 언론, 유진투자증권

APR1400 채택은 미국 입장에서도 국익

미국과 Westinghouse 모두에게 나쁘지 않다

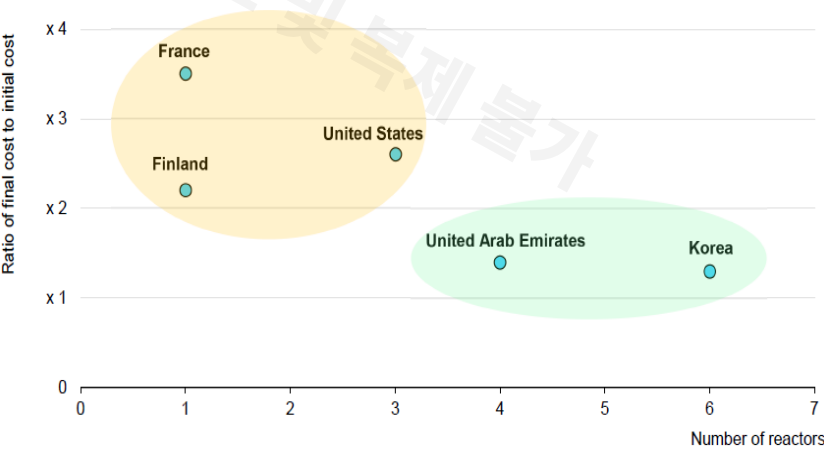
- 미국은 2030년 내 대형원전 10기 착공, 2050년까지 원전 발전용량 400GW 달성이라는 목표를 설정. **국가 에너지 안보가 걸린 목표를 단일 기업(Westinghouse)과 모델(AP1000)에 의존하는 것은 상당한 리스크를 내포함**. 국내 건설사들 또한 AP1000 모델 시공 경험은 부재한 상황
- APR1400은 NRC 설계인증을 획득하고 국내 건설사들의 시공 경험이 뒷받침된 최적의 대안임. 미국 입장에서는 검증된 원전 모델을 포트폴리오에 믹스함으로써 노형 다변화를 통한 리스크 분산이 가능함. 또한 **숙련된 한국 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 15년간의 원전 건설 기수와 초기 대비 최종 건설비



자료: IEA, 유진투자증권

컨소시엄 구조: 비주간사도 수혜가 확산된다

주간사만 바라볼 필요는 없다

- 원전 프로젝트는 공동이행, 공동시공 방식을 기반으로 추진되어 왔으며, 참여사들은 지분율에 따라 인력을 투입해 직접 수행하며 동일한 노하우를 축적
- 신한울 3,4호기 주설비공사 입찰 조건 상, 컨소시엄 구성을 위해서는 비주간사 2개사가 참여해야 하며, 주간사 지분율(51~60%) 제외 시 비주간사 총 지분율은 40~49%, 비주간사 구성원으로는 10~39%로 비주간사의 비중이 결코 적지 않음. **과거 사례에서 주간사와 비주간사의 지분율 차이가 1%에 불과한 사례도 존재**
- 대표사 자격은 10년 이내 준공 실적 보유 조건으로, 현재 GS건설, SK에코플랜트, 한화, 두산에너지빌리티 또한 주간사 지위 가능(한화 새울 3,4호기 준공 예정)
- 또한 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성이 불가하여 삼성물산, 현대건설, 대우건설 중 1개사만 주간사로 참여가 가능한 구조

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 1개사**를 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(기성실적을 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 보유 시 대표사가 가능
■ 비주간사 총 지분율 최소 40%, 최대 49%
(구성원 기준으로는 최소 10%, 최대 39%)

■ 대표사 유경험 업체간 공동수급체 구성 불가

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

한국 건설사 원전 트랙레코드

국내 건설사 원전 시공 이력

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

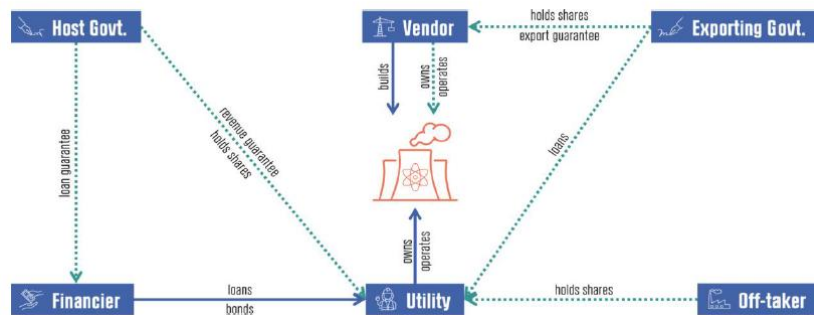
자료: 한국수력원자력, 각 사, 언론, 유진투자증권
 주) 舊대림산업은 DL이앤씨, 舊LG건설은 GS건설, 舊한국중공업 · 舊두산중공업은 두산에너지빌리티로 기재

미국에서 SMR 시장 선점이 중요한 이유

민간 주도의 사업구조는 자금조달이 성패를 좌우

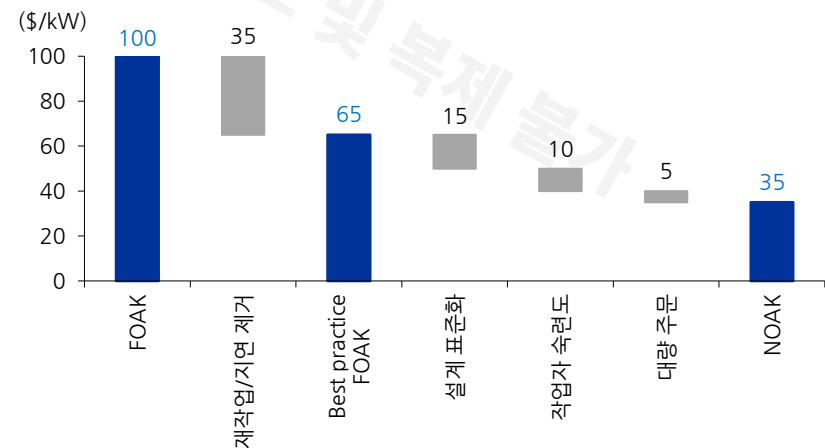
- 대형 원전과 SMR 모두 각각의 장단점을 갖고 있으나, 미국 시장에서 SMR이 중요한 이유는 민간 주도의 프로젝트이기 때문임. 정부 주도의 사업은 명확한 전력 구매자(Off-taker) 없이도 정책적 결정에 의해 추진될 수 있지만, **민간 주도 사업은 전력 구매자가 확정되어야 투자결정(FID) 및 은행 대출 가능성(Bankability)을 담보할 수 있음**
- 발전용량이 클수록 전력 구매자 tapping 난이도가 상승하며, 공사기간이 길수록 많은 리스크에 노출될 수밖에 없음. **민간 주도 시장의 리스크를 감내하기 위해서는 대형원전보다는 SMR이 성장 가능성이 더 높다고 판단**
- SMR은 초기 단계에서 대형 원전 대비 단위당 건설 단가가 높게 형성될 수밖에 없음. 다만 모듈화와 반복 시공 기대치를 고려했을 때, FOAK(First-Of-A-Kind)에서 NOAK(Nth-Of-A-Kind)로 전환되는 과정에서 나타나는 비용 감소 효과가 대형 원전보다 빠르게 나타날 것으로 기대

원전 프로젝트 구조도



자료: 산업자료, 유진투자증권

FOAK to NOAK 전환 과정에서 감소하는 비용 요인



자료: DOE, 유진투자증권

SMR 시장 선점을 위한 투자 / MOU

SMR 모델별 국내 건설사 투자 및 MOU 동향

구분	Nuscale	Holtec	X-energy
기업			
대표 모델	VOYGR	SMR-300	Xe-100
국내 건설사	삼성물산	현대건설	DL이앤씨
투자 및 MOU	2021.07 Nuscale 지분투자 약속 - 2,000만 달러 지분 투자 집행 - Flour와 향후 협력 계획 예정이라고 발표	2021.12 SMR 협력 계약 체결 - 현대건설과 Holtec 간 SMR 협력 계약 체결 - 해당 계약으로 현대건설은 글로벌 시장내 독점 판매권 확보	2023.01 전략투자 결정 - X-energy 전략투자 결정 - 2,000만 달러 규모 CB 투자 결정 - Xe-100 기반 SMR 사업 개발 진입 목적
	2022.02 지분투자 확대 - 추가 5,000만 달러 투자 약정 - 총 투자약정 금액 7,000만 달러로 확대	2022.03 해체 분야 협력 계약 체결 - 인디언포인트 해체 PM 계약을 포함해, 미국 해체 프로젝트 참여 및 글로벌 해체 시장 공동진출로 협력 범위 확대	2024.02 업무협약 체결 - X-energy, DL이앤씨, 한전KPS 3자간 업무 협약 체결 - EPC와 O&M을 포함한 SMR 경쟁력 확보 목적
	2022.04 MOU 체결 (1) - Nuscale, 삼성물산, 두산에너지빌리티, GS 에너지 간 MOU 체결 - 아시아 지역 VOYGR 배치 검토 목적	2024.03 MOU 체결 - Holtec Britain, 현대건설, Balfour Beatty, Mott MacDonald 간 MOU 체결 - 영국 SMR-300 프로그램 관련 업무 협약	2025.03 표준화 설계 용역 계약 체결 - 국내건설사 최초 SMR 표준화 설계 계약 - 2030년 가동될 예정인 초도호기를 시작으로 후속 프로젝트 전반 적용 예정
	2023.06 MOU 체결 (2) - Nuclearelectrica, NuScale, E-INFRA, Nova Power & Gas, Fluor 간 MOU 체결 - 루마니아 및 중동부유럽 VOYGR 배치 검토 목적	2025.02 SMR-300 건조 착수 발표 - Holtec과 파트너십 확대 발표 - Mission 2030 행사에서 첫번째 SMR-300 원자로 건조 착수 발표	

자료: 각 사, 언론, 유진투자증권

05

부록1: SMR 기술 가이드

i-SMR 비교 분석

SMR은 왜 다시 주목받는가: 대형원전의 한계를 보완하는 구조

안전성과 활용 유연성을 앞세워 대형원전의 한계를 보완

- 2011년 후쿠시마 사고 이후 대형 원전에 대한 안전성 우려와, 대규모 원전 프로젝트에서 반복된 건설 지연·투자비 불확실성 때문에 규모의 경제 중심 원전 전략에 한계 발생. 이에 대한 대안으로 부상한 것이 소형모듈원전(SMR). **SMR은 더 작지만 더 안전하고, 더 유연한 원전이라는 새로운 패러다임을 제시**
- SMR은 상대적으로 낮은 출력 밀도를 바탕으로 피동형 안전 시스템(passive safety system)을 구현해 안전성을 크게 높일 수 있고, 공장 제작(factory fabrication)을 통해 건설기간을 대폭 단축 가능. 또한 수소 생산, 담수화, 지역 난방, 산업단지 열공급 등 전기/열 복합 에너지 플랫폼으로 활용 가능한 유연성을 갖추고 있어, 노후 석탄발전 대체와 전원 재생에너지 변동성을 보완하는 유연성 전원으로써 활용 기대
- 현재 전 세계적으로 70여 종이 넘는 SMR 설계가 개발 중. 경수로형(LWR) SMR(i-SMR, NuScale, BWRX-300, SMR-160/300 등)은 물을 냉각재·감속재로 사용하는 기존 PWR/BWR 기술을 소형화한 단계적 혁신 모델로써 저농축 우라늄(LEU, 5% 미만)을 연료로 사용 가능해 기존 연료 공급망을 활용 가능. 비경수로형(Gen-IV) SMR(Xe-100(HTGR), Natrium(SFR), Oklo Aurora(FNR 계열 마이크로 등))은 소듐 냉각 고속로, 고온가스로, 마이크로 고속로 등 4세대 원자로 기술을 적용한 근본적 혁신 모델로써 5~20% 농축도의 HALEU 연료 사용. 연소도 향상과 장주기 운전을 목표로 하나, 연료 공급망·비확산 규제 부담이 큰 것이 특징

SMR 원자로 노형별 운전 온도 및 산업적 활용

운전 온도 범위	대응 노형	산업적 용도
저온 영역 (~300°C)	수냉각로 (가압경수로, 비등경수로 등)	지역 난방, 해수 담수화
중온 영역 (300°C ~ 600°C)	액체금속 냉각로	펄프 및 제지 제조, 메탄올 생산
	나트륨 냉각 고속로	
고온 영역 (600°C ~ 900°C)	초임계압 수냉각로	중질유 탈황, 메탄 개질 수소 생산
	용융염 원자로	
	가스 냉각 고속로	
초고온 영역 (900°C ~ 1200°C+)	초고온 가스로	열화학적 수소 생산, 석탄 가스화, 용광로 제철

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

SMR은 왜 다시 주목받는가: 대형원전의 한계를 보완하는 구조

공장 모듈화는 SMR의 공기 단축과 현장 리스크 축소의 핵심

- 대형원전은 대부분의 공정을 현장 중심으로 수행. 원자로건물, 배관, 전기계통 등 핵심 설비를 대형 크레인과 대규모 인력을 활용해 시공·설치하는 방식이며, 현장 공사 기간이 최대 10년을 초과. 현장 인력 동원·숙련도, 기상 조건·지반 조건 등 외생 변수, 현장 품질관리·안전관리 체계, 규제 요구·설계 변경에 따른 공정 변경으로 사업성이 악화되는 경우가 빈번함. 핀란드 OL3, 미국 Vogtle 프로젝트는 수년 지연으로 수조 원대 추가비용이 발생한 대표 사례
- i-SMR은 일체형 모듈 설계로 원자로 용기 제작 기간을 APR1400 대비 절반 수준(48개월 → 24개월)으로 단축하는 것이 목표. 여러 모듈을 공장에서 병렬로 제작한다면 전체 사업기간을 줄이고, 현장공사 리스크를 분산·축소할 수 있는 잠재력이 큼. 또한 SMR은 모듈 단위의 작은 프로젝트 여러 개로 나누어 추진할 수 있어, 특정 모듈 지연이 전체 사업에 미치는 충격이 상대적으로 작은 것이 장점
- 한국은 APR1400 반복 건설(신고리·신울진 등)과 UAE 바라카 4기 프로젝트를 통해 일정 준수·원가관리 능력을 세계적으로 입증. 이 경험이 SMR에 적용된다면, 모듈 생산과 현장 설치를 병행해 공기를 효율화하고 지연 리스크를 최소화할 수 있는 여지가 큼. i-SMR 개발진 역시 설계 단계부터 경제성과 건설성을 최우선 고려하고 있으며, 동일 인력으로 연간 2기 이상 건설이 가능하도록 공정 체계를 설계하고 있음

대형원전과 SMR 비교

구분	대형원전	SMR
용량	1,000~1,600MW	~300MW
설치기간	장기 / 10년 내외	단기 / ~3년.(i-SMR 목표 24개월)
부지면적	573㎡/MW(APR1400 기준)	대형원전 대비 단위 출력당 필요 부지면적 1/2
수명	60년(APR1400 기준)	80년(i-SMR 목표)
운영 탄력성	대용량 출력이 고정됨	Scalable & 부하추종운전 가능
건설 비용	호기당 6~10조원	호기당 3조원 내외
건설 리스크	현장작업 비중 높아 건설비 리스크 높음	공장에서 모듈 제작 후 현장에서 조립
대표 기업	한수원, 웨스팅하우스, EDF	Nuscale, GE-Hitachi, TerraPower, X-energy

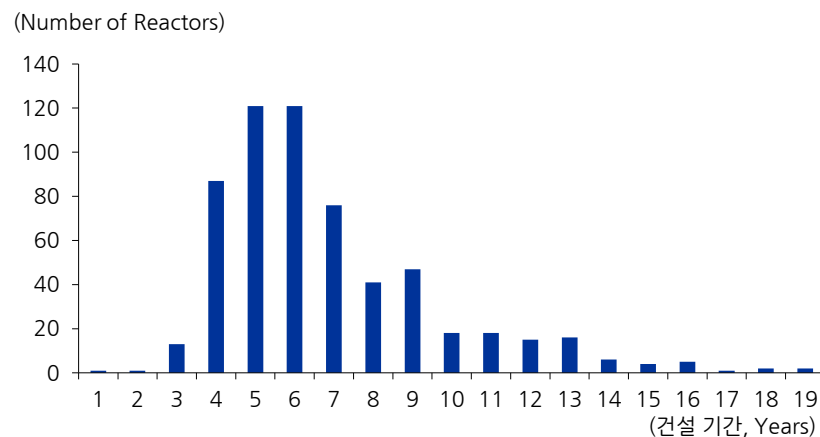
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

대형원전의 한계: 공기·비용 리스크

SMR은 대형원전의 공기·비용 리스크를 줄이는 모듈형 원전

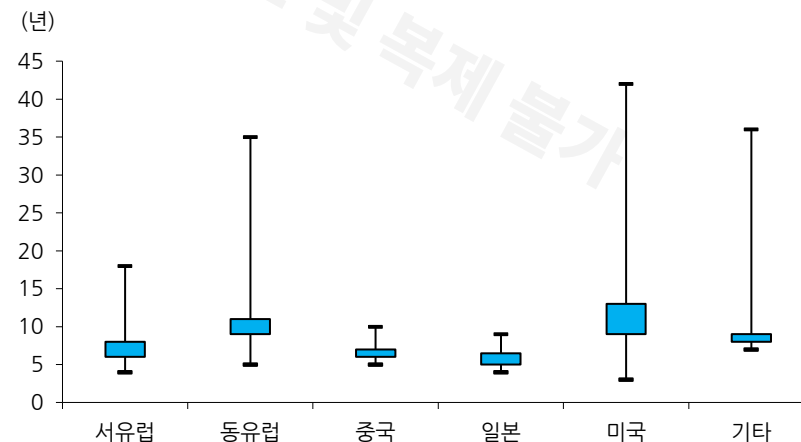
- 기존 대형 경수로(PWR)는 건설 기간이 10년 수준으로 길어 초기 투자비 규모가 매우 크고, 공정 지연 시 건설이자(IDC) 부담이 대폭 증가. 안전 기준 강화·규제 변경·설계 변경 등으로 인해 역사적으로 건설비가 지속 상승 중. 공정 지연 사례(핀란드 OL3, 미국 Vogtle 등)에서 수조 원 규모의 비용 초과 발생. 이러한 경험은 더 크게 짓는 것에서 더 유연하고 관리 가능한 규모로 짓는 것으로의 패러다임 전환 필요성을 부각시킴
- SMR은 300MWe 이하의 원자로이며, 원자로 용기 내부에 증기발생기, 냉각재 펌프, 가압기 등 주요 기기를 통합한 일체형 설계(integral type)를 특징으로 함. 대형원전에 비해 낮은 출력 밀도와 작은 노심 크기로 잔열 제거가 상대적으로 용이해 안전성이 강화됨. 외부 전원이나 운전원 개입 없이 자연순환을 활용하는 피동 안전계통을 적용해 노심손상빈도(CDF)를 대폭 낮추는 것을 목표로 함
- 일부 설계(i-SMR 등)는 대규모 1차 배관 자체를 제거해 대형 LOCA(Loss-of-Coolant Accident) 시나리오를 구조적으로 배제. 공장에서 표준화된 모듈을 제작해 현장에서 조립함으로써 공기를 단축하고 품질을 높일 수 있음. 여러 모듈을 순차적으로 배치하는 규모 모듈화(scale modularity)를 통해 초기 투자 부담을 줄이고, 수요 증가 속도에 맞춰 단계적 증설이 가능. 대형원전 대비 프로젝트 규모를 쪼개어 추진함으로써 금융·정치 리스크를 분산시킬 수 있음. 또한 SMR은 부하추종 운전이 가능해 재생에너지 간헐성을 보완하는 역할을 수행할 수 있음

글로벌 원자로 건설 소요 기간 분석: 착공에서 가동까지



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

지역별 원전 건설 리드타임



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

과거 대형원전 코스트오버런: 평균 36개월 공기 지연, 117% 비용 증가

세계 발전원별 코스트오버런 분석 데이터

항목		수력	원전	화력	풍력	태양광
프로젝트		61	180	36	35	39
코스트오버런(N)		47	175	24	20	16
확률(%)		77	92	67	57	41
비용 증가 (%)	평균	71	117	13	8	1
	최소	(51)	(8)	(50)	(9)	(41)
	최대	513	1,280	120	44	50
	중간값	30	65	10	2	0
	표준편차	112	152	34	13	18
코스트오버런 (백만달러)	평균	2,437	1,282	169	33	(4)
	최소	(671)	(299)	(1,273)	(159)	(267)
	최대	47,630	16,589	2,000	526	102
	중간값	100	503	52	1	0
	표준편차	7,055	1,966	580	113	62
공기 지연 (%)	평균	64	64	10	10	(0)
	최소	(29)	(15)	(11)	(19)	(11)
	최대	402	262	67	60	25
	중간값	33	40	0	0	0
	표준편차	90	53	19	23	8
공기 지연 (개월)	평균	43	36	5	0	(0)
	최소	(24)	(9)	24	(4)	(5)
	최대	241	149	(9)	6	5
	중간값	20	24	0	0	0
	표준편차	58	31	9	2	2
건설비용 (달러/kW)	평균	3,093	2,427	1,944	2,808	8,312
	최소	147	191	279	406	1,774
	최대	10,360	13,260	5,607	5,794	27,180
	중간값	2,278	1,776	1,788	2,459	7,199
	표준편차	2,516	1,889	1,164	1,147	5,100

주1: 연구 특성으로 인해 샘플에 따라 현재의 CAPEX, 발전단가와 일부 차이가 존재. 이자비용 등을 모두 합산한 수치

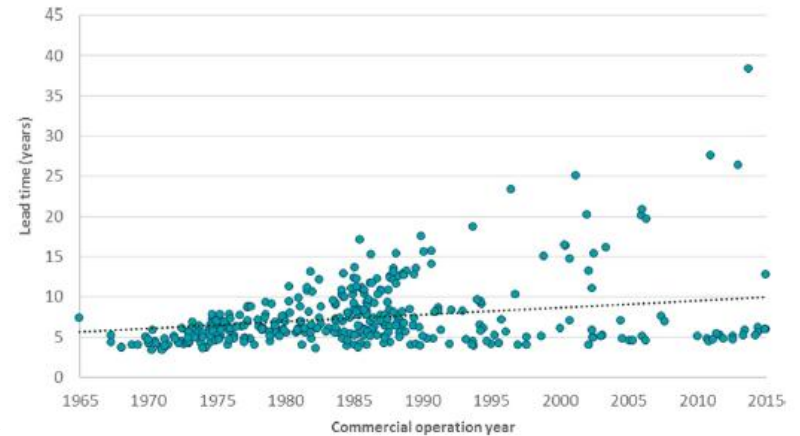
주2: 원전 사고비용, 폐기물 처리비용, Decommissioning 비용 제외

자료: Sovacool et al., 유진투자증권

국가별, 시기별 원전 건설공기 지연 현황

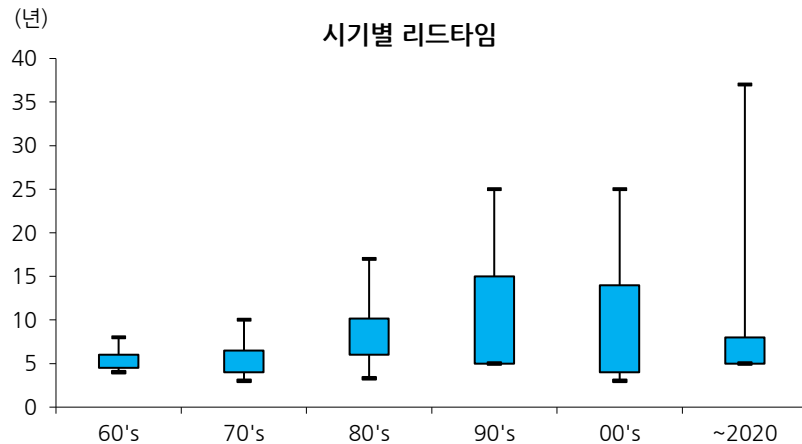
- 1955~2020년대 원전 건설비용에 대한 통계분석 자료를 참고하면, 2010년 이후 건설된 3세대 원전의 경우 리드 타임이 상당 부분 늘어났으며, 3/4 이상 건설 지연된 것으로 발표
- 현재 원전은 과거와 비교해 건설비가 평균 60% 이상 증가해 학습곡선 (Learning curve)이 적용되지 않는 것으로 파악 → 리스크 존재
- 시기별로는 2020년 이전에는 비용 증가 규모가 크지 않지만 2020년 이후 안전 기준 강화, 코로나 발생, 밸류체인 붕괴 등을 이유로 미국 AP1000, 프랑스 EPR의 공기 지연, 비용 증가 규모가 컸음
- 국가별로는 미국과 유럽의 리스크가 가장 큼 → 미국의 공급망 리스크를 그대로 보여주는 사례라 판단

원전 건설 리드타임 분포



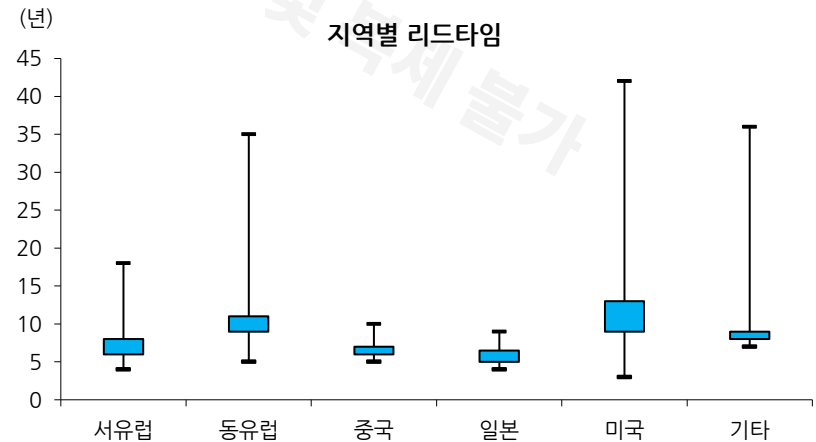
자료: Pereira et al., 유진투자증권

시기별 원전 건설 리드타임 분포



자료: Pereira et al., 유진투자증권

지역별 원전 건설 리드타임 분포

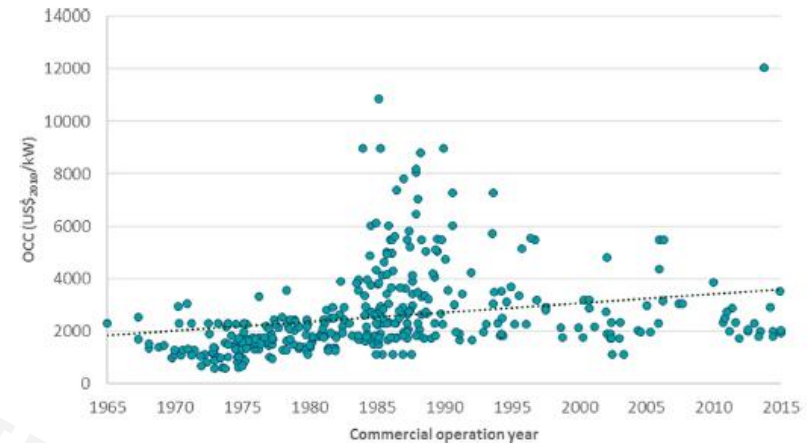


자료: Pereira et al., 유진투자증권

국가별, 시기별 원전 비용 증가 현황

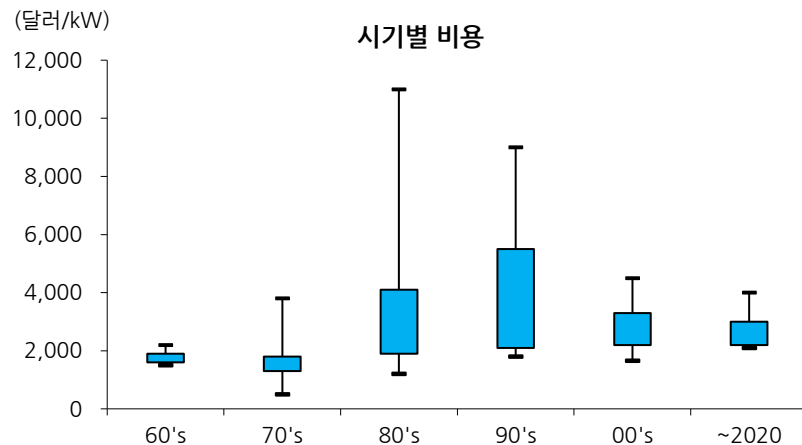
- 프랑스는 인허가 과정을 단순화하고 건설 비용을 줄이기 위해 58기의 원자로 표준화에 노력을 기울였으나 실제 비용은 급격히 증가 → **단순 정책 영향으로만 보기 어렵고, 원자로의 문제도 있었음**
- 미국도 쓰리마일섬 사태 이후 리드 타임과 건설 비용이 모두 급격히 증가하는 아웃라이어의 비중이 높은 특성 → 한국과 달리 밸류체인 붕괴
- 원자로 용량과 건설비의 상관관계가 0.22에 불과하고, 학습곡선이 적용되지 않음 → **금융 조달 역량에 따라 전체 사업에 미치는 영향이 큼**
- 평균 공기 지연 기간은 36개월, 이로 인한 비용 증가 규모는 평균 117%

원전 건설 비용 분포



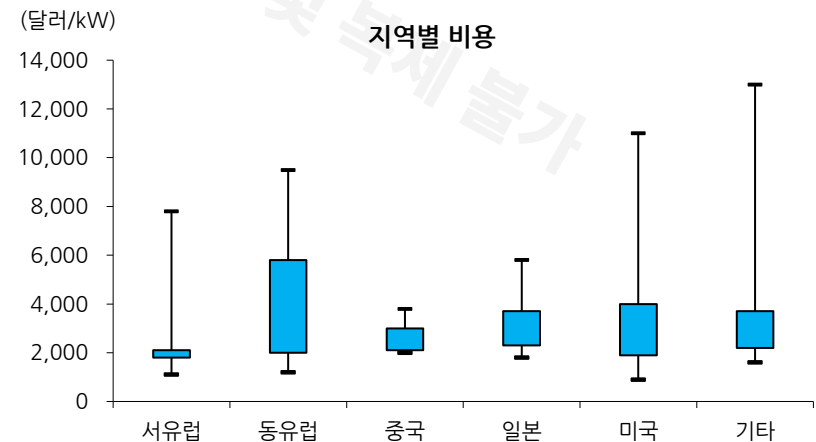
자료: Pereira et al., 유진투자증권

시기별 원전 건설 비용 분포



자료: Pereira et al., 유진투자증권

지역별 원전 건설 비용 분포

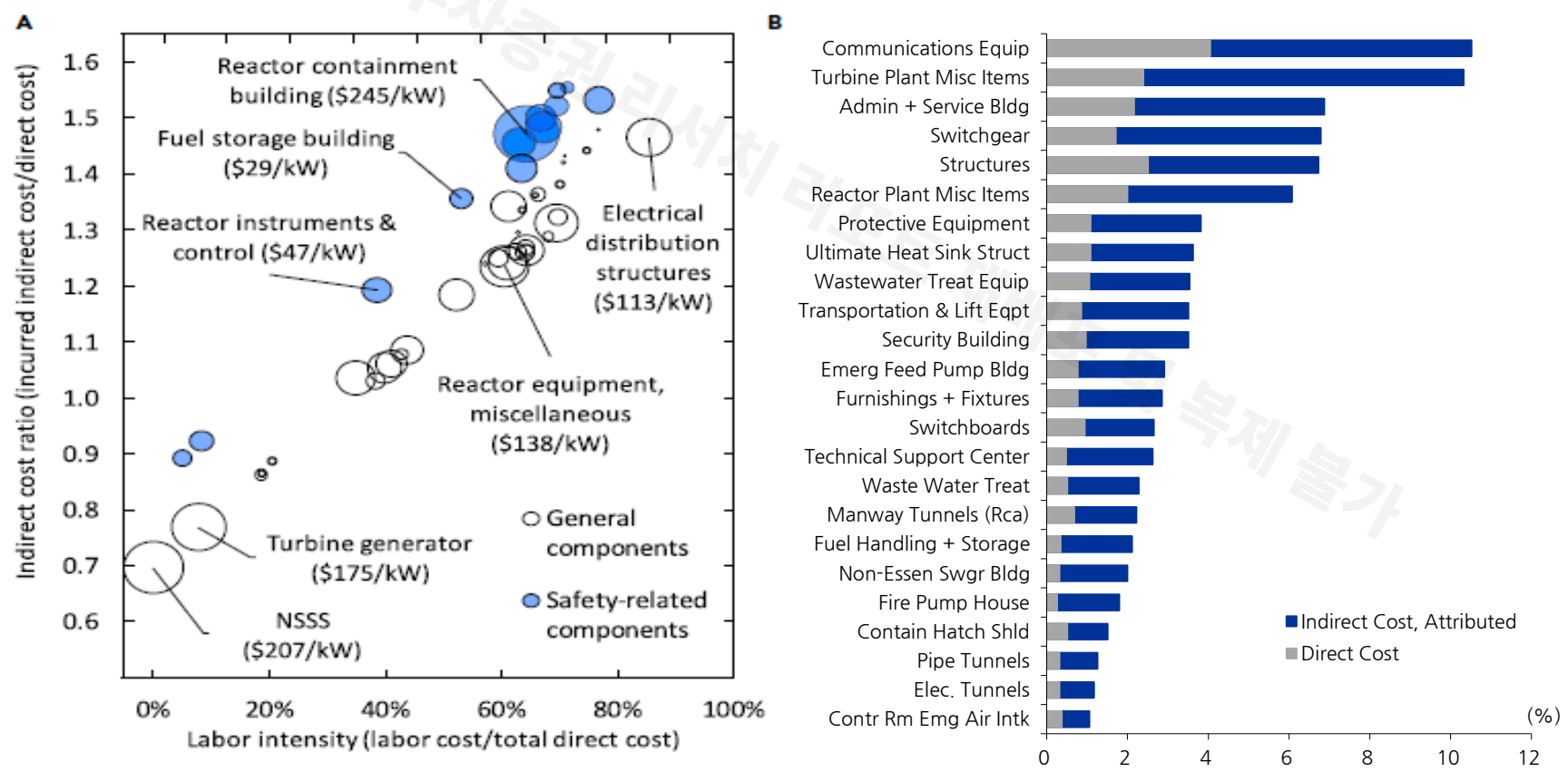


자료: Pereira et al., 유진투자증권

간접비, 노무비가 건설 비용 증가의 원인

- 지난 50년간 건설된 원전을 기준으로 원자로 격납건물 건설비가 1976년 대비 2배 이상 증가. 특히, 간접비의 영향이 컸으며, 미국 원전을 기준으로 원전 업계의 노동 생산성이 일반 건설업과 과거 대비 13배 이상 낮은 것으로 파악됨. 반면, 한국은 탈원전 이슈가 일부 있었으나, 밸류체인이 지속 인큐베이팅 되고 있어 타국대 비 높은 생산성을 유지 중

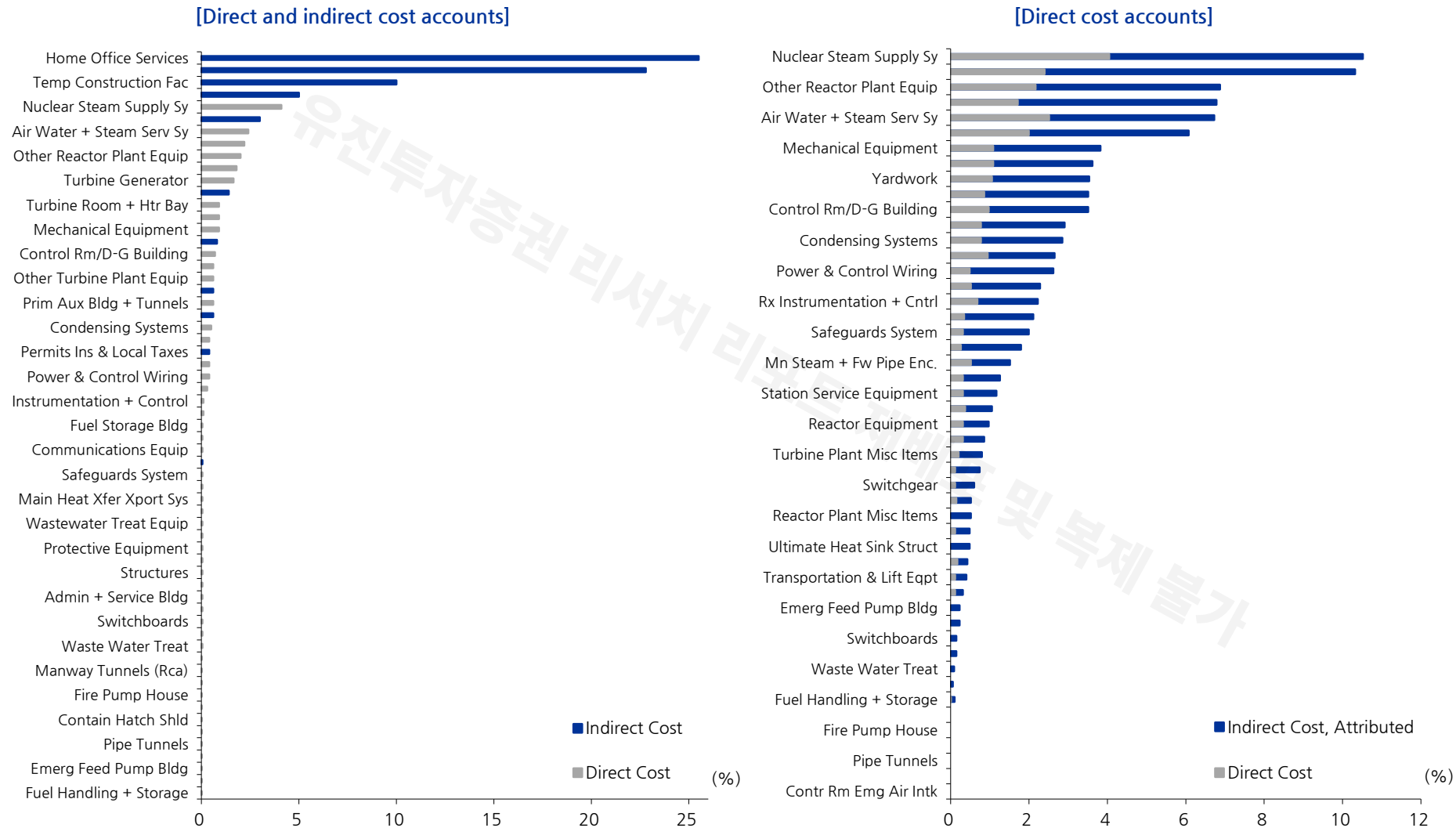
원전 건설 간접비/직접비, 노무비/직접비 비율 및 항목별 비중



자료: Eash-gates et al., 유진투자증권

간접비 증가가 전체 비용 변화의 76% 차지

원전 건설비용 증가 요인



자료: Eash-gates et al., 유진투자증권

그린필드 < 브라운필드: SMR의 입지 전략

SMR은 브라운필드 재활용과 소형 부지 전략으로 입지 경제성을 높인다

- SMR은 대형 원전과 비교해 동일 1GWe 기준 필요 부지 면적이 약 0.1km² 수준으로 작고, 비상계획구역(EPZ)을 원전 부지 경계 내로 한정하는 것을 목표로 설계되는 중. 특히, **브라운필드(Brownfield)**는 기존 화력·원전 부지를 활용해 기존 송전망, 도로, 냉각수 취수·방류설비 등을 재사용할 수 있어 초기 인프라 구축 비용을 크게 절감할 수 있음. 또한 퇴역 석탄발전소, 가동중료 원전 등에서 SMR로 리파워링이 가능함
- TerraPower는 와이오밍주의 폐쇄 예정 석탄화력발전소 부지를 Sodium 실증 부지로 선정해, 기존 발전소 건물과 송전선로, 지역 인력·인프라를 최대한 활용. Holtec은 미시간 Palisades 가동중료 원전 부지에 SMR-300을 건설해 사용후핵연료 저장시설·송전선로·토목 인프라·지역 수용성을 그대로 활용하는 전략을 추진. 한국 i-SMR 역시 석탄발전 대체를 염두에 두고 출력 규모를 결정했으며, 국내 노후 석탄발전소 부지에 투입해 기존 터빈설비·송전망을 활용하는 시나리오를 설정. 브라운필드 활용은 사업비 15~30% 절감, 공기 단축 효과를 기대할 수 있는 것으로 평가되고 있음
- 반면, **그린필드(Greenfield)**는 소형·모듈 특성으로 대형 크레인 등 특수 장비 수요 감소, 부지 면적이 작아 토목·건축 비용 절감을 기대 중이나 아직은 경제성이 높지 않은 것으로 파악. 수요지 인근에 설치해 장거리 송전망 투자·송전손실을 줄이며, 데이터센터·산업단지·도시열망과의 연계를 통해 부가가치 창출 목표. 소형·모듈 특성 덕분에 도심 인근 또는 격오지 입지도 상대적으로 유연하게 선택 가능. 분산형 전원 구조를 통해 전력계통의 회복력(resilience)을 높이는 효과. 예를 들어, BWRX-300의 경우 전체 부지 규모를 대폭 축소하고, 표준화된 건물·시공 패키지를 제시함으로써 신규 부지 개발비를 줄이는 전략을 내세움

BWRX의 사이트



자료: 언론, 유진투자증권

Holtec 원자로의 컨셉 디자인



자료: 언론, 유진투자증권

한국형 i-SMR과 해외 주요 SMR 기술 비교

세계 주요 SMR 개발 동향

분류	국가	주요 모델명	상태 (Status)	특징 및 핵심 가치	출력 수준
운영 중	러시아	Akademik Lomonosov	가동 중 (2020~)	세계 최초 부유식 원전 (해상 기반 동력원)	35 MW(e) x 2
	중국	HTR-PM	가동 중 (2023~)	고온가스냉각로 실증 성공 (산동성 시다오완)	200 MW(e)
건설 중	중국	ACP100 (Linglong One)	건설 중 (2021~)	다목적 가압경수로, 2026년 가동 목표	125 MW(e)
	러시아	BREST-OD-300	건설 중 (2021~)	납냉각 고속로, 차세대 기술 실증	300 MW(e)
	아르헨티나	CAREM-25	건설 중	독자 모델 프로토타입 (2028년 계통 연결)	-
	미국	Hermes (Kairos Power)	건설 착수 (2024.07)	4세대 저출력 실증로, 불소염 냉각 방식	열 생산용
개발 및 인허가	대한민국	SMART	표준설계인가 획득 (2024.09)	세계 최초 표준설계인가 획득 모델, 사우디 협력	100 MW(e)
	대한민국	i-SMR	표준설계인가 신청	국내 독자 혁신형 SMR, 2028년 인허가 목표	170 MW(e)
	대한민국	BANDI	개발 진행 중	부유식 해상 전력 생산 유닛 (KEPCO E&C)	60 MW(e)
	미국	VOYGR (NuScale)	인허가/시연 단계	미국 내 첫 설계 인증 획득 모델 (뉴스케일 주도)	77 MW(e) x 6
	영국	Rolls-Royce SMR	설계/개발 단계	대형화된 SMR 지향, 가압경수로(PWR) 기반	470 MW(e)
	프랑스	NUWARD	설계/개발 단계	유럽 2030 펀드 지원, EDF 주도 개발	-
	캐나다	BWRX-300	착공 준비 중 (2025)	북미 최초 상업용 SMR 착공 목표	-

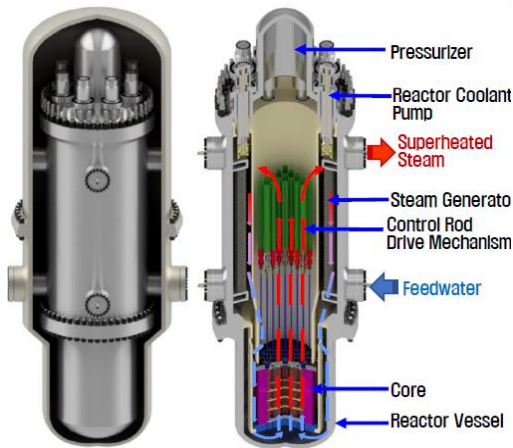
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

한국형 i-SMR (KHNP)

i-SMR은 일체형 구조와 완전 피동안전계통으로 안전성과 경제성을 확보

- i-SMR은 APR1400 등 대형 PWR 기술을 기반으로 한 일체형 PWR 원자로이며, 증기발생기, 가압기, 주배관을 하나의 큰 용기 내부에 통합 설계. 구조는 일체형 압력용기 내부에 증기발생기, 4대의 캔드모터 주냉각재펌프, 제어봉 구동장치(IV-CRDM)를 모두 내장해 안정성을 강화하는 것이 목표. 용량은 모듈당 전기 170MWe, 열 520MWth이며, 연료로 LEU(5% 미만) UO₂를 사용. 주요 특징으로는 봉산 없이 노심 제어가 가능하도록 설계해 화학 및 용량제어 계통을 단순화 하고, 재부족·봉산 관련 사고 가능성을 구조적으로 차단
- 특히, 제어봉 구동장치를 원자로 용기 내부에 설치(IV-CRDM / CEDM)해 제어봉 이탈·발사 사고를 설계 단계에서 방지하며, 캔드모터 냉각재 펌프(RCP)를 사용해 펌프 씰 누설로 인한 냉각재 상실사고 가능성을 구조적으로 배제. 또한 피동형 안전계통을 통해 CDF 목표를 $1.0 \times 10^{-9} / M \cdot Y$ 이하로 설정해 운전원이 걸어 나 와도 안전한(walk-away safe) 수준의 설계를 지향하며, 설계수명 80년, 내진성능 0.5g 수준을 목표로 함. 모듈당 약 24개월 건설기간, 건설비 약 3,500달러 /kW 목표, 2028년 표준설계인가(SDA), 2030년대 초 FOAK 상업운전 계획

한수원의 혁신형 SMR의 내부 구조도



자료: 한수원, 유진투자증권

혁신형 SMR은 가압경수로 타입

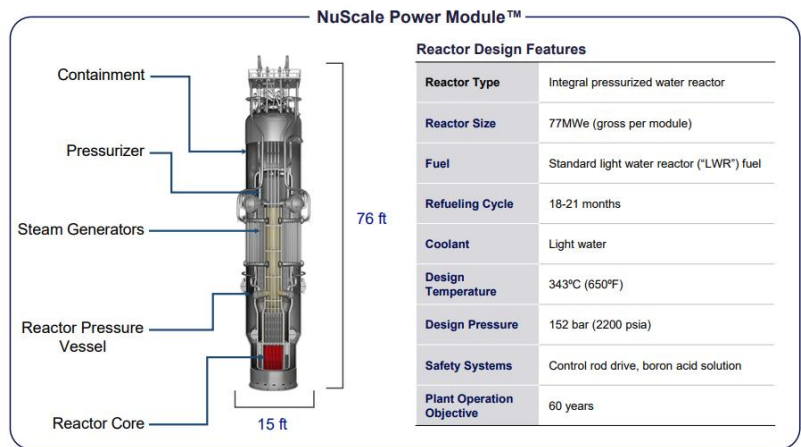
구분 항목	상세 설계 내용	비고 및 특이사항
전기 출력	170 Mwe	모듈형 구성 가능
총 출력	680 MWe (4개)	유연한 전력망 대응
핵연료	UO ₂ (17 x 17 방식)	표준화된 경수로형 연료
건설 비용	\$3,500 / kWe	경제적 경쟁력 확보 목표
중성자 흡수재	붕소 미사용	운영 편의성 및 환경성 증대
냉각재 펌프	모듈당 4개	안정적인 냉각 순환
안전 시스템	완전 피동형	사고 시 외부 전원 없이 안전 유지
설계 수명	80년	장기 운용 가능성 입증
내진 설계	0.5g	강화된 지진 대응 설계
건설 기간	24개월 (단일 모듈)	신속한 건조 및 전력 공급 가능

자료: 한수원, 유진투자증권

NuScale은 기술 선도성과 FOAK 경제성 한계를 동시에 보여준 대표 SMR 사례

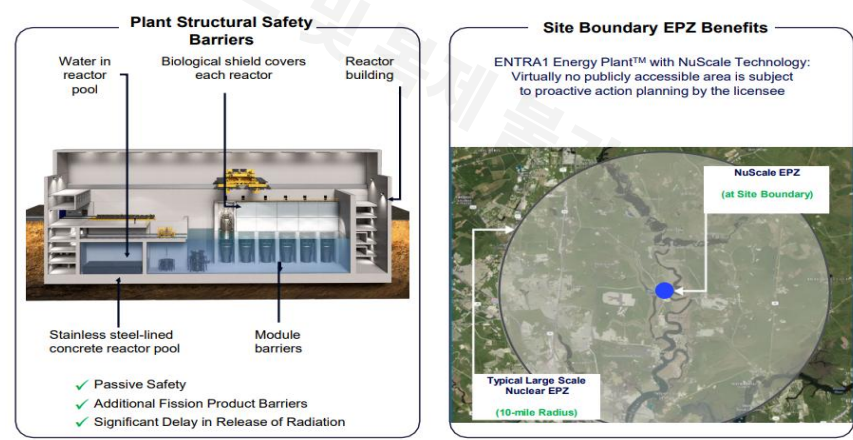
- NuScale은 세계 최초로 미국 NRC의 설계인증을 받은 SMR이라는 점에서 상징성이 큰 노형. 2023년 최종 인증을 받은 것은 12기×50MWe의 US600 설계이고, 이후 회사는 경제성과 시장성을 높이기 위해 77MWe 모듈을 적용한 6기 462MWe급 US460으로 업데이트를 추진. NRC는 이 77MWe급 US460 표준설계승인(SDA) 검토를 2025년 5월 완료했으며, NuScale이 현재 주력으로 내세우는 상업안도 이 77MWe급 설계
- 기술적으로는 일체형 PWR에 자연순환 기반 1차계통을 결합한 구조가 핵심. 모듈당 250MWt, 77MWe 규모이며, 직경 4.6m, 높이 23.2m의 원통형 격납용기 안에 원자로와 증기발생기를 통합하고, 연료는 농축도 5% 미만의 17×17 표준 LWR UO₂ 연료를 사용. 각 모듈은 지하 수조형 구조물 안에 배치되며, 공식 자료는 외부전원이나 추가 급수, 운전원 조치 없이도 원자로를 안전하게 냉각·정지할 수 있는 walk-away safe 개념과 site boundary EPZ를 핵심 강점으로 제시
- NuScale은 기술 검증과 경제성 검증이 다른 것이 특이점. 대표 실증사업인 UAMPS Carbon Free Power Project는 6기 462MWe 구성이었지만, 2023년 Class 3 원가 추정 이후 목표 전력단가가 89달러/MWh로 높아졌고, 강재·전기장비·건설자재 가격 상승과 인플레이션 압력이 부담으로 작용. 결국 충분한 수요를 확보하지 못해 2023년 11월 프로젝트가 종료됨. 이 사례는 NuScale이 기술적으로는 가장 앞선 상용화 후보이지만, FOAK의 금융비용, 수요확보, 공급망 리스크가 SMR 사업성의 핵심 병목임을 보여줌

NuScale 모듈 스펙



자료: NuScale, 유진투자증권

NRC 인증 확보



자료: NuScale, 유진투자증권

BWRX-300 (HITACHI)

BWRX-300은 단순화된 BWR 설계와 피동안전계통으로 상용화 선두에 선 SMR

- **BWRX-300은 GE Vernova-Hitachi가 개발 중인 300MWe급 비등수형 경수로(BWR, 비등수로) 계열 SMR.** 미국 NRC가 이미 인허가한 1,520MWe급 ESBWR을 기반으로 대폭 소형화한 노형이며, 회사는 이를 1955년 이후 가장 단순한 BWR이자 10세대 BWR 설계로 발표. 원자로는 물을 냉각재로 사용하는 자연순환 방식이며, 단일 모듈 기준 전기출력 약 300MWe, 열출력 870MWth 규모. 연료는 저농축 우라늄(LEU, 5% 미만 농축 우라늄) 기반 UO₂를 사용하며, 평균 농축도는 3.81%, 최대는 4.95%로 제시됨. 연료교체 주기는 12~24개월, 부하추종 범위는 50~100%로 제시돼 재생에너지 보완 전원으로서의 활용 가능성도 가짐
- **기술적 강점은 대형 냉각재상실사고(LOCA, 냉각재상실사고) 위험을 줄이도록 설계를 단순화하고, 자연현상 기반 피동안전계통을 전면에 내세웠다는 점.** GE Vernova Hitachi는 BWRX-300이 ESBWR의 자연순환 및 격리응축기 계통을 활용해 외부전원이나 운전원 조치 없이도 7일간 수동 냉각이 가능하고, 이후에는 응축수조에 물만 보충하면 냉각을 계속할 수 있다고 설명. 또한 건식 지하 격납계통, 비교적 작은 부지, 현장 인력 축소, 30~36개월 수준의 공기 목표를 내세우며 대형 원전 대비 프로젝트 리스크를 낮추는 설계를 강조
- 캐나다 온타리오주 Darlington에서는 2025년 5월 1호기 건설 승인을 받았고, OPG는 2026년 겨울 기준으로 원자로 건물 축 굴착이 87%까지 진행됐다고 밝힘. 미국에서는 TVA가 Clinch River 부지에 미국 첫 BWRX-300 건설허가를 신청했고, GE Vernova는 첫 미국 상업운전을 2030년대 초로 목표로 제시. 유럽에서는 에스토니아가 2023년에 BWRX-300을 선정했고, 폴란드는 2026년 2월 일반설계협약(PGDA, 국가 맞춤형 설계 고도화 절차)을 체결

BWRX 조감도



자료: HITACHI, 유진투자증권

캐나다 달링턴 실증 부지 사진



자료: 언론, 유진투자증권

SMR-160 / SMR-300 (Holtec)

Holtec은 브라운필드 기반 SMR 상용화를 가장 적극적으로 밀고 있는 선도 사업자

- Holtec의 SMR 계열은 원래 160MWe급 SMR-160에서 출발. SMR-160은 525MWth, 160MWe급 일체형 PWR 계열 노형으로, 중력과 자연현상을 최대한 활용하는 완전 피동안전 개념을 전면에 내세운 것이 특징. 지하 배치와 소형 부지, 공랭 적용 가능성, 산업용 증기 병행 공급 등으로 분산형 전원과 브라운필드 대체 시장을 겨냥함. 다만 단일 모듈 160MWe급은 초기 투자 규모는 작아도 단위당 건설비와 보조설비 부담 측면에서 경제성 한계가 제기됐고, Holtec의 상업화 중심 축도 점차 더 큰 출력의 SMR-300으로 이동
- **현재 Holtec의 주력 노형은 SMR-300.** SMR-300은 300MWe, 약 1050MWth급의 2루프 PWR로, 원자로는 상당 부분 지하에 배치하고, once-through steam generator와 integral pressurizer를 조합한 단순화된 계통을 채택함. 안전계통은 외부 교류전원이나 비상 디젤발전기에 의존하지 않도록 설계됐고, 장시간 운전원 개입 없이도 안전상태를 유지하는 walk-away safe 개념을 핵심 강점으로 제시. 또한 80년 설계수명, 공랭 선택 가능, 소형 부지, 공정 단순화, 공장 제작 확대 등을 통해 대형원전보다 건설 리스크를 줄이려는 전략을 취함
- **입지 전략 측면에서 Holtec은 브라운필드 활용에 가장 적극적인 사업자 중 하나.** 미국 미시간주 Palisades 부지에는 기존 원전 인프라와 송전망, 지역 수용성, 인허가 경험을 활용해 최초의 2기형 SMR-300인 Pioneer 1·2를 배치하는 계획이 추진되는 중. 현대건설은 이 프로젝트에서 Holtec의 핵심 EPC 파트너로 참여하고 있으며, 2026년 2월 미국 NRC는 Palisades의 2기형 SMR-300에 대한 단계적 건설허가 절차의 첫 부분을 접수해 심사에 들어감

Holtec SMR 300의 조감도



자료: 언론, 유진투자증권

SMR-300(Pioneer Units 1 & 2) 주요 인허가 및 추진 일정

주요 마일스톤	완료/목표 날짜	상태
Pioneer 1, 2호기 공사 허가(LWA) 신청서 접수	2025-12-31	완료
NRC 신청서 공식 접수 완료	2026-2-27	완료
NRC LWA 및 환경보고서 승인 완료 목표	2026-12-31	예정
공사허가(CP) 신청서 Part 2 제출	2027년 중반	예정
1,2호기 상업 운전 개시	2030~2031	목표

자료: 언론, 유진투자증권

Natrium (TerraPower)

Natrium은 열저장까지 결합한 대표 소듐고속로 SMR

- **Natrium은 TerraPower와 GE Vernova Hitachi가 개발 중인 소듐냉각 고속로.** 원자로 자체 출력은 345MWe, 840MWt이며, 용융염 열저장을 결합해 필요 시 500MWe 이상을 5.5시간 이상 공급 가능. 연료는 HALEU 금속연료(U-10Zr)를 사용하며, NRC 자료상 노형은 풀형(pool-type) 소듐고속로로 정리됨
- **핵심 차별점은 원자로와 에너지 저장부를 분리한 구조.** TerraPower는 이를 통해 재생에너지 변동성에 대응하는 유연출력과 산업용 열·증기 공급까지 가능한 플랫폼이라는 점을 강조. 또한 액체 소듐을 사용해 저압에 가까운 조건에서 운전하고, 원자로 출력은 유지한 채 저장부를 통해 전력 출력을 조절하는 개념을 채택
- 사업 진척도도 다른 선진 SMR보다 앞선 편. Kemmerer 1호기는 미국 DOE의 ARDP 지원을 받아 와이오밍에서 추진 중. 다만 상용 확대의 핵심 변수는 여전히 HALEU 공급망과 초도호기 공가·비용 입증. DOE도 미국 내 HALEU가 아직 상업 규모로 충분하지 않다고 설명

TerraPower의 용융염로



자료: 언론, 유진투자증권

테라파워 SFR의 스펙과 상세 내용

구분 항목	상세 내용	비고 및 기술적 장점
열 출력	840 MWt	고온의 열에너지 생성 능력 우수
전기 출력	345 MWe	원자로 본체(Nuclear Island) 기준
에너지 저장	100-500 MWe+	출력 조절(Load Following) 및 유연성 확보
출력 증감률	분당 10%	재생에너지 변동성 대응에 최적화
연료 효율성	경수로(LWR) 대비 3배 효율적	핵연료 소모량 감소 및 폐기물 저감
건설 효율성	콘크리트, 강철, 노동력 약 50% 절감	기존 원전 대비 경제적 건설 가능
건설 기간	약 36개월	콘크리트 타설부터 연료 장전까지
운전 온도	500°C 이상	수소 생산 및 산업용 열공급 가능
운전 압력	저압 / 대기압 수준	고압 파손 위험 없는 높은 안전성
부지 면적	경수로(LWR)의 1/3	부지 선정의 유연성 및 소형화
현재 상태	현재 건설 진행 중	테라파워 주도 하에 첫 상용화 추진

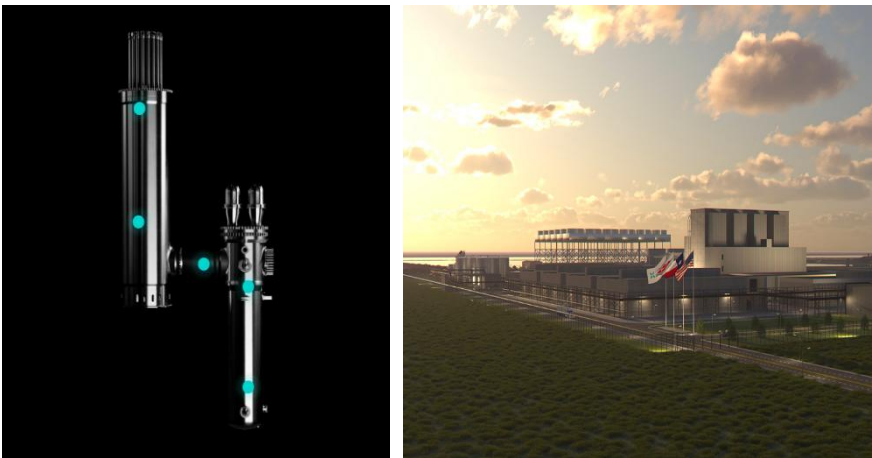
자료: TerraPower, 유진투자증권

Xe-100 (X-energy)

Xe-100은 고온 산업열과 고유 안전성을 앞세운 대표 HTGR형 SMR

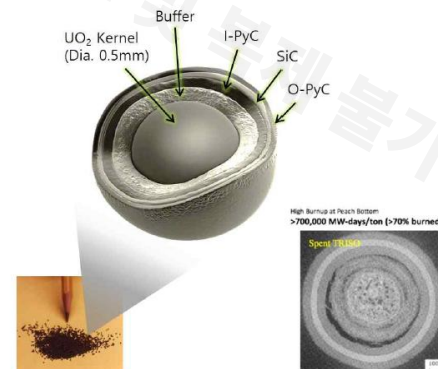
- Xe-100은 X-energy가 개발 중인 4세대 고온가스로(HTGR, 고온의 헬륨을 냉각재로 쓰는 원자로) 기반 SMR. 흑연을 감속재로, 헬륨을 냉각재로 사용하며, 모듈 당 전기출력은 80MWe, 열출력은 200MWt. 4기 표준 구성을 적용하면 총 320MWe급 발전소를 만들 수 있음. 연료는 TRISO 피복입자연료를 사용하며, NRC 자료에는 Xe-100 평형연료 농축도가 15.5중량% U-235로 제시됨
- 기술적 강점은 고온 열공급과 고유 안전성. 원자로 출구온도는 750℃, 증기온도는 565℃ 수준이며, 전력 생산뿐 아니라 산업용 고온 증기 공급에도 적합하도록 설계됨. 또한 TRISO 연료와 흑연 노심, 헬륨 냉각재를 결합해 연료 용융 가능성을 낮추고, 온도 상승 시 핵분열 반응이 자연스럽게 약해지는 수동적 안전 특성을 강조. 60년 설계수명, 부하추종 기능, 모듈 운송성을 갖춘것이 주요 특징
- 텍사스 Dow Seadrift 부지에 최초 상업 배치 예정. 이 사업은 미국 DOE의 ARDP 지원을 받고 있으며, 2025년 NRC가 건설허가 신청을 접수. 별도로 워싱턴주에 사는 Amazon과 Energy Northwest가 초기 4기 320MW, 최대 12기 960MW까지 확장 가능한 프로젝트를 추진 중. 따라서 Xe-100은 기술 자체보다도 HALEU 연료 공급, TRISO 연료 제조, 초도호기 공기와 비용 입증에 상용화 성패를 좌우하는 노형

Xe-100과 텍사스 사이트 모습



자료: 언론, 유진투자증권

고온가스로의 피복입자핵연료: 열분해탄소와 탄화수소로 피복



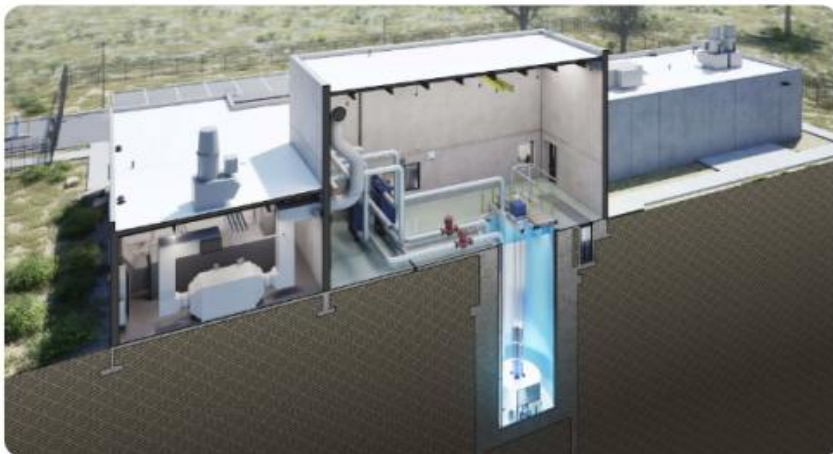
자료: X-energy, 유진투자증권

Aurora (Oklo)

Oklo Aurora는 초소형 분산전원을 지향하는 고속로 기반 마이크로원자로

- **Aurora는 미국 Oklo가 개발 중인 고속로(fast reactor, 고속중성자를 이용하는 원자로) 기반 마이크로원자로**. 미국 NRC에 제출된 초기 Aurora 설계는 열출력 4MWth, 전기출력 약 1.5MWe 규모이며, HALEU(5~19.75% 농축 저농축우라늄) 금속연료(U-Zr)와 heat pipe(열을 수동 전달하는 밀폐관), 초임계 CO₂ 발전 사이클을 적용한 지하형 설계가 특징
- **Aurora의 핵심 차별점은 대형 원전처럼 복잡한 냉각계통 대신 단순한 열전달 구조와 소형 분산형 배치를 지향한다는 점**. Oklo는 Aurora가 EBR-II 계열 기술 유산을 바탕으로 하며, 장주기 연료와 소규모 부지 활용, 열병합 활용 가능성을 강점으로 제시. 다만 현재 공식 제품 설명은 초기 1.5MWe 단일 설계보다, 수요에 맞춰 단계적으로 확대 가능한 Aurora powerhouse 제품군으로 이동
- 사업 측면에서는 2020년 NRC 맞춤형 COL(건설·운영 통합인가) 신청이 있었으나, NRC는 2022년 해당 신청을 기각. 이후 Oklo는 경로를 조정해 Idaho National Laboratory의 Aurora-INL 초도호기를 DOE Reactor Pilot Program 아래에서 추진하고 있으며, 2025년 9월 착공식을 열고 2026년 3월 DOE의 NSDA(핵안전 설계협약) 승인을 받았다고 밝힘

Test Reactor에 활용된 Oklo의 원자로



자료: Oklo, 유진투자증권

건설 진행 상황



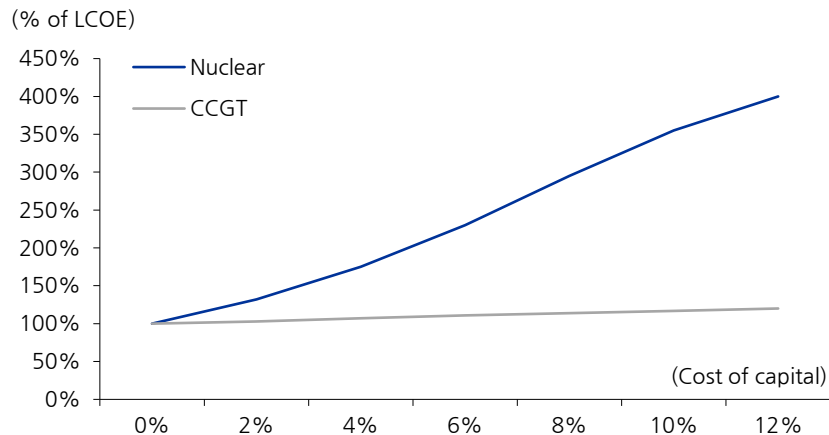
자료: 언론, 유진투자증권

SMR 경제성 평가와 LCOE 분석

SMR 경제성의 핵심 변수는 자본비용과 반복 건설 효과

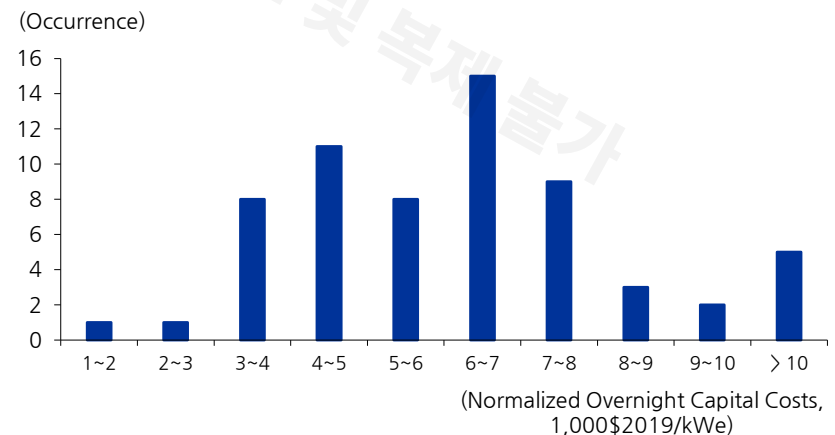
- 균등화발전비용(LCOE)은 전원별 비용 경쟁력을 비교하는 대표 지표임. 원전형 전원은 연료비보다 초기 투자와 금융비용의 영향이 훨씬 크며, OECD/NEA는 신규 원전의 발전원가에서 투자비 비중을 72%로 제시하고 있음. 따라서 **SMR 경제성도 건설비 자체보다 공기와 자본조달 비용을 얼마나 낮추냐에 크게 좌우됨**
- 다만 FOAK(First-of-a-kind, 초도호기) 단계의 SMR은 설계 표준화와 공급망이 아직 충분히 성숙하지 않아 단위용량당 건설비가 높게 추정되는 경우가 많음. IAEA도 SMR은 낮은 초기 총투자비라는 장점이 있지만, 전체 경제성은 아직 입증되지 않았다고 평가함. INL의 비용 문헌 메타분석에서도 대형원전과 SMR을 묶은 비용 추정치가 넓게 분포하며, 최근 추정치 분포는 FOAK와 NOAK(Nth-of-a-kind, 반복 건설 단계) 비용이 이중봉우리 형태로 나타난다고 설명
- SMR 산업이 기대하는 비용 절감 경로는 공장 제작, 설계 표준화, 반복 건설에 따른 학습효과와 시리즈 효과임. OECD/NEA는 표준화된 프로그램에서 6기 이상 건설해야 시리즈 효과를 충분히 활용할 수 있다고 설명하며, 한국과 프랑스 사례처럼 반복 건설 과정에서 단위원가가 낮아진 사례도 제시함. 반면 원전 건설의 역사적 경험은 국가와 시기별로 비용 추이가 크게 달랐고, 일부 국가는 비용 상승도 겪었음. **따라서 SMR의 장기 경제성은 이론적 학습효과 자체보다 실제 초도호기 공기 단축, 설계 고정, 공급망 안정화가 먼저 입증돼야 한다고 보는 편이 더 정확**

원전과 가스발전소 LCOE 민감도 분석



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

자본 비용 분포



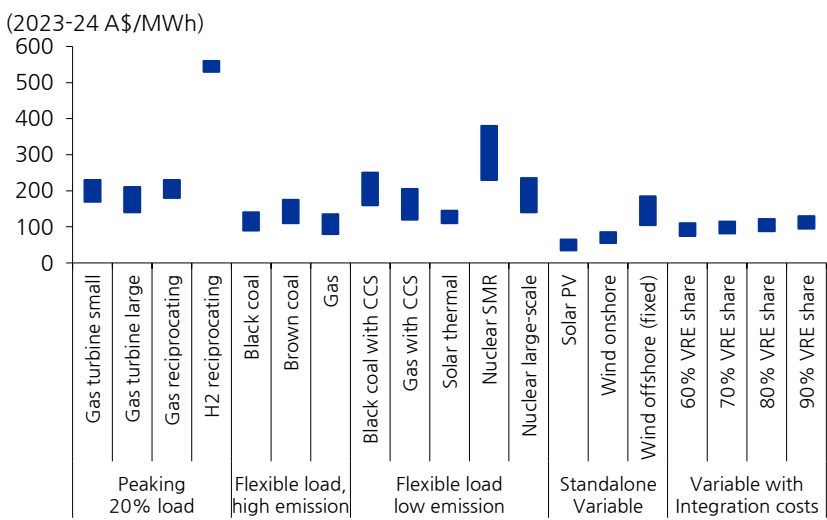
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

해외 SMR LCOE 사례와 시사점

SMR 경제성은 목표 단가보다 초도호기 비용과 금융구조가 더 중요

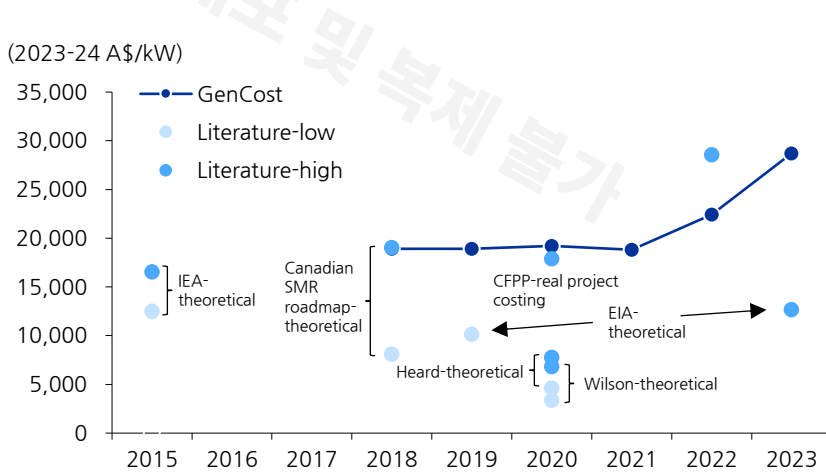
- **해외 SMR의 LCOE는 아직 단일 확정값보다 범위로 보는 편이 정확함.** IAEA는 SMR의 전반적 경제성이 아직 입증되지 않았다고 평가했고, OECD/NEA도 대형 전력망 기준 SMR LCOE를 약 200달러/MWh 수준으로 제시한 바 있음. 호주 CSIRO의 2024 최종 보고서에서도 2030년 기준 Nuclear SMR의 LCOE 범위는 A\$230~382/MWh로 제시돼, **현 시점에서는 재생에너지 대비 비용 우위가 뚜렷하다고 보기 어려움**
- NuScale 사례는 FOAK 리스크를 가장 상징적으로 보여줌. UAMPS는 2021년 경제성 평가용 목표 LCOE를 55달러/MWh에서 58달러/MWh로 조정했고, NuScale은 2023년 CFPP 목표 전력가격을 89달러/MWh로 상향. CSIRO도 이 프로젝트의 최신 자본비를 실제 사업 기준으로 반영하면서, SMR 비용 불확실성이 기존 이론치보다 훨씬 크다고 설명
- BWRX-300처럼 가장 앞선 경수로형 SMR도 초도호기 비용 부담은 여전히 큼. 온타리오주는 Darlington 1호기 건설비로 C\$6.1 billion, 공통 인프라 비용으로 추가 C\$1.6 billion을 승인했고, 첫 호기 상업운전 목표는 2030년으로 제시함. 반면 한국 i-SMR은 현재 건설비 ≤3,500달러/kWe, 단일 모듈 24개월 공기를 목표로 제시하고 있는데, 이는 아직 실증 전의 설계 목표치로 보는 것이 안전함

발전원별 LCOE 비교



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

타임라인별 SMR LCOE 추정과 변화



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

모듈화와 피동 안전계통의 진화

i-SMR의 경쟁력은 대형 일체형 주기기 제작역량과 완전 피동안전계통에 있다

- SMR의 경쟁력은 모듈화와 피동안전계통의 진화에서 결정되며, i-SMR은 이 두 요소를 동시에 강화한 노형. i-SMR의 주기기(발전소 핵심 설비)는 헬리컬 코일형 증기발생기, 일체형 원자로용기, 캔드모터 펌프 등 대형 일체형 부품으로 구성되며, 이러한 부품의 정밀 제작과 품질 확보가 사업 성패를 좌우. i-SMR의 기술적 의미는 결국 피동형 안전계통(외부 전원이나 운전원 개입 없이 중력, 자연순환, 압력차 등 자연현상만으로 작동하는 안전설비)에 기반한 다중방어 체계에 있음. 열 제거 기능이 사고 단계 전반에 걸쳐 PAFS, PECCS, PCCS와 같은 피동형 계통으로 수행되도록 설계됨. 또한 정상운전 이상이나 설계기준사고 단계에서는 제어봉과 피동 냉각계통만으로 대응하고, 더 가혹한 사고 조건에서는 비상 봉산 주입계통(EBS, 비상 시 반응도를 낮추기 위한 보조 주입계통)을 추가 방어선으로 확보해 방어 심도(여러 겹의 안전장치를 단계적으로 적용하는 개념)를 강화. 나아가 최악의 경우 노심용융(Corium, 녹아내린 핵연료와 구조재의 고온 혼합물) 상황까지 가정해 원자로용기와 격납용기 사이를 물로 채워 열을 제거하는 최종 방어기전도 반영. 어떤 사고 단계에서도 격납건물 격리밸브(CIVs, 방사성 물질의 외부 유출을 차단하는 밸브)가 작동하도록 설계해 방사성 물질의 외부 방출 가능성을 최소화한 점도 특징
- NuScale, BWRX-300, SMR-160/300 등 다른 경수로형 SMR도 자연순환, 중력 작동 수조, 지하 배치 등 다양한 피동형 안전개념을 적용. 그러나 i-SMR은 대형 LOCA(대형 냉각재 상실사고) 가능성을 구조적으로 줄인 일체형 설계와 무봉산 운전(봉산을 사용하지 않고 반응도를 제어하는 방식)을 결합했다는 점에서 안전철학상 차별성이 큼

i-SMR 심층방어(DiD) 단계별 안전 기능 및 계통 현황

DiD 단계	상태	반응도 제어	열 제거	과압 보호	격납 건물 격리
Level 2	AOO (예상 운전 과도 상태)	CRDM	PAFS, PECCS, PCCS	PSV POSRV	CIVs
Level 3a	DBA 1 & 2 (설계 기준 사고)	CRDM	PAFS, PECCS, PCCS	PSV POSRV	CIVs
Level 3b	DEC-A (설계 확장 조건-A)	CRDM, EBS	PAFS, PECCS, PCCS	PSV POSRV	CIVs
Level 4	DEC-B (설계 확장 조건-B)	-	1차 계통 감압	-	-
			노심 용융물(Corium) 냉각수 주입		
			RV-CV 간극 침수		

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

모듈 제작 난이도와 공급망 과제

SMR 경쟁력의 핵심은 설계보다 모듈 제작 공급망에 있음

- 일체형 SMR은 현장 배관과 계통을 줄이는 대신, 원자로용기 안에 증기발생기, 펌프, 제어봉구동장치 등을 고밀도로 통합해야 하므로 제작 난도가 오히려 높아질 수 있음. i-SMR 공식 자료도 헬리컬형 증기발생기, 일체형 설계, 공장 모듈 제작, 전자빔 용접(EBW, 고에너지 전자빔으로 깊고 정밀하게 용접하는 방식) 같은 혁신 제조기술을 핵심 경쟁요소로 제시함
- 결국 SMR 사업의 성패는 설계 우수성만이 아니라, 대형 단조품, 정밀 용접, 비파괴검사, 헬리컬 튜브 가공을 안정적으로 수행할 수 있는 공급망 확보에 달려 있음. 한수원은 공장 제작과 육상 운송, 현장 조립을 전제로 24개월 공기와 3,500달러/kWe 이하 건설비를 목표로 제시해 제조 역량이 경제성과 직결되는 구조
- 해외 SMR 기업들이 두산에너지빌리티와 투자·공급 협력을 병행하는 이유도 여기에 있음. 두산은 NuScale에 2019년 4,400만달러, 2021년 6,000만달러를 투자해 전략적 파트너십을 구축했고, 2024년에는 NuScale용 전용 증기발생기 튜브 벤딩 설비와 상부 원자로압력용기용 단조품 제작 진척이 공식적으로 공개됐음. X-energy도 2023년 두산-DL이앤씨의 총 2,500만달러 전략투자를 받았고, 두산이 Xe-100의 원자로압력용기 등 주요 기기를 공급하는 구조를 발표했다. 즉, 한국의 제조 공급망은 단순 협력업체가 아니라 글로벌 SMR 상용화의 핵심 파트너로 자리 잡는 흐름

i-SMR 차별성

구분	특징
모듈 제작	원전건설 현장에서 최소한의 공정을 거쳐 조립 및 설치
일체형 설계	계통 단순화, 원자로 용기 소형화 지향
피동안전성	운전원 개입, 전원, 추가 냉각수 공급 없이 냉각 상태 유지
무봉산 운전	신속한 출력 제어, 부식 방지
건식형 설계	원자로 제작비 절감, 운전 중 출력 손실 감소
경제성	건설기간 24개월, 건설단가 \$3,500/kWe 이하
유연성	1모듈 170MWe, 8모듈 1,360MWe까지 유연한 출력 옵션
핵심 내부기기	나선형 증기발생기, 내장형 제어봉구동장치, 밀봉형 일체 펌프 등

자료: 한수원, 유진투자증권

두산에너지빌리티 주요 SMR 파이프라인

발주처	프로젝트	발표일	두산에너지빌리티 역할
NuScale	루마니아 Doicești SMR (6기, 462MW)	2024.04.24	상부 원자로 모듈 등 핵심 기자재 제작·공급
X-energy	미국 텍사스 Seadrift Xe-100 프로젝트(4기)	2025.12.12	주기용 단조소재·주요 기자재 공급 파트너
X-energy	미국 워싱턴 Cascade Advanced Energy Facility(12기)	2025.12.12	Xe-100 12기용 단조소재 선점, 향후 주요 기자재 공급
TerraPower	미국 와이오밍 Sodium FOAK(345MW)	2024.12.18	코어 배럴, 가드 베슬, 내부 지지 구조물 공급

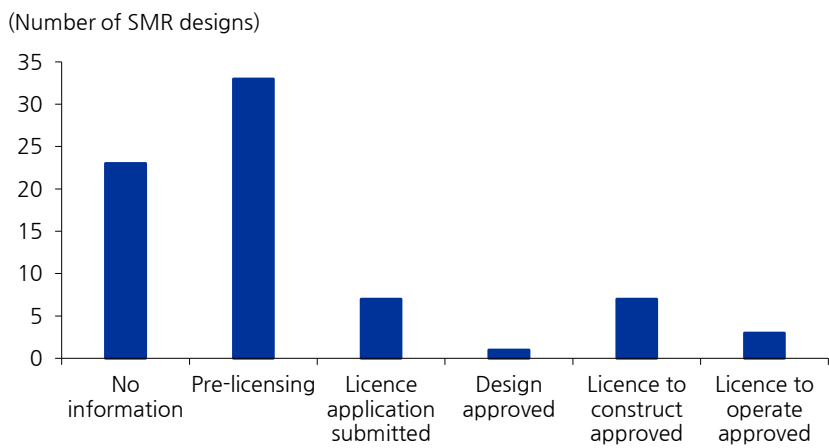
자료: 두산에너지빌리티, 유진투자증권

SMR 글로벌 시장 전망과 밸류체인

SMR 시장은 정책 지원에서 실증·공급망 경쟁 단계로 이동 중

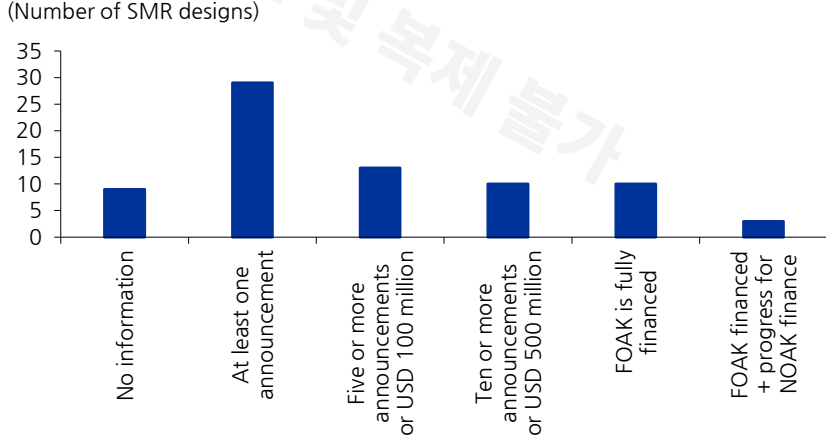
- 미국은 ARDP를 통해 Natrium·Xe-100 같은 실증 프로젝트를 지원하고, IRA로 원전 포함 청정에너지 프로젝트에 추가 대출 여력을 부여하며 SMR 시장 재가동을 밀고 있음. 다만 NuScale CFPP가 2023년 종료된 사례는 정책 지원만으로는 수요·금융 리스크를 해소하기 어렵다는 점도 보여줌
- 실제 사업은 실증 단계로 이동하고 있음.** TVA는 Clinch River 부지에서 BWRX-300 추진을 진행 중이며, 이 부지는 기존 전력선과 브라운필드 특성을 갖고 있음. 캐나다 OPG는 Darlington BWRX-300에 대해 2025년 건설허가를 받았고, 영국도 2025년 Rolls-Royce SMR을 우선협상대상자로 선정해 국가 차원의 SMR 육성을 본격화함
- 앞으로 SMR 경쟁력은 설계 자체보다 공급망과 표준화에 더 크게 좌우될 가능성이 큼.** IAEA는 2022년 NHSI를 출범시켜 규제·산업 표준 조화를 추진하고 있고, OECD/NEA도 최근 SMR 시장의 핵심 이슈로 금융, 연료, 공급망 준비도를 제시함. 즉, SMR은 설계사 alone 경쟁이 아니라 주기기 제작, 연료, EPC, 운영, 규제·금융을 묶는 밸류체인 경쟁으로 전환되고 있음

SMR 라이선스 파이프라인 동향



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

SMR 파이낸싱 파이프라인 동향



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

원전 사업 밸류체인과 SMR 공급망 구조

관련 국내기업 리스트(1): 원자로 계통(NSSS), 터빈발전기(T/G)

구분		관련 기업	내용		
원자력발전기	원자로 계통 (NSSS)	원자로	두산에너지빌리티 한국전력기술 세라정공 영진테크윈	APR1400, OPR1000 등 다양한 형태 원자로 설치 신고리 3, 4호기, UAE 바라카 원전 등 건설 APR1400 등 NSSS 설계 원자로 내부 구조물 가공 원자로 주기계 부품가공	
		증기발생기	두산에너지빌리티 세라정공	증기발생기 124기 공급 증기발생기 부품 가공	
		가압기	두산에너지빌리티	대형원전 주기기 사업 품목 중 일부	
		원자로 냉각재펌프	두산에너지빌리티 삼진공작	대형원전 주기기 사업 품목 중 일부 바라카 원자력 1~4호기 원자로냉각계통 배관 시공	
		체적제어탱크	-	-	
		안전제어탱크	-	-	
		RCS배관	두산에너지빌리티 GS중공업	영광, 울진 각각 1,2호기에 Primary Piping 포함 공급 RCS 배관 내부 방사선 차폐 block 제작	
			터빈발전기 (T/G)	터빈	두산에너지빌리티 현대중공업터보기계
		발전기		두산에너지빌리티	신한울 3,4호기 공급 품목 중 하나
	여자기	두산에너지빌리티		LS일렉트릭(산업플랜트, 화력용 여자기 제작)	
	습분분리기	두산에너지빌리티 GS중공업		월성 2, 4호기 습분분리기 성능개선 공사 수주 2020년 SG 습분분리기 FME Cover 제작	
		T/G배관		-	효성중공업(플랜트 배관 주요 업체)

자료: 유진투자증권

원전 사업 밸류체인과 SMR 공급망 구조

관련 국내기업 리스트(2): 보조기기(BOP)

구분		관련 기업	내용	
원자력발전기	보조기기 (BOP)	주변압기	HD현대일렉트릭	국내 최초로 원자력발전소용 Q-Class 획득해 납품
			효성중공업	국내 최초로 원자력발전소용 345kv 변압기 개발
			일진전기	초고압 변압기 제작기업
		주제어반	LS일렉트릭	울진 3, 4호기, 영광 5, 6호기에 공급
			현디이디에스	원자력 제어계통 및 전기1급 현장(보조)제어반
		복수기	BHI	순수 국내 기술로 다수 복수기 설계, 제작
			SNT에너지	복수기(원자력, 화력, 복합화력) 주력
			에너지엔	복수기 등 원전 기자재 기업
		복수/급수펌프	효성굿스프링스	2023년 아태 지역 펌프 업체 최초로 ISO 19443 인증 획득
			강운테크	발전 용수 공급 펌프 제작기업
		해수순환펌프	-	효성굿스프링스(해수담수(RO) 및 송수 플랜트용 펌프 생산)
		급수가열기	BHI	저/고압 급수가열기 설계, 제작
			에너지엔	급수가열기 등 원전 기자재 기업
		격납/터빈 건물 크레인	고려호이스트	한국원자력산업협회 크레인 관련 협력사
			금오중공업	
지에스중공업				
디젤 발전기	현대중공업	원자력 발전소 비상발전기 공급 STX엔진(산업용 디젤엔진 발전, 가스터빈 발전용 엔진 공급)		

자료: 유진투자증권

원전 사업 밸류체인과 SMR 공급망 구조

관련 국내기업 리스트(3): 보조기기(BOP)

구분		관련 기업	내용
원자력발전기	보조기기(BOP)	공기조화 설비/덕트	하이에어코리아 축류형·원심형 송풍기 설계, 제작
			지에스중공업 원자력발전소 공기조화설비공사 기업
		배관/밸브	디케이락 국내 최초 ASME로부터 원자력 발전 주기자재 제작 인증서 N, NPT 인증 획득
			현대중공업터보기계 한수원 원자력 Butterfly 밸브 유자격 기업
			삼신/피케이밸브 원자력발전소에 원자력용 밸브 기자재 공급
		열교환기	SNT에너지 발전/석화플랜트 포함 공랭식 열교환기 제작 기업
			마이텍 선박, 산업, 원자력발전용 열교환기 제조업체
			에너지엔 CCW Heat Exchanger 기본 설계 및 상세 설계 기술
		전력/전자케이블	대한전선 원자력 발전소용 Class 1E 케이블 생산
			LS전선 원자력 발전소 케이블 생산
			대선이엔씨 옐다바 원자력 발전소 2, 4호기 전기 공사 중
		계장/계측 설비	두산에너지빌리티 원전 계측제어설비 MMIS
			수산이앤에스, 우리기술, 우진 계측제어(I&C) 정비 전문 기업
			이성씨엔아이 신고리, 신한울 등 원자력 발전소 계측제어설비 정비
		기타 펌프/여과기	BHI 한수원 CFVS 유자격공급자로, 표준형 원전 12기에 공급
			지에스중공업 한수원에 원심분리식 여과기 납품
			한신기계공업 신한울 3, 4호기 공기압축기 우선협상대상자로 선정

자료: 유진투자증권

원전 사업 밸류체인과 SMR 공급망 구조

관련 국내기업 리스트(4): 기타 서비스

구분		관련 기업	내용
원자력연료	-	지지격자	진영정기 원자력연료봉 지지격자판 제작 기업
			한전원자력연료 브라질 원자력연료 회사 INB에 지지격자 수출
			SG&G 지지격자 부품 제조
		계측관	-
		소성가공부품	도성산업 PLUS7,HIPER16 연료용 SLEEVE류 소성가공품 주력
			국제정공 한전원자력연료 구매계약 예정업체
		기계가공부품	세형 한전원자력연료 구매계약 예정업체
		압축스프링	대동스프링 연료봉 압축스프링 공급업체
		상하단 고정체	한전원자력연료 원자력연료 핵심부품 제조, 수출
		피복관	한전원자력연료 고유소재인 HANA 피복관 개발
	HALEU	포스코인터내셔널	한수원, Centrus와 미국 內 HALEU 공급망 구축 MOU 및 트레이딩
원자력발전소 구조물	원자로 건물	시멘트	한국수력원자력 신한울 3호기 최초 콘크리트 타설
		철근, 강재	현대제철 국내 철강사 최초 ASME로부터 QSC 인증 획득
		기타	제일테크노스 울진 원자력 발전소 HI-DECK 공급
	보조건물	-	대우건설, 삼성물산, GS건설 현대건설, DL E&C 신월성 1, 2호기에 원자로건물, 보조건물 등 건설
	냉각취수 구조물	-	-
	매설구조물	-	-
원자력 설계 및 엔지니어링	-	-	한국전력기술 원자력발전소, 화력발전소 설계
		-	한전원자력연료 원자력연료 제조 및 설계
원자력서비스 용역	-	-	한전KPS, 일진파워, 우진엔텍 국내 발전설비 정비 주력기업

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

06

부록2: 캐나다 CPSP

한국 특수선 수출 경쟁력 점검

한국 특수선 수출 현황

폴란드 잠수함은 탈락, 필리핀 호위함은 수주, 캐나다 잠수함은 결승 진출

- 2025년, 국내 조선소들 폴란드 및 캐나다 등 잠수함 수출과 필리핀 및 태국 등 호위함 수출 노력
- 결과적으로는 지난해에는 필리핀 호위함 2척 추가 수주 달성(8,500억원 규모)
- 폴란드 잠수함은 아쉽게도 탈락(스웨덴 A26 수주). 캐나다 잠수함은 독일과 결승전 진출. 26년 3월 RFP 마감 일정. 올해 5~6월 결과 발표 예상
※ 캐나다의 평가 기준은 플랫폼 20%, 현지 유지보수 50%, 경제적 이익 15%, 재정 능력 15%
- 국내 KDDX(한국형 차기 구축함)는 경쟁입찰로 방향성이 잡혔으나, 발주는 2026년 말로 다소 지연. 3월 방위사업청이 제안요청서(RFP)를 배부하며 상세설계 및 선택도 포함 검토 절차에 재착수. 5월 제안서 접수·평가, 6월 우선협상대상자 선정, 7월 최종 계약을 목표로 경쟁 입찰이 진행 중. KDDX 선도함은 2032년 말 인도 예정의 스케줄

폴란드 Orka 프로젝트 개요(스웨덴 Saab 수주)

구분	내용
잠수함 프로젝트명	Orka 프로젝트
도입 목적/배경	- 노후 잠수함 교체 - 발트해 해상 수송로 안전보장 확보 및 해저 인프라 보호 - 폴란드 인접한 러시아 칼리닌그라드 위협 확대
도입 척수	3~4척(3.4조원 이상)
주요 요구 사항	항속능력(30일 이상 잠함), 잠항깊이(200m 이상), 전투 효율성, 대지 공격/대공 능력, 방어 시스템, 기술 이전, 인프라 구축, MRO 역량 확보 등
경쟁사	Naval(프랑스), Navantia(스페인), TKMS(독일), Saab(스웨덴), Fincantieri(이탈리아), 한화오션(팀코리아)
도입 일정	2012년 3척 도입 추진 후 무산 2023년 이후 재추진 2025년 10월 6개국 RFI 송부 2025년 11월 Saab의 A26로 최종 선정
현재 운용 잠수함/척수	- Kilo급 잠수함 1척(ORP Orzeł)만 운용 중 2021년 Kobben급 잠수함 2척 퇴역

자료: 유진투자증권

캐나다 CPSP 사업 개요

구분	내용
잠수함 프로젝트명	CPSP(Canadian Patrol Submarine Project)
도입 목적/배경	- 북극 해빙 감소에 따라 러시아 SSBN 활동 증가 - 북극 자원 경쟁 심화에 따라 지역 방어 필요성 증대 - 기 운용 중인 잠수함 수명 종료 임박
도입 척수	최소 8척~12척(건조만 30조원, 수명주기간 60조원 예상)
주요 요구 사항	재래식 디젤 잠수함, 북극 해빙 아래 작전 능력, 은밀성/치명성/지속성, 기성품 구매, 장거리 항해 능력
경쟁사	최종 결선: 한화오션(팀 코리아), TKMS(독일) (프랑스 Naval, 스페인 Navantia, 스웨덴 Saab 탈락)
도입 일정	2024년 9월 RFI, 2025년 2월 RFI 종료 2025년 8월 최종 후보 선정 2028년 계약 체결 후 2035년 초도함 인도 2026년 상반기 중 우선협상자 선정 예정
현재 운용 잠수함/척수	- 빅토리아 잠수함 4척(1척만 운용 중) 1998년 영국 해군으로부터 중고 구매(90~93년 취역 물량)

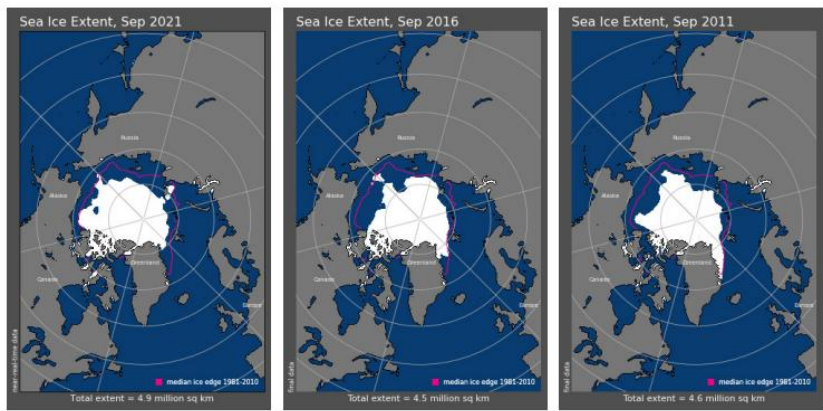
자료: 유진투자증권

캐나다가 잠수함이 필요한 이유: 북극 해빙과 러시아 팽창

캐나다가 잠수함을 도입하는 이유 - 북극해

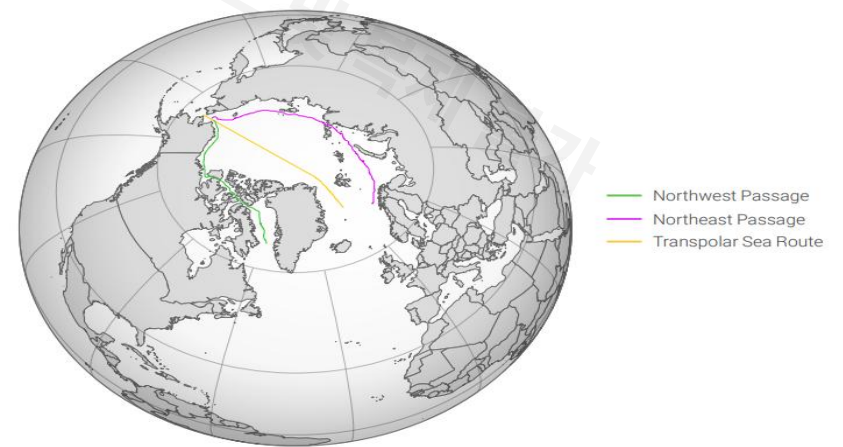
- 기후 변화로 북극해의 해빙이 감소 중. 북극의 천연자원과 새로운 해상 항로에 대한 관심 커지며, 북극 지역의 경제적, 군사적 긴장이 고조되고 있음
- 러시아는 20척 이상의 잠수함과 30척 이상의 수상함으로 구성된 막강한 북극 함대를 운용 중. NATO는 ‘북극 경비’(Arctic Sentry)’를 올해 2월부터 가동. 핀란드와 노르웨이의 NATO 가입으로 북극권 8개 국가 중 러시아를 제외한 7개 국가가 NATO 국가. 중국도 2018년 북극 정책을 발표
- 캐나다는 국방 정책 업데이트 ‘우리의 북부, 강하고 자유롭게(Our North, Strong and Free, ONSF)’에서 북극을 국가 방위의 최전선으로 격상. 러시아와 중국의 전략적 위협에 대응하기 위해 북극 내 군사적 주둔과 감시 역량(위성, 센서 등)을 대폭 강화하며, 미국(NORAD) 및 NATO 동맹국과의 긴밀한 협력을 통해 북미 북극 지역의 안보를 공고히 하는 데 주력할 것을 천명

녹아 내리는 북극



자료: Basicint, 유진투자증권

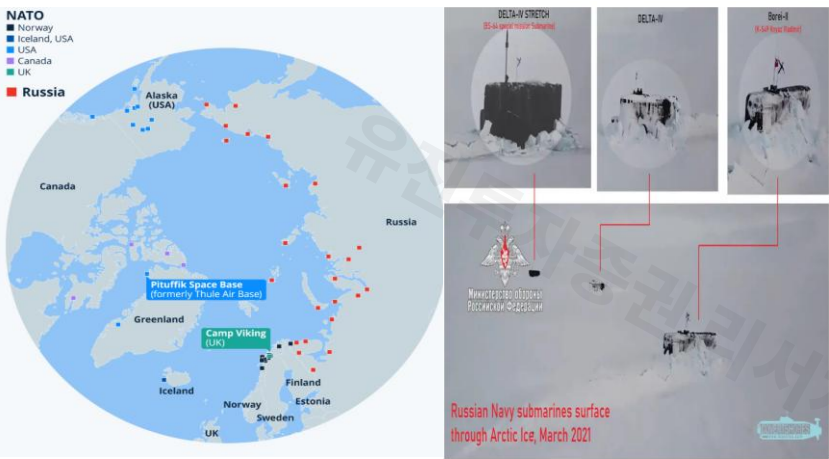
북극 항로의 변화



자료: 언론보도, 유진투자증권

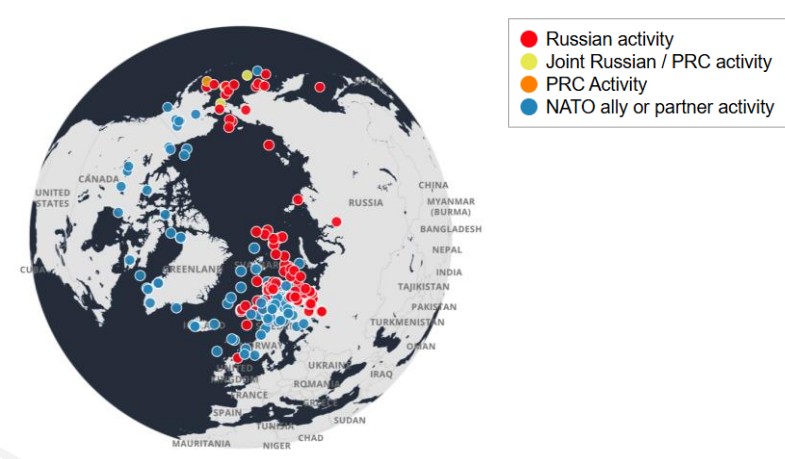
북극 군비경쟁: 러시아 북극함대 vs NATO 7개국

북극해 군사 기지 현황



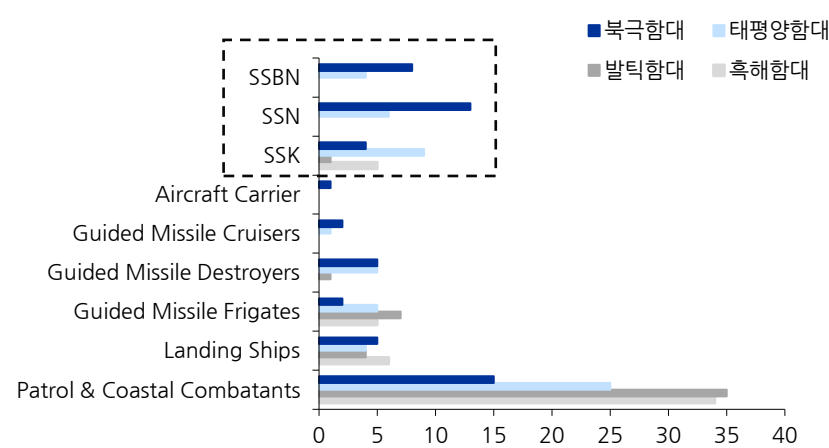
자료: 언론보도, 유진투자증권

북극 지역 군사 활동 현황



자료: CSIS, 유진투자증권

러시아의 함대 현황



자료: 유진투자증권

캐나다 빅토리아급 잠수함(1990~)



자료: 언론보도, 유진투자증권

CPSP 평가기준: 플랫폼과 유지보수

CPSP, 누가 이길 것인가

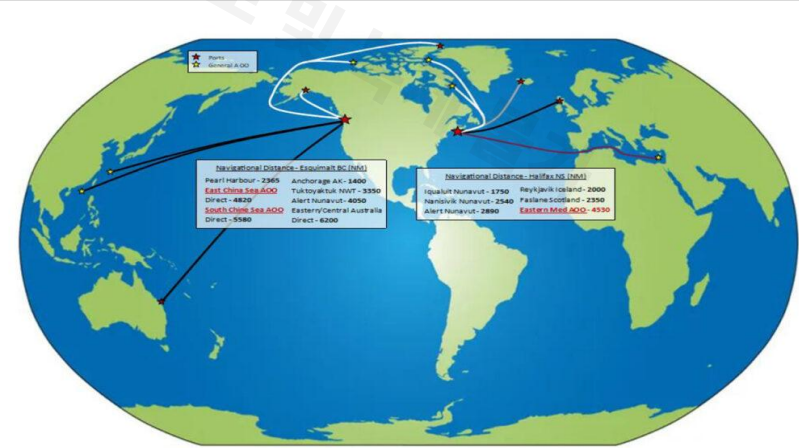
- 2024년 7월 캐나다는 현재 운용 중인 빅토리아급 잠수함 4척을 대체하기 위한 잠수함 사업으로 CPSP(Canadian Patrol Submarine Project) 사업을 개시. 2024년 9월 정보요청서(RFI)를 발행하고, 2025년 8월 한국과 독일을 최종 결선 후보로 선정
- 본 사업은 초계 잠수함 도입 사업이며, 은밀성, 살상력, 지속성 및 북극 배치 능력과 더불어 장거리 항속 거리와 작전 지속 능력을 최우선 요구하는 것으로 파악됨. 결선에 통과한 한국과 독일 모두, 건조 능력/일정 & 요구 사항을 충족했다고 평가
- 다음 단계에서는 캐나다 해양 및 방위 산업에 경제적 이익을 창출할 수 있을지를 중점적으로 평가할 전망. 언론에 노출된 CPSP 사업의 평가 지표는 플랫폼 20%, 현지 유지보수 50%, 경제적 이익 15%, 재정 능력 15%
- 현재까지 공개된 외교 & 산업 협력 움직임을 감안하면, 한국은 캐나다가 중시하는 산업 협력 측면에서 우위. 다만 독일은 북극해 운용 능력과 NATO 운용 연계성 관점에서 강점 보유

CPSP 요구 사항

구분	세부 요구 내용
조달 방식	- 군용 기성품(MOTS, Military Off-the-Shelf) 방식 선호 → 이미 검증되어 생산 중인 외국산 잠수함을 도입하여 효율성을 높이하고자 함
운용 환경	- 북극해(Arctic) 작전 능력 필수 → 빙하 아래(Under-ice)에서 장기간 임무 수행이 가능해야 함
추진 방식	재래식 추진(Conventionally-powered) 잠수함 (원자력 제외)
성능 요구	- 장기 잠항 능력: 얼음으로 덮인 해역에서 장시간 작전 가능 여부 (3,500해리/6,500km 범위까지 전개 이후, 21일간 은밀하게 순찰하고 탐지되지 않은 채 귀환할 수 있는 능력 요구 60일 이상 자급자족 요구 - 무장 능력: 어뢰 및 미사일 발사 등 현대적 무장 체계
인도 일정	2035년까지 첫 번째 잠수함 인도 가능 여부 → 기존 빅토리아급의 퇴역(2030년대 중반)에 따른 전력 공백 방지 목적
유지보수 및 지원	- 강력한 공급망 및 MRO(유지·보수·정비) 체계 → 부품 조달이 용이하고 적기에 정비 가능한 파트너십 요구

자료: 유진투자증권

캐나다의 잠수함의 항해 루트(예시)



자료: 언론보도, 유진투자증권

한국의 수주 가능성: 외교 스킨십이 분수령

강훈식 비서실장 2월 캐나다 특사 방문 후



자료: 언론보도, 유진투자증권

캐나다 잠수함
수주 가능성,
한국 49% 대
독일 51%

이용철 방사청장 3월 국방위 회의



자료: 언론보도, 유진투자증권

캐나다 잠수함
수주 가능성,
5 대 5인 상황

KSS-III Batch-II: 동급 최대 배수량·VLS·리튬전지로 경쟁력 우위

주요 경쟁 잠수함: 한국은 동급 잠수함 대비 공격 능력/항해 능력/건조 능력 우수

구분	S-80 Plus	A26 Blekinge	Scorpene	U212 NFS	Type 212CD	KSS-III Batch-II
이미지						
국가	스페인	스웨덴	프랑스	이탈리아	독일	한국
제조사	Navantia	Saab	Naval	Fincantieri	TKMS	Hanwha
폭/길이	81m/11.6m	65m/6.4m	~75m/6.2m	59m/7m	73m/10m	89m/9.6m
배수량(수상/수중)	2,700톤/3,000톤	1,900톤/2,100톤	~1,900톤	1,600톤/2,000톤	2,500톤/2,800톤	3,600톤/4,000톤
무장	533mm 어뢰 × 6	533mm 어뢰 × 4, 400mm 어뢰 × 2, VLS 모듈 장착 가능 (3셀, 미사일 18발)	533mm 어뢰 × 6	533mm 어뢰 × 6	533mm 어뢰 × 6	533mm 어뢰 × 6, VLS 10셀 (해성, 현무)
추진	디젤전기 + 3세대 AIP(BEST)	디젤전기 + 스텔링 AIP	디젤전기 + AIP	디젤전기 + AIP	디젤전기 + AIP	디젤전기 + AIP + LiB
작전 지속 능력	50일	45일	50일	-	41일	50일
승조원	32+8명	17~26명	31명	29명	28명	33~50명
비고	- 스페인 4척 건조. 1척 운용 중(S-81/2023년). 3척 건조 중. 1~2번함 AIP 미장착 - 폴란드 오르카(제안중), 필리핀 잠수함(제안중), 네덜란드 잠수함(탈락), 인도 P-75I(탈락), 캐나다 CPSP(탈락)	- 스웨덴 2척 건조 계획 (인도 2022~2024년 → 2031~2033년으로 지연) - 모듈형 설계로 파생형 3가지(배수량 ~3,000톤) - 일정 지연 리스크	칠레 2척, 말레이 2척, 인도 6척, 브라질 4척, 인니 2척	- 이탈리아 4척 건조 중 (27~32년 인도 예정) - 소형이며, 탑재량 한계	- 독일 6척, 노르웨이 6척 주문 - 아직 운용 경험 없음 - 건조 일정 지연 리스크 존재 - 인도는 30년대 전망	- 한국 3척 운용 중(Batch 1), - Batch 2 3척 건조 중 - 한국산 미사일/전투체계 통합 강점. 기술 리스크 낮음

자료: 유진투자증권

독일-캐나다 외교 밀착: 총리·국방장관·조선소까지 직접 방문

독일 & 캐나다의 스킨십(CPSP 관련)

날짜	방향	방문 인사(직함)	상대/동행(직함)	내용
2025-08-26~ 2025-08-27	캐나다 → 독일	마크 카니(총리), 데이비드 맥귄티(국방장관)	프리드리히 메르츠(총리)	메르츠 총리 면담 및 공동 기자회견을 통해 잠수함 수주 최종 후보를 발표
			보리스 피스토리우스(국방장관), 다니엘 귄터(주총리)	212CD 프로그램/캐나다 잠수함 사업 관련 현장 시찰. *Kiel 조선소(TKMS)
2025-10-02	독일 → 캐나다	옌스 플뢰트너 (국방부 군수 담당 차관)	스티븐 푸어(조달장관)	방위 산업 조달 협력 강화 방안에 대해 논의
2025-10-20~ 2025-10-21	독일 → 캐나다	보리스 피스토리우스 (국방장관)	데이비드 맥귄티(국방장관/캐나다), 산드비크(국방장관/노르웨이)	북대서양/대잠 협력 논의 + 212CD/잠수함 협력 프레임 강화
			멜라니 줄리(산업부 장관), 데이비드 맥귄티(국방부 장관), 팀 호지슨(천연자원부 장관), 스티븐 푸어(조달장관)	독일-캐나다 경제 협력 논의
2025-12-15~ 2025-12-19	캐나다 → 독일/노르웨이	스티븐 푸어 (조달장관)	마르테 게르하르센 (국방부 차관/노르웨이), 닐스 슈미트(국방부 차관/독일), 올리버 베르달(해군 참모총장/노르웨이), 얀 크리스티안 카크(해군 참모총장/독일)	하콘스베른 해군기지, 콩스베르그 방산항공우주, 에케른피르데 해군훈련센터, TKMS, 라인메탈(북미 및 독일), 남모, 루프트한자 테크닉 등 노르웨이와 독일의 주요 방산업체들을 방문
2026-02-09	독일 → 캐나다	카테리나 라이헤 (경제에너지부 장관)	멜라니 줄리(산업부 장관), 팀 호지슨(천연자원부 장관), 도미니크 르블랑 장관(국제 통상부 장관)	라이헤 獨 경제장관 캐나다 급파, 경제협력 논의
2026-02-20	캐나다 → 독일	콜턴 르블랑 (노바스코샤주 장관)	TKMS	킬 조선소 및 에케른피르데 잠수함 훈련 센터를 방문
2026-03-13	캐나다 → 독일	마크 카니(총리)	프리드리히 메르츠(총리), 요나스 가르 스토레(노르웨이 총리)	NATO 안보 협력 및 캐나다의 60조 원 규모 차세대 잠수함 도입 사업을 논의

자료: 유진투자증권

한국-캐나다 외교: 2+2회의·GSOMIA·조선소 시승까지

한국 & 캐나다의 스킨십(CPSP 관련)

날짜	방향	방문 인사(직함)	상대/동행(직함)	내용
2025-09-08	캐나다 → 한국	스테파니 벡(국방차관)	석종건(방사청장)	양국 방산 협력 강화 논의, 한화오션 조선소 방문, 국내 방산업체와 간담회
2025-10-30	캐나다 → 한국	마크 카니(총리), 데이비드 맥퀸티(국방장관), 앤거스 탐시 (해군사령관)	이재명(대통령), 강훈식(비서실장), 안규백(국방장관), 강동길(해군참모총장) 등	안보·국방협력 파트너십 수립, 군사/국방 비밀정보보호 협정 타결, 마크 카니 총리의 도산안창호급 시승
2025-11-05 ~11-07	한국 → 캐나다	석종건(방사청장), 이두희(국방부차관)	스테파니 벡(국방부차관)	안보/국방 협력 논의, 한국-캐나다 방산기업 로드쇼(방사청-캐나다 CCC 공동주최)
2025-11-12	한국 → 캐나다	조현(외교부 장관)	아니타 아난드(외교 장관)	안보·국방, 경제, 문화협력 등에 대해 의견 교환, 볼바르디어 공장 방문
2025-11-24	캐나다 → 한국	멜라니 줄리(산업부 장관)	김정관(산업부 장관), 조현(외교부 장관)	경제·전략적 협력 확대방안 논의
2026-01-21	캐나다 → 한국	리처드 알바이터 (외교부 국제안보/정무 차관보)	정의혜(외교부 차관보), 박종한(외교부 경제외교조정관)	10월 정상회담 후속조치 점검 및 캐나다 차기 잠수함 사업 관련 논의
2026-01-22	캐나다 → 한국	빅터 피델리 (온타리오주 경제개발부 장관)	한화오션, HD현대중공업	한화오션 조선소 방문
2026-01-26	한국 → 캐나다	강훈식(비서실장), 김정관(산업부 장관), 이용철(방사청장), 기업 대표단	마크 카니(총리), 데이비드 맥퀸티(국방장관), 프랑수아 필립 샴페인(재무장관)	전략경제 특사 자격으로 캐나다 방문, 잠수함 사업 및 안보/산업 협력 논의
2026-02-02	캐나다 → 한국	스티븐 푸어(조달장관), 캐나다 정부 관계자	강훈식(비서실장), 안규백(국방장관), 이용철(방사청장)	양국 간 국방·방산 협력 강화 방안 논의
2026-02-09	캐나다 → 한국	크리스토퍼 스킵 (퀘벡 국제관계장관)	정의혜(외교부 차관보)	양국 방산 협력 확대
2026-02-25	한국 → 캐나다	안규백(국방부 장관), 조현(외교부 장관)	데이비드 맥퀸티(국방장관), 아니타 아난드(외교 장관)	한-캐나다 외교·국방(2+2) 장관회의 개최 한-캐나다 군사·국방 비밀정보 보호협정 체결 국방협력협정 협상 개시에도 합의
2026-03-05	한국 → 캐나다	김정관(산업부 장관), 한화오션	멜라니 줄리(산업부 장관), 빅터 피델리(온타리오 경제개발부 장관), 더그포드(온타리오 주지사)	배터리·수소·에너지 분야 등 협력 강조 현대차 등 기업 고위 임원도 동행
2026-03-25	캐나다 → 한국	김선영(양자경제외교국장), 김영만(산업부 통상정책국장대리)	조야 도넬리(외교부 동북아국장), 에마뉘엘 라무호(외교부 전략국장), 제이미슨 맥케이 (캐나다 혁신과학경제개발부 외국인투자심사국장)	한-캐나다 2+2 국장급 경제안보대화 개최 CPSP 관련 산업협력 방안을 소개하고, 우리측 협력의지를 전달
2026-03-26	한국 → 캐나다 (프랑스)	조현(외교부 장관)	아니타 아난드(외교 장관)	안보·국방 협력, 실질 협력(경제안보, 첨단기술 등) 등 의견 교환
2026-03-30	캐나다 → 한국	마닌더 시두(국제통상부 장관)	SK와 한화, HD현대, 두산, 삼성중공업, 풍산 등	무역사절단 방문

자료: 유진투자증권

한국 강점: MRO·ITB·훈련 / 독일 강점: 북극 경험·NATO 연계

캐나다 잠수함 평가 지표: 플랫폼 20%, 현지 유지보수 50%, 경제적 이익 15%, 재정 능력 15%

구분	한국	독일
잠수함 성능	- 장거리 항해 능력 우수 - 장보고 III-Batch 2 실전 배치 완료 - VLS 탑재(VLS → 배터리 확장, 승조원 공간 설계 변경 가능성, 加 미사일 부재) - NATO 체계와 상호 운용성 확보(Link-16/22) - 빙하 부상 능력 있으나, 2m 이하는 돌파 가능, 북극해 운용에 맞게 선체 보강 설계 진행 중 - 도산안창호함(KSS-III Batch I) 캐나다 빅토리아주까지 1.4만km 횡단	- 스텔스 설계로 능동 소나 피탐률 감소 - 북극해 작전 경험 우위 - 나토 재래식 함대의 약 70%를 담당, NATO 체계와 호환성
잠수함 건조 스케줄	2032년부터 매년 1척씩 인도 2035년 4척 인도 완료, 2043년 12척 인도 완료 - 캐나다 입장 고려, 현지 건조 제안은 자제. 캐나다 회망 시 현지 건조도 가능 - 현지건조(필요시 가능) 보다는 현지 정비/유지보수에 주력	2034년 1척 납품. 두번째 잠수함은 2036년 인도 - 노르웨이 2029년 인도, 독일 2032년 인도 예정 - 조기 납품 및 기 건조 중인 잠수함 캐나다에 선제 공급 가능성 - 현지 건조 가능성 언급
잠수함 유지보수	- 현지 ISS(운용/정비 센터) 구축 추진(@CANSEC 2025). 대서양과 태평양 연안 양쪽 정비시설 구축 - 주권적 유지보수 제안: "캐나다 노동자가 100% 직접 정비" - 한화오션, 캐나다 군 해빙선 첫 MRO 완수 - Babcock Canada과 협력(동사는 빅토리아급 잠수함에 대한 In-Service Support 주계약자)	- EllisDon과 유지·정비·훈련 시설 협력 - Seaspan과 MRO 협력(동·서부 해안에 각각 유지보수 시설을 구축) - Gastops와 함께 자동화 시스템 후속 지원(ASISS) 우수 센터 설립 추진
교육 훈련	- 잠수함 건조 중 한국에서 기본 및 전술 훈련을 받을 수 있도록 상세한 훈련 계획을 제안 2025 사일런트 사크에서 안무함(도산 안창호급)에 캐나다 승조원 승선 훈련 2026년 2월 캐나다 조달장관 진해 해군 잠수함사령부 방문해 교육훈련 체계 시찰 2026년 6월 초 연합해상훈련 예정(한-캐 단독 양자 훈련) - 모호크대학교와 온타리오조선소 내에 '조선 인력양성 허브'를 구축	- 캐나다 해군 장교, 독일 에커른피르데 잠수함 교육센터에서 훈련 중 2026년 1월 교육 훈련 확대 예정
핵심 ITB	- 한화 2040년까지 최소 20만 개 일자리 창출을 목표로 한 장기 협력 구상 제시 (한화) 2.75억 달러 Algoma Steel 투자(고강도 특수강 생산 지원), LNG 및 해상 풍력 개발 프로젝트 참여, 육상무기 패키지(K9 자주포 등) 제안, 온타리오 조선소 대형 선박 건조 역량 개진 지원 등 (현대차) 수소 밸류체인(생산-저장-활용) 구축을 제안 (기타) 포스코인터내셔널 회로류 개발 협력, HD현대오일뱅크 수조원대 원유 구매, LIG넥스원 현지 어뢰 공장 투자, 대한항공 봄바디어에 구매 등. - 한국-캐나다 미래 모빌리티 산업 협력 MOU(캐나다 내 자동차 및 배터리 제조 등) - 한화오션, 국과연, 캐나다 대잠수함 기술개발 프로젝트 참여	- 폭스바겐(VW)의 자회사 파워코(PowerCo)를 통해 배터리 공장 설립 ※VW그룹 "자동차 공장 투자는 없을 것"이라 발표(26년 3월) - 회로류 등 광물 개발 협력 - 캐나다산 CMS 330 전투체계 도입 - 봄바디어 글로벌 항공기 18대 이상 도입 (독일 경제부, 국방부, 총리실 언급 자제)
현지 기업 협력 세부 (한화, TKMS)	- Babcock(MRO/핵심 하위 부품), L3Harris Mapps(통합제어), Gastops(추진체계), Kongsberg(소나/전투체계), Paradigm Shift Technologies(첨단코팅), Algoma Steel(철강), J Squared Technologies(군용 컴퓨팅), Curtiss Wright(에인소나 운용시스템), Hexagon(정밀계측), PV Labs(광학 센서), Black Berry(보안), Cohere(AI 솔루션), Hepburn Engineering(해상보급시스템), Des Nedhe Group(현지 공급망), Racerocks(시뮬레이션), CAE(훈련/시뮬레이션), Modest Tree(VR훈련), Ellisdon(육군 협력), PCL(인프라/건설), Fermeuse Energy(LNG 개발), Telesat(위성통신), MDA Space(위성플랫폼), OSI마리타임시스템즈(전자 항법 솔루션), EMCS인더스트리즈(선체 부식 방지), 테슬라마린(첨단 전력 시스템), 자스트람테크놀로지스(운용 지원), 커티스라이프(음파 탐지기) - 한화오션 - LIG넥스원/KTE - GTI/Ultra Maritime/KA Energy Systems/J-Squared Technology/ Safran - Trusted 4D Canada 협력 체결(CSPS 파트너스데이 260305) - 토론토대학교, 뉴브런즈윅대학교, 달하우지대학교와 R&D 협력 체계 구축 4월 16일 한화오션 Hanwha Supplier Day 개최 예정	Marmen(212CD 부품 생산), EllisDon(MRO/훈련 시설 인프라), Cohere(첨단 AI 통합), Seaspan(MRO), Magellan Aerospace(중어뢰 현지 생산), Kongsberg(첨단 전투체계 기술), Songhees/Des Nedhe Group/Glooscap Ventures(원주민 단체와 협약), 이누이트 개발 공사 협회 (북극 지역 개발 사업 지원), CAE(시뮬레이터) 등
금융 지원	구체적인 언급 미확인	- SAFE 협약 공식 서명(@MSC 2026) - SAFE 금리 3% 수준 전망(EU 국제 수익률) → 캐나다 SAFE 대출은 불가 - SAFE 기반 공동조달에서 캐나다 기업이 입찰/공급망에 들어갈 법적 통로 확보
정치/군사 협력 관계	- 한국-캐나다 포괄적 전략동반자 관계(2022년) - 한국-캐나다 안보·국방 협력 파트너십 수립(2025년 10월) - 한국-캐나다 군사기밀 보호협정 국무회의 통과(2026년 1월)	- NATO 가맹국 - 독일-노르웨이와 함께 북극해 안보 협력 심화 - 그린란드 사태로 인해 북극 협력 필요성 확대 - 캐나다 방산/이중용도 혁신 생태계(CDDE) 출범 - 웨스턴 대학교, UBC, 달하우지 대학
기타 수주 노력	- 현지 지사 설립 - 군 관계자 채용, 대관 로비 확대 - CPSP 홍보 웹사이트 개설(2025년 4월)	CPSP 홍보 웹사이트 개설(2026년 1월)

자료: 유진투자증권

방산 수주 공식: 스펙·ITB·정부 관계가 삼위일체

한국의 방산 사업 승패 요인 요약

구분	한국 탈락			한국 수주	
	호주 호위함	폴란드 잠수함	노르웨이 전차	호주 레드백	노르웨이 천무
■ 개요	- ANZAC급(8척) 대체 - 총 11척 도입 추진 (3척 현지 + 8척 자국 건조) 25년 8월 일본 MHI 모가미급 위협 선정 29년 인도, 30년 배치 목표 - 사업 규모 10B AUD	- Kilo급 대체 - 총 3척 도입 추진 25년 11월 스웨덴 Saab A26 위협 선정 30년 인도 목표 - 사업 규모 10B PLN(2.7B USD)	- Leopard 2A4NO 대체 - 총 54대(+18대 옵션) 도입 추진 23년 2월 독일 Leopard 2A7 선정 26년 인도 시작 목표(~31년) - 사업 규모 19.7B NOK(USD)	- M113AS4 대체 - 총 129대 도입(450대에서 축소) 23년 7월 한국 레드백 우선협상 선정 - 사업 규모: 7B AUD	- 신규 도입 - 총 16기 발사대 + 미사일 26년 1월 한국 천무 선정 28~29년 발사대 인도, 30~31년 미사일 인도 - 사업 규모 19B NOK
수주 기업 (경쟁사)	- 일본 MHI 모가미급 선정 - 최종 후보: MHI 모가미급, TKMS MEKO A200 1차 탈락: Navantia(Alfa 3000), 한화오션 (FFX Batch 1), HD현대중공업 (FFX Batch III)	- 스웨덴 Saab A26 - 기타 후보: TKMS(212CD), Fincantieri(U212 NFS), Naval Group(Scorpene), Navantia(S-80 Plus), 한화오션 (KSS-III Batch 2)	- 독일 KMW Leopard 2A7 - 탈락: 현대로템 K-2	- 한국 한화에어로스페이스 레드백 - 최종 후보: Rheinmetall Lynx KF41 1차 탈락: General Dynamics(Ajax/Ascod), BAE Systems(CV90)	- 한국 한화에어로스페이스 천무 - 탈락: Lockheed Martine(HIMARS), Rheinmetall(MARS)
승리/패배 요인	- 일본 승리 요인: (1) 성숙한 기존 설계 (2) 빠른 전력화 스케줄 & 우수한 납기성 (3) 운용 인원 절감 (4) 호주 해군 요구 충족(항속 거리, 다기능성, 화력 등) (5) 호주/미국/일본 안보 결속 등. - 한국 탈락 요인: (1) 스펙(항속거리) (2) 운용 인원 (3) 무장(한국산 중심) (4) 신뢰성 (*업체 균열)	- 스웨덴 승리 요인: (1) 발트해 작전 적합 (2) 인도 시기 및 임시 훈련 잠수함 제공 (3) VLS 탑재 옵션 제안 - 한국 탈락 요인: (1) 발트해 적합성 부족(KSS III 대형 디자인) (2) 유럽 정치 지형에서 불리(非 나토) - 독일 탈락 요인: (1) 북극해 특화 (2) 스웨덴 대비 산업 협력 강도 및 구체화 수준 열위(Saab 폴란드 신호정보수집함 既 건조 중)	- 독일 승리 요인: (1) 성능 충족 (2) 북유럽권 제품 상호 운용성 (3) 독일과의 안보/산업 협력(독일 LNG 수출 등) - 한국 탈락 요인: 독일 대비 노르웨이와 정치/경제적 관계성 열위(성능 평가는 K-2가 우위, 노르웨이 국방물자국(FMA)은 K-2 조달을 추천)	- 한국 승리 요인: (1) 요구 사항 충족(보호/기동/화력/C4ISR/지속가능성/적합성 모두 한국이 1위 차지) (2) 현지 생산 및 현지 협력 (3) 역량 단위당 최적의 비용 - 독일 탈락 요인: 제품 가격은 한국에 앞섰으나, 성능과 ITB 관점에서 열위였던 것으로 판단됨.	- 한국 승리 요인: (1) 성능 우수(미사일 3종류, 500km 사거리도 충족) (2) 빠른 납기 & 안정적 공급망(폴란드 현지 생산 공장) (3) 가성비 (4) 노르웨이 기업과 높은 수준 산업 협력 제안(계약 금액 120%) (5) 정부 노력(대통령 특사 및 국방부 장관 방문 등) - 독일 탈락 요인: KNDS는 완전한 시스템 납품 요건을 충족하지 못했음(미사일 능력 부족, 양산 체제 미비, 이스라엘 의존 등)
핵심	요구사항 충족 여부		정치/경제적 관계 및 정부 지원 상호운용성	요구사항 충족 여부 ITB	요구사항 충족 여부 ITB 현지 공급망

자료: 유진투자증권

캐나다의 실용주의: 전통 우방 독일 vs 신흥 파트너 한국

실용주의를 추구하는 캐나다

- **캐나다는 패권 경쟁 심화와 규칙 기반 질서 악화 속 중견국의 전략적 자율성과 실용주의(가치 기반 현실주의) 강조.** 이를 위한 다자주의를 추구하며 EU 및 NATO와의 협력은 물론, 인도-태평양과의 협력도 강화 중
- 유럽과는 2025년 EU와 안보·국방 협력 파트너십 체결. 그리고 2026년에는 EU SAFE 참여와 NATO의 GDP 대비 국방비 2% 지출 목표 달성을 선언. 아시아 지역에서는 2022년에는 인도-태평양 전략을 발표. 태평양 국가로서의 인식 강화와 중국 부상에 대한 견제, 군사/경제적 협력을 강조
- **한국과는 ‘2022년 포괄적 전략적 동반자 협력 관계(CSP)’ 구축하고, 2025년 ‘안보/국방 협력 파트너십(SCDP)’도 수립함. 2026년에는 ‘군사/국방 비밀정보보호협정(GSOMIA)’에 서명하고, ‘국방협력협정(DCA)’ 체결을 추진하기로 합의하며 양국 관계가 지속적으로 발전되고 있음**
- 한국과 경쟁하는 독일은 캐나다의 전통적인 우방. NATO 등 다자 협력 틀 내에서 오랜 협력 관계를 유지해옴. 안보 관점에서는 2024년 북대서양 해상안보 협력 강화를 위한 3자 파트너십(독일-캐나다-노르웨이)을 체결한 바 있음
- 사실, 캐나다 입장에서 독일이 더 오래된 우방 관계. 하지만, 캐나다가 추구하는 ‘다자주의’ 관점에서 신흥 파트너국으로 급 부상 중인 한국에도 충분히 기회는 있음. 양자 경제 관계에서도 한국은 독일 대비 결코 밀리지 않는 수준

중견국의 전략적 자율성을 강조하는 캐나다 마크 카니 총리



자료: 유진투자증권

캐나다 빅토리아급 잠수함(1990~)

협력명	내용/의미
포괄적 전략적 동반자 협력 (CSP)	양국 관계를 전략 파트너로 격상 동반자: 상호 대등한 위치에서 우호적으로 협력 전략적: 정치·안보·외교·경제·문화 등 다방면 협력 포괄적: 같은 가치를 공유하는 국가와 제한 없이 협력 (참고) 동반자 관계 → 포괄적 동반자 관계 → 전략적 동반자 관계 → 포괄적 전략적 동반자 관계 (미국)
안보/국방 협력 파트너십 (SCDP)	국가 간 전략적 이해관계를 공유하고, 군사 정보 공유, 연합 훈련, 방위산업 협력 등 국방 전 분야에서 공조를 강화하는 동맹에 준하는 포괄적 협력 체계
군사/국방 비밀정보보호협정 (GSOMIA)	국가 간에 서로 군사기밀을 공유할 수 있도록 맺는 협정 (방산 협력 강화, 안보 파트너십 강화)
국방협력협정(DCA) *추진중	국방 분야의 협력 증진, 군사 정보 교환, 방산 협력, 군사시설 이용 등을 위해 체결

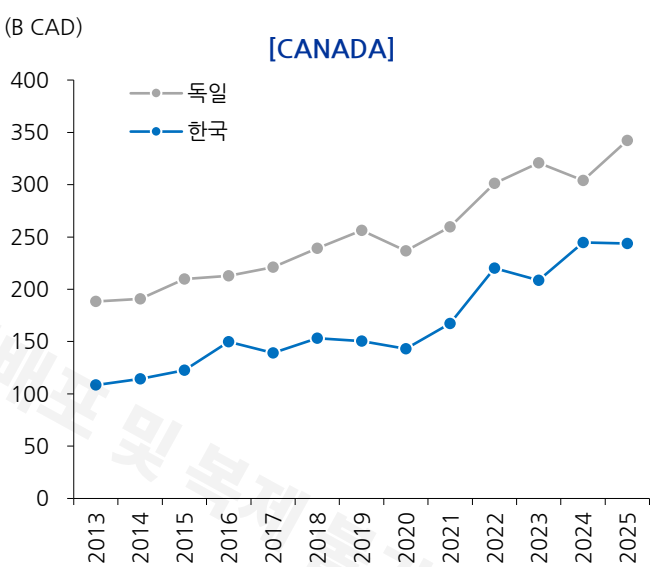
자료: 언론보도, 유진투자증권

교역 규모: 한국은 캐나다의 7위 교역국이며 독일과 격차 빠르게 축소

경제적 관계(수출+수입 합계 규모 순위)

순위	★캐나다(2025년 기준)		노르웨이(2023년 기준) *한국 전차 사업 敗		호주(2023년 기준) *한국 레드백 勝	
	국가	수출+수입	국가	수출+수입	국가	수출+수입
1	미국	927	독일	44	중국	288
2	중국	125	영국	37	기타	108
3	멕시코	62	스웨덴	24	일본	81
4	영국	57	기타	23	한국	57
5	일본	36	네덜란드	19	인도(인디아)	31
6	독일	34	중국	14	미국	67
7	한국	24	폴란드	14	대만	24
8	이탈리아	18	덴마크	13	뉴질랜드	20
9	프랑스	15	미국	13	베트남	21
10	브라질	15	프랑스	13	인도네시아	17
11	네덜란드	14	벨기에	12	싱가포르	27
12	인도(인디아)	14	핀란드	8	홍콩	11
13	스위스	13	이탈리아	6	말레이시아	27
14	벨기에	8	스페인	5	태국	25
15	호주	7	리투아니아	3	영국	14
16	스페인	7	일본	3	네덜란드	8
17	인도네시아	7	튀르키예	2	아랍에미리트 연합	6
18	싱가포르	5	한국	2	필리핀	4
19	홍콩	4	나이지리아	1	독일	21
20	아랍에미리트 연합	4	아이슬란드	1	캐나다	6

자료: KITA, 유진투자증권
주) 집계 시기는 수주 경쟁 시기 기준, 통화는 현지 통화(십억) 기준



캐나다 DIS: Build-Partner-Buy, 국산화 70% 목표

변화한 캐나다의 조달 정책

- 캐나다는 2월 공개한 DIS(국방산업전략)에서 Build - Partner - Buy 프레임워크 제시. 핵심 IP의 개발 및 보유에 대한 주권적 통제 강조
 - Build: 필수적인 국내 역량 구축 우선시
 - Partner: 파트너국과 공동 개발 & 공동 생산 (Build가 어려울 경우). 유럽, 영국 및 인도-태평양(호주, 뉴질랜드, 일본, 한국) 지역에 중점
 - Buy: 해외 시스템 구매. ITB 요건 강화
- ITB(Industrial and Technological Benefits) 정책도 강화 예정. 캐나다는 기본적으로 계약 규모만큼 ITB를 제공해야 함. 전체 입찰 평가에서 ITB 항목 비중이 10% 이상 차지함(입찰 평가 = 가격 평가 + 기술 평가 + ITB). **단순 조립/하청보다, 캐나다 내 생산기반/기술이전/현지 기업 성장을 얼마나 강하게 제시하느냐가 더 중요**
- 4월 10일, 캐나다 정부가 약 20일간의 입찰 제안서 수정 기간을 부여(4월 29일 기한). 이번에 발표된 DIS 방향성을 반영할 수 있는 기회를 부여한 것. DIS에서 ITB 내 용을 강화하고 있는 만큼, 현지 업체와의 협력과 기술 이전, 인력 양성 등 산업 생태계 관점에서 공세적으로 접근하고 있는 한국이 유리하다고 볼 수 있는 포인트

캐나다 국방 산업 전략 주요 내용

[전략 수립 배경 및 목적]	
- 국제 정세 변화에 대응한 안보 자율성 확보 및 국방 자립도 제고	
- 국방 예산의 국내 환류를 통한 국가 경제 성장 및 혁신 동력 창출	
- 기존의 파편화된 국방 조달 체계를 통합적 산업 육성 관점으로 전환	
[전략 추진 3대 핵심 원칙, '제조-협력-구매(Build-Partner-Buy)']	
- (제조) 조선, 항공우주, 우주, 육상 시스템 등 전략 분야의 국내 생산 역량 강화	
- (협력) 핵심 국방국과의 공동 개발 및 공급망 협력을 통한 전략적 효율성 극대화	
- (구매) 국외로부터 국내 생산 불가 품목 도입 시 기술 이전 및 국내 재투자 조건 부여	
[주요 추진 목표 및 기대 효과 (향후 10년 기준)]	
- (공급망 재편) 국방 계약 내 자국 기업 비중을 70%까지 대폭 상향	
- (고용 창출) 전국 단위에서 12만 5,000 개의 고임금 양질의 일자리 창출	
- (산업 규모 확대) 국방 매출액 240% 증가 및 관련 수출액 50% 확대	
- (장비 가동률) 해군 75%, 육군 80%, 공군 85%까지 함대 가동 수준 향상	
[DIS 추진 핵심 주체로 신설된 국방투자청(DIA, Defence Investment Agency)의 역할]	
- 국방 조달 및 투자 의사결정 창구를 단일화하여 행정 절차 간소화	
- 민간 혁신 기술의 군 신속 도입을 위한 기술 검증 및 시장 진입 지원	
- 자국 기업의 글로벌 공급망 점유를 위한 전략적 금융 투자 집행 및 관리	
- 핵심 광물 등 안보 필수 자원의 수급 안정을 위한 공급망 리스크 관리	
자료: KOTRA, 유진투자증권	

캐나다의 ITB 정책 변화 예고(2026년 중)

구분	주요 개혁 내용	기대 효과 및 목표
주권 역량 강화	전략적 거래(Strategic Transaction) 도입, 지식재산권(IP) 이전 및 인프라 투자에 높은 가중치(Multiplier) 적용	캐나다 국방 주권 확보 및 핵심 기술의 자립도 향상
국내 기업 지원	캐나다 기업 부스트(CCV) 도입 *CCV: 제품을 만들 때 들어가는 부품, 인건비, 기술 등이 얼마나 캐나다 내에서 발생했는지 (캐나다 콘텐츠 가치 70~100% 기업 투자 시 혜택), 중소기업(SMB) 직접 업무 가중치 적용	국내 공급망 강화 및 중소기업의 국방 사업 참여 확대
정책 현대화	ITB 적용 기준 금액 상향 (2,000만→2,500만), 기존 17개 핵심 산업 역량(KIC)을 10개 주권 역량으로 재편	행정 절차 간소화 및 국가 안보 핵심 분야에 집중 투자
인력 및 기술 개발	국방 분야 교육·훈련 투자 가중치 도입, 원주민(Indigenous) 인력 개발 인센티브 강화	미래 국방 전문 인력 양성 및 사회적 포용성 확대
기업 유연성 확대	중소·중견기업' 카테고리 신설 (자격 기간 5년 연장), 성장 기업에 대한 혁신 투자 금액 상한선 제거	기업의 규모 확대(Scaling) 및 글로벌 경쟁력 확보 지원
매출 거래 개선	미래 매출을 견인하는 투자에 대해 선제적 크레딧(Upfront credit) 부여	공급망 개발 가속화 및 민간 투자 유인 강화

자료: 캐나다 정부, 유진투자증권

캐나다 ITB: 계약금액 100% 국내 환원, 한화의 MRO·R&D 구축 제안

캐나다 ITB 개요

항목	주요 내용
도입 시기	2014년 도입 (기존 30년 이상 운영된 IRB 정책을 대체 및 강화)
대상 사업	1억 달러 이상의 국방 및 해안경비대 조달 사업 (2,000만~1억 달러 사이 사업은 검토 후 적용)
의무 이행 규모	계약 금액의 100%에 해당하는 가치를 캐나다 내 경제 활동으로 환원해야 함
평가 방식	가치 제안(Value Proposition, VP) 점수를 통해 평가 전체 입찰 점수의 최소 10% 비중 차지
인정 및 이행 방법	캐나다 내 직접/간접 투자, R&D, 수출, 중소기업(SMB) 협력, 기술 이전 등
중소기업(SMB) 요건	전체 ITB 의무액 중 최소 15%는 SMB를 통해 이행해야 함

BID EVALUATION

Price + Technical Merit + Value Proposition (≥ 10%)

자료: ISED, 유진투자증권

사업 유형별 가치 제안 비중 예시

구분	일반 사업	미래 신기술 사업	핵심 전략 산업	유지보수
대상 (KIC 연계)	16대 KIC 미해당 (일반적인 장비 조달)	신흥 기술 (Emerging Tech) 연계 (AI, 사이버 보안, 클린 테크 등)	선도 역량 (Leading Competencies) 연계 (항공우주, 조선, 장갑차 등)	유지보수(ISS) 연계
VP 전체 비중	10%	15%	25%	20%
주요 목표	기존의 국내 산업 역량 활용 및 유지	혁신 기술의 국내 뿌리 내리기 및 R&D 유도	국가 전략 산업의 강화 및 글로벌 수출 극대화	장기적인 장비 가동 능력 확보, 현지 공급망 유지, 고속권 정비 인력 양성 등

자료: ISED, 유진투자증권

평가 항목별 가중치 예시

구분	일반 사업	미래 신기술 사업	핵심 전략 산업	유지보수
R1. 직접 작업	50%	25%	35%	0%
R2. 공급망 개발	15%	30%	25%	70%
R3. 연구 개발	10%	40%	5%	0%
R4. 수출	25%	5%	35%	10%
R5. 기술 교육	0%	0%	0%	20%

자료: ISED, 유진투자증권

한화의 현지 MRO, R&D 센터 구축 제안



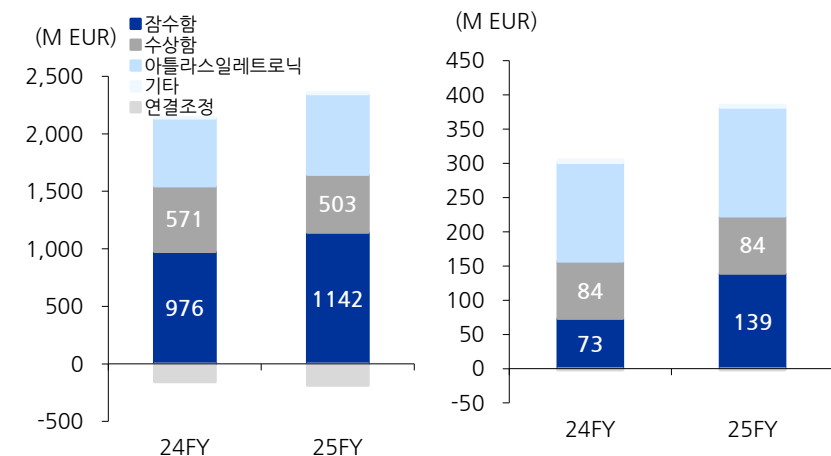
자료: 한화오션, 유진투자증권

TKMS: NATO 재래식 잠수함 70% 점유, 생산능력 3년 내 2배 확대

공격적인 사업 확장 추진 중

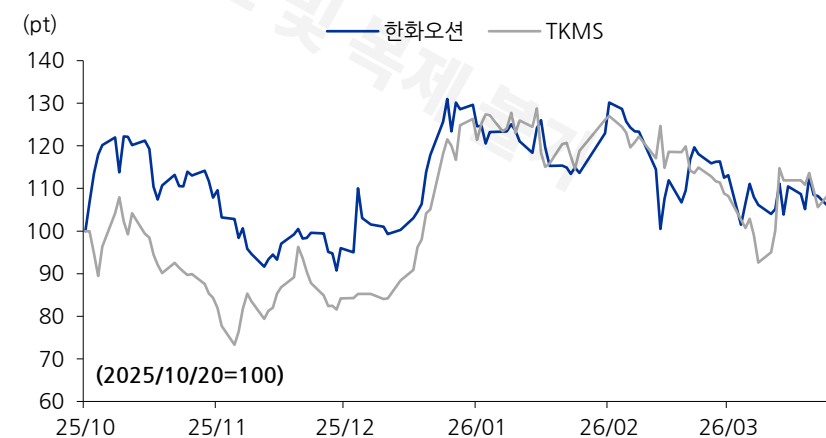
- TKMS는 2025년 10월 티센크루프 그룹에서 분할되어 독일 거래소에 신규 상장한 독일의 대표 잠수함/수상함 건조 기업. 잠수함은 한국에 잠수함 기술을 이전한 HDW 조선소의 헤리티지를 보유. 2025년 기준, 매출액 2.2B EUR, 잠수함 매출 비중은 53% 수준(수상함 23%)
- 2025년 말 기준 잠수함 수주잔고는 약 26척(독일/노르웨이 10척, 튀르키예 4척, 이탈리아 4척 등). 올해 1월 노르웨이 잠수함 2척 추가 수주. 신규 수주 파이프 라인으로 인도 P-75I(6+3척), 캐나다 CPSP(7~12척)을 제시 중
- 캐나다 CPSP에는 독일-노르웨이의 공동 조달 프로그램에서 개발한 Type 212CD(Common Design)를 제안. 212CD는 독일 6척, 노르웨이 6척 발주. 척당 단가는 약 10억 유로 내외로 추정됨. 초도함은 2029년 노르웨이 인도 예정
- 동사는 건조 능력을 지속 증강 중. Kiel 조선소는 2019년 2.5억 유로 투자해 신규 생산 시설(연면적 14,400㎡)을 추가했고(2023년 완공), Wismar 조선소도 2022년 인수하여 잠수함 생산 시설로 전환 중(2026년부터 잠수함 건조, 2028년 하이브리드 시설로 완전 가동). TKMS CEO 올리버 부르크하르트는 2025년 5월 기준 “지난 3년간 생산능력을 2배로 늘렸다”고 언급. 수상함 건조 능력 확대를 위해, 킬 조선소 인근 GNYK 조선소 인수도 비공식적으로 추진 중

TKMS 부문별 Sales & Gross Margin



자료: 유진투자증권

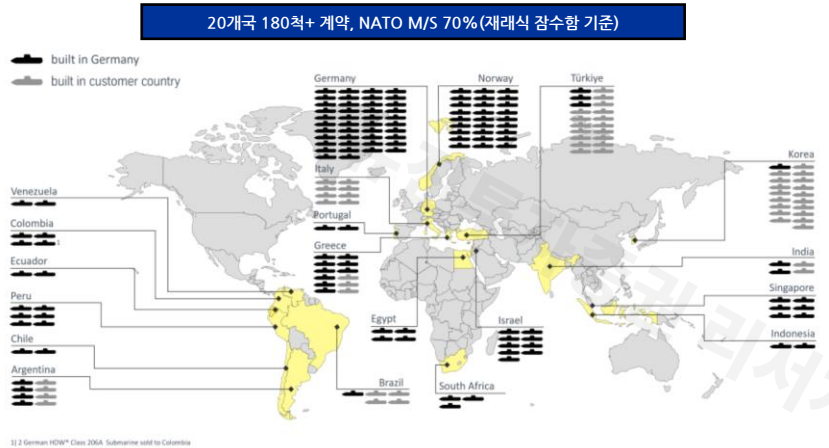
TKMS, 한화오션 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주) TKMS 상장일: 2025년 10월 20일

TKMS 수주현황: 26척 잔고, 212CD 노르웨이 2029년 초도함

TKMS의 잠수함 계약 현황



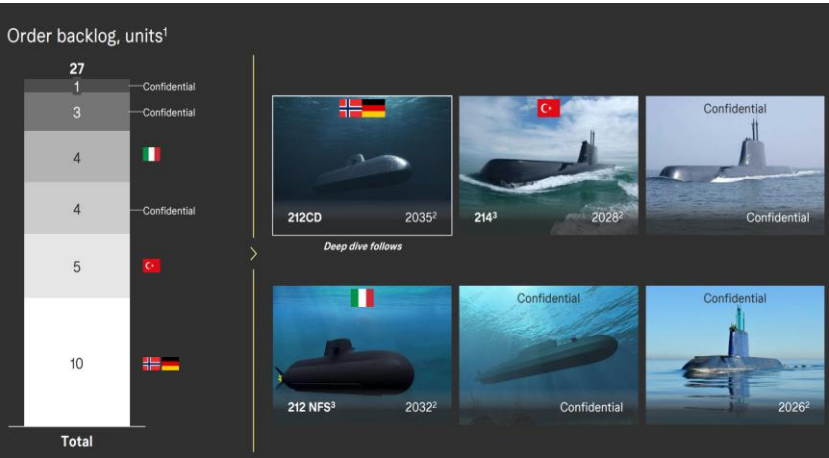
자료: TKMS, 유진투자증권

독일-노르웨이 212CD 발주 현황

일자	21년 7월	24년 12월	26년 1월	인도 스케줄
독일	2	4	-	2031년, 2034년에 1척씩 수령
노르웨이	4	-	2	2027년 항만수락시험 2028년 해상수락시험 2029년 초도함 인도 6번함은 2038년 인도
계약 규모	5.5B EUR (Unit Price: 0.92B EUR)	4.7B EUR (Unit Price: 1.18B EUR)	1.0B EUR+	-

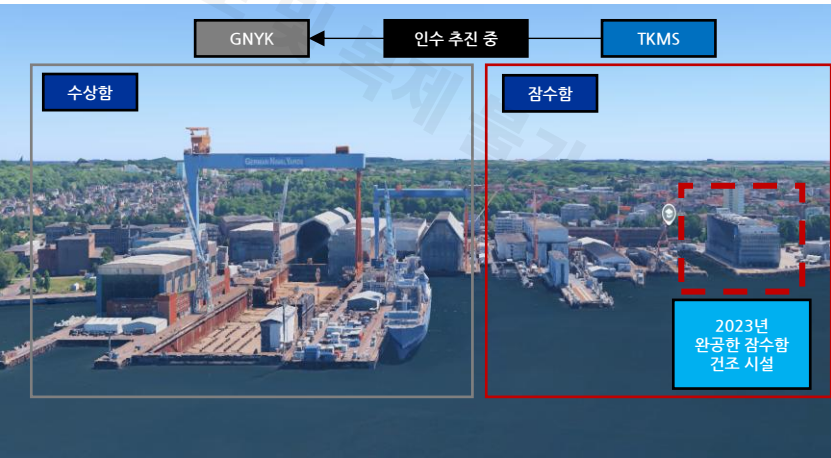
자료: 언론보도, 유진투자증권

TKMS 수주 잔고 현황



자료: TKMS, 유진투자증권

킬 조선소 전경



자료: 언론보도, 유진투자증권

TKMS 생산 확장: 킬 증설 완공·비스마르 2026년 잠수함 건조 착수

킬 조선소 변화(신규 건조 시설 추가)



자료: 구글어스, 유진투자증권

비스마르 조선소 전경



자료: 산업자료, 유진투자증권

4Q25 Earning Call 주요 내용

[실적]

- (실적) 연 매출 22억유로, 영업이익 1.1억 유로
- (수주잔고) 182억 유로로 전년 대비 55% 증가
- (잠수함) 처음으로 연 매출 11억 유로 초과, 총 마진도 2배 성장. 레거시 매출(21년 이전) 감소하면서 수익성 개선 전망
- (수상함) 매출액 전년비 12% 감소. 수주 프로젝트 후반 진입 영향
- 중기 매출액 CAGR +10% 가이드선 유지

[사업 업데이트]

- GNYK와 통합을 모색. 비공식 대화 진입.
- 비스마르 조선소: 압력 선체 생산 라인은 현재 건설 중이며 2026년에 완공될 예정. 2026년부터 잠수함 건조. 2027년 쇠방선 건조 돌입. 2028년 완전 운영
- 어뢰에 대한 수요가 크게 증가하여 생산량이 3배 이상 늘어날 것으로 예상(Atlas)

[수주 업데이트]

- 인도 P-75I 유일한 입찰자, 캐나다 CPSP 한국과 경쟁 중, 노르웨이 212CD 수주 임박
- 독일 F127 프리깃 프로그램에서도 TKMS는 유일한 입찰자
- CPSP에서 TKMS는 지난 몇 달 동안 독일-노르웨이의 경제력뿐만 아니라 유럽 이니셔티브의 힘을 보여주며 경쟁에서 우위 차지

자료: 언론보도, 유진투자증권

1Q26 Earning Call 주요 내용

[실적]

- (실적) 매출 5.45억 유로
- (수주잔고) 187억 유로로 사상 최고치 갱신
- (잠수함) 매출액 2.31억유로(-27%yoy). 일부 매출 이월
- (수상함) 매출액 1.74억 유로(+38%yoy). 브라질 프로젝트 기반
- 26년 가이드선: 매출 +2% to +5% YoY, 조정 EBIT 1~1.5억 유로

[사업 업데이트]

- 11월과 1월에 각각 2척의 구형 잠수함을 인도
- 12월 말 GNYK에 비구속적 제안을 제출

[수주 업데이트]

- 노르웨이 의회가 2척의 212CD 잠수함 추가 구매를 승인
- 독일/노르웨이 212CD 잠수함용 중어뢰에 대한 사상 최대 규모의 수주를 기록
- F-126 브릿지 솔루션(MEKO A200 프리깃함 설계 기반)에 대한 주계약을 체결
- 212CD 잠수함 생산 지원을 위해 캐나다 기업들과 다수의 MOU를 체결
- 캐나다가 EU 방위 조달 프로그램인 SAFE에 참여하면서 새로운 시장 기회가 창출
- CPSP에서 함정의 품질과 성능 보다 캐나다가 얻을 경제적 혜택에 대해서만 이야기 중

자료: 산업자료, 유진투자증권

K-잠수함: 독일 기술 도입에서 80% 국산화까지

K-잠수함의 역사와 발전

- 한국의 잠수함은 독일 기술 도입 → 국내 조립·면허생산 → 국내 설계·핵심체계 국산화(KSS-III~)의 흐름으로 발전
- KSS-III 이후 국산 AIP 기술(배치 1 납축전지 → 배치 2 리튬전지) 및 SLBM 개발. 국산화율은 KSS-1 34%에서 KSS-III 기준 80%으로 크게 확대
- 한화오션과 HD현대중공업이 잠수함 건조를 담당. KSS-I은 HDW 1척/한화오션 8척, KSS-II는 HD현대중공업 6척/한화오션 3척, KSS-III는 한화오션 5척/HD현대중공업 1척으로 한화오션이 우세(총 16척 수주)
- 수출 레코드는 2011년 인도네시아 DSME 1400급 3척. 2019년 인도네시아 3척 추가 수주 계약 체결했으나, 현재까지 계약은 미발효 상태
- 국내 조선소들은 향후 특수선 수출 소요 증가가 기대됨에 따라, 선제적으로 CAPA 증설을 추진. 한화오션은 작년 10월 특수선 4공장 완공. 잠수함 CAPA는 동시 건조 기준 기존 2척에서 4척으로 증가. 장기적으로는 잠수함 5척 건조 CAPA 보유하게 될 전망

한국 잠수함의 역사

- 1987년 독일 HDW社로의 잠수함 전문인력 파견
- 1991년 장보고-I급 잠수함 선도함 독일 진수 (세계에서 43번째 잠수함 보유국)
- 1994년 장보고-I급 잠수함 2번째 이천함 취역 (국내 최초 건조 잠수함)
- 2007년 장보고-II급 잠수함 선도함 취역
장보고-III Batch-I (3천톤급) 기본설계 착수
- 2019년 장보고-II급 잠수함 총 9척 해군 인도 완료
- 2021년 장보고-III Batch-I 선도함(도산안창호함) 인도 및 SLBM 시험발사 성공(8번째 국가)
- 2024년 장보고-III Batch-I(3천톤급) 총 3척 해군 인도 완료
- 2025년 장보고-III Batch-II 선도함(장영실함) 진수식



자료: 언론보도, 유진투자증권

한국 잠수함의 업그레이드 동향

구 분	장보고-I	장보고-II	장보고-III (Batch-I)	장보고-III (Batch-II)
크 기	56.4 × 6.2 m	65.3 × 6.3 m	83.5 × 9.6 m	89 × 9.6 m
톤 수	1,200톤급	1,800톤급	3,000톤급	3,600톤급
수중속력 (최대)	20kts	20kts	20kts	20kts
추진방식	디젤/납축전지	디젤/납축전지 + AIP	디젤/납축전지 + AIP	디젤/리튬전지 + AIP
무 장	어뢰, 기뢰, 유도탄 등	어뢰, 기뢰, 유도탄 등	어뢰, 기뢰, 유도탄 등 - SLBM	어뢰, 기뢰, 유도탄 등 - SLBM
대표 함명	장보고함, 이천함, 최무선함 등	손원일함, 정지함, 안중근함 등	도산안창호함, 안무함, 신채호함 등	(사업 진행 중)
승조원	40여 명	40여 명	50여 명	50여 명
국산화율	33.70%	38.60%	76.20%	80% (목표)

자료: 언론보도, 유진투자증권

한국 해군 함정 현황: KSS·FFX·KDX 전 계보

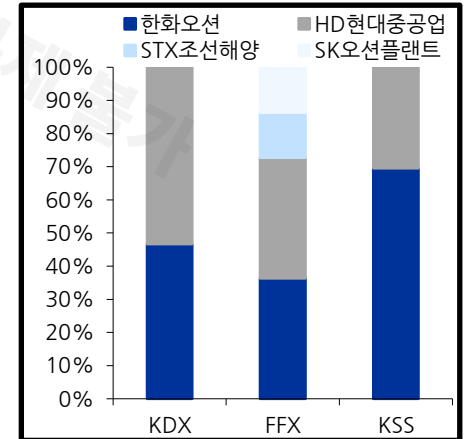
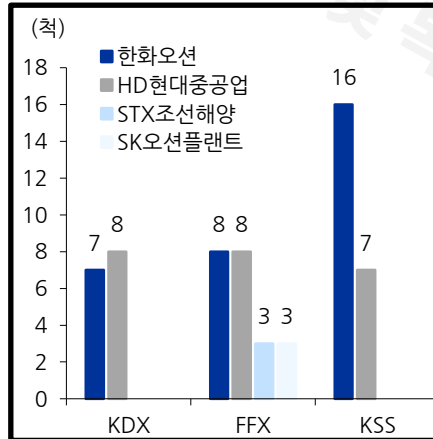
한국 주요 함정 현황

구분	순번	함종 선체번호	함명	인수	건조사	선령
KSS-I	1	SS 061	장보고	1992-10-14	HDW	32.8
	2	SS 062	이천	1994-04-30	한화오션	31.8
	3	SS 063	최무선	1995-02-27	한화오션	31.1
	4	SS 065	박위	1995-08-30	한화오션	30.6
	5	SS 066	이종무	1996-08-30	한화오션	29.6
	6	SS 067	정운	1997-08-29	한화오션	28.6
	7	SS 068	이순신	2000-01-31	한화오션	26.1
	8	SS 069	나대용	2000-11-30	한화오션	25.3
	9	SS 071	이억기	2001-11-30	한화오션	24.3
KSS-II	1	SS 072	손원일	2007-12-26	현대중공업	18.2
	2	SS 073	정지	2008-11-28	현대중공업	17.3
	3	SS 075	안중근	2009-11-30	현대중공업	16.3
	4	SS 076	김좌진	2014-12-30	한화오션	11.2
	5	SS 077	윤봉길	2016-06-17	현대중공업	9.7
	6	SS 078	유관순	2017-07-10	한화오션	8.7
	7	SS 079	홍범도	2018-01-19	현대중공업	8.1
	8	SS 081	이범석	2019-05-09	한화오션	6.8
	9	SS 082	신돌석	2019-12-17	현대중공업	6.1
KSS-III Batch-I	1	SS 083	도산안창호	2021-08-13	한화오션	4.6
	2	SS 085	안무	2023-04-20	한화오션	2.9
	3	SS 086	신채호	2024-04-04	현대중공업	1.9
KSS-III Batch-II	4	SS 087	장영실	2027년 예정	한화오션	-
	5	SS 088	-	2028년 예정	한화오션	-
	6	SS 089	-	2031년 예정	한화오션	-

구분	순번	함종 선체번호	함명	인수	건조사	선령
KDX-I	1	DDH 971	광개토대왕	1998-07-24	한화오션	27.7
	2	DDH 972	을지문덕	1999-08-30	한화오션	26.6
	3	DDH 973	양만춘	2000-06-30	한화오션	25.7
KDX-II	1	DDH 975	충무공이순신	2003-12-01	한화오션	22.3
	2	DDH 976	문무대왕	2004-09-30	현대중공업	21.5
	3	DDH 977	대조영	2005-06-30	한화오션	20.7
	4	DDH 978	왕건	2006-11-09	현대중공업	19.4
	5	DDH 979	강감찬	2007-10-01	한화오션	18.5
	6	DDH 981	최영	2008-09-03	현대중공업	17.5
KDX-III	1	DDG 991	세종대왕	2008-12-22	현대중공업	17.2
	2	DDG 992	율곡이이	2010-08-31	한화오션	15.5
	3	DDG 993	서애류성룡	2012-08-31	현대중공업	13.5
KDX-III Batch-II	1	DDG 995	정조대왕	2024-11-27	현대중공업	1.3
	2	DDG 996	다산정약용	2026년 12월말	현대중공업	-
	3	DDG 997	대호김종서	2027년 말	현대중공업	-

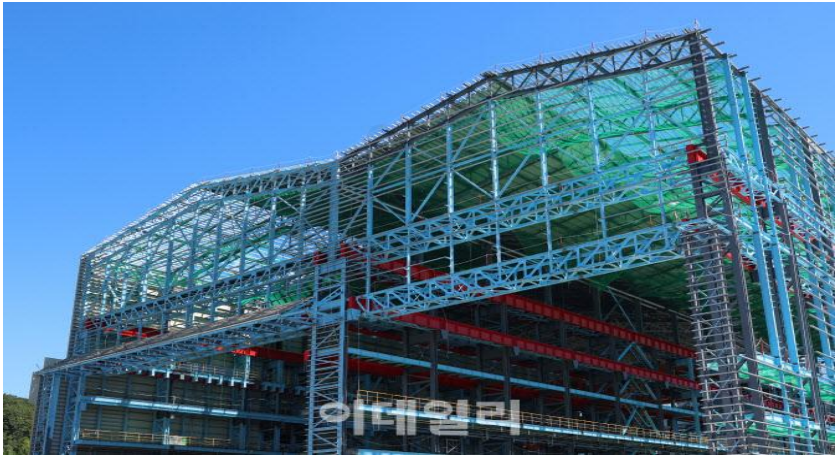
자료: 유진투자증권

구분	순번	함종 선체번호	함명	인수	건조사	선령
FFX Batch-I	1	FFG 811	인천	2013-01-15	현대중공업	13.2
	2	FFG 812	경기	2014-10-31	현대중공업	11.4
	3	FFG 813	전북	2014-12-31	현대중공업	11.2
	4	FFG 815	강원	2015-12-31	STX조선해양	10.2
	5	FFG 816	충북	2016-01-20	STX조선해양	10.1
	6	FFG 817	광주	2016-11-09	STX조선해양	9.3
FFX Batch-II	1	FFG 818	대구	2018-02-01	한화오션	8.0
	2	FFG 819	경남	2020-12-31	한화오션	5.2
	3	FFG 821	서울	2021-07-13	현대중공업	4.6
	4	FFG 822	동해	2021-11-03	현대중공업	4.3
	5	FFG 823	대전	2022-12-21	한화오션	3.0
	6	FFG 825	포항	2023-02-28	한화오션	3.0
	7	FFG 826	천안	2023년	현대중공업	2.8
	8	FFG 827	춘천	2023-10-24	현대중공업	2.4
FFX Batch-III	1	FFG 828	충남	2024-12-18	현대중공업	1.2
	2	FFG 829	경북	2026년 6월	SK오션플랜트	-
	3	FFG 831	전남	2025-11-25	SK오션플랜트	-
	4	FFG 832	-	2027년 6월	SK오션플랜트	-
	5	FFG 833	-	2027년 12월	한화오션	-
	6	FFG 835	-	2028년 6월	한화오션	-
FFX Batch-IV	1	-	-	-	한화오션	-
	2	-	-	-	한화오션	-



한화오션 특수선 CAPA 확장: 2025년 4척 → 2030년 5척

한화오션의 특수선 4공장 건축 모습



자료: 언론보도, 유진투자증권

한화오션 투자 동향

단계	증강 내역
Phase 1 ~2025년	- 특수선 4공장 2024년 9월 착공 (총면적 1만2404㎡ 규모이고, 크게 3개 베이로 구성) 1,100억원 투입해서 2025년 10월 완공 - 잠수함 동시 건조 CAPA 기존 2척에서 4척으로 증강
Phase 2 ~2028년	- 기존 특수선 제1공장 리뉴얼 3,000톤급 잠수함 실내 탑재장 추가 확보 - 잠수함 압력선체 제작이 가능한 작업장 추가 확보
Phase 3 ~2030년	- 기존 특수선 제1공장 자리에 실내 탑재장을 신축 - 안벽을 추가 확보 - 잠수함 5척과 수상함 3척을 동시에 건조 - 잠수함 4척과 수상함 7척이 동시 계류할 수 있는 안벽 확보 2035년 특수선 매출 목표는 5조원 규모

자료: 언론보도, 유진투자증권

국내 조선소 특수선 CAP 전망

한화오션			HD현대중공업		
선종	현재	미래	선종	현재	미래
수상함	2척	3척	수상함	3척	*2030년 2조원 ↓ 5조원 *2035년 5조원 ↓ 10조원
잠수함	2척	5척	잠수함	0.5척	
창정비	1척	2척	창정비	1척	

자료: 언론보도, 유진투자증권

잠수함 건조 현장



자료: DAPA, 유진투자증권

잠수함 건조 타임라인: 2030년 매출 본격화

CPSP 수주시, 2030년 특수선 매출 점프

- 잠수함 건조는 최소 6년여의 긴 시간이 필요함. 일반적인 선박과 마찬가지로 설계부터 시작해서 스틸 커팅, 모듈 제작, 선체 제작, 의장, 시험, 인도의 스케줄을 거치게 됨. 캐나다 잠수함 사업(CPSP)의 경우 2026년 계약 시 2032년 초도함 인도, 이후 매년 1척씩 공급하는 스케줄. 계약 시점에 따라 2034~2035년 4척 일괄 납품 선택지도 고려. 2028년 계약 시, **CPSP 사업의 매출은 2030년경 본격화될 전망.**
- 잠수함의 핵심은 선체 외에 레이더(소나)와 무장/전투시스템, 추진 체계로 구성. 레이더는 LIG넥스원, 무장/전투시스템은 한화에어로스페이스(SLBM)/LIG넥스원(어뢰)/한화시스템(전투시스템), 추진 체계는 추진전동기(효성중공업)/디젤 엔진(STX 엔진)/AIP 연료전지(범한퓨얼셀)가 담당하고 있음. 공시 계약 규모로 보아, 통상 LIG넥스원(어뢰 별도)과 한화시스템의 비중은 약 10% 내외 수준으로 추정됨.

국내 주요 잠수함 건조 스케줄

함종	함명	계약일	착공	기공	진수	인도	조선소
KSS-III Batch 1	도산안창호	2012-12	2014-11	2016-05	2018-09	2021-08	한화오션
	안무	2012-12	2016-07	2018-04	2020-11	2023-04	한화오션
	신채호	2016-11	2017-06	2019-04	2021-09	2024-04	HD현대중공업
KSS-III Batch 2	장영실	2019-10	2021-08	2023-03	2025-10	2027년 예정	한화오션
	-	2021-09	2021-12	2024-07	2026년 예정	2028년 예정	한화오션
	-	2023-12	2024-10	2026년 추정	2029년 예정	2031년 예정	한화오션

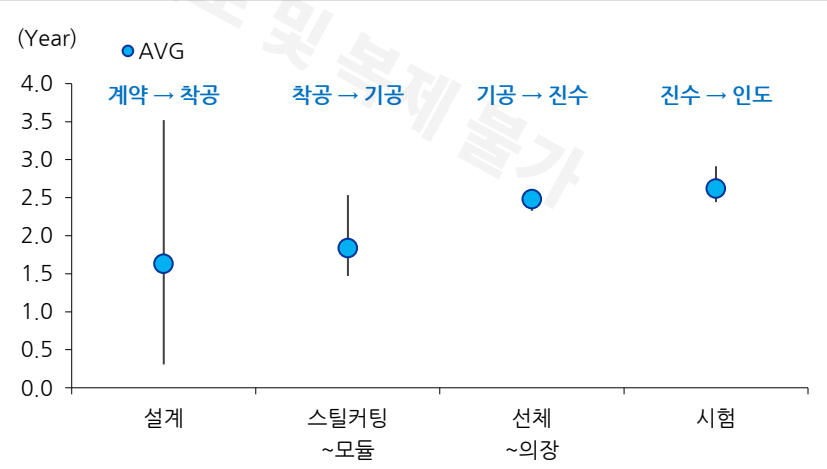
자료: 유진투자증권
주) 착공식: 함정 건조의 첫 공정으로 철판을 절단하는 행사
주2) 기공식: 함정 첫 번째 블록을 건조 선대에 자리 잡아 거치하는 행사

KSS-III Batch 2 선도함 장영실함 진수식 현장



자료: 유진투자증권

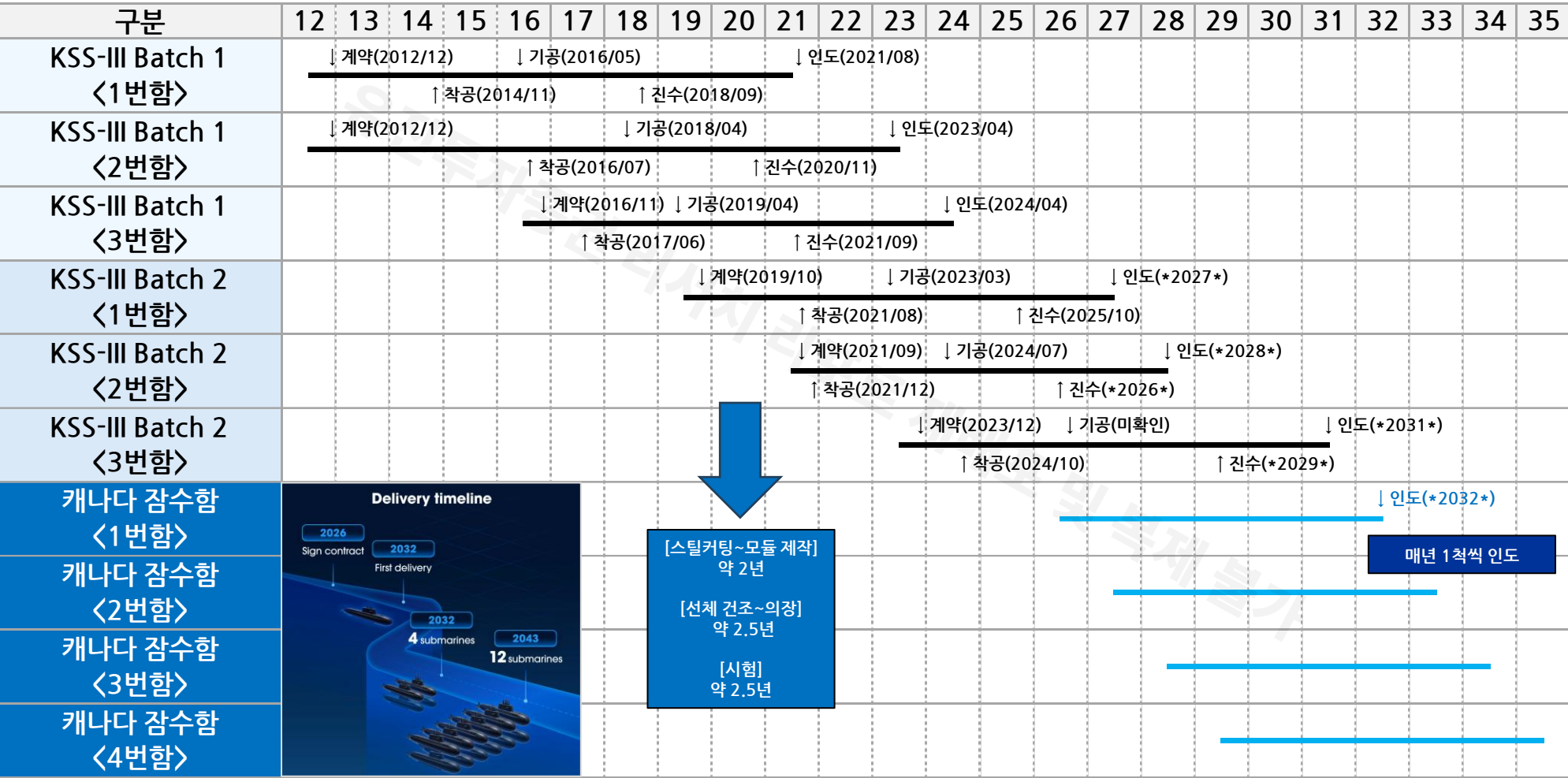
각 공정별 소요 기간



자료: 유진투자증권

한국의 잠수함: 비는 도크가 없다

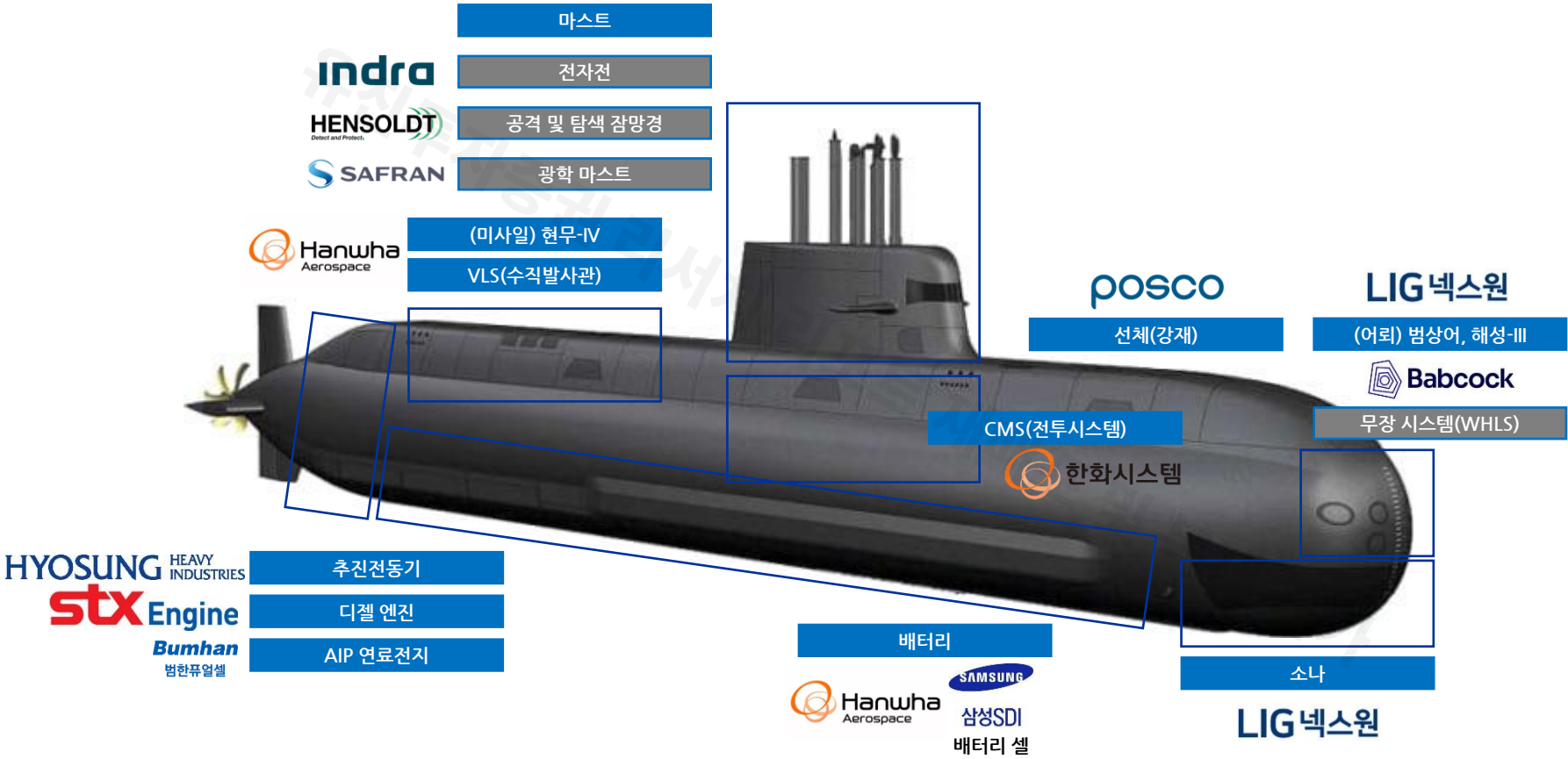
국내 주요 잠수함 건조 스케줄



자료: 유진투자증권

K-잠수함 밸류체인: 선체·추진·무장·전투체계별 수혜기업

잠수함 주요 밸류체인



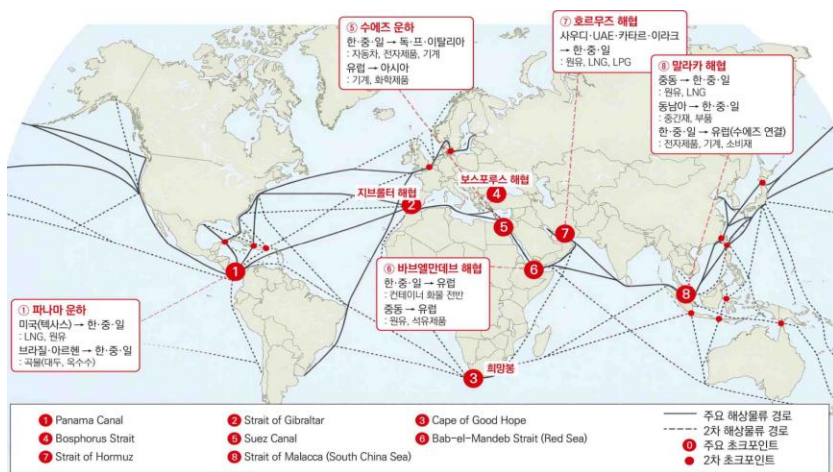
자료: 유진투자증권

중동 사태로 높아진 해상 안보 수요

군함 수요는 세계적으로 늘어난다

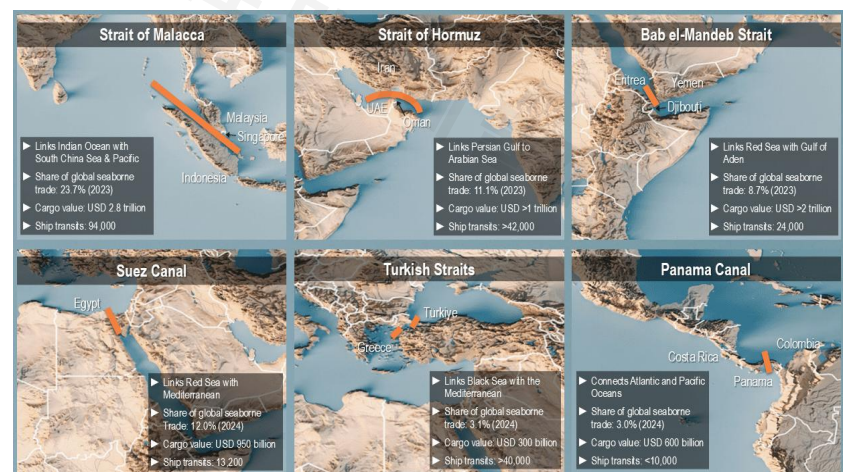
- 전세계 수출입 화물의 약 80%는 해상 운송으로 이루어짐. 2022년 노드스드림 폭파, 2023년 후티 홍해 공격, 2026년 이란 호르무즈 봉쇄까지 해상 안보의 중요성은 나날이 높아지는 중. **안보 관점에서 기존의 지상 및 항공 무기체계에 집중되었던 방산 수요가 향후 해상 무기 체계로 확대되는 계기가 될 것**
- 이번 중동 사태에 대응하기 위해 미국 군함 전력은 현재 대거 중동에 배치되어있음(가용 군함의 41%). 그럼에도 불구하고, 호르무즈 해협의 항행 자유가 확보되지 않았고, 주요 전력의 '중동 집중'으로 유럽/아태 지역의 해상 안보 불확실성은 더욱 커진 상황. **향후 초크 포인트의 경계, 상선 호송, 연안 감시 정찰을 위한 호위함 및 재래식 잠수함 수요가 증가할 것으로 전망함.** 호위함과 재래식 잠수함은 한국 조선소들의 주력 선종.
- 현재 필리핀과 태국을 비롯한 아태, 사우디 등 중동, 에스토니아와 그리스 등 유럽, 페루 등 중남미까지 세계 전역에 걸쳐 다수의 사업이 플로팅 되어있는 상황. 함정 체계는 한국이 강점을 지니는 지상 체계 대비 경쟁 강도가 높은 점은 유의. 경쟁 조선소만 나발 그룹(프랑스), 나반티아(스페인), 핀칸티에리(이탈리아), TKMS(독일), Saab(스웨덴) 등 다수. 한국의 주력 시장인 아시아 지역 내 호위함 수주 결실 맏고, 캐나다 CPSP 사업 수주를 통한 서방/선진국 시장 진출, 중동의 긴급 함정 수요에 신속히 대응하면서 레퍼런스 축적 및 중장기 수출 경쟁력 제고를 기대해볼 수 있는 국면에 진입했다는 판단.

글로벌 해상 물류 8대 초크 포인트



자료: 산업연구원, 유진투자증권

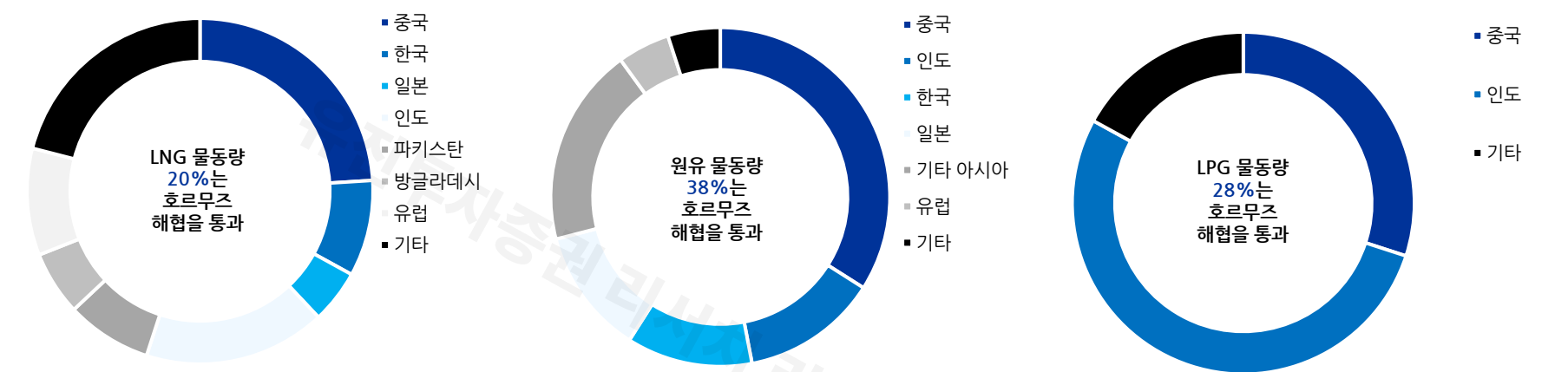
주요 초크 포인트 확대 지도



자료: Andaman Partners, 유진투자증권

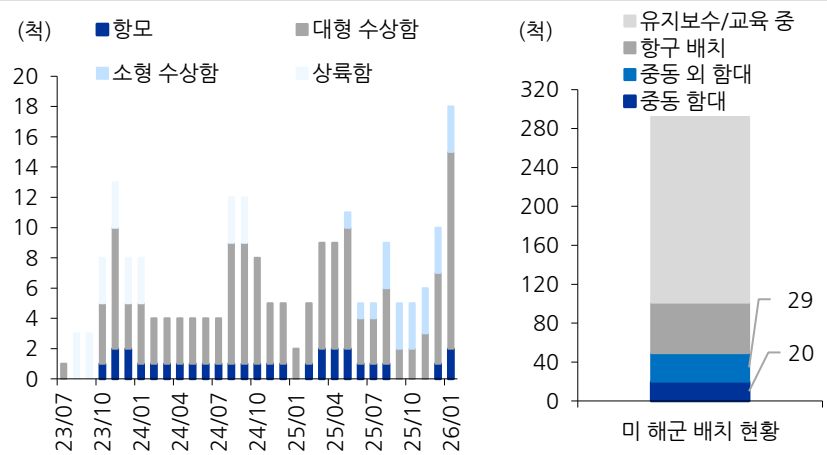
Sea Lane을 지켜라

호르무즈를 통과하는 주요 에너지



자료: Clarksons, 유진투자증권

미 해군 중동 배치 현황(좌), 미 해군 글로벌 배치 현황(우)



자료: CSIS, 유진투자증권

중동 해군력 소요 증가



자료: IISS, 유진투자증권

글로벌 특수선 수주 파이프라인: 잠수함·수상함 전방위 경쟁

수주 파이프라인



자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

07

기업분석

- ✓ 한국전력(015760.KS)
- ✓ 한전기술(052690.KS)
- ✓ 포스코인터내셔널(047050.KS)
- ✓ 대우건설(047040.KS)
- ✓ GS건설(006360.KS)
- ✓ 한화오션(042660.KS)
- ✓ 두산에너빌리티(034020.KS)
- ✓ 한전KPS(051600.KS)
- ✓ 현대건설(000720.KS)
- ✓ DL이앤씨(375500.KS)
- ✓ HD현대중공업(329180.KS)
- ✓ 삼성중공업(010140.KS)

(015760)

한국전력

SMP 상한제로 하방을 막고, 원전으로 상방을 열고

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D_ 6878/tjdgus2009@

현재주가(26.04.14)	44,350원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	28,471	목표주가	92,000원(유지)		
발행주식수(천주)	641,964	주가상승률(%)			
52주 최고가(원)	69,500				
최저가(원)	23,600				
52주 일간 Beta	0.53	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	2,024				
외국인 지분율(%)	22.2				
배당수익률(2026E)(%)	4.1	투자의견	BUY	BUY	-
주주구성(%)		목표주가	92,000	92,000	-
한국산업은행 (외 2인)	51.1	영업이익(26)	14,970	20,972	▼
국민연금공단 (외 1인)	7.9	영업이익(27)	22,664	24,864	▼

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	93,399	97,429	97,191	98,099	101,140
영업이익	8,365	13,491	14,970	22,664	15,573
세전순이익	5,257	11,587	11,410	19,124	12,203
당기순이익	3,622	8,667	8,523	14,324	9,128
EPS(원)	5,439	13,311	13,094	21,838	13,986
증감률(%)	흑전	144.7	-1.6	66.8	-36.0
PER(배)	3.7	3.5	3.4	2.0	3.2
ROE(%)	9.2	19.4	16.4	23.1	12.7
PBR(배)	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.5	5.8	5.0	3.8	4.6

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [투자의견 및 밸류에이션] 당사는 한국전력에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 92,000원을 유지. '26년 실적 감소 우려에도 우호적인 정산계수와 SMP 상한제 도입으로 별도/연결 실적 악화 규모는 크지 않을 전망. 전년 수준의 펀더멘털이 유지되는 가운데 지방선거 이후 전기요금 개편 방향성과 한미 원전 협력의 진전 여부에 따라 주가 강세 모멘텀은 충분하다고 판단. 적극 매수 추천
- [실적 전망] 2026년 매출액 97조원(-0%yoy), 영업이익 15조원(+11%yoy), 순이익 9조원(-2%yoy) 전망. '26년 원전 정비 지연으로 발전 믹스 악화 예상되나, 석탄 가동률 상승, 하반기 요금 인상 가정으로 우려대비 양호한 실적 달성할 것이라 판단. '26년 새울 3, 4호 가동 시 추가 실적 개선 가능할 전망
- [투자포인트] 동사는 대미 원전 투자의 주계약자로 프리미엄이 부각될 전망. 미국 원전 밸류체인 붕괴로 한국전력을 중심으로 한 팀 코리아의 수주가 이어질 것이라 판단하기 때문. 미국 상무장관 하워드 러트닉도 한국과 일본 대미 펀드의 첫 투자처가 원자력발전소 건설이 될 것이라고 예고했고 수주 가능성 존재. 핵잠수함 실무협의 이후 한미 원전 협력 협의 과정에서 우라늄 농축과 지식재산권 문제 등 민감 현안이 해소되면 동사의 수주 경쟁력이 부각될 전망. 러시아 로사톰은 재처리를 포함한 토탈 패키지로 신흥국 수주를 확대하고 있으며, 동사도 한미 협정 협의 여부에 따라 충분히 가능한 모델이라 판단. 또한 APR1400 건설 시 Westinghouse 입장에서 로열티를 수취할 수 있고 미국 정부의 투자를 감안 시, Win-Win 전략이 가능할 전망. 이외에 i-SMR을 포함한 중장기 포트폴리오 확장도 기대. 미국과의 중장기 협력이 대형 원전뿐만 아니라 SMR과 농축 분야로도 확대될 수 있다고 판단. 표준설계인가 취득 후 상업화 국면에서 밸류에이션 재평가 트리거가 될 전망

한국전력 (015760.KS)

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	24,224	21,950	27,572	23,683	24,328	21,759	27,819	23,285	97,429	97,191	98,099
영업비용	20,470	19,814	21,920	21,734	21,502	17,793	22,442	20,484	83,939	82,221	75,434
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,531	5,018	5,602	5,570	19,436	21,721	19,469
구입전력비	8,757	8,601	9,249	7,446	9,123	5,888	9,727	5,520	34,053	30,258	25,722
기타	6,704	6,898	7,171	9,677	6,848	6,886	7,114	9,395	30,450	30,242	30,243
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	2,827	3,966	5,377	2,800	13,491	14,970	22,664
OPM(%)	15.5	9.7	20.5	8.2	11.6	18.2	19.3	12.0	13.8	15.4	23.1
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,341	1,521	3,105	4,587	2,198	11,587	11,410	19,124
순이익	2,362	1,176	3,790	1,339	1,171	2,391	3,532	1,430	8,667	8,523	14,324

자료: 한국전력, 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	246,808	254,927	260,709	267,581	272,792
유동자산	29,255	30,715	32,048	32,273	29,133
현금성자산	4,489	5,270	7,044	7,061	3,226
매출채권	12,128	12,519	12,293	12,408	12,793
재고자산	9,769	10,153	9,937	10,029	10,340
비유동자산	217,553	224,212	228,661	235,309	243,659
투자자산	33,424	35,360	35,273	35,603	36,707
유형자산	182,983	187,752	192,346	198,702	205,966
기타	1,146	1,101	1,042	1,004	986
부채총계	205,445	205,605	205,311	199,319	197,156
유동부채	63,969	67,107	67,420	67,501	67,774
매입채무	9,079	8,412	8,724	8,806	9,078
유동성이자부채	45,069	46,449	46,449	46,449	46,449
기타	9,820	12,247	12,247	12,247	12,247
비유동부채	141,476	138,497	137,891	131,818	129,382
비유동이자부채	91,448	86,636	85,525	78,942	75,991
기타	50,028	51,861	52,365	52,875	53,390
자본총계	41,363	49,323	55,398	68,262	75,636
자배지분	39,915	48,170	54,245	67,109	74,483
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,410	2,410	2,410
이익잉여금	20,128	28,501	35,917	48,781	56,154
기타	14,133	14,049	12,709	12,709	12,709
비자배지분	1,448	1,153	1,153	1,153	1,153
자본총계	41,363	49,323	55,398	68,262	75,636
총차입금	136,518	133,086	131,975	125,392	122,441
순차입금	132,029	127,816	124,930	118,330	119,215

현금흐름표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	15,876	20,880	22,244	22,924	21,370
당기순이익	3,622	8,667	8,523	14,324	9,128
자산상각비	13,997	13,789	15,441	15,939	16,513
기타비현금성손익	7,134	9,204	(3,397)	(8,504)	(5,100)
운전자본증감	(3,790)	(5,383)	754	(126)	(423)
매출채권감소(증가)	(189)	(360)	226	(115)	(385)
재고자산감소(증가)	(1,413)	(1,567)	216	(93)	(311)
매입채무증가(감소)	12	(1,456)	312	81	273
기타	(2,201)	(2,000)	0	0	0
투자현금	(14,093)	(18,445)	(19,479)	(21,752)	(23,600)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(215)	(2,082)	497	506	159
설비투자	14,216	15,834	19,860	22,126	23,611
유형자산처분	403	468	0	0	0
무형자산처분	(91)	(99)	(117)	(131)	(148)
재무현금	(3,849)	(2,635)	(2,101)	(7,739)	(4,556)
차입금증가	(4,219)	(2,491)	(1,111)	(6,583)	(2,951)
자본증가	(137)	(219)	(990)	(1,156)	(1,605)
배당금지급	137	219	990	1,156	1,605
현금 증감	(1,960)	(142)	1,775	17	(3,835)
기초현금	4,343	2,383	2,241	4,015	4,032
기말현금	2,383	2,241	4,015	4,032	197
Gross Cash flow	24,753	31,659	21,489	23,050	21,792
Gross Investment	17,884	23,828	18,725	21,878	24,023
Free Cash Flow	6,870	7,831	2,764	1,172	(2,230)

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	97,191	98,099	101,140
증가율(%)	5.9	4.3	(0.2)	0.9	3.1
매출원가	81,964	80,705	78,276	71,410	81,418
매출총이익	11,435	16,725	18,915	26,688	19,722
판매 및 일반관리비	3,070	3,234	3,945	4,024	4,149
기타영업손익	0	5	22	2	3
영업이익	8,365	13,491	14,970	22,664	15,573
증가율(%)		61.3	11.0	51.4	(31.3)
EBITDA	22,362	27,279	30,411	38,604	32,086
증가율(%)	163.4	22.0	11.5	26.9	(16.9)
영업외손익	(3,108)	(1,904)	(3,560)	(3,540)	(3,370)
이자수익	538	467	559	566	664
이자비용	4,665	4,340	4,938	4,866	4,776
자본비용	882	576	461	645	626
기타영업외손익	136	1,393	358	114	116
세전순이익	5,257	11,587	11,410	19,124	12,203
증가율(%)			(1.5)	67.6	(36.2)
법인세비용	1,635	2,920	2,887	4,800	3,075
당기순이익	3,622	8,667	8,523	14,324	9,128
증가율(%)			(1.7)	68.1	(36.3)
지배주주지분	3,492	8,545	8,406	14,019	8,978
증가율(%)			(1.6)	66.8	(36.0)
비지배자분	130	122	117	305	149
EPS(원)	5,439	13,311	13,094	21,838	13,986
증가율(%)			(1.6)	66.8	(36.0)
수정EPS(원)	5,439	13,311	13,094	21,838	13,986
증가율(%)			(1.6)	66.8	(36.0)

주요투자지표	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,439	13,311	13,094	21,838	13,986
BPS	62,177	75,035	84,499	104,537	116,023
DPS	213	1,542	1,800	2,500	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	3.7	3.5	3.4	2.0	3.2
PBR	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	6.5	5.8	5.0	3.8	4.6
배당수익률	1.1	3.3	4.1	5.6	4.5
PCR	0.5	1.0	1.3	1.2	1.3
수익성(%)					
영업이익률	9.0	13.8	15.4	23.1	15.4
EBITDA이익률	23.9	28.0	31.3	39.4	31.7
순이익률	3.9	8.9	8.8	14.6	9.0
ROE	9.2	19.4	16.4	23.1	12.7
ROIC	3.6	6.3	6.8	10.1	6.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	319.2	259.1	225.5	173.3	157.6
유동비율	45.7	45.8	47.5	47.8	43.0
이자보상배율	1.8	3.1	3.0	4.7	3.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.8	7.9	7.8	7.9	8.0
재고자산회전율	10.0	9.8	9.7	9.8	9.9
매입채무회전율	10.5	11.1	11.3	11.2	11.3

(034020)

두산에너지빌리티

APR1400, AP1000, SMR 다 가능

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D_ 6878/tjdgs2009@

현재주가(26.04.14)	99,700원	투자 의견	BUY(신규)
시가총액(십억원)	63,864	목표주가	150,000원(신규)
발행주식수(천주)	640,561		
52주 최고가(원)	112,100	주가상승률(%)	1M 6M 12M
최저가(원)	23,200		-6.4 31.5 327.0
52주 일간 Beta	0.92		
60일 일평균거래대금(억원)	6,169	(원, 십억원)	현재 직전 변동
외국인 지분율(%)	24.2	투자 의견	BUY - -
배당수익률(2026E)(%)	0.0	목표주가	150,000 - -
주주구성(%)		영업이익(26)	1,064 - -
두산 (외 29인)	30.7	영업이익(27)	1,495 - -
국민연금공단 (외 1인)	7.9		

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233	17,058	17,647	19,314	20,299
영업이익	1,018	763	1,064	1,495	1,899
세전순익	658	327	619	1,071	1,469
당기순이익	395	205	388	672	922
EPS(원)	174	132	251	434	595
증감률(%)	100.3	-23.9	89.3	73.1	37.2
PER(배)	100.9	569.1	397.9	230.0	167.7
ROE(%)	1.5	1.1	2.0	3.4	4.5
PBR(배)	1.5	6.2	8.0	7.8	7.4
EV/EBITDA(배)	9.7	38.9	40.4	32.2	27.2

자료: 유진투자증권

Investment Point

- **[투자 의견 및 밸류에이션]** 당사는 두산에너지빌리티에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 15만원을 제시. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 글로벌 PEER(GEV 등)의 평균 PBR를 40% 할인 반영. 이는 SOTP 방식 사업부별 PBR 기준, 원자력 19배, 가스터빈 14배, SMR 16배, EPC 및 기타 1배에 해당
- **[실적 전망]** '26년 매출액은 18조원(+4%yoy), 영업이익은 1조원(+40%yoy), OPM 6%로 수익성 개선 전망. 체코 두코바니 5, 6호 매출이 인식되고 가스터빈 8기 수주 납품이 본격화되어 외형 성장 가능할 전망. 분기별 영업이익으로는 1Q를 저점으로 진행률 반영되며 상저하고의 흐름 예상
- **[투자포인트 ①]** 대형원전 발주가 '26년부터 본격화될 전망. 트럼프 정부는 '30년까지 10기 착공을 목표로 하고 있으며, 인허가부터 준공까지 최소 10년이 걸리는 프로젝트 특성상 곧 발주 시작 예상. 이외에 일본의 미국 내 원전 투자 참여, 폴란드, 불가리아 등 유럽 프로젝트 발주 가시화까지 기대. SMR은 전 세계에 설계사 및 모델이 70개 존재하나 초대형 단조와 원자로 압력용기를 실제로 만들 수 있는 업체는 극소수. SMR 파운드리로써 '28년 캐파 20기 달성하며 성장 지속 전망
- **[투자포인트 ②]** 가스터빈은 GEV, 지멘스, 미쓰비시의 수주잔고가 5년 이상 적체되어 동사의 수혜 기대. '27년 이후에는 서비스 매출 비중 확대로 믹스 개선 효과까지 이어질 전망. 동사는 '28년 캐파 12기 증설 완료 후 납품 물량 증가와 함께 누적 수주 증가로 유지보수 서비스 매출도 함께 성장 가능. '38년까지 가스터빈 100기 수주 및 서비스 매출 1조원 달성 가능 전망

두산에너지 (034020.KS)

세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	4,020	4,728	4,352	4,547	17,058	17,647	19,314
두산에너지	1,576	2,268	1,678	2,360	1,691	2,241	1,912	2,125	7,881	7,969	8,931
두산밥캣	2,098	2,201	2,115	2,386	2,233	2,388	2,261	2,248	8,801	9,130	9,751
두산퓨얼셀	100	128	91	136	119	120	201	198	455	638	712
영업이익	142	271	137	212	159	245	283	376	763	1,064	1,495
OPM(%)	3.8	5.9	3.5	4.4	4.0	5.2	6.5	8.3	4.5	6.0	7.7
세전이익	30	311	(18)	4	15	15	15	(44)	327	619	1,071
순이익	(21)	198	(24)	53	11	11	11	(34)	205	388	672

자료: 두산에너지, 유진투자증권

두산에너지(034020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	26,315	27,513	27,923	29,332	30,359
유동자산	10,049	10,772	10,645	11,328	11,567
현금성자산	3,222	3,298	3,176	3,237	3,109
매출채권	3,405	4,046	3,854	4,218	4,433
재고자산	2,734	2,544	2,730	2,988	3,140
비유동자산	16,266	16,742	17,278	18,004	18,792
투자자산	2,165	2,241	2,319	2,538	2,667
유형자산	5,703	5,777	5,955	5,947	5,736
기타	8,397	8,724	9,005	9,519	10,388
부채총계	14,654	15,504	15,753	16,884	17,531
유동부채	8,946	10,107	9,827	10,408	10,752
매입채무	5,463	6,434	6,153	6,735	7,078
유동성이자부채	2,881	3,122	3,122	3,122	3,122
기타	603	551	551	551	551
비유동부채	5,708	5,397	5,926	6,476	6,779
비유동이자부채	3,744	3,312	3,823	4,354	4,638
기타	1,964	2,084	2,103	2,122	2,140
자본총계	11,661	12,009	12,170	12,448	12,828
자배지분	7,497	7,786	7,946	8,224	8,605
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
자본잉여금	1,572	1,442	1,442	1,442	1,442
이익잉여금	1,394	1,696	1,857	2,135	2,515
기타	1,263	1,381	1,381	1,381	1,381
비자배지분	4,165	4,224	4,224	4,224	4,224
자본총계	11,661	12,009	12,170	12,448	12,828
총차입금	6,624	6,435	6,946	7,477	7,761
순차입금	3,403	3,137	3,770	4,239	4,652

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	242	752	2,289	1,245	1,176
당기순이익	395	205	388	672	922
자산상각비	491	557	611	620	621
기타비현금성손익	853	901	1,519	(52)	(389)
운전자본증감	(891)	(416)	(275)	(41)	(24)
매출채권감소(증가)	86	(398)	192	(364)	(215)
재고자산감소(증가)	59	152	(186)	(258)	(152)
매입채무증가(감소)	(854)	558	(280)	581	343
기타	(182)	(728)	0	0	0
투자현금	(821)	(311)	(1,075)	(1,184)	(1,304)
단기투자자산감소	(23)	47	0	0	0
장기투자증권감소	(8)	386	(6)	(57)	(25)
설비투자	461	403	617	431	212
유형자산처분	9	6	0	0	0
무형자산처분	(191)	(294)	(453)	(695)	(1,068)
재무현금	608	(288)	(1,335)	0	0
차입금증가	760	(258)	0	0	0
자본증가	(151)	(247)	(1,335)	0	0
배당금지급	86	108	0	0	0
현금 증감	278	183	(121)	61	(128)
기초현금	2,620	2,898	3,081	2,960	3,021
기말현금	2,898	3,081	2,960	3,021	2,893
Gross Cash flow	1,739	1,664	2,564	1,286	1,200
Gross Investment	1,690	773	1,350	1,225	1,328
Free Cash Flow	49	890	1,214	61	(128)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	16,233	17,058	17,647	19,314	20,299
증가율(%)	(7.7)	5.1	3.5	9.4	5.1
매출원가	13,503	14,315	14,572	15,687	16,242
매출총이익	2,730	2,743	3,075	3,627	4,057
판매 및 일반관리비	1,712	1,981	2,011	2,132	2,158
기타영업손익	10	16	(95)	2	5
영업이익	1,018	763	1,064	1,495	1,899
증가율(%)	(30.6)	(25.0)	39.5	40.6	27.0
EBITDA	1,509	1,320	1,674	2,115	2,520
증가율(%)	(22.0)	(12.5)	26.8	26.3	19.2
영업외손익	(360)	(436)	(445)	(424)	(430)
이자수익	112	90	94	103	108
이자비용	329	326	341	327	336
지분법손익	14	23	23	23	23
기타영업외손익	(156)	(223)	(221)	(223)	(225)
세전순이익	658	327	619	1,071	1,469
증가율(%)	(10.9)	(50.3)	89.3	73.1	37.2
법인세비용	263	122	230	399	547
당기순이익	395	205	388	672	922
증가율(%)	(23.7)	(48.0)	89.3	73.1	37.2
지배주주지분	111	85	160	278	381
증가율(%)	100.3	(23.9)	89.3	73.1	37.2
비지배지분	283	120	228	394	541
EPS(원)	174	132	251	434	595
증가율(%)	100.3	(23.9)	89.3	73.1	37.2
수정EPS(원)	174	132	251	434	595
증가율(%)	100.3	(23.9)	89.3	73.1	37.2

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	174	132	251	434	595
BPS	11,703	12,155	12,405	12,839	13,433
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	100.9	569.1	397.9	230.0	167.7
PBR	1.5	6.2	8.0	7.8	7.4
EV/ EBITDA	9.7	38.9	40.4	32.2	27.2
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	6.5	29.0	24.9	49.7	53.2
수익성(%)					
영업이익률	6.3	4.5	6.0	7.7	9.4
EBITDA이익률	9.3	7.7	9.5	11.0	12.4
순이익률	2.4	1.2	2.2	3.5	4.5
ROE	1.5	1.1	2.0	3.4	4.5
ROIC	4.5	3.3	4.5	6.1	7.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	29.2	26.1	31.0	34.1	36.3
유동비율	112.3	106.6	108.3	108.8	107.6
이자보상배율	3.1	2.3	3.1	4.6	5.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	4.8	4.6	4.5	4.8	4.7
재고자산회전율	6.2	6.5	6.7	6.8	6.6
매입채무회전율	2.8	2.9	2.8	3.0	2.9

(052690)

한전기술

APR1400에 i-SMR까지

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D_ 6878/tjdgus2009@

현재주가(26.04.14)	173,000원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	6,612	목표주가	200,000원(상향)
발행주식수(천주)	38,220		
52주 최고가(원)	192,000	주가상승률(%)	1M 6M 12M
최저가(원)	55,500		-2.6 95.3 211.7
52주 일간 Beta	1.09		
60일 일평균거래대금(억원)	828	(원, 십억원)	현재 직전 변동
외국인 지분율(%)	15.2	투자의견	BUY BUY -
배당수익률(2026E)(%)	0.4	목표주가	200,000 100,000 ▲
주주구성(%)		영업이익(26)	52 49 ▲
한국전력공사 (외 2인)	53.1	영업이익(27)	118 52 ▲
국민연금공단 (외 1인)	11.1		

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	569	519	605	1,201	1,265
영업이익	71	35	52	118	263
세전순익	76	109	64	127	269
당기순이익	59	85	33	98	208
EPS(원)	1,531	2,234	875	2,565	5,449
증감률(%)	79.2	45.9	-60.8	193.1	112.4
PER(배)	34.6	40.3	197.6	67.4	31.8
ROE(%)	10.4	14.2	5.4	15.3	27.3
PBR(배)	3.5	5.5	10.9	9.7	7.8
EV/EBITDA(배)	21.2	58.3	84.4	49.4	23.7

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [투자의견 및 밸류에이션] 당사는 한전기술에 대해 목표주가를 200,000원으로 상향하며, 투자의견 BUY를 유지. 목표주가는 신규 해외 원전의 실적 반영이 본격화되는 '28년 EPS 기준 36배 수준. 체코 원전 이후 미국, 베트남 및 신흥국 수주가 기대되고, '27년부터 이익 성장이 매우 가파르게 나타나며 밸류에이션도 빠르게 정상화될 전망
- [실적 전망] '26년 매출액 6,050억원(+17%yoy), 영업이익 520억원(+48%yoy) 전망. 신한울 3, 4호 및 체코 두코바니 5, 6호 설계 매출이 반영되면서 원전 설계 매출 확대에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화될 것으로 기대. 동사의 실적은 원가 구조상 인건비 비중이 높고 이 비용이 고정비 성격을 나타냄. 인건비 비중은 50% 수준으로 프로젝트 수주 확대에 따른 매출 인식 규모가 증가하면 이익률이 빠르게 상승하는 레버리지 효과가 발생. 2026년은 이 효과가 처음으로 뚜렷하게 가시화되는 해라고 판단. 또한 SMR 정부 과제 수익도 영업이익으로 반영되며 실적 개선에 기여할 전망
- [투자포인트] 한미 원전 협력의 본격화로 미국 원전 시장 진출 가능성 부각 전망. 동사는 국내 유일의 원전 종합설계 및 원자로계통설계 기업이며 팀코리아 내 설계 독점적 지위를 보유. 미국 유틸리티 기업들이 대형 원전 EPC 능력을 갖춘 파트너를 찾고 있는 상황에서 한국은 미국과 경쟁 가능한 기술력을 보유한 사실상 유일한 파트너로 평가. 대미투자특별법을 통한 2,000억달러 투자 구체화, i-SMR 표준설계인가 착수로 투자매력 부각될 전망. 동사는 SMR 1단계 개념설계에 이어 2단계 표준설계 및 인허가 취득에도 참여 중

한전기술 (052690.KS)

세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	96	102	115	206	115	121	134	235	519	605	1,201
원자력	56	58	81	152	72	74	88	174	347	408	836
에너지 신사업	21	19	10	27	18	20	19	31	78	88	128
원자로	19	25	24	27	25	27	27	30	94	109	237
영업이익	1	(4)	12	26	2	2	15	33	35	52	118
OPM(%)	1.2	(4.3)	10.7	12.9	2.1	1.8	11.1	14.0	6.8	8.7	9.8
세전이익	85	0	15	9	15	15	15	(44)	109	64	127
순이익	66	0	11	8	11	11	11	(34)	85	33	98

자료: 한전기술, 유진투자증권

한전기술(052690.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	947	886	967	1,463	1,505
유동자산	576	550	632	1,019	1,053
현금성자산	51	31	34	39	32
매출채권	357	308	388	769	810
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	371	336	335	444	452
투자자산	112	100	117	232	244
유형자산	238	227	217	212	208
기타	21	8	2	1	1
부채총계	369	261	360	785	660
유동부채	361	256	300	542	568
매입채무	220	201	245	487	513
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	140	54	54	54	54
비유동부채	8	5	60	243	93
비유동이자부채	1	0	55	238	88
기타	8	4	4	4	4
자본총계	577	625	607	678	845
자배지분	577	625	607	678	845
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	580	628	610	681	847
기타	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	577	625	607	678	845
총차입금	2	1	56	239	89
순차입금	(49)	(30)	22	200	57

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	49	29	63	53	50
당기순이익	59	85	33	98	208
자산상각비	22	23	26	20	19
기타비현금성손익	72	8	38	74	(163)
운전자본증감	(102)	(69)	(35)	(140)	(15)
매출채권감소(증가)	(51)	41	(80)	(382)	(41)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	18	(18)	44	242	26
기타	(69)	(92)	0	0	0
투자현금	(34)	(9)	(10)	(21)	(15)
단기투자자산감소	31	(62)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(7)	(0)
설비투자	5	5	5	11	11
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(21)	(39)	(51)	(27)	(42)
차입금증가	(1)	(1)	0	0	0
자본증가	(20)	(38)	(51)	(27)	(42)
배당금지급	20	38	51	27	42
현금 증감	(6)	(19)	2	5	(7)
기초현금	52	47	27	30	35
기말현금	47	27	30	35	28
Gross Cash flow	152	116	98	193	65
Gross Investment	167	16	45	161	30
Free Cash Flow	(14)	100	53	32	35

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	569	519	605	1,201	1,265
증가율(%)	4.5	(8.9)	16.6	98.5	5.3
매출원가	420	406	450	978	893
매출총이익	150	113	155	223	372
판매 및 일반관리비	79	77	103	105	109
기타영업손익	(20)	(2)	33	2	4
영업이익	71	35	52	118	263
증가율(%)	148.4	(50.0)	47.7	124.7	123.0
EBITDA	93	58	79	138	282
증가율(%)	85.1	(37.3)	34.5	75.6	104.1
영업외손익	5	74	12	9	6
이자수익	6	5	5	6	6
이자비용	0	0	1	4	7
지분법손익	(0)	1	1	1	1
기타영업외손익	(0)	68	7	6	6
세전순이익	76	109	64	127	269
증가율(%)	72.9	43.5	(41.1)	96.3	112.4
법인세비용	18	24	31	28	60
당기순이익	59	85	33	98	208
증가율(%)	79.2	45.9	(60.8)	193.1	112.4
지배주주지분	59	85	33	98	208
증가율(%)	79.2	45.9	(60.8)	193.1	112.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,531	2,234	875	2,565	5,449
증가율(%)	79.2	45.9	(60.8)	193.1	112.4
수정EPS(원)	1,531	2,234	875	2,565	5,449
증가율(%)	79.2	45.9	(60.8)	193.1	112.4

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,531	2,234	875	2,565	5,449
BPS	15,109	16,352	15,885	17,751	22,100
DPS	999	1,347	700	1,100	2,400
밸류에이션(배, %)					
PER	34.6	40.3	197.6	67.4	31.8
PBR	3.5	5.5	10.9	9.7	7.8
EV/ EBITDA	21.2	58.3	84.4	49.4	23.7
배당수익률	1.9	1.5	0.4	0.6	1.4
PCR	13.3	29.6	67.1	34.2	101.1
수익성(%)					
영업이익률	12.5	6.8	8.7	9.8	20.8
EBITDA이익률	16.4	11.3	13.0	11.5	22.3
순이익률	10.3	16.5	5.5	8.2	16.5
ROE	10.4	14.2	5.4	15.3	27.3
ROIC	10.8	5.0	4.5	12.3	23.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(8.5)	(4.8)	3.7	29.5	6.8
유동비율	159.5	214.8	210.4	188.0	185.4
이자보상배율	899.4	528.3	73.5	29.7	37.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	1.0	0.9
매출채권회전율	1.7	1.6	1.7	2.1	1.6
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	2.7	2.5	2.7	3.3	2.5

(051600)

한전KPS

팀코리아 원전 정비는 내가 책임진다

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D_6878/tjdgs2009@

현재주가(26.04.14)	58,400원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	2,628	목표주가	67,000원(유지)		
발행주식수(천주)	45,000	주가상승률(%)			
52주 최고가(원)	69,000				
최저가(원)	38,900				
52주 일간 Beta	0.67				
60일 일평균거래대금(억원)	204	(원, 십억원)	현재	직전	변동
외국인 지분율(%)	10.1	투자의견	BUY	BUY	-
배당수익률(2026E)(%)	2.9	목표주가	67,000	67,000	-
주주구성(%)		영업이익(25)	140	140	-
한국전력공사 (외 2인)	51.0	영업이익(26)	188	188	-
국민연금공단 (외 1인)	9.4				

결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	1,534	1,557	1,577	1,583	1,617
영업이익	199	209	140	188	210
세전순익	211	225	156	208	232
당기순이익	163	172	124	161	180
EPS(원)	3,615	3,832	2,763	3,578	4,001
증감률(%)	62.4	6.0	-27.9	29.5	11.8
PER(배)	9.4	11.5	21.1	16.3	14.6
ROE(%)	13.1	13.3	9.3	11.6	12.3
PBR(배)	1.2	1.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	11.0	8.7	7.8

자료: 유진투자증권

Investment Point

- **[투자의견 및 밸류에이션]** 당사는 한전KPS에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 67,000원을 유지. 해외 원전 정비사업 성장 및 미국 원전 수주 가능성 확대가 주가 재평가로 이어질 전망. 글로벌 신규 원전 수주가 발생하더라도 정비업체의 특성상 다른 원전 업체들과 달리 매출 발생에 시차가 발생해 주가 모멘텀이 크지 않은 건 사실이나 멀티플이 낮아 밸류에이션 측면에서는 오히려 투자 매력 존재
- **[실적 전망]** '26년 매출액 1.6조원(+0%yoy), 영업이익 1,878억원(+34%yoy)으로 실적 정상화 전망. 경영평가등급 하락으로 노무비 감소하며 실적 개선 예상. 또한 한, 미 원자력 협정 개정 및 추가 원전 수주 가능성 등 기대감이 존재. 국내 전력수급계획에서 확인될 원전 건설 계획도 동사의 중장기 일감에 대한 우려를 완화시킬 전망. 새울 3, 4호 상업운전 개시와 원전 수명 연장을 위한 성능 개선 정비 확대가 원전 부문 매출 증가를 견인할 전망. 석탄발전소 폐지와 LNG 전환으로 화력 정비 매출은 점진적으로 감소할 것으로 예상되나, 최근 전쟁 발생 등으로 석탄 가동률을 상승시키려는 움직임도 있어 주목할 필요. 송배전 정비 증가와 해외 사업 확대가 이를 상당 부분 상쇄할 전망
- **[투자포인트]** 동사는 기업가치 제고 계획에 따라 '28년 매출 1.9조원 달성 목표. 해외 원전 정비 사업의 본격화로 이를 달성할 수 있을 것이라 판단. 루마니아 체르나보다 1호 원자로 압력관 교체 및 설비개선 공사가 '27~'30년 진행되며 사전 작업 시작으로 매출은 4Q26부터 발생 가능할 전망. 또한 체코 두코바니 5~6호 정비 수주 및 향후 팀코리아의 미국 시장 진출로 외형 성장 본격화 전망

한전KPS (051600.KS)

세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	288	454	394	441	302	461	394	425	1,557	1,577	1,583
화력	115	186	108	131	119	182	105	125	509	539	530
원자력/양수	103	150	177	200	106	155	171	180	650	631	612
송변전	26	28	30	28	27	29	30	29	112	112	115
기타	44	90	79	81	50	96	88	92	287	295	327
영업이익	8	66	47	19	50	60	51	27	210	140	188
OPM(%)	2.7	14.5	12.0	4.4	16.5	13.0	13.0	6.3	13.5	8.9	11.9
세전이익	16	65	52	24	52	63	55	38	225	156	208
당기순이익	11	51	43	20	40	48	42	31	172	124	161
NPM(%)	3.9	11.2	10.8	4.4	13.1	10.4	10.7	7.3	11.1	7.9	10.2

자료: 한전KPS, 유진투자증권

한전KPS(051600.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
자산총계	1,597	1,690	1,747	1,794	1,819
유동자산	968	1,051	1,126	1,189	1,224
현금성자산	55	442	349	409	429
매출채권	841	524	691	694	709
재고자산	25	25	25	25	26
비유동자산	629	639	621	605	594
투자자산	171	172	175	175	179
유형자산	449	458	439	422	409
기타	9	9	8	7	7
부채총계	325	362	407	369	316
유동부채	319	347	347	343	340
매입채무	117	120	120	121	123
유동성이자부채	5	10	10	5	0
기타	197	217	217	217	217
비유동부채	6	14	59	27	(24)
비유동이자부채	3	2	47	14	(37)
기타	3	12	12	12	12
자본총계	1,273	1,328	1,341	1,424	1,503
자배지분	1,273	1,328	1,341	1,424	1,503
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,264	1,319	1,332	1,415	1,494
기타	(0)	1	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,273	1,328	1,341	1,424	1,503
총차입금	8	12	57	19	(37)
순차입금	(47)	(429)	(292)	(390)	(466)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	(38)	540	71	194	180
당기순이익	163	172	124	161	180
자산상각비	52	64	72	69	67
기타비현금성손익	167	195	42	(34)	(55)
운전자본증감	(363)	154	(168)	(2)	(13)
매출채권감소(증가)	(243)	328	(167)	(3)	(15)
재고자산감소(증가)	3	1	(1)	(0)	(1)
매입채무증가(감소)	(0)	(1)	(0)	0	3
기타	(124)	(174)	0	0	0
투자현금	30	(380)	(52)	(52)	(53)
단기투자자산감소	40	0	0	0	0
장기투자증권감소	86	162	0	0	0
설비투자	41	50	50	50	51
유형자산처분	3	2	0	0	0
무형자산처분	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(65)	(111)	(111)	(82)	(107)
차입금증가	(7)	(14)	0	(5)	(5)
자본증가	(59)	(97)	(111)	(77)	(102)
배당금지급	59	97	111	77	102
현금 증감	(73)	51	(92)	60	20
기초현금	123	49	100	7	67
기말현금	49	100	7	67	87
Gross Cash flow	382	432	239	197	193
Gross Investment	373	226	220	55	66
Free Cash Flow	9	206	19	142	127

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,534	1,557	1,577	1,583	1,617
증가율(%)	7.3	1.5	1.2	0.4	2.1
매출원가	1,251	1,262	1,352	1,311	1,318
매출총이익	283	295	224	272	299
판매 및 일반관리비	84	86	84	84	89
기타영업손익	(12)	3	(2)	0	5
영업이익	199	209	140	188	210
증가율(%)	52.7	5.1	(33.1)	34.0	12.1
EBITDA	251	274	212	257	278
증가율(%)	41.0	9.0	(22.4)	21.1	7.9
영업외손익	12	16	16	20	22
이자수익	11	14	11	15	16
이자비용	1	1	2	2	1
자본비용	0	1	0	0	0
기타영업외손익	1	2	7	7	7
세전순이익	211	225	156	208	232
증가율(%)	56.7	6.8	(30.7)	33.1	11.8
법인세비용	48	53	32	47	52
당기순이익	163	172	124	161	180
증가율(%)	62.4	6.0	(27.9)	29.5	11.8
지배주주지분	163	172	124	161	180
증가율(%)	62.4	6.0	(27.9)	29.5	11.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	3,615	3,832	2,763	3,578	4,001
증가율(%)	62.4	6.0	(27.9)	29.5	11.8
수정EPS(원)	3,615	3,832	2,763	3,578	4,001
증가율(%)	62.4	6.0	(27.9)	29.5	11.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,615	3,832	2,763	3,578	4,001
BPS	28,280	29,520	29,796	31,654	33,395
DPS	2,158	2,469	1,720	2,260	2,510
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	11.5	21.1	16.3	14.6
PBR	1.2	1.5	2.0	1.8	1.7
EV/ EBITDA	5.9	5.7	11.0	8.7	7.8
배당수익률	6.3	5.6	2.9	3.9	4.3
PCR	4.0	4.6	11.0	13.3	13.6
수익성(%)					
영업이익률	13.0	13.5	8.9	11.9	13.0
EBITDA이익률	16.4	17.6	13.5	16.3	17.2
순이익률	10.6	11.1	7.9	10.2	11.1
ROE	13.1	13.3	9.3	11.6	12.3
ROIC	13.4	15.1	11.5	14.0	15.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(3.7)	(32.3)	(21.8)	(27.4)	(31.0)
유동비율	303.7	302.6	324.5	347.0	359.9
이자보상배율	244.0	299.4	88.7	113.2	327.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	2.1	2.3	2.6	2.3	2.3
재고자산회전율	56.8	62.3	63.0	62.4	63.0
매입채무회전율	13.8	13.1	13.1	13.2	13.3

(047050)

포스코인터내셔널

원자력 발전 연료 공급 프리미엄

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D_ 6878/tjdgus2009@

현재주가(26.04.14)	72,400원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	12,737	목표주가	100,000원(상향)
발행주식수(천주)	175,923		
52주 최고가(원)	87,200	주가상승률(%)	1M 6M 12M
최저가(원)	45,800		-1.8 46.3 36.3
52주 일간 Beta	0.23		
60일 일평균거래대금(억원)	847	(원, 십억원)	현재 직전 변동
외국인 지분율(%)	7.0	투자의견	BUY BUY -
배당수익률(2026E)(%)	2.6	목표주가	100,000 80,000 ▲
주주구성(%)		영업이익(25)	1,165 1,165 -
포스코홀딩스 (외 4인)	70.7	영업이익(26)	1,364 1,364 -
국민연금공단 (외 1인)	7.1		

결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	33,133	32,341	32,374	29,617	32,075
영업이익	1,163	1,117	1,165	1,364	1,524
세전순익	915	707	835	984	1,135
당기순이익	680	503	637	752	880
EPS(원)	3,831	2,925	3,491	4,040	4,630
증감률(%)	-19.9	-23.6	19.3	15.7	14.6
PER(배)	16.3	13.6	20.7	17.9	15.6
ROE(%)	13.4	8.1	9.3	10.4	11.2
PBR(배)	1.8	1.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	9.4	7.4	10.0	8.8	8.2

자료: 유진투자증권

Investment Point

- **[투자의견 및 밸류에이션]** 당사는 포스코인터내셔널에 대해 목표주가를 100,000원으로 상향하며, 투자의견 BUY 유지. 일본 5대 종합상사의 주가 상승으로 동사에 적용하던 밸류에이션도 상향. LNG 밸류체인 확대, 우라늄, 희토류, 알래스카 LNG라는 신성장 옵션 부각으로 주가 상승세 지속될 전망
- **[실적 전망]** '26년 매출액 30조원, 영업이익 1.4조원(OPM 4.6%) 전망. 전쟁으로 인한 국제유가 상승이 미얀마 가스전 판가 강세로 이어지고 호주 세넥스 가스전 물량 증가 및 가격 상승, 팜 실적 개선으로 이어져 이익 성장 유지될 전망. 장기적으로는 미얀마 가스전 4단계 개발이 마무리되면 연간 3,000억원 이상의 추가 이익 기여도 가능할 전망. 또한 미국 LNG 자산 인수, 알래스카 LNG FID, 우라늄 및 희토류 트레이딩도 긍정적인 투자포인트 중 하나
- **[투자포인트]** 동사는 원전 관련 핵심 밸류체인으로 분류될 잠재력을 보유. '25년 8월 한미 정상회담을 계기로 한수원과 센트러스, 포스코인터내셔널 3자 간 MOU를 체결하며 미국 내 착공 예정인 신규 원심분리기 공장에 대한 공동 투자를 추진하고 농축 사업 협력 확대를 위한 논의 지속. 동사는 이를 통해 농축우라늄 공급망 확보에 적극적인 역할을 맡게 되었으며 공급망 확보를 시작으로 밸류체인 확대 전망. 센트러스는 미국 원안위로부터 HALEU 생산 허가를 받은 유일한 기업이며, '25년 6월 양산에 성공해 기술력 입증. 동사는 오프테이크 트레이더로 참여해 농축우라늄의 생산과 조달, 공급을 연결하는 역할을 맡을 전망. 핵연료 트레이딩 마진은 장기계약으로 진행되어 일반 트레이딩 대비 높은 수익성이 기대됨

포스코인터내셔널 (047050.KS)

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	8,154	8,144	8,248	7,828	7,423	7,345	7,460	7,389	32,341	32,374	29,617
에너지	858	921	1,226	988	838	915	1,146	1,178	4,116	3,994	4,078
상사/기타	7,296	7,223	7,022	6,840	6,585	6,430	6,313	6,211	28,224	28,380	25,538
영업이익	270	314	316	266	285	302	393	383	1,117	1,165	1,364
에너지	135	165	197	145	161	157	186	157	612	642	660
상사/기타	131	149	118	121	125	146	207	226	503	519	704
순이익	204	91	210	133	138	155	227	232	503	637	752
OPM(%)											
전사	3.3	3.9	3.8	3.4	3.8	4.1	5.3	5.2	3.5	3.6	4.6
에너지	15.7	17.9	16.1	14.7	19.1	17.1	16.2	13.3	14.9	16.1	16.2
상사/기타	1.8	2.1	1.7	1.8	1.9	2.3	3.3	3.6	1.8	1.8	2.8

자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

포스코인터내셔널(047050.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
자산총계	16,618	17,336	18,130	18,566	19,687
유동자산	8,077	8,268	8,168	7,810	8,408
현금성자산	1,318	1,253	1,098	1,178	1,125
매출채권	4,432	4,484	4,552	4,248	4,692
재고자산	1,959	2,081	2,062	1,924	2,126
비유동자산	8,540	9,068	9,962	10,757	11,279
투자자산	2,504	2,275	2,276	2,148	2,262
유형자산	3,705	4,241	5,072	5,943	6,308
기타	2,332	2,553	2,614	2,666	2,709
부채총계	9,993	9,987	10,687	10,738	11,396
유동부채	6,275	6,660	6,806	6,604	6,908
매입채무	3,096	2,937	3,080	2,874	3,175
유동성이자부채	2,826	3,365	3,365	3,365	3,365
기타	353	357	361	364	368
비유동부채	3,718	3,327	3,881	4,134	4,487
비유동이자부채	3,435	3,042	3,593	3,844	4,195
기타	282	285	287	290	292
자본총계	6,625	7,349	7,443	7,828	8,291
자배지분	6,103	6,545	6,638	7,023	7,486
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	1,826	1,837	1,837	1,837	1,837
이익잉여금	3,337	3,635	3,985	4,370	4,833
기타	61	193	(63)	(63)	(63)
비자배지분	522	805	805	805	805
자본총계	6,625	7,349	7,443	7,828	8,291
총차입금	6,261	6,407	6,958	7,209	7,560
순차입금	4,944	5,155	5,860	6,032	6,435

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	1,483	1,206	1,141	1,846	1,166
당기순이익	680	503	637	752	880
자산상각비	538	511	690	769	810
기타비현금성손익	159	(95)	(2,433)	(2,113)	(2,429)
운전자본증감	(286)	(558)	93	235	(346)
매출채권감소(증가)	(214)	94	(68)	304	(445)
재고자산감소(증가)	91	(65)	18	138	(201)
매입채무증가(감소)	10	(483)	143	(206)	301
기타	(174)	(104)	(1)	(1)	(1)
투자현금	(27)	(846)	(1,582)	(1,692)	(1,218)
단기투자자산감소	28	142	0	0	0
장기투자증권감소	3	51	0	0	0
설비투자	462	754	1,215	1,320	841
유형자산처분	10	33	0	0	0
무형자산처분	(264)	(358)	(367)	(372)	(377)
재무현금	(1,225)	(176)	287	(74)	(1)
차입금증가	(964)	(251)	551	251	351
자본증가	(140)	(177)	(264)	(325)	(352)
배당금지급	(140)	(177)	264	325	352
현금 증감	(161)	(80)	(155)	80	(52)
기초현금	1,298	1,137	1,057	903	982
기말현금	1,137	1,057	903	982	930
Gross Cash flow	1,769	1,764	1,048	1,611	1,512
Gross Investment	341	1,546	1,490	1,457	1,564
Free Cash Flow	1,428	217	(441)	154	(52)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	33,133	32,341	32,374	29,617	32,075
증가율(%)	(12.8)	(2.4)	0.1	(8.5)	8.3
매출원가	31,293	30,445	30,449	27,417	29,698
매출총이익	1,840	1,896	1,925	2,200	2,377
판매 및 일반관리비	676	779	760	836	853
기타영업손익	2	15	(2)	10	2
영업이익	1,163	1,117	1,165	1,364	1,524
증가율(%)	28.9	(4.0)	4.3	17.0	11.7
EBITDA	1,701	1,628	1,855	2,133	2,333
증가율(%)	30.5	(4.3)	13.9	15.0	9.4
영업외손익	(248)	(410)	(330)	(379)	(389)
이자수익	62	63	59	55	54
이자비용	282	292	312	319	329
지분법손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	(29)	(181)	(77)	(116)	(114)
세전순이익	915	707	835	984	1,135
증가율(%)	23.2	(22.7)	18.2	17.9	15.3
법인세비용	234	203	198	232	255
당기순이익	680	503	637	752	880
증가율(%)	12.5	(26.0)	26.5	18.1	16.9
지배주주지분	674	515	614	711	815
증가율(%)	14.3	(23.6)	19.3	15.7	14.6
비지배지분	7	(11)	23	41	65
EPS(원)	3,831	2,925	3,491	4,040	4,630
증가율(%)	(19.9)	(23.6)	19.3	15.7	14.6
수정EPS(원)	3,831	2,925	3,491	4,040	4,630
증가율(%)	(19.9)	(23.6)	19.3	15.7	14.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,831	2,925	3,491	4,040	4,630
BPS	34,693	37,201	37,732	39,923	42,553
DPS	1,000	1,550	1,850	2,000	2,300
밸류에이션(배, %)					
PER	16.3	13.6	20.7	17.9	15.6
PBR	1.8	1.1	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	9.4	7.4	10.0	8.8	8.2
배당수익률	1.6	3.9	2.6	2.8	3.2
PCR	6.2	4.0	12.2	7.9	8.4
수익성(%)					
영업이익률	3.5	3.5	3.6	4.6	4.8
EBITDA이익률	5.1	5.0	5.7	7.2	7.3
순이익률	2.1	1.6	2.0	2.5	2.7
ROE	13.4	8.1	9.3	10.4	11.2
ROIC	9.7	7.1	7.3	8.1	8.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	74.6	70.1	78.7	77.1	77.6
유동비율	128.7	124.2	120.0	118.3	121.7
이자보상배율	4.1	3.8	3.7	4.3	4.6
활동성 (회)					
총자산회전율	2.3	1.9	1.8	1.6	1.7
매출채권회전율	8.1	7.3	7.2	6.7	7.2
재고자산회전율	17.8	16.0	15.6	14.9	15.8
매입채무회전율	11.6	10.7	10.8	9.9	10.6

(000720)

현대건설

웨스팅하우스, 홀텍, 그리고 팀코리아

건설/부동산류태환_6156/taehwan.ryu@

현재주가(26.04.14)	176,700원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	19,677	목표주가	231,000원(상향)		
발행주식수(천주)	111,356	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	198,400				
최저가(원)	38,050		7.5	206.8	357.8
52주 일간 Beta	1.40	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	2,537	투자의견	BUY	BUY	-
외국인 지분율(%)	24.0	목표주가	231,000	132,000	▲
배당수익률(2026E)(%)	0.6	영업이익(26)	825	832	▼
주주구성(%)		영업이익(27)	1,068	1,060	▲
현대자동차 (외 6인)	34.9				
국민연금공단 (외 1인)	10.3				

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	32,670	31,063	27,462	28,958	31,545
영업이익	-1,263	653	825	1,068	1,328
세전순익	-986	647	901	1,157	1,424
당기순이익	-766	559	630	809	995
EPS(원)	-1,515	3,351	4,184	5,375	6,614
증감률(%)	적전	흑전	24.9	28.5	23.1
PER(배)	-	20.9	42.2	32.9	26.7
ROE(%)	-2.1	4.6	5.5	6.7	7.8
PBR(배)	0.4	1.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	-	7.2	17.6	14.0	11.4

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [사업보고서 Review] 3Q25 대비 매출채권(0.4조원), 미청구공사비(0.8조원) 감소하며 매출채권회전을 소폭 개선. PF보증 6.3조원으로 소폭 감소했으나 여전히 과도한 수준. 현금 및 현금성자산 4.8조원, 단기금융상품 0.4조원을 보유하며 순현금 구조를 유지하는 중
- [1Q26 Preview] 매출액 6조 6,251억원(-11.1%yoy), 영업이익 1,814억원(-15.1%yoy, OPM 2.7%)으로 전망. 별도 및 자회사 모두 '23년, '25년 분양 물량 감소하여 외형 성장 불가피. 건축/주택 부문의 매출총이익률은 4Q25 일회성 이익을 감안하여 8.2% 추정
- [투자포인트① K-원전 재평가] 핵잠수함 건조 승인과 함께 우라늄 농축과 사용후핵연료 재처리 논의가 부각되며, K-원전 수출 모델이 EPC 중심에서 연료주기를 포함한 토털 패키지 구조로 확장될 가능성. 웨스팅하우스 파트너십 외 팀코리아라는 강력한 대체 옵션을 보유
- [투자포인트② SMR 성과 기대] 홀텍과 추진 중인 미국 Palisades SMR 프로젝트의 EPC 수주가 2분기 내 가시화될 것으로 기대. 현대건설 지분을 고려한 수주 금액은 30억 달러 수준으로 추정
- [2026년 실적 추정] 이란 전쟁이 장기화될 경우, 중동 내 진행 사업장 매출 둔화 가능성 존재. 건설업종 공통적으로 나프타 수급 불안에 따른 국내 사업장 공정 차질 우려. 토목 및 플랜트 부문 Mix 개선 속도에 따라 실적 추정치 상향 가능. 연간 실적은 매출 27조 4,622억원, 영업이익 8,250억원 전망(가이던스 매출 27.4조원, 영업이익 8,000억원)
- [Valuation] 투자의견 BUY 유지, 목표주가 231,000원으로 상향. 목표주가는 2026년 추정 BPS 76,867원에 Target P/B 3.0배를 적용해 산정(Target Multiple은 글로벌 peer 대비 할인율 적용). 원전 및 SMR 수주 성과가 가시화되는 국면에서, 향후 실적 반영 가능성을 고려할 때 추가적인 주가 상승 여력은 충분하다고 판단

현대건설 (000720.KS)

세부 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,625	6,920	6,646	7,271	31,063	27,462	28,958
YoY (%)	(12.8)	(10.4)	(5.2)	11.2	(11.1)	(10.4)	(15.1)	(9.8)	(4.9)	(11.6)	5.4
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,740	3,895	3,740	4,080	16,512	15,455	18,197
YoY (%)	(6.7)	(3.9)	5.1	0.4	(3.9)	(6.3)	(13.9)	(1.1)	(1.3)	(6.4)	17.7
토목	419	421	491	525	495	516	495	540	1,856	2,047	2,207
YoY (%)	(3.4)	13.7	(11.5)	18.1	18.1	22.5	0.9	3.0	2.9	10.3	7.8
건축/주택	2,299	2,404	2,556	2,062	1,949	2,029	1,949	2,126	9,320	8,053	9,814
YoY (%)	(17.6)	(18.1)	(1.8)	(20.3)	(15.2)	(15.6)	(23.7)	3.1	(14.6)	(13.6)	21.9
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,458	1,250	1,302	1,250	1,364	5,149	5,166	5,982
YoY (%)	23.4	30.9	35.4	40.3	9.9	1.4	(1.5)	(6.4)	32.7	0.3	15.8
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,804	2,725	2,861	2,747	3,020	13,897	11,353	10,449
YoY (%)	(17.8)	(16.0)	(12.5)	35.1	(19.1)	(16.1)	(17.1)	(20.6)	(5.9)	(18.3)	(8.0)
매출총이익	514	468	390	608	477	511	495	551	1,980	2,033	2,291
YoY (%)	(3.7)	36.9	11.9	흑전	(7.1)	9.0	27.0	(9.5)	흑전	2.7	12.7
GPM (%)	6.9	6.1	5.0	7.5	7.2	7.4	7.5	7.6	6.4	7.4	7.9
현대건설	212	184	178	320	246	263	258	281	894	1,049	1,414
GPM (%)	5.4	4.4	4.1	7.8	6.6	6.8	6.9	6.9	4.8	6.8	7.8
토목	36	26	47	3	24	26	27	30	112	107	157
GPM (%)	8.6	6.1	9.6	0.5	4.8	5.0	5.5	5.5	6.0	5.2	7.1
건축/주택	100	133	130	235	160	172	166	181	598	679	864
GPM (%)	4.3	5.5	5.1	11.4	8.2	8.5	8.5	8.5	6.4	8.4	8.8
플랜트	51	(3)	(15)	38	35	36	38	41	71	150	277
GPM (%)	4.5	(0.3)	(1.1)	2.6	2.8	2.8	3.0	3.0	1.4	2.9	4.6
현대엔지니어링	239	234	177	262	191	206	198	226	913	821	799
GPM (%)	7.1	6.9	5.3	6.9	7.0	7.2	7.2	7.5	6.6	7.2	7.7
판관비	300	251	286	490	295	296	273	344	1,327	1,208	1,223
판관비율 (%)	4.0	3.3	3.7	6.1	4.5	4.3	4.1	4.7	4.3	4.4	4.2
영업이익	214	217	104	119	181	215	222	207	653	825	1,068
YoY (%)	(14.8)	47.3	(9.4)	흑전	(15.1)	(1.1)	114.4	74.2	흑전	26.3	29.5
OPM (%)	2.9	2.8	1.3	1.5	2.7	3.1	3.3	2.8	2.1	3.0	3.7
세전이익	205	200	84	157	203	236	243	228	647	910	1,157
순이익	167	159	68	166	142	165	170	159	559	636	809
지배주주순이익	120	94	44	115	105	122	126	118	373	470	599
YoY (%)	(22.5)	(37.2)	(13.7)	흑전	(13.0)	29.1	188.5	2.9	흑전	26.1	27.2
신규수주	9,430	7,304	9,382	7,323	5,756	16,256	10,156	7,156	33,439	39,324	37,628
수주잔고	98,148	94,808	96,091	95,090	94,266	103,650	107,206	107,141	95,090	107,141	116,004

자료: 현대건설, 유진투자증권

현대건설(000720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	27,005	27,792	26,737	27,585	29,036
유동자산	21,101	21,958	20,880	21,694	23,095
현금성자산	5,880	5,807	5,779	6,062	6,245
매출채권	12,100	13,206	12,286	12,771	13,912
재고자산	777	747	596	619	675
비유동자산	5,905	5,834	5,857	5,891	5,941
투자자산	3,865	3,844	3,880	3,917	3,954
유형자산	1,289	1,225	1,225	1,235	1,260
기타	751	765	752	739	726
부채총계	17,336	17,679	16,248	16,621	17,488
유동부채	14,664	14,843	13,385	13,729	14,565
매입채무	9,940	10,716	9,239	9,604	10,462
유동성이자부채	1,932	2,270	2,270	2,230	2,190
기타	2,791	1,858	1,876	1,895	1,914
비유동부채	2,672	2,836	2,864	2,892	2,922
비유동이자부채	1,712	1,826	1,826	1,826	1,826
기타	960	1,010	1,038	1,067	1,097
자본총계	9,669	10,113	10,489	10,964	11,548
자배지분	8,025	8,265	8,641	9,115	9,700
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,130	6,403	6,779	7,254	7,839
기타	238	204	204	204	204
비자배지분	1,644	1,848	1,848	1,848	1,848
자본총계	9,669	10,113	10,489	10,964	11,548
총차입금	3,644	4,095	4,095	4,055	4,015
순차입금	(2,236)	(1,712)	(1,684)	(2,006)	(2,229)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	(119)	(748)	288	684	632
당기순이익	(766)	559	630	809	995
자산상각비	221	201	203	204	207
기타비현금성손익	36	470	(136)	(182)	(229)
운전자본증감	588	(1,991)	(408)	(147)	(342)
매출채권감소(증가)	(1,540)	(1,288)	921	(486)	(1,141)
재고자산감소(증가)	43	64	151	(24)	(55)
매입채무증가(감소)	1,621	225	(1,477)	365	858
기타	464	(991)	(3)	(3)	(3)
투자현금	212	25	(267)	(280)	(301)
단기투자자산감소	111	(95)	(40)	(42)	(44)
장기투자증권감소	109	(50)	(23)	(24)	(25)
설비투자	179	107	192	203	221
유형자산처분	6	20	0	0	0
무형자산처분	(15)	(8)	2	2	2
재무현금	734	434	(90)	(164)	(192)
차입금증가	831	505	0	(40)	(40)
자본증가	(95)	(69)	(90)	(124)	(152)
배당금지급	95	69	90	124	152
현금 증감	925	(318)	(68)	240	139
기초현금	4,206	5,130	4,813	4,744	4,985
기말현금	5,130	4,813	4,744	4,985	5,124
Gross Cash flow	(508)	1,230	697	831	973
Gross Investment	(689)	1,870	634	385	598
Free Cash Flow	181	(640)	62	446	375

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	27,462	28,958	31,545
증가율(%)	10.2	(4.9)	(11.6)	5.4	8.9
매출원가	32,887	29,083	25,429	26,667	28,978
(217)	1,980	2,033	2,291	2,567	2,567
매출총이익	1,046	1,327	1,208	1,223	1,238
판매 및 일반관리비	14	27	(9)	1	1
기타영업손익	(1,263)	653	825	1,068	1,328
영업이익	(1,263)	653	825	1,068	1,328
증가율(%)	적전	흑전	26.3	29.5	24.3
EBITDA	(1,042)	854	1,028	1,272	1,535
증가율(%)	적전	흑전	20.4	23.8	20.7
영업외손익	278	(6)	76	89	95
이자수익	219	203	267	275	289
이자비용	101	122	127	131	137
지분법손익	242	(13)	0	0	0
기타영업외손익	(83)	(74)	(65)	(56)	(56)
세전순이익	(986)	647	901	1,157	1,424
증가율(%)	적전	흑전	39.3	28.5	23.1
법인세비용	(219)	88	271	348	429
당기순이익	(766)	559	630	809	995
증가율(%)	적전	흑전	12.6	28.5	23.1
지배주주지분	(169)	373	466	599	737
증가율(%)	적전	흑전	24.9	28.5	23.1
비지배지분	(598)	186	164	210	259
EPS(원)	(1,515)	3,351	4,184	5,375	6,614
증가율(%)	적전	흑전	24.9	28.5	23.1
수정EPS(원)	(1,515)	3,351	4,173	5,362	6,597
증가율(%)	적전	흑전	24.5	28.5	23.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,515)	3,351	4,184	5,375	6,614
BPS	71,394	73,523	76,867	81,091	86,292
DPS	600	800	1,100	1,350	1,700
밸류에이션(배,%)					
PER	-	20.9	42.2	32.9	26.7
PBR	0.4	1.0	2.3	2.2	2.0
EV/ EBITDA	-	7.2	17.6	14.0	11.4
배당수익률	2.4	1.1	0.6	0.8	1.0
PCR	-	6.4	28.5	23.9	20.4
수익성(%)					
영업이익률	(3.9)	2.1	3.0	3.7	4.2
EBITDA이익률	(3.2)	2.7	3.7	4.4	4.9
순이익률	(2.3)	1.8	2.3	2.8	3.2
ROE	(2.1)	4.6	5.5	6.7	7.8
ROIC	(13.0)	7.7	7.2	9.0	10.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(23.1)	(16.9)	(16.1)	(18.3)	(19.3)
유동비율	143.9	147.9	156.0	158.0	158.6
이자보상배율	(12.6)	5.3	6.5	8.2	9.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	2.9	2.5	2.2	2.3	2.4
재고자산회전율	41.0	40.8	40.9	47.7	48.8
매입채무회전율	3.7	3.0	2.8	3.1	3.1

(047040)

대우건설

원전과 LNG, 다시 쓰는 성장 공식

건설/부동산류태환_6156/taehwan.ryu@

현재주가(26.04.14)	23,500원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	9,656	목표주가	28,000원(상향)		
발행주식수(천주)	410,908	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	26,100				
52주 최저가(원)	3,190		90.7	552.8	634.4
52주 일간 Beta	1.73	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	4,472				
외국인 지분율(%)	10.8				
배당수익률(2026E)(%)	0.0	투자의견	BUY	BUY	-
주주구성(%)		목표주가	28,000	6,900	▲
중홍토건 (외 3인)	51.3	영업이익(26)	521	561	▼
국민연금공단 (외 1인)	5.8	영업이익(27)	658	657	▲

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	10,504	8,055	8,106	8,651	9,088
영업이익	403	-815	521	658	727
세전순익	358	-1,209	431	569	638
당기순이익	243	-916	312	412	463
EPS(원)	563	-2,195	736	972	1,091
증감률(%)	-54.3	적전	흑전	32.1	12.2
PER(배)	5.5	-	31.9	24.2	21.5
ROE(%)	5.6	-23.9	8.7	10.5	10.6
PBR(배)	0.3	0.5	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	6.3	na	16.8	13.5	11.7

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [사업보고서 Review] 3Q25 대비 매출채권(0.4조원), 미청구공사비(0.4조원) 감소하며 매출채권회전을 소폭 개선되었으나, 여전히 부담스러운 수준. PF보증 규모 0.16조원 증가. 현금 및 현금성자산 1.8조원, 단기금융상품 0.4조원을 보유하여 유동성은 양호한 수준
- [1Q26 Preview] 매출액 1조 9,616억원(-5.5%yoy), 영업이익 1,240억원(-18.1%yoy, OPM 6.3%)으로 전망. 4분기 빅배스를 단행했으나, 토목 및 플랜트 부문 고원가율 현상 준공 시점까지는 수익성 부담이 지속될 전망. 건축 부문 매출총이익률은 13.0%로 추정
- [투자포인트① K-원전 재평가] 핵잠수함 건조 승인과 함께 우라늄 농축과 사용후핵연료 재처리 논의가 부각되며, K-원전 수출 모델이 EPC 중심에서 연료주기를 포함한 토탈 패키지 구조로 확장될 가능성. 팀코리아의 강력한 주간사 후보로서 역할 확대 및 위상 변화 기대
- [투자포인트② LNG 액화 공정 경험] 나이지리아 NLNG Train7 프로젝트에서 EPC 컨소시엄에 참여하며 LNG 액화 플랜트 수행 경험 확보. 원청사 Track-record 기반으로 LNG 시장에서의 경쟁력 부각
- [2026년 실적 추정] 중동 내 프로젝트의 잔여 기성 크지 않아 이란 전쟁 영향 제한적일 것으로 판단. 건설업종 공통적으로 나프타 수급 불안에 따른 국내 사업장 공정 차질 우려. 토목 부문 매출총이익률 개선폭에 따라 실적 추정치 상향 가능하나, 대손 우려 또한 존재. 연간 실적은 매출 8조 1,058억원, 영업이익 5,208억원 전망(가이드스 매출 8조원)
- [Valuation] 투자의견 BUY 유지, 목표주가 28,000원으로 상향. 목표 주가는 2026년 추정 BPS 8,791원에 Target P/B 3.2배를 적용해 산정(Target Multiple은 글로벌 peer 대비 할인율 적용). 대형원전 프로젝트 주간사로서의 위상 고려시, 주가 상승 여력은 충분하다고 판단

대우건설 (047040.KS)

세부 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,077	2,273	1,991	1,714	1,962	2,080	1,931	2,134	8,055	8,106	8,651
YoY (%)	(16.5)	(19.4)	(21.9)	(35.2)	(5.5)	(8.5)	(3.0)	24.5	(23.3)	0.6	6.7
토목	415	427	409	153	397	413	397	433	1,404	1,641	1,594
YoY (%)	(24.2)	(20.9)	(20.8)	(73.0)	(4.3)	(3.2)	(2.9)	183.3	(35.3)	16.8	(2.9)
건축	1,382	1,476	1,322	1,329	1,284	1,369	1,258	1,396	5,508	5,308	5,877
YoY (%)	(13.5)	(21.4)	(19.6)	(22.9)	(7.0)	(7.2)	(4.8)	5.0	(19.5)	(3.6)	10.7
플랜트	227	259	220	136	204	217	199	221	841	842	853
YoY (%)	(16.5)	(12.8)	(24.2)	(51.6)	(10.3)	(16.0)	(9.1)	62.8	(26.1)	0.1	1.4
연결종속 등	53	112	40	96	76	80	76	83	301	316	326
YoY (%)	(23.9)	4.5	(59.2)	23.9	44.0	(28.7)	90.2	(13.1)	(14.7)	4.9	3.3
매출총이익	251	248	173	(434)	234	252	247	279	238	1,012	1,149
YoY (%)	16.7	(10.0)	2.3	적전	(6.7)	1.6	42.8	흑전	(74.3)	324.4	13.5
GPM (%)	12.1	10.9	8.7	(25.3)	11.9	12.1	12.8	13.1	3.0	12.5	13.3
토목	36	(13)	(23)	(499)	14	17	24	30	(498)	85	112
GPM (%)	8.7	(2.9)	(5.6)	(326.2)	3.5	4.0	6.0	7.0	(35.5)	5.2	7.0
건축	150	176	152	159	167	175	161	179	637	682	764
GPM (%)	10.8	11.9	11.5	12.0	13.0	12.8	12.8	12.8	11.6	12.8	13.0
플랜트	51	48	35	(149)	29	35	38	43	(14)	144	169
GPM (%)	22.6	18.7	15.8	(109.3)	14.0	16.0	19.0	19.5	(1.7)	17.1	19.8
연결종속 등	14	36	9	55	24	25	24	27	113	101	104
GPM (%)	25.6	32.3	22.9	56.8	32.0	32.0	32.0	32.0	37.7	32.0	32.0
판관비	99	166	117	672	110	131	113	137	1,054	491	490
판관비율 (%)	4.8	7.3	5.9	39.2	5.6	6.3	5.9	6.4	13.1	6.1	5.7
영업이익	151	82	57	(1,106)	124	121	134	141	(815)	521	658
YoY (%)	31.8	(21.6)	(9.2)	적전	(18.1)	47.6	136.9	흑전	적전	흑전	26.4
OPM (%)	7.3	3.6	2.8	(64.5)	6.3	5.8	6.9	6.6	(10.1)	6.4	7.6
세전이익	96	(51)	(56)	(1,198)	106	98	110	117	(1,209)	431	569
순이익	58	(43)	(53)	(878)	76	71	80	85	(916)	312	412
지배주주순이익	56	(43)	(53)	(872)	75	70	78	83	(912)	306	404
YoY (%)	(36.7)	적전	적전	적전	34.0	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	32.1
신규수주	2,824	2,999	5,333	3,080	4,170	8,070	4,320	4,650	14,236	21,210	13,420
수주잔고	45,013	44,993	48,804	50,597	52,805	58,796	61,185	63,701	50,597	63,701	68,470

자료: 대우건설, 유진투자증권

대우건설(047040.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	12,658	13,359	13,648	14,161	14,738
유동자산	9,589	9,923	10,119	10,536	11,016
현금성자산	2,078	2,483	2,700	2,897	3,319
매출채권	4,683	4,276	4,161	4,226	4,307
재고자산	1,945	2,428	2,515	2,661	2,632
비유동자산	3,070	3,436	3,529	3,626	3,722
투자자산	2,626	2,920	2,979	3,039	3,100
유형자산	380	452	485	520	554
기타	63	64	66	67	68
부채총계	8,324	9,884	9,868	9,977	10,100
유동부채	4,544	5,111	5,037	5,087	5,148
매입채무	2,664	3,095	3,032	3,112	3,204
유동성이자부채	1,332	1,085	1,065	1,025	985
기타	548	932	941	950	960
비유동부채	3,780	4,773	4,830	4,890	4,952
비유동이자부채	2,769	3,060	3,060	3,060	3,060
기타	1,011	1,713	1,770	1,830	1,892
자본총계	4,334	3,475	3,781	4,185	4,638
자배지분	4,291	3,348	3,654	4,058	4,511
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	562	562	562	562	562
이익잉여금	2,183	1,277	1,583	1,987	2,441
기타	(532)	(570)	(570)	(570)	(570)
비자배지분	43	127	127	127	127
자본총계	4,334	3,475	3,781	4,185	4,638
총차입금	4,101	4,145	4,125	4,085	4,045
순차입금	2,023	1,662	1,425	1,188	726

현금흐름표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	(1,284)	463	468	481	715
당기순이익	243	(916)	312	412	463
자산상각비	123	115	138	147	157
기타비현금성손익	339	872	51	51	53
운전자본증감	(1,873)	591	(33)	(130)	43
매출채권감소(증가)	(884)	(20)	115	(66)	(80)
재고자산감소(증가)	(119)	60	(87)	(146)	30
매입채무증가(감소)	(193)	385	(63)	80	92
기타	(677)	165	2	2	2
투자현금	104	172	(258)	(271)	(282)
단기투자자산감소	(217)	389	(27)	(28)	(29)
장기투자증권감소	204	(82)	(10)	(10)	(10)
설비투자	38	100	162	173	182
유형자산처분	2	11	0	0	0
무형자산처분	(6)	(10)	(10)	(10)	(10)
재무현금	1,170	57	(20)	(40)	(40)
차입금증가	1,137	(35)	(20)	(40)	(40)
자본증가	(0)	(3)	0	0	0
배당금지급	0	3	0	0	0
현금 증감	180	667	190	170	393
기초현금	982	1,162	1,829	2,019	2,189
기말현금	1,162	1,829	2,019	2,189	2,583
Gross Cash flow	704	71	501	611	672
Gross Investment	1,551	(374)	264	373	210
Free Cash Flow	(847)	445	237	238	462

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,504	8,055	8,106	8,651	9,088
증가율(%)	(9.8)	(23.3)	0.6	6.7	5.1
매출원가	9,576	7,816	7,094	7,502	7,880
매출총이익	928	238	1,012	1,149	1,207
판매 및 일반관리비	524	1,054	491	490	480
기타영업손익	(5)	101	(53)	(0)	(2)
영업이익	403	(815)	521	658	727
증가율(%)	(39.2)	적전	흑전	26.4	10.5
EBITDA	526	(701)	658	805	884
증가율(%)	(33.4)	적전	흑전	22.3	9.8
영업외손익	(45)	(393)	(90)	(90)	(89)
이자수익	111	132	122	127	133
이자비용	160	183	163	167	173
지분법손익	179	(46)	0	0	0
기타영업외손익	(175)	(296)	(50)	(50)	(50)
세전순이익	358	(1,209)	431	569	638
증가율(%)	(51.9)	적전	흑전	32.1	12.2
법인세비용	116	(293)	118	156	176
당기순이익	243	(916)	312	412	463
증가율(%)	(53.4)	적전	흑전	32.1	12.2
지배주주지분	234	(912)	306	404	453
증가율(%)	(54.3)	적전	흑전	32.1	12.2
비지배지분	9	(4)	6	8	9
EPS(원)	563	(2,195)	736	972	1,091
증가율(%)	(54.3)	적전	흑전	32.1	12.2
수정EPS(원)	563	(2,195)	736	972	1,091
증가율(%)	(54.3)	적전	흑전	32.1	12.2

주요투자지표	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	563	(2,195)	736	972	1,091
BPS	10,325	8,055	8,791	9,763	10,854
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	5.5	-	31.9	24.2	21.5
PBR	0.3	0.5	2.7	2.4	2.2
EV/ EBITDA	6.3	-	16.8	13.5	11.7
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	1.8	22.4	19.5	16.0	14.5
수익성(%)					
영업이익률	3.8	(10.1)	6.4	7.6	8.0
EBITDA이익률	5.0	(8.7)	8.1	9.3	9.7
순이익률	2.3	(11.4)	3.9	4.8	5.1
ROE	5.6	(23.9)	8.7	10.5	10.6
ROIC	5.1	(11.1)	8.0	9.9	10.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	46.7	47.8	37.7	28.4	15.6
유동비율	211.0	194.1	200.9	207.1	214.0
이자보상배율	2.5	(4.5)	3.2	4.0	4.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	2.5	1.8	1.9	2.1	2.1
재고자산회전율	5.8	3.7	3.3	3.3	3.4
매입채무회전율	3.7	2.8	2.6	2.8	2.9

(375500)

DL이앤씨

질적 성장의 원년, 재평가의 시작

건설/부동산류태환_6156/taehwan.ryu@

현재주가(26.04.14)	99,000원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	3,831	목표주가	144,000원(상향)		
발행주식수(천주)	38,694	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	104,700				
최저가(원)	38,450		101.8	142.4	146.6
52주 일간 Beta	0.98	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	724	투자의견	BUY	BUY	-
외국인 지분율(%)	16.6	목표주가	144,000	105,000	▲
배당수익률(2026E)(%)	0.9	영업이익(26)	512	512	-
주주구성(%)		영업이익(27)	623	623	-
DL (외 8인)	24.8				
국민연금공단 (외 1인)	8.1				

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
세전순익	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	9.5	7.9	7.0
ROE(%)	4.8	7.3	7.4	8.3	8.6
PBR(배)	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	1.0	1.5	4.2	3.1	2.2

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [사업보고서 Review] 3Q25 대비 매출채권(0.1조원), 미청구공사비(0.3조원) 감소하며 매출채권회전을 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 K-원전 재평가] 핵잠수함 건조 승인과 함께 우라늄 농축과 사용후핵연료 재처리 논의가 부각되며, K-원전 수출 모델이 EPC 중심에서 연료주기를 포함한 토털 패키지 구조로 확장될 가능성. 원전 준공 경험을 보유한 비주관사로서 원전 프로젝트 참여 기대
- [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. 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 144,000원으로 상향. 목표주가는 2026년 추정 BPS 130,701원에 Target P/B 1.1배를 적용해 산정(Target Multiple은 국내 peer 대비 할인율 적용). 원전/SMR 사업 참여 가능성 고려시 기업 간 밸류에이션 격차 축소될 것으로 판단

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

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
자배지분	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)
비자배지분	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
기타영업외손익	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	9.5	7.9	7.0
PBR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	1.0	1.5	4.2	3.1	2.2
배당수익률	1.7	2.2	0.9	1.1	1.3
PCR	2.2	2.7	8.1	7.0	6.3
수익성(%)					
영업이익률	3.3	5.2	7.3	8.4	8.7
EBITDA이익률	4.3	6.2	9.0	9.9	10.2
순이익률	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

(006360)

GS건설

원전 eXperience, Inspiration!

건설/부동산류태환_6156/taehwan.ryu@

현재주가(26.04.14)	37,450원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	3,205	목표주가	53,000원(상향)		
발행주식수(천주)	85,581	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	39,250				
최저가(원)	16,290		62.8	101.3	129.1
52주 일간 Beta	1.17	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	614	투자의견	BUY	BUY	-
외국인 지분율(%)	17.5%	목표주가	53,000	38,000	▲
배당수익률(2026E)(%)	1.6%	영업이익(26)	449	449	-
주주구성(%)		영업이익(27)	525	525	-
허창수 (외 16인)	23.1				
국민연금공단 (외 1인)	6.9				

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
세전순익	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	13.3	10.7	9.2
ROE(%)	5.6	2.0	4.9	5.9	6.5
PBR(배)	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.9	6.9	9.6	8.5	7.7

자료: 유진투자증권

Investment Point

- [사업보고서 Review] 3Q25 대비 매출채권(0.2조원), 미청구공사비(0.2조원) 감소하며 매출채권회전을 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
- [투자포인트① K-원전 재평가] 핵잠수함 건조 승인과 함께 우라늄 농축과 사용후핵연료 재처리 논의가 부각되며, K-원전 수출 모델이 EPC 중심에서 연료주기를 포함한 토탈 패키지 구조로 확장될 가능성. 2024년까지 원전 프로젝트를 수행하여 비주간사 내 경쟁 우위로 부각
- [투자포인트②: 주간사 가능성] 10년 이내 단위호기(신한울#1,2) 준공 실적을 보유. 글로벌 원전 수주 파이프라인 확대와 APR1400의 미국 진출 시나리오를 고려할 경우, 주간사로서 참여 가능성 기대
- [2026년 실적 추정] 이란 전쟁이 장기화될 경우, 중동 내 진행 사업장 매출 둔화 가능성 존재. 건설업종 공통적으로 나프타 수급 불안에 따라 국내 사업장 공정 차질 우려. 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 53,000원으로 상향. 목표 주가는 2026년 추정 BPS 58,363원에 Target P/B 0.9배를 적용해 산정(Target Multiple은 국내 peer 대비 할인율 적용). 원전 프로젝트 참여 가능성 고려시, 기업 간 밸류에이션 격차 축소될 것으로 판단

GS건설 (006360.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

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
자배지분	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
비자배지분	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

자료: 유진투자증권

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
기타영업외손익	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	13.3	10.7	9.2
PBR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	9.9	6.9	9.6	8.5	7.7
배당수익률	1.7	2.5	1.6	2.0	2.4
PCR	1.7	1.7	6.9	6.0	5.4
수익성(%)					
영업이익률	2.2	3.5	3.8	4.3	4.6
EBITDA이익률	3.8	5.4	5.5	6.0	6.3
순이익률	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

(329180)

HD현대중공업

모범생 그 자체

AI로보틱스/방산/조선/운송 양승윤_6139/syyang0901@

현재주가(26.04.14)	479,000원
시가총액(십억원)	50,276
발행주식수(천주)	104,961
52주 최고가(원)	652,000
최저가(원)	342,000
52주 일간 Beta	0.71
60일 일평균거래대금(억원)	1,611
외국인 지분율(%)	14.4
배당수익률(2026E)(%)	1.7
주주구성(%)	
에이치디한국조선해양 (외 5인)	69.3
국민연금공단 (외 1인)	6.2

투자 의견	BUY(유지)		
목표주가	870,000원(유지)		
주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-19.6	-3.4	37.8
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	870,000	870,000	-
영업이익(26)	3,533	3,344	▲
영업이익(27)	4,046	3,712	▲

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	14,486	17,581	24,764	26,001	27,446
영업이익	705	2,038	3,533	4,046	4,247
세전순익	798	1,801	3,620	4,171	4,386
당기순이익	622	1,415	2,752	3,170	3,333
EPS(원)	7,001	13,486	26,215	30,200	31,756
증감률(%)	2,417.7	92.6	94.4	15.2	5.2
PER(배)	41.1	37.7	18.3	15.9	15.1
ROE(%)	11.4	18.8	26.4	25.0	22.2
PBR(배)	4.5	5.7	4.4	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	26.3	21.7	12.1	10.3	9.4

자료: 유진투자증권

Investment Point

- 투자 의견 BUY, 목표주가 870,000원 유지
- 1Q26 매출액 5조 6,934억원(+49%yoy), 영업이익 7,759억원(+79%yoy, OPM 13.6%)으로 추정. 영업이익 기준 컨센서스 7,763억원에 부합하는 실적을 기록할 전망.
- 계속되는 상선 믹스 개선(4Q25 22년 수주 물량 비중 27% → 1Q26 10%대로 하락 추정)에 올해는 해양 실적이 더해짐. 트리온에 더해 루아 공정을 본격 상승 구간. 그리고, 이번 1Q 실적에는 작년 4Q에서 밀렸던 엔진 실적도 반영. 인건비 상승은 환율 효과로 상쇄. 중동 사태 영향은 현재까지는 매우 제한적이라는 사측 안내.
- 올해 상선 수주는 2월까지 연간 목표치 대비 29%의 진척률을 달성 중. 3월 이후 이후 P/C선 8척과 LPGC 2척을 추가 수주했고, ONE 네오파나막스도 6척도 수주 예정(미공시). 이를 포함한 진척률은 벌써 '50%' 수준에 육박. 아직 LNGC와 최근 인콰이어리가 늘어나는 LPGC가 보여줄 수주 공시는 많이 남아있음.
- 특수선 분야에서는 아쉽게도 HII와 함께 참여한 미국 차세대 군수 지원함(NGLS) 사업은 놓쳤지만, 건조 기회는 남아있음. 올해 동사의 함정 수주 목표는 30억불(작년 실적 11억불). 하반기에 몰린 필리핀 호위함 후속 수주에 페루 잠수함, 태국 호위함 등 함정 수주 파이프라인 주목. 중동 해상 안보 수요 증가 흐름 속, 중동 호위함 사업이 서프라이즈로 반영되기를 기대. HD현대미포 합병으로 소형 수상함 기준 8척 추가 건조 여력도 확보됨. 북유럽발 쇄빙선 수주 여부도 주목. 상선과 해양, 그리고 방산과 엔진을 모두 담은 기업, 그리고 심지어 잘하기까지 하는 기업은 HD현대중공업 뿐.

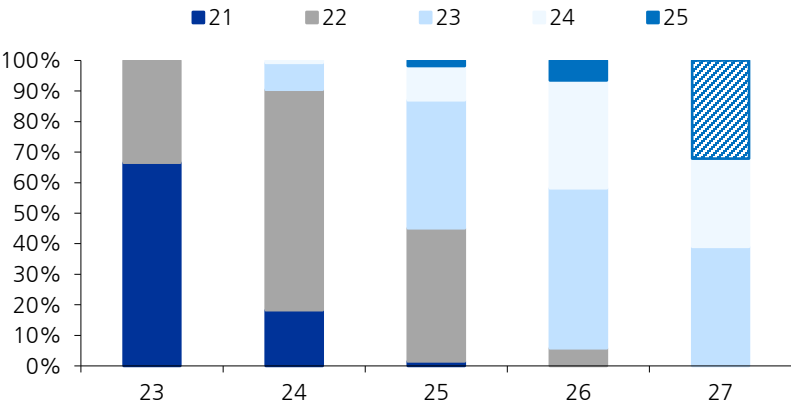
HD현대중공업 (329180.KS)

HD현대중공업 실적 테이블

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	3,823	4,147	4,418	5,193	5,693	6,257	5,995	6,818	17,581	24,764	26,001	27,446
yoy%	28%	7%	22%	30%	49%	51%	36%	31%	21%	41%	5%	6%
영업이익	434	472	557	575	776	884	874	999	2,038	3,533	4,046	4,247
yoy%	1944%	141%	170%	104%	79%	87%	57%	74%	189%	73%	15%	5%
opm%	11%	11%	13%	11%	14%	14%	15%	15%	12%	14%	16%	15%

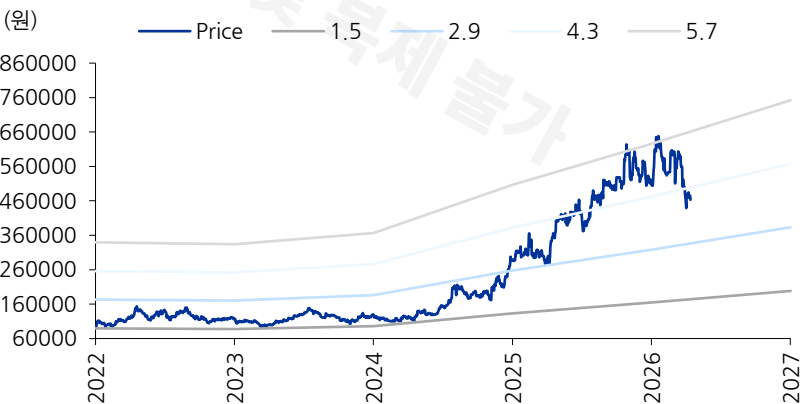
자료: 유진투자증권

빈티지 믹스 변화



자료: 유진투자증권

12M/F PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

HD현대중공업(329180.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	19,391	26,163	28,792	31,496	34,231
유동자산	10,403	14,980	16,905	18,880	20,857
현금성자산	2,213	4,081	4,940	6,511	8,091
매출채권	1,659	1,713	2,242	2,399	2,553
재고자산	1,511	2,017	2,482	2,657	2,827
비유동자산	8,988	11,183	11,887	12,615	13,374
투자자산	2,250	2,241	2,332	2,427	2,525
유형자산	6,610	8,781	9,360	9,963	10,597
기타	128	161	195	225	252
부채총계	13,686	16,821	17,266	17,639	18,008
유동부채	11,796	15,333	15,772	16,140	16,502
매입채무	2,311	3,295	3,623	3,877	4,126
유동성이자부채	1,514	857	857	857	857
기타	7,971	11,181	11,292	11,405	11,519
비유동부채	1,890	1,489	1,494	1,500	1,506
비유동이자부채	1,766	1,341	1,341	1,341	1,341
기타	124	148	153	159	165
자본총계	5,704	9,342	11,526	13,856	16,224
자배지분	5,704	9,342	11,526	13,856	16,224
자본금	444	525	525	525	525
자본잉여금	3,123	5,130	5,130	5,130	5,130
이익잉여금	1,288	2,394	4,578	6,908	9,276
기타	850	1,293	1,293	1,293	1,293
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,704	9,342	11,526	13,856	16,224
총차입금	3,280	2,198	2,198	2,198	2,198
순차입금	1,067	(1,883)	(2,742)	(4,313)	(5,893)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	2,884	3,510	2,546	3,582	3,777
당기순이익	622	1,415	2,752	3,170	3,333
자산상각비	306	333	399	427	456
기타비현금성손익	(98)	612	22	22	22
운전자본증감	2,114	1,158	(627)	(37)	(35)
매출채권감소(증가)	(156)	(82)	(529)	(158)	(154)
재고자산감소(증가)	(201)	(329)	(466)	(174)	(170)
매입채무증가(감소)	223	37	328	255	249
기타	2,248	1,533	40	41	41
투자현금	(499)	(2,040)	(1,210)	(1,265)	(1,328)
단기투자자산감소	0	(1,518)	(90)	(93)	(97)
장기투자증권감소	0	(264)	(30)	(31)	(31)
설비투자	463	512	957	1,005	1,061
유형자산처분	12	15	0	0	0
무형자산처분	(33)	(24)	(55)	(55)	(55)
재무현금	(2,049)	(860)	(567)	(840)	(966)
차입금증가	(14)	(15)	0	0	0
자본증가	0	(349)	(567)	(840)	(966)
배당금지급	0	334	567	840	966
현금증감	330	612	769	1,477	1,483
기초현금	928	1,258	1,870	2,639	4,116
기말현금	1,258	1,870	2,639	4,116	5,599
Gross Cash flow	829	2,361	3,172	3,619	3,811
Gross Investment	(1,614)	(636)	(1,747)	(2,081)	(2,266)
Free Cash Flow	2,444	2,997	1,426	2,410	2,545

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	14,486	17,581	24,764	26,001	27,446
증가율(%)	21.1	21.4	40.9	5.0	5.6
매출원가	12,993	14,616	19,893	20,544	21,711
매출총이익	1,494	2,964	4,871	5,456	5,736
판매 및 일반관리비	789	927	1,338	1,410	1,489
기타영업손익	66	17	44	5	6
영업이익	705	2,038	3,533	4,046	4,247
증가율(%)	294.8	188.9	73.4	14.5	5.0
EBITDA	1,011	2,371	3,932	4,473	4,703
증가율(%)	121.4	134.5	65.8	13.8	5.1
영업외손익	93	(237)	88	125	139
이자수익	54	105	165	199	210
이자비용	150	97	61	58	55
자본법손익	(0)	(5)	(17)	(17)	(17)
기타영업외손익	189	(240)	0	0	0
세전순이익	798	1,801	3,620	4,171	4,386
증가율(%)	2,222.7	125.6	101.0	15.2	5.2
법인세비용	177	385	869	1,001	1,053
당기순이익	622	1,415	2,752	3,170	3,333
증가율(%)	2,417.3	127.7	94.4	15.2	5.2
지배주주지분	622	1,415	2,752	3,170	3,333
증가율(%)	2,417.7	127.7	94.4	15.2	5.2
비지배지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	7,001	13,486	26,215	30,200	31,756
증가율(%)	2,417.7	92.6	94.4	15.2	5.2
수정EPS(원)	7,001	13,486	26,215	30,200	31,756
증가율(%)	2,417.7	92.6	94.4	15.2	5.2

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	7,001	13,486	26,215	30,200	31,756
BPS	64,259	89,001	109,813	132,013	154,569
DPS	2,090	5,661	8,000	9,200	9,700
밸류에이션(배, %)					
PER	41.1	37.7	18.3	15.9	15.1
PBR	4.5	5.7	4.4	3.6	3.1
EV/ EBITDA	26.3	21.7	12.1	10.3	9.4
배당수익률	0.7	1.1	1.7	1.9	2.0
PCR	30.8	22.6	15.8	13.9	13.2
수익성(%)					
영업이익률	4.9	11.6	14.3	15.6	15.5
EBITDA이익률	7.0	13.5	15.9	17.2	17.1
순이익률	4.3	8.1	11.1	12.2	12.1
ROE	11.4	18.8	26.4	25.0	22.2
ROIC	7.6	23.1	34.5	34.9	33.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	18.7	(20.2)	(23.8)	(31.1)	(36.3)
유동비율	88.2	97.7	107.2	117.0	126.4
이자보상배율	4.7	21.1	58.1	70.0	77.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
매출채권회전율	9.5	10.4	12.5	11.2	11.1
재고자산회전율	10.3	10.0	11.0	10.1	10.0
매입채무회전율	6.7	6.3	7.2	6.9	6.9

(042660)

한화오션

수주로서 '특수선 최강자'임을 증명해 낼 것이다

AI로보틱스/방산/조선/운송 양승윤_6139/syyang0901@

현재주가(26.04.14)	124,100원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	38,026	목표주가	167,000원(유지)
발행주식수(천주)	306,413	주가상승률(%)	1M 6M 12M
52주 최고가(원)	154,800		-1.5 19.2 39.9
52주 최저가(원)	71,500		
52주 일간 Beta	0.52	(원, 십억원)	현재 직전 변동
60일 일평균거래대금(억원)	2,690	투자의견	BUY BUY -
외국인 지분율(%)	10.8	목표주가	167,000 167,000 -
배당수익률(2026E)(%)	0.0	영업이익(26)	1,700 1,980 ▼
주주구성(%)		영업이익(27)	1,958 2,066 ▼
한화에어로스페이스 (외 3인)	52.9		
국민연금공단 (외 1인)	6.5		

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	10,776	12,784	14,514	14,234	15,907
영업이익	238	1,168	1,700	1,958	2,219
세전순익	181	842	1,305	1,586	1,868
당기순이익	528	1,246	992	1,205	1,420
EPS(원)	1,724	4,066	3,237	3,934	4,633
증감률(%)	230.3	135.9	-20.4	21.6	17.8
PER(배)	21.7	27.9	38.3	31.5	26.8
ROE(%)	11.5	22.6	14.9	15.5	15.6
PBR(배)	2.4	5.6	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA(배)	39.0	28.4	22.0	18.9	16.6

자료: 유진투자증권

Investment Point

- 투자 의견 BUY, 목표주가 167,000원 유지
- 1Q26 매출액 3조 1,551억원(+0%yoy), 영업이익 3,816억원(+48%yoy, OPM 12.1%)으로 추정. 영업이익 기준 컨센서스 3,676억원에 대체로 부합하는 실적 기록할 전망.
- 상선 P-mix 개선은 지속됨. 22년도 수주 물량 비중이 20%대로 하락(1Q25 80%, 4Q25 40% 추정)하고, 23~25년 비중 확대됨에 따라 추가 수익성 향상을 기대. 일회성 제거 후 상선 OPM은 4Q25 대비 1.3%pt 개선을 전망함. 1월 → 3월 환율 상승 흐름에 따른 환율 효과가 변수.
- 해양과 특수선은 다소 부진할 전망. 해양은 신규 프로젝트 수주 필요. 올해 신규 프로젝트는 최대 3기 수주 목표. 특수선은 도크 확장에 따른 고정비 및 캐나다 잠수함 사업 관련 마케팅 비용 부담 지속.
- 시장에서 우려하는 중동 사태 영향은 제한적. 에틸렌 가스 재고 문제 없으며, 카타르 LNGC 취소 가능성도 제한적이라는 사측 안내. 상선 시황은 VLCC와 LNGC가 강한 상황. VLCC 수주 강세로 LNGC 슬롯 부족을 걱정하는 수준.
- 동사의 주가 드라이버는 특수선. 올해 3월 미국 차세대 군수지원함(NGLS)의 개념 설계 사업 수주(주 계약자: Vard Marine)와 더불어, 상반기 중으로 결과 발표 예정인 캐나다 잠수함(CPSP)과 태국 호위함(2~3Q), 중동 잠수함 사업도 기대 중. 중동 사태로 인한 중동 지역 해상 안보 수요 증가 전망. 작년 말 특수선 4공장 완공으로 잠수함 CAPA가 동시 건조 기준 2척 → 4척으로 확대. 동사의 특수선 사업부 경쟁력은 올해 수주로서 증명할 것. 캐나다 잠수함 수주 결과가 발표되는 5~6월에 반드시 관심을 가져야 할 기업.

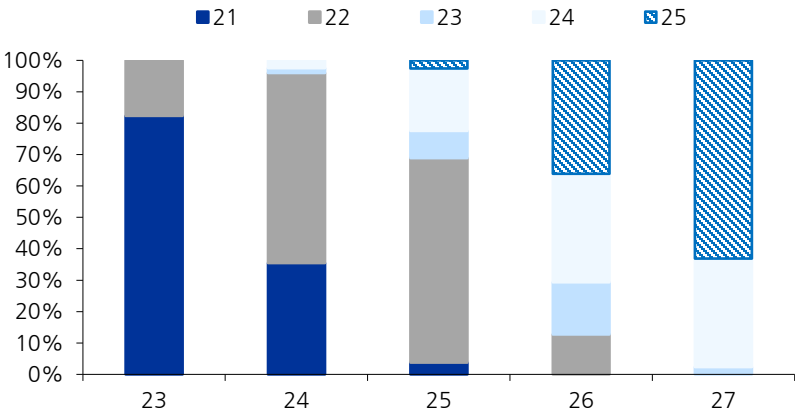
한화오션 (042660.KS)

한화오션 실적 테이블

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	3,143	3,294	3,023	3,323	3,155	3,574	3,610	4,175	12,784	14,514	14,234	15,907
yoy%	38%	30%	12%	2%	0%	9%	19%	26%	19%	14%	-2%	12%
영업이익	259	372	290	247	382	425	424	469	1,168	1,700	1,958	2,219
yoy%	389%	흑전	1032%	46%	48%	14%	46%	89%	391%	46%	15%	13%
opm%	8%	11%	10%	7%	12%	12%	12%	11%	9%	12%	14%	14%

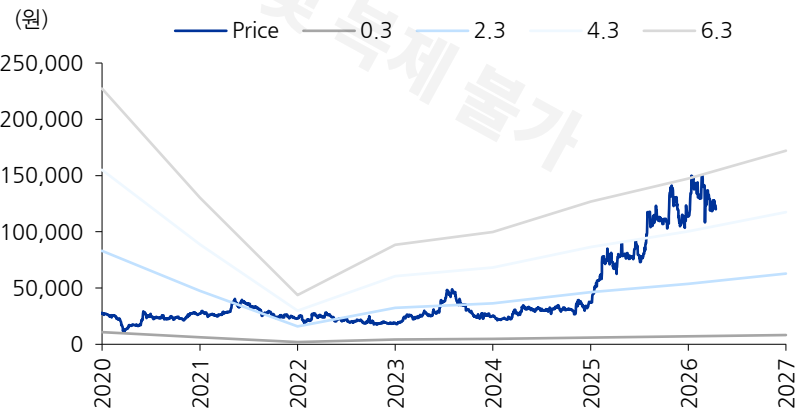
자료: 유진투자증권

빈티지 믹스 변화



자료: 유진투자증권

12M/F PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

한화오션(042660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	17,844	20,141	21,595	22,780	24,496
유동자산	11,246	12,082	12,888	13,459	14,486
현금성자산	950	852	782	1,446	1,969
매출채권	892	962	1,148	1,109	1,212
재고자산	2,780	3,040	3,658	3,531	3,859
비유동자산	6,598	8,059	8,707	9,321	10,009
투자자산	1,555	2,423	2,522	2,624	2,731
유형자산	4,648	5,273	5,841	6,371	6,969
기타	394	362	344	326	310
부채총계	12,980	13,966	14,428	14,408	14,704
유동부채	10,347	11,200	11,653	11,622	11,907
매입채무	2,048	2,143	2,539	2,451	2,679
유동성이자부채	3,616	3,407	3,407	3,407	3,407
기타	4,683	5,651	5,707	5,764	5,822
비유동부채	2,634	2,765	2,775	2,786	2,797
비유동이자부채	2,180	2,446	2,446	2,446	2,446
기타	454	319	329	339	350
자본총계	4,863	6,175	7,167	8,372	9,792
자배지분	4,859	6,170	7,162	8,367	9,787
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	119	182	182	182	182
이익잉여금	236	1,552	2,544	3,749	5,169
기타	2,966	2,899	2,899	2,899	2,899
비자배지분	5	5	5	5	5
자본총계	4,863	6,175	7,167	8,372	9,792
총차입금	5,795	5,853	5,853	5,853	5,853
순차입금	4,845	5,001	5,071	4,407	3,884

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	(2,905)	1,315	1,043	1,765	1,721
당기순이익	528	1,246	992	1,205	1,420
자산상각비	180	233	262	284	307
기타비현금성손익	(354)	105	213	213	213
운전자본증감	(3,158)	(121)	(424)	63	(219)
매출채권감소(증가)	(291)	17	(186)	40	(103)
재고자산감소(증가)	(340)	(94)	(617)	127	(328)
매입채무증가(감소)	210	244	396	(88)	228
기타	(2,738)	(288)	(16)	(16)	(16)
투자현금	(1,110)	(1,449)	(1,116)	(1,104)	(1,201)
단기투자자산감소	(174)	35	(3)	(3)	(3)
장기투자증권감소	(156)	(754)	(251)	(253)	(255)
설비투자	374	710	806	790	883
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(5)	13	(6)	(6)	(6)
재무현금	2,803	330	0	0	0
차입금증가	2,826	354	0	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(1,211)	190	(73)	661	520
기초현금	1,799	588	778	706	1,367
기말현금	588	778	706	1,367	1,886
Gross Cash flow	354	1,583	1,466	1,703	1,940
Gross Investment	4,094	1,605	1,536	1,038	1,417
Free Cash Flow	(3,739)	(22)	(70)	664	523

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,776	12,784	14,514	14,234	15,907
증가율(%)	45.5	18.6	13.5	(1.9)	11.8
매출원가	10,092	10,943	12,002	11,479	12,797
매출총이익	684	1,840	2,512	2,755	3,110
판매 및 일반관리비	446	673	812	797	891
기타영업손익	51	51	21	(2)	12
영업이익	238	1,168	1,700	1,958	2,219
증가율(%)	390.8	45.6	15.2	13.3	13.3
EBITDA	418	1,401	1,962	2,242	2,526
증가율(%)	390.8	235.4	40.1	14.2	12.7
영업외손익	(57)	(325)	(395)	(372)	(351)
이자수익	64	76	70	80	88
이자비용	173	196	262	249	237
지분법손익	44	(77)	(203)	(203)	(203)
기타영업외손익	7	(128)	(0)	0	(0)
세전순이익	181	842	1,305	1,586	1,868
증가율(%)	365.3	54.9	21.6	17.8	17.8
법인세비용	(347)	(404)	313	381	448
당기순이익	528	1,246	992	1,205	1,420
증가율(%)	230.0	135.9	(20.4)	21.6	17.8
지배주주지분	528	1,246	992	1,206	1,420
증가율(%)	230.3	135.9	(20.4)	21.6	17.8
비지배지분	0	0	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	1,724	4,066	3,237	3,934	4,633
증가율(%)	230.3	135.9	(20.4)	21.6	17.8
수정EPS(원)	1,724	4,066	3,237	3,934	4,633
증가율(%)	230.3	135.9	(20.4)	21.6	17.8

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,724	4,066	3,237	3,934	4,633
BPS	15,857	20,137	23,374	27,308	31,941
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	21.7	27.9	38.3	31.5	26.8
PBR	2.4	5.6	5.3	4.5	3.9
EV/ EBITDA	39.0	28.4	22.0	18.9	16.6
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	32.3	22.0	25.9	22.3	19.6
수익성(%)					
영업이익률	2.2	9.1	11.7	13.8	13.9
EBITDA이익률	3.9	11.0	13.5	15.7	15.9
순이익률	4.9	9.7	6.8	8.5	8.9
ROE	11.5	22.6	14.9	15.5	15.6
ROIC	2.5	8.9	12.3	13.2	14.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	99.6	81.0	70.8	52.6	39.7
유동비율	108.7	107.9	110.6	115.8	121.7
이자보상배율	1.4	6.0	6.5	7.9	9.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
매출채권회전율	17.6	13.8	13.8	12.6	13.7
재고자산회전율	3.8	4.4	4.3	4.0	4.3
매입채무회전율	6.1	6.1	6.2	5.7	6.2

(010140)

삼성중공업

단단한 상선에 글로벌 오퍼레이션과 해양, 방산을 더하기

AI로보틱스/방산/조선/운송 양승윤_6139/syyang0901@

현재주가(26.04.14)	27,900원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	24,552	목표주가	41,000원(유지)		
발행주식수(천주)	880,000	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	32,500				
52주 최저가(원)	13,840		-9.1	31.6	93.1
52주 일간 Beta	0.65	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	1,621				
외국인 지분율(%)	32.8				
배당수익률(2026E)(%)	0.0	투자 의견	BUY	BUY	-
주주구성(%)		목표주가	41,000	41,000	-
삼성전자 (외 8인)	20.9	영업이익(26)	1,452	1,307	▲
국민연금공단 (외 1인)	8.0	영업이익(27)	2,036	1,882	▲

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	9,903	10,650	13,052	15,640	16,640
영업이익	503	862	1,452	2,036	2,212
세전순익	-316	650	1,362	1,968	2,158
당기순이익	54	536	1,035	1,495	1,640
EPS(원)	73	620	1,231	1,778	1,949
증감률(%)	흑전	754.1	98.5	44.4	9.7
PER(배)	155.7	38.9	22.7	15.7	14.3
ROE(%)	1.8	13.7	23.1	26.0	22.4
PBR(배)	2.6	5.1	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA(배)	16.9	20.0	14.3	10.2	8.8

자료: 유진투자증권

Investment Point

- 투자 의견 BUY, 목표주가 41,000원 유지
- 1Q26 매출액 2조 8,040억원(+12%yoy), 영업이익 3,085억원(+151%yoy, OPM 11.0%)으로 추정. 영업이익 기준 컨센서스 3,449억원을 소폭 하회하는 실적을 기록할 전망.
- 늘 그렇듯, 견조한 실적 체력은 불변. 다만, 1Q26는 조업일수와 상선 프로젝트 믹스가 4Q25와 큰 차이가 없는 상황. 실적 점프업 구간은 동사의 거제 2 도크 재가동(VLGC 건조) 및 글로벌 오퍼레이션 효과가 본격화되는 2Q26 이후. 팍스오션의 탱커 건조 본격화 기대. 글로벌 오퍼레이션은 2028년 매출 규모로 1조원 수준까지 증가 전망(팍스오션, 페트로베트남, 성동조선/총 10척 규모).
- 해양 공사와 수주는 모두는 순조롭게 진행 중. ZLNG는 공정 마무리 단계, 모잠비크 Coral Norte는 안벽 작업, 캐나다 Cedar는 도크에서 선체 제작 진행 중. 작년 수주 목표에서 밀린 Coral Norte와 미국 Delfin 프로젝트는 모두 상반기 내 정식 수주 예정. Delfin은 2월 파이프라인 폭발 사고 영향으로 약간 딜레이 된 상황. 그 외, 연말까지 델핀 2호기 및 캐나다 Western 프로젝트도 수주 추진 중.
- 동사는 특수선 분야에서 전투함 건조는 수행하지 않지만, MASGA를 필두로 한 군함 MRO 및 군수지원함 사업에는 참여를 확대 중. 최근 한화오션이 수주한 미국 차세대 군수지원함(NGLS) 개념 설계를 삼성중공업도 수주(주 계약자: GD NASSCO). 그리고 올해 본격화될 미국 군함 MRO는 연 1~2척 수주를 목표. 상선과 해양의 강자 삼성중공업에 방산의 스토리가 더해지고 있는 점 주목.

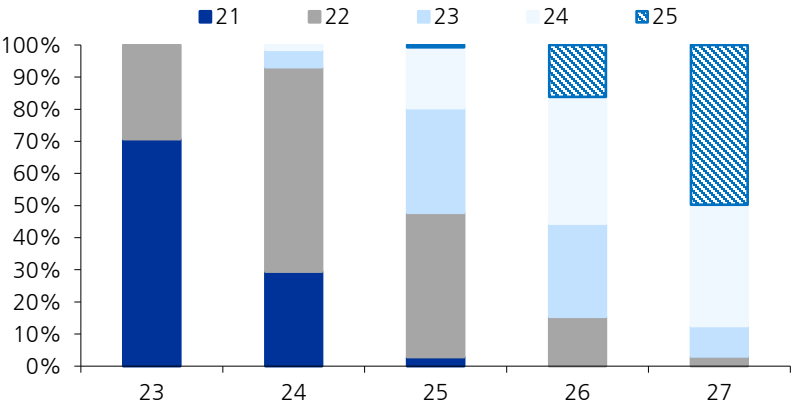
삼성중공업 (010140.KS)

삼성중공업 실적 테이블

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	2,494	2,683	2,635	2,838	2,804	3,484	3,304	3,460	10,650	13,052	15,640	16,640
yoy%	6%	6%	13%	5%	12%	30%	25%	22%	8%	23%	20%	6%
영업이익	123	205	238	296	308	386	351	407	862	1,452	2,036	2,212
yoy%	58%	57%	99%	70%	151%	89%	47%	37%	72%	68%	40%	9%
opm%	5%	8%	9%	10%	11%	11%	11%	12%	8%	11%	13%	13%

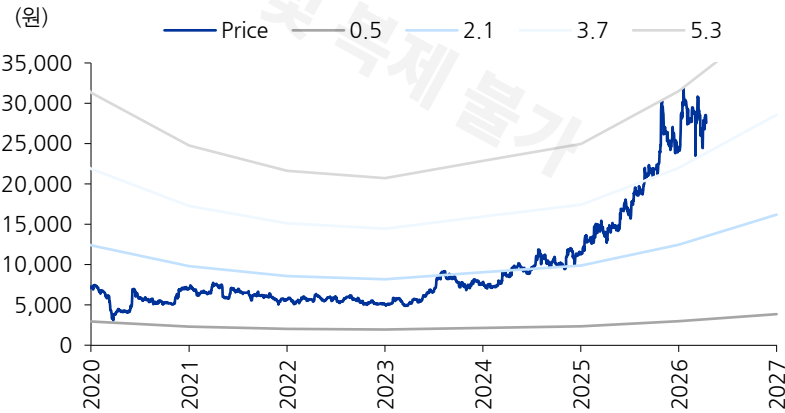
자료: 유진투자증권

빈티지 믹스 변화



자료: 유진투자증권

12M/F PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

삼성중공업(010140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	17,195	14,949	16,215	18,136	19,983
유동자산	9,370	7,407	8,597	10,385	12,078
현금성자산	3,058	2,134	3,520	4,840	6,396
매출채권	1,186	1,422	1,101	1,385	1,453
재고자산	452	490	581	731	766
비유동자산	7,825	7,542	7,618	7,750	7,905
투자자산	2,681	2,403	2,500	2,602	2,707
유형자산	5,116	5,107	5,090	5,125	5,178
기타	28	32	28	24	20
부채총계	13,445	10,854	11,037	11,393	11,525
유동부채	12,029	9,422	9,603	9,956	10,085
매입채무	946	1,023	1,145	1,440	1,510
유동성이자부채	5,212	2,596	2,596	2,596	2,596
기타	5,872	5,804	5,862	5,921	5,980
비유동부채	1,416	1,432	1,434	1,437	1,440
비유동이자부채	1,312	1,286	1,286	1,286	1,286
기타	104	146	148	151	154
자본총계	3,749	4,095	5,178	6,742	8,458
자배지분	3,795	4,149	5,232	6,796	8,512
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496
이익잉여금	(2,136)	(1,603)	(520)	1,044	2,760
기타	554	376	376	376	376
비자배지분	(45)	(54)	(54)	(54)	(54)
자본총계	3,749	4,095	5,178	6,742	8,458
총차입금	6,524	3,881	3,881	3,881	3,881
순차입금	3,466	1,747	362	(959)	(2,514)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	655	1,563	1,748	1,740	1,999
당기순이익	54	536	1,035	1,495	1,640
자산상각비	289	284	287	287	289
기타비현금성손익	427	307	50	71	78
운전자본증감	118	577	376	(114)	(8)
매출채권감소(증가)	(619)	(275)	320	(284)	(67)
재고자산감소(증가)	1,384	(37)	(91)	(150)	(35)
매입채무증가(감소)	(625)	(30)	122	295	70
기타	(23)	919	24	25	25
투자현금	311	(480)	(418)	(477)	(503)
단기투자자산감소	109	(277)	(55)	(58)	(60)
장기투자증권감소	0	0	(6)	(6)	(7)
설비투자	173	216	265	318	338
유형자산처분	384	22	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	0	0	0
재무현금	(599)	(1,267)	0	0	0
차입금증가	(488)	(1,265)	0	0	0
자본증가	0	(1)	0	0	0
배당금지급	0	1	0	0	0
현금 증감	372	(183)	1,330	1,263	1,496
기초현금	584	956	773	2,103	3,366
기말현금	956	773	2,103	3,366	4,861
Gross Cash flow	771	1,127	1,372	1,854	2,007
Gross Investment	(319)	(374)	(13)	533	451
Free Cash Flow	1,090	1,500	1,385	1,320	1,556

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,903	10,650	13,052	15,640	16,640
증가율(%)	23.6	7.5	22.6	19.8	6.4
매출원가	8,983	9,276	10,917	12,781	13,552
매출총이익	921	1,374	2,135	2,859	3,088
판매 및 일반관리비	418	512	683	823	875
기타영업손익	1	23	33	20	6
영업이익	503	862	1,452	2,036	2,212
증가율(%)	115.4	71.5	68.4	40.3	8.6
EBITDA	792	1,146	1,738	2,323	2,501
증가율(%)	67.1	44.7	51.7	33.6	7.7
영업외손익	(818)	(212)	(89)	(69)	(54)
이자수익	21	25	22	29	32
이자비용	213	140	111	98	86
지분법손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(626)	(96)	0	0	0
세전순이익	(316)	650	1,362	1,968	2,158
증가율(%)	적지	흑전	109.5	44.4	9.7
법인세비용	(369)	115	327	472	518
당기순이익	54	536	1,035	1,495	1,640
증가율(%)	흑전	894.4	93.3	44.4	9.7
지배주주지분	64	546	1,083	1,564	1,716
증가율(%)	흑전	754.1	98.5	44.4	9.7
비지배지분	(10)	(10)	(48)	(69)	(75)
EPS(원)	73	620	1,231	1,778	1,949
증가율(%)	흑전	754.1	98.5	44.4	9.7
수정EPS(원)	73	620	1,231	1,778	1,949
증가율(%)	흑전	754.1	98.5	44.4	9.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	73	620	1,231	1,778	1,949
BPS	4,311	4,714	5,945	7,722	9,671
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	155.7	38.9	22.7	15.7	14.3
PBR	2.6	5.1	4.7	3.6	2.9
EV/ EBITDA	16.9	20.0	14.3	10.2	8.8
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	12.9	18.8	17.9	13.2	12.2
수익성(%)					
영업이익률	5.1	8.1	11.1	13.0	13.3
EBITDA이익률	8.0	10.8	13.3	14.9	15.0
순이익률	0.5	5.0	7.9	9.6	9.9
ROE	1.8	13.7	23.1	26.0	22.4
ROIC	5.6	11.1	19.9	28.1	29.5
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	92.4	42.7	7.0	(14.2)	(29.7)
유동비율	77.9	78.6	89.5	104.3	119.8
이자보상배율	2.4	6.1	13.1	20.8	25.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	11.4	8.2	10.3	12.6	11.7
재고자산회전율	9.1	22.6	24.4	23.9	22.2
매입채무회전율	9.5	10.8	12.0	12.1	11.3

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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 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)		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균	최고(최저)
				주가대비	주가대비
2024-05-14	Buy	28,000	1년	-23.6	-3.8
2024-08-09	Buy	28,000	1년	-21.4	-3.8
2024-11-14	Buy	28,000	1년	-20.4	-3.8
2025-03-04	Buy	28,000	1년	-16.2	-3.8
2025-05-14	Buy	32,000	1년	-8.0	-0.9
2025-05-30	Buy	36,000	1년	-1.8	16.7
2025-08-13	Buy	50,000	1년	-20.7	-0.9
2025-11-14	Buy	63,000	1년	-13.4	7.8
2025-11-25	Buy	63,000	1년	-12.4	7.8
2026-02-27	Buy	92,000	1년	-50.6	-44.7
2026-04-15	Buy	92,000	1년		

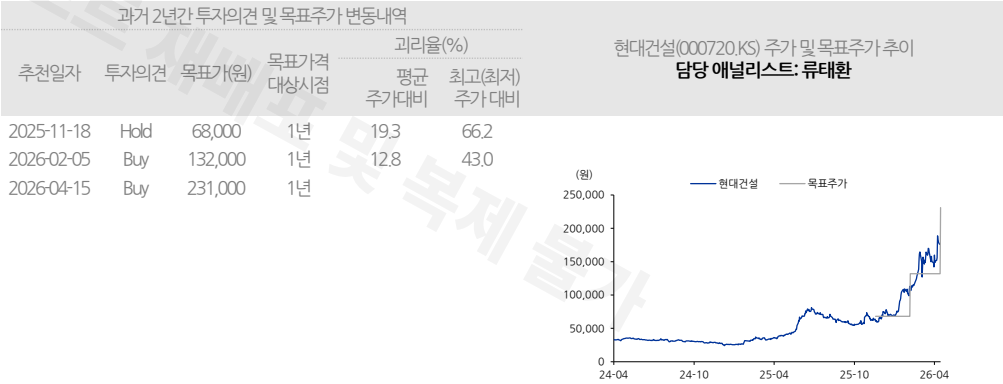
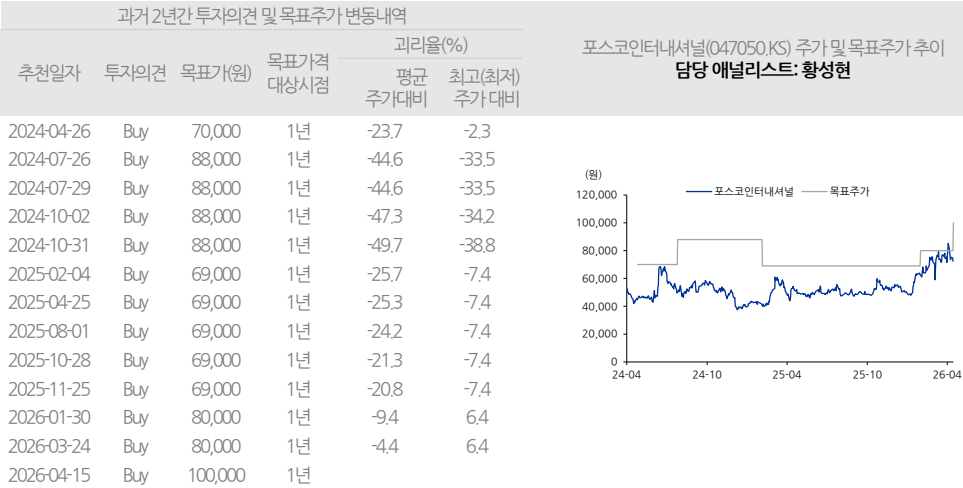
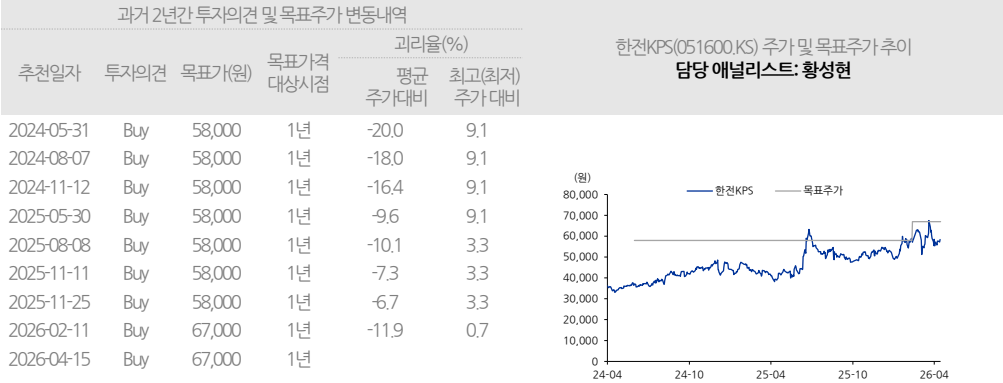
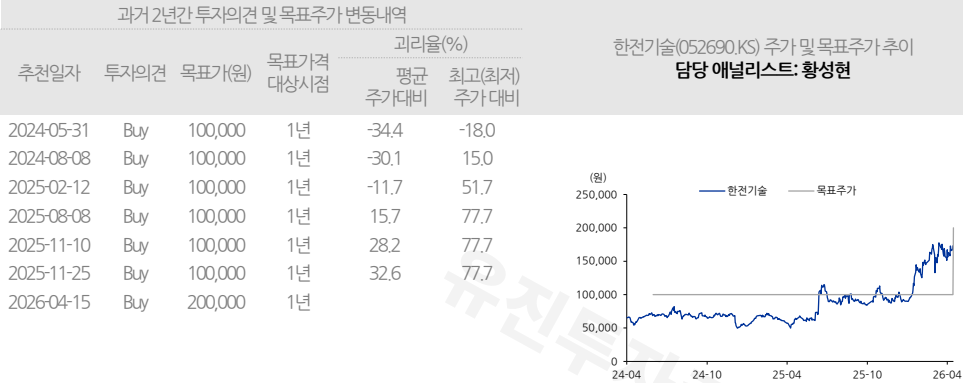
한국전력(015760.KS) 주가 및 목표주가 추이

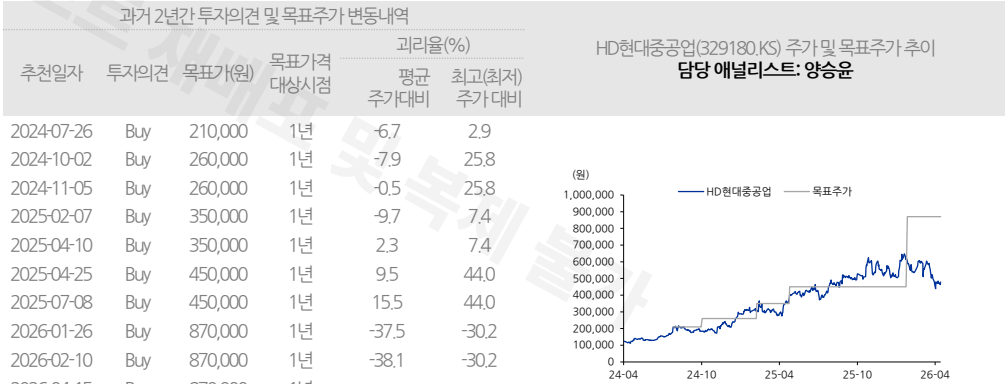
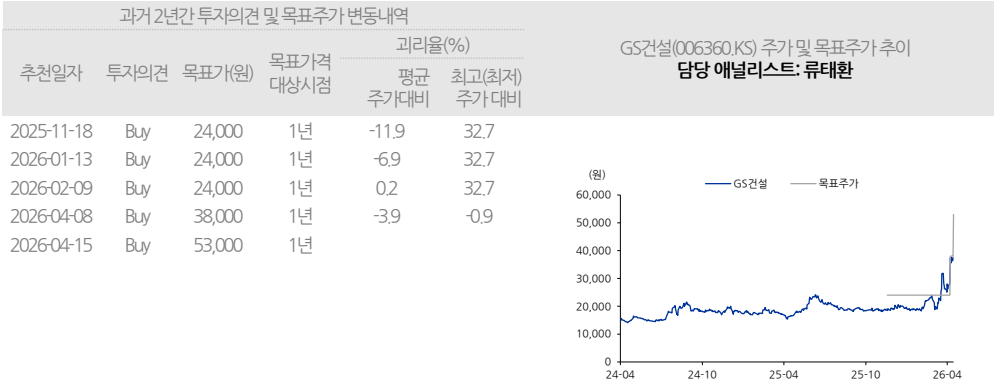
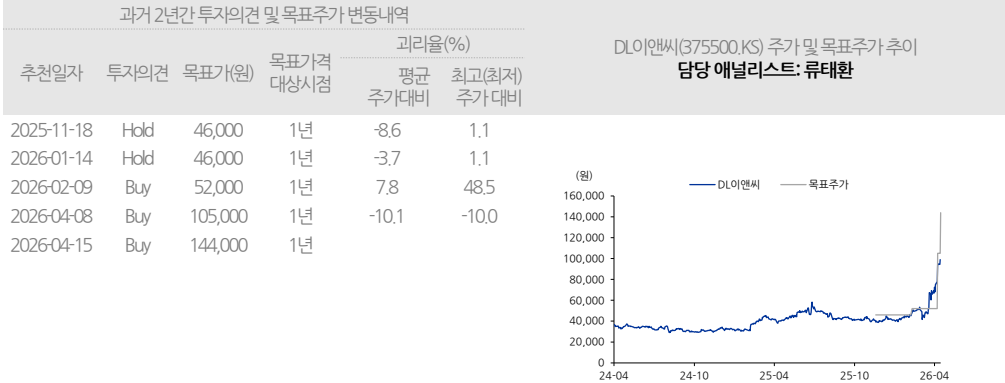
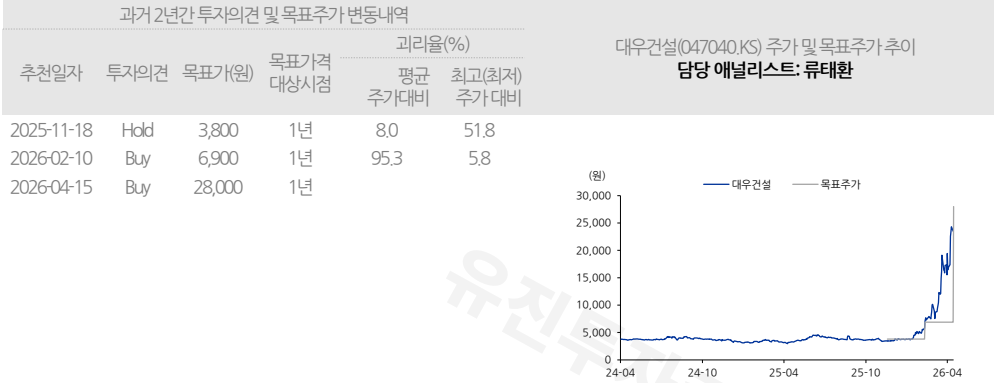
담당 애널리스트: 황성현

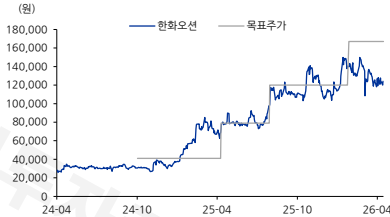
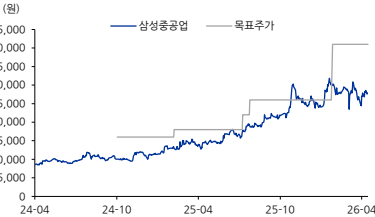
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균	최고(최저)
				주가대비	주가대비
2026-04-15	Buy	150,000	1년		

두산에너지빌리티(034020.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현





과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역						과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역							
추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		한화오션(042660.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 양승윤	추천일자	투자이전	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		삼성중공업(010140.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 양승윤
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비						평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2024-10-02	Buy	41,000	1년	21.4	107.6		2024-10-02	Buy	16,000	1년	-29.6	-14.6	
2024-11-05	Buy	41,000	1년	31.8	107.6		2024-10-25	Buy	16,000	1년	-27.9	-14.6	
2025-04-10	Buy	79,000	1년	2.4	23.5		2024-11-05	Buy	16,000	1년	-26.4	-14.6	
2025-07-30	Buy	120,000	1년	-1.1	24.9		2025-02-06	Buy	18,000	1년	-16.9	0.4	
2026-01-26	Buy	167,000	1년	-21.6	-10.2		2025-04-10	Buy	18,000	1년	-12.7	0.4	
2026-04-15	Buy	167,000	1년				2025-04-25	Buy	18,000	1년	-11.1	0.4	
							2025-07-09	Buy	22,000	1년	-15.7	-11.0	
							2025-07-25	Buy	26,000	1년	-8.3	22.5	
							2026-01-26	Buy	41,000	1년	-31.6	-24.8	
							2026-02-02	Buy	41,000	1년	-32.0	-24.8	
							2026-04-15	Buy	41,000	1년			