

2024년
전망 시리즈 14

유틸리티/건설

First In, Last Out

First In, Last Out

유틸리티/건설 Overweight/Neutral

Top Pick	투자판단	적정주가
두산에너빌리티 (034020)	Buy	21,000원

관심종목	투자판단	적정주가
씨에스윈드 (112610)	Buy	92,000원
한국전력 (015760)	Buy	28,000원
현대건설 (000720)	Buy	53,000원



유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2024년 전망 시리즈 **14** 유틸리티/건설

Contents

Part I	First In, Last Out	07
Part II	유틸리티: 그래도 전기는 필요해	17
Part III	건설: 물어놓을 수록 깊어지는 바닥	49

기업분석	두산에너지빌리티(034020)	70
	씨에스원드(112610)	73
	한국전력(015760)	77
	현대건설(000720)	80

Summary

유틸리티/건설 First In, Last Out

Overweight/Neutral

I 유틸리티

총선 이전까지 원전, 이후 풍력 주목

- 2023년 금리 상승에 섹터 전반이 악영향. 2024년은 금리 안정화 이후를 생각해야할 때. 원전과 풍력 순서로 반등 전망
- 원전은 연말 이전 Overweight 꼭 필요. 1) 총선 이전까지 이벤트가 풍부, 2) 트럼프 리스크에서 자유롭고, 3) 체코, 폴란드 이후 UAE, 튀르키예 등 파이프라인 확대 중이라는 점에 주목. 특히 연말 11차 전기본과 1H24 체코 우선협 선정에 주목
- 풍력은 금리에 가장 고통받았으나, 결국 판가에 전이시킬 수 있는 산업이기도 함. 금리 하락 제외 주가 반등 트리거는 1) Vestas 흑전, 씨에스윈드 마진률 개선 등 EPS 개선 요인 관찰, 2) 2024년 초 미국 해상풍력 재개
- 친환경 투자 대안: 국내 해상풍력, 미국 ESS 시장처럼 이제 시작한 산업은 금리에 민감도가 낮음. LS마린솔루션, SK오션플랜트는 2024년 1분기부터 대규모 국내 해상풍력 수주 기대 가능. 서진시스템은 4Q23부터 ESS 매출 반등 기대
- 한국전력은 우려에도 불구하고 유가 100달러 이하에서는 2024년 적자 기록하지 않을 것. 당사는 시장 컨센서스와 달리 자구책 발표 이후 요금 인상 가능성 있다고 판단. SGC에너지 역시 호실적, 배당이 매력적

II 건설

구조조정이 지연될 수록 반등도 지연

- 2024년 분양, 이익 모두 2023년보다 안좋기 어렵겠으나 의미있는 반등이 지연된다면 멀티플 반등은 어려움
- 판가 인상, 건설원가 하락이 어렵다면 PF구조조정을 통한 토지비 하락이 유일한 대안이나 총선 이전까지 기대하기 힘들
- 현대건설 등의 플랜트 수주 모멘텀에 의지하여 매매를 활발히 하는 2023년의 투자 전략은 총선 이전까지 유효

Top Picks

- 두산에너지빌리티(034020) 소음 속에 섞인 매수 신호
- 씨에스윈드(112610) 그래도 바람은 분다
- 한국전력(015760) 그 날이 오면
- 현대건설(000720) 의지할 구석이 항상 있다

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
두산에너빌리티 (034020)	Buy	21,000원
씨에스윈드 (112610)	Buy	92,000원
한국전력 (015760)	Buy	28,000원
현대건설 (000720)	Buy	53,000원

두산에너지(034020) 소음 속에 섞인 매수 신호

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	21,000원
현재주가 (11. 7)	14,580원
상승여력	44.0%
KOSPI	2,443.96pt
시가총액	93,394억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	67.01%
외국인비중	12.82%
52주 최고/최저가	19,300원/13,420원
평균거래대금	647.8억원
주요주주(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	-7.8	-5.3
상대주가	-6.9	-5.6	-8.1

주가그래프



2023년, 아직 두 발 남았다

- 10월 수주분까지 합산 시 연간 수주 가이드스(8.6조원)의 75% 달성. 11~12월에는 SMR(0.7조원), 복합화력(0.7조원), 대형GT 및 재생에너지(0.5조원), 서비스 및 기타(0.7조원) 등 수주 기대
- 특히 연말 수주가 기대되는 SMR은 수주 성공 시 사실상 최초의 SMR 수주라는 점에서(시제품 등 제외) 의미가 있음
- 신한울 3,4호기 시공 수주 가능성도 기대. 성공 시 동사 몫은 약 1.2조원 내외 예상. 현대건설과 컨소시엄 구성하여 대우건설 컨소시엄, 삼성물산 컨소시엄과 경쟁. 연간 수주 가이드스에 포함되어 있지 않음

11차 전기본, 체코, 폴란드, UAE, 튀르키예... 총선 이전까지 불쏘시개가 많다

- 연말 발표될 11차 전기본 내 국내 신규 원전 4~6기 건설 포함 기대. 체코는 3월 우선협 선정, 튀르키예 역시 2024년 내 사업자 선정 기대되며 폴란드는 한국 원전 모델로 인허가 프로세스에 돌입. UAE는 가능성 높은 잠재력
- 9월 워싱턴 법원 판결로 Westinghouse와의 분쟁은 한층 유리해짐. 체코 우선협 선정 통해 확신이 생길 것

분식회계 이슈 확인하고 접근할 필요 있으나, 오래 기다릴 필요는 없을듯

- 최대 리스크는 분식회계 의혹. 결과를 판단하기는 어려운 이슈로 11월 중 증선위 결과를 기다려보고 본격적 매수에 나서는 것이 현명. 이후에는 실적, 밸류에이션, 매크로 민감도 측면에서 별다른 리스크가 없을 것으로 보임
- 투자의견 Buy, 적정주가 21,000원을 유지. 에너지 섹터 내 Top-pick으로 추천

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	10,990.9	869.4	495.3	1,026	흑전	11,093	19.9	1.8	13.1	10.7	169.3
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023E	17,672.8	1,553.5	351.7	549	흑전	11,871	26.5	1.2	7.9	4.8	126.0
2024E	18,269.6	1,419.7	555.2	867	17.9	12,738	16.8	1.1	8.2	7.0	116.5
2025E	19,564.8	1,642.1	668.2	1,043	16.9	13,781	14.0	1.1	7.0	7.9	112.5

두산에너지실적 전망

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,204.2	1,257.1	1,340.6	1,354.6	1,275.5	1,317.8	1,312.9	1,320.0	1,143.5	1,289.1	1,306.5	1,302.5	1,320.0
에너지유틸리티 수주	853.3	2,408.7	1,528.1	2,794.1	4,304.9	859.1	710.1	2,383.8	7,323.9	7,584.2	8,257.9	8,340.7	10,473.5
실적 전망													
매출	3,071.3	3,767.7	3,960.3	4,621.8	4,041.0	4,539.4	4,155.0	4,937.4	10,990.9	15,421.1	17,672.8	18,269.6	19,564.8
에너지유틸리티	1,360.3	1,539.8	1,567.0	2,090.9	1,662.9	1,806.2	1,769.6	2,351.1	5,601.3	6,558.0	7,589.8	7,553.5	7,926.1
두산밥캣	1,640.8	2,218.4	2,378.9	2,383.9	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,488.5	3,307.8	8,621.9	9,931.7	10,385.8	10,745.5
두산퓨얼셀	50.9	64.9	23.4	128.2	36.9	39.7	45.6	168.3	268.1	267.5	290.5	513.6	1,082.4
기타 및 조정	19.2	-55.4	-9.0	18.8	-63.8	21.3	-58.2	-70.5	-2,282.8	-26.3	-171.1	-183.3	-189.2
매출 성장률(% YoY)	-23.3	128.7	14.4	146.1	31.6	20.5	4.9	6.8	19.8	40.3	14.6	3.4	7.1
영업이익	192.1	327.7	314.6	271.7	364.6	494.7	311.4	382.8	869.4	1,106.1	1,553.5	1,419.7	1,642.1
에너지유틸리티	72.1	37.4	38.7	19.1	85.3	33.4	56.7	118.4	262.2	167.3	293.8	309.2	425.6
두산밥캣	194.4	309.5	316.9	250.8	369.7	466.6	297.6	274.0	284.0	1,071.6	1,407.9	1,242.6	1,262.2
두산퓨얼셀	-8.6	0.8	-2.9	18.0	3.2	0.5	0.7	10.3	17.7	7.2	14.7	34.1	123.7
기타 및 조정	-65.7	-20.0	-38.1	-16.2	-93.6	-5.8	-43.6	-19.9	305.5	-140.0	-162.9	-166.1	-169.4
영업이익률(%)	6.3	8.7	7.9	5.9	9.0	10.9	7.5	7.8	7.9	7.2	8.8	7.8	8.4
영업이익 증가율(% YoY)	-48.4	141.5	29.4	129.4	89.7	50.9	-1.0	40.9	흑전	27.2	40.4	-8.6	15.7
금융손익	-128.5	-220.9	-143.9	15.7	-58.0	-54.1	-48.8	-70.3	-280.0	-477.6	-231.1	-177.1	-184.6
기타손익	3.8	47.5	4.6	-640.4	-40.3	-40.8	-65.0	8.5	-45.5	-584.5	-137.5	20.1	20.8
총속, 지배, 관계기업 손익	-6.4	-4.5	1.6	-221.1	21.3	15.3	-0.6	3.4	20.1	-230.5	39.4	21.8	23.8
중단손익	0.3	-191.1	60.9	20.6	0.0	0.0	0.0	0.0	23.6	-109.4	0.0	0.0	0.0
세전이익	61.0	149.8	176.9	-574.2	287.6	415.1	197.0	324.5	563.9	-186.5	1,224.2	1,284.5	1,502.1
법인세비용	49.5	83.6	104.0	-90.1	116.9	152.3	76.6	89.2	94.6	147.0	435.1	353.2	413.1
법인세율(%)	81.1	55.8	58.8	15.7	40.6	36.7	38.9	27.5	16.8	-78.8	35.5	27.5	27.5
당기순이익	11.0	-124.5	144.5	-484.1	170.7	262.8	120.4	235.3	645.8	-453.1	789.1	931.2	1,089.0
순이익률(%)	0.4	-3.3	3.6	-10.5	4.2	5.8	2.9	4.8	5.9	-2.9	4.5	5.1	5.6
지배순이익	-38.3	-193.7	86.1	-626.6	69.5	107.4	21.7	153.0	495.3	-772.5	351.7	555.2	668.2

자료: 두산에너지, 메리츠증권 리서치센터

두산에너지(034020)

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,990.9	15,421.1	17,672.8	18,269.6	19,564.8
매출액증가율(%)	19.8	40.3	14.6	3.4	7.1
매출원가	9,157.1	12,865.2	14,590.3	15,192.5	16,183.4
매출총이익	1,833.8	2,555.9	3,082.5	3,077.1	3,381.4
판매비와관리비	964.4	1,449.8	1,529.1	1,657.4	1,739.4
영업이익	869.4	1,106.1	1,553.5	1,419.7	1,642.1
영업이익률(%)	7.9	7.2	8.8	7.8	8.4
금융손익	-280.0	-477.6	-231.1	-177.1	-184.6
중속/관계기업관련손익	20.1	-230.5	39.4	21.8	23.8
기타영업외손익	-45.5	-584.5	-137.6	20.1	20.8
세전계속사업이익	563.9	-186.5	1,224.2	1,284.5	1,502.1
법인세비용	94.6	147.0	435.1	353.2	413.1
당기순이익	645.8	-453.2	789.1	931.2	1,089.0
지배주주지분 순이익	495.3	-772.5	351.7	555.2	668.2

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,417.6	8,098.9	10,307.6	11,143.4	12,805.9
현금및현금성자산	1,908.6	1,395.8	2,733.2	3,193.3	4,198.2
매출채권	921.1	1,619.6	1,792.9	1,873.4	2,020.1
재고자산	1,788.4	2,459.0	2,807.4	2,933.6	3,163.3
비유동자산	15,302.9	14,950.9	15,419.4	15,511.8	15,682.4
유형자산	5,437.0	5,022.2	5,130.2	5,202.7	5,282.4
무형자산	8,016.0	7,772.7	8,038.8	7,990.9	7,943.8
투자자산	1,351.0	1,142.7	1,005.9	1,073.6	1,211.6
자산총계	23,720.6	23,049.8	25,727.0	26,655.2	28,488.3
유동부채	10,125.8	8,059.5	9,817.7	10,030.1	10,618.5
매입채무	1,880.8	2,518.7	2,608.1	2,725.3	2,938.7
단기차입금	3,908.5	1,433.6	1,109.2	998.3	998.3
유동성장기부채	938.9	771.0	1,516.5	1,516.5	1,516.5
비유동부채	4,787.2	4,910.0	4,526.2	4,310.7	4,466.4
사채	848.3	356.4	267.4	229.3	229.3
장기차입금	1,516.9	2,350.9	1,842.6	1,579.8	1,579.8
부채총계	14,913.0	12,969.5	14,343.9	14,340.8	15,084.9
자본금	2,675.6	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,865.1	2,870.1	1,712.7	1,712.7	1,712.7
기타포괄이익누계액	731.3	882.7	1,014.0	1,014.0	1,014.0
이익잉여금	773.2	58.8	1,564.4	2,119.6	2,787.9
비지배주주지분	2,716.2	2,967.0	3,779.0	4,155.0	4,575.8
자본총계	8,807.6	10,080.3	11,383.1	12,314.4	13,403.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,027.7	625.1	1,884.4	1,403.8	1,635.5
당기순이익(손실)	645.8	-453.2	789.1	931.2	1,089.0
유형자산감가상각비	361.7	314.8	329.1	350.6	364.6
무형자산상각비	175.2	156.6	92.6	47.9	47.1
운전자본의 증감	-493.2	-746.7	534.4	74.1	134.8
투자활동 현금흐름	-1,265.7	-71.1	-634.8	-541.4	-647.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-284.7	-348.7	-403.0	-423.1	-444.3
투자자산의 감소(증가)	538.6	-5.8	158.1	-67.7	-138.0
재무활동 현금흐름	-308.4	-1,132.5	24.1	-402.4	17.2
차입금증감	-2,605.0	-2,336.9	-61.7	-402.4	17.2
자본의증가	-59.2	1,585.4	-1,146.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-428.2	-512.8	1,337.4	460.0	1,005.0
기초현금	2,336.8	1,908.6	1,395.8	2,733.2	3,193.3
기말현금	1,908.6	1,395.8	2,733.2	3,193.3	4,198.2

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	22,776	24,889	27,613	28,521	30,543
EPS(지배주주)	1,026	-1,247	549	867	1,043
CFPS	4,209	3,113	3,082	2,935	3,245
EBITDAPS	2,914	2,546	3,086	2,838	3,206
BPS	11,093	11,144	11,871	12,738	13,781
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	-12.4	26.5	16.8	14.0
PCR	4.8	4.9	4.7	5.0	4.5
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	1.8	1.4	1.2	1.1	1.1
EBITDA	1,406.3	1,577.5	1,975.2	1,818.2	2,053.8
EV/EBITDA	13.1	10.5	7.9	8.2	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	-11.7	4.8	7.0	7.9
EBITDA이익률	12.8	10.2	11.2	10.0	10.5
부채비율	169.3	128.7	126.0	116.5	112.5
금융비용부담률	2.6	1.7	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	3.1	4.3	4.9	4.7	5.7
매출채권회전율(x)	7.4	12.1	10.4	10.0	10.0
재고자산회전율(x)	5.9	7.3	6.7	6.4	6.4

씨에스윈드(112610) 그래도 바람은 분다

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	92,000원
현재주가 (11. 7)	49,500원
상승여력	85.9%
KOSPI	2,443.96pt
시가총액	20,875억원
발행주식수	4,217만주
유동주식비율	57.01%
외국인비중	12.32%
52주 최고/최저가	88,400원/45,150원
평균거래대금	197.9억원
주요주주(%)	
김성권 외 15 인	41.11
국민연금공단	10.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-33.8	-17.9
상대주가	0.1	-32.3	-20.3



EPS의 반격

- 2023년 주가 하락은 멀티플 하락에서 기인. 반면 12개월 EPS는 가파르게 상승 중. 2023년 1분기 이후에는 투자자들의 기대치를 크게 어긋나는 쇼크 가능성은 당분간 제한적일 것으로 판단
- 2024년은 미국, 베트남 법인 등 주요 법인 가동률이 모두 개선될 한 해. 2023년 수주는 기존 예상치(14억 달러)를 상회할 것으로 예상되는데, 이는 2024년 실적 턴어라운드 의 근거
- 인수 직후 주가가 하락하는 등 시장은 Bladt의 수익성에 대해 회의적. 당사 역시 2024년 BEP 수준만을 가정. 달리 말하면 Bladt에서의 전망치 Upside가 존재. 경영진은 Bladt 턴어라운드에 여러 차례 자신감 표명

풍력 산업의 구조 조정. 나쁘게만 볼 일은 아님

- 금리 상승으로 인해 미국, 영국 해상풍력 프로젝트가 지연되는 것이 주가 하락 요인이나, 한편으로 육상풍력과 아시아, 독일 등에서의 해상풍력은 원활히 진행. 선별적 진행으로 터빈사들의 수익성 개선되는 모습도 관찰 중

풍력은 성장주다

- 투자의견 Buy, 적정주가는 -17% 하향한 92,000원으로 변경. Peer Valuation의 하락이 주요 변경 요인
- 해상풍력에 대한 불확실성 확대로 풍력 밸류체인 전반적인 밸류에이션 하락이 관찰되고 있으나, 추가적인 하락 룬은 제한적. 금리 인상분이 판가에 전이됨에 따라 순차적인 정상화가 예상

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,195.0	101.1	66.2	1,601	70.1	21,204	41.0	3.1	21.4	10.1	87.7
2022	1,374.9	42.1	-1.0	-23	적전	20,786	-2,952.8	3.3	30.0	-0.1	92.5
2023E	1,761.3	144.7	72.3	1,715	흑전	22,728	28.9	2.2	12.1	7.9	122.0
2024E	3,172.1	262.0	169.2	4,012	133.6	26,249	12.3	1.9	7.9	16.4	149.7
2025E	3,888.6	363.5	235.4	5,582	38.8	31,339	8.9	1.6	6.0	19.4	128.3

씨에스윈드 실적 전망

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 가정														
환율(원/달러)	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,320.0	1,180.3	1,143.8	1,291.5	1,305.2	1,302.5	1,320.0
수주(백만 달러)	383.0	197.0	186.6	165.4	474.0	164.0	520.0	350.0	826.0	764.0	932.0	1,508.0	1,900.0	2,550.0
수주잔고(백만 달러)	595.0	779.0	648.5	565.0	736.1	646.0	888.2	909.6	450.0	414.0	565.0	909.6	1,130.6	1,566.2
AMPC반영(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	17.1	27.6	21.0	22.5	0.0	0.0	0.0	88.2	97.2	129.6
실적 요약														
매출	310.1	327.5	323.1	414.1	350.5	415.5	407.6	587.7	969.1	1,195.0	1,374.9	1,761.3	3,172.1	3,888.6
매출 성장률(% YoY)	28.1	17.4	50.7	-9.9	13.0	26.9	26.1	41.9	21.2	23.3	15.1	28.1	80.1	22.6
타워 및 부품	295.2	309.3	315.2	406.3	325.6	387.4	385.3	456.3	865.5	1,099.5	1,325.9	1,554.5	2,283.2	2,920.6
씨에스베어링	14.9	18.3	8.0	7.9	24.9	28.1	22.3	31.4	103.5	95.6	49.0	106.8	138.9	180.5
Bladt								100.0				100.0	750.0	787.5
영업이익	9.2	19.3	20.2	-6.6	24.5	41.8	37.7	40.7	97.6	101.1	42.1	144.7	262.0	363.5
영업이익률(%)	3.0	5.9	6.3	-1.6	7.0	10.1	9.2	6.9	10.1	8.5	3.1	8.2	8.3	9.3
영업이익 성장률(% YoY)	-70.8	-31.6	57.6	적전	166.5	116.6	86.3	흑전	62.3	3.6	-58.3	243.6	81.0	38.7
타워 및 부품	11.4	20.3	22.8	-3.5	23.9	39.7	36.1	42.5	88.1	100.6	50.9	142.2	247.6	321.9
씨에스베어링	-2.2	-0.9	-2.6	-3.1	0.7	2.2	1.6	3.1	9.5	0.5	-8.8	7.5	13.9	18.1
Bladt								-5.0				-5.0	0.5	23.6
금융손익	-10.8	-10.8	-13.9	-5.3	-12.2	-17.2	-6.7	-8.6	-11.0	-14.1	-40.9	-44.7	-31.1	-38.9
기타손익	0.2	-2.0	-5.9	10.6	0.5	-1.0	0.1	-2.0	-27.6	2.5	2.8	-2.4	2.5	-0.6
종속, 지배, 관계기업 손익	-0.3	0.0	-0.3	-1.7	-0.4	-1.5	-0.3	-0.3	-1.2	1.2	-2.4	-2.5	-1.3	-1.8
세전이익	-1.7	6.5	0.1	-3.1	12.4	22.1	30.8	29.7	57.8	90.7	1.7	95.1	232.1	322.2
법인세비용	3.9	1.0	-1.0	6.4	4.3	1.1	7.7	7.4	24.2	24.8	10.3	20.6	58.0	80.6
당기순이익	-5.9	5.4	0.2	-9.5	8.1	21.0	23.1	22.3	33.6	64.7	-9.8	74.5	174.1	241.7
순이익률(%)	-1.9	1.6	0.1	-2.3	2.3	5.1	5.7	3.8	3.5	5.4	-0.7	4.2	5.5	6.2
순이익 성장률(% YoY)	적전	-76.8	-98.4	적전	흑전	289.1	13,916.6	흑전	-3.1	92.7	적전	흑전	133.6	38.8
지배순이익	-5.3	6.6	5.4	-7.7	7.7	20.6	22.6	21.4	30.9	66.2	-1.0	72.3	169.2	235.4

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 9.2만원으로 17% 하향.
- 적정주가는 2025년 순이익에 16.5배의 PER(터빈사 대비 10% 디스카운트 적용)를 적용한 결과값
- 풍력 산업이 향후 10년 이상 설치량 기준 연간 15~20% 이상은 성장할 수 있는 성장 산업이라는 사실에는 변함이 없음. 단기적으로 일부 해상풍력 프로젝트의 취소 및 지연 현상이 관찰되고 있으나
1) 금리가 상승을 멈추고, 2) 판가에 원가 상승분을 전이시킴으로써 재개가 가능
- 미국 해상풍력 등 주요 프로젝트들의 프로젝트 재개 시 Peer Valuation 재차 상승 전망

씨에스윈드 적정주가 산출

구분	적용값	내용
지배순이익(십억원)	235.4	2025년 예상
적정 배수(배)	16.5	Vestas, Nordex 2025년 PER에 10% 할인. AMPC 이익이 지속 가능하지 않음을 감안한 디스카운트
적정 시가총액(십억원)	3,867	
발행 주식수(백만주)	42,171	
적정 주가(원)	92,000	
현재 주가(원)	49,500	
상승 여력(%)	85.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

씨에스원드(112610)

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,195.0	1,374.9	1,761.3	3,172.1	3,888.6
매출액증가율(%)	23.3	15.1	28.1	80.1	22.6
매출원가	1,023.7	1,238.7	1,503.9	2,796.4	3,373.9
매출총이익	171.4	136.2	257.4	375.7	514.7
판매비와관리비	70.3	94.1	112.7	113.7	151.2
영업이익	101.1	42.1	144.7	262.0	363.5
영업이익률(%)	8.5	3.1	8.2	8.3	9.3
금융손익	-14.1	-40.9	-44.7	-31.1	-38.9
중속/관계기업관련손익	1.2	-2.4	-2.5	-1.3	-1.8
기타영업외손익	2.5	2.8	-2.4	2.5	-0.6
세전계속사업이익	90.7	1.7	95.1	232.1	322.2
법인세비용	24.9	10.3	20.6	58.0	80.6
당기순이익	64.7	-9.8	74.5	174.1	241.7
지배주주지분 순이익	66.2	-1.0	72.3	169.2	235.4
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,072.9	1,011.6	1,234.7	1,492.2	1,766.2
현금및현금성자산	261.8	191.6	310.7	224.7	281.4
매출채권	388.8	362.2	394.8	556.4	683.4
재고자산	350.9	381.8	433.4	610.7	680.5
비유동자산	698.2	767.9	1,007.4	1,412.9	1,394.9
유형자산	510.0	532.2	705.1	1,106.0	1,087.3
무형자산	124.6	120.9	114.1	108.4	103.4
투자자산	6.9	15.3	19.9	30.2	35.9
자산총계	1,771.1	1,779.5	2,242.1	2,905.1	3,161.0
유동부채	572.7	623.8	726.1	1,013.8	1,036.6
매입채무	193.9	272.2	309.0	435.4	485.1
단기차입금	180.7	232.7	277.6	390.6	340.6
유동성장기부채	7.2	26.9	25.4	25.4	25.4
비유동부채	254.7	231.0	506.0	728.0	740.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	206.2	173.6	216.0	316.0	316.0
부채총계	827.3	854.9	1,232.1	1,741.8	1,776.7
자본금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	597.3	609.5	609.6	609.6	609.6
기타포괄이익누계액	8.0	49.4	79.5	79.5	79.5
이익잉여금	267.8	239.2	290.9	439.4	654.1
비지배주주지분	49.6	48.1	51.5	56.4	62.7
자본총계	943.8	924.7	1,010.0	1,163.3	1,384.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-105.4	150.8	89.6	144.4	232.2
당기순이익(손실)	64.7	-9.8	74.5	174.1	241.7
유형자산감가상각비	31.6	50.6	59.4	114.1	118.7
무형자산상각비	6.6	15.0	10.7	5.7	5.0
운전자본의 증감	-193.0	68.4	-82.3	-149.5	-133.2
투자활동 현금흐름	-300.6	-105.3	-218.4	-525.8	-106.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-92.3	-98.4	-210.4	-515.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	6.0	-8.4	-4.6	-10.3	-5.7
재무활동 현금흐름	567.8	-94.9	246.0	295.4	-69.2
차입금증감	202.4	36.2	308.7	316.1	-48.5
자본의증가	399.3	12.2	0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	170.0	-70.2	119.1	-86.1	56.7
기초현금	91.8	261.8	191.6	310.7	224.7
기말현금	261.8	191.6	310.7	224.7	281.4
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	28,896	32,603	41,766	75,219	92,209
EPS(지배주주)	1,601	-23	1,715	4,012	5,582
CFPS	3,218	2,832	5,124	9,130	11,450
EBITDAPS	3,368	2,554	5,094	9,053	11,554
BPS	21,204	20,786	22,728	26,249	31,339
DPS	600	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	41.0	-2,952.8	28.9	12.3	8.9
PCR	20.4	24.3	9.7	5.4	4.3
PSR	2.3	2.1	1.2	0.7	0.5
PBR	3.1	3.3	2.2	1.9	1.6
EBITDA	139.3	107.7	214.8	381.8	487.2
EV/EBITDA	21.4	30.0	12.1	7.9	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	-0.1	7.9	16.4	19.4
EBITDA이익률	11.7	7.8	12.2	12.0	12.5
부채비율	87.7	92.5	122.0	149.7	128.3
금융비용부담률	0.7	1.1	0.9	1.1	1.0
이자보상배율(x)	11.6	2.9	9.5	7.5	9.5
매출채권회전율(x)	4.0	3.7	4.7	6.7	6.3
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	4.3	6.1	6.0

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	28,000원		
현재주가 (11. 7)	17,240원		
상승여력	62.4%		
KOSPI	2,443.96pt		
시가총액	110,675억원		
발행주식수	64,196만주		
유동주식비율	46.17%		
외국인비중	14.02%		
52주 최고/최저가	22,450원/16,190원		
평균거래대금	164.9억원		
주요주주(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금공단	6.59		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-9.3	2.0
상대주가	-3.2	-7.1	-1.0
주가그래프			



드디어 기대되는 2023년 하반기 흑자 전환

- 3Q23 연결 영업이익은 2.1조원을 기록하며 10개 분기만에 흑전 기록할 전망
- 2024년 연간 실적에 대해 걱정 많으나, WTI 100달러 이상 가지 않는다면 BEP 이상 실적은 가능
- 11월 들어 SMP 120원/kWh로 하락. 가정치인 140원/kWh를 하회하고 있음

그럼에도 불구하고 강력한 전력 요금 인상 필요성

- 전력 요금 인상 필요성은 손익계산서가 아닌 재무상태표에서 나옴. 2021~1H23까지 한국전력은 -36.5조원의 순적자를 기록. 추가적인 이익 변동성을 감내할 수 없는 상태
- 한국전력의 자구책 발표, 산업용 요금의 선제적 인상 등 요금 인상 논의 구체화 중. 11월 중 결론 기대

유가, 환율 안정화에도 불구하고 반등하지 못한 밸류에이션

- 이스라엘-하마스 전쟁 이후 상승했던 유가는 어느덧 WTI 기준 81달러로 안정화. 환율도 1,300원 내외로 안정화
- 반면 유가 상승 시 하락했던 주가는 아직 회복하고 있지 못한 모습. 밸류에이션 매력 생기는 구간
- 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	60,673.6	-5,846.5	-5,304.5	-8,263	적전	99,352	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023E	87,890.6	-5,599.6	-6,050.5	-9,425	적지	53,776	-1.8	0.3	17.9	-16.1	547.7
2024E	91,030.4	4,969.4	1,140.9	1,777	흑전	55,553	9.7	0.3	7.3	3.3	526.5
2025E	92,447.2	6,700.7	2,479.4	3,862	117.3	59,415	4.5	0.3	6.6	6.7	501.4

한국전력 실적 전망

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유 가격(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	90.0	86.0	86.5	87.7	86.0	69.3	96.4	83.7	86.6
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,320.0	1,320.0	1,280.0	1,300.0	1,310.0	1,144.0	1,291.5	1,305.2	1,302.5
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.0	140.9	157.7	157.7	152.1	153.1	93.9	196.8	169.1	155.1
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	85.0	80.0	80.0	75.0	75.0	75.0	62.2	113.0	93.2	76.3
LNG 발전단가(원/kWh)	301.3	195.5	182.0	175.9	197.7	197.7	192.1	193.1	114.6	243.1	213.7	195.1
원전이용률(%)	85.0	79.8	86.0	87.0	84.0	84.0	84.0	84.0	77.6	86.0	84.5	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.0	55.0	54.8	47.2	58.0	55.0	59.9	57.6	53.8	53.8
전력판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.9	154.7	155.5	150.5	161.9	155.7	108.0	120.5	151.9	155.9
실적 전망												
연결 매출	21,594.0	19,622.5	24,486.3	22,187.8	23,212.2	20,431.9	24,847.3	22,539.1	60,673.6	71,257.9	87,890.6	91,030.4
매출액 증가율(%)	31.2	26.4	23.8	13.8	7.5	4.1	1.5	1.6	3.6	17.4	23.3	3.6
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,609.9	20,553.4	21,756.7	19,184.9	21,298.6	20,625.1	63,644.3	100,903.6	90,412.3	82,865.2
연료비	9,083.0	6,048.8	7,406.3	6,456.7	7,269.0	5,769.7	7,095.3	6,276.9	19,407.6	34,669.0	28,994.8	26,410.9
구입전력비	12,170.9	8,917.8	8,136.0	6,692.0	8,497.2	7,150.9	8,072.4	6,859.5	21,632.1	41,917.1	35,916.7	30,580.1
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,181.8	3,182.3	3,186.4	3,198.9	3,187.4	3,188.6	11,631.6	12,131.1	12,691.3	12,761.3
인건비	1,317.3	1,219.7	1,376.7	1,413.1	1,343.7	1,244.1	1,404.2	1,441.4	5,343.2	5,383.5	5,326.8	5,433.3
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,509.1	2,809.3	1,460.4	1,821.4	1,539.2	2,858.7	5,629.8	6,802.9	7,482.7	7,679.7
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,876.4	1,634.4	1,455.5	1,246.9	3,548.7	1,914.1	-2,970.7	-29,645.7	-2,521.7	8,165.2
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.7	7.4	6.3	6.1	14.3	8.5	-4.9	-41.6	-2.9	9.0
판관비	691.6	725.8	752.1	908.3	703.4	785.0	763.4	944.1	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8
판관비율(%)	3.2	3.7	3.1	4.1	3.0	3.8	3.1	4.2	4.7	4.2	3.5	3.5
영업이익	-6,177.6	-2,272.4	2,124.3	726.1	752.1	462.0	2,785.3	970.0	-5,846.5	-32,655.2	-5,599.5	4,969.3
영업이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	31.1	33.6	적전	적확	적축	흑전
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.7	3.3	3.2	2.3	11.2	4.3	-9.6	-45.8	-6.4	5.5
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,135.4	-974.9	-1,089.3	-1,544.6	-850.7	-934.2	-1,843.2	-2,913.5	-4,053.9	-4,418.9
기타손익	81.9	16.3	72.0	-155.3	-283.4	764.9	-367.5	-179.4	123.5	414.6	14.8	-65.3
종속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	241.4	244.1	225.2	231.0	283.4	284.7	276.0	260.2	494.6	1,310.4	941.7	1,104.3
세전이익	-6,854.8	-2,955.1	1,286.0	-173.1	-337.2	-33.1	1,843.1	116.6	-7,071.6	-33,843.6	-8,697.0	1,589.5
연결 당기순이익	-4,911.2	-1,904.4	932.4	-125.5	-244.5	-24.0	1,336.3	84.5	-5,215.6	-24,429.1	-6,008.7	1,152.4
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.8	-0.6	-1.1	-0.1	5.4	0.4	-8.6	-34.3	-6.8	1.3
당기순이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	적축	적축	적축	43.3	흑전	적전	적확	적축	흑전
지배주주 손익	-4,946.5	-1,902.8	923.1	-124.2	-242.0	-23.7	1,322.9	83.7	-5,304.5	-24,466.9	-6,050.5	1,140.9

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,673.6	71,257.9	87,890.6	91,030.4	92,447.2
매출액증가율(%)	3.6	17.4	23.3	3.6	1.6
매출원가	63,644.3	100,903.6	90,412.3	82,865.2	82,452.8
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-2,521.7	8,165.2	9,994.4
판매비와관리비	2,875.8	3,009.4	3,077.8	3,195.8	3,293.7
영업이익	-5,846.5	-32,655.2	-5,599.6	4,969.4	6,700.7
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-6.4	5.5	7.2
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-4,054.0	-4,418.9	-4,152.5
중속/관계기업관련손익	494.6	1,310.4	941.7	1,104.3	1,077.8
기타영업외손익	123.5	414.6	14.8	-65.3	-171.6
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-8,697.0	1,589.5	3,454.5
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,688.3	437.1	950.0
당기순이익	-5,215.6	-24,429.1	-6,008.7	1,152.4	2,504.5
지배주주지분 순이익	-5,304.5	-24,466.9	-6,050.5	1,140.9	2,479.4
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	22,104.9	21,200.6	26,343.3
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	1,401.5	238.0	3,123.4
매출채권	7,539.9	9,504.1	8,750.9	8,889.4	9,037.8
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,951.3	9,093.0	9,244.8
비유동자산	189,072.9	205,054.5	210,304.9	210,806.0	211,419.3
유형자산	173,134.6	177,865.3	179,049.5	179,314.2	179,679.7
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,146.1	1,179.0	1,209.0
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,838.3	14,041.8	14,259.6
자산총계	211,123.7	234,805.0	232,409.9	232,006.6	237,762.6
유동부채	31,732.2	44,518.6	43,335.8	44,690.8	50,056.6
매입채무	4,780.3	7,529.9	5,419.7	5,505.5	5,597.4
단기차입금	2,820.6	8,820.4	7,311.1	8,311.1	8,311.1
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	13,114.5	13,114.5	20,096.9
비유동부채	114,064.8	148,286.2	153,194.3	150,283.7	148,169.3
사채	64,221.2	94,969.1	95,207.9	91,425.9	88,390.9
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,058.0	3,182.1	3,311.3
부채총계	145,797.0	192,804.7	196,530.1	194,974.5	198,225.9
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,128.2	2,128.2	2,128.2
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	632.9	632.9	632.9
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	15,256.2	16,397.0	18,876.5
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,357.8	1,369.3	1,394.3
자본총계	65,326.7	42,000.3	35,879.8	37,032.2	39,536.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491.4	-23,477.5	10,889.4	15,097.3	14,533.1
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-6,008.7	1,152.4	2,504.5
유형자산감가상각비	11,776.3	12,305.3	12,908.9	13,021.7	13,053.7
무형자산상각비	166.2	156.2	166.8	169.4	174.4
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	6,503.4	773.2	-1,177.3
투자활동 현금흐름	-12,372.5	-14,953.8	-10,506.1	-13,614.9	-15,737.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-13,263.6	-13,286.4	-13,419.2
투자자산의 감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-1,510.0	-203.5	-217.8
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	-2,236.4	-2,646.0	4,089.3
차입금증감	10,307.3	40,183.2	-1,535.7	-2,646.0	4,089.3
자본의증가	7.0	37.5	15.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	605.7	599.5	-1,833.3	-1,163.5	2,885.4
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	1,401.5	238.0
기말현금	2,635.2	3,234.8	1,401.5	238.0	3,123.4
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	136,909	141,800	144,007
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-9,425	1,777	3,862
CFPS	14,421	-26,867	14,418	29,737	32,625
EBITDAPS	9,496	-31,456	11,646	28,289	31,044
BPS	99,352	63,158	53,776	55,553	59,415
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.7	-0.6	-1.8	9.7	4.5
PCR	1.5	-0.8	1.2	0.6	0.5
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	6,096.0	-20,193.7	7,476.2	18,160.4	19,928.9
EV/EBITDA	15.8	-6.6	17.9	7.3	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-16.1	3.3	6.7
EBITDA이익률	10.0	-28.3	8.5	19.9	21.6
부채비율	223.2	459.1	547.7	526.5	501.4
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	5.0	4.8
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.2	1.1	1.5
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.6	10.3	10.3
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.3	10.1	10.1

현대건설(000720) 의지할 구석이 항상 있다

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (11. 7)	35,450원
상승여력	49.5%
KOSPI	2,443.96pt
시가총액	39,476억원
발행주식수	11,136만주
유동주식비율	65.08%
외국인비중	22.35%
52주 최고/최저가	43,550원/33,400원
평균거래대금	187.6억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 5 인	34.92
국민연금공단	8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-12.4	-10.3
상대주가	-2.3	-10.3	-12.9

주가그래프



2023년 호조였던 수주, 연초까지 모멘텀 여전

- 3Q23 기준 연결 10.5조원(별도 5.7조원)의 해외 수주 가이드스를 이미 초과 달성. 연간 16조원 해외 수주 예상하며 이는 2014년 이후 최대. 주택 부진에서도 2024년, 2025년 증익을 기대할 수 있는 원천
- 24년 상반기에도 사우디 NEC 수의계약, 파디힐리, 사파니아 등 기대할 수 있는 파이프라인이 풍부. 연말~연초 사업자 선정 예상되는 신한울 3,4호기 프로젝트에도 두산에너지빌리티 등과 컨소시엄 구성하여 참여 중

2023년 분양 아쉽지만... 2024년에는 자체 사업 기대

- 2023년 예상 분양 물량(1만 세대)이 전년도(3만 세대) 급감한 점은 아쉽지만. 2024년 상반기 중 자체 사업 CJ 가양동 부지(약 4조원 예상)의 착공을 통해 자체적인 매출, 이익률 개선을 이뤄낼 수 있다는 것이 매력적. 강서구청장 선거 이후 탄력을 받고 있는 상황이며 연중 인허가 예상
- 르메르디앙, 힐튼, 크라운호텔 등 기타 자체 사업 착공도 2024년 중 기대

단기적으로 마땅한 리스크 찾기가 어려움. 2024년 어려운 업황에서도 의지할 수 있는 종목

- 투자의견 Buy, 적정주가 53,000원, 건설 업종 내 Top-pick 의견 유지. 주택 분양 시장의 의미있는 회복을 기대하기 어려운 가운데 총선 이전까지는 플랜트 수주 모멘텀이 당장 다가오는 종목에 집중하는 전략이 여전히 유효
- 국내 해상풍력 2024년 본격 개화. 플랜트 수주에 기여가 시작되는 점도 중장기 성장성을 제고할 수 있는 요소

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	18,065.5	753.5	407.5	3,653	143.2	64,200	12.2	0.7	3.7	5.9	108.3
2022	21,239.1	574.9	408.9	3,666	-15.1	68,380	9.5	0.5	3.5	5.5	110.7
2023E	28,469.7	828.0	582.6	5,225	47.0	73,957	6.8	0.5	2.9	7.3	129.3
2024E	28,700.2	1,080.2	613.3	5,501	13.6	78,813	6.5	0.5	1.8	7.1	114.9
2025E	26,367.8	1,134.4	677.2	6,075	10.9	84,236	5.9	0.4	1.2	7.4	103.1

현대건설 실적 전망

2024년 전망 시리즈 14
유틸리티/건설

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표													
수주	8,943.0	12,073.3	7,713.2	6,696.2	5,936.7	14,790.3	4,942.3	9,215.0	30,269.0	35,425.7	34,884.3	34,476.2	36,691.3
수주 잔고	83,077.9	90,698.5	91,250.6	90,028.3	87,624.5	95,285.0	92,697.7	94,257.6	78,760.7	90,028.3	94,257.6	100,033.7	110,357.3
실적 추정													
매출	4,145.3	5,579.4	5,430.8	6,083.5	6,031.1	7,163.4	7,620.2	7,655.1	18,065.5	21,239.1	28,469.7	28,700.1	26,367.7
매출 성장률(% YoY)	-0.1	27.3	24.8	17.4	45.5	28.4	40.3	25.8	6.5	17.6	34.0	0.8	-8.1
인프라	304.5	537.4	405.3	367.1	390.9	391.9	476.2	494.2	1,283.4	1,614.3	1,753.2	2,257.3	2,677.7
건축	1,611.3	1,938.0	2,024.3	2,270.5	2,318.7	2,736.3	2,681.6	2,729.9	6,694.5	7,844.1	10,466.5	9,976.3	7,691.7
플랜트	458.5	462.9	669.7	814.1	698.0	640.2	610.1	887.7	2,092.1	2,405.2	2,836.0	3,794.3	4,549.9
현대ENG	1,641.5	2,481.3	2,198.0	2,494.6	2,495.4	3,222.2	3,440.3	3,350.3	7,372.2	8,815.4	12,508.2	11,902.6	10,568.7
기타	129.5	159.9	133.5	137.2	128.1	172.7	412.1	193.1	623.3	560.2	905.9	769.7	879.7
매출원가	3,774	5,138	5,098	5,717	5,651	6,766	7,340	7,184	16,268	19,726	26,940	26,718	24,352
매출원가율(%)	91.0	92.1	93.9	94.0	93.7	94.4	96.3	93.8	90.1	92.9	94.6	93.1	92.4
인프라(%)	98.4	94.2	109.1	99.7	91.1	115.6	99.0	97.0	109.2	100.0	100.4	97.0	97.0
건축(%)	88.8	90.7	90.8	91.6	93.9	92.7	93.0	92.5	86.7	90.6	93.0	92.3	91.0
플랜트(%)	97.6	95.2	93.7	95.5	96.2	97.8	124.0	96.0	96.0	95.3	102.5	94.0	94.0
현대ENG(%)	91.7	94.2	95.8	92.3	94.9	94.8	95.7	94.5	89.6	93.6	95.0	94.0	93.0
매출총이익	371.2	441.7	333.3	366.5	379.9	397.6	280.5	471.4	1,797.2	1,512.7	1,529.4	1,981.8	2,016.0
판관비	199.8	266.3	179.6	292.2	206.4	174.0	35.0	285.9	1,043.7	937.8	701.4	901.6	881.6
영업이익	171.5	175.4	153.7	74.3	173.5	223.6	245.5	185.5	753.5	574.9	828.0	1,080.2	1,134.4
영업이익률(%)	4.1	3.1	2.8	1.2	2.9	3.1	3.2	2.4	4.2	2.7	2.9	3.8	4.3
영업이익 증가율(% YoY)	-14.6	24.4	-30.2	-61.2	1.2	27.4	59.7	149.6	37.3	-23.7	44.0	30.5	5.0
금융손익	84.5	83.2	161.2	-104.2	62.4	30.8	6.6	31.9	98.9	224.7	131.6	16.5	87.9
기타손익	-21.1	62.4	33.3	-107.7	-8.2	-11.1	25.8	-15.3	12.2	-33.1	-8.7	-12.5	-28.3
종속, 지배, 관계기업 손익	-1.5	0.7	0.9	-12.7	-1.1	-3.1	0.4	-0.8	-10.6	-12.7	-4.6	-0.4	7.9
세전이익	233.3	321.7	349.1	-150.3	226.7	240.1	278.3	201.3	854.1	753.8	946.4	1,083.8	1,201.8
법인세비용	50.2	96.8	114.3	21.7	76.1	27.8	95.4	55.4	299.7	282.9	254.6	298.0	330.5
법인세율(%)	21.5	30.1	32.7	-14.4	33.6	11.6	34.3	27.5	35.1	37.5	26.9	27.5	27.5
당기순이익	183.1	224.9	234.8	-172.0	150.6	212.4	182.9	145.9	554.4	470.9	691.7	785.8	871.3
순이익률(%)	4.4	4.0	4.3	-2.8	2.5	3.0	2.4	1.9	3.1	2.2	2.4	2.7	3.3
순이익 증가율(% YoY)	-5.8	164.8	58.2	적전	-17.8	-5.6	-22.1	흑전	143.5	-15.1	46.9	13.6	10.9
지배순이익	143.8	197.1	201.0	-132.9	130.8	164.9	175.9	110.9	407.5	408.9	582.6	613.3	677.2

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

현대건설(000720)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	18,065.5	21,239.1	28,469.7	28,700.2	26,367.8
매출액증가율(%)	6.5	17.6	34.0	0.8	-8.1
매출원가	16,268.3	19,726.3	26,940.3	26,718.4	24,351.7
매출총이익	1,797.2	1,512.8	1,529.4	1,981.8	2,016.1
판매비와관리비	1,043.7	937.9	701.4	901.6	881.6
영업이익	753.5	574.9	828.0	1,080.2	1,134.4
영업이익률(%)	4.2	2.7	2.9	3.8	4.3
금융손익	99.0	224.7	131.7	16.5	87.9
종속/관계기업관련손익	-10.6	-12.7	-4.6	-0.4	7.9
기타영업외손익	12.2	-33.1	-8.7	-12.5	-28.3
세전계속사업이익	854.1	753.8	946.4	1,083.8	1,201.8
법인세비용	299.7	282.9	254.6	298.1	330.5
당기순이익	554.4	470.9	691.8	785.8	871.3
지배주주지분 순이익	407.5	408.9	582.6	613.3	677.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	14,526.4	15,516.7	18,407.3	18,457.5	18,746.8
현금및현금성자산	2,926.9	3,973.9	3,906.4	4,859.4	5,790.9
매출채권	22.8	4.9	6.1	5.8	5.5
재고자산	718.3	855.4	1,076.4	1,009.4	961.7
비유동자산	5,110.9	5,395.0	5,985.0	5,945.3	5,956.5
유형자산	1,012.1	1,048.8	1,161.3	1,210.4	1,287.3
무형자산	718.3	720.6	715.8	706.4	697.1
투자자산	1,378.0	1,557.3	1,825.2	1,745.9	1,689.4
자산총계	19,637.3	20,911.7	24,392.3	24,402.9	24,703.2
유동부채	7,613.2	8,757.4	10,959.5	10,320.6	9,866.0
매입채무	2,166.8	2,598.8	3,270.2	3,066.6	2,921.7
단기차입금	108.8	83.1	143.4	143.4	143.4
유동성장기부채	515.1	519.4	554.5	554.5	554.5
비유동부채	2,594.8	2,230.0	2,793.0	2,724.3	2,675.4
사채	1,446.2	1,017.7	967.7	967.7	967.7
장기차입금	163.9	193.5	590.2	590.2	590.2
부채총계	10,208.0	10,987.4	13,752.5	13,044.8	12,541.4
자본금	562.1	562.1	562.1	562.1	562.1
자본잉여금	1,098.2	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3
기타포괄이익누계액	-77.7	25.9	139.1	139.1	139.1
이익잉여금	5,640.0	6,009.1	6,522.8	7,068.6	7,678.3
비지배주주지분	2,212.6	2,237.6	2,326.2	2,498.7	2,692.9
자본총계	9,429.3	9,924.3	10,639.8	11,358.1	12,161.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,009.4	-143.5	490.2	1,093.1	1,167.7
당기순이익(손실)	554.4	470.9	691.8	785.8	871.3
유형자산감가상각비	162.0	172.3	201.3	217.8	230.0
무형자산상각비	9.5	9.4	9.7	9.4	9.3
운전자본의 증감	-162.5	-827.1	-484.0	80.2	57.0
투자활동 현금흐름	-798.3	1,853.3	-870.4	-69.4	-166.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-97.6	-148.4	-232.1	-266.9	-306.9
투자자산의 감소(증가)	-370.2	-192.0	-272.2	79.4	56.5
재무활동 현금흐름	-492.6	-658.2	291.2	-70.8	-69.8
차입금증감	-323.7	-409.7	442.4	-3.3	-2.3
자본의증가	83.8	-2.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-260.0	1,047.0	-67.5	953.0	931.5
기초현금	3,186.8	2,926.9	3,973.9	3,906.4	4,859.4
기말현금	2,926.9	3,973.9	3,906.4	4,859.4	5,790.9
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	162,233	190,732	255,665	257,734	236,788
EPS(지배주주)	3,653	3,666	5,225	5,501	6,075
CFPS	11,504	8,446	10,324	11,192	12,153
EBITDAPS	8,307	6,795	9,330	11,741	12,337
BPS	64,200	68,380	73,957	78,813	84,236
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.2	9.5	6.8	6.5	5.9
PCR	3.9	4.1	3.4	3.2	2.9
PSR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	925.0	756.6	1,039.0	1,307.4	1,373.8
EV/EBITDA	3.7	3.5	2.9	1.8	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.5	7.3	7.1	7.4
EBITDA이익률	5.1	3.6	3.6	4.6	5.2
부채비율	108.3	110.7	129.3	114.9	103.1
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	13.0	13.1	12.2	12.3	12.9
매출채권회전율(x)	979.3	1,536.6	5,164.5	4,822.0	4,687.9
재고자산회전율(x)	19.6	27.0	29.5	27.5	26.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

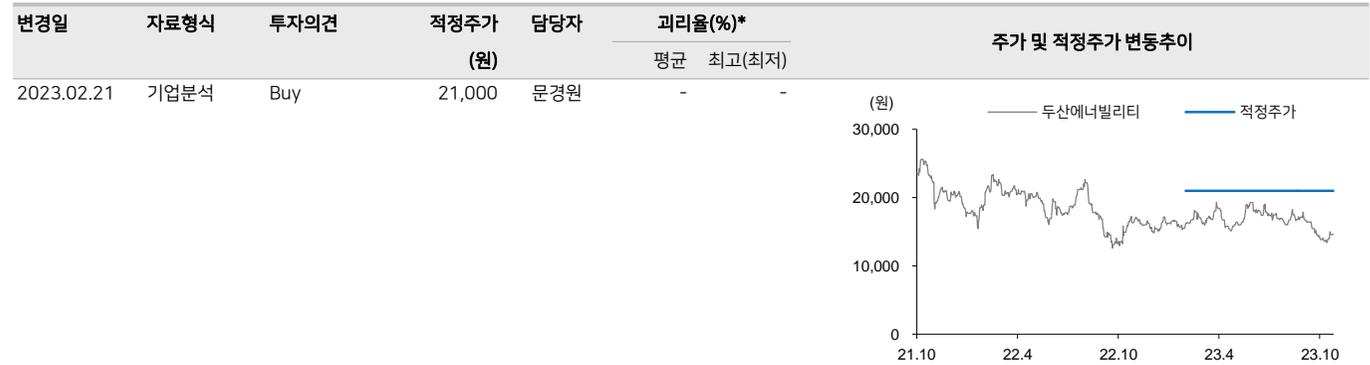
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

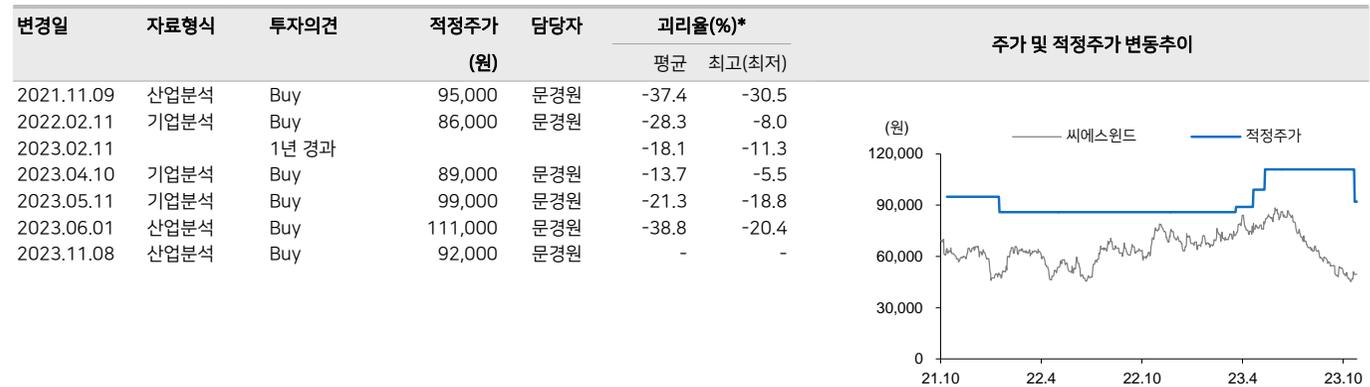
두산에너지리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



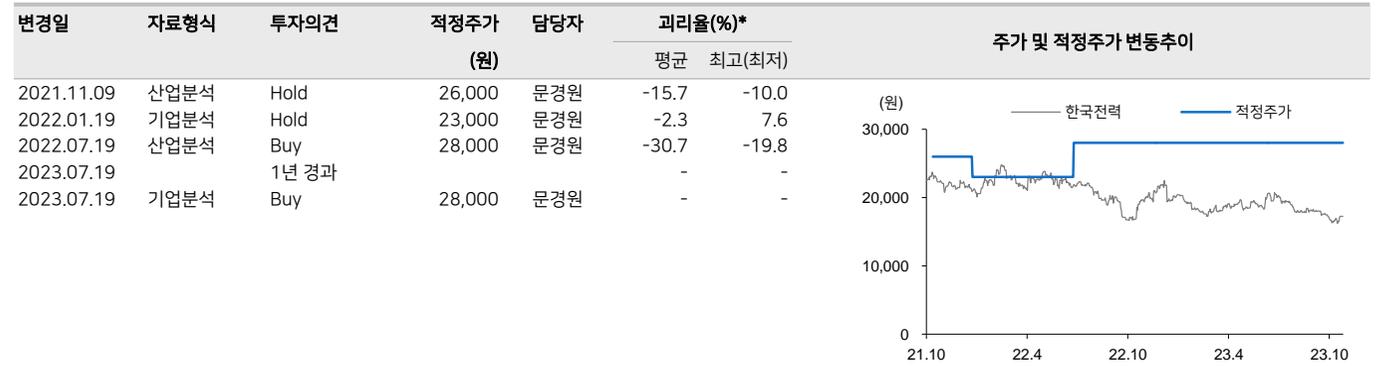
씨에스윈드 (112610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

