

2026. 04. 20

금융으로  
만나는 새로운 세상

IBKS 건설/부동산 In-Depth

# HBM과 원전의 공통점

건설/부동산 조정현

02) 6915-5660

controlh@ibks.com



\*시론 제작된 이미지입니다.



IBK기업은행 금융그룹

IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



안녕하세요. IBK투자증권 건설/부동산 담당 조정현입니다.

이번 자료는 당사가 2026년 3월 16일 발간한 [미국 원전, 한국이 Only One!]의 후속판입니다. 당시 자료에서는 미국이 왜 다시 원전을 필요로 하는지, 그리고 그 과정에서 한국이 가장 현실적인 실행 파트너가 될 수 있다는 점에 초점을 맞췄습니다. 이번 후속 자료에서는 다소 도발적인 제목을 달았지만, 핵심 주제는 명확합니다. 주식 시장은 늘어나는 수요를 공급으로 뒷받침해줄 검증된 실행 역량에 프리미엄을 부여하기 시작했다는 점입니다.

당사는 HBM과 원전의 공통점이 두 가지라고 판단합니다. 첫째, 두 산업 모두 AI 혁명이라는 구조적 수요 확대의 수혜를 받고 있습니다. 둘째, 미국 전력 수요를 실제로 감당가능한 검증된 공급자가 소수에 불과하다는 점입니다.

특히 원전은 오랜 기간 친환경의 경계선에 서 있던 산업이었습니다. 유럽에서는 2011년 후쿠시마 사고 이후, 그리고 2021~2022년 EU 텍소노미 논쟁 국면에서 원전을 둘러싼 논쟁이 가장 거셌습니다. 미국 역시 원전을 둘러싼 사회적 경계가 강했지만, 최근 들어 논의의 축은 전력 안정성과 산업 경쟁력으로 이동하고 있다고 판단합니다.

그러나 미국 원전 시장의 핵심은 정책 의지가 아니라 실행 역량입니다. 미국은 장기간 신규 원전 건설이 중단되면서 설계, 시공, 품질관리, 기자재 공급망 등 산업 전반의 실행 체계가 상당 부분 약화된 상태입니다. 결국 미국이 원전 확대를 현실화하기 위해서는 실제 프로젝트를 수행할 수 있는 외부 파트너의 보완이 필요할 것으로 전망합니다. 문제는 이러한 공백을 메울 수 있는 후보군이 많지 않습니다.

이 과정에서 한국의 역할이 부각될 수 있다고 판단합니다. 한국은 최근까지 대형 원전을 완공한 경험을 보유하고 있으며, 설계, 주기기 제작, 시공관리로 이어지는 전반적인 수행 체계도 함께 갖추고 있기 때문입니다. 특히 UAE 바라카 원전은 한국 기업들이 해외 대형 원전을 완공할 수 있다는 점을 입증한 대표 사례라는 점에서 의미가 큼니다. 즉 한국 EPC사들은 미국이 필요한 실행 공백을 보완 가능한 소수의 후보군 가운데 하나라고 판단합니다.

현재 당사가 주목하는 지점도 바로 이 원전 시공 역량의 희소성입니다. 원전은 수요가 생긴다고 곧바로 공급이 따라붙는 산업이 아니며, 설계, 기자재, 시공, 품질관리까지 포함한 복합적 수행 체계가 필요합니다. 결국 중요한 것은 얼마나 많은 국가가 원전을 원하느냐보다, 누가 이를 실제로 수행할 수 있느냐입니다. 그리고 시장의 관심도 바로 이 지점에서 정책이나 수요 자체보다, 그 수요를 현실의 프로젝트로 전환할 수 있는 제한된 시공 역량으로 이동하고 있다고 판단합니다.

결국 이번 자료의 핵심은 현재 국내 원전 건설사들에 어느 수준까지 밸류에이션을 부여할 수 있는지, 그 당위성을 설명하는 데 있습니다. 당사는 원전 시장을 과거 LNG 액화플랜트 시장과 유사한 프레임에서 바라보고 있습니다. 당시에 수행 가능한 EPC와 라이선서가 제한된 가운데 발주 확대에 소수 업체 중심의 과점 구조가 형성됐고, 검증된 공급자에게 수주가 집중되었습니다. 그 결과 핵심 공급망 안의 기업들은 높은 수익성을 확보한 반면, 일반 건설사들은 같은 업황 확장기에도 낮은 마진 구조에 머물렀습니다. 당사는 원전 시장 역시 이와 유사한 방향으로 전개될 것으로 전망합니다.

# CONTENTS

EPC 시장의 재편, 원전 Cartel 시대 .....	4
I. 우리는 왜 지금 원전 시공사에 주목하는가? .....	5
I-1. 핵심은 원전 수요보다 시공 역량의 희소성이다.....	5
I-2. 미래 수요는 분명한데, 공급자는 쉽게 늘지 않는다.....	6
II. 미국시장 진입의 의미 .....	7
미국시장 진입은 전력 최대시장의 실행 병목을 선점한다는 의미다 .....	7
III. LNG Cartel에서 보는 원전 Cartel의 미래 .....	10
실행 가능한 업체가 제한될 때 수익성은 공급자에게 돌아간다.....	10
IV. 건설 밸류에이션을 다시 생각할 시점 .....	13
희소한 시공 역량은 밸류에이션을 바꾸고 있다.....	13
V. 기업분석.....	17
현대건설(000720): 대형 원전수주로 밸류에이션을 증명할 것 .....	18
대우건설(047040): 활공(滑空) .....	24
GS건설(006360): 원전 시공 레퍼런스 보유.....	28
DL이앤씨(375500): 튼튼한 재무구조 위에 올린 SMR 특화 전략 부각 .....	32



## EPC 시장의 재편, 원전 Cartel 시대

원전 시공 수요 증가,  
EPC 풀은 제한적

지금 주식 시장이 원전 산업 전반보다 원전 시공사에 주목하는 이유는 앞으로 늘어날 건설 수요에 비해 이를 실제로 수행할 수 있는 EPC 풀이 극도로 제한적이기 때문이다.

수주 산업, 공급 역량 ↓  
= 공급자의 수익성 ↑

대형 플랜트와 같은 수주 산업은 발주가 늘어날 때 공급 측 역량이 부족하면 가격 결정력과 수익성이 공급자에게 이동하는 경향이 있다. 그런 점에서 현재 원전 시장은 단순히 수요가 좋아지는 국면이 아니라, 희소한 실행 역량이 구조적 프리미엄으로 전환되는 초입에 있다고 판단한다.

원전 수요 확대 근거  
1. 전 세계 전력 수요 ↑  
2. 탈탄소 압력  
3. AI, 데이터센터 확산

원전 수요 확대의 배경은 분명하다. 전 세계 전력 수요는 계속 증가하고 있고, 탈탄소 압력도 더 강해지고 있으며, 특히 AI와 데이터센터 확산은 안정적인 무탄소 기저전원에 대한 필요성을 더욱 키우고 있다. 문제는 원전이 필요한 산업이라는 점이 아니라, 이를 제때 공급할 수 있는 체계가 충분히 작동하지 못하고 있다는 점이다. 원전은 착공 이후에도 긴 공기가 필요하고, 그 이전에 설계, 인허가, 금융조달, 공급망 확보까지 거쳐야 하므로 2050년의 수요를 대응하려면 시장은 지금부터 실제 수행 주체를 선점하기 시작할 수밖에 없다.

미국은 AI 데이터센터,  
제조업 기반의 핵심 시장

이러한 관점에서 미국은 가장 중요한 시장이다. 미국은 AI 데이터센터와 제조업 기반 확대에 향후 전력 수요 증가가 가장 클 가능성이 높은 시장이지만, 신규 대형 원전을 안정적으로 건설할 수 있는 자국 내 EPC 실행 풀은 제한적이다.

미국 원전 확대에는 실질  
시공 역량이 핵심

결국 미국 원전 확대의 속도는 정책 의지보다 누가 이를 실제로 공급할 수 있느냐에 달려 있으며, 이 과정에서 동맹 기반의 정치적 신뢰, 최근 대형 원전 완공 레퍼런스, 장기 프로젝트 리스크를 감내할 재무 체력을 동시에 갖춘 외부 파트너의 전략적 가치가 부각될 가능성이 높다.

과거 LNG 액화플랜트  
시장 성장 구조와 유사

이 구조는 과거 LNG 액화플랜트 시장과도 유사하다. LNG 시장 역시 소수의 EPC와 라이선서가 반복적으로 수주를 나눠 갖는 폐쇄적 구조 속에서 확대됐고, 발주처는 검증되지 않은 신규 사업자보다 기존 공급망 안의 업체에게 프로젝트를 집중시켰다.

핵심 공급망 진입 여부,  
수익성 & 밸류에이션 Key

그 결과 핵심 공급망 안에 들어간 회사들은 상대적으로 높은 수익성을 확보한 반면, 진입하지 못하고 일반 경쟁시장에 노출된 건설사들은 업황 확장기에도 저 수익성 구조에 머물렀다. 결국 **제한된 업체만 접근 가능한 시장에 들어가 있느냐가 수익성과 밸류에이션을 가르는 핵심 변수였고, 원전 역시 같은 방향으로 전개될 것으로 전망한다.**

투자 의견: Overweight  
Top-picks: 현대건설,  
대우건설

결국 지금 원전 시공사들이 재평가 받는 이유는 산업 기대감 그 자체 때문이 아니다. 이미 검증된 시공 역량을 보유한 업체가 제한되어 있고, 수요 확대 국면에서 그 희소성이 수주 집중, 수익성 개선, 밸류에이션 재평가로 이어질 가능성이 높기 때문이다. 이에 따라, **당사는 주요 원전 시공사인 현대건설, 대우건설을 Top-picks로 제시한다.**

## 1. 우리는 왜 지금 원전 시공사에 주목하는가?

### 1-1. 핵심은 원전 수요보다 시공 역량의 희소성이다

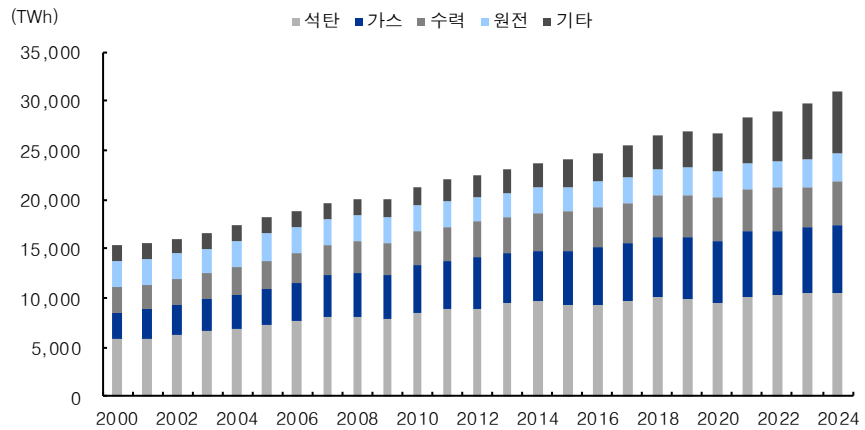
원전 건설은 수주 산업 : 공급 부족 → 수익성 개선

원전 발전량으로 확인 가능한 시공 체계 미흡

우리는 왜 지금 원전 시공사에 열광하는가? 그 이유는 앞으로 커질 건설 수요에 비해 이를 실제 수행 가능한 시공사 풀이 극도로 제한적이기 때문이다. 수주 산업은 공급 부족 발생 시 수익성이 구조적으로 개선되는 특성이 있는데, 원전 건설 시장이 지금 정확히 그 초입에 들어서고 있다고 판단한다.

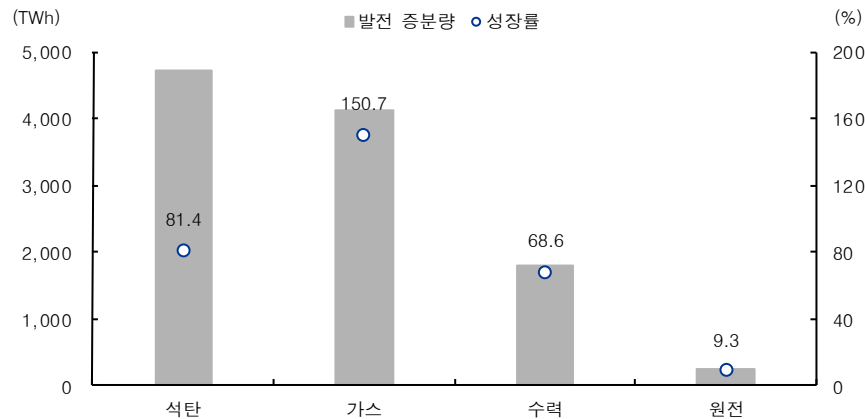
우선 부족한 실행 역량은 전력 수급 구조에서 확인 가능하다. 전 세계 발전량은 2000년 1.5만 TWh에서 2024년 3.1만 TWh로 두 배 이상 증가했지만, 같은 기간 원전 발전량은 2,540 TWh에서 2,777 TWh로 9.3% 늘어나는 데 그쳤다. 24년 동안 증가 폭이 237 TWh에 불과해 전체 전력 수요 증가 속도를 거의 따라가지 못한 셈이다. 이는 원전의 시공 체계가 장기간 충분히 작동하지 못했음을 보여준다.

그림 1. 글로벌 전력 발전량



자료: Ember Energy, IBK투자증권

그림 2. 2000년 대비 2024년 발전 증분량



자료: Ember Energy, IBK투자증권

## 1-2. 미래 수요는 분명한데, 공급자는 쉽게 늘지 않는다

수요 측면의 검토  
: 전 세계 발전량 3.9만 TWh, 원전은 0.3만 TWh

수요 측면의 배경은 분명하다. 2024년 전세계 발전량은 3.9만 TWh였고, 이 가운데 석탄은 1.0만 TWh, 가스는 0.7만 TWh, 수력은 0.4만 TWh, 원전은 0.3만 TWh 수준이었다. 아직도 전력 시스템의 중심축은 화석연료에 남아 있지만, 동시에 전기 수요는 계속 늘고 있고 탈탄소 압력도 더 강해지고 있다.

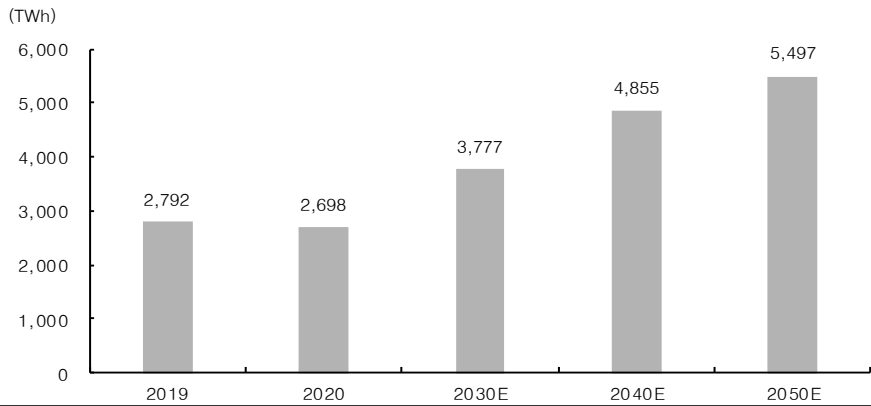
IEA 넷제로 경로 & 착공 과정 고려 시 지금부터 수행 주체 파악 필수

특히 IEA가 제시한 넷제로 경로에서는 2050년 원전 발전량이 5,497 TWh 수준까지 확대될 것으로 전망하였다. 원전은 현실적인 공기만 해도 10년 안팎이 소요되고, 그 이전에 설계 확정, 부지 선정, 인허가, 금융조달까지 거쳐야 한다. 따라서 2050년의 수요를 이야기하는 산업이라면, 시장은 2040년이 아니라 지금부터 이를 실제로 수행 가능한 주체를 먼저 보기 시작하는 것이 맞다고 판단한다.

공급 측면의 검토  
: 실제 발주 및 프로젝트 검토는 이미 진행중

이미 파이프라인은 움직이고 있다. 대표적으로 미국은 2025년 행정명령과 DOE 후속 조치를 통해 2030년까지 완전 설계를 갖춘 착공 목표(대형 원전 10기)를 제시했고, 기존 원전 출력 증강 5GW도 함께 추진하고 있다. 여기에 미국 정부는 AI 데이터센터를 핵심 인프라로 보고, 이를 위한 원전 배치를 2027년부터 가시화하겠다는 계획을 제시했다. 이는 원전 정책이 실제 발주와 프로젝트 검토 단계로 넘어가고 있다는 의미다.

그림 3. 넷제로 프로젝트 경로 예상 원전 발전량



자료: IEA, IBK투자증권

그림 4. 원전 산업 활성화 관련 대통령 행정명령(2025.05.23)

Sec. 4. Funding for Restart, Completion, Uprate, or Construction of Nuclear Plants. (a) To maximize the speed and scale of new nuclear capacity, the Department of Energy shall prioritize work with the nuclear energy industry to facilitate 5 gigawatt of power uprates to existing nuclear reactors and have 10 new large reactors with complete designs under construction by 2030. To help achieve these objectives, the Secretary of Energy, through the Department of Energy Loan Programs Office, shall, subject to the requirements of the Federal Credit Reform Act and other applicable law and OMB Circular A-11, prioritize activities that support nuclear energy, including actions to make available resources for restarting closed nuclear power plants, increasing power output of operating nuclear power plants, completing construction of nuclear reactors that was prematurely suspended, constructing new advanced nuclear reactors, and improving all associated aspects of the nuclear fuel supply chain.

자료: The White House, IBK투자증권

## II. 미국시장 진입의 의미

### 미국시장 진입은 전력 최대시장의 실행 병목을 선점한다는 의미다

미국 시장 데이터센터가 수요의 원천

미국 시장이 특히 중요한 이유는 앞으로 가장 큰 전력 수요 증가가 미국에서 기대되기 때문이다. 그 수요의 원천은 바로 데이터센터다.

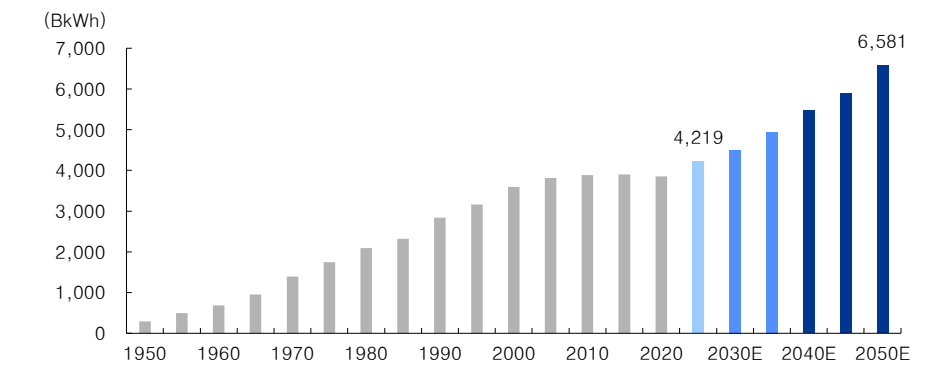
현재 미국은 데이터센터 최대 보유국, 강화될 AI 시대 전력 수요의 중심

Data Center Map 기준 미국은 전 세계 최대 데이터센터 보유국이며, AI 확산에 따른 신규 전력 수요가 가장 빠르게 커질 지역이기도 하다. 미국은 현재 전 세계 11,102개 데이터센터 가운데 4,088개를 보유한 최대 시장이며, 압도적인 데이터센터 집적도 바탕 AI 시대 전력 수요 증가의 중심축이 되고 있다.

AI 투자는 확대 중, 완공 일정 미확정분 다수 확인

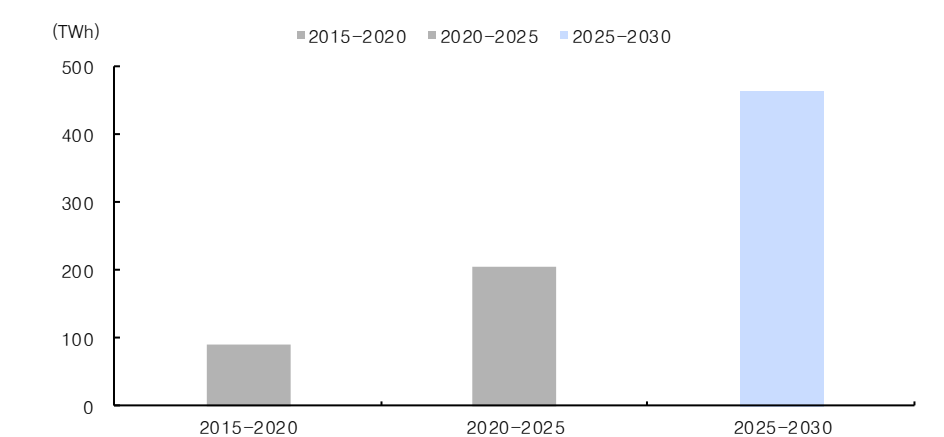
여기에 AI 투자 확대가 겹치며 전력 수요 압력은 더 강해지고 있다. 언론보도에 따르면 2027년 개소 예정 미국 데이터센터 가운데 실제 공사가 진행 중인 컴퓨팅 인프라는 약 6.3GW 수준인 반면, 완공 시점이 아직 확정되지 않은 계획 물량은 32.5GW이다.

그림 5. 미국 총 전력 사용량 추이 및 전망



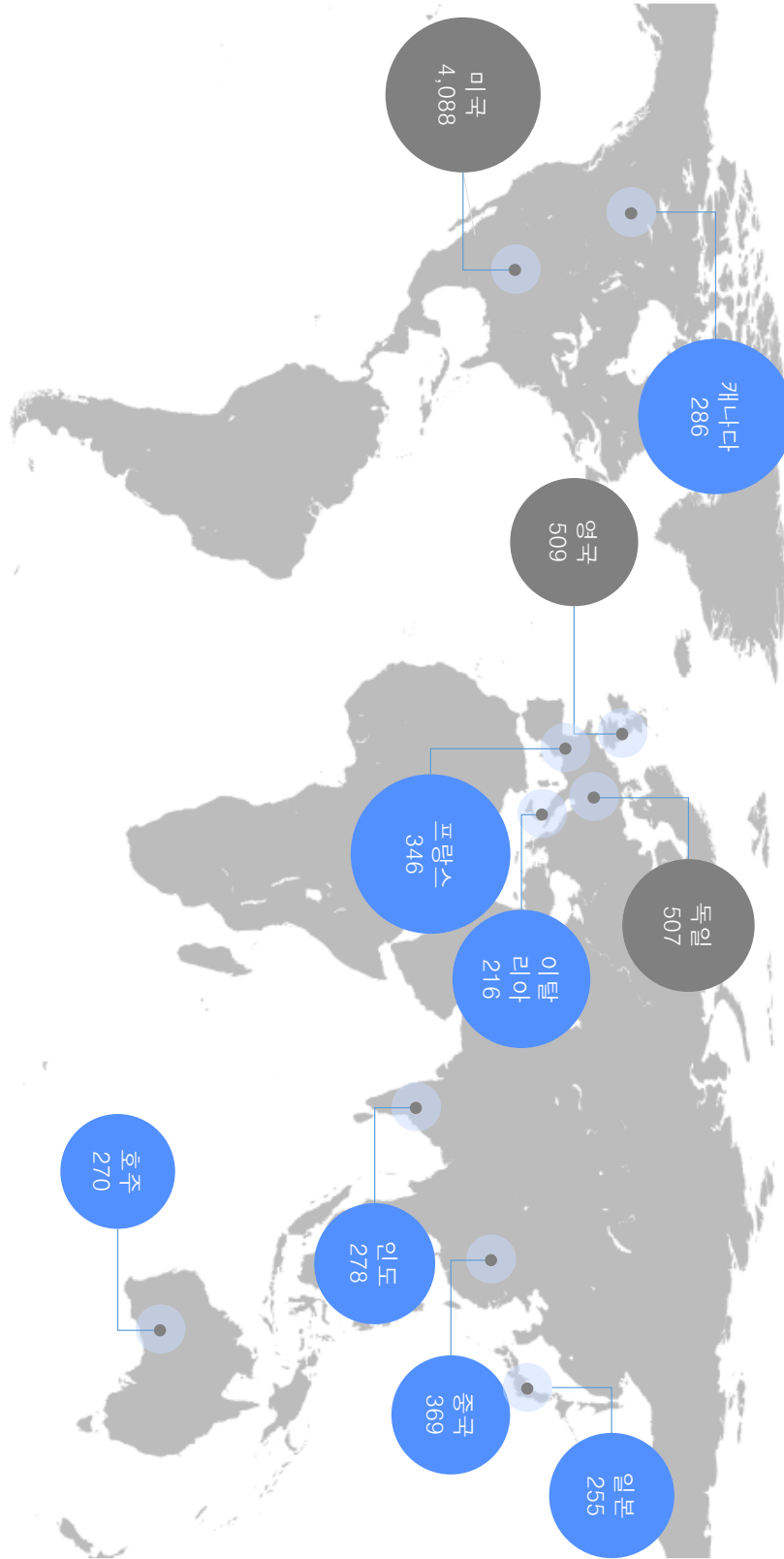
자료: EIA, IBK투자증권

그림 6. 글로벌 데이터센터 전력 수요 추이 및 전망



자료: IEA, IBK투자증권

그림 7. 주요국 데이터센터 보유 현황



자료: Data Center Map, IBK투자증권

미국 내 자국 EPC 실행  
풀은 극소수, 외부 보완 必

외부 파트너 진입 조건

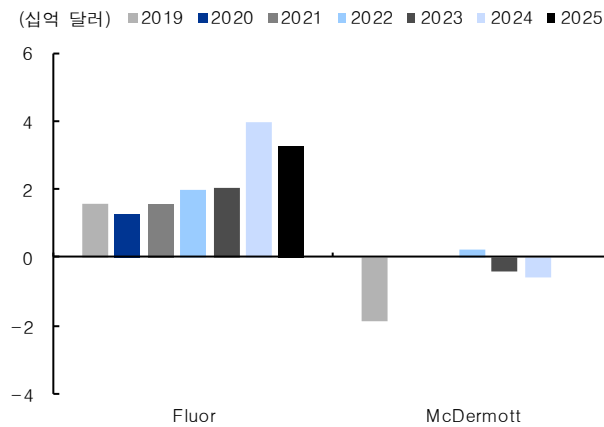
1. 정치적 신뢰
2. 실무 레퍼런스
3. 재무적 완충력

美 동맹 중 한국 EPC의  
전략적 결합 가능성 ↑

반면 [미국 원전, 한국이 Only One! (26.03.16)]에서 정리했듯, 미국 내에서 이를 실제 원전으로 전환 가능한 자국 EPC 실행 풀은 극소수에 불과하다. 결국 미국 원전 확대는 자국 기업만으로 감당하기보다 외부 파트너의 보완이 필요한 구조다. 진입 조건은 첫째 동맹 기반의 정치적 신뢰이고, 둘째는 최근 대형 원전을 실제로 완공해 본 레퍼런스이며, 셋째는 장기간의 공기 지연과 원가 변동성을 감내할 수 있는 재무적 완충력이다. 다만, 이 세 조건을 동시에 충족하는 후보군이 많지 않다는 점이다.

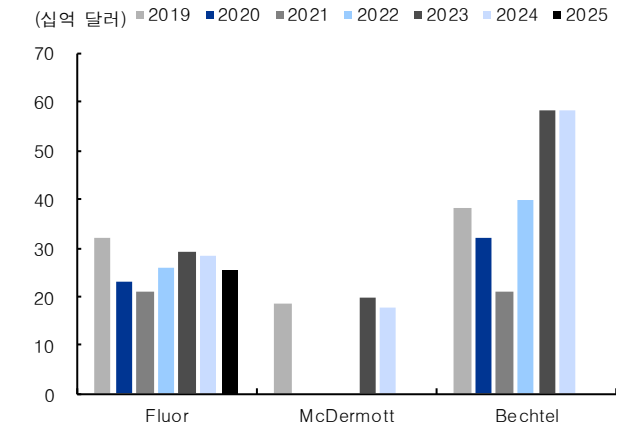
미국 내부에서는 Bechtel이 가장 현실적인 축으로 남아 있고, 동맹국 가운데서는 한국 EPC가 유력한 대안으로 부상할 가능성이 높다. 결국 미국의 원전 르네상스는 실행 주체의 부족에서 전개되고 있으며, 그 현실적 해법은 동맹국 EPC의 전략적 결합에 가깝다고 판단한다. 미국 시장에 진입한다는 것은 세계 최대 전력 수요 시장에서 가장 희소한 자원인 실행 가능한 원전 시공 역량을 선점한다는 뜻에 가깝다.

그림 8. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 자본총계 추이



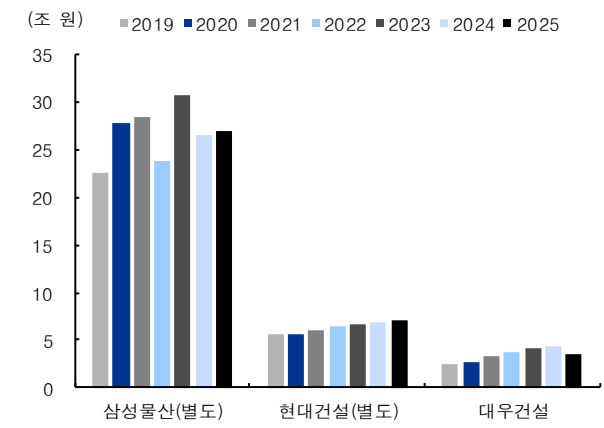
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 9. 미국 원전 건설 이력을 보유한 EPC 수주잔고 추이



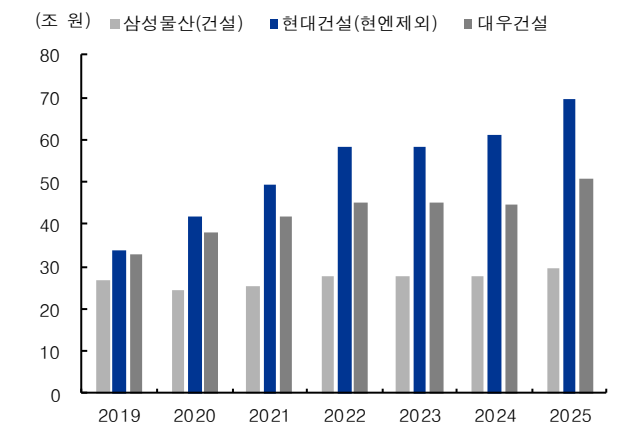
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 10. 대한민국 주요 EPC 자본총계 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. 대한민국 주요 EPC 수주잔고 추이



자료: 각 사, IBK투자증권

### III. LNG Cartel에서 보는 원전 Cartel의 미래

#### 실행 가능한 업체가 제한될 때 수익성은 공급자에게 돌아간다

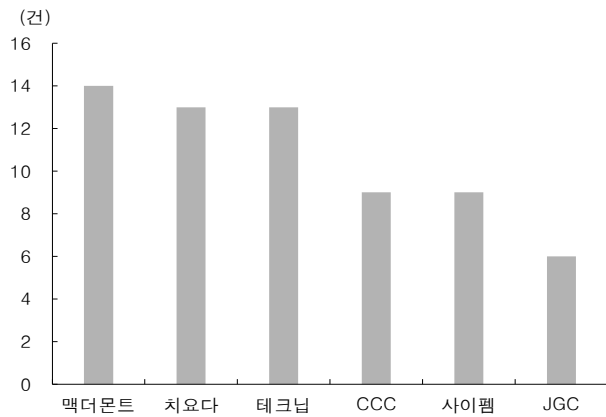
LNG 액화플랜트 카르텔  
공정 기술 + 주기기  
= 신규 진입 장벽 ↑

LNG Cartel은 LNG 액화플랜트 EPC 시장에서 오랫동안 소수의 EPC와 라이선서가 반복적으로 수주를 나눠 갖는 사실상의 과점 구조를 뜻한다. LNG 시장의 확대과정에서 Bechtel, JGC, Chiyoda, Technip 같은 업체 등이 핵심 시장을 주도했고, Air Products와 Conocophillips 같은 라이선서가 공정 기술과 주기기를 함께 공급하면서 신규 진입 장벽은 더 높아졌다.

수조 원 단위의 장기 EPC  
프로젝트는 신뢰성이 생명

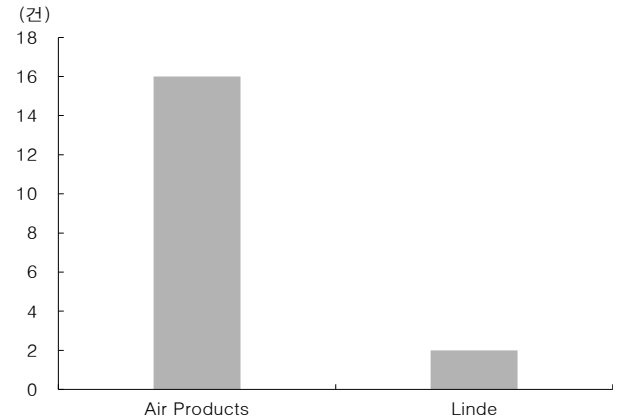
발주처 입장에서도 수조 원 단위의 장기 프로젝트를 검증되지 못한 신규 사업자에게 맡기기 어렵기 때문에, 기존 공급망과 반복적으로 일해온 업체에 발주가 집중될 수밖에 없었다.

그림 12. EPC별 MENA 지역 LNG 프로젝트 참여 건수(2000~)



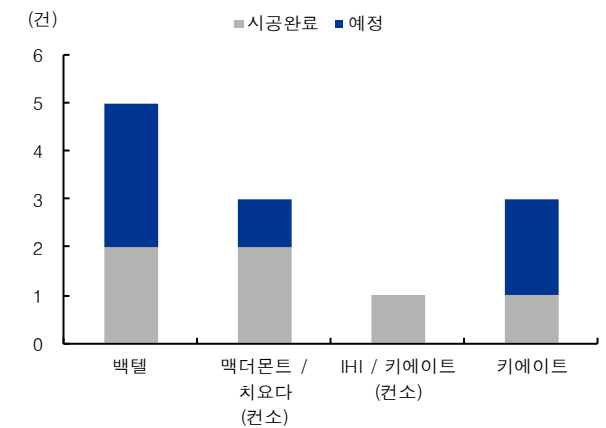
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 13. 라이선서별 MENA 지역 LNG 프로젝트 참여 건수(2000~)



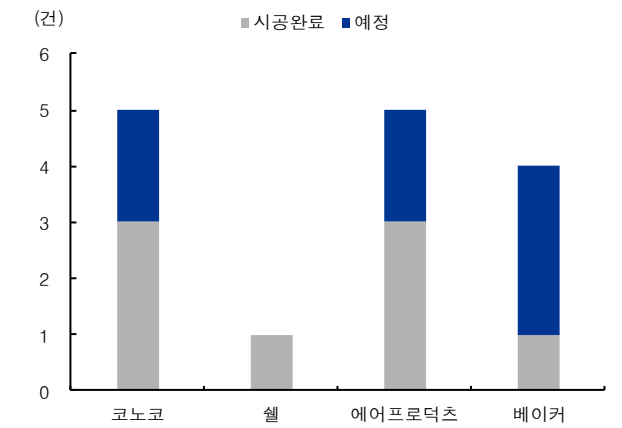
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 14. EPC별 미국 지역 프로젝트 참여 건수



자료: 각 사, IBK투자증권

그림 15. 라이선서별 미국 지역 LNG 프로젝트 참여



자료: 각 사, IBK투자증권

카르텔(폐쇄적 구조)이  
실제 수익성 차이로 연결

중요한 것은 이 폐쇄적 구조가 실제 수익성 차이로 이어졌다는 점이다. 대규모 LNG 수주가 집중됐던 2004~2014년을 놓고 보면, 카르텔 내부 업체였던 해외 EPC들의 평균 영업이익률은 JGC 8.3%, Chiyoda 4.6%, Technip 10.1%, Saipem 8.1% 수준이었다.

수주 집중 시 과점 구조는  
수익성 개선에 결정적

특히 2010~2014년으로 좁혀 보면 JGC 11.2%, Technip 11.8%까지 올라가며, 수주 집중 구간에서 과점 구조가 실제 수익성 개선으로 연결되었음을 확인할 수 있다. 반면 동 기간 국내 건설사들의 평균 영업이익률은 현대건설 6.4%, 대우건설 4.8%, GS건설 4.1%에 머물렀고, 2010~2014년 구간만 보면 대우건설 1.4%, GS건설 0.8%까지 낮아졌다.

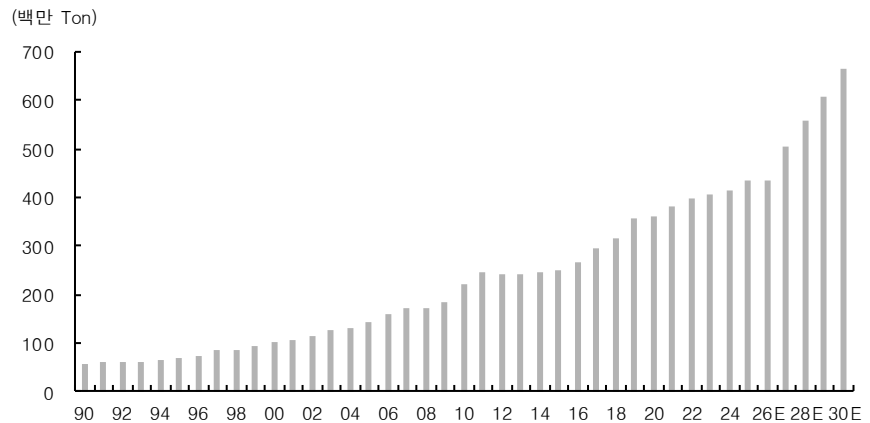
핵심 공급망 내 기업  
수익률: 하이 싱글 ~  
로우/미들 더블

즉 LNG 액화 EPC의 핵심 공급망 안에 들어간 회사들은 한 자릿수 후반에서 두 자릿수에 가까운 수익성을 확보한 반면, 그 바깥에 있던 일반 건설사들은 글로벌 업황 확장기에도, 무한 경쟁에 따른 저가 수주 여파 탓에 상대적으로 낮은 수익성 구조에 머물렀을 것으로 추정한다.

실행 역량의 희소성이  
가격 결정력, 수익성 결정

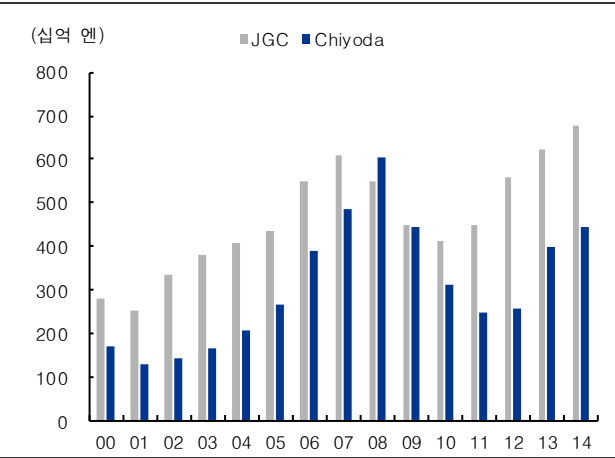
차이는 ‘무한 경쟁시장에 노출돼 있었는가’, 아니면 ‘제한된 업체만 접근 가능한 과점 시장 안에 있었는가’이다. LNG 사이클에서 증명한 것은 결국 실행 역량의 희소성이 가격 결정력과 수익성까지 바꿔놓을 수 있음을 보여준다. 이 프레임으로 보면 원전 건설 시장도 유사할 것으로 판단한다.

그림 16. 글로벌 LNG 무역량 추이



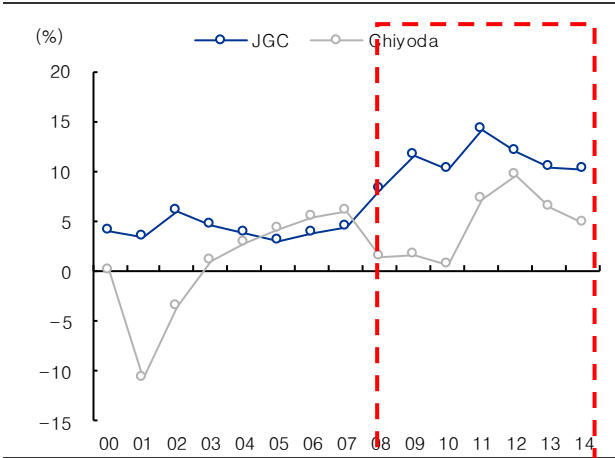
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 17. 일본 주요 기업 LNG 사이클 시기 매출액



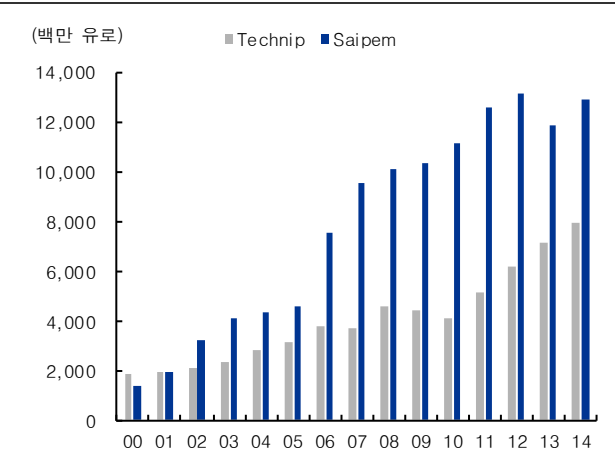
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 18. 일본 주요 기업 LNG 사이클 시기 영업이익률



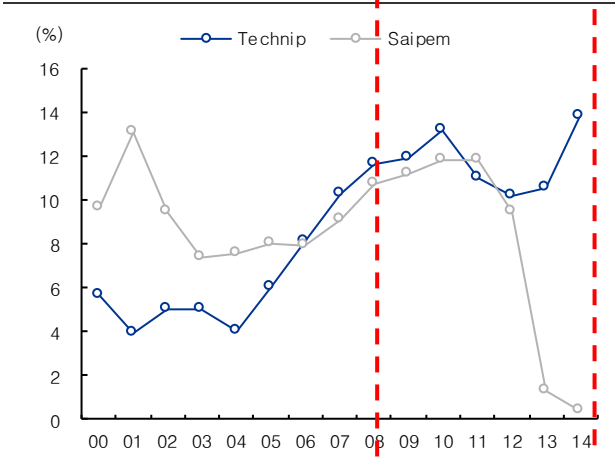
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 19. 유럽 주요 기업 LNG 사이클 시기 매출액



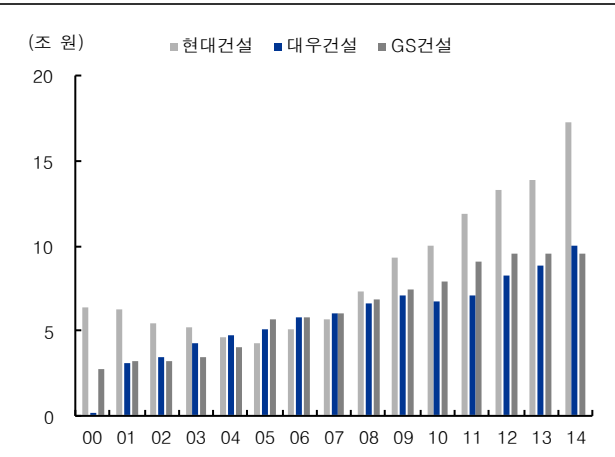
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 20. 유럽 주요 기업 LNG 사이클 시기 영업이익률



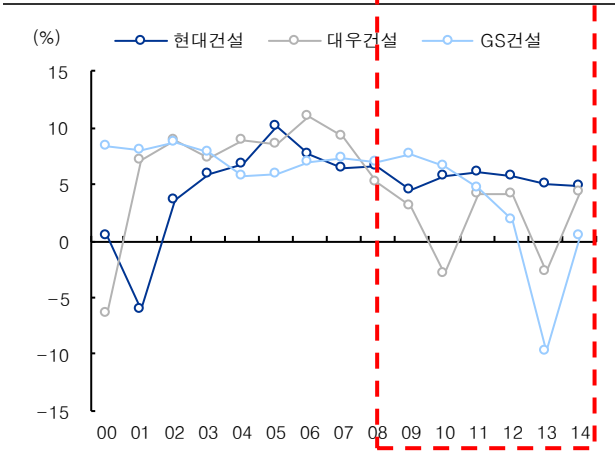
주: Saipem 영업이익률은 대형 수주 지연 및 저수익성 계약 비중 증가로 하락  
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 21. 동시기 연도별 국내 주요 기업 매출액 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 22. 동시기 연도별 국내 주요 기업 영업이익률 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

## IV. 건설 밸류에이션을 다시 생각할 시점

### 희소한 시공 역량은 밸류에이션을 바꾸고 있다

수요 확대 국면  
: 시공 역량 입증 업체의  
재평가 폭이 중요

원전 계획은 늘어나고 있지만, 최근 해외 대형 원전을 실제로 완공하며 시공 역량을 입증한 업체들은 많지 않다. 이 점에서 국내 건설사들은 UAE 바라카 원전을 통해 이미 해외 원전 시공 능력을 현실에서 증명했다는 점이 중요하다. 즉 지금은 ‘할 수 있느냐’를 확인하는 단계가 아니라, 이미 입증된 수행 역량이 ‘본격적인 수요 확대 국면에서 얼마나 크게 재평가될 것인가’를 봐야 하는 시기라고 판단한다.

프로젝트 수 보다는 시장  
구조의 방향 파악이 핵심

이때 중요한 것은 개별 파이프라인을 하나하나 나열하는 일이 아니다. 원전 프로젝트는 특성상 가시화되기 전까지 정보가 제한적이고, 때로는 예상보다 갑작스럽게 부상하기도 한다. 따라서 현 시점에서는 개별 프로젝트 숫자보다 시장 구조가 어느 방향으로 바뀌고 있는지를 읽는 것이 더 중요하다. 결국 핵심은 발주가 늘어나는 구간에서 실제 수행 가능한 업체가 제한돼 있는가, 그리고 그 결과 수주가 검증된 사업자에게 집중될 수 있는가에 있다.

과거 LNG 사이클을 현재  
원전 시장에 적용

그 점에서 현재 원전 시장은 과거 LNG 사이클과 유사한 프레임으로 접근할 수 있다고 판단한다. **건설사 입장에서 LNG든 원전이든 결국 하나의 고부가 플랜트 상품이라는 점에서, 중요한 것은 공중 자체보다 시장 구조가 얼마나 닮아 있는가다.** LNG 시장도 실제 수행 가능한 업체가 제한되어 있었고, 글로벌 발주가 확대되면서 수주가 소수 EPC에 집중됐다. 그 결과 단순한 매출 증가를 넘어 수익성 개선과 밸류에이션 재평가가 동시에 나타났다. 당사는 원전 공중 역시 유사하게 전개될 것으로 판단한다.

현재 원전 시장은 과거  
LNG 사이클 초입과 유사

따라서 현 시점은 과거 2010~2014년 LNG 사이클에서 대형 수주가 본격화되기 직전, 시장이 제한된 EPC의 구조적 희소성을 먼저 밸류에이션에 반영하기 시작하던 구간과 유사하다고 판단한다. 이 기준에서 최근 해외 원전 준공 레퍼런스를 보유한 업체에는 Target PBR 3.0배를 적용할 수 있으며, 실제 수주 확보 단계에서는 4.0배까지도 열어볼 수 있다고 전망한다

수요 확대 시 검증된 시공  
역량 기반 재평가 기대

결국 원전 시공사들이 지금 재평가받는 이유는 산업 자체에 대한 기대감 때문만이 아니다. 더 본질적인 이유는 이미 검증된 시공 역량을 보유한 업체가 제한되어 있고, 수요 확대 국면에서 그 희소성이 구조적 프리미엄으로 연결될 가능성이 높기 때문이다. 그런 점에서 앞으로의 원전 사이클은 단순한 테마 장세가 아니라, 수주와 수익성, 밸류에이션이 제한된 시공사에 집중되는 국면으로 봐야 한다.

그림 23. 일본 LNG 시장 초기 진출 당시에는 LNG 수주 비중이 미미하였음  
 이에 따라, 매출은 주로 Legacy 공종에 연동  
 그러나 LNG 공종이 본격화된 개화기(2010~2014년)의 밸류에이션 리레이팅 과정에 주목할 필요

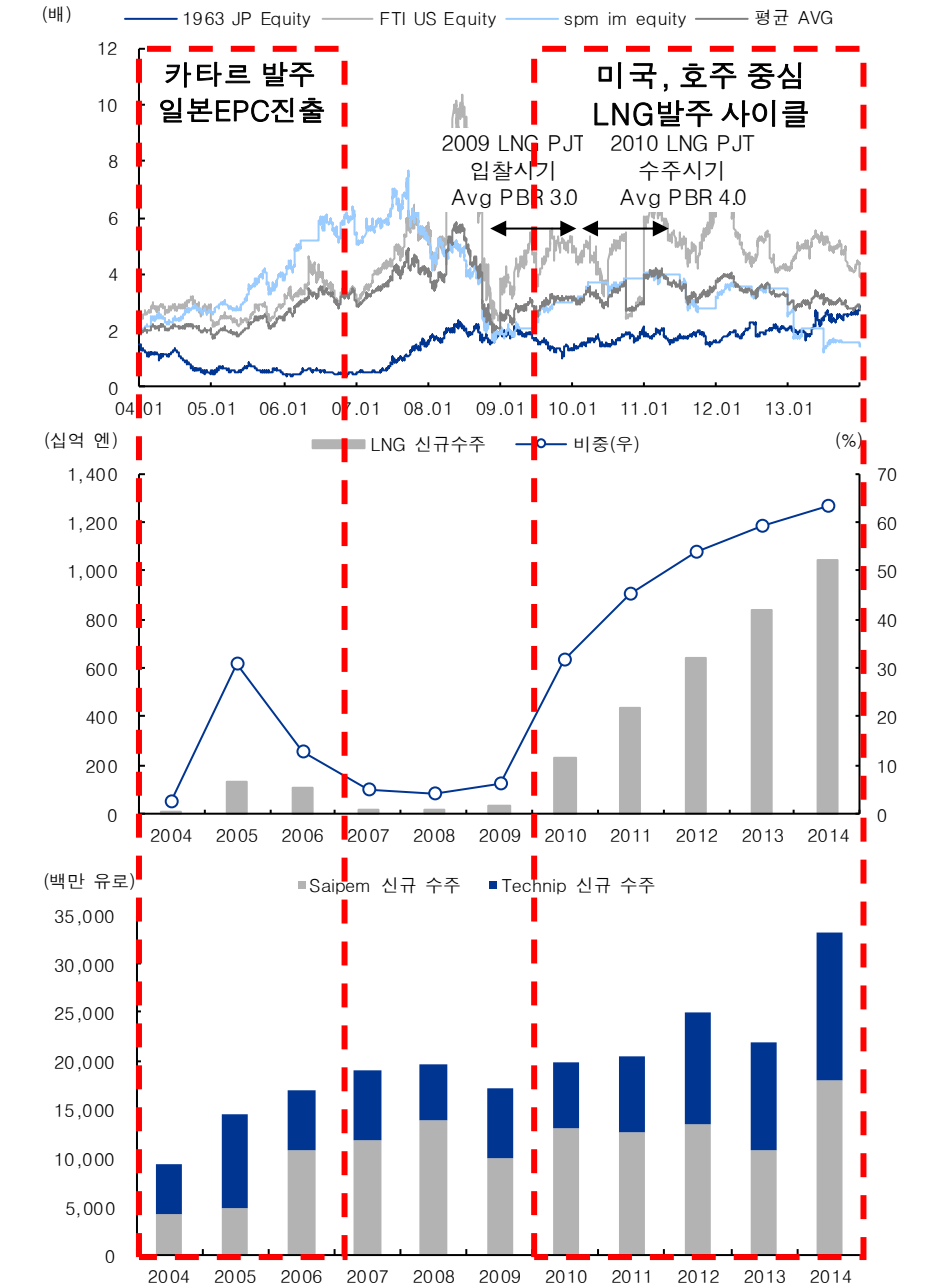












표 1. LNG 액화 설비 기술사와 주요 건설사

액화 라이선서		
액화설비 주요 주관사		
		
		
		
		
		
		

자료: 각 사, IBK투자증권

표 2. 원전 주요 설비 기술사와 건설사

노형 설계사			
설비 시공 주관사			
			
			

자료: 각 사, IBK투자증권

표 3. 원전 EPC 글로벌 Peer 기업 비교

구분	삼성물산 (한국)	현대건설 (한국)	대우건설 (한국)	Fluor (미국)	KBR (미국)	Bouygues (프랑스)	Vinci (프랑스)	업계 평균	
현재주가 (원, \$)	301,500	177,000	28,700	47.88	36.69	61.89	158.60		
시가총액 (M\$)	33,103	13,353	7,958	6,852	4,652	23,895	92,346		
주가수 익률 (%)	1M	7.7	10.0	135.8	7.2	-1.2	4.2	3.1	23.8
	3M	4.3	70.9	534.4	8.9	-17.9	15.9	14.6	90.2
	6M	44.5	217.7	686.5	2.6	-15.4	27.3	10.9	139.2
	12M	165.4	352.5	779.8	41.0	-27.4	40.7	12.4	194.9
P/E (배)	2025A	20.2	53.5	-	19.0	9.9	17.4	15.4	22.6
	2026E	19.6	39.5	39.2	17.3	9.2	16.0	14.5	22.2
	2027E	17.8	25.8	19.7	14.7	8.7	13.9	13.1	16.3
P/B (배)	2025A	1.0	2.4	3.5	2.2	3.1	1.6	2.4	2.3
	2026E	1.2	2.3	3.1	2.3	2.6	1.5	2.2	2.2
	2027E	1.1	2.1	1.9	2.5	2.2	1.4	2.1	1.9
EV/EBITDA (배)	2025A	12.7	23.5	27.6	7.9	7.0	5.8	7.7	13.2
	2026E	11.3	20.5	20.8	7.6	6.8	5.6	7.3	11.4
	2027E	10.5	14.9	17.4	6.8	6.7	5.4	7.0	9.8
매출액성장률 (%)	2025A	-3.2	-4.9	-23.3	-5.0	1.0	0.2	4.0	-4.5
	2026E	2.6	-13.3	-3.0	5.6	3.4	4.7	7.8	1.1
	2027E	5.7	6.0	28.5	5.9	5.2	2.1	3.6	8.1
영업이익 성장률 (%)	2025A	10.4	-	-	-	18.1	4.0	5.8	9.6
	2026E	9.5	18.1	164.3	250.1	6.4	16.7	13.7	68.4
	2027E	8.6	48.6	24.8	14.9	3.3	8.8	4.6	16.2
영업이익률 (%)	2025A	8.1	2.1	-10.1	-2.0	10.0	4.1	12.0	3.4
	2026E	8.6	2.9	6.7	2.9	10.3	4.6	12.8	7.0
	2027E	8.9	4.0	6.5	3.1	10.1	4.9	13.0	7.2
순이익률 (%)	2025A	6.0	1.2	-11.3	-0.3	5.3	2.0	6.5	1.3
	2026E	6.1	1.8	4.0	2.4	6.2	2.2	6.8	4.2
	2027E	5.9	2.6	4.3	2.5	6.1	2.5	7.1	4.4
ROE (%)	2025A	5.7	4.4	-23.6	12.5	33.4	13.4	16.2	8.9
	2026E	7.1	6.3	8.3	14.2	29.4	9.8	16.1	13.0
	2027E	6.8	8.9	10.2	18.9	26.0	11.1	16.5	14.1
순부채비율 (%)	2025A	-2.7	-12.1	51.8	-82.5	154.2	51.4	61.0	31.6
	2026E	-5.5	-24.5	57.7	-42.2	130.9	28.4	53.6	28.4
	2027E	-8.9	-28.8	44.8	-47.6	112.5	21.2	49.4	20.4

자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 한국 기업의 주가수익률은 2026.04.17 종가 기준, 미국 및 유럽 기업은 2026.04.16 종가 기준



## Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
현대건설 (000720)	매수(유지)	260,000원
대우건설 (047040)	매수(유지)	36,000원
GS건설 (006360)	매수(유지)	63,400원
DL이앤씨 (375500)	매수(유지)	131,000원

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 260,000원  
현재가 (4/17) 177,000원

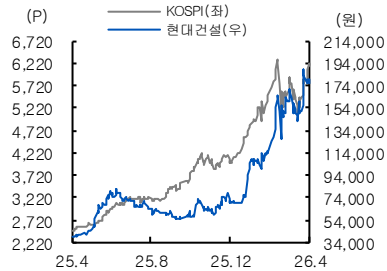
KOSPI (4/17)	6,191.92pt
시가총액	19,791십억원
발행주식수	112,410천주
액면가	5,000원
52주 최고가	188,700원
최저가	38,300원
60일 일평균거래대	252십억원
외국인 지분율	23.9%
배당수익률 (2026F)	0.5%

주주구성	
현대자동차 외 5인	34.92%
국민연금공단	10.29%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0%	91%	80%
절대기준	10%	216%	351%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	260,000	195,000	▲
EPS(26)	4,271	4,812	▼
EPS(27)	6,215	8,292	▼

### 현대건설 상대주가 (%)



# 현대건설 (000720)

## 대형 원전수주로 밸류에이션을 증명할 것

### 중동 전쟁에도 수익성 경로는 유지될 것으로 전망

현대건설의 1Q26 영업실적은 매출액 6.7조 원(YoY -10.4%), 영업이익 1,710억 원(YoY -19.8%)으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 1,659억 원에 부합할 것으로 판단한다. 탑라인은 지난해부터 이어진 주택 착공 부진에 따른 매출 공백 영향으로 감소했으나, 수익성은 매출 믹스 개선과 원가 안정 효과 등에 힘입어 방어된 것으로 추정한다.

1분기 수주는 약 3조 원 수준으로 대형 프로젝트 인식이 제한적이었다. 수주가 다소 부진하게 보이는 이유는 주요 프로젝트들의 발주 타임라인이 대부분 2분기 이후로 이연됐기 때문이다. 당초 제시했던 팰리세이드 SMR, 미국 전기로 제철소, 북정역세권, 파푸아뉴기니 LNG 등 주요 파이프라인은 2분기 중 정상 발주될 것으로 판단한다.

현시점에서 가장 큰 우려 요인은 중동 전쟁 이슈다. 현재 동사의 연결 수주잔고 내 중동 비중은 약 13%, 매출 비중도 20% 내외 이하로 파악되며, 진행 중인 현장 역시 대부분 정상 가동 중인 것으로 보인다.

다만 일부 현장은 호르무즈 해협 물류 영향권에 위치해 있어 원가 부담이 높아질 가능성은 남아 있다. 그럼에도 불구하고 단기 손익 영향은 대체 물류 루트 확보와 예비비 등을 감안할 때 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단한다. 또한 계약상 불가항력 조항을 고려하면, 시공사가 일방적으로 원가 부담을 떠안기보다 발주처와 공기 연장 및 비용 보전 협의를 진행할 수 있는 사안이다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 260,000원으로 상향(+33.3%)

당사는 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하되, 목표주가는 260,000원으로 상향한다. 상향근거는 12M Fwd, BPS에 2010~2014년 LNG 공종 발주 시기 직전 PBR 3.0배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	27,037	28,066	32,728
영업이익	-1,263	653	825	933	1,372
세전이익	-986	647	778	1,071	1,516
지배주주순이익	-169	373	480	699	989
EPS(원)	-1,500	3,320	4,271	6,215	8,798
증가율(%)	-131.5	-321.2	28.7	45.5	41.6
영업이익률(%)	-3.9	2.1	3.1	3.3	4.2
순이익률(%)	-2.3	1.8	2.0	2.9	3.5
ROE(%)	-2.1	4.6	5.7	7.8	10.2
PER	-16.9	21.1	42.0	28.9	20.4
PBR	0.4	1.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	-2.4	9.9	20.3	18.1	12.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 24. 현대건설 원전 프로젝트 파이프라인



자료: 현대건설, IBK투자증권

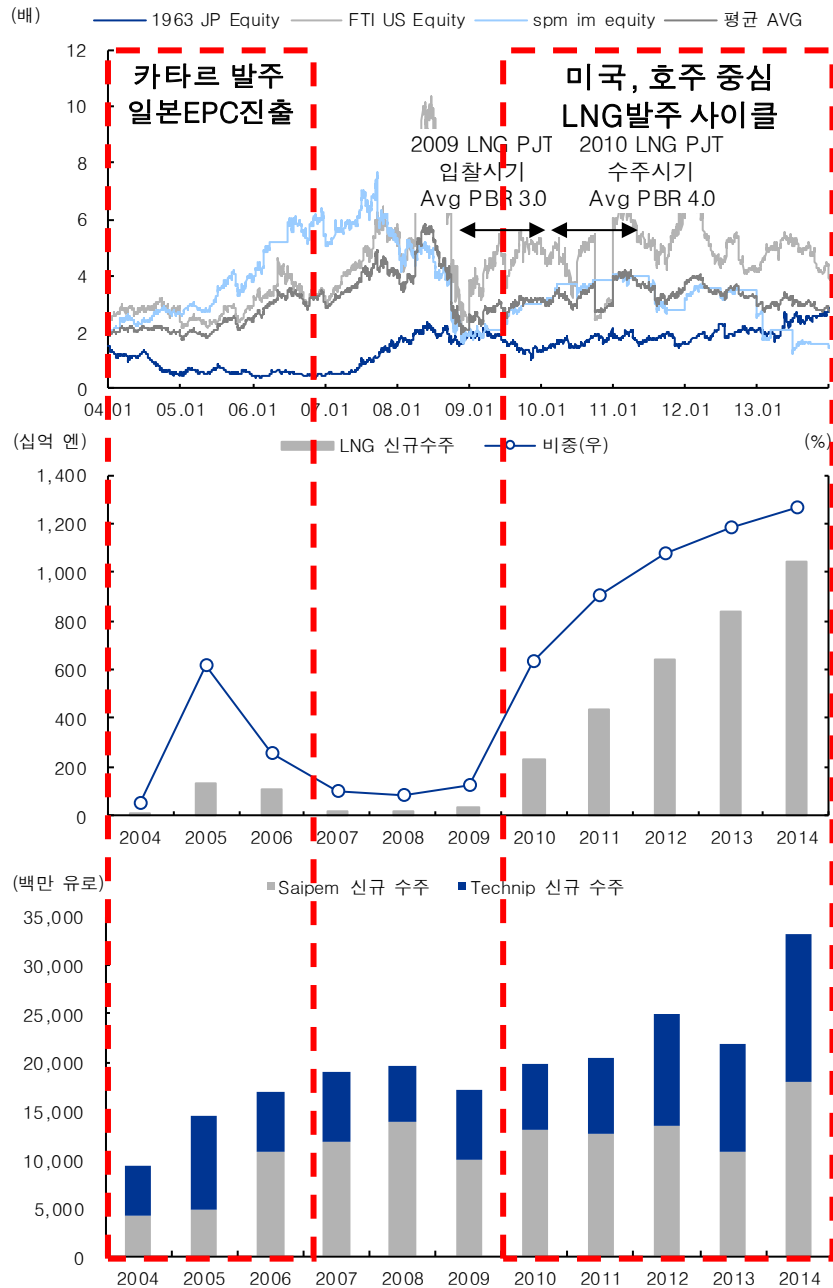
표 4. 현대건설 주요 파이프라인

(단위: 억 원)

구분	파트너	주요 역할	프로젝트 명	용량 (GW)	착공	준공	공사 기간	진행 단계	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
SMR	Holtec	SMR300	펠리세이즈	0.6	2027	2032	6	LWA	2,859	5,739	8,737	11,552	14,486	15,427
대형 원전	WH	AP1000	불가리아 코줄로두이	2.2	2027	2036	10	계약협상	3,006	6,034	9,185	12,144	15,230	16,219
	WH	AP1000	Project Matador	4.4	2027	2036	10	FEED	5,368	10,775	16,402	21,686	27,196	28,962
	WH	AP1000	슬로바키아 보후니체	1.1	2028	2037	10	Study		2,147	4,310	6,561	8,675	10,878
	WH	AP1000	핀란드 Fortum	1.1	2029	2037	10	EWA			2,147	4,310	6,561	8,675
합계									11,233	24,695	40,781	56,253	72,148	64,734

주1: 착공 일자는 해당 연도의 1월 1일 착공 추정  
 주2: 기성품은 UAE 바라카 원전 프로젝트를 준용  
 자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 25. LNG 공중이 본격화된 개화기(2010~2014년)의 밸류에이션 리레이팅 과정에 주목할 필요



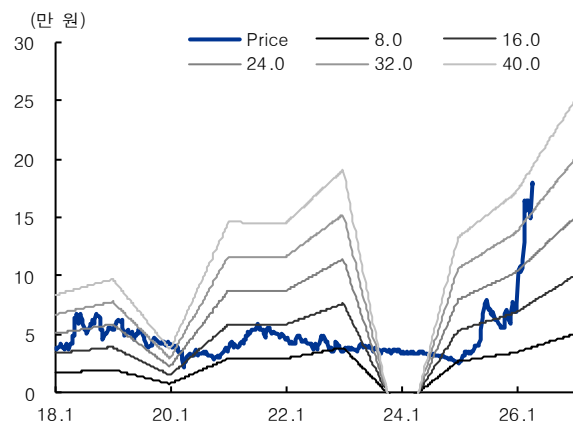
자료: Bloomberg, JGC, Saipem, Technip, IBK투자증권

표 5. 현대건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	86,382	12M Fwd, BPS
Target PBR (배)	3.0	2010~2014년 LNG 공중 발주 시기 직전 주요 LNG EPC Avg PBR 3.0배
적정주가 (원)	259,146	
목표주가 (원)	260,000	
전일종가 (원)	177,000	
상승여력 (%)	46.9	
투자의견	매수	

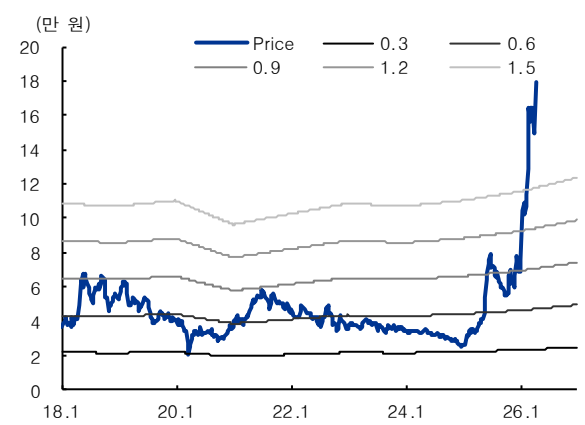
자료: IBK투자증권

그림 26. 현대건설 PER 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 27. 현대건설 PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 6. 현대건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q26E	4Q25	1Q25	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	6,682	8,060	7,456	-17.1	-10.4	6,831	-2.2
영업이익	171	119	214	44.0	-20.0	166	3.1
지배주주순이익	74	115	120	-35.4	-38.6	101	-27.0
OPM	2.6	1.5	2.9	1.1	-0.3	2.4	0.1

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 7. 현대건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,682	6,774	6,742	6,840	31,063	27,037	28,066
YoY (%)	-12.8	-10.4	-5.2	11.2	-10.4	-12.3	-13.9	-15.1	-4.9	-13.0	3.8
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,779	3,958	4,017	4,194	16,512	15,948	17,788
토목	419	421	491	525	452	458	468	472	1,856	1,850	2,143
건축/주택	550	598	842	517	549	603	600	631	2,507	2,383	2,403
플랜트/뉴에너지	1,748	1,805	1,713	1,545	1,481	1,492	1,465	1,544	6,812	5,982	6,971
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,321	2,714	2,671	2,565	2,505	13,897	10,455	9,921
매출원가	6,942	7,252	7,437	7,452	6,254	6,332	6,284	6,346	29,083	25,217	26,097
매출원가율 (%)	93.1	93.9	95.0	92.5	93.6	93.5	93.2	92.8	93.6	93.3	93.0
현대건설	94.6	95.6	95.9	92.2	95.0	94.1	93.9	93.5	94.6	94.1	92.4
토목	91.4	93.9	90.4	99.5	98.3	97.6	97.4	97.0	94.0	97.6	96.3
건축/주택	95.7	94.5	94.9	88.6	93.6	92.6	92.2	91.6	93.6	92.5	92.3
플랜트/뉴에너지	95.5	100.3	101.3	97.4	96.7	96.2	96.2	96.0	98.6	96.3	91.8
현대엔지니어링	92.9	93.1	94.7	93.1	93.3	93.6	93.2	92.9	93.3	93.2	93.2
판관비	300	251	286	490	256	260	237	243	1,327	995	1,035
판관비율 (%)	4.0	3.3	3.7	6.1	3.8	3.8	3.5	3.5	4.3	3.7	3.7
영업이익	214	217	104	119	171	182	221	251	653	825	933
YoY (%)	-14.8	47.3	-9.4	흑전	-19.8	-16.2	113.3	111.4	흑전	26.4	13.1
영업이익률 (%)	2.9	2.8	1.3	1.5	2.6	2.7	3.3	3.7	2.1	3.1	3.3
영업외손익	-8	-17	-20	39	-53	-3	-14	23	-6	-47	137
세전이익	205	200	84	158	119	179	207	274	647	778	1,071
순이익	167	159	68	166	85	134	128	206	559	552	803
YoY (%)	-20.0	8.5	69.0	흑전	-49.2	-15.4	88.0	23.9	흑전	-1.3	45.5
순이익률 (%)	2.2	2.1	0.9	2.1	1.3	2.0	1.9	3.0	1.8	2.0	2.9
지배기업순이익	120	94	44	115	74	117	111	179	373	480	699

자료: 현대건설, IBK투자증권

현대건설 (000720)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	27,037	28,066	32,728
증가율(%)	10.2	-4.9	-13.0	3.8	16.6
매출원가	32,887	29,083	25,217	26,097	30,140
매출총이익	-217	1,980	1,820	1,969	2,588
매출총이익률 (%)	-0.7	6.4	6.7	7.0	7.9
판매비	1,046	1,327	995	1,035	1,217
판매비율(%)	3.2	4.3	3.7	3.7	3.7
영업이익	-1,263	653	825	933	1,372
증가율(%)	-260.9	-151.7	26.4	13.1	46.9
영업이익률(%)	-3.9	2.1	3.1	3.3	4.2
손금용손익	188	56	34	98	144
이자손익	116	78	94	138	144
기타	72	-22	-60	-40	0
기타영업외손익	84	-55	-79	41	0
중속/관계기업손익	6	-7	-2	-1	0
세전이익	-986	647	778	1,071	1,516
법인세	-219	88	227	268	379
법인세율	22.2	13.6	29.2	25.0	25.0
계속사업이익	-766	559	552	803	1,137
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-766	559	552	803	1,137
증가율(%)	-217.1	-173.0	-1.3	45.5	41.6
당기순이익률 (%)	-2.3	1.8	2.0	2.9	3.5
지배주주당기순이익	-169	373	480	699	989
기타포괄이익	76	-47	0	0	0
총포괄이익	-690	512	552	803	1,137
EBITDA	-1,042	854	930	1,023	1,448
증가율(%)	-206.2	-182.0	8.9	10.0	41.6
EBITDA마진율(%)	-3.2	2.7	3.4	3.6	4.4

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,500	3,320	4,271	6,215	8,798
BPS	71,394	73,523	76,993	82,408	90,356
DPS	600	800	800	850	1,000
밸류에이션(배)					
PER	-16.9	21.1	42.0	28.9	20.4
PBR	0.4	1.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	-2.4	9.9	20.3	18.1	12.8
성장성지표(%)					
매출증가율	10.2	-4.9	-13.0	3.8	16.6
EPS증가율	-131.5	-321.2	28.7	45.5	41.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	1.1	0.5	0.6	0.7
ROE	-2.1	4.6	5.7	7.8	10.2
ROA	-3.0	2.0	2.1	3.0	3.9
ROIC	-15.3	11.2	10.6	16.1	21.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	179.3	174.8	145.8	146.4	152.6
순차입금 비율(%)	-21.1	-12.1	-29.9	-31.3	-30.4
이자보상배율(배)	-12.6	5.3	6.2	7.1	10.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9,432.7	8,629.8	11,268.0	12,207.3	12,615.9
재고자산회전율	41.0	40.8	39.2	42.4	43.8
총자산회전율	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	21,101	21,958	21,160	22,859	25,832
현금및현금성자산	5,130	4,813	6,629	7,060	7,408
유가증권	266	364	309	336	392
매출채권	5	3	2	2	3
재고자산	777	747	634	689	804
비유동자산	5,905	5,834	4,835	4,954	5,309
유형자산	1,289	1,225	1,125	1,039	966
무형자산	751	765	761	757	753
투자자산	1,390	1,284	1,174	1,228	1,339
자산총계	27,005	27,792	25,995	27,813	31,141
유동부채	14,664	14,843	12,749	13,773	15,893
매입채무및기타채무	4,039	3,966	3,366	3,660	4,268
단기차입금	745	1,195	1,014	1,102	1,285
유동성장기부채	1,045	1,014	1,014	1,014	1,014
비유동부채	2,672	2,836	2,671	2,752	2,919
사채	928	1,147	1,147	1,147	1,147
장기차입금	598	580	580	580	580
부채총계	17,336	17,679	15,420	16,525	18,812
지배주주지분	8,025	8,265	8,655	9,264	10,157
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	244	210	210	210	210
이익잉여금	6,130	6,403	6,793	7,402	8,296
비지배주주지분	1,644	1,848	1,920	2,024	2,172
자본총계	9,669	10,113	10,575	11,288	12,329
비이자부채	13,979	13,722	11,644	12,660	14,764
총차입금	3,357	3,957	3,776	3,865	4,048
순차입금	-2,039	-1,220	-3,162	-3,531	-3,752

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-119	-748	220	1,175	1,798
당기순이익	-766	559	552	803	1,137
비현금성 비용 및 수익	258	671	151	-48	-67
유형자산감가상각비	211	190	100	85	73
무형자산상각비	10	11	4	4	4
운전자본변동	588	-1,991	-577	282	584
매출채권등의 감소	-1,933	-1,808	0	0	0
재고자산의 감소	43	64	113	-55	-115
매입채무등의 증가	107	435	-601	294	608
기타 영업현금흐름	-199	13	94	138	144
투자활동 현금흐름	212	25	3,299	-1,419	-2,854
유형자산의 증가(CAPEX)	-179	-107	0	0	0
유형자산의 감소	6	20	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-15	-8	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	201	-14	568	-94	-111
기타	199	134	2,731	-1,325	-2,743
재무활동 현금흐름	734	434	-1,702	674	1,404
차입금의 증가(감소)	505	346	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	229	88	-1,702	674	1,404
기타 및 조정	98	-29	0	1	0
현금의 증가	925	-318	1,817	431	348
기초현금	4,206	5,130	4,813	6,629	7,060
기말현금	5,130	4,813	6,629	7,060	7,408

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 36,000원  
현재가 (4/17) 28,700원

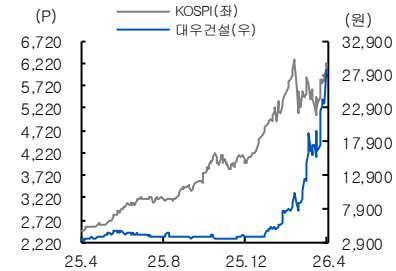
KOSPI (4/17)	6,191.92pt
시가총액	11,793십억원
발행주식수	410,908천주
액면가	5,000원
52주 최고가	28,700원
최저가	3,245원
60일 일평균거래대금	522십억원
외국인 지분율	10.9%
배당수익률 (2026F)	0.0%

주주구성	
중흥토건 외 2 인	51.34%
국민연금공단	5.79%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	116%	379%	253%
절대기준	137%	691%	784%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	36,000	14,500	▲
EPS(26)	752	730	▲
EPS(27)	1,136	1,006	▲

대우건설 상대주가 (%)



## 대우건설 (047040)

### 활공(滑空)

#### Total Energy Provider(Nuclear, LNG)

대우건설의 1Q26 영업실적은 매출액 1.9조 원(YoY-6.6%), 영업이익 1,259억 원(YoY -16.8%)으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 1,203억 원에 부합할 것으로 판단한다. 이는 지난해 4분기에 주요 원가 이슈를 상당 부분 선반영한 이후, 올해부터 수익성이 점진적 정상화 흐름이 나타날 것으로 전망하기 때문이다.

현재 동사의 핵심 투자 포인트는 원전이다. 당면 과제인 체코 원전은 당초 기대보다 계약 시점이 다소 지연되고 있으나, 무리한 저마진 계약을 지양하고 적정 수익성을 확보하려는 움직임으로 판단한다.

체코 외에도 베트남 원전에 대해서는 강한 의지를 갖고 접근하고 있으며, 미국 역시 팀코리아 형태의 참여 가능성을 열어두고 있다. 그러므로 동사의 원전 파이프라인은 기대 대비 확장성이 더 넓게 형성되어 있다고 판단한다.

가스 부문도 함께 주목할 필요가 있다. 동사는 LNG 액화 및 가스 처리 설비 주관사 수행 경험을 보유하고 있으며, 나이지리아·모잠비크·파푸아 뉴기니 등 기존 사업 파이프라인도 이어지고 있다. 향후 호르무즈 해협 봉쇄 가능성이나 카타르 라스라판 차질 등으로 글로벌 LNG 공급망 불안이 부각될 경우, 각국의 공급선 다변화 수요는 더욱 확대될 가능성이 높다. 이러한 환경에서는 LNG 프로젝트 수행 경험을 보유한 업체의 전략적 가치가 높아질 수밖에 없으며, 그 관점에서 동사의 LNG 수행 레코드 역시 재평가될 시점이라고 판단한다.

#### 목표주가 14,500원에서 36,000원으로 상향 (+148.3%)

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 36,500원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd. BPS에 Target P/B 4.0배를 적용한 값이다. 현재 시점은 2010~2014년 LNG 사이클과 유사한 시기로 판단하고, 체코 원전 계약이 연내 체결될 예정인 점을 고려하였다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,504	8,055	7,979	8,548	9,817
영업이익	403	-815	543	687	852
세전이익	358	-1,209	419	638	768
지배주주순이익	234	-912	310	467	563
EPS(원)	563	-2,195	752	1,136	1,370
증가율(%)	-54.3	-489.7	-134.3	51.0	20.6
영업이익률(%)	3.8	-10.1	6.8	8.0	8.7
순이익률(%)	2.3	-11.4	3.9	5.6	5.9
ROE(%)	5.6	-23.9	8.9	12.1	12.8
PER	5.5	-1.7	38.0	25.2	20.9
PBR	0.3	0.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	6.3	-4.9	22.7	18.4	15.4

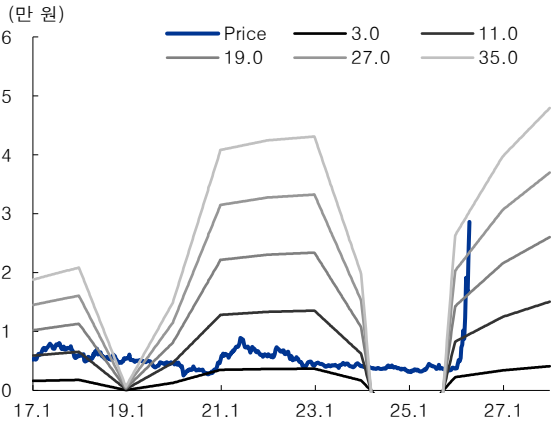
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 8. 대우건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	9,028	12M Fwd. BPS
Target PBR (배)	4.0	
적정주가 (원)	36,112	
목표주가 (원)	36,000	
전일증가 (원)	28,700	
상승여력 (%)	25.4	
투자의견	매수	

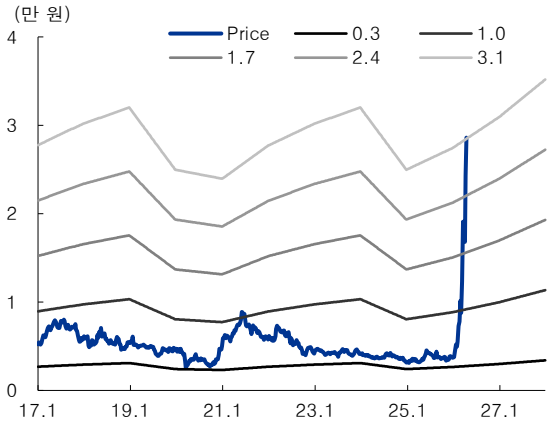
자료: IBK투자증권 추정

그림 28. 대우건설 PER 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 29. 대우건설 PBR 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 9. 대우건설 파이프라인

공종	프로젝트 명	3Q25 (변경 전)		4Q25 (변경 후)	
		금액	수주예상시기	금액	수주예상시기
원전	체코 두코바니 원전		4Q25	미정	1H26
LNG	파푸아뉴기니 LNG CPF		2026	미정	2027
LNG	나이지리아 Indorama		2026	미정	2027
인프라	이라크 AI-Faw항 해군기지	2.2조 원	4Q25	미정	2028
인프라	이라크 공군기지	1.0조 원	2026	비정	3Q26
				3조 원	3Q26
				미정	4Q26
				미정	4Q26
인프라	이라크 AI-Faw항 해군기지	2.2조 원	4Q25		

주: 음영 표시는 신규  
자료: 대우건설, IBK투자증권

표 10. 대우건설 주요 파이프라인

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

주1: 착공 일자는 해당 연도의 1월 1일 착공 추정, 주2: 기성률은 UAE 바라카 원전 프로젝트를 준용, 자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

표 11. 대우건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q26E	4Q25	1Q25	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,940	1,714	2,077	13.2	-6.6	1,950	-0.5
영업이익	126	-1,106	151	-111.4	-16.8	120	4.7
지배주주순이익	72	-872	56	-108.3	28.7	74	-2.6
OPM	6.5	-64.5	7.3	71.0	-0.8	6.2	0.3

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 12. 대우건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,077	2,273	1,991	1,714	1,940	1,982	1,979	2,077	8,055	7,979	8,548
YoY (%)	-16.5	-19.4	-21.9	-35.2	-6.6	-12.8	-0.6	21.2	-23.3	-0.9	7.1
매출액(별도)	2,024	2,162	1,950	1,618	1,865	1,907	1,904	2,002	7,754	7,679	8,148
토목	415	427	409	153	371	381	372	381	1,404	1,505	1,598
주택건축	1,382	1,476	1,322	1,329	1,278	1,298	1,317	1,377	5,508	5,269	5,333
플랜트	227	259	220	136	216	229	215	244	841	904	1,218
연결 및 기타	53	112	40	96	75	75	75	75	301	300	400
매출원가	1,826	2,025	1,817	2,148	1,708	1,741	1,724	1,799	7,816	6,973	7,365
YoY (%)	-19.6	-20.5	-23.6	-9.7	-6.5	-14.0	-5.1	-16.2	-18.4	-10.8	5.6
매출원가율 (%)	87.9	89.1	91.3	125.3	88.0	87.8	87.1	86.6	97.0	87.4	86.2
토목	91.3	103.0	105.6	426.2	98.0	98.0	94.0	93.1	135.5	95.8	91.5
주택건축	89.2	88.1	88.5	88.0	87.0	87.0	87.0	87.0	88.4	87.0	87.0
플랜트	77.4	81.3	84.2	209.3	81.0	80.9	82.3	80.2	101.7	81.1	81.1
연결 및 기타	74.4	67.7	77.1	43.2	76.0	72.0	69.0	68.0	62.3	71.3	69.1
판관비	99	166	117	672	107	111	113	133	1,054	463	495
판관비율(%)	4.8	7.3	5.9	39.2	5.5	5.6	5.7	6.4	13.1	5.8	5.8
영업이익	151	82	57	-1,106	126	130	142	145	-815	543	687
YoY (%)	31.8	-21.6	-9.2	적전	-16.8	58.2	151.3	흑전	적전	흑전	26.7
영업이익률(%)	7.3	3.6	2.8	-64.5	6.5	6.6	7.2	7.0	-10.1	6.8	8.0
순이익	58	-43	-53	-878	73	87	95	60	-916	315	478
YoY (%)	-36.7	적전	적전	적전	25.4	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	52.1
순이익률(%)	2.8	-1.9	-2.7	-51.2	3.7	4.4	4.8	2.9	-11.4	3.9	5.6
지배주주 순이익	56	-43	-53	-872	72	87	94	56	-912	310	467

자료: 대우건설, IBK투자증권

대우건설 (047040)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,504	8,055	7,979	8,548	9,817
증가율(%)	-9.8	-23.3	-0.9	7.1	14.9
매출원가	9,576	7,816	6,973	7,365	8,397
매출총이익	928	238	1,006	1,183	1,420
매출총이익률 (%)	8.8	3.0	12.6	13.8	14.5
판매비	524	1,054	463	495	569
판매비율(%)	5.0	13.1	5.8	5.8	5.8
영업이익	403	-815	543	687	852
증가율(%)	-39.2	-302.3	-166.6	26.7	23.9
영업이익률(%)	3.8	-10.1	6.8	8.0	8.7
손금용손익	-57	-59	-17	-45	-44
이자손익	-57	-59	-50	-45	-44
기타	0	0	33	0	0
기타영업외손익	12	-289	-134	-4	-40
중속/관계기업손익	0	-46	28	0	0
세전이익	358	-1,209	419	638	768
법인세	116	-293	105	159	192
법인세율	32.4	24.2	25.1	24.9	25.0
계속사업이익	243	-916	315	478	576
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	-916	315	478	576
증가율(%)	-53.4	-477.2	-134.3	52.1	20.4
당기순이익률 (%)	2.3	-11.4	3.9	5.6	5.9
지배주주당기순이익	234	-912	310	467	563
기타포괄이익	-4	-32	0	0	0
총포괄이익	239	-948	315	478	576
EBITDA	526	-701	612	744	897
증가율(%)	-33.4	-233.3	-187.4	21.4	20.6
EBITDA마진율(%)	5.0	-8.7	7.7	8.7	9.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	563	-2,195	752	1,136	1,370
BPS	10,325	8,055	8,844	9,979	11,349
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	5.5	-1.7	38.0	25.2	20.9
PBR	0.3	0.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	6.3	-4.9	22.7	18.4	15.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.8	-23.3	-0.9	7.1	14.9
EPS증가율	-54.3	-489.7	-134.3	51.0	20.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	5.6	-23.9	8.9	12.1	12.8
ROA	2.0	-7.0	2.2	3.1	3.4
ROIC	6.3	-21.8	7.7	10.6	11.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	192.1	284.5	297.6	274.7	266.5
순차입금 비율(%)	45.8	50.2	53.7	41.9	39.9
이자보상배율(배)	2.5	-4.5	2.7	3.4	4.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.5	3.0	2.7	2.6	2.7
재고자산회전율	5.8	3.7	3.0	2.8	2.9
총자산회전율	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,589	9,923	11,292	12,113	13,491
현금및현금성자산	1,162	1,829	1,538	1,777	1,620
유가증권	770	435	527	558	641
매출채권	2,777	2,682	3,250	3,444	3,956
재고자산	1,945	2,428	2,942	3,117	3,580
비유동자산	3,070	3,436	3,679	3,787	4,176
유형자산	380	452	389	339	299
무형자산	63	64	57	51	46
투자자산	1,009	1,189	1,340	1,392	1,528
자산총계	12,658	13,359	14,971	15,900	17,666
유동부채	4,544	5,111	6,069	6,396	7,259
매입채무및기타채무	250	279	338	358	412
단기차입금	659	366	444	470	540
유동성장기부채	542	586	586	586	586
비유동부채	3,780	4,773	5,136	5,260	5,588
사채	306	653	653	653	653
장기차입금	2,164	2,126	2,126	2,126	2,126
부채총계	8,324	9,884	11,205	11,656	12,847
지배주주지분	4,291	3,348	3,634	4,101	4,663
자본금	2,078	2,078	2,055	2,055	2,055
자본잉여금	562	562	562	562	562
자본조정등	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄이익누계액	-433	-471	-471	-471	-471
이익잉여금	2,183	1,277	1,587	2,054	2,616
비지배주주지분	43	127	132	143	156
자본총계	4,334	3,475	3,766	4,244	4,820
비이자부채	4405	5875	7119	7543	8665
총차입금	3,919	4,009	4,086	4,113	4,182
순차입금	1,987	1,745	2,022	1,777	1,922

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-1,284	463	-395	248	-107
당기순이익	243	-916	315	478	576
비현금성 비용 및 수익	461	987	193	106	129
유형자산감가상각비	114	106	63	50	40
무형자산상각비	8	8	7	6	6
운전자본변동	-1,873	591	-853	-291	-768
매출채권등의 감소	-998	-542	-568	-194	-512
재고자산의 감소	-119	60	-514	-175	-463
매입채무등의 증가	-74	29	59	20	53
기타 영업현금흐름	-115	-199	-50	-45	-44
투자활동 현금흐름	104	172	-850	-363	-958
유형자산의 증가(CAPEX)	-38	-100	0	0	0
유형자산의 감소	2	11	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-10	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	172	-113	18	-52	-136
기타	-26	384	-868	-311	-822
재무활동 현금흐름	1,170	57	954	354	906
차입금의 증가(감소)	1,195	21	0	0	0
자본의 증가	0	0	-24	0	0
기타	-25	36	978	354	906
기타 및 조정	190	-25	0	0	1
현금의 증가	180	667	-291	239	-158
기초현금	982	1,162	1,829	1,538	1,777
기말현금	1,162	1,829	1,538	1,777	1,620

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 63,400원  
현재가 (4/17) 39,000원

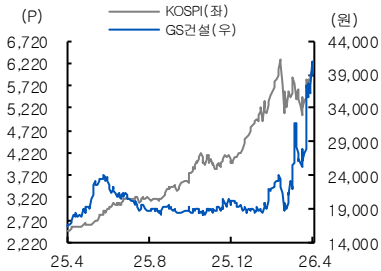
KOSPI (4/17)	6,191.92pt
시가총액	3,338십억원
발행주식수	85,581천주
액면가	5,000원
52주 최고가	41,000원
최저가	16,440원
60일 일평균거래대금	73십억원
외국인 지분율	16.4%
배당수익률 (2026F)	2.3%

주주구성	
허창수 외 14 인	23.02%
국민연금공단	6.93%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	61%	29%	-5%
절대기준	77%	114%	137%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	63,400	26,000	▲
EPS(26)	4,485	3,200	▲
EPS(27)	5,204	3,223	▲

GS건설 상대주가 (%)



# GS건설 (006360)

## 원전 시공 레퍼런스 보유

### 안정적인 실적과 분양

GS건설의 1Q26 영업실적은 매출액 2.8조 원(YoY -8.3%), 영업이익 1,173억 원(YoY +66.6%)으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 1,104억 원에 부합할 것으로 판단한다.

1분기 실적에서 시장이 가장 우려했던 변수는 중동 분쟁에 따른 원가 상승과 현장 차질이었으나, 현재까지 확인된 영향은 미미할 것으로 판단한다. 그 이유는 2~3분기까지 주요 자재 상당 부분 선매입이 이뤄져 있어 단기 원가 부담은 크지 않았고, 레미콘 수급 역시 모니터링 대상이 아닌 아직 실질적인 마진 훼손으로 이어지진 않은 것으로 추정하였다.

주택 부문은 상반기 분양 집중 효과가 점차 확인될 전망이다. 회사는 올해 약 1.4만 세대 분양을 계획하고 있으며, 1분기에만 4,429세대를 공급했다. 4월에는 서울 노량진과 대전 등 주요 현장이 추가로 예정되어 있어 상반기 중 1만 세대 이상 분양이 집중될 가능성이 높다.

### 중장기 밸류에이션 상황 요인: 원전

동사는 신월성 1·2호기와 신한울 1·2호기에서 비주관사로 참여한 경험을 보유하고 있으며, 현재는 수출형 연구로와 대형원전 개념설계 업무도 수행 중이다. 해당 경험을 바탕으로 향후 팀코리아가 참여하는 해외 원전 입찰 프로젝트들에서도 동사가 함께 참여할 가능성은 충분하다고 판단한다. 현재 원전 및 SMR 관련 인력도 약 100명 수준을 보유한 것으로 파악된다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 63,400원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 63,400원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd. BPS 63,446원에 Target P/B 1.0배를 적용한 값이다. 동사는 원전 프로젝트 참여 가능성을 고려했을 때, 밸류에이션 재평가를 기대한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,530	12,034	13,231
영업이익	286	438	493	594	671
세전이익	442	147	620	719	641
지배주주순이익	246	94	384	445	397
EPS(원)	2,869	1,093	4,485	5,204	4,640
증가율(%)	-151.0	-61.9	310.5	16.0	-10.8
영업이익률(%)	2.2	3.5	4.3	4.9	5.1
순이익률(%)	2.1	0.7	3.9	4.3	3.5
ROE(%)	5.6	2.0	7.6	8.1	6.7
PER	6.0	18.0	8.8	7.6	8.5
PBR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.3	7.8	7.0	6.9	6.3

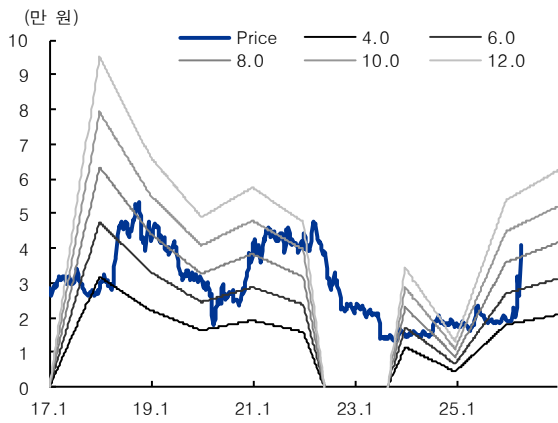
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 13. GS건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	63,446	12M Fwd. BPS
Target PBR (배)	1.0	12M Fwd. ROE 7.7%, COE 10.2%, 영구성장률 1% 가정의 할증
적정주가 (원)	63,446	
목표주가 (원)	63,400	
전일종가 (원)	39,000	
상승여력 (%)	62.6	
투자 의견	매수	

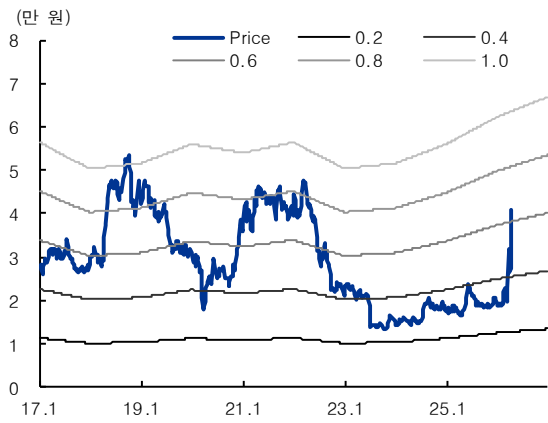
자료: GS건설, IBK투자증권

그림 30. GS건설 PER 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 31. GS건설 PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 14. GS건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q26E	4Q25	1Q25	QoQ	YoY	컨센서스	차/01
매출액	2,808	2,983	3,063	-5.9	-8.3	2,763	1.6
영업이익	117	57	70	105.6	66.6	110	6.0
지배주주순이익	112	38	28	195.4	294.8	67	66.9
OPM	4.2	1.9	2.3	2.3	1.9	4.0	0.2

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 15. GS건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,063	3,196	3,208	2,983	2,808	2,887	2,877	2,958	12,450	11,530	12,034
YoY (%)	-0.3	-3.1	3.2	-11.9	-8.3	-9.7	-10.3	-0.8	-3.2	-7.4	4.4
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,667	1,710	1,693	1,733	7,787	6,803	7,856
신사업	395	371	619	395	386	393	400	406	1,779	1,585	1,205
플랜트	284	341	340	356	389	440	455	493	1,320	1,778	1,610
인프라	346	311	381	424	341	318	304	301	1,462	1,263	1,262
매출원가	2,772	2,897	2,819	2,617	2,472	2,558	2,554	2,618	11,105	10,202	10,554
YoY (%)	-0.8	-4.2	-1.2	-15.0	-10.8	-11.7	-9.4	0.0	-5.5	-8.1	3.5
매출원가율 (%)	90.5	90.7	87.9	87.7	88.0	88.6	88.8	88.5	89.2	88.5	87.7
건축/주택	90.5	83.1	88.2	82.7	86.9	88.0	88.5	88.0	86.1	87.9	87.3
신사업	90.6	111.4	81.0	107.8	86.0	86.0	86.0	86.0	95.4	86.0	86.0
플랜트	97.6	98.9	90.8	85.5	91.0	90.5	90.0	90.0	92.9	90.3	89.0
인프라	85.2	107.2	93.8	91.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.8	93.0	91.0
판관비	221	137	240	309	219	202	207	207	907	835	886
판관비율(%)	7.2	4.3	7.5	10.4	7.8	7.0	7.2	7.0	7.3	7.2	7.4
영업이익	70	162	148	57	117	127	115	133	438	493	594
YoY (%)	-0.2	73.5	81.5	41.5	66.6	-21.5	-22.3	134.0	53.0	12.6	20.6
영업이익률(%)	2.3	5.1	4.6	1.9	4.2	4.4	4.0	4.5	3.5	4.3	4.9
순이익	14	-87	122	45	130	67	132	117	93	446	518
YoY (%)	-90.1	적전	1.0	흑전	847.2	흑전	8.5	161.4	-64.6	377.8	16.0
순이익률(%)	0.4	-2.7	3.8	1.5	4.6	2.3	4.6	3.9	0.8	3.9	4.3
지배주주 순이익	28	-63	90	38	112	58	114	100	94	384	445

자료: GS건설, IBK투자증권

GS건설 (006360)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,530	12,034	13,231
증가율(%)	-4.3	-3.2	-7.4	4.4	9.9
매출원가	11,750	11,105	10,202	10,554	11,676
매출총이익	1,114	1,345	1,328	1,480	1,555
매출총이익률 (%)	8.7	10.8	11.5	12.3	11.8
판매비	828	907	835	886	884
판매비율(%)	6.4	7.3	7.2	7.4	6.7
영업이익	286	438	493	594	671
증가율(%)	-173.7	53.1	12.6	20.6	12.9
영업이익률(%)	2.2	3.5	4.3	4.9	5.1
순금융손익	-221	-217	-179	-26	-30
이자손익	-142	-136	-96	-74	-30
기타	-79	-81	-83	48	0
기타영업외손익	384	-83	308	151	0
중속/관계기업손익	-7	10	-2	0	0
세전이익	442	147	620	719	641
법인세	178	54	174	201	180
법인세율	40.3	36.7	28.1	28.0	28.1
계속사업이익	264	93	446	518	462
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	93	446	518	462
증가율(%)	-162.9	-64.6	377.8	16.0	-10.8
당기순이익률 (%)	2.1	0.7	3.9	4.3	3.5
지배주주당기순이익	246	94	384	445	397
기타포괄이익	-64	127	0	0	0
총포괄이익	200	220	446	518	462
EBITDA	495	675	665	743	801
증가율(%)	-354.3	36.5	-1.6	11.8	7.7
EBITDA마진율(%)	3.8	5.4	5.8	6.2	6.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,869	1,093	4,485	5,204	4,640
BPS	51,578	56,005	62,293	66,902	70,897
DPS	300	500	600	650	700
밸류에이션(배)					
PER	6.0	18.0	8.8	7.6	8.5
PBR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.3	7.8	7.0	6.9	6.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.3	-3.2	-7.4	4.4	9.9
EPS증가율	-151.0	-61.9	310.5	16.0	-10.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.5	2.3	2.5	2.7
ROE	5.6	2.0	7.6	8.1	6.7
ROA	1.5	0.5	2.4	2.5	2.1
ROIC	7.9	3.0	17.7	22.3	21.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	250.0	234.2	210.2	229.8	230.3
순차입금 비율(%)	67.0	51.2	7.7	13.0	10.8
이자보상배율(배)	0.9	1.3	1.4	1.8	2.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	318.2	356.5	185.5	168.9	156.4
재고자산회전율	9.8	10.2	10.0	9.1	8.4
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,667	9,074	11,379	12,954	13,901
현금및현금성자산	2,083	3,016	5,372	5,130	5,299
유가증권	477	503	499	650	714
매출채권	7	62	62	81	89
재고자산	1,280	1,163	1,154	1,502	1,652
비유동자산	9,137	9,386	7,618	8,782	9,214
유형자산	2,639	1,626	1,484	1,363	1,260
무형자산	1,064	1,191	1,161	1,133	1,106
투자자산	3,032	3,260	3,238	4,026	4,364
자산총계	17,803	18,460	18,997	21,736	23,116
유동부채	9,032	7,832	7,776	9,772	10,626
매입채무및기타채무	1,638	1,290	1,280	1,667	1,832
단기차입금	1,131	991	983	1,280	1,407
유동성장기부채	1,997	1,178	1,178	1,178	1,178
비유동부채	3,684	5,104	5,096	5,373	5,492
사채	352	439	439	439	439
장기차입금	2,152	3,461	3,461	3,461	3,461
부채총계	12,716	12,936	12,873	15,145	16,118
지배주주지분	4,414	4,793	5,331	5,726	6,068
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
자본조정등	-98	98	98	98	98
기타포괄이익누계액	-106	2	2	2	2
이익잉여금	3,266	3,342	3,683	4,078	4,420
비지배주주지분	673	731	793	866	930
자본총계	5,087	5,524	6,124	6,591	6,998
비이자부채	6745	6586	6531	8506	9352
총차입금	5,971	6,350	6,342	6,639	6,766
순차입금	3,410	2,831	471	859	753

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	268	592	391	606	650
당기순이익	264	93	446	518	462
비현금성 비용 및 수익	608	882	45	24	159
유형자산감가상각비	181	207	142	121	103
무형자산상각비	28	31	30	28	27
운전자본변동	-367	-114	-4	137	59
매출채권등의 감소	303	184	1	-19	-8
재고자산의 감소	189	169	10	-349	-149
매입채무등의 증가	-93	-339	-11	387	166
기타 영업현금흐름	-237	-269	-96	-73	-30
투자활동 현금흐름	-549	-247	1,636	-2,729	-1,169
유형자산의 증가(CAPEX)	-416	-226	0	0	0
유형자산의 감소	48	7	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-109	-67	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	90	-126	1,582	-788	-338
기타	-162	165	54	-1941	-831
재무활동 현금흐름	77	574	329	1,882	688
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	77	574	329	1882	688
기타 및 조정	42	14	0	-1	0
현금의 증가	-162	933	2,356	-242	169
기초현금	2,245	2,083	3,016	5,372	5,130
기말현금	2,083	3,016	5,372	5,130	5,299

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 131,000원  
현재가 (4/17) 97,700원

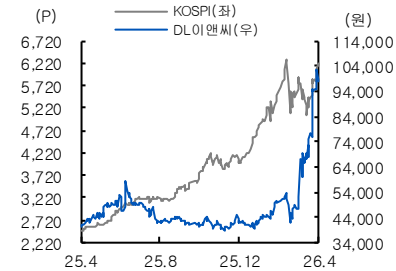
KOSPI (4/17)	6,191.92pt
시가총액	3,973십억원
발행주식수	42,919천주
액면가	5,000원
52주 최고가	102,500원
최저가	38,700원
60일 일평균거래대금	80십억원
외국인 지분율	15.9%
배당수익률 (2026F)	1.5%

주주구성	
DL 외 7 인	24.82%
국민연금공단	8.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	88%	46%	-3%
절대기준	107%	141%	143%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	131,000	58,000	▲
EPS(26)	7,391	7,595	▼
EPS(27)	8,522	8,530	▼

DL이앤씨 상대주가 (%)



## DL이앤씨 (375500)

### 튼튼한 재무구조 위에 올린 SMR 특화 전략 부각

#### 주택 중심 안정적인 수익성 기대

DL이앤씨의 1Q26 영업실적은 매출액 1.7조 원(YoY -4.4%), 영업이익 1,073억 원(YoY +32.5%)으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 1,063억 원을 부합한 것으로 판단한다.

수익성은 전분기에 이어 긍정적인 흐름을 이어갈 것으로 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 주택 원가율이 전년대비 개선되는 흐름을 이어가고 있고, 신규 착공 현장들의 믹스가 안정적으로 반영되면서 전사 마진 방어에 기여할 가능성이 높기 때문이다. 다만, 플랜트 부문은 사한 관련 비용 부담으로 1분기 수익성이 상대적으로 부진할 수 있으나, 주택 부문의 마진 개선이 이를 상당 부분 상쇄할 전망이다.

#### X-Energy와 함께할 글로벌 성장전략

X-Energy가 확보한 프로젝트는 총 11GW로, 북미 5.1GW와 영국 6GW가 핵심 축이다. 여기에 상장 과정에서 추가 프로젝트 공개 가능성까지 감안하면, 동사가 접근 가능한 잠재 파이프라인은 확장될 여지가 있다.

특히 Cascade 프로젝트는 순항 중이며, 향후 발주될 프로젝트의 수주 기회도 남아 있다는 점에서 실질적인 사업 연계 가능성을 기대한다. 아울러 X-Energy 상장 시점에는 보유 지분에 대한 평가이익이 추가로 반영될 가능성도 있어, 회계상 단기 이익이 동시에 부각될 수 있는 구조로 판단한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 131,000원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 131,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd. BPS 130,819원에 Target P/B 1.0배를 적용한 값이다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318	7,402	6,809	7,827	8,462
영업이익	271	387	494	529	604
세전이익	354	117	429	494	568
지배주주순이익	229	370	317	366	421
EPS(원)	5,348	8,625	7,391	8,522	9,798
증가율(%)	22.2	61.3	-14.3	15.3	15.0
영업이익률(%)	3.3	5.2	7.3	6.8	7.1
순이익률(%)	2.8	5.0	4.7	4.7	5.0
ROE(%)	4.8	7.3	5.9	6.4	7.0
PER	6.0	4.8	13.4	11.6	10.1
PBR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	1.0	1.5	4.2	4.9	4.2

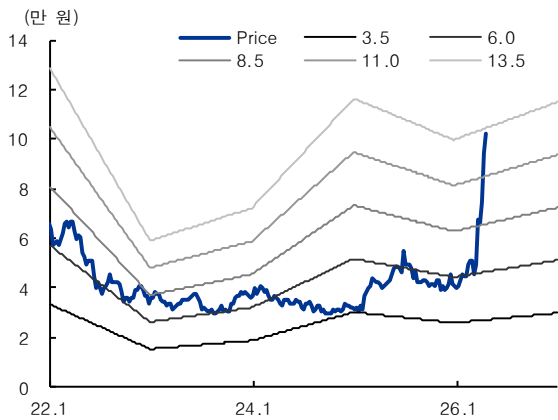
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 16. DL이앤씨 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	130,819	12M Fwd. BPS
Target PBR (배)	1.0	12 Fwd. ROE 7.3%, COE 9.8%, 영구성장률 1% 가정의 할증
적정주가 (원)	130,819	
목표주가 (원)	131,000	
전일종가 (원)	97,700	
상승여력 (%)	34.1	
투자의견	매수	

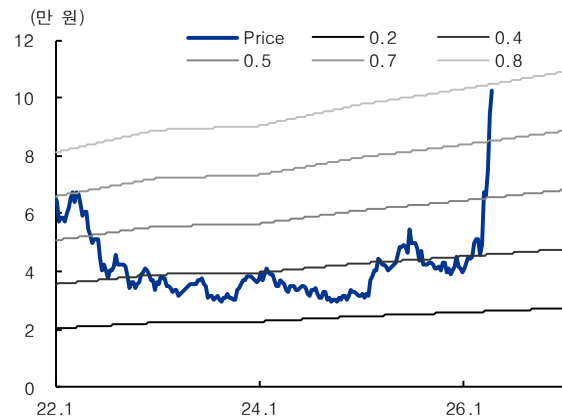
자료: IBK투자증권

그림 32. DL이앤씨 PER 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 33. DL이앤씨 PBR 밴드차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 17. DL이앤씨 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q26E	4Q25	1Q25	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,695	1,696	1,808	0.0	-6.3	1,659	2.2
영업이익	107	63	81	69.8	32.1	106	0.7
지배주주순이익	52	205	30	-74.7	71.9	95	-45.0
OPM	6.3	3.7	4.5	2.6	1.8	6.4	-0.1

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 18. DL이앤씨 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>1,808</b>	<b>1,991</b>	<b>1,907</b>	<b>1,696</b>	<b>1,695</b>	<b>1,735</b>	<b>1,660</b>	<b>1,719</b>	<b>7,402</b>	<b>6,809</b>	<b>7,827</b>
YoY (%)	-4.4	-3.8	-0.6	-30.5	-6.2	-12.9	-12.9	1.4	-11.0	-8.0	14.9
E&C(별도+해외)	1,347	1,557	1,536	1,320	1,311	1,339	1,260	1,333	5,759	5,243	6,343
주택	574	659	686	618	621	697	671	728	2,537	2,717	3,636
토목	193	190	152	210	191	182	208	216	744	797	998
플랜트	578	707	699	492	498	460	380	389	2,476	1,727	1,706
DL건설	467	438	369	380	389	401	406	391	1,653	1,586	1,504
매출원가	1,615	1,738	1,650	1,499	1,476	1,499	1,422	1,463	6,502	5,860	6,803
YoY (%)	-5.5	-8.7	-3.4	-30.3	-8.6	-13.7	-13.8	-2.4	-13.0	-9.9	16.1
매출원가율 (%)	89.3	87.3	86.5	88.4	87.1	86.4	85.7	85.1	87.8	86.1	86.9
E&C(별도+해외)	89.5	86.6	86.9	89.5	86.9	86.3	85.1	84.6	88.0	85.7	86.8
주택	90.7	87.2	82.6	82.9	83.0	83.2	82.8	82.6	85.7	82.9	84.8
토목	89.8	91.2	109.5	88.0	89.1	89.2	89.0	88.0	93.7	88.8	92.1
플랜트	88.4	84.8	85.9	98.6	91.0	90.0	87.0	86.5	88.7	88.8	87.8
DL건설	89.0	89.8	86.1	84.4	86.4	85.5	86.3	85.6	87.5	86.0	86.4
판관비	112	128	140	134	112	115	110	120	513	456	494
YoY (%)	-6.6	-5.5	10.4	-30.8	0.0	-10.0	-21.6	-10.7	-10.7	-11.2	8.3
판관비율(%)	6.2	6.4	7.3	7.9	6.6	6.6	6.6	7.0	6.9	6.7	6.3
<b>영업이익</b>	<b>81</b>	<b>126</b>	<b>117</b>	<b>63</b>	<b>107</b>	<b>121</b>	<b>129</b>	<b>137</b>	<b>387</b>	<b>494</b>	<b>529</b>
YoY (%)	33.0	287.5	40.1	-33.1	32.5	-4.2	10.2	117.0	42.8	27.6	7.2
영업이익률(%)	4.5	6.3	6.1	3.7	6.3	7.0	7.7	8.0	5.2	6.8	7.8
순이익	30	8	126	205	52	84	113	68	370	317	366
YoY (%)	16.4	-79.6	179.0	75.0	71.6	912.2	-10.3	-66.8	61.5	-14.3	15.3
순이익률(%)	1.7	0.4	6.6	12.1	3.1	4.8	6.8	4.0	5.0	4.7	4.7
<b>지배주주 순이익</b>	<b>30</b>	<b>8</b>	<b>126</b>	<b>205</b>	<b>52</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>68</b>	<b>370</b>	<b>317</b>	<b>366</b>

자료: DL이앤씨, IBK투자증권

DL이앤씨 (375500)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318	7,402	6,809	7,827	8,462
증가율(%)	4.1	-11.0	-8.0	14.9	8.1
매출원가	7,473	6,502	5,860	6,803	7,365
매출총이익	846	900	950	1,023	1,097
매출총이익률 (%)	10.2	12.2	14.0	13.1	13.0
판매비	575	513	456	494	494
판매비율(%)	6.9	6.9	6.7	6.3	5.8
영업이익	271	387	494	529	604
증가율(%)	-18.1	42.8	27.6	7.2	14.1
영업이익률(%)	3.3	5.2	7.3	6.8	7.1
순금융손익	136	14	-12	34	68
이자손익	52	66	46	54	48
기타	84	-52	-58	-20	20
기타영업외손익	-45	-285	-73	-71	-109
중속/관계기업손익	-8	2	20	2	5
세전이익	354	117	429	494	568
법인세	125	-253	111	129	148
법인세율	35.3	-216.2	25.9	26.1	26.1
계속사업이익	229	370	317	366	421
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	370	317	366	421
증가율(%)	13.4	61.5	-14.3	15.3	15.0
당기순이익률 (%)	2.8	5.0	4.7	4.7	5.0
지배주주당기순이익	229	370	317	366	421
기타포괄이익	-111	86	0	0	0
총포괄이익	118	456	317	366	421
EBITDA	356	461	516	541	611
증가율(%)	-15.0	29.7	11.9	4.9	12.8
EBITDA마진율(%)	4.3	6.2	7.6	6.9	7.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,348	8,625	7,391	8,522	9,798
BPS	112,902	122,184	128,710	136,291	145,051
DPS	540	890	1,000	1,100	1,300
밸류에이션(배)					
PER	6.0	4.8	13.4	11.6	10.1
PBR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	1.0	1.5	4.2	4.9	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	-11.0	-8.0	14.9	8.1
EPS증가율	22.2	61.3	-14.3	15.3	15.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.2	1.5	1.7	2.0
ROE	4.8	7.3	5.9	6.4	7.0
ROA	2.4	3.8	3.2	3.4	3.6
ROIC	70.7	122.6	95.3	102.0	103.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	100.4	84.4	81.0	94.2	94.6
순차입금 비율(%)	-20.0	-19.3	-33.4	-23.3	-23.3
이자보상배율(배)	5.3	8.7	15.9	17.2	19.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.8	7.1	6.5	6.5	6.0
재고자산회전율	8.9	8.2	7.6	7.6	7.0
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	6,006	5,635	6,496	7,107	7,588
현금및현금성자산	1,864	1,844	2,675	2,181	2,263
유가증권	207	209	212	273	295
매출채권	1,041	1,040	1,055	1,359	1,470
재고자산	921	886	898	1,158	1,252
비유동자산	3,707	4,035	3,501	4,255	4,525
유형자산	36	42	24	15	11
무형자산	29	21	17	14	11
투자자산	1,433	1,484	1,493	1,690	1,761
자산총계	9,712	9,669	9,998	11,362	12,114
유동부채	3,855	3,727	3,772	4,759	5,116
매입채무및기타채무	1,054	754	764	985	1,065
단기차입금	160	160	162	209	226
유동성장기부채	70	359	359	359	359
비유동부채	1,012	699	701	753	772
사채	419	175	175	175	175
장기차입금	428	269	269	269	269
부채총계	4,867	4,425	4,474	5,512	5,888
지배주주지분	4,846	5,244	5,524	5,850	6,226
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
자본조정등	-16	-51	-51	-51	-51
기타포괄이익누계액	-274	-188	-188	-188	-188
이익잉여금	1,076	1,423	1,703	2,029	2,405
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,846	5,244	5,524	5,850	6,226
비이자부채	3766	3384	3431	4422	4781
총차입금	1,101	1,041	1,043	1,090	1,107
순차입금	-970	-1,013	-1,844	-1,364	-1,451

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	188	232	436	148	396
당기순이익	229	370	317	366	421
비현금성 비용 및 수익	411	280	87	47	42
유형자산감가상각비	76	68	18	9	4
무형자산상각비	9	6	4	3	3
운전자본변동	-375	-347	-15	-319	-115
매출채권의 감소	-281	-144	-14	-305	-110
재고자산의 감소	18	35	-12	-260	-94
매입채무등의 증가	-28	-305	10	221	80
기타 영업현금흐름	-77	-71	47	54	48
투자활동 현금흐름	-167	-52	508	-1,284	-465
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-17	0	0	0
유형자산의 감소	5	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-73	-27	538	-197	-71
기타	-87	-13	-30	-1087	-394
재무활동 현금흐름	-192	-222	-113	641	150
차입금의 증가(감소)	90	-62	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-282	-160	-113	641	150
기타 및 조정	31	22	0	1	1
현금의 증가	-140	-20	831	-494	82
기초현금	2,004	1,864	1,844	2,675	2,181
기말현금	1,864	1,844	2,675	2,181	2,263



**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

현대건설	추천일자	투자이건	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	47,000	-27.54	-20.53
	2024.07.05	매수	40,000	-26.02	-13.88
	2025.01.08	매수	37,000	-11.62	0.00
	2025.04.09	매수	50,000	15.12	62.20
	2025.07.09	매수	85,000	-26.31	-13.41
	2025.10.20	매수	70,000	-6.06	5.00
	2025.11.03	매수	81,000	-3.57	39.51
	2026.02.05	매수	130,000	5.00	26.69
	2026.03.13	매수	195,000	-16.47	-3.23
	2026.04.20	매수	260,000		
대우건설	추천일자	투자이건	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.01.30	매수	5,200	-26.51	-22.02
	2024.05.02	매수	4,800	-24.64	-11.25
	2025.05.02	1년경과	4,800	-20.16	-3.96
	2026.01.19	매수	5,400	-5.59	3.52
	2026.02.09	매수	8,200	4.15	27.56
	2026.03.13	매수	14,500	29.90	97.24
2026.04.20	매수	36,000			

GS건설	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	Trading Buy	16,500	-6.63	16.42
	2024.07.29	매수	24,000	-24.23	-10.21
	2025.04.30	매수	26,000	-19.74	57.69
	2026.04.20	매수	63,400		
DL이앤씨	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	50,000	-27.58	-13.80
	2024.07.09	매수	45,000	-24.75	0.89
	2025.04.09	매수	53,000	-11.87	9.81
	2025.07.10	매수	58,000	-18.01	76.72
2026.04.20	매수	131,000			



## IBKS Research Center

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

### 투자분석부

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

### 기간산업분석부

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

### 혁신기업분석부

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

### 코스닥리서치센터

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

## “국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

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

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		