true friend 한국투자증권

GE베르노바 (GEV US)

눈높이 상향은 12월에 가능

- 믿고 보는 주요 부문의 수주
- Prolec GE 인수: 북미 전력화 시장 수혜 기대
- 증설이 수요를 말해주는 상황

믿고 보는 주요 부문의 수주

GE Vernova의 3Q25 매출액과 조정 EBITDA는 각각 99.7억달러(+137% YoY, 컨센서스 상회), 8.1억달러(마진 8.1%, 컨센서스 하회)를 기록했다. EPS는 1.64달러를 기록하며 시장 기대치(1.62달러)를 웃돌았다. Wind 부문의 수요는 여전히 불확실했다. 다만, Power, Electrification 부문 수요는 견조해 전체 장비 신규 수주가 전년대비 99.1% 급증했다. 서비스 수주는 전 세그먼트가 고루 성장하면서 전년대비 4.9% 증가했다.

Prolec GE 인수: 북미 전력화 시장 수혜 기대

GE Vernova가 멕시코 전력기기 업체 Xignux의 Prolec GE(GEV-Xignux JV) 지분 50%를 전량 인수할 예정이다. 인수는 26년 상반기에 마감될 예정이며, 현재 기준 40억달러 규모의 Backlog(현 GEV Backlog 301억달러)를 보유하고 있다. 인수를 통해 GE Vernova는 기존 송전용 기기 중심에서 변압기로 제품 포트폴리오를 확장해 통합된 솔루션을 제공할 것이다. 이를 위해 미국 내 설비 증설(Capex 3억달러)에 적극적으로 투자 중이다. 북미 내 전력화 시장 SAM(Serviceable Addressable Market)은 2030년까지 800억달러(24~30년 CAGR 10%)로 성장할 것으로 예상되며, 이에 따라 Prolec 매출액은 28년까지 연평균 두 자릿수(Low-Double-Digits) 성장이 기대된다[표 6]. 1) 제품, 지역 단에서 양사 간 시너지, 2) 데이터센터향 변압기 시장 성장성까지 고려하면 인수에 따른 추가적인 업사이드도 충분할 것이다.

증설이 수요를 말해주는 상황

가스터빈의 수요(Power 장비 수주 +139% YoY)가 매우 견조한 상황이다. 신규로 추가되고 있는 슬롯예약의 가격이 계속 높아지고 있어, 장비 Backlog 마진은 지속 우상향하는 방향일 것이다. 장비 가격 인상과 함께 서비스(터빈 O&M) 가격도 업사이클에 진입하는 국면이다. 과거 가스터빈 업사이클 당시 마진('02년 OPM 27%) 달성 여부에 긍정적으로 코멘트한 점을 고려하면, 중장기 마진 가이던스(28년 16%, 컨센서스 21%)는 상향될 가능성이 높다.

글로벌기업 실적 Review

2025. 10. 24

하 회	부 합	상 회

EPS의 컨센서스 대비를 의미

Stock Data

S&P 500(10/22)	6,699
주가(10/22, 달러)	576.0
시가총액(십억달러)	156.3
52주 최고/최저가(달러)	677.3/252.3
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	1,614
유동주식비율(%)	99.8

Valuation 지표

	FY2024A	FY2025F	FY2026F
PER(x)	48.4	75.9	45.9
PSR(x)	9.5	14.4	11.8
ROE(%)	18.3	21.4	29.5
DY(%)	0.0	0.2	0.3
EV/EBITDA(x)	51.3	44.2	28.9
EPS(달러)	5.6	7.6	12.6
BPS(달러)	34.6	40.0	48.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.1)	71.4	105.8
NASDAQ 대비(%p)	(9.7)	25.9	65.4

주가추이

자료: Bloomberg

블룸버그 투자의견 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	61.5	28.2	10.3

자료: Bloomberg

이성원
Seongwon.lee@koreainvestement.com

다만, 업황이 좋음에도 현재 시장의 최대 관심사는 '가스터빈 설비 증설'이다. 경영진은 26년 3분기까지 연간 20GW 생산체제로 확대한 후, 더 강한 수요 시그널(Backlog+슬롯예약 80~100GW 필요, 25년말 70GW)이 확보될 때까지 추가 증설을 검토하지 않겠다고 밝혔다. 이는 1) 2000년대 초 업사이클 이후 도래한 장기 다운사이클을 경험한 학습 효과(공급 과잉에 대한 경계심)와 더불어, 2) 단조, 주조품 등 부품 병목이 심하기 때문으로 파악된다. 즉, 터빈의 증설 지연은 수요보다는 공급 요인이 크다. 다만, 증설 시그널이 나타나지 않는다면 전력 수요 장기 성장성의 의구심으로 이어질 수 있다. 또한, Speed-to-Power(전력원 즉시 가용성)이 중요해지고 있는 시황 속에서 가스터빈 리드타임이 늘어나고 있어 타 발전원 대비 매력도가 낮아질 수 있다는 점도 염두에 둬야한다. 25년 Power 부문 가이던스는 유지되며 컨센서스를 하회했지만, Backlog 마진이 지속적으로 개선되는 구간임을 감안하면 단기보다는 중장기 마진 가이던스가 중요하다. 올해 말 예정된 Investor day(현지시간 12/9)에서 제시하는 전망치가 중요할 것이며, 밸류에이션 매력(12MF PER 49.7배)이 높지 않은 현 구간에서는 진입 시 업사이드가 크지 않다고 판단한다.

<표 1> 3Q25 실적 및 가이던스

(단위: 백만달러, %, %p)

	3Q25	YoY	컨센서스	FY2025	기존 가이던스	컨센서스
매출액	9,969	137.0	9,167	36,000~37,000	36,000~37,000	37,194
조정 EBITDA 마진	*8.1*	*5.4*	*8.8*	*8~9*	*8~9*	*9.1*
FCF	732	(24.4)	717	3,000~3,500	3,000~3,500	3,138
매출성장률(Power)	15.0	*7.0*	6.2	6~7	6~7	8.6
조정 EBITDA 마진(Power)	13.3	*1.4*	13.0	14~15	14~15	14.7
매출성장률(Wind)	(8.4)	*(8.6)*	(15.1)	**(4~6)**	(4~6)	(5.0)
조정 EBITDA 마진(Wind)	(2.3)	*8.7*	(2.2)	**400 적자**	200~400 적자	(361.0)
매출성장률(Elec.)	34.9	*12.6*	20.1	**~25**	~20	19.3
조정 EBITDA 마진(Elec.)	15.1	*4.7*	15.2	**14~15**	13~15	14.6

주: 가이던스 매출액 성장률은 Organic(Non-GAAP) 기준

자료: GE Vernova, 한국투자증권

<표 2> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, 달러, % YoY, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출액	**6,822**	**8,119**	**8,254**	**10,045**	**7,260**	**8,204**	**8,913**	**10,558**	**8,032**	**9,111**	**9,969**
증가율					*6.4*	*1.0*	*8.0*	*5.1*	*10.6*	*11.1*	*11.8*
Power	**3,821**	**4,131**	**3,893**	**5,591**	**4,035**	**4,455**	**4,206**	**5,431**	**4,423**	**4,758**	**4,838**
증가율					*5.6*	*7.8*	*8.0*	*(2.9)*	*9.6*	*6.8*	*15.0*
Wind	**1,751**	**2,601**	**2,887**	**2,587**	**1,639**	**2,062**	**2,891**	**3,109**	**1,850**	**2,245**	**2,647**
증가율					*(6.4)*	*(20.7)*	*0.1*	*20.2*	*12.9*	*8.9*	*(8.4)*
Electrification	**1,331**	**1,505**	**1,577**	**1,964**	**1,651**	**1,790**	**1,928**	**2,181**	**1,879**	**2,201**	**2,601**
증가율					*24.0*	*18.9*	*22.3*	*11.0*	*13.8*	*23.0*	*34.9*
조정 EBITDA	**(185)**	**203**	**206**	**584**	**189**	**524**	**243**	**1,079**	**457**	**770**	**811**
EBITDA 마진	*(2.7)*	*2.5*	*2.5*	*5.8*	*2.6*	*6.4*	*2.7*	*10.2*	*5.7*	*8.5*	**8.1**
Power	**177**	**466**	**280**	**799**	**345**	**613**	**499**	**810**	**508**	**778**	**645**
EBITDA 마진	4.6	11.3	7.2	14.3	*8.6*	*13.8*	*11.9*	*14.9*	*11.5*	*16.4*	*13.3*
Wind	**(260)**	**(259)**	**(225)**	**(289)**	**(173)**	**(117)**	**(317)**	**19**	**(146)**	**(165)**	**(61)**
EBITDA 마진	(14.8)	(10.0)	(7.8)	(11.2)	*(10.6)*	*(5.7)*	*(11.0)*	*0.6*	*(7.9)*	*(7.3)*	*(2.3)*
Electrification	**(30)**	**31**	**65**	**168**	**66**	**129**	**201**	**283**	**214**	**322**	**393**
EBITDA 마진	(2.3)	2.1	4.1	8.6	*4.0*	*7.2*	*10.4*	*13.0*	*11.4*	*14.6*	*15.1*
EPS	**(1.3)**	**(0.6)**	**(0.6)**	**0.7**	**(0.4)**	**4.7**	**(0.4)**	**1.7**	**0.9**	**1.9**	**1.6**

자료: GE Vernova 한국투자증권

<표 3> 분기 수주 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Power	4,018	3,906	4,050	5,029	5,029	4,975	5,202	6,552	6,247	7,088	7,807
증가율					*25.2*	*27.4*	*28.4*	*30.3*	*24.2*	*42.5*	*50.1*
BB ratio	*1.1*	*0.9*	*1.0*	*1.2*	*1.2*	*1.1*	*1.2*	*1.2*	*1.4*	*1.5*	*1.6*
Wind	1,918	3,890	2,162	3,451	1,150	2,161	1,746	2,031	640	2,063	1,833
증가율					*(40.0)*	*(44.4)*	*(19.2)*	*(41.1)*	*(44.3)*	*(4.5)*	*4.9*
BB ratio	*1.1*	*1.5*	*0.7*	*1.3*	*0.7*	*1.0*	*0.6*	*0.7*	*0.3*	*0.9*	*0.7*
Electrification	3,856	5,011	2,143	2,193	3,571	4,823	2,510	4,785	3,393	3,338	5,110
증가율					*(7.4)*	*(3.8)*	*17.1*	*118.2*	*(5.0)*	*(30.8)*	*103.6*
BB ratio	*2.9*	*3.3*	*1.4*	*1.1*	*2.2*	*2.7*	*1.3*	*2.2*	*1.8*	*1.5*	*2.0*

자료: GE Vernova, 한국투자증권

<표 4> Gas Key Metric

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
신규 수주(GT, 대수)	**15**	**27**	**18**	**32**	**13**	**26**	**20**	**34**	**34**	**15**	**29**	**34**	**38**	**47**	**29**
HA급 터빈	1	2	5	1	4	0	4	0	8	4	9	4	8	7	13
기타 HDGT	6	2	1	12	2	14	8	9	8	10	5	20	21	13	7
전체 HDGT	**7**	**4**	**6**	**13**	**6**	**14**	**12**	**9**	**16**	**14**	**14**	**24**	**38**	**20**	**20**
Aero Turbine	8	23	12	19	7	12	8	25	18	1	15	10	9	27	9
신규 수주(GT, MW)	**1,700**	**2,500**	**2,600**	**2,900**	**2,300**	**2,100**	**3,100**	**2,100**	**4,900**	**4,100**	**5,100**	**6,100**	**7,100**	**5,100**	**7,400**
대당 용량(MW)	113	93	144	91	177	81	155	62	144	273	176	179	187	109	255
ASP (KW 당 Power 장비 수주액)					602	361	447	700	420	369	365	476	400	690	601
판매(GT, 대수)	**20**	**29**	**20**	**32**	**23**	**14**	**19**	**35**	**17**	**15**	**18**	**25**	**19**	**21**	**20**
HA급 터빈	2	1	3	5	4	3	2	5	1	1	5	8	5	8	6
기타 HDGT	11	9	11	11	14	6	10	14	9	7	8	9	7	10	8
전체 HDGT	13	10	14	16	18	9	12	19	10	8	13	17	12	18	14
Aero Turbine	7	19	6	16	5	5	7	16	7	7	5	8	7	3	6
판매(GT, MW)	**2,555**	**2,335**	**2,965**	**4,265**	**3,600**	**2,300**	**2,700**	**5,300**	**2,300**	**1,500**	**3,300**	**4,800**	**3,000**	**5,200**	**4,000**
대당 용량(MW)	128	81	148	133	157	164	142	151	135	100	183	192	158	248	200

자료: GE Vernova, 한국투자증권

<표 5> Gas Turbine 수주 및 주요 코멘트

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25A	3Q25A	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Power 장비 수주 증가율 (% YoY)	*48.5*	*99.7*	*34.4*	*97.6*	*38.2*	*132.4*	*138.6*			*66.8*						
수주(GW)	4.9	4.1	5.1	6.1	7.1	5.1	7.4		9.6	20.2						
수주(대수)	16	14	14	24	38	47	29		41	68						
판매(GW)	2.3	1.5	3.3	4.8	3.0	5.2	4.0		13.9	11.9						
판매(대수)	17	15	18	25	19	21	20		58	48						
CAPA(GW)										14.6	17.3	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
CAPA(대수)										55	65	70~80	70~80	70~80	70~80	70~80
확정 잔고					29	29	33									
슬롯 예약					21	25	29					완판	완판	완판	논의 중	논의 중
백로그					50	55	62	70GW								
주요 코멘트		1) 26, 27년 슬롯예약 고갈 중		1)슬롯예약 **9GW 확보** 2)25~26년 백로그로 전환될 것	1)슬롯 예약 **1/3 DC향** 2)슬롯예약 **7GW 확보**	1)4~5년 (80~100GW) 백로그 필요. 현재 60GW 확보 2) CAPA 증설 계획 없음 3)슬롯예약 **7GW 확보**	1)25년말까지 백로그+슬롯예약 **70GW 도달 예상(기존 가이던스 60GW 이상)**									

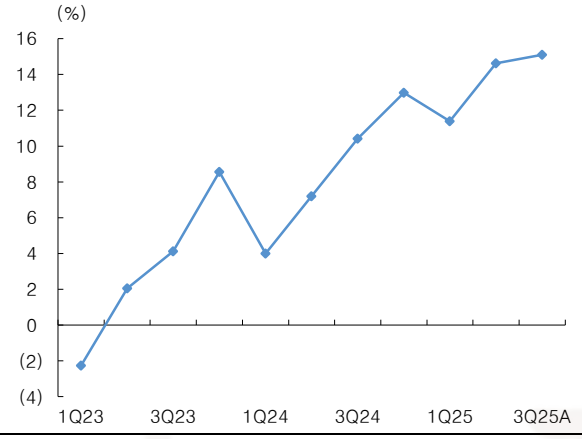
주: 1. CAPA는 기말 기준, 2. Units(대수)는 발전소용 HDGT 기준, 3. 25년 CAPA는 24~26년 평균으로 추정
자료: GE Vernova, 한국투자증권

<표 6> Prolec Stand-alone 가이던스: 양사 간 시너지 미반영한 가이던스 (단위: 십억달러, %)

	2025F	2026F	2028F
매출액	**3.0**	**3.4**	**4.2**
조정 EBITDA	**0.8**	**0.9**	**1.1**
증분영향 to GEV	0.5	0.6	0.8
조정 EBITDA 마진	***25***	***26***	***27***
FCF	0.3	0.3	0.6

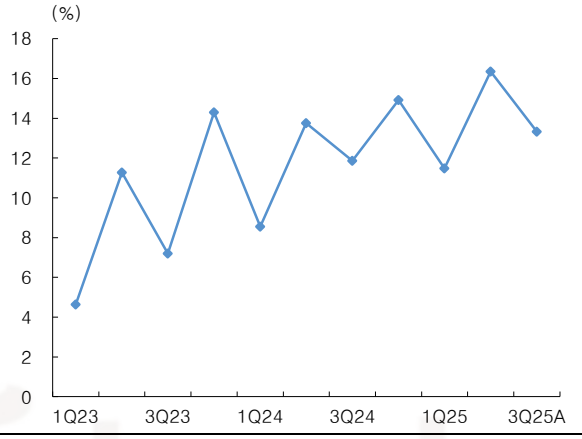
자료: GE Vernova, 한국투자증권

[그림 1] 분기 Electrification 부문 EBITDA 마진 추이



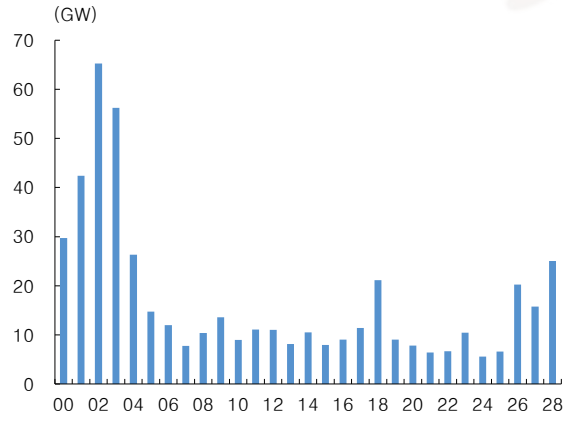
자료: GE Vernova, 한국투자증권

[그림 2] 분기 Power 부문 EBITDA 마진 추이



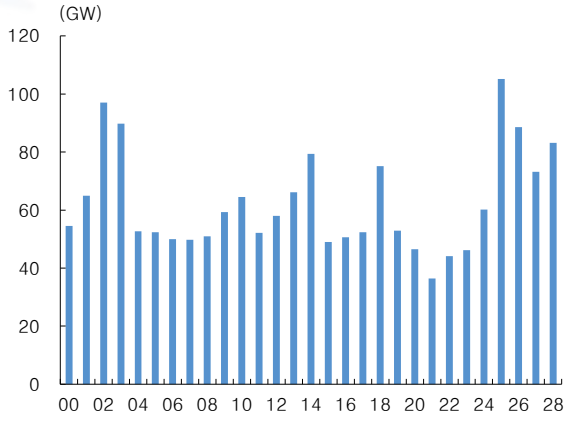
자료: GE Vernova, 한국투자증권

[그림 3] 미국 연간 가스터빈 설치량 순증



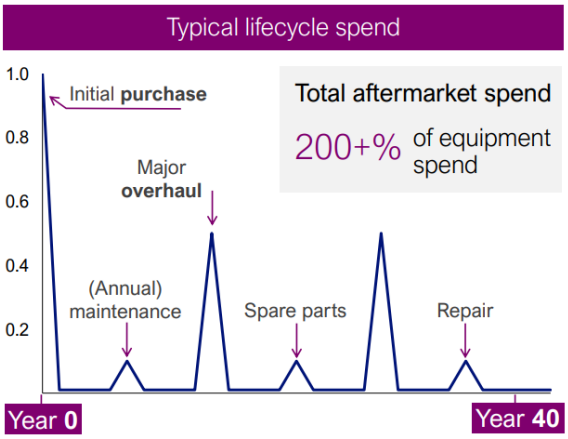
주: 중대형+소형 합산, 25년 8월 기준
자료: Global Energy Monitor, 한국투자증권

[그림 4] 글로벌 연간 가스터빈 설치량 순증



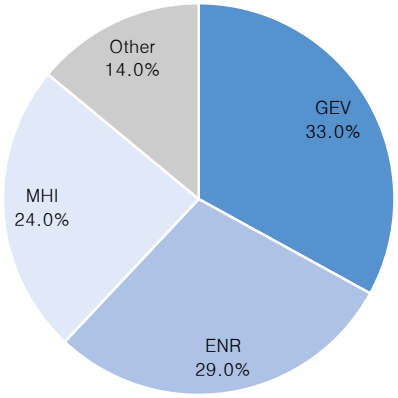
주: 중대형+소형 합산, 25년 8월 기준
자료: Global Energy Monitor, 한국투자증권

[그림 5] 가스터빈 O&M 전문업체 Sulzer가 제시한 서비스 시장 규모: 초기 장비 비용의 약 2배 이상 달함



자료: Sulzer, 한국투자증권

[그림 6] 글로벌 중대형 가스터빈 점유율: 3사 과점



자료: S&P Gloal, 한국투자증권

<표 7> 글로벌 3사 증설 계획

회사	증설 규모	특징
GE Vernova(GEV)	45% 증가 (20GW 까지 도달)	- HDGT 생산, 북미 수요 대응 - 연간 HDGT 55 대 → 80 대 목표(27 년 도달 예정)
Siemens Energy(ENR)	30% 증가 (GEV 랑 목표 비슷)	- 추가로, 지난 5 월 중형 터빈 캐파 확장도 발표
Mitsubishi Heavy Industries(MHI)	100% 증가	- Savannah(미국), 사우디 Vision 2030 프로젝트 대응 - 부품 병목으로 현실성 낮다는 평가 존재

자료: 한국투자증권

<표 8> GE Vernova 중장기 실적 및 밸류에이션 전망

(단위: 백만달러, 배, %)

										2024~2028				
	매출액	EBITDA	영업이익	순이익	EPS	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	매출액 (YoY)	EBITDA (YoY)	EPS (YoY)	EBITDA (CAGR)	EPS (CAGR)
2024A	34,935	2,035	1,140	455	1.6	2.6	48.4	9.5	65.8	5.1	NM	NM		
2025F	37,250	3,380	2,014	2,131	7.6	4.2	75.9	14.4	43.8	6.6	66.1	371.2		
2026F	40,977	5,170	3,832	3,430	12.6	3.8	45.9	11.8	28.3	10.0	53.0	65.5		
2027F	46,250	7,267	5,743	4,899	18.1	3.4	31.8	9.5	19.6	12.9	40.6	44.1		
2028F	51,481	9,231	7,691	6,477	24.2	3.0	23.8	6.9	14.9	11.3	27.0	34.0	45.9	97.0

주: Non-GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 9> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F
매출액	33,006	29,654	33,239	34,935	37,250	40,977	46,250	51,481
영업이익	(884)	(2,881)	(923)	471	2,014	3,832	5,743	7,691
영업이익률	*(2.7)*	*(9.7)*	*(2.8)*	*1.3*	*5.4*	*9.4*	*12.4*	*14.9*
세전이익	(864)	(2,474)	(130)	2,498	2,880	4,574	6,468	8,556
순이익	(633)	(2,736)	(438)	1,552	2,178	3,504	5,007	6,524
순이익률	*(1.9)*	*(9.2)*	*(1.3)*	*4.4*	*5.8*	*8.6*	*10.8*	*12.7*
EBITDA	NM	NM	NM	2,035	3,380	5,170	7,267	9,231
EBITDA margin	*NM*	*NM*	*NM*	*5.8*	*9.1*	*12.6*	*15.7*	*17.9*
EPS	NM	NM	(1.6)	5.6	7.6	12.6	18.1	24.2
EPS 증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*36.0*	*65.5*	*44.1*	*34.0*
BPS	NM	NM	NM	34.6	40.0	48.7	60.8	83.7
DPS	NM	NM	0.0	0.0	1.0	1.6	1.9	2.4
ROA	*NM*	*NM*	*(1.0)*	*3.2*	*4.2*	*5.9*	*7.1*	*6.4*
ROE	*NM*	*NM*	*(4.8)*	*18.3*	*21.4*	*29.5*	*35.3*	*43.1*
배당수익률	*NM*	*NM*	*NM*	*0.0*	*0.2*	*0.3*	*0.3*	*0.4*
배당성향	*NM*	*NM*	*NM*	*0.0*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*
순차입금	NM	(2,067)	(1,551)	(7,480)	(9,148.8)	(10,823)	(14,661)	(19,396)
PER	NM	NM	NM	48.4	75.9	45.9	31.8	23.8
PBR	NM	NM	NM	9.5	14.4	11.8	9.5	6.9
EV/EBITDA	NM	NM	NM	51.3	44.2	28.9	20.6	16.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

truefriend

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 10월 23일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.