대우건설 (047040)

원전, 어디까지 반영해줘야 하나?

유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

빅배스와 원전 수주로 시작된 Re-rating

빅배스와 원전, 현대건설의 Re-rating을 이끌었던 두 가지 키워드가 동사에게도 적용되기 시작했다. 특히 2027년 이후 미국 원전 수주가 언급되기 시작한 점이 인상적이다. 2024년 말~2026년 2월까지 현대건설의 PBR이 0.3배에서 1.5배까지 상승한 만큼 동사의 밸류에이션도 못지 않게 상승할 수 있을까?

메인 Player로 자리 잡기 위해 '두 가지 사항' 확인 필요

동사는 Westinghouse, Holtec, Nuscale 등 글로벌 사업자들과 직접적 파트너십보다 한수원과의 협력에 집중한다. 따라서 한미 원전 협력(Westinghouse와의 JV 등) 결과에 따라 상승 여력이 달라진다. 현재로선 한수원의 영업 범위는 아시아 등에 국한되어 있다. 대미 인프라 투자 과정에서 하반기 한수원의 미국 진출 가능성이 높다. 다만 상반기에는 다양한 협의를 마치기 위한 과정이 필요하다(1월 21일 발간 '긴급 점검! 37년 만에 한국전력 최고가' 참고). 또한 단순 시공 이외에 PM 역할로 사업 범위 확장이 가능한지 확인이 필요하다. 사업 기획, 인허가, 설계, 조달을 포괄하는 PM 회사와 시공 회사는 수주 범위와 수익성 측면에서 차이가 날 수밖에 없다.

절대적인 밸류에이션 매력, 눈 앞에 있는 트리거

2월 8일, 9일에 거친 주가 급등에도 불구하고 2026년 말 기준 PBR은 0.80배 수준이다. 한국전력(0.69배), DL이앤씨(0.38배)보다는 높지만 현대건설(1.47배)에 비해서는 저렴하다. 2010년 이후 역사적인 PBR 고점은 1.4배, 평균은 0.80배다. 위 언급한 두 가지 사항이 확인 되기 전까지 PBR 고점에 도전하긴 어렵지만, 적어도 추가 상승 여력이 있는 것은 분명하다. 당사는 적정주가를 8,200원으로 상향, 투자의견 역시 Buy로 상향한다. 적정 멀티플(0.96배)은 ROE에 기반한 이론적 PBR 1.19배에 역사적인 최소 할인율 20%를 적용했다. 2027 ROE 상승을 확인할 수 있다면 추가 상승 여력도 충분히 열려있다. 단기 주가 트리거로 1Q26 체코 원전 수주를 주목하는데, 기존 예상보다 수주 금액은 커질 가능성이 높다.

Meritz Research 2026. 2. 10

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	8,200원
현재주가 (2.10)	7,060원
상승여력	16.1%

KOSPI	5,301.69pt
시가총액	29,343억원
발행주식수	41,562만주
유동주식비율	47.96%
외국인비중	9.53%
52주 최고/최저가	7,060원/2,970원
평균거래대금	249.9억원

주요주주(%)

중흥토건 외 2 인	50.75
국민연금공단	5.72

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	87.3	84.3	108.9
상대주가	62.0	11.6	-0.7

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	10,503.6	403.1	234.1	563	-54.3	10,325	5.5	0.3	6.4	5.6	192.1
2025E	8,054.6	-815.4	-912.3	-2,195	-489.7	7,861	-1.7	0.5	-5.5	-24.1	305.0
2026E	7,982.5	479.5	281.1	676	-130.8	8,537	10.4	0.8	8.8	8.2	282.9
2027E	9,494.2	682.7	413.8	996	47.2	9,533	7.1	0.7	7.2	11.0	264.5
2028E	11,292.0	826.3	520.3	1,252	25.7	10,784	5.6	0.7	6.5	12.3	246.3

표1 대우건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
주요 지표												
수주	2,823.8	2,998.6	5,333.2	3,079.9	5,494.2	4,079.3	4,324.1	3,753.5	9,912.8	14,235.5	17,651.2	16,536.7
수주 잔고	45,012.9	44,993.3	48,803.8	50,596.8	54,214.7	56,349.4	58,890.0	60,585.5	44,440.1	50,596.8	60,585.5	67,948.0
실적 전망												
연결 매출	**2,076.7**	**2,273.3**	**1,990.6**	**1,714.0**	**1,956.3**	**2,024.6**	**1,863.5**	**2,138.1**	**10,503.6**	**8,054.6**	**7,982.5**	**9,494.1**
매출액 증가율(% YoY)	-16.5	-19.4	-21.9	-35.2	-5.8	-10.9	-6.4	24.7	-9.8	-23.3	-0.9	18.9
토목	415.0	427.3	408.9	152.9	351.1	326.4	332.9	618.9	2,170.4	1,404.1	1,629.3	2,346.9
주택건축	1,381.6	1,475.7	1,322.0	1,329.1	1,305.6	1,402.1	1,236.3	1,222.3	6,841.8	5,508.4	5,166.3	5,646.6
플랜트	227.0	258.6	219.5	136.0	219.7	216.1	214.3	216.9	1,138.6	841.1	866.9	1,180.7
연결종속 등	53.1	111.7	40.2	96.0	80.0	80.0	80.0	80.0	352.8	301.0	320.0	320.0
매출원가	1,825.9	2,025.2	1,817.5	2,147.6	1,723.7	1,769.6	1,616.0	1,874.7	9,576.1	7,816.2	6,983.9	8,287.1
매출원가율(%)	87.9	89.1	91.3	125.3	88.1	87.4	86.7	87.7	91.2	97.0	87.5	87.3
토목(%)	91.3	102.9	105.6	108.6	94.0	94.0	94.0	94.0	99.3	135.5	94.0	94.0
주택건축(%)	89.2	88.1	88.5	87.4	89.0	88.0	87.0	87.0	92.1	88.4	87.8	87.0
플랜트(%)	77.4	81.3	84.2	71.6	80.0	80.0	80.0	80.0	78.8	101.7	80.0	80.0
연결종속 등(%)	74.4	67.7	77.1	74.2	70.0	70.0	70.0	70.0	64.3	62.3	70.0	70.0
매출총이익	**250.7**	**248.1**	**173.1**	**-433.6**	**232.6**	**255.1**	**247.6**	**263.4**	**927.5**	**238.4**	**998.6**	**1,207.0**
판관비	99.4	166.0	116.5	671.9	104.7	151.5	122.9	140.0	524.4	1,053.8	519.2	524.4
영업이익	**151.3**	**82.2**	**56.6**	**-1,105.5**	**127.9**	**103.5**	**124.7**	**123.4**	**403.1**	**-815.4**	**479.5**	**682.6**
영업이익률(%)	7.3	3.6	2.8	-64.5	6.5	5.1	6.7	5.8	3.8	-10.1	6.0	7.2
영업이익 성장률(% YoY)	31.8	-21.5	-9.2	적전	-15.5	25.9	120.4	흑전	-39.2	적전	흑전	42.4
금융손익	-10.8	-15.8	-19.8	-16.8	-19.4	-19.1	-17.0	-17.6	-56.6	-62.5	-73.1	-88.2
기타손익	-45.4	-101.1	-91.0	-73.0	-3.0	0.0	0.0	0.0	11.8	-286.4	-3.0	0.4
종속,관계기업 관련 손익	0.7	-16.5	-1.5	-2.4	-2.2	-1.7	-1.9	-2.0	0.2	-44.4	-7.8	-12.4
세전이익	**95.7**	**-51.2**	**-55.6**	**-1,197.7**	**103.3**	**82.8**	**105.7**	**103.8**	**358.5**	**-1,208.8**	**395.6**	**582.4**
법인세	37.8	-8.2	-2.2	-319.6	28.4	22.8	29.1	28.5	115.6	-292.8	108.8	160.2
법인세율(%)	39.5	16.1	4.0	26.7	27.5	27.5	27.5	27.5	32.3	24.2	27.5	27.5
당기순이익	**58.0**	**-42.9**	**-53.4**	**-878.1**	**74.9**	**60.0**	**76.6**	**75.3**	**242.8**	**-916.0**	**286.8**	**422.3**
당기순이익률(%)	2.8	-1.9	-2.7	-51.2	3.8	3.0	4.1	3.5	2.3	-11.4	3.6	4.4
순이익 성장률(% YoY)	-36.6	적전	적전	적전	29.2	흑전	흑전	흑전	-53.4	적전	흑전	47.2
지배주주 순이익	**55.9**	**-43.3**	**-52.3**	**-871.6**	**73.4**	**58.8**	**75.1**	**73.8**	**234.1**	**-912.3**	**281.1**	**413.8**

자료: 대우건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 대우건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,542.2	선행 12개월 평균 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.96	적정 PBR 1.20배에 2018년 이후 최소 할인율 20% 적용
적정 시가총액(십억원)	3,399.4	
발행 주식수(백만주)	415,623	기말 주식수
적정주가(원)	**8,200**	
현재주가(원)	7,060	
상승여력(%)	16.1	

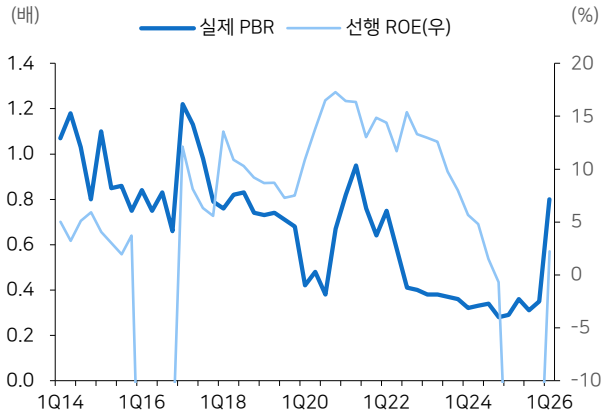
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 적정 PBR 산출 (할인율 적용 전)

적정 P/B	**1.20**
COE	**7.3**
Risk Free(%)	2.6
MRP(%)	6.0
52주 베타	0.79
12개월 선행 ROE(%)	**8.8**
2025E	-24.1
2026E	8.2
2027E	11.0
영구성장률	**-**

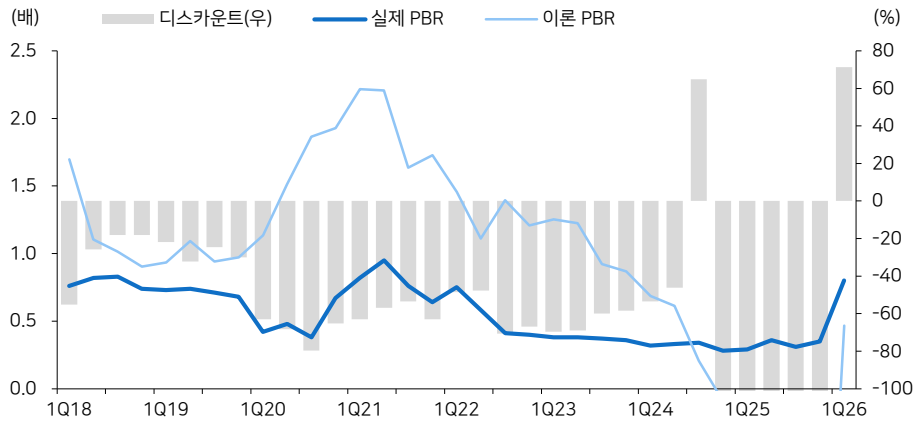
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 PBR vs ROE



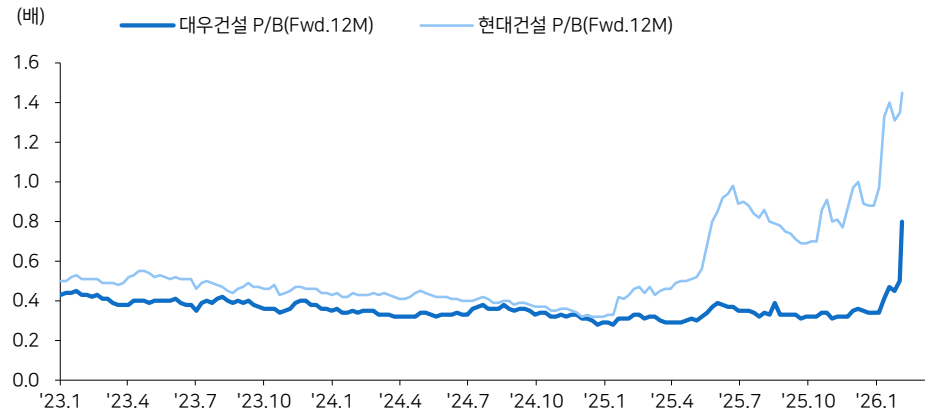
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 실제 PBR vs 이론 PBR 디스카운트 추이



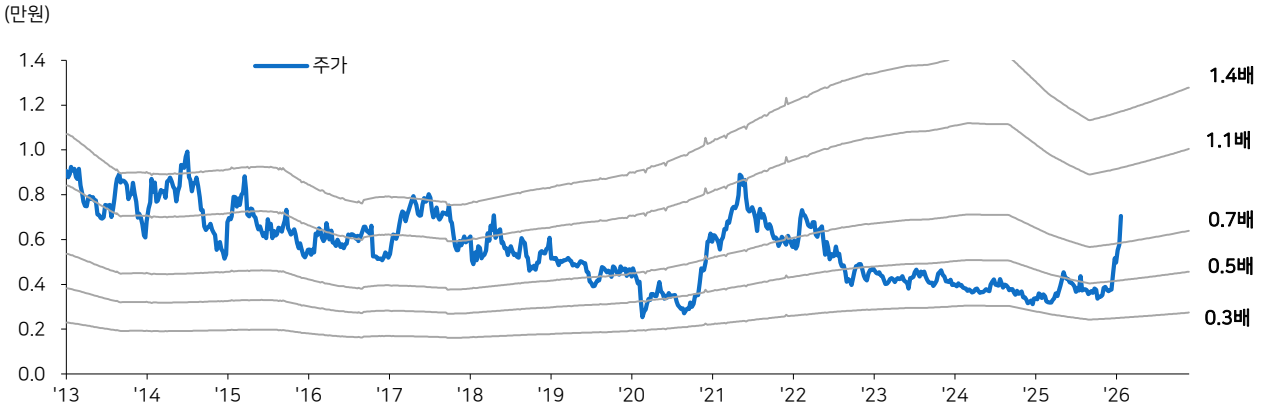
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대우건설 vs 현대건설 1개월 선행 PBR 추이 비교



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 한미 원전 협력 주요 타임라인: 상반기 불확실성 제거, 하반기 결실 예상

시기	내용
2025년 5월	▪ 미국 트럼프 정부, 현 100GW인 원전 발전용량을 2050년까지 400GW로 확대하겠다는 행정 명령 발표
2025년 8월	▪ 한수원 - Westinghouse 간의 불공정 계약 논란 발생. 이후 한수원 - Westinghouse 간의 JV 가능성도 언론을 통해 공개
2025년 8월	▪ 8월 25일 한미정상회담 개최. '마스가' 등 조선업 협력 중심. 원전 관련 내용은 크게 포함되지 않음
2025년 10월	▪ 10월 말 ~ 11월 초 경주 APEC 개최. Fermi 등 미국 기업과 한국 기업 간 MOU 체결. 우라늄 농축, 재처리에 협력하기로 약속
2025년 11월	▪ 팩트시트 공개. 우라늄 농축, 재처리에 협력하기로 문안이 다소 조정된 것으로 알려짐. 백악관 일부에서는 핵잠 건조를 통한 핵무장 우려를 제기
2025년 12월	▪ 한전, 원전수출을 위한 정책 컨설팅 용역 제안. AP1000, SMR 등 타 노형 사업 참여 방법 논의
2026년 1월	▪ 한미 원자력협력 TF 발족. 향후 국장급 회의를 분기별로 하기로 결정
2026년 2월	▪ 한수원 신임 사장 취임 예상
2026년 3월	▪ 한전-한수원 간 수출 가버넌스 조정을 위한 용역 마무리 예상
2026년 4월	▪ 트럼프, 중국 방문 예정. 북한과의 정상회담 가능성도 제기
2026년 5월	▪ 한전, 원전수출 경쟁력 제고를 위한 정책 컨설팅 용역 마무리
2026년 9월	▪ 한전 사장 임기 마무리
2026년 11월	▪ 미국 정부 중간선거

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표5 대우건설 원전 파이프라인

프로젝트	시기	내용
체코 두코바니	1Q26	▪ 2025년 한수원은 2기, 26조원 계약 수주. 기자재 계약은 2025년 말 완료. ▪ 늦어도 2026년 상반기 중 시공 계약 예정. 시공 분은 5~6조원 예상(대우건설, 두산에너빌리티)
베트남 닌투언 2	2027년	▪ 2026년 말까지 사업자 선정 예정. ▪ 한국, 러시아, 중국 등 경쟁. 러시아가 우선 닌투언 1 프로젝트를 확보. 중국과는 지정학적 갈등이 있어 가능성 낮음
미국 원전	2027년	▪ 구체적인 프로젝트 명 밝혀진 바 없음
체코 테믈린	2028년	▪ 2027년 경 체코 정부는 테믈린 2기 추가 건설 여부 최종 결정 예정 ▪ 한국과의 두코바니 계약에는 테믈린 3,4호기 건설에 대한 우선 협상권이 포함

자료: 메리츠증권 리서치센터

대우건설 (047040)

Income Statement

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	**10,503.6**	**8,054.6**	**7,982.5**	**9,494.2**	**11,292.0**
매출액증가율(%)	-9.8	-23.3	-0.9	18.9	18.9
매출원가	9,576.1	7,816.2	6,983.9	8,287.1	9,856.5
매출총이익	927.6	238.4	998.6	1,207.0	1,435.6
판매관리비	524.4	1,053.8	519.2	524.4	609.2
영업이익	**403.1**	**-815.4**	**479.5**	**682.7**	**826.3**
영업이익률(%)	3.8	-10.1	6.0	7.2	7.3
금융손익	-56.6	-62.5	-73.1	-88.2	-104.9
종속/관계기업손익	0.2	-44.4	-7.8	-12.4	0.0
기타영업외손익	11.8	-286.4	-3.0	0.4	0.0
세전계속사업이익	358.5	-1,208.8	395.6	582.4	721.5
법인세비용	115.7	-292.8	108.8	160.2	190.5
당기순이익	**242.9**	**-916.0**	**286.8**	**422.3**	**531.0**
지배주주지분 순이익	234.1	-912.3	281.1	413.8	520.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**-1,283.5**	**-190.7**	**164.8**	**-236.4**	**-69.8**
당기순이익(손실)	242.9	-916.0	286.8	422.3	531.0
유형자산상각비	114.1	104.2	104.5	103.8	83.5
무형자산상각비	8.5	7.9	7.1	6.3	5.6
운전자본의 증감	-1,873.0	454.7	-233.7	-768.7	-689.8
투자활동 현금흐름	**104.4**	**296.2**	**-331.0**	**-347.6**	**-333.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-37.6	-77.5	-89.1	-102.4	0.0
투자자산의감소(증가)	140.5	33.6	-95.1	-103.8	-166.4
재무활동 현금흐름	**1,169.7**	**755.6**	**-363.1**	**20.1**	**-607.3**
차입금의 증감	1,319.5	702.7	-363.1	20.1	-607.3
자본의 증가	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	180.1	848.2	-529.3	-563.9	-1,010.4
기초현금	981.7	1,161.8	2,010.0	1,480.7	916.8
기말현금	1,161.8	2,010.0	1,480.7	916.8	-93.6

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,588.7	10,622.0	10,911.7	11,684.7	12,713.2
현금및현금성자산	1,161.8	2,010.0	1,480.7	916.8	-93.6
매출채권	2,777.2	3,029.1	3,072.2	3,658.9	4,351.7
재고자산	1,945.3	2,326.1	2,901.7	3,455.8	4,110.2
비유동자산	3,069.7	2,897.6	2,970.1	3,066.3	3,143.6
유형자산	380.2	350.6	335.1	333.8	250.3
무형자산	63.3	62.2	55.0	48.7	43.1
투자자산	1,008.8	975.8	1,070.9	1,174.7	1,341.1
자산총계	**12,658.5**	**13,519.6**	**13,881.8**	**14,751.0**	**15,856.8**
유동부채	4,544.0	5,573.4	5,388.7	5,563.0	5,816.0
매입채무	250.0	161.9	201.9	240.5	286.0
단기차입금	659.0	601.7	263.7	263.7	263.7
유동성장기부채	542.5	654.1	631.1	631.1	0.0
비유동부채	3,780.4	4,607.8	4,868.0	5,140.6	5,462.5
사채	305.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2,164.5	3,161.0	3,138.0	3,138.0	3,138.0
부채총계	**8,324.4**	**10,181.2**	**10,256.7**	**10,703.6**	**11,278.5**
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	562.2	562.2	562.2	562.2	562.2
기타포괄이익누계액	-433.0	-546.9	-546.9	-546.9	-546.9
이익잉여금	2,183.0	1,272.8	1,553.9	1,967.7	2,488.0
비지배주주지분	43.0	71.3	77.0	85.5	96.1
자본총계	**4,334.1**	**3,338.3**	**3,625.1**	**4,047.4**	**4,578.3**

Key Financial Data

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	25,272	19,380	19,206	22,843	27,169
EPS(지배주주)	563	-2,195	676	996	1,252
CFPS	1,695	-1,924	1,396	1,879	2,202
EBITDAPS	1,265	-1,692	1,422	1,907	2,202
BPS	10,325	7,861	8,537	9,533	10,784
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	5.5	-1.7	10.4	7.1	5.6
PCR	1.8	-2.0	5.1	3.8	3.2
PSR	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
PBR	0.3	0.5	0.8	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	525.7	-703.3	591.1	792.8	915.4
EV/EBITDA	6.4	-5.5	8.8	7.2	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	-24.1	8.2	11.0	12.3
EBITDA 이익률	5.0	-8.7	7.4	8.3	8.1
부채비율	192.1	305.0	282.9	264.5	246.3
금융비용부담률	1.5	2.2	2.3	1.9	1.5
이자보상배율(x)	2.5	-4.5	2.6	3.8	5.0
매출채권회전율(x)	4.5	2.8	2.6	2.8	2.8
재고자산회전율(x)	5.8	3.8	3.1	3.0	3.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

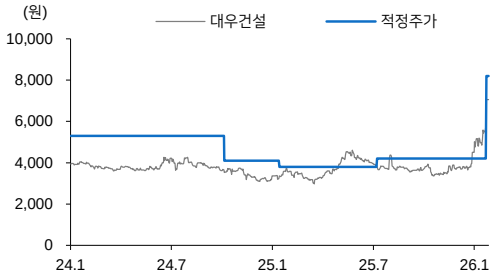
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.01.30	기업브리프	Buy	5,300	문경원	-27.5	-19.6
2024.10.31	기업브리프	Hold	4,100	문경원	-17.0	-8.7
2025.02.06	기업브리프	Hold	3,800	문경원	-2.1	21.3
2025.07.30	기업브리프	Hold	4,200	문경원	-7.6	37.4
2026.02.10	기업브리프	Buy	8,200	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이