2026년 하반기 글로벌 산업재 전망

네이티브 DC 데이터센터의 등장

2026.5.29
미국산업재 김시현 sihyun_kim@hanafn.com

하나증권

2026년 5월 29일 | Global Equity Research

글로벌 전력기기/에너지

네이티브 DC(직류) 데이터센터의 등장

Summary

- ✓ 2027년 엔비디아가 그리는 새로운 배전 방식, 800V DC(직류)
- ✓ 전력시장은 데이터센터에 요금을 전가(Bring Your Own Power)
- ✓ 터빈과 디젤발전기를 완전히 대체하기 시작한 온사이트

Top-Picks

기업명	티커	목표주가	현재주가(5월 27일)
이턴코퍼레이션	ETN	459.62 USD(컨센서스)	406.37 USD
콘스텔레이션에너지	CEG	370.30 USD(컨센서스)	288.68 USD
지멘스	SIE	299.51 EUR(컨센서스)	274.90 EUR

목차

1. 800V DC 데이터센터의 등장 6

1) 2027년, 엔비디아의 네이티브 DC 데이터센터 6

2) 태양광 인버터 업체들의 SST 진출 11

2. 데이터센터에 요금을 전가하는 전력시장 15

1) PJM이 제안하는 RBP: 비상 전력 확보 매커니즘 15

2) ERCOT의 교훈: 불확실성보다는 까다로운 규칙을 선호 17

3. BTM 에너지에 지속되는 관심 19

1) 가스터빈과 디젤발전기를 100% 대체하기 시작한 SOFC 19

2) 산업재 대장도 데이터센터 발전기에 집중 21

기업분석 23

이턴코퍼레이션(ETN.US) 23

콘스텔레이션에너지(CEG.US) 27

지멘스(SIE.GR) 31

2026년 5월 29일 | 산업분석 Industry In-depth

글로벌 전력기기/에너지

네이티브 DC(직류) 데이터센터의 등장

Overweight

Top Picks

*CP 2026년 5월 27일

이턴코퍼레이션(ETN.US)
시장 TP 459.62 USD I CP 406.37 USD

콘스텔레이션에너지(CEG.US)
시장 TP 370.30 USD I CP 288.68 USD

지멘스(SIE.GR)
시장 TP 299.51 EUR I CP 274.90 EUR

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

엔비디아가 그리는 새로운 배전 방식, 800V DC

AI의 등장은 데이터센터 배전 설계에도 중대한 변화를 가져왔다. 급증하는 전력 수요를 감당하기 위해서는 전압과 전력 변환 모두 효율성을 개선해야 한다. 킬로와트(kW) 수준의 전력을 요구하는 랙에서는 AC 배전 방식에도 무리가 없었지만 메가와트(MW) 규모의 랙에는 전압을 높이고 AC/DC 변환 단계를 줄여야 할 필요성이 높아졌다. 2027년 엔비디아 랙 설계가 현재의 Oberon에서 Kyber 스타일로 변하며 800V DC로의 전환이 본격화될 예정이다. 기존 415V AC 배전에서는 UPS 등을 거치며 AC-DC-AC-DC 등 변화가 빈번하게 이뤄졌기 때문에 각 단계에서 전력 손실이 발생했다. 800V DC는 고압의 AC가 정류기/SST를 통과하며 감압과 DC 변환이 한번에 이루어진다. 에너지 손실을 줄일 수 있어 token per watt의 극대화가 가능하며 컴팩트한 공간 구성이 가능해지기 때문에 공간 효율성은 높아진다.

전력시장은 데이터센터에 요금을 전가(Bring Your Own Power)

'25년 12월 공개된 PJM의 27/28 BRA(용량경매)에서 처음으로 필수 예비력을 채우지 못하는 사태가 발생했다. 데이터센터의 전력 수요가 공급을 계속 앞지르고 있음을 증명하며 이에 대한 대안으로 RBP가 처음 제안되었다. PJM의 개입 없이 발전사와 데이터센터간의 양자 계약을 체결하는 형태다. 핵심은 데이터센터 등 대형 부하로 인한 전력 요금 상승을 일반 소비자에 넘기지 않고 직접 부담하게 하는 것이다.

터빈과 디젤발전기를 완전히 대체하는 온사이트

전력 시장의 BYOP 정책과 더불어 납기의 중요성이 증가하며 온사이트가 주요 발전원으로 자리하고 있다. SOFC는 이제 터빈과 디젤발전기를 100% 대체하며 백업발전기를 넘어섰다. 게다가 SOFC는 태양광과 마찬가지로 DC 전기를 생산해 800V DC와도 연계 가능성이 높다.

Top-picks: 이턴코퍼레이션(ETN), 콘스텔레이션에너지(CEG), 지멘스(SIE)

새로운 배전 시스템의 등장은 기존 업체에게 기회이자 동시에 위기가 될 것으로 전망한다. 태양광 인버터 업체의 SST 신규 제품 출시 등 새로운 시장에는 새로운 진입자가 등장하기 때문이다. 다만 초고밀도 AI 랙의 등장 앞에 800V DC라는 정해진 미래를 대비하고 있는 업체에 대한 프리미엄은 합리적이다. **이턴코퍼레이션(ETN)**은 적극적인 M&A를 통해 800V DC 익스포져가 가장 높다. SST 관련 약 10개의 프로젝트를 진행중이며 800V DC는 올해 하반기부터 수주를 시작해 '27년 말부터 출하될 예정이다. **콘스텔레이션에너지(CEG)**는 2026년 9월부터 시작될 PJM의 RBP 영자계약에서 원자력과 천연가스 미국 1위의 IPP 강점이 두드러질 가능성이 높다. **지멘스(SIE)**는 중국 시장의 전반적인 회복세와 800V DC 스위칭기술, 디지털 트윈으로 다방면의 수혜가 이어질 것으로 예상한다.

Industry Check Point

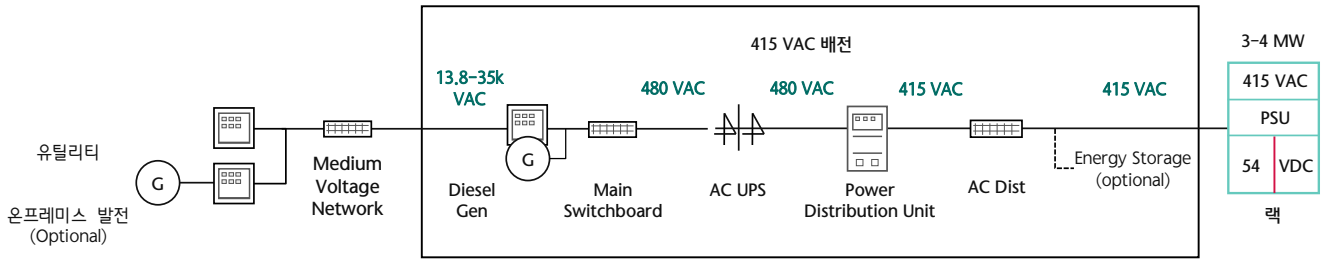
Check Point	Outlook
전력기기	• 데이터센터 용량 수요는 2023년에서 2030년 사이 연평균 약 33% 성장할 것으로 전망 • 고밀도로 급증하는 전력 수요를 감당하기 위해서는 전압과 전력 변환 양쪽의 효율성 개선 필요 • 전압 레벨을 높이고 AC/DC 변환 단계를 줄이는 아키텍처로 나아가는 중 ➔ 엔비디아는 2027년 Kyber 랙 스타일의 등장과 함께 **800V DC(직류형) 배전 방식**으로의 전환을 주도하는 중 ➔ **SST(반도체 변압기)**가 필수적이며 수랭 비중이 급격히 증가할 것
미국 전력 시장	• PJM이 '25년 12월 공개한 2027/2028 BRA(용량경매)에서 처음으로 필수 예비력을 채우지 못하는 사태가 발생 • 데이터센터의 전력 수요가 계속해서 공급을 훨씬 앞지르고 있다는 증거 • RBP(Reliability Backstop Procurement)는 대안으로 등장한 일회성 제도로 2026년 2월 처음 제안 ➔ 2026년 9월부터 IPP등 발전사와 하이퍼스케일 데이터센터간 양자계약 예정 ➔ ERCOT 상원법안 6호 사례와 유사. 데이터센터로 인한 전력 요금 상승을 원인 제공자에게 전가하는 모습
온사이트 전원	• PJM, ERCOT 등 전력 시장의 규제는 온사이트 에너지에 우호적 • 블룸에너지(BE)의 Project Jupiter는 2.45GW 규모를 100% SOFC가 대체 • 온사이트 발전 비중은 아직 한자릿수 초반대에 불과하나 전력망 정체(버지니아 7년 등) 고려 시 매력도 높아 ➔ 온사이트는 데이터센터 입장에서 빠른 납기(on time, on site)와 규제(BYOP, 자급자족)에 모두 부합

Top-Picks

Top-Picks	투자포인트
이턴코퍼레이션 (ETN)	• 2020년경부터 DOE 지원으로 중전압 AC를 저전압 DC로 바꾸는 초기 SST 개발 이력 • 800V DC 수주는 올해 하반기에 시작되어 27년 말~28년 초 출하 시작이 예상 • SST는 하이퍼스케일러를 포함해 약 10개의 프로젝트가 진행 중이며 매우 긍정적인 피드백 ✓ SST와 액체냉각 포트폴리오를 모두 보유, 800V DC 익스포져 가장 높은 편
콘스텔레이션에너지 (CEG)	• PJM 가이드라인에 따르면 RBP 입찰 참여를 위해서는 2031년까지 상업 운전(COD) 가능해야 • 원자력과 천연가스에 유리한 정책. 2026년 9월부터 양자계약 예정 • PJM은 전례없이 빠른 속도로 규칙 재정 중 • 텍사스 ERCOT SB6호 사례로 보아 시장은 불확실성보다 차라리 까다로운 규칙을 더 선호 ✓ 미국 원자력/천연가스(Calpine) 캐파 1위 업체로 RBP 규제 수혜 기대
지멘스 (SIE)	• 데이터센터향 모멘텀은 800V DC 스위칭 기술로 이어질 것 • 중국 시장은 전반적으로 회복세. 하이테크 제조업 위주의 산업 전환으로 전기차와 반도체 수출 견인 • 1분기 가격 인상 이후 안정적으로 유지. 중국 로컬 경쟁사 대비 강점 확인 ✓ 800V DC 스위칭, Digital Twin Composer 등 산업자동화와 데이터센터 전반 포트폴리오 수혜 기대

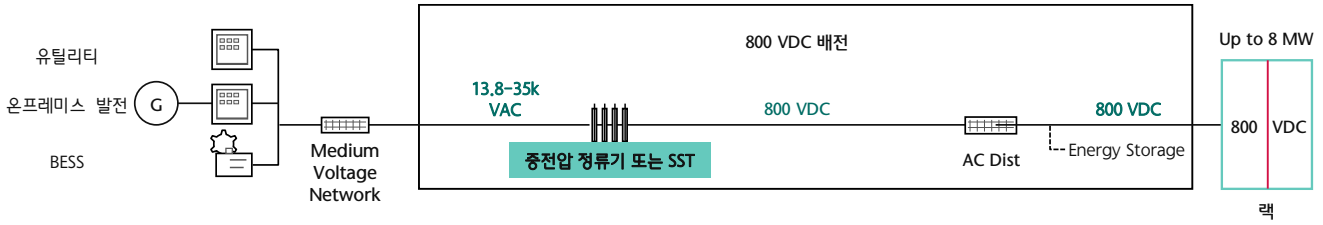
Key- Charts

도표 1. 2025년의 멀티 AC-to-AC 방식



자료: GE버노바, 하나증권

도표 2. 2027년의 AC-to-800 V DC



자료: GE버노바, 하나증권

1. 800V DC 데이터센터의 등장

1) 2027년, 엔비디아의 '네이티브 DC' 데이터센터

(1) GW규모 데이터센터 등장으로 전압, 전력변환 효율성 개선 필요성 증가

AI로 데이터센터 설계 변화 필요
용량 수요가 연평균 약 33% 증가

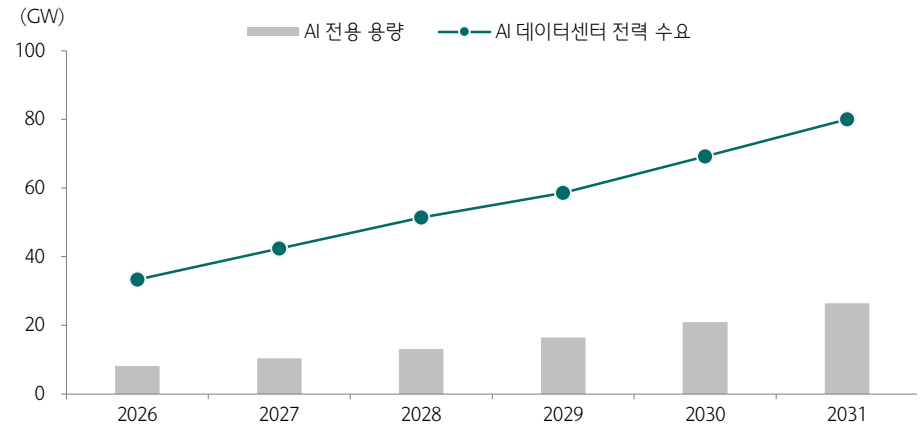
AI의 등장은 데이터센터 배전 설계에도 중대한 변화를 가져왔다. 대규모 AI 기반 프로세스를 수용하는데 필요한 요구사항이 기존 컴퓨팅 환경을 훨씬 뛰어넘기 때문이다. 딥러닝, 자연어 처리, 컴퓨팅 비전 등 AI 모델을 개발, 학습, 배포하는 과정에 포함되는 연산 작업들은 매우 고도화된 병렬 구조를 가지며 방대한 처리 능력을 요구하기 때문에 GPU의 중요성이 증가했다. GPU는 수천 개의 코어로 설계되어 동시다발적 계산을 수행하는데 탁월하다. 고밀도 AI 클러스터는 연산 효율성과 처리량 극대화를 위해 수많은 GPU를 특수하게 그룹화했다. AI 데이터센터 용량 수요는 2023년에서 2030년 사이에 연평균 약 33%씩 성장할 것으로 예상된다. 특히 GW 규모의 데이터센터는 GPU같은 AI 가속기를 10만대 이상 탑재하고 있다.

급증하는 전력 수요 감당을 위해
전압과 전력 모두 효율성 개선

고밀도로 급증하는 전력 수요를 감당하기 위해 전압과 전력 변환 양쪽에서 효율성을 개선하고 있다. 일반적으로 데이터센터는 킬로와트(kW) 수준의 전력을 요구하는 랙에 120~220V AC(단상) 또는 208~400V AC(3상)의 배전 방식을 사용한다. 이는 MW 규모의 랙에 부적합하기 때문에 전압 레벨을 높이고 AC/DC 변환 단계를 줄이는 아키텍처로 나아가고 있다.

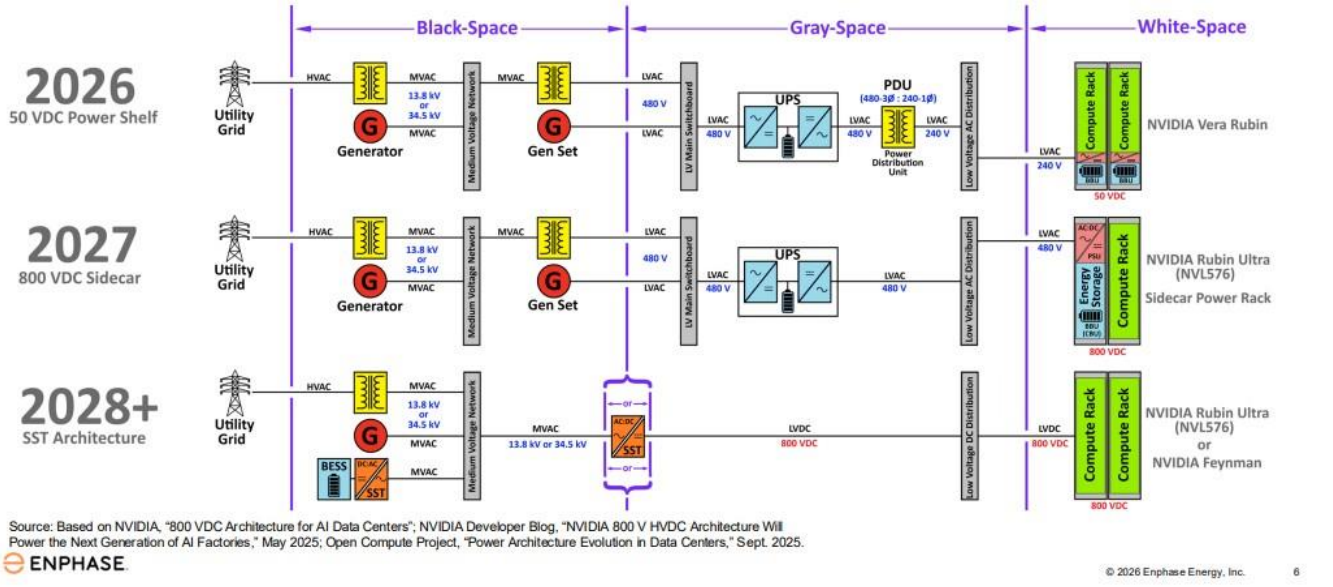
전력 수급 병목 심화 전망

도표 3. 미국 데이터센터의 AI 전용 용량과 전력 수요 전망



자료: ABI Research, Mckinsey, 하나증권

도표 4. 데이터센터 Black/Gray/White Space의 구분



자료: 엔페이즈에너지, 하나증권

(2) Gray-Space의 변화와 White-Space의 극대화

800V DC는 Kyber 랙 스타일 출시와 함께 본격화될 전망

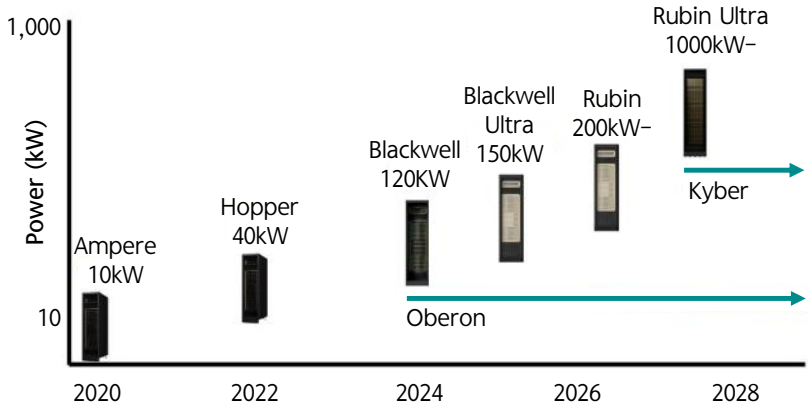
엔비디아는 1MW급 이상의 IT랙을 수용하기 위해 2027년부터 800V DC 전력 인프라로의 전환을 주도하고 있다. 이는 **2027년 예정된 Kyber 랙 스케일 시스템의 출시**와 함께 본격화될 예정이다.

415V AC 각 단계별 전력 변환 시 약 5~15% 수준의 전력 손실 발생

현재 데이터센터의 Gray-Space에서는 유틸리티로부터 공급되는 중압의 전력(35kV AC-> 22.9kV)을 저압(415V AC)으로 낮추는 변환이 처음 이루어진다. AC **UPS**(무정전 전원 장치)는 직류(DC)로만 충전이 가능해 415V AC는 DC로 변환되어 충전되며, 충전된 전력은 서버 전송을 위해 다시 AC로 변환된다(AC-DC-AC). **PDU**(전력 분배 장치)에서는 UPS를 거친 415V AC 전력이 개별 서버 랙으로 안전하게 분배된다. **PSU**(서버 전원 공급 장치)는 발전소나 대형 UPS에서 넘어온 AC 전기를 서버 내부의 부품에 적합한 12V/48V 저전압의 DC로 바꾸는 최종 변환기의 역할이다. 즉 기존의 교류(AC) **환경에서는 각 단계별 전력 변환 시 약 5~15% 수준의 전력 손실이 발생**한다.

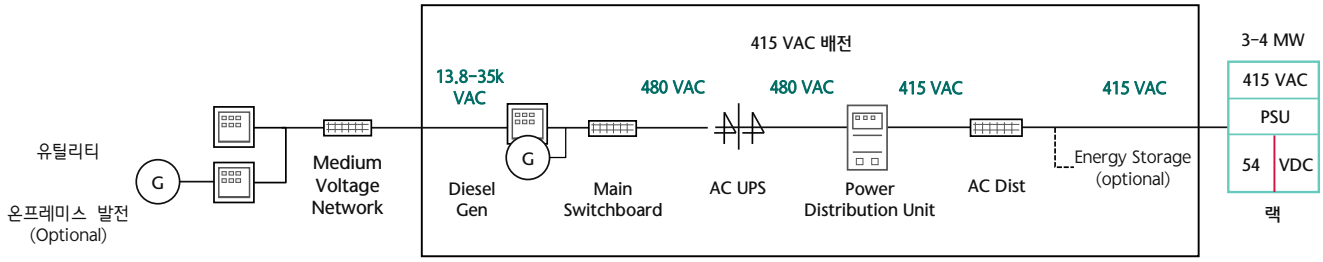
2027년 Kyber 등장 예정

도표 5. 2027년 엔비디아 Kyber 랙의 등장



자료: 엔비디아, 하나증권

도표 6. 2025년의 멀티 AC-to-AC 방식



자료: GE버노바, 하나증권

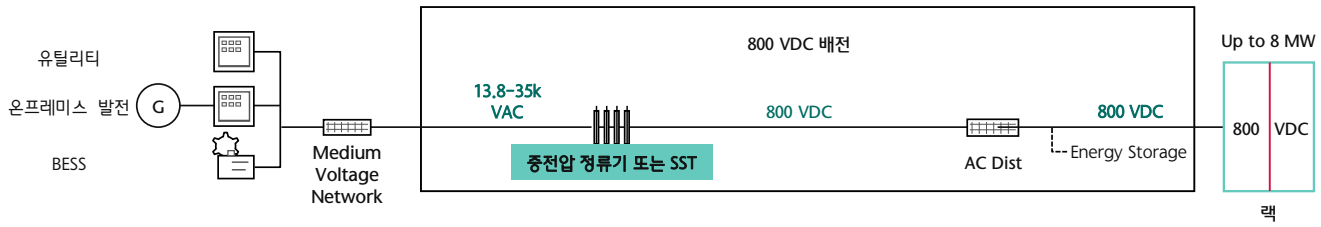
800V DC

800V DC는 AC 방식 대비 에너지 효율과 전력 전송 능력을 극대화한다. **고압의 AC는 정류기/SST를 통과하며 중앙집중형 800V DC 전력으로 변환**된다. 이 단계가 800V DC 데이터센터의 핵심 과정으로 기존 시스템(AC -> DC(배터리) -> AC(UPS 출력) -> DC(서버))의 복잡한 과정을 생략해 변환 손실이 줄어들게 된다. 1) 다수의 AC-to-DC 변환 과정에서 오는 에너지 손실을 줄일 수 있어 'token per watt' 극대화가 가능하며, 2) 스위치기어, 배전반, 버스웨이를 더 컴팩트하게 구성할 수 있어 공간 효율성이 높아진다는 장점이 있다

과도기에는 Side Power Rack

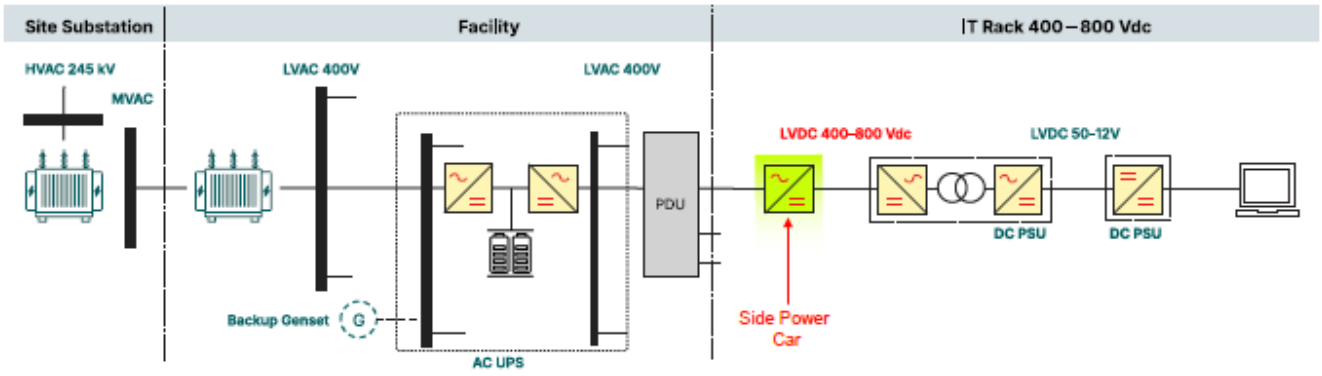
단기적으로는 기존의 AC 배전 인프라를 유지한 채 AC를 DC로 변환해 랙에 DC를 공급하는 **'Side-Power-Rack'을 추가하는 방식**이 유지될 가능성이 높다. 다만 이러한 방식은 여러 단계의 중복된 전력 변환 과정을 거치므로 에너지 효율이 상대적으로 떨어진다. 새로운 장비의 도입으로 더 많은 공간이 필요하며 AC 부품 연결을 위해 대량의 저전압 케이블이 필요해짐과 동시에 DC측 Side-Power-Rack에도 추가적인 연결선이 늘어난다. 결과적으로 CAPEX와 OPEX가 모두 증가할 가능성은 높으나 컴퓨팅 밀도는 오히려 감소해 본질 취지에 역행하는 것이다.

도표 7. 2027년의 AC-to-800 V DC



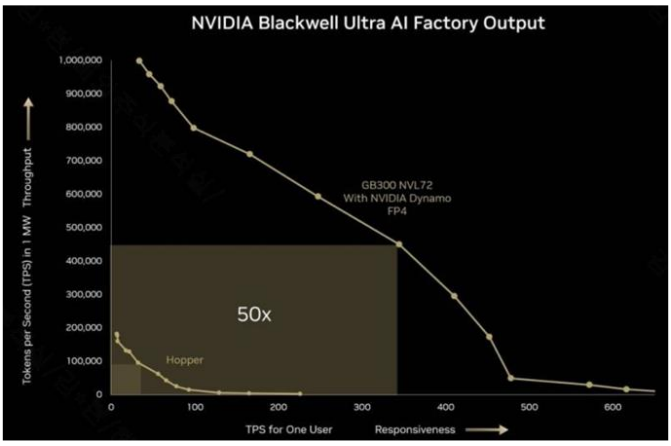
자료: GE버노바, 하나증권

도표 8. 과도기에는 Side Power Rack의 역할이 중요



자료: 엔비디아, 하나증권

도표 9. Blackwell은 Hopper 대비 TDP 75% 증가, 성능은 50배 개선



주: TDP는 열설계전력을 의미
자료: 엔비디아, 하나증권

도표 10. 엔비디아의 800V DC 파트너

ABB, Alpha & Omega Semiconductor, Analog Devices, BizLink, Delta, Eaton, EPC, flex, GE Vernova, Heron, Hitachi Inspire the Next, Infineon, Innoscience, Lead Wealth, Liteon, Megmeet, Mitsubishi Electric, MPS, Navitas, onsemi, Power Integrations, Renesas, Richtek, Rohm, Schneider Electric, Siemens, ST, Texas Instruments, Vertiv

자료: 엔비디아, 하나증권

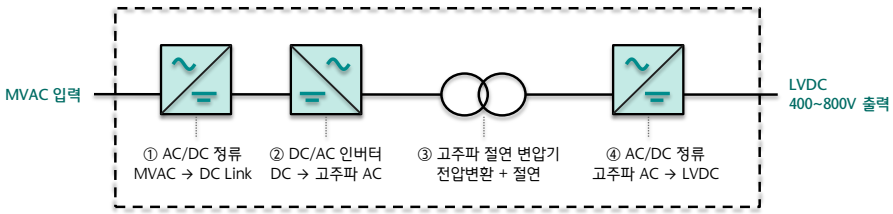
2) 태양광 인버터 업체들의 SST 진출

(1) 800V DC의 핵심, SST(반도체 변압기)

800V DC 배전의 핵심인 SST(Solid State Transformer)는 전압을 조절하는 **변압기**와 교류 전기를 직류로 바꾸는 **AC-DC 정류기** 기능을 동시에 수행하는 전력기기다. 기존 배전용 변압기는 직류 전환이 불가능하므로 변압기를 통과한 이후에 AC/DC 컨버터를 한번 거치는 반면 SST는 두 과정을 모두 수행한다. SST는 크게 MV를 정류하는 AFE(Active Front End) 컨버터부와 MVDC를 LVDC로 감압하는 컨버터부로 구성된다. 각 구역마다 **전력 반도체(SiC 또는 GAN)**가 느린 교류를 초고속 진동 상태로 만들고(주파수를 높이고) 한 쪽 방향으로만 흐르도록 정류된다.

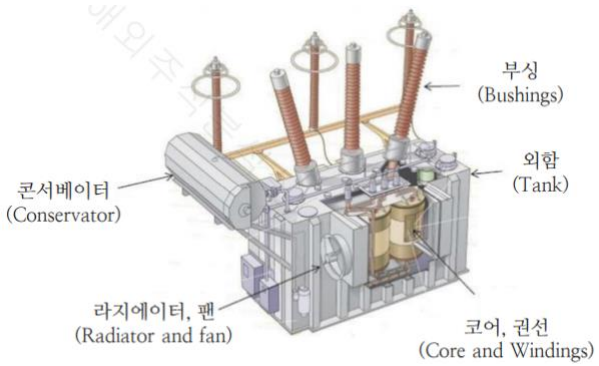
기존 산업용 변압기는 구리선 뭉치로 구성된 1차 코일에 전류가 유입되면 변압기가 거대한 전자석으로 변하고 가운데 있는 사각 철심을 통해 반대편 2차 코일로 이동한다. 2차코일에서는 넘어온 자기장이 반응하며 새로운 유도기전력을 뿜어내게 되는 방식이다. 결국 처음에 들어오는 고전압은 1차, 2차 코일을 몇 번 감았냐(권선비)에 따라 출력되는 전압이 바뀌는 것이다.

도표 11. SST 내부의 전력 변환 구조



자료: 엔비디아, 하나증권

도표 12. 기존 산업용 변압기



자료: 하나증권

도표 13. SST 변압기

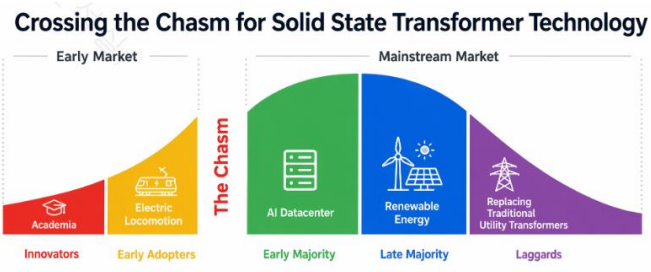
자료: 하나증권

도표 14 전통 변압기와 SST 변압기 비교

특징	기존 변압기	SST 변압기
변환 단계	다단계	단일 단계
효율	90% 미만	97% 초과
설치 면적	큼	최대 60% 축소
배포 속도	느림	더 빠름
유지보수	복잡함	단순화
DC 지원 역량	간접적	네이티브 DC 출력
AI 데이터센터 준비도	제한적	AI 워크로드용으로 구축됨

자료: ETAC, 하나증권

도표 15. 캐즘을 지나고 있는 SST



자료: 엔페이즈에너지, 하나증권

도표 16. 랙 밀도가 200kW를 초과하면 공랭 냉각 방식은 한계에 도달

자료: 엔페이즈에너지, 하나증권

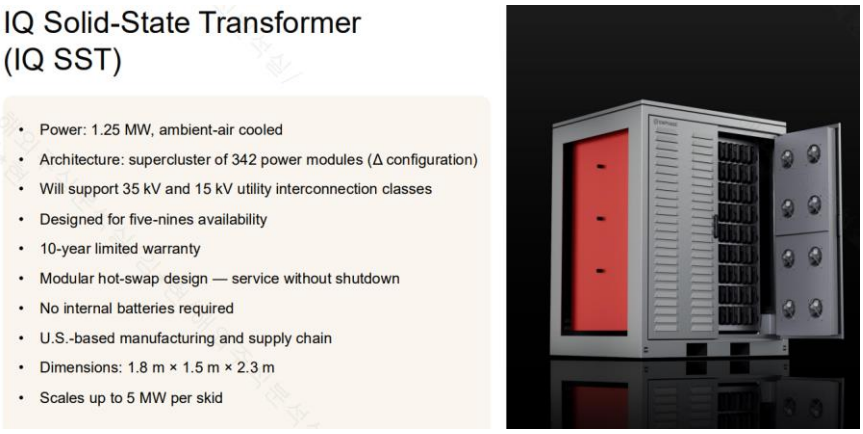
(2) 태양광 인버터 업체들의 SST 진출

최근 엔페이즈에너지(ENPH.US), 솔라엣지(SEDG.US) 등 **미국 주택용 태양광 인버터 업체들이 SST에 적극적으로 진출**하고 있다. 태양광 인버터는 패널이 만든 DC 전기를 AC 전기로 바꿔주는 역할을 한다. 인버터가 본질적으로 전력반도체 기반의 고전압, 고효율 전력 변환 장치라는 점에서 SST로의 역량을 넓히고 있다. 게다가 기존 인버터 시장이 중국 기업들과의 가격 경쟁으로 수익성 우려가 심화된 것 역시 DC 배전으로의 포지셔닝 변화의 이유이다.

엔페이즈에너지는 '26년 4월 말 **기존 마이크로인버터의 설계를 기반으로 IQ SST의 개발을 발표**했다. 용량은 랙당 1.25 MW로 유닛당 342개의 모듈이 결합된 형태다. 15kV 및 35kV의 중전압(MW) 유틸리티 그리드와 직접 연계되며800 VDC (±400 VDC)로 출력된다. 변환 효율은 98.5%로 높다. 엔페이즈에너지는 2026년 2분기에 샘플 검증을 마치며 2027년부터 파일럿 검증 수행, Rubin Ultra 등장에 맞춰 2028년부터 양산될 예정이다.

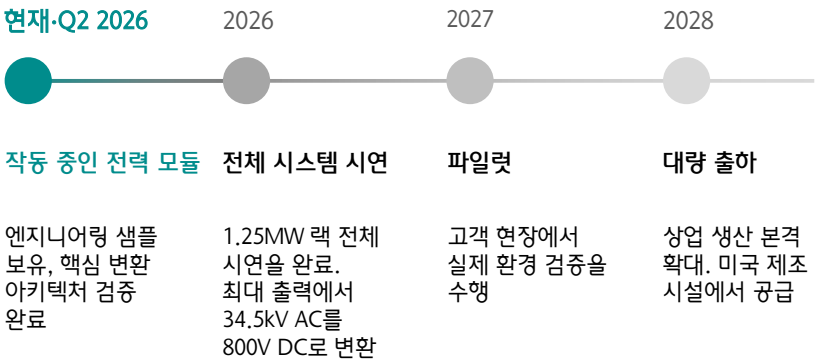
솔라엣지 역시 '25년 12월 전력반도체 업체 Infineon과 협력을 통해 데이터센터를 겨냥한 SST 개발 계획을 공개했다. 엔페이즈는 GaN(질화갈륨) 기반의 다중 분산 칩 아키텍처를 사용했던 것과 달리, 솔라엣지는 SiC(탄화규소) 기술을 채택해 유닛당 용량이 상대적으로 큰 장점이 있어 2~5MW 급이다. 99% 이상의 효율을 제공하고 있으며 타임라인은 엔페이즈에너지와 유사하다.

도표 17. 엔페이즈에너지 IQ SST 소개



자료: 엔페이즈에너지, 하나증권

도표 18. 엔페이즈에너지 IQ SST 로드맵



자료: 엔페이즈에너지, 하나증권

2. 데이터센터에 요금을 전가하는 전력시장

1) PJM이 제안하는 RBP: 비상 전력 확보 매커니즘

PJM 용량경매에서 예비력 채우지 못하는 사태 발생

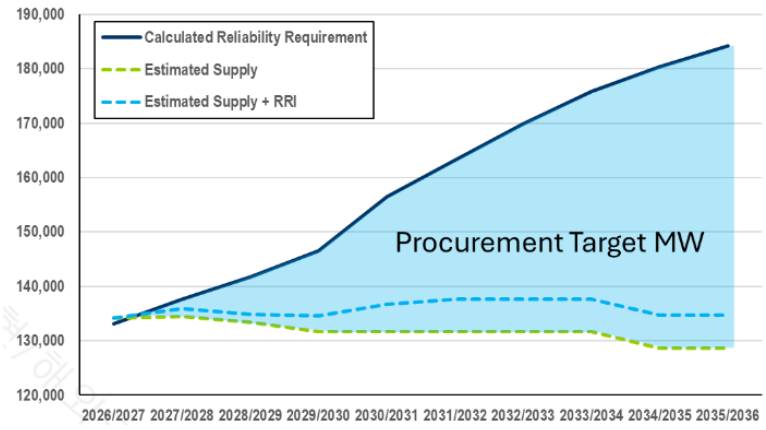
PJM은 2025년 12월 공개한 2027/2028 BRA(Base Residual Auction)에서 사상 처음으로 필수 예비력을 채우지 못하는 사태가 발생했다. PJM은 원래 만약의 사태를 대비해 20%의 예비율(Reserve Margin)을 확보하지만 이번 경매에서는 발전소가 내놓은 용량의 부족으로 14.8%밖에 확보하지 못한 것이다. 요구 조건보다 6,623 MW가 부족했다. 이는 데이터센터의 전력 수요가 새로운 공급을 계속해서 훨씬 앞지르고 있다는 것을 보여준다. 2027/2028 최고 부하(Peak Load)는 2026/2027 용량 경매에서 사용한 예측치보다 5,250 MW 증가했으며 증가분 중 5,100 MW가 데이터센터 수요로 인한 것이었다. PJM의 예측에 따르면 대규모 부하의 급증과 일반 부하의 성장세가 더해지며 향후 10년 내 약 50~60 GW에 달하는 잠재적 용량 부족이 발생할 수 있다.

BRP는 그 해결책으로 등장

RBP(Reliability Backstop Procurement)는 BRA의 첫 미달 사례로 등장한 일회성의 제도이다. 백악관과 PJM 관할 주지사들이 공동 서명 발표로 PJM에 비상 대책을 요구한 것 역시 RBP의 등장이 앞당겨진 계기가 되었다. BRP는 2026년 2월 처음으로 제안되었으며 PJM이 기존에 유지하던 시장 자율 시스템의 한계를 인정하며 개입을 시작한 것이다.

도표 19. RRI를 추가하더라도 전력 부족의 정도는 점차 심화될 전망

***RRI(Reliability Resource Initiative)는 인프라 패스트트랙**



자료: PJM, 하나증권

① 2026.9 양자계약

RBP(Reliability Backstop Procurement)는 크게 두 단계로 이루어진다. 두 단계의 목적은 이미 발전 계통 연계 계약(GIA) 체결을 완료하고 부지를 확보한 자원과 이와 달리 더 많은 시간이 필요한 자원 간의 개발 기간을 인정하고 반영하기 위함이다. **첫번째 단계는 양자계약으로 2026년 9월 예정**되어 있으며 약 4~6개월의 기간이 소요될 것으로 전망한다. IPP 등 민간 발전사(판매자)와 대규모 부하를 유발하는 하이퍼스케일 데이터센터 개발사(구매자)이 구매 당사자로 참여한다. **중요한 것은 PJM이 계약서의 양식이나 가격 등에 개입하지 않는다는 것**이다. 표준 계약서나 필수 거래 구조가 없어 당사자들은 맞춤화된 형태로 계약을 협상할 수 있으며 대규모 수요처는 여러 프로젝트로부터 공급 물량을 모으는 방식을 사용하는 것이 가능하다.

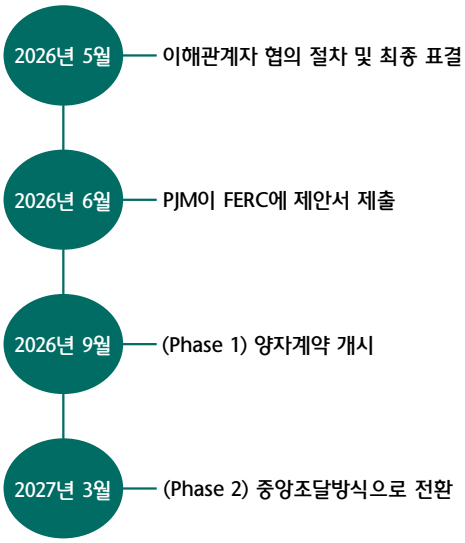
② 2027.3 중앙조달방식

첫번째 단계 이후 PJM은 전력 수요와 1단계를 통해 확보된 신규 물량을 비교한 뒤 두번째 단계를 수행한다. **두번째 단계는 양자 계약만으로 필요한 물량을 채우지 못했을 때 가동하는 PJM 주도의 중앙 집중식 구매 단계**다. 아직 설계 초기 단계에 있거나 인프라가 추가로 필요해 시간이 더 걸리는 발전 사업자를 대상으로 PJM이 경매 시스템을 여는 것이다. 2027년 3월경 시작해 9~12개월 혹은 그 이상이 소요될 것으로 예상된다.

원자력, 천연가스, 온사이트 수혜

IPP 등 발전사 입장에서는 1년 단위로 재계약을 해야 하는 BRA와 달리 최대 15년 동안 고정값을 보장받는다는 점에서 안정적으로 자금을 조달하는 것이 가능하다. 세부 에너지원 중에는 데이터센터에 필수적인 24/7 안정적인 전력을 제공하면서도 RBP의 요구조건인 **2031년 6월까지 COD를 개시**할 수 있는 원자력 혹은 천연가스가 유리하다. 완전히 새로 짓는 발전소뿐 아니라 기존 발전소의 용량을 늘리는 경우도 포함되기 때문이다. 인허가가 상대적으로 훨씬 짧으며 고밀도 설치가 가능한 SOFC 연료전지 역시 매력적인 선택지다.

도표 20. PJM의 RBP 타임라인



자료: 콘스텔레이션에너지, 하나증권

2) ERCOT의 교훈: 불확실성보다는 차라리 까다로운 규칙을 선호

텍사스 ERCOT은 대체로 낮은 전기요금과 천연가스 인프라, 빠르게 증가하는 재생에너지 비중을 바탕으로 PJM에 이어 미국에서 두번째로 데이터센터 비중이 큰 시장이다. FERC에 따르면 2025년 말 기준 미국 데이터센터 전체 캐파는 50GW로 2020년부터 CAGR +24% 증가했다. 가장 캐파가 빠르게 증가한 지역은 MISO(CAGR +43%)였으며 ERCOT, SPP, SE가 CAGR +28~30%로 높았다. 각 **시장별 데이터센터 캐파 비중은 PJM 31%, ERCOT 20%, West 18%, MISO 9%** 수준이다.

ERCOT은 2025년 6월 **상원법안 6호(SB 6)**를 발효했다. 핵심은 데이터센터 등 대형 소비자로 인한 전력 요금 상승을 원인 제공자인 데이터센터가 직접 감당하도록 하는 것으로 PJM보다 앞서 정책이 시행되었다. 단일 사이트 기준 **75MW이상의 대규모 부하를 대상으로 송전망에 대한 업그레이드 비용을 일반 가정이 아닌 대형 소비자가 직접 부담**하도록 하는 것이다.

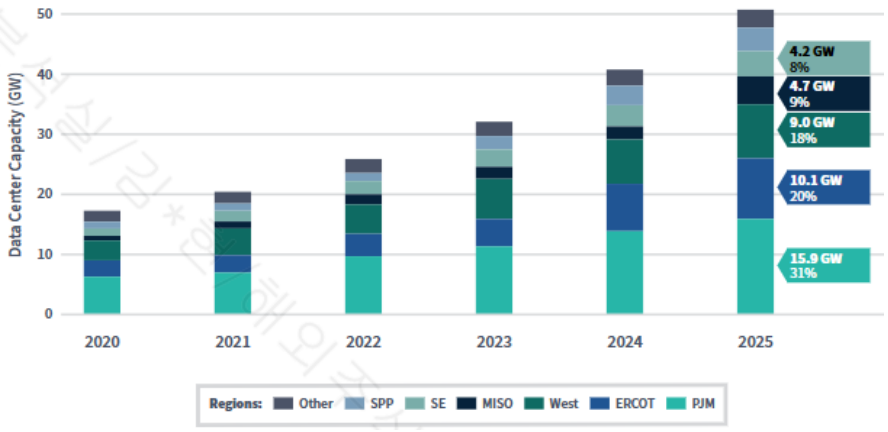
법안이 처음 발효될 당시, 대규모 전력사용자의 규제를 강화하고 있어 ERCOT의 데이터센터 개발이 크게 제한될 것이라는 우려가 있었다. 다만 규제가 확정되자 오히려 구글 텍사스 데이터센터를 포함해 다수의 거래가 발생해 **시장은 불확실성보다 차라리 까다로운 규칙을 선호**한다는 것을 증명했다. 현재는 텍사스 공공유틸리티위원회가 해당 법안 실행을 위한 세부 규칙을 제정해 단계별로 적용하는 단계에 있다.

SB 6는 **BTM에 대한 규제를 추가**해 온사이트 발전에 시사점을 주었다는 데에도 의미가 있다. 75MW 이상의 대형 시설 중 자체 온사이트 발전 용량이 50% 이상을 감당할 수 있는 시설을 대상으로 온사이트 발전기의 램프업 시간, 최장 가동 시간 등의 정보를 ERCOT에 추가적으로 제공해야 되는 의무가 있다. 전력망 연결 시 막대한 보증금을 필요로 하기 때문에 온사이트 비중을 늘리고 전력망 신청 용량을 줄이는 것이 수수료 절감의 방안이 될 것으로 전망한다.

PJM 31%

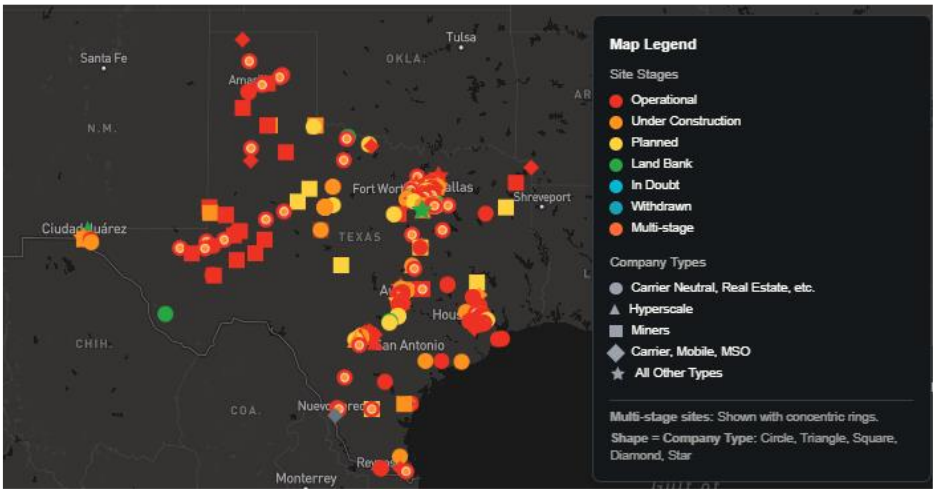
ERCOT 20%

도표 21. 전력시장별 데이터센터 캐파 연간 추이



자료: FERC, 하나증권

도표 22. 텍사스주의 데이터센터 분포



자료: BAXTEL, 하나증권

3. BTM 에너지에 지속되는 관심

1) 가스터빈과 디젤발전기를 100% 대체하기 시작한 SOFC

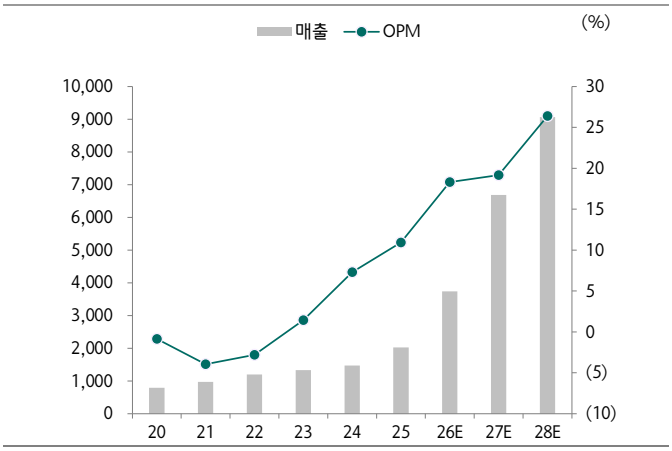
블룸에너지 Project Jupiter

글로벌 1위의 SOFC 제조사인 블룸에너지(BE.US)는 가스터빈과 디젤 발전기를 100% 대체하기 시작하며 2025년 중순 첫 오라클 수주로 시작했던 모멘텀을 이어가고 있다. 이후 대규모 확장 계획은 Project Jupiter로 구체화되었다. 뉴멕시코에서 진행되는 규모 2.45GW의 프로젝트로 블룸에너지 SOFC가 백업 발전이 아니라 완전한 주 전원으로서 공급될 예정이다.

Time to power, 빠른 납기의 강점

전력망 병목으로 데이터센터의 최대 밀집 지역인 북부 버지니아 지역에서는 그리드 연결에 최대 7년까지 소요되고 있다. 전력망 병목은 리쇼어링 이후 점차 가속화되고 있다. 비록 아직 PPA LCOE가 99달러/MWh로 경제성을 확보하지는 못했다고 하더라고 90일 납기는 time to power 측면에서 가장 우수하다. 단기적으로는 capex가 높음을 감안하더라도 운영비가 상대적으로 적기 때문에 앞선 Project Jupiter 처럼 SOFC가 주전원으로서 장기적으로 중요해졌을 때는 경제성을 점차 회복할 공산이 크다. 게다가 연료전지는 DC 전기를 생산하고 있어 추후 800V DC가 상용화된다면 추가적인 우위를 점하게 될 것으로 예상한다.

도표 23. 블룸에너지 연간 매출, OPM 추이 및 전망



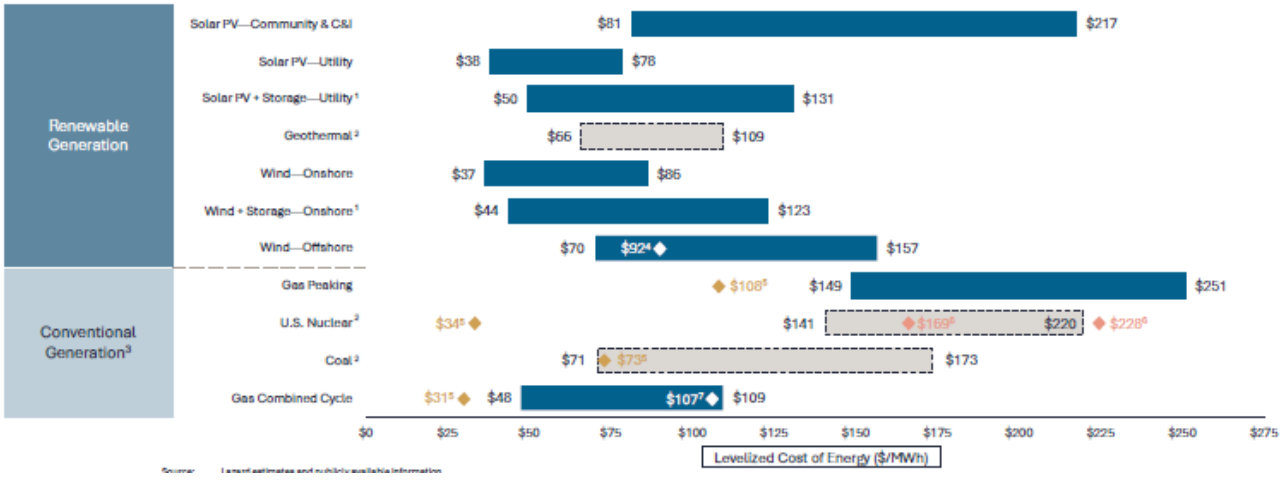
자료: LSEG 전망치, 하나증권

도표 24. 온사이트 발전원 비교

종류	unit당 크기 (MW)	리드타임 (개월)	가동 후 최대 출력 도달 시간 (분)
항공기 파생형 GT	30-60	18-36	10
산업용 GT	5-50	12-36	20-30
소형 CCGT	40-100	18-36	30-60
중속 엔진(RICE)	7-20	15-24	5-10
고속 엔진(RICE)	3-5	15-24	5-10
연료전지	0.325	3-4	Baseload
H 클래스 CCGT	600-1000	36-60	30-60

자료: 하나증권

도표 25. 발전원별 LCOE 비교(2025년 ver.): 블룸에너지 PPA는 $99/MWh



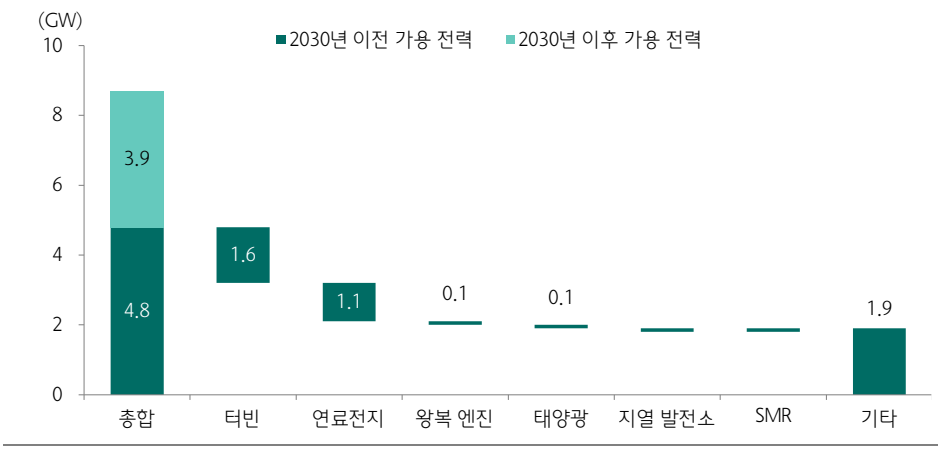
자료: Lazard, 하나증권

도표 26. 주요 데이터센터 발전원의 건설 기간 및 탄소 배출 비교

전원 종류	건설 기간	변동형/조정 가능	글로벌 평균 CO_2 배출강도 (g CO_2/kWh)	글로벌 평균 발전단가 (LCOE, USD/MWh)
유틸리티 태양광	1-4년	변동형	0	60
육상 풍력	2-5년	변동형	0	50
해상 풍력	3-7년	변동형	0	110
수력 발전소	5-15년	변동형(런오브리버) / 조정 가능(저수지)	0	80
지열	3-8년	조정 가능	0	80
원자력 (신규)	5-15년	조정 가능	0	90
원자력 (재가동)	2-5년	조정 가능	0	60
석탄	3-6년	조정 가능	960	80
가스 복합화력 (CCGT)	2-4년	조정 가능	390	80
가스 단순화력 (GT)	1-3년	조정 가능	620	220

자료: IEA, 하나증권

도표 27. 2030년까지 계약된 온사이트 발전



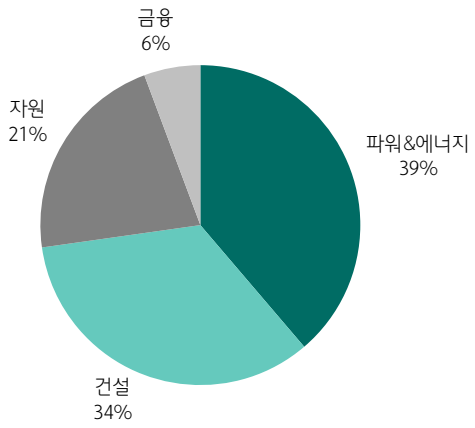
자료: Bloomenergy, 하나증권

2) 산업재 대장도 데이터센터 발전기에 집중

S&P 500 산업재 섹터 시총 1위 기업인 캐터필러(CAT.US)는 전통적인 중장비 제조사에서 온사이트 인프라 업체로 무게중심을 옮겼다. 에너지 및 운송 사업부는 FY25년 기준 매출 286억 달러로 전체 비중의 39%를 차지한다. 파워&에너지 부문의 엔드마켓에서는 전력 생산 부문이 차지하는 비중이 43%로 가장 높은 편이다. 특히 데이터센터향으로 가스 왕복엔진과 터빈을 판매하고 있다. 캐파는 최대 10MW 수준에 달할 것으로 예상된다. 특히 디젤엔진, 가스엔진과 가스터빈의 종합포트폴리오를 제공하고 있다는 점이 경쟁사와 차별화된다. 2024년 대비 대형 엔진의 캐파는 2배, 가스터빈의 캐파는 2.5배 확대했다.

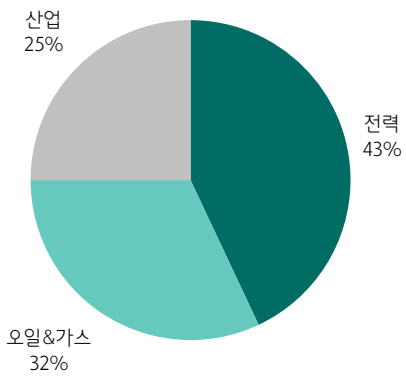
2026년 1월, 캐터필러는 AIP(American Intelligence Power)의 '모나크 컴퓨트 패스트' 구축을 위한 계약을 공개했다. 2GW 규모의 천연가스 발전기로 2026년 9월부터 2027년 8월까지 인도 일정이 예정되어 있다. **완전한 BTM 방식의 전력 공급으로 부하를 감당하기 위해 별도의 전력회사 송전망이나 배전 인프라를 추가로 요구하지 않는다**. 최종적으로 8GW를 계획하고 있으며 이미 웨스트버지니아주로부터 마이크로그리드 지정을 완료했다.

도표 28 캐터필러 매출 비중(FY2025년 기준)



자료: 캐터필러, 하나증권

도표 29. 캐터필러 파워&에너지 사업부 엔드마켓 비중



자료: 캐터필러, 하나증권

도표 30. 파워&에너지 사업부 포트폴리오

자료: 캐터필러, 하나증권

기업분석

이턴코퍼레이션(ETN.US) 23

콘스텔레이션에너지(CEG.US) 27

지멘스(SIE.GR) 31

2026년 5월 29일 | Global Equity

이턴코퍼레이션 (ETN.US)

800V DC와 액체냉각으로 익스포져 가장 높아

미국

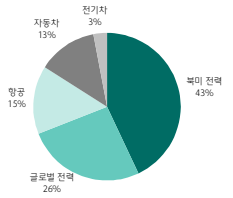
TP(컨센서스)	459.62 USD
CP(5.27)	406.37 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕거래소
산업 분류	산업재
주요 영업	전기 장비
홈페이지	www.eaton.com
시가총액(십억USD)	156.5
시가총액(조원)	235.0
52주최고/최저(USD)	435.4/311.9
주요주주 지분율(%)	
뱅가드	9.86
블랙록	7.87

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.9)	18.0	25.6
상대	(9.3)	11.8	20.7

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	27,448	27,448	31,813	35,139
영업이익	5,209	5,209	6,339	7,489
순이익	4,087	4,087	4,559	5,638
EPS(USD)	12.1	11.1	13.3	15.5
EPS(YOY, %)	0.0	(8.2)	16.0	16.8
ROE(%)	20.2	21.6	23.5	24.5
PER(배)	33.3	28.7	30.3	26.0
PBR(배)	7.1	6.4	7.0	6.2
배당률(%)	1.1	1.3	1.1	1.1

주: 조정 기준
자료: Eaton, Bloomberg 시장 예상치, 하나증권

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

800V DC 익스포져 가장 높은 편

동사는 SST와 액체냉각 포트폴리오를 모두 보유하고 있어 800V DC 익스포져가 가장 높은 기업 중 하나이다. 이미 2020년경부터 DOE의 지원을 받아 중전압 AC를 저전압의 DC로 바꾸는 초기 단계의 SST를 개발한 바 있다. 2025년 말부터는 800V DC를 겨냥한 버스웨이를 공개했다. 1Q26 기준 미국 전체 데이터센터 수주잔고도 228GW로 견조하다. 데이터센터 수주는 3~5년에 걸쳐 매출로 전환되며 2025년 건설 속도 기준 12년치로 1분기만에 1년치가 증가했다. 북미 공급망에 영향을 주었던 1~2월 한파는 모두 마무리되어 3월에 반등 후 4월에도 강한 흐름을 이어가고 있다. 선행지표인 북미 협상 파이프라인은 YoY +81% 급증해 수주 모멘텀이 이어지고 있다.

Boyd 인수를 통해 냉각 포트폴리오 완성

최근 1년 내 액체냉각, 데이터센터 모듈형 인프라와 솔리드 스테이트 변압기(SST) 업체를 인수했으며 엔비디아, 지멘스에너지와는 파트너십을 체결했다. 3월 인수 완료한 Boyd 냉각 사업 부문은 FY26년 연간 매출 17억 달러 이상을 기록할 것으로 전망하고 있다. Boyd 1분기 매출은 YoY 2배 이상 증가했으며 수주잔고 역시 지난 6개월동안 2배로 증가했다. 교류에서 직류 아키텍처로 전환할 경우에도 최대 5%의 전력 절감이 가능할 것으로 추정된다. 800V DC 수주는 올해 하반기에 시작되어 27년 말~28년 초 출하 시작이 예상된다. SST는 하이퍼스케일러를 포함해 약 10개의 프로젝트가 진행 중이며 매우 긍정적인 피드백을 받고 있다고 언급했다. 3월 공개한 Eaton Beam Rubin DSX은 grid-to-chip 플랫폼으로 전력망 고압 전력을 서버 내부 칩이 사용하는 전력으로 변환하는데, 800V DC를 표준 배전 방식으로 채택했으며 액침냉각과 SST를 활용하고 있다.

북미 전력 OPM 우려보단 800V DC 포트폴리오에 대한 기대가 합리적

전례 없는 수요에 따라 FY2026년 연간 Organic 매출 성장률 가이던스를 200bp 상향조정했으며 중간값 기준 +10%다. 주가 하방 압력으로 작용하는 요인은 북미 전력 부문 OPM이다. 1분기 25.6%로 램프업 과정에서 예상보다 높은 투입 비용과 물량 증대에 따라 지난 분기 대비 4.2%p 하락했다. 다만 4월부터 가격 인상되며 램프업 비용은 FY25년 4분기부터 FY26년 상반기에 집중되어 있어 연초 원자재 인플레이션으로 인한 가격 전가에는 시차가 발생하고 있음을 고려해야 한다. 상저하고 흐름으로 가동률 증가와 가격 상승 효과가 발생해 하반기부터 다시 29~30%대 마진 회복이 가시적이다. 마진 우려보다 차세대 전력 모멘텀인 800V DC에 대한 기대감이 더 합리적인 시점이다.

도표 1. 이턴코퍼레이션 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
매출액	**5,943**	**6,350**	**6,345**	**6,240**	**6,377**	**7,028**	**6,988**	**7,055**	**7,451**
YoY	8.4%	8.3%	7.9%	4.6%	7.3%	10.7%	10.1%	13.1%	16.8%
Electrical Americas	**2,690**	**2,877**	**2,963**	**2,905**	**3,010**	**3,350**	**3,410**	**3,506**	**3,600**
YoY	17.3%	13.4%	14.2%	8.7%	11.9%	16.4%	15.1%	20.7%	19.6%
매출 비중	45.3%	45.3%	46.7%	46.6%	47.2%	47.7%	48.8%	49.7%	48.3%
Electrical Global	**1,500**	**1,606**	**1,573**	**1,569**	**1,610**	**1,753**	**1,724**	**1,728**	**1,945**
YoY	0.0%	2.4%	4.7%	3.8%	7.3%	9.2%	9.6%	10.1%	20.8%
매출 비중	25.2%	25.3%	24.8%	25.1%	25.2%	24.9%	24.7%	24.5%	26.1%
Aerospace	**871**	**955**	**946**	**971**	**979**	**1,080**	**1,079**	**1,111**	**1,139**
YoY	8.5%	12.6%	9.1%	8.5%	12.4%	13.1%	14.1%	14.4%	16.3%
매출 비중	14.7%	15.0%	14.9%	15.6%	15.4%	15.4%	15.4%	15.7%	15.3%
Mobility*	**882**	**912**	**863**	**794**	**779**	**845**	**775**	**711**	**766**
YoY	-0.5%	0.0%	-5.8%	-10.6%	-11.7%	-7.3%	-10.2%	-10.5%	-1.7%
매출 비중	14.8%	14.4%	13.6%	12.7%	12.2%	12.0%	11.1%	10.1%	10.3%
매출원가	**3,725**	**3,940**	**3,899**	**3,811**	**3,930**	**4,431**	**4,313**	**4,457**	**4,799**
YoY	3.5%	5.2%	5.8%	2.1%	5.5%	12.5%	10.6%	17.0%	22.1%
원가율	62.7%	62.0%	61.4%	61.1%	61.6%	63.0%	61.7%	63.2%	64.4%
매출총이익	**2,218**	**2,410**	**2,446**	**2,429**	**2,447**	**2,597**	**2,675**	**2,598**	**2,652**
YoY	17.7%	13.7%	11.4%	8.7%	10.3%	7.8%	9.4%	7.0%	8.4%
매출총이익률	37.3%	38.0%	38.6%	38.9%	38.4%	37.0%	38.3%	36.8%	35.6%
영업비용	**1,214**	**1,217**	**1,235**	**1,204**	**1,246**	**1,341**	**1,308**	**1,212**	**1,480**
YoY	12.1%	3.8%	8.7%	4.1%	2.6%	10.2%	5.9%	0.7%	18.8%
SG&A	1,025	1,021	1,028	1,003	1,048	1,149	1,105	1,009	1,269
R&D	189	196	207	201	198	192	203	203	211
조정 영업이익	**1,372**	**1,502**	**1,544**	**1,542**	**1,522**	**1,682**	**1,749**	**1,760**	**1,690**
YoY	26.8%	18.8%	11.3%	13.4%	10.9%	12.0%	13.3%	14.1%	11.0%
OPM	23.1%	23.7%	24.3%	24.7%	23.9%	23.9%	25.0%	24.9%	22.7%
Electrical Americas	**785**	**859**	**892**	**918**	**904**	**987**	**1,034**	**1,046**	**922**
YoY	49.5%	28.4%	24.1%	20.3%	15.2%	14.9%	15.9%	13.9%	2.0%
OPM	29.2%	29.9%	30.1%	31.6%	30.0%	29.5%	30.3%	29.8%	25.6%
Electrical Global	**274**	**305**	**294**	**277**	**300**	**353**	**330**	**340**	**373**
YoY	0.0%	5.2%	10.4%	2.5%	9.5%	15.7%	12.2%	22.7%	24.3%
OPM	18.3%	19.0%	18.7%	17.7%	18.6%	20.1%	19.1%	19.7%	19.2%
Aerospace	**201**	**206**	**230**	**222**	**226**	**240**	**280**	**268**	**304**
YoY	11.7%	7.9%	10.0%	11.0%	12.4%	16.5%	21.7%	20.7%	34.5%
OPM	23.1%	21.6%	24.3%	22.9%	23.1%	22.2%	25.9%	24.1%	26.7%
Mobility*	**112**	**132**	**128**	**125**	**92**	**103**	**105**	**106**	**89**
YoY	8.7%	15.8%	-2.3%	10.6%	-17.9%	-22.0%	-18.0%	-15.2%	-3.3%
OPM	12.7%	14.5%	14.8%	15.7%	11.8%	12.2%	13.5%	14.9%	11.6%
조정 순이익	**966**	**1,096**	**1,132**	**1,120**	**1,070**	**1,155**	**1,199**	**1,297**	**1,094**
YoY	28.3%	23.7%	13.9%	9.4%	10.8%	5.4%	5.9%	15.8%	2.2%
순이익률	16.3%	17.3%	17.8%	17.9%	16.8%	16.4%	17.2%	18.4%	14.7%
조정 EPS	**2.40**	**2.73**	**2.84**	**2.83**	**2.72**	**2.95**	**3.07**	**3.33**	**2.81**
YoY	27.7%	23.5%	15.0%	11.0%	13.3%	8.1%	8.1%	17.7%	3.3%

주: 1Q26부터 Vehicle과 E-mobility를 Mobility로 통합
자료: Eaton, 하나증권

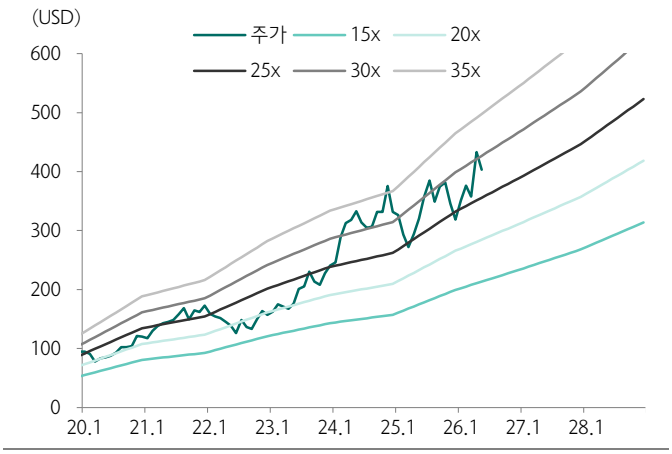
도표 2. 이턴코퍼레이션 연간 실적 추이

(단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**23,196**	**24,878**	**27,448**	**31,653**	**34,939**
YoY	11.8%	7.3%	10.3%	15.3%	10.4%
Electrical Americas	10,098	11,436	13,276		
YoY	18.8%	13.3%	16.1%		
Electrical Global	6,084	6,248	6,815		
YoY	4.0%	2.7%	9.1%		
Aerospace	3,413	3,744	4,249		
YoY	12.3%	9.7%	13.5%		
Vehicle	2,965	2,790	2,505		
YoY	4.8%	-5.9%	-10.2%		
E-Mobility	636	662	605		
YoY	18.2%	4.1%	-8.6%		
매출원가	**14,762**	**15,375**	**17,131**	**18,981**	**20,497**
원가율	63.6%	61.8%	62.4%	60.0%	58.7%
YoY	6.5%	4.2%	11.4%	10.8%	8.0%
매출총이익	**8,434**	**9,503**	**10,317**	**11,848**	**13,422**
매출총이익률	36.4%	38.2%	37.6%	37.4%	38.4%
YoY	22.5%	12.7%	8.6%	14.8%	13.3%
영업이익	**4,446**	**5,959**	**6,713**	**6,328**	**7,428**
영업이익률	19.2%	24.0%	24.5%	20.0%	21.3%
YoY	20.3%	34.0%	12.7%	-5.7%	17.4%
순이익	**3,657**	**4,314**	**4,720**	**5,201**	**6,051**
순이익률	15.8%	17.3%	17.2%	16.4%	17.3%
YoY	20.6%	18.0%	9.4%	10.2%	16.3%
EPS (조정)	**9.12**	**10.80**	**12.07**	**13.30**	**15.49**
YoY	20.5%	18.4%	11.8%	10.2%	16.5%

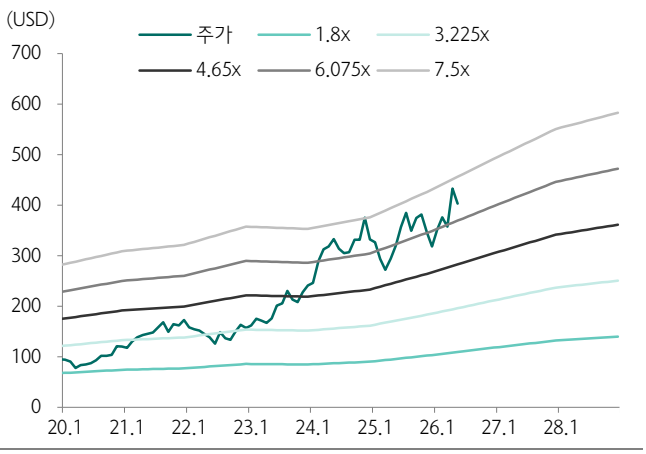
자료: Eaton, LSEG 시장 예상치, 하나증권

도표 3. 이턴코퍼레이션 12M 선행 PER 밴드



자료: Eaton, 하나증권

도표 4. 이턴코퍼레이션 12M 선행 PBR 밴드



자료: Eaton, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	23,196	24,878	27,448	31,813	35,139
매출총이익	8,434	9,503	10,317	11,964	13,643
판관비	4,549	4,871	5,108		
영업이익	3,885	4,632	5,209	6,299	7,456
이자 비용	151	130	241		
기타영업손익	(93)	(64)	36		
세전이익	3,827	4,566	4,932		
법인세	604	768	842		
소수주주이익	5	4	3		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,218	3,794	4,087	5,120	6,049
성장율(YoY)					
매출	11.8	7.3	10.3	15.9	10.5
영업이익	28.7	19.2	12.5	20.9	18.4
순이익	30.7	17.9	7.7	25.3	18.1
수익성(%)					
매출총이익률	36.4	38.2	37.6	37.6	38.8
영업이익률	16.7	18.6	19.0	19.8	21.2
순이익률	13.9	15.3	14.9	16.1	17.2

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	7,511	8,746	11,675	11,801	12,355
현금성자산	297	294	488	555	622
매출채권	3,297	4,076	4,475	4,619	5,387
비유동자산	26,516	26,269	26,757	26,580	28,896
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	3,506	3,717	4,178	4,535	5,084
자산총계	34,027	35,015	38,432	38,381	41,251
유동부채	7,212	6,360	7,747	9,370	9,370
비유동부채	10,364	11,580	11,616	11,994	12,412
부채총계	17,576	17,940	19,363	19,850	21,782
자본금	12,453	12,516	12,638	12,735	12,841
이익잉여금	3,960	4,521	6,398	5,753	6,584
자본총계	16,451	17,075	19,069	18,531	19,469

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	9.1	10.8	12.1	13.3	15.5
BPS	47.7	47.1	50.1	57.4	65.5
SPS	58.1	62.6	70.4	82.6	90.2
DPS	3.4	3.8	4.2	4.4	4.6
주가지표(배)	28.9	33.3	27.8	30.6	26.2
PER	5.1	7.1	6.4	7.1	6.2
PBR	20.7	23.9	20.6	23.6	20.2
EV/EBITDA	4.1	5.3	4.5	5.0	4.5
PSR	1.4	1.1	1.3	1.1	1.1
배당수익률(%)					
	17.8	20.2	21.6	23.4	24.4
재무비율(%)	8.8	9.9	10.3	9.4	10.6
ROE	14.1	16.3	18.1	-	-
ROA	52.1	53.9	54.9	-	-
ROIC	1.5	1.5	1.3	-	-
부채비율	25.7	35.6	21.6	-	-
유동비율					
이자보상배율(배)	9.1	10.8	12.1	13.3	15.5

주: EPS Bloomberg 조정치. 예상치 Bloomberg 시장 컨센서스.
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2,163	2,533	3,624	4,327	4,472
감가/무형상각비	922	954	926	921	1,006
비현금자본증감	(309)	(688)	(149)	(219)	(718)
투자활동	(1,764)	(1,200)	(2,575)	(271)	(1,101)
유형자산처분	0	0	0	85	80
유형자산취득	(575)	(598)	(757)	(808)	(919)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(540)	(1,336)	(855)	(3,988)	(3,304)
배당금	(1,219)	(1,299)	(1,379)	(1,500)	(1,626)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	0	0
장기부채증감	805	300	488	61	342
자본금증감	(59)	(258)	78	(2,423)	(1,823)
잉여현금흐름	1,588	1,935	2,867	3,519	3,553

2026년 5월 29일 | Global Equity

콘스텔레이션에너지(CEG.US)

전례없이 빠르게 규제를 만드는 PJM

미국

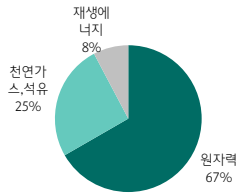
TP(컨센서스)	370.30 USD
CP(5.27)	288.68 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	유틸리티
주요 영업	전기 공익 사업체
홈페이지	www.constellationenergy.com
시가총액(십억USD)	109.3
시가총액(조원)	164.1
52주최고/최저(USD)	412.7/243.3
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	10.5
CAPITAL GROUP COMPANIES INC	6.45

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.8)	(16.0)	1.4
상대	(8.2)	(22.2)	(3.4)

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	25,533	25,533	31,826	33,834
영업이익	3,086	3,086	6,312	6,995
순이익	2,319	2,319	4,044	4,609
EPS(USD)	9.4	9.3	11.7	13.7
EPS(YOY, %)	0.0	(1.2)	25.9	17.2
ROE(%)	31.1	16.8	20.2	18.5
PER(배)	26.9	38.1	25.8	22.0
PBR(배)	5.3	7.6	3.8	3.9
배당률(%)	0.6	0.4	0.6	0.6

자료: CEG, Bloomberg 시장예상치, 하나증권

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

RBP 입찰 참여를 위해서는 2031년까지 상업 운전 가능함을 증명해야

RBP 규제의 타임라인이 가시화되자 CEG는 규제의 불확실성 때문에 의사결정이 미뤄졌던 데이터센터 계약이 더 빠르게 진행될 가능성이 높다고 언급했다. PJM 가이드라인에 따르면 RBP 입찰에 참여하기 위해서는 2031년까지 상업 운전(COD)이 가능함을 증명해야 하기 때문에 원자력과 천연가스에 유리하며 해당 포트폴리오에서 모두 미국 1위 캐파를 보유한 동사의 수혜가 기대된다. 마이크로소프트와 계약을 체결한 스리마일 발전소(Crane 프로젝트)은 2027년 재가동 및 2031년 연결을 예상하고 있으며 현재는 FERC로부터 전체 캐파 크레딧을 인정받는 단계에 있다. CEG의 예상대로라면 올해 6~7월 사이 FERC로부터의 승인이 완료될 가능성이 높다.

데이터센터 전력 자급자족 규제

CEG은 가장 중요한 시장인 PJM에서 전례없이 빠른 속도로 규칙 재정을 시행하고 있어 2029년으로 언급되었던 코로케이션 시행일이 앞당겨질 가능성이 높다고 언급했다. 2026년 6월, PJM은 RBP(Reliability Backdrop Procurement) 최종 제안을 FERC에 제출하고 9월에는 하이퍼스케일러와의 양자계약을 체결할 예정이다. 양자 계약으로도 채우지 못한 전력은 2027년 3월부터 중앙 관리자로서 PJM의 개입할 가능성이 높다. 지난해 공개된 텍사스 상원 법안 6호는 대규모 전력사용자의 규제를 강화하고 있어 ERCOT 지역의 데이터센터 개발을 크게 제한할 것이라는 우려가 지배적이었음에도 불구하고 규제가 확정되자 거래가 다수 발생했다. ERCOT은 단기적인 선물 가격 약세에도 불구하고 대기열을 고려할 때 특히 2028년~2029년에 폭발적인 성장을 기록할 가능성이 높다. 불확실성보다는 차라리 까다로운 규칙을 선호하는 모습은 PJM에서도 반복될 것으로 전망한다.

원자력과 천연가스는 상업 운전 가능 증명 측면에서 유리

원자력 PTC 증액과 우량 고객사와의 장기계약으로 2029년까지 EPS 성장률은 20%를 기록할 것으로 전망했다. FY26년의 연간 조정 EPS 가이던스를 11.00~12.00달러로 유지했다. 미국 전력 시장이 용량 중심에서 에너지 수급 중심으로 변화한다면 24시간 안정적인 전력을 생산하는 원자력에 대한 선호가 지속될 것으로 전망한다.

도표 1. 콘스텔레이션에너지 분기 실적 추이 (조정 기준)

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
매출액	6,161	5,475	6,550	5,382	6,788	6,101	6,570	6,074	11,122
YoY	-18.6%	0.5%	7.2%	-7.1%	10.2%	11.4%	0.3%	12.9%	63.8%
영업비용	5,348	4,375	5,085	4,479	6,337	5,150	5,484	5,476	8,804
YoY	-29.3%	-8.4%	-1.0%	-23.6%	18.5%	17.7%	7.8%	22.3%	38.9%
전력 구매 & 연료비	3,417	2,292	3,119	2,591	4,384	3,132	3,567	3,598	6,352
YoY	-40.4%	-20.6%	-7.4%	-35.5%	28.3%	36.6%	14.4%	38.9%	44.9%
% of Opex	63.9%	52.4%	61.3%	57.8%	69.2%	60.8%	65.0%	65.7%	72.1%
운영 & 유지 비용	1,486	1,645	1,535	1,493	1,545	1,617	1,511	1,486	1,780
YoY	3.8%	11.4%	13.5%	5.0%	4.0%	-1.7%	-1.6%	-0.5%	15.2%
% of Opex	27.8%	37.6%	30.2%	33.%	24.4%	26.5%	23.0%	27.1%	20.2%
감가상각비	306	296	266	255	248	254	241	242	443
YoY	14.6%	8.0%	0.0%	-11.5%	-19.0%	-14.2%	-9.4%	-5.1%	78.6%
% of Opex	5.7%	6.8%	5.2%	5.7%	3.9%	4.9%	4.4%	4.4%	5.0%
세금(소득세 제외)	139	142	165	140	160	147	165	150	229
YoY	5.3%	2.2%	11.5%	4.5%	15.1%	3.5%	0.0%	7.1%	43.1%
% of Opex	2.6%	3.2%	3.2%	3.1%	2.5%	2.9%	3.0%	2.7%	2.6%
영업이익	813	1,100	1,467	972	451	951	1,086	598	2,332
YoY	2,522.6%	64.4%	50.2%	흑전	-44.5%	-13.5%	-26.0%	-38.5%	417.1%
OPM	13.2%	20.1%	22.4%	18.0%	6.6%	15.6%	16.5%	9.8%	21.0%
순이익	883	814	1,200	852	118	839	(1)	432	1,603
YoY	765.7%	-1.8%	73.3%	흑전	-86.6%	3.1%	적전	-49.3%	1,258.5%
NPM	14.3%	14.8%	18.3%	15.9%	-86.6%	13.8%	0.0%	7.1%	14.4%
EPS	2.78	2.58	3.82	2.71	0.38	1.91	2.97	1.38	4.49

자료: 콘스텔레이션에너지, 하나증권

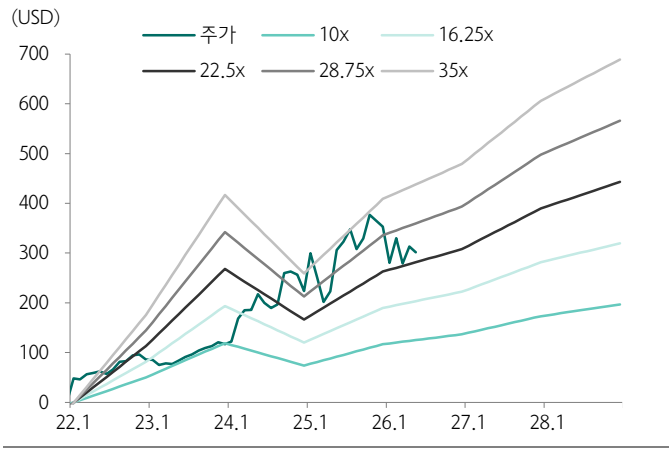
도표 2. 콘스텔레이션에너지 연간 실적 추이 (조정 기준)

(단위: 백만USD, %, USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**24,918**	**23,568**	**25,533**	**29,896**	**30,791**
YoY	2.0%	-5.4%	8.3%	17.1%	3.0%
매출총이익	**7,821**	**11,026**	**9,867**	**14,970**	**15,739**
YoY	12.1%	40.9%	-10.5%	51.7%	5.1%
매출총이익률	31.4%	46.7%	38.6%	50.1%	51.1%
영업비용	**6,211**	**6,674**	**6,781**	**8,516**	**8,369**
YoY	1.2%	7.5%	1.6%	25.6%	-1.7%
% of Sales	32.2%	28.3%	26.6%	28.5%	27.2%
영업이익	**1,610**	**4,352**	**3,086**	**6,454**	**7,370**
YoY	225.3%	170.3%	-29.1%	109.1%	14.2%
영업이익률	6.5%	18.5%	12.1%	21.6%	23.9%
세전이익	**2,447**	**4,516**	**3,511**	**5,476**	**5,991**
YoY	9.0%	84.5%	-22.3%	56.0%	9.4%
순이익	**1,623**	**3,749**	**2,944**	**4,137**	**4,739**
YoY	흑전	130.9%	-21.5%	40.5%	14.6%
순이익률	6.5%	15.9%	11.5%	13.8%	15.4%
EPS	**5.01**	**11.89**	**9.39**	**11.605**	**13.3**
YoY	흑전	137.3%	-21.0%	23.6%	14.6%

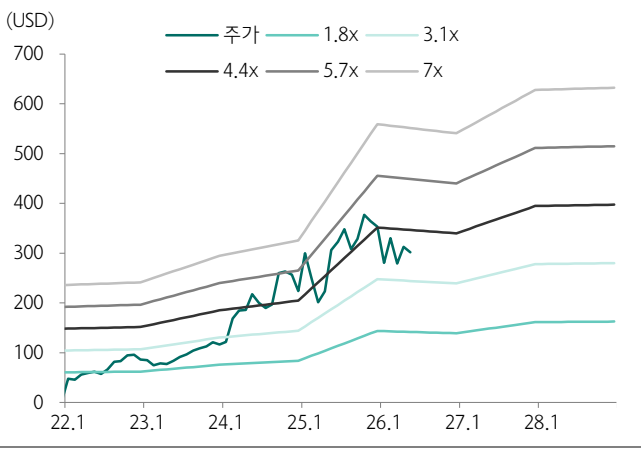
주: 조정 기준
자료: 콘스텔레이션에너지, LSEG 시장 예상치, 하나증권

도표 3. 콘스텔레이션에너지 12M 선행 PER 밴드



자료: 콘스텔레이션에너지, 하나증권

도표 4. 콘스텔레이션에너지 12M 선행 PBR 밴드



자료: 콘스텔레이션에너지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	24,918	23,568	25,533	31,826	33,834
매출총이익	8,917	12,149	10,852	14,956	15,059
판관비	7,307	7,797	7,766		
영업이익	1,610	4,352	3,086	6,312	6,995
이자 비용	431	506	511		
기타영업손익	(1,268)	(670)	(936)		
세전이익	2,447	4,516	3,511		
법인세	859	774	1,187		
소수주주이익	(46)	(11)	4		
특별손실	11	4	1		
당기순이익	1,623	3,749	2,319	4,064	4,731
성장율(YoY)					
매출	2.0	(5.4)	8.3	24.6	6.3
영업이익	225.3	170.3	(29.1)	104.5	10.8
순이익	(1,114.4)	131.0	(38.1)	75.2	16.4
수익성(%)					
매출총이익률	35.8	51.5	42.5	47.0	44.5
영업이익률	6.5	18.5	12.1	19.8	20.7
순이익률	6.5	15.9	9.1	12.8	14.0

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	7,981	9,360	8,299	10,776	12,119
현금성자산	504	422	368	3,022	3,641
매출채권	1,669	2,585	1,934	3,116	3,577
비유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자자산	174	202	563	640	N/A
유형자산	19,612	19,822	22,116	21,235	22,474
자산총계	48,086	46,909	50,758	52,926	57,249
유동부채	7,996	7,839	6,319	7,944	7,944
비유동부채	28,476	27,698	33,153	32,541	34,452
부채총계	36,472	35,537	39,472	39,387	42,396
자본금	10,482	13,274	12,355	11,402	11,043
이익잉여금	737	(2,256)	(1,430)	1,764	3,474
자본총계	11,614	11,372	11,286	13,539	14,853

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	6.3	8.7	9.4	11.7	13.7
BPS	34.5	42.1	46.5	71.2	77.3
SPS	77.1	74.8	81.6	91.5	97.9
DPS	0.9	1.4	1.6	1.7	1.8
주가지표(배)					
PER	22.4	26.9	38.1	24.7	21.1
PBR	3.4	5.3	7.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	11.2	10.7	20.4	15.7	14.3
PSR	1.5	3.0	4.3	3.3	3.1
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.4	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	14.8	31.1	16.8	20.2	18.5
ROA	3.3	7.2	4.2	N/A	N/A
ROIC	7.3	17.8	11.8	-	-
부채비율	82.1	62.1	60.5	-	-
유동비율	1.3	1.6	1.5	-	-
이자보상배율(배)	3.7	8.6	6.0	-	-

주: EPS Bloomberg 조정치. 예상치 Bloomberg 시장 컨센서스.
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	(1,338)	(2,353)	(5,301)	(2,464)	4,237
감가/무형상각비	4,540	2,427	2,514	2,700	2,601
비현금자본증감	(4,076)	(5,774)	(9,820)	(7,149)	(742)
투자활동	3,282	3,104	3,031	7,428	(3,198)
유형자산처분	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
유형자산취득	(1,329)	(1,689)	(2,422)	(2,565)	(2,949)
투자자산증감	(141)	(221)	(228)	(277)	(338)
재무활동	(1,695)	(799)	2,196	(2,289)	(420)
배당금	(1,832)	(185)	(366)	(444)	(486)
단기부채증감	1,242	(923)	485	(1,844)	0
장기부채증감	47	(1,406)	3,027	999	574
자본금증감	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
잉여현금흐름	(2,667)	(4,042)	(7,723)	(5,029)	1,288

2026년 5월 29일 | Global Equity

지멘스 (SIE.GR)

산업자동화 수주 반등 시작

독일

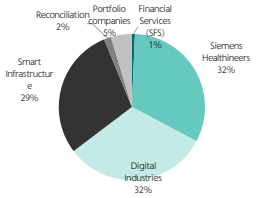
TP(컨센서스) 299.51 EUR
CP(5.27) 274.90 EUR

Key Data

국가	독일
상장거래소	Xetra
산업 분류	산업재
주요 영업	복합 기업
홈페이지	new.siemens.com
시가총액(십억EUR)	213.8
시가총액(조원)	373.8
52주최고/최저(EUR)	277.3/196.5
주요주주 지분율(%)	
블랙록	6.21
CAPITAL GROUP	4.33

주가상승률	1M	6M	12M
절대	11.8	19.9	25.3
상대	7.4	13.8	20.4

매출구성



Financial Data (백만 EUR)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	78,914	78,914	82,675	87,719
영업이익	9,595	9,595	12,318	14,181
순이익	9,620	9,620	8,247	9,446
EPS(EUR)	13.0	10.1	11.0	12.6
EPS(YOY, %)	0.0	(22.2)	9.1	14.7
ROE(%)	16.8	17.0	13.5	14.6
PER(배)	17.4	23.8	24.9	21.7
PBR(배)	2.8	2.9	3.2	3.0
배당률(%)	2.9	2.3	2.1	2.2

자료: 지멘스, LSEG 시장 예상치, 하나증권

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

2026년 4월 800V DC 스위칭 기술 공개

하이퍼스케일러에만 의존해 성장하는 것이 아니라 다른 데이터센터로도 고객사를 다변화하고 있어 고객사 중 데이터센터향 성장 모멘텀이 가장 강하다. 전력화 부문에서도 시장 점유율을 소폭 확대했다. 800V DC 포트폴리오로 공개한 스위칭 기술이 향후 강한 성장 모멘텀이 될 것으로 예상하고 있다. 2026년 4월 SI(전력인프라)사업부에서 SENTRON 3QD2 차단기와 SIRIUS 3RF5는 솔리드 스테이트 스위칭 장치를 공개했다. 차단기는 DC 그리드에서 반드시 필요한 기증 중 하나로 쇼트 발생 시 마이크로초 단위의 초고속 차단을 가능하게 한다. 스위칭 장치는 저항성 부하의 주파 스위칭을 위해 설계되었으며 내구성이 뛰어난 솔루션을 제공한다.

Digital Twin Composer와 에이전트를 적용한 PLC

중국 시장은 전반적으로 회복세를 보이고 있다. 중국이 하이테크 제조업으로 전환하며 전기차와 반도체 등의 수출을 견인하고 있다. 유통사의 재고 수준도 안정적으로 유지되고 있다. 특히 엣지 드라이브나 제어장치 등 신제품의 성장률이 두드러지고 있다. CES 2026에서는 엔비디아와 협력을 확대하며 Digital Twin Composer를 처음 공개했다. 사람이 데이터를 보고 판단했던 기존의 디지털 트윈과 달리 AI 에이전트가 가상에서 먼저 테스트를 진행한 후 현장에 반영하는 형태이다. 지멘스의 CAD/PLC 데이터가 엔비디아의 Omniverse 라이브러리에서 초고해상도의 3D 그래픽으로 시각화된다. 4월 개최된 Hannover Messe 2026에서는 산업용 PLC에 agent를 더한 최초의엔지니어링 에이전트인 Eigen Engineering's agent를 공개했다. 엔지니어들의 PLC 프로그래밍에 agentic AI가 적용된 형태다. 전통적인 산업자동화 End-to-end 강점을 유지한 채 다가오는 배전 인프라에 적극적으로 대응하고 있는 모습이다.

중국 시장은 점진적으로 개선되는 중

1QFY26에 가격 인상이 있었으며 현재는 안정적인 수준을 유지하고 있다. 산업별로는 독보적인 모멘텀을 보이고 있는 반도체와 달리 자동차는 유럽과 일본에서는 정체 상태이며 중국에서는 공급 과잉으로 CapEx 투자가 신중해지며 소폭 둔화되었다. 기계 자동화 수요는 한자릿수 초중반대로 완만한 성장을 기록할 전망이다. 중국은 급격한 반등은 아니지만 점진적으로 개선되는 흐름을 이어가고 있다. 중국 로컬 경쟁사들과 비교했을 때 재구매 고객 등에서 확실한 두각을 나타내고 있다고 언급했다. 상반기 DI(산업자동화)는 +19%, SI(전력인프라)는 +14% 성장하며 시장 점유율을 확대하고 있다.

도표 1. 지멘스 분기 실적 추이

(단위: 백만EUR, %, EUR)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
신규수주	21,639	20,451	19,782	22,933	20,065	21,643	24,719	21,939	27,371	24,114
YoY	-1%	-13%	-16%	8%	-7%	6%	25%	-4%	36%	11%
디지털산업(DI)	3,979	4,252	4,540	4,252	4,213	4,270	4,383	5,511	4,848	4,763
YoY	-33%	-14%	19%	-8%	-8%	0%	-3%	30%	15%	12%
스마트인프라(SI)	5,831	6,093	5,993	6,106	6,196	5,966	5,731	6,184	7,173	7,533
YoY	-3%	10%	12%	12%	6%	-2%	-4%	1%	16%	26%
철도	5,636	3,155	2,399	4,604	2,660	3,871	7,940	2,522	2,872	5,330
YoY	90%	-49%	-71%	46%	46%	23%	231%	-45%	8%	38%
의료장비	5,601	5,749	6,079	7,375	6,336	6,534	6,024	7,247	5,845	5,982
YoY	-8%	2%	8%	2%	13%	14%	-1%	-2%	-8%	-8%
매출액	17,745	19,162	18,900	20,811	18,353	19,757	19,377	21,427	19,139	19,756
YoY	2%	-1%	4%	1%	3%	3%	3%	3%	4%	0%
디지털산업(DI)	4,562	4,505	4,893	4,576	4,052	4,284	4,421	5,031	4,526	4,626
YoY	-5%	-13%	-2%	-19%	-11%	-5%	-10%	10%	12%	8%
스마트인프라(SI)	4,827	5,149	5,416	5,976	5,286	5,744	5,711	6,248	5,534	5,928
YoY	5%	5%	10%	8%	10%	12%	5%	5%	5%	3%
철도	2,700	2,822	2,608	3,291	2,972	3,184	3,073	3,216	3,174	3,036
YoY	10%	6%	2%	14%	10%	13%	18%	-2%	7%	-5%
의료장비	5,175	5,435	5,423	6,328	5,482	5,909	5,662	6,322	5,402	5,680
YoY	2%	2%	4%	4%	4%	9%	4%	0%	-1%	-4%
매출원가	10,707	11,893	11,152	12,885	11,264	12,088	11,840	13,322	11,506	12,071
YoY	Flat	-3%	1%	3%	5%	2%	6%	3%	2%	0%
원가율	61%	62%	59%	62%	61%	61%	61%	62%	60%	61%
매출총이익	7,038	7,269	7,748	7,926	7,089	7,669	7,537	8,105	7,633	7,685
YoY	3%	1%	9%	3%	1%	6%	-3%	2%	8%	0%
매출총이익률	39%	38%	41%	38%	39%	39%	39%	38%	40%	39%
영업비용	4,753	5,184	5,135	5,274	5,025	5,280	5,221	5,841	5,245	5,217
YoY	2%	4%	6%	2%	6%	2%	2%	11%	4%	-1%
SG&A	3,373	3,468	3,571	3,671	3,500	3,659	3,571	4,097	3,608	3,563
R&D	1,496	1,586	1,561	1,651	1,545	1,621	1,650	1,744	1,637	1,654
EBIT	2,948	2,156	2,652	2,704	2,154	2,924	2,650	2,264	2,778	2,747
YoY	46%	-47%	53%	-1%	-27%	36%	0%	-16%	29%	-6%
영업이익률	16%	11%	14%	13%	12%	15%	14%	11%	15%	14%
디지털산업(DI)	839	697	1,077	697	553	598	566	646	692	743
OPM	18%	15%	22%	15%	14%	14%	13%	13%	15%	16%
스마트인프라(SI)	862	828	898	1,022	870	1,355	1,050	1,146	1,037	1,085
OPM	18%	16%	17%	17%	17%	23.6%	18.4%	18.3%	18.7%	18.3%
철도	226	211	202	272	223	265	261	248	261	184
OPM	4%	4%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	6%
의료장비	601	590	677	949	700	847	734	888	678	719
OPM	22%	21%	26%	15%	15%	14%	13%	14%	13%	13%
순이익	2,548	2,196	2,133	2,115	3,868	2,439	2,243	1,837	2,222	2,236
YoY	56%	-38%	48%	11%	52%	11%	5%	-13%	-43%	-8%
순이익률	14%	11%	11%	10%	21%	12%	12%	9%	12%	11%
EPS (조정)	3.03	2.57	2.51	2.42	4.71	2.86	2.61	2.07	2.60	2.60
YoY	62%	-41%	55%	12%	55%	11%	4%	-14%	-45%	-9%

자료: 지멘스, 하나증권

도표 2. 지멘스 연간 실적 추이

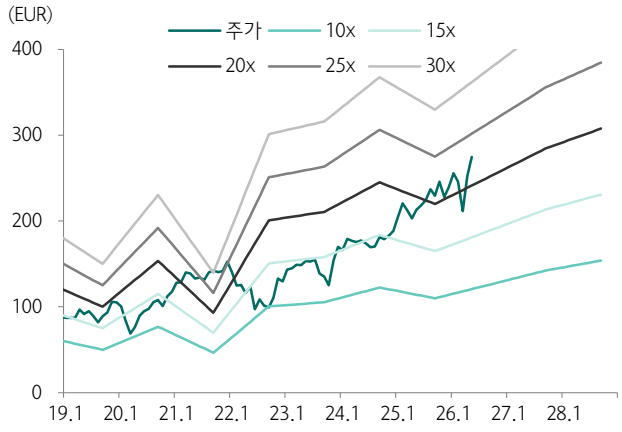
(단위: 백만EUR)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**77,769**	**75,930**	**78,914**	**82,710**	**88,468**
YoY	8.0%	-2.4%	3.9%	4.8%	6.90%
디지털산업(DI)	**21,919**	**18,536**	**17,788**	**19,317**	**20,670**
YoY	12.3%	-15.4%	-4.0%	8.6%	7.0%
스마트인프라(SI)	**19,946**	**21,368**	**22,989**	**24,375**	**25133**
YoY	14.9%	7.1%	7.6%	6.0%	3.1%
철도	**10,549**	**11,421**	**12,444**	**13,332**	**14161**
YoY	8.8%	8.3%	9.0%	7.1%	6.2%
의료장비	**21,681**	**22,361**	**23,375**	**24,005**	**25583**
YoY	-0.2%	3.1%	4.5%	2.7%	6.6%
매출원가	**48,116**	**46,107**	**48,515**	**50,401**	**53,214**
원가율	62%	61%	61.5%	60.9%	60.2%
YoY	4%	-4%	5.2%	3.9%	5.6%
매출총이익	**29,653**	**29,823**	**30,399**	**32,310**	**35,254**
매출총이익률	38%	39%	38.5%	39.1%	39.8%
YoY	15%	1%	1.9%	6.3%	9.1%
영업비용	**19,541**	**20,230**	**21,386**		
YoY	18%	4%	5.6%		
SG&A	13,553	13,984	14,827		
R&D	6,113	6,276	6,559		
영업이익	**9,649**	**9,592**	**9,705**	**11,889**	**13,171**
영업이익률	12.4%	12.6%	12.3%	14.4%	14.9%
YoY	3.9%	-0.6%	1.2%	22.5%	10.8%
순이익	**7,949**	**8,301**	**9,620**	**8,321**	**9,602**
순이익률	10.2%	10.9%	12.2%	10.1%	10.9%
YoY	113.5%	4.4%	15.9%	-13.5%	15.4%
EPS	**9.91**	**10.38**	**12.11**	**10.80**	**12.50**
YoY	115.9%	4.7%	16.7%	-10.8%	15.7%

주: 조정 기준

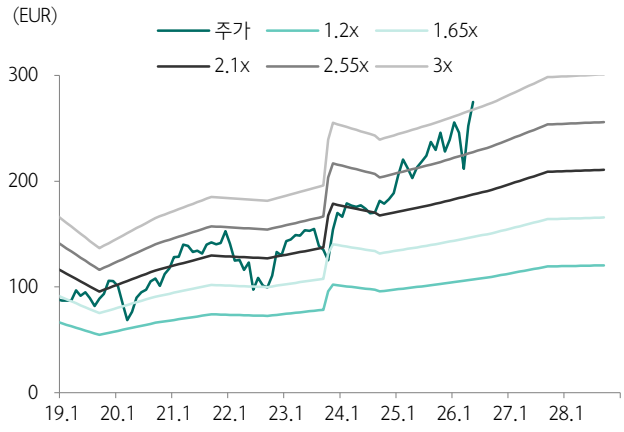
자료: 지멘스, LSEG 시장 예상치, 하나증권

도표 3. 지멘스 12M 선행 PER 밴드



자료: 지멘스, Bloomberg, 하나증권

도표 4. 지멘스 12M 선행 PBR 밴드



자료: 지멘스, Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만EUR)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	74,882	75,930	78,914	82,675	87,719
매출총이익	29,116	29,823	30,399	32,320	34,681
판관비	20,113	20,774	21,785		
영업이익	9,575	9,592	9,595	12,318	14,181
이자 비용	1,440	1,785	1,640		
기타영업손익	(2,991)	(3,420)	(2,875)		
세전이익	11,126	11,227	10,830		
법인세	2,600	2,320	2,501		
소수주주이익	580	691	767		
특별손실	(3)	(85)	(2,058)		
당기순이익	7,949	8,301	9,620	8,461	9,684
성장율(YoY)					
매출	4.0	1.4	3.9	4.8	6.1
영업이익	3.1	0.2	0.0	28.4	15.1
순이익	113.5	4.4	15.9	(12.0)	14.5
수익성(%)					
매출총이익률	38.9	39.3	38.5	39.1	39.5
영업이익률	12.8	12.6	12.2	14.9	16.2
순이익률	10.6	10.9	12.2	10.2	11.0

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만EUR)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	52,298	58,829	60,639	61,353	64,711
현금성자산	9,545	10,465	10,084	9,156	14,495
매출채권	15,517	16,702	17,406	16,963	16,628
비유동자산	87,074	92,673	84,432	86,459	101,491
투자자산	21,411	23,034	21,643	26,305	29,852
유형자산	11,023	11,733	11,938	12,242	13,024
자산총계	139,372	151,502	145,071	147,812	166,202
유동부채	40,000	42,686	44,913	47,261	47,261
비유동부채	50,381	54,011	47,106	47,668	50,569
부채총계	90,381	96,697	92,019	91,581	97,830
자본금	9,590	9,724	9,811	10,157	10,295
이익잉여금	34,570	39,171	37,971	41,107	51,950
자본총계	48,991	54,805	53,052	56,231	68,372

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	10.8	11.2	13.0	11.0	12.6
BPS	60.5	65.3	79.8	85.0	91.3
SPS	94.6	96.3	100.5	107.4	114.2
DPS	4.7	5.2	5.4	5.6	5.9
주가지표(배)					
PER	13.5	17.4	23.8	25.0	21.8
PBR	2.2	2.8	2.9	3.2	3.0
EV/EBITDA	11.4	14.6	17.5	17.1	15.2
PSR	1.4	1.9	2.3	2.6	2.5
배당수익률(%)	3.5	2.9	2.3	2.0	2.2
재무비율(%)					
ROE	16.4	16.8	17.0	13.5	14.6
ROA	5.4	5.7	6.1	5.1	5.7
ROIC	9.0	9.1	8.2	-	-
부채비율	92.0	89.3	85.0	-	-
유동비율	1.4	1.4	1.4	-	-
이자보상배율(배)	6.6	5.4	5.9	-	-

주: EPS Bloomberg 조정치. 예상치 Bloomberg 시장 컨센서스.
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만EUR)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	9,290	9,418	11,032	10,203	11,524
감가/무형상각비	3,035	3,429	3,544	3,158	3,389
비현금자본증감	(650)	144	596	(1,197)	471
투자활동	(15,492)	(2,491)	(3,176)	(3,282)	(11,315)
유형자산처분	98	276	236	237	186
유형자산취득	(1,730)	(2,084)	(2,146)	(2,088)	(2,445)
투자자산증감	(538)	569	23	216	2,907
재무활동	1,693	(6,000)	(8,244)	(7,638)	4,926
배당금	(2,804)	(3,215)	(3,362)	(3,709)	(4,093)
단기부채증감	(952)	455	299	(179)	3,305
장기부채증감	4,022	(1,694)	(2,776)	643	5,489
자본금증감	1,508	(1,870)	(1,298)	(3,765)	1,056
잉여현금흐름	7,560	7,334	8,886	8,115	9,079

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김시현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2026년 5월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김시현)는 2025년 5월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.