2026년 06월 10일
키움증권 리서치센터 | 산업분석

유틸리티 Overweight(Maintain)

# 끝없는 날개짓 하늘로

## 미국 데이터센터 시장 점검

유틸리티 Analyst 조재원

키움증권

유틸리티

Contents


끝없는 날개짓 하늘로
미국 데이터센터 시장 점검 02

I. 데이터센터 건설: 정체 구간 03
> 멈추지 않는 투자, 느려지는 공사 03
> 데이터센터 건설 지연 원인 06

II. 해결책을 찾아서 14
> 버지니아에서 텍사스로 14
> On-Site, Co-location 채택 확대 19
> 지구를 떠나 우주로 24

III. 2H26 투자 전략 27
> 2H26 태양광 섹터 이슈 점검 27
> 2H26 원전 섹터 이슈 점검 29

기업분석 32
> OCI홀딩스 (010060) 33
> 두산에너빌리티 (034020) 38
> 한화솔루션 (009830) 44
> 한전기술 (052690) 48
> 한전KPS (051600) 53
> 포스코인터내셔널 (047050) 57



Compliance Notice

- 당사는 06월 10일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.


# 미국 데이터센터 시장 점검

## >>> 데이터센터 건설: 정체 구간

올해 연초부터 데이터센터 건설 지연 또는 취소에 대한 우려들이 제기되기 시작했다. '데이터센터 투자 지연 → 발전 기자재 및 전력기기 신규 주문 감소'라는 생각이 확산되면서, 최근 관련 기업들의 주가 조정 명분이 된 것으로 보인다. 계통 접속 지연과 주민들의 반대가 데이터센터 건설 지연의 주요 원인으로 지목된다. 이를 완화/해소하기 위한 제도 정비, 변압기 증설 등이 현재 진행 중이다. 데이터센터 건설 지연 문제는 2026년을 피크로 점차 완화/해소될 가능성이 높다고 판단한다.

## >>> 해결책을 찾아서

컴퓨팅 수요 급증으로, 당장 활용 가능한 데이터센터와 전력의 가치는 전보다 높아지고 있다. 데이터센터가 최대한 빠르게 운영을 시작해야만, 수익률이 극대화될 수 있는 셈이다. 이로 인해, 데이터센터 업체들은 아래와 같은 대안을 찾고 있다. 1)데이터센터 운영을 가장 빨리 시작할 수 있는 텍사스에 대한 관심이 높아지고 있다. 2)계통 접속 대기열을 우회하기 위해, On-Site(자체 발전소 건설/운영) 채택이 확대되기 시작했다. 3)지구를 떠나 우주 공간에 데이터센터를 구축하고자 한다.

## >>> Top Picks: OCI홀딩스, 두산에너빌리티

현재 데이터센터 시장에서 관찰되는 현상들은 수년간 지속될 가능성이 높아 보인다. 따라서, 관련 트렌드에 수혜를 받을 수 있는 기업에 주목할 필요가 있다.

먼저, **OCI홀딩스**는 텍사스에서 재생에너지 발전 사업을 영위한다는 점이 매력적이다. 텍사스 지역은 데이터센터 개발이 가장 적극적인 만큼, 향후 전력과 신규 발전소에 대한 수요 역시 지속 확대될 것으로 전망한다. 또한 우주 태양광 시장 개화 시, 직관적인 수혜가 예상된다. 신규 고객사향 공급 계약과 증설 계획 발표를 기대한다.

**두산에너빌리티**는 데이터센터향 On-Site 가스 발전소 수요 확대에 따른 직접적인 수혜가 예상된다. 2025년 기준, 관련 시장의 잠재 수요는 약 100GW로 파악된다. 중대형 가스터빈에 대한 수요가 지속 확대되는 가운데, 글로벌 메이저 가스터빈 3사의 공급 능력은 여전히 제약적인 상황임에 주목한다.

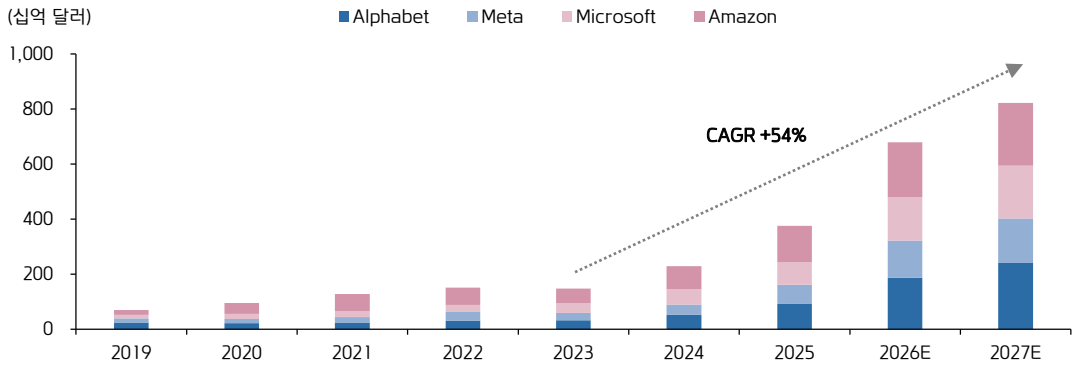
# I. 데이터센터 건설: 정체 구간

## >>> 멈추지 않는 투자, 느려지는 공사

### 하이퍼스케일러 CAPEX 상향 vs. 전력 관련주 주가 조정

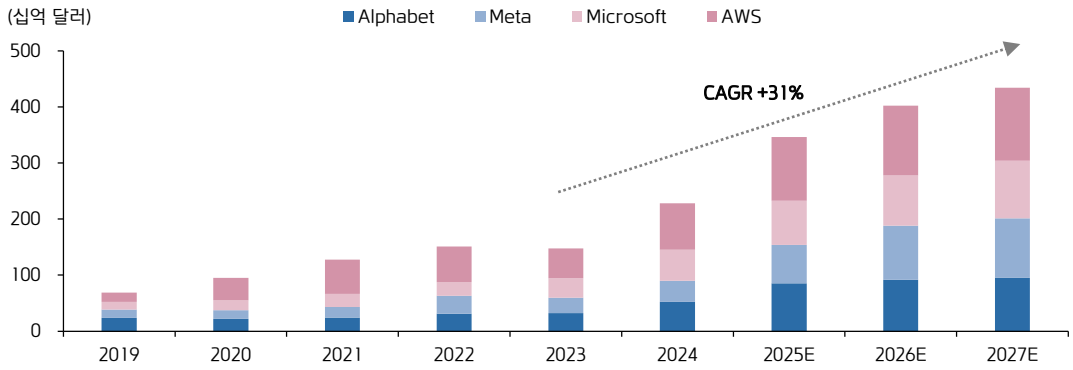
2026년 하이퍼스케일러 4사의 CAPEX는 6,790억 달러(+81% YoY)로, 3개년 연속 CAEPX 증가율이 높아질 전망이다. 2025년 9월에 예상했던 4개사의 2026년 CAPEX 규모는 약 4,000억 달러였는데, 현재는 이보다 69% 상향 조정됐다. 앞으로도 반도체 가격 상승이 지속될 수 있다는 점을 감안하면, 2026년 CAPEX 전망치의 추가 상향 가능성도 높다고 생각한다. 2027년에는 CAPEX 증가율이 전년 대비 둔화될 예정이지만, 8,000억 달러 이상의 대규모 투자가 지속될 전망이다.

하이퍼스케일러 CAPEX 전망 (2026년 6월)




자료: 각 사, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 CAPEX 전망 (2025년 9월)




자료: 각 사, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터

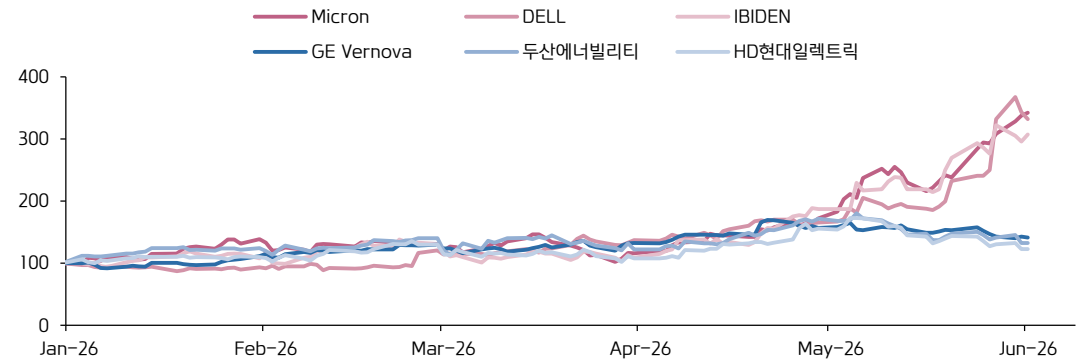
AI 투자 확대로부터 직접적인 수혜를 받는 반도체, IT하드웨어 업체들의 주가 수익률은 올해도 매우 견조하다. 특히 관련 기업들의 주가 상승률은 주요 반도체 기업들과 빅테크들의 실적 발표가 집중됐던 4월 말~5월 초를 기점으로 더욱 가속화됐다. 반면 발전 기자재, 전력 인프라 기업들의 주가는 연초부터 4월 말까지 주요 반도체 기업들과 비슷한 흐름을 보였으나, 5월부터 조정 국면에 진입했다.

두 그룹 사이의 주가 수익률 괴리가 발생한 이유는 크게 2가지로 해석된다. 우선 수주/실적 성장률 관점에서 반도체 및 IT하드웨어 기업들의 상대적인 매력도가 높았기 때문이다. 다만, 이는 데이터센터 투자 사이클에 따른 자연스러운 현상이라고 볼 수 있다. 빈 땅에 처음 데이터센터를 건설하기 위해서는 가장 먼저 전력 인프라 투자가 선행되어야 한다. 뒤이어 건물과 냉각 인프라 등이 갖춰져야 하고, 건물이 완공되면 내부에 서버 등을 배치하게 된다. 즉 발전 및 전력 인프라 기업들의 실적/수주 모멘텀이 먼저 시작됐고, 뒤이어 반도체 및 서버 업체들의 수주/실적 성장이 가속화되고 있는 셈이다.

이런 상황에서 올해 연초부터 데이터센터 건설 지연 또는 취소에 대한 우려들이 제기되기 시작했다. '데이터센터 그린필드 투자 지연 → 발전 기자재 및 전력기기 신규 주문 감소'라는 생각이 확산되면서, 관련 기업들의 주가 조정 명분이 된 것으로 보인다.

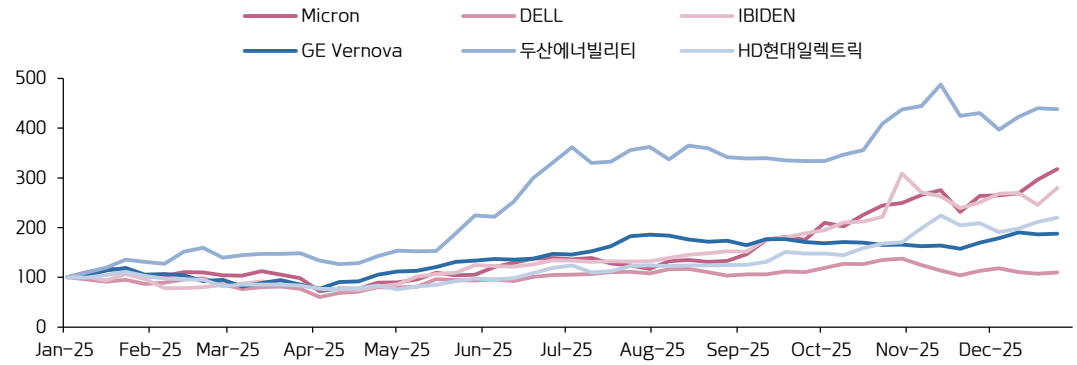
후술하겠지만, 데이터센터 건설 지연 문제는 2026년을 기점으로 점차 완화될 전망이다. 병목이 되는 부분들은 최대한 우회하거나 조금씩 해소해 가면서, 투자는 지속될 것으로 예상한다. 여전히 전보다 많은 전력이 필요하다. 발전 기자재 업체들의 수주/실적 성장 가속화와 함께 주가 반등을 기대한다.

반도체 하드웨어 vs. 발전, 전력 인프라 주가 추이 (2026년 1월~6월)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 1월 2일 주가=100

반도체 하드웨어 vs. 발전, 전력 인프라 주가 추이 (2025년 1월~12월)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 1월 3일 주가=100

## 데이터센터 건설 지연 확인

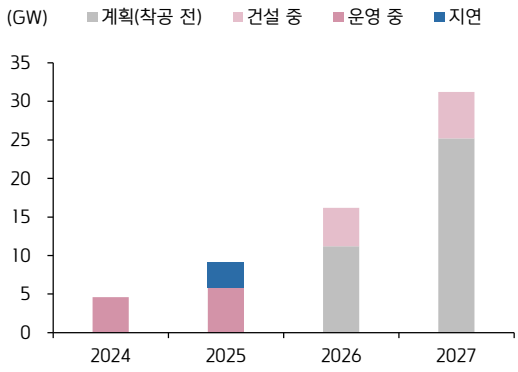
2025년 미국에서 새롭게 운영되기 시작한 데이터센터 용량은 약 8~10GW 정도로 추산된다. FERC는 2025년 말 미국에서 운영 중인 데이터센터 용량이 50GW에 도달했으며, 작년에만 약 10GW의 신규 용량이 추가됐다고 발표했다. 한편 Sightline Climate에 따르면, 2025년에 미국에서 신규로 운영되기 시작한 데이터센터 용량은 5.8GW였다. 원래 9.1GW의 데이터센터가 운영될 예정이었는데, 3.3GW는 지연되거나 예고 없이 상업 운전 개시일을 연기했다. 예상 용량의 36%가 계획 대비 지연된 셈이다.

보다 흥미로운 내용은 2026년에 운영 예정된 데이터센터 용량 16.2GW 중, 현재 건설 중인 프로젝트 규모가 약 5GW에 불과하다는 점이다. 나머지 11GW는 운영하겠다고 발표만 했을 뿐, 아직까지 실제 공사는 이뤄지지 않고 있다. 2026년 운영 예정된 프로젝트 중 25%는 전력 수급 계획조차 발표하지 않은 것으로 추산된다. 일반적으로 데이터센터 건설 기간이 12~18개월 정도가 소요된다는 점을 감안해보면, 사실상 계획된 용량의 50% 이상은 연내 상업 운전이 어려워 보인다.

파이낸셜타임스에서도 위성 사진 등을 통해 분석한 결과, 연내 운영 예정된 데이터센터 프로젝트 중 약 40%가 최소 3개월 이상 지연될 수 있다고 경고했다. 또한 2027년 예정된 프로젝트의 60% 이상이 아직 착공을 하지 않은 상태임을 확인했다. 물론 Sightline Climate가 제시한 수치보다는 양호하지만, 미국 내 데이터센터 지연 문제가 꽤나 심각하다는 사실을 느낄 수 있는 대목이다.

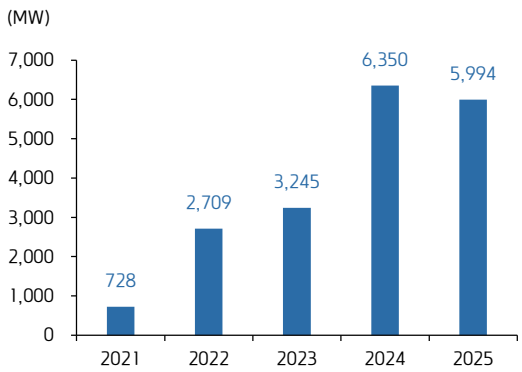
상업용 부동산 투자 전문 기업인 CBRE에서 집계한 데이터를 통해서도, 2025년 미국 내 데이터센터 건설 활동이 전년 대비 소폭 둔화되었음을 확인할 수 있다. 올해 3월 Wood Mackenzie에서 발간한 보고서에는 4Q25 데이터센터 증설 용량이 전분기 대비 약 50% 감소했다는 내용이 담겨 있다. 신규 데이터센터 건설 발표는 지속적으로 확대되고 있는 반면, 실제로 건설이 진행되는 데이터센터 규모는 이를 따라가지 못하고 있는 상황이다.

연도별 데이터센터 건설 현황




자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

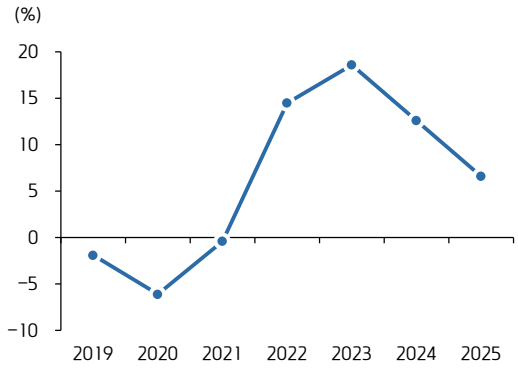
건설 중인 데이터센터 용량




자료: CBRE, 키움증권 리서치센터

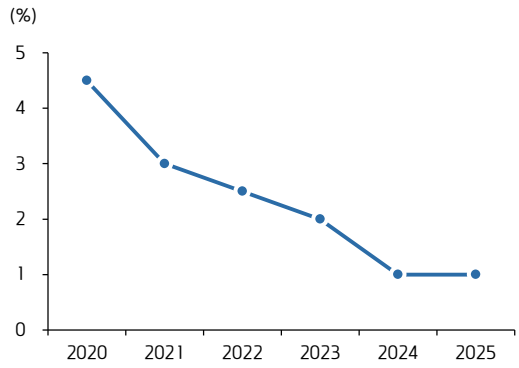
Sightline Climate에 따르면 2024년~2026년 1월까지 발표된 데이터센터 프로젝트는 총 148GW에 달한다. 이 중 현재 건설 중인 데이터센터는 약 21GW, 운영 중인 데이터센터는 약 12GW로 추산된다. 지금 당장은 건설 중인 데이터센터 규모가 크지 않지만, 결국에는 예정된 프로젝트의 상당 수가 실제 건설 후 운영으로 전환될 가능성이 높다고 판단한다. 여전히 데이터센터에 대한 수요 자체는 매우 견고하기 때문이다. 미국 데이터센터 임대료는 4년 연속 상승하고 있고, 공실률도 매우 낮은 수준이다. 따라서 현재 데이터센터 건설 지연을 유발하는 요인들이 완화된다면, 데이터센터 건설 활동도 다시금 활발해질 것으로 기대한다.

미국 데이터센터 임대료 증감률




자료: CBRE, 키움증권 리서치센터

미국 데이터센터 공실률 추이




자료: JLL Research, 키움증권 리서치센터

## >>> 데이터센터 건설 지연 원인

1)계통 접속 지연, 2)전력 인프라 구축 병목, 3)지역 주민들의 반대, 4)정책/규제 불확실성. 데이터센터 건설 지연 원인을 크게 4가지로 진단한다.

1번과 4번은 새로운 정책/규칙이 시행 및 정착되면, 시간이 지나면서 점차 해소될 전망이다. 6개월~1년 후부터는 지금 상황보다 나아질 가능성이 높아 보인다. 2번은 국내외 주요 전력기기 업체들의 증설이 마무리되고 가동이 본격화되는 2028년 전후부터 일부 완화될 것으로 기대한다. 3번은 예측하기 가장 어려운 변수다. 그럼에도 관련 기관들에서 데이터센터 전력 수요 급증이 리테일 고객들의 전기 요금 부담에 미치는 영향을 최소화하기 위해서, 기존 규제와 요금 체계 등을 개편하고 있다.

결론적으로 현재 확인되는 데이터센터 건설 지연 문제는 2026년을 기점으로 점차 해소될 전망이며, 2H26 중에 발전 및 전력 인프라 관련 기업들의 주가 반등도 동반될 것으로 기대한다.

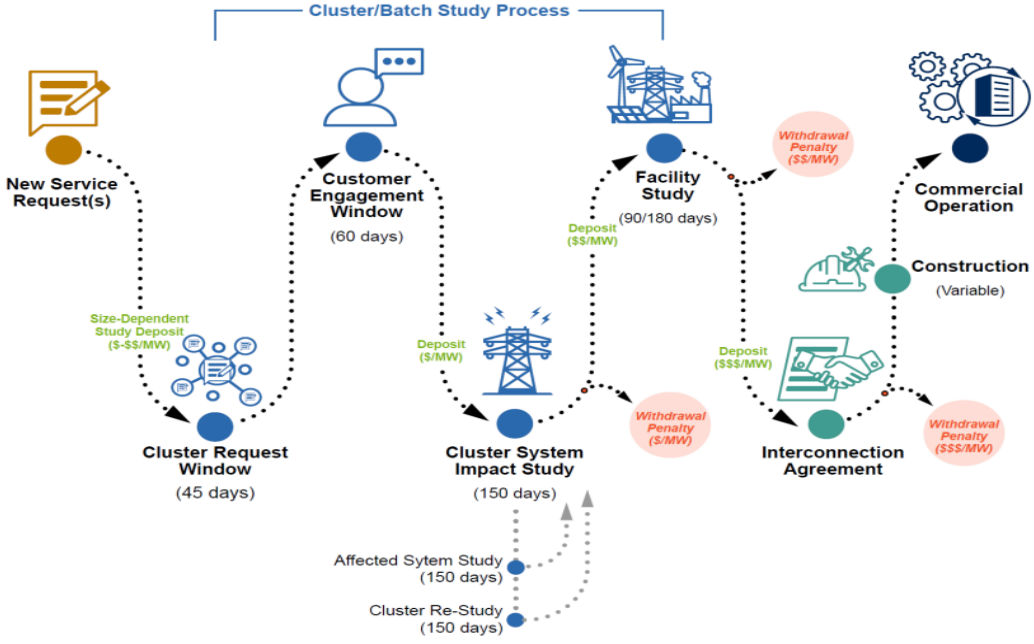
### ①계통 접속 지연 심화

데이터센터 건설 지연의 첫번째 원인은 계통 접속 지연이 심화되고 있기 때문이다. 현재 미국에서는 신규 발전소 또는 전력 수요처(유틸리티)들이 계통 연결을 신청하고 검토 과정을 거쳐 승인을 받기까지 약 2~3년의 시간이 소요되고 있다. 데이터센터 Greenfield 투자 시, 처음 마주하는 병목이 바로 계통 접속인 셈이다. 발전소로부터 전기를 받아서 데이터센터를 운영하기 위해서는 계통 연결이 필수적이기 때문에, 이 문제를 해결해야만 본격적으로 데이터센터 건설을 시작할 수 있다.

계통 접속이 지연되는 이유를 이해하기 위해서는, 송배전 인프라 건설 이전까지의 진행 과정을 살펴볼 필요가 있다. 신규 발전소들은 계통 연결 신청 → 검토(전력 계통 영향, 송배전망 업그레이드 규모 및 비용 분석) → 검토 완료(기술적 승인) → ISA(Interconnection Service Agreement) 체결을 통해 계통 접속 승인을 획득한다. ISA 체결을 통해 발전 사업자, RTO(지역 송전 기구), 송배전 유틸리티 간의 건설 일정, 비용 분담 등의 세부 조건들이 법적 구속력을 갖게 된다. ISA 체결 이후부터 실제 송배전 인프라 구축이 시작되고, 발전 사업자도 이때부터 본격적인 발전소 건설에 착수한다.

데이터센터는 전력 수요처이기 때문에 발전소와 다른 과정을 거친다. 전력 사용 신청 계획을 제출하면, 유틸리티와 RTO(필요 시)에서 해당 전력을 공급할 수 있는지, 송배전망 투자가 얼마나 필요한지 등을 검토한다. 현실적으로 전력 공급을 위해서는 대규모 계통 업그레이드가 필요한 경우가 많은데, 이로 인해 데이터센터가 전력 공급을 확보하기까지 오랜 시간이 걸릴 수밖에 없다. 최근 버지니아에서는 100MW 이상의 대형 데이터센터가 전력을 공급받는 데 소요되는 대기 시간이 3~4년에서 4~7년까지 지연되고 있다. 데이터센터 개발/운영 업체들은 전력 공급 시기가 확정되기를 기다리거나, 불확실성을 감수한 채로 데이터센터 건설을 시작해야 한다. 결과적으로 계통 접속 관련 검토 과정이 지연될수록, 데이터센터 건설 일정도 지연되거나 혹은 프로젝트 진행 여부가 불확실해진다.

계통 접속 신청 검토 과정



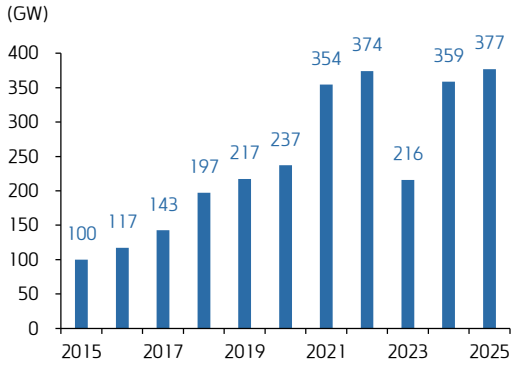

자료: LBNL, 키움증권 리서치센터

계통 접속 지연이 심화되는 근본적인 이유는 투기적인 접속 요청 때문이다. 개발 업체들은 보다 좋은 조건을 찾기 위해, 단일 프로젝트에 대해 복수의 사이트에서 계통 접속을 요청한다. 지금처럼 송배전망 업그레이드 비용이 점차 상승하는 환경에서는 투기적인 접속 요청도 더욱 많아질 수밖에 없다.

또 다른 이유는 검토 과정의 복잡성 때문이다. PJM은 13개 주를 관할하는 지역 송전 기구로, 각 주의 규제 기관들이 주요 검토 과정에 모두 참여하게 된다. 하나의 프로젝트를 검토하더라도, 주별로 필요한 인허가(환경, 토지 이용 등)를 따로 받아야 한다. 복수의 관계자들이 관여하는 만큼, 의사결정 과정도 복잡해진다. 더욱이 PJM은 접속 요청을 검토할 때, 그리드 전체의 안정성을 우선적으로 고려한다. 전력망 전체에 미칠 영향을 광범위하게 검토하다보니, 검토 기간이 길어질 수밖에 없다.
반면 ERCOT의 경우 접속 요청을 일단 받아주고, 혼잡/전력 부족 상황이 발생하면 출력 제한/전력 공급량 조절로 대응한다. 따라서 ERCOT는 PJM보다 인허가 및 계통 연결 속도가 훨씬 더 빠른 편이다.

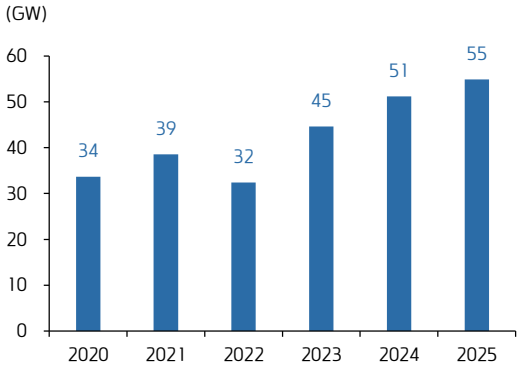
투기적인 요청 건들은 검토 결과가 나오고 나면 대부분 취소된다. 2010~2019년에 요청된 계통 접속 신청 용량 중에서, 2024년에 실제로 운영 중인 용량은 13%에 불과했다. 최근에는 송배전망 투자 비용이 디벨로퍼들의 예상치를 상회하는 경우가 많아지면서, 경제성이 악화된 프로젝트들의 취소 사례도 늘어나고 있다. 계통 접속 대기 기간이 길어지는 것 자체가 프로젝트 전반의 비용 상승으로 이어지기도 한다. 공급망 병목 심화에 따른 구매/조달 비용 상승, 이자율 상승 등이 대표적이다.

신규 발전소 계통 접속 신청 용량



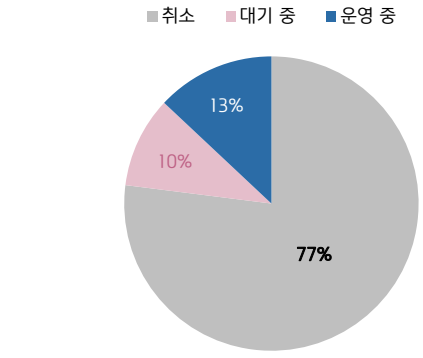

자료: US Grid Operators, BloombergNEF, 키움증권 리서치센터

연도별 미국 발전소 증설 용량



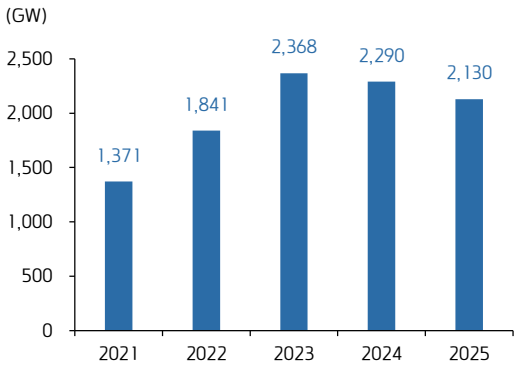

자료: EIA, 키움증권 리서치센터

계통 접속 신청 후 상황




자료: LBNL, 키움증권 리서치센터
주: 2010~2019년 누적 신청 용량 대상, 2024년말 기준 업데이트

계통 접속 대기 누적 용량




자료: FERC, LBNL, 키움증권 리서치센터

지역별 계통 접속 대기 누적 용량

| 구분 | 2024년 (GW) | 2025년 (GW) | 증감율 |
|---|---|---|---|
| CAISO | 273 | 192 | -30% |
| **ERCOT** | **346** | **408** | **18%** |
| ISO-NE | 46 | 15 | -68% |
| **MISO** | **448** | **382** | **-15%** |
| NYISO | 78 | 69 | -12% |
| **PJM** | **211** | **161** | **-24%** |
| **SPP** | **142** | **171** | **20%** |
| 기타 (non-ISO) | 747 | 733 | -1% |
| **합계** | **2,290** | **2,130** | **-7%** |

자료: FERC, LBNL, 키움증권 리서치센터

FERC(연방에너지규제기관)와 RTO(지역 송전 기구)들의 제도 정비 덕분에, 계통 접속 지연 문제는 점차 완화되고 있다. 2023년 FERC가 발표한 'Order2023' 규정이 대표적이다. 가장 핵심적인 변화는 검토 순서 및 방식의 변경이다. 과거에는 요청 순서대로, 개별 검토했다. 반면 새로운 규정에서는 상업적/재무적으로 준비도가 높은 프로젝트에 우선권을 부여하고, 비슷한 지역/시기의 프로젝트들을 묶어서 공동으로 검토한다. 또한 투기적인 접속 요청을 억제하기 위해, 계통 접속 신청에 따른 비용 부담(예치금 인상, 신청 취소 시 벌금 부과)도 대폭 확대시켰다.

덕분에 2025년 미국 주요 지역별 계통 접속 대기 용량은 전년 대비 7% 감소했다. PJM은 그간 누적된 계통 신청을 처리하기 위해, 지난 3년간 신규 접속 신청을 받지 않았다. 그리고 올해부터 새롭게 개정된 규칙 하에서 신규 계통 접속 신청을 받기 시작했으며, 해당 용량들은 1~2년 내로 처리하겠다는 목표를 발표했다.

결론적으로 데이터센터 건설 지연의 주요 원인 중 하나인 계통 접속 문제는 작년부터 서서히 완화되기 시작했으며, 적어도 향후 1~2년 동안에는 현재(2~3년 소요)보다 대기 시간이 줄어들 것으로 예상한다.

## 전력 인프라 구축 병목

계통 접속 지연 못지않게, 물리적인 송배전 인프라 구축에 소요되는 기간 역시 계속 길어지는 추세다. 실제로 PJM 관할 지역에서는 계통 접속 승인까지 약 2~3년, 승인 후 전력 공급까지는 약 4~5년이 걸리는 것으로 파악된다. 그나마 계통 연결 대기 문제는 현재 완화되기 시작했으며, 데이터센터 운영 업체들은 On-site 발전 모델 채택을 통해 계통 대기열을 우회할 수도 있다. 하지만 On-site 방식을 선택하더라도, 생산된 전기를 데이터센터로 보내기 위한 소규모 전력 인프라 구축은 피할 수 없다.

일반적으로 본격적인 데이터센터 건설 활동은 송배전망 공사 착공 시점과 비슷한 시점에 시작된다. 그런데 데이터센터는 착공 후 완공까지 18개월~2년 정도 소요되는 반면, 그리드 단위의 송배전망은 완공까지 4년 이상 소요된다. 데이터센터 운영 업체들은 송배전 인프라 구축 시점보다 먼저 완공된 데이터센터의 일부 용량을 자가 발전을 통해 가동하거나, 계통 연결 완료 시점까지 기다려야 한다. 데이터센터 건설을 굳이 서두를 만한 유인이 크지 않은 셈이다.

전력 인프라 구축에 갈수록 오랜 시간이 걸리는 가장 주요한 원인은 고압 변압기를 비롯한 전력기기의 공급 병목 때문이다. 현재 글로벌 초고압 변압기 리드타임은 최대 4~5년까지 길어진 것으로 파악된다. HD현대일렉트릭, 효성중공업, Hitachi 등 주요 기업들의 초고압 변압기 증설 규모는 기존 CAPA 대비 20%에서 최대 2배에 이를 전망이다. 증설 완료 시점은 대부분 2027~2028년으로 예정되어 있다.

전력기기 공급이 부족한 상황에서, 미국 전역에 송전망 투자 사이클은 여전히 강화되고 있다. PJM은 올해 초 118억 달러 규모의 송전망 투자 계획을 승인했는데, 이는 작년 초 59억 달러보다 2배 확대된 수준이다. MISO, ERCOT도 각각 300억 달러 이상의 송전망 투자 계획을 수립했다. 미국 내에서 지금까지 발표된 송전망 투자 계획은 1,000억 달러를 상회한다.

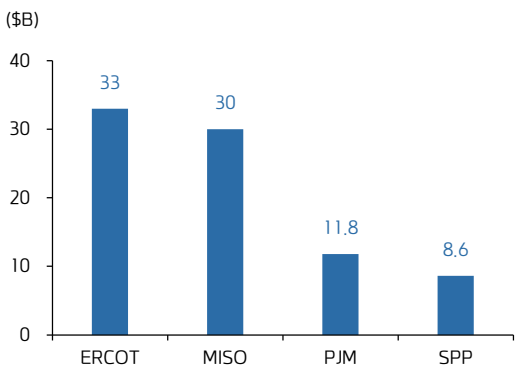
현재 초고압 변압기를 중심으로 CAPA 증설이 진행되고 있지만 향후 전력기기 수요 성장이 지속될 것이라는 점을 감안해보면, 단기간 내 공급 제약이 완전히 해소되기는 어려워 보인다. 그럼에도 주요 업체들의 증설이 마무리되는 2028년부터는 병목 현상이 일부 완화되기 시작할 것으로 기대한다.

### 주요 업체별 초고압 변압기 증설 계획

| 기업 | 현재 CAPA | 증설 CAPA | 완공/가동 시점 |
|---|---|---|---|
| HD현대일렉트릭 | 400대 | +100대 | 2027~2028년 |
| 효성중공업 (미국) | 3억 달러 | 7억 달러 | 2028~2029년 |
| Hitachi (캐나다) | 미확인 | 약 3배 | 2027~2028년 |
| Hitachi (미국) | 미확인 | 200대 이상[1)] | 2028년 |
| Prolec GE | 220대 | +200대 | 2028~2029년 |
| Siemens (독일) | 미확인 | +50% | 2028년 |
| Siemens (미국) | 0대 | 57대 | 2027~2028년 |

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주1): 당사 추정. 미국 최대 규모 공장 건설 목표

### 송전망 투자 예정 규모




자료: RTO/ISO, 키움증권 리서치센터

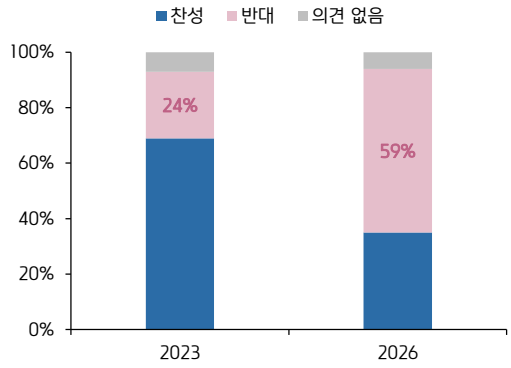
## 지역 주민들에게 미움받는 데이터센터

데이터센터 건설이 지연/취소되는 또 다른 이유는 지역 주민들의 반대 때문이다. 데이터센터 건설 반대 여론은 특히 작년부터 더욱 뚜렷하게 확인되고 있다. Data Center Watch에 따르면, 2025년에만 약 1,500억 달러 규모의 데이터센터 프로젝트들이 지역 주민들의 반대로 인해 지연 또는 중단된 것으로 파악된다. 데이터센터 프로젝트가 취소된 경우는 2023년 2건, 2024년 6건에서 2025년에는 25건까지 급증했다.

현재 미국 내 40개 주에서 180개 이상의 지역 반대 단체가 조직되어 활동 중인 것으로 알려졌다. 특히 인구 밀도가 높고 이미 많은 데이터센터가 운영되고 있는 미국 북동부 지역에서 더욱 적극적인 반대 여론과 활동들이 관찰되고 있다. 2025년 말 기준 미국에서 가장 많은 데이터센터가 운영 중인 버지니아의 경우, 최근 들어 지역 내 데이터센터 도입에 대한 부정적인 여론이 빠르게 확산 중이다. 워싱턴포스트 설문조사에 의하면, 버지니아 내 데이터센터 도입 반대 의견이 2023년 24%에서 2026년 59%로 상승했다. 그동안 데이터센터에 제공됐던 세금 감면 혜택에 대한 반대 의견 역시 2023년 31%에서 2026년 56%로 상승했다.

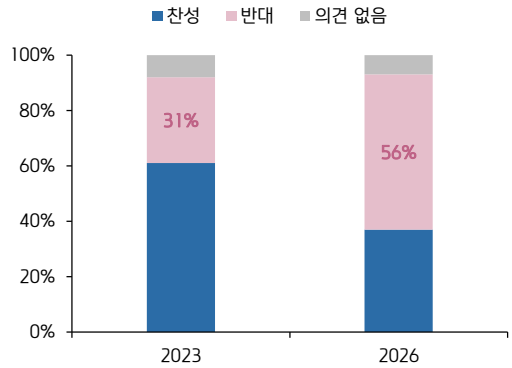
단순히 개별 프로젝트에 대해 반대 의견을 표출하는 것을 넘어, 신규 데이터센터 허가를 일정 기간 동안 중단시키거나 아예 영구적으로 금지하고자 하는 움직임들도 등장하고 있다. US Data Center Moratorium Tracker에 따르면, 총 62건의 신규 데이터센터 건설을 제한하는 규제/법안들이 미국 각지에서 이미 시행되고 있다. 가장 대표적인 사례는 메인주에서 발의된 신규 데이터센터 승인 유예 법안이다. 해당 법안은 2027년 11월까지 메인주 전 지역에서 20MW 이상의 데이터센터 건설 승인을 금지하는 내용을 담고 있었으며, 미국 최초의 주 단위 데이터센터 금지 법안이었다. 물론 이 법안은 주지사의 거부권 행사로 시행되지는 않았지만, 여전히 지역 내 반대 여론은 지속되고 있다. 또한 12개 이상의 다른 주에서도 유사한 내용의 법안을 검토 중인 것으로 알려져 있다.

버지니아주 데이터센터 도입 찬반 여론



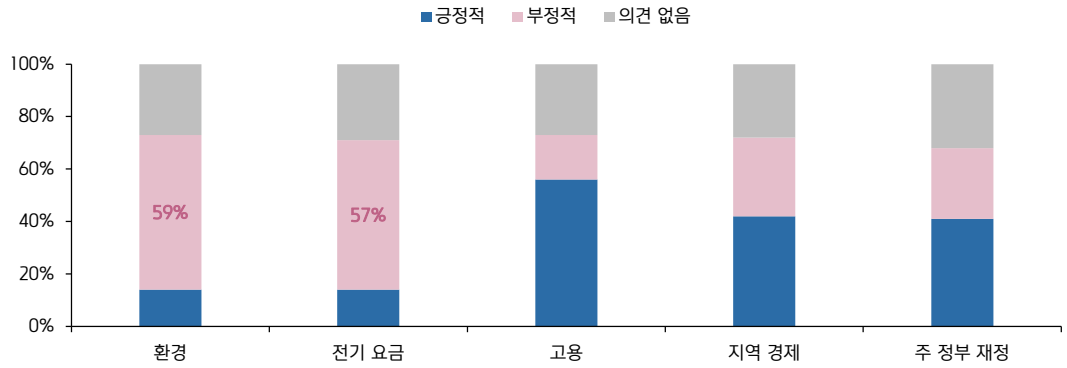

자료: Washington Post, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 3월 조사 결과

데이터센터 세금 감면 혜택에 대한 찬반 여론




자료: Washington Post, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 3월 조사 결과

데이터센터가 지역에 미칠 영향




자료: Washington Post, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 3월 조사 결과

지역 주민들이 데이터센터 건설을 반대하는 주된 이유는 환경 문제와 전기 요금 때문이다. 특히 전기 요금 상승은 단기간 내 주민들이 체감할 수 있는 변화인 만큼, 부정적인 인식이 높을 수밖에 없다. 데이터센터와 같은 대규모 전력 수요처 확대는 유틸리티들의 송배전 및 발전 투자 확대로 이어지고, 이는 구조적인 전기 요금 상승으로 이어지기 때문이다. 실제로 2021년부터 미국 리테일 전기 요금 상승 추세가 지속되고 있으며, 이미 지난 5년간 미국 주거용 전기 요금은 27% 상승했다.

올해 초 트럼프 행정부는 하이퍼스케일러 기업들에게 'Bring Your Own Power' 기조를 강조했다. FERC와 지역 송전 기구들은 데이터센터가 리테일 전기 요금 상승에 미치는 영향을 최소화하기 위해, 규제를 정비하고 새로운 요금제를 도입하고 있다.

새로운 규제를 가장 먼저 도입한 곳은 텍사스 지역이다. ERCOT는 'Senate Bill 6' 법안에 기초해 데이터센터 전력 수요 급증으로부터 리테일 고객과 그리드 신뢰성을 보호하기 위해 노력하고 있다. 대규모 전력 수요처들에게 송전 인프라 비용을 직접 부담하게 하고, 비상 상황에는 전력 공급을 차단하고 자체 백업 발전소를 가동하도록 강제하는 것이 핵심 내용이다. 덕분에 텍사스 지역은 미국 북동부 지역보다 데이터센터 건설에 대한 주민들의 반대 여론이 약한 편이다.

텍사스 주 Senate Bill 6 세부 내용

| 구분 | | 내용 |
|---|---|---|
| **법안 취지** | | 데이터센터 등 대형 부하 급증으로부터 리테일 고객 보호, 그리드 신뢰성 강화 |
| 대형 부하 정의 및 적용 범위 | | 대형 부하: 75MW 이상 전력 수요처. 데이터센터 및 대형 산업시설 등<br>신규 송배전망 구축 또는 부하 추가 확대 시 적용 |
| **핵심 목표** | **리테일 고객 보호** | 대형 부하(전력 수요처)가 송배전 인프라 비용을 직접 부담<br>비상 상황 시, 전력 공급량 감축 및 차단 강제 |
| | **그리드 신뢰성 강화** | 비상 상황 시, 전력 공급량 감축 및 차단 강제. 자체 백업 발전원 가동 지시<br>자체 발전원 종류, 용량, 가동 시기 등 상세 정보 공개 의무 |
| | **송전 계획 정확성 제고** | 계통 접속 관련 검토 비용 및 보증금 부담 강화 |

자료: 텍사스 주의회, 언론 종합, 키움증권 리서치센터

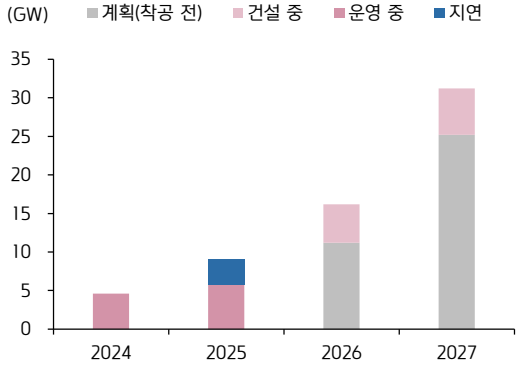
## 정책/규제 불확실성

현재 FERC와 지역 송전 기구들은 전력 수요 급증에 대응하기 위한 정책과 규제들을 정비하고 있다. 하지만 아직까지 해당 내용들이 구체적으로 확정되거나 실제 시행되지 못하고 있는 지역들이 여전히 많은 상황이다. 데이터센터 운영 업체, 유틸리티 입장에서는 일시적으로 정책/규제의 공백이 발생하게 된 셈이다. 계획되어 있던 데이터센터 건설이 지연되고 있는 최근 상황 역시 이러한 정책 불확실성에 일부 영향을 받고 있는 것으로 보인다.

PJM은 급증하는 데이터센터 전력 수요를 효율적으로 처리하기 위해, Co-location, BYOP 관련 규칙을 개편 중이다. ERCOT와 비슷한 전력 공급 모델을 도입함으로써, 데이터센터 건설~운영까지 소요되는 시간이 짧아지고 송배전 서비스 관련 비용도 절감될 것으로 예상한다. 동시에 그리드 차원에서는 신뢰성 강화, 요금 전가 리스크 완화 효과가 기대된다. 현재 FERC 승인 과정이 진행되고 있으며, 2H26에는 최종 승인이 예상된다.

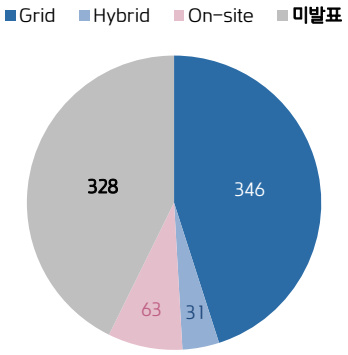
최종 승인 후 개편된 규칙이 시행되면, 그간 지연됐던 데이터센터 계약 및 착공 활동이 가속화될 전망이다. Constellation Energy, Vistra Energy는 최근 어닝콜에서 PJM 정책 불확실성 영향으로 고객들과의 계약 체결이 지연되고 있음을 밝힌 바 있다. 그동안 발표된 데이터센터 운영 계획을 살펴보면, 아직 전력 수급 계획을 공개하지 않은 프로젝트들이 약 43%에 달한다. 올해 하반기를 기점으로 정책 불확실성이 해소됨에 따라, 이들의 전력 수급 계획도 점차 구체화될 것으로 기대한다. 이는 향후 데이터센터향 발전 기자재, 전력기기 수주 모멘텀이 지속될 수 있음을 의미한다.

연도별 데이터센터 건설 현황




자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

데이터센터 프로젝트별 전력 공급 계획(개)




자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

# II. 해결책을 찾아서

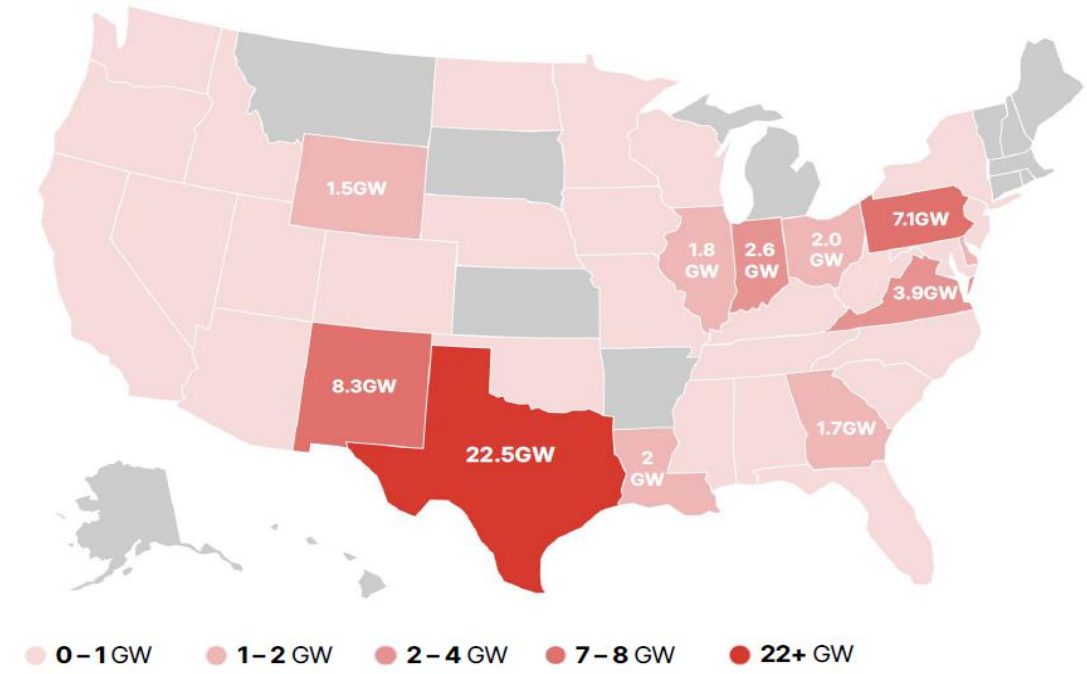
## >>> 버지니아에서 텍사스로

### 차세대 데이터센터 기지로 각광받는 텍사스

2025년 말 기준 미국에서 운영 중인 데이터센터 규모는 약 40GW로 파악된다. 미국 내 가장 많은 데이터센터가 위치한 곳은 버지니아 주로, 8GW 이상이 운영되고 있다. 그 다음으로 데이터센터가 많이 위치한 곳은 텍사스 지역이다. 현재 용량은 약 4GW 수준으로 알려져 있는데, 오늘날 미국에서 데이터센터 관련 투자 및 건설 활동이 가장 활발하게 이뤄지고 있다.

Sightline Climate에 따르면 텍사스에서 22.5GW의 데이터센터가 개발 중이며, 이는 뉴멕시코(8.3GW), 펜실베니아(7.1GW) 등 다른 지역 대비 3배 정도 많은 용량이다. 반면 버지니아의 개발 파이프라인은 약 4GW에 그치고 있다. JLL Research는 2030년이 되면 텍사스의 데이터센터 규모가 버지니아를 추월할 것으로 전망했다.

지역별 데이터센터 파이프라인 규모




자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

텍사스가 데이터센터 운영 업체들에게 선호되는 가장 주요한 이유는 다른 지역보다 데이터센터 운영을 빨리 시작할 수 있다는 점이다. 그리고 이러한 차이는 계통 접속 및 인허가 속도 차이에서 기인한다. 계통 접속 검토 기간과 승인 후 완공까지 소요되는 기간 모두 ERCOT가 PJM보다 훨씬 더 빠르다.

ERCOT는 일단 접속 요청을 받아주고, 혼잡/전력 부족 상황이 발생할 경우 출력 제한/전력 공급량 조절을 통해 그리드 안정성을 관리한다. 또한 신규 접속을 위해 필요한 공사 범위도 Local Network 업그레이드에 국한되는 편이다. 따라서 접속 요청 후 승인까지는 보통 6~18개월 정도 소요되며, 공사 기간은 1~3년 정도가 소요된다.

반면 PJM은 신규 접속 요청이 그리드 전체에 미치는 안정성을 우선적으로 검토한다. 따라서 심사 과정 자체가 복잡할 수밖에 없다. 신규 접속을 위해 요구되는 공사 범위도 신규 송전망 건설까지 포함하는 경우가 대부분이다. 따라서 접속 요청 후 승인까지는 보통 2~3년 정도 소요되며, 승인 후 완공까지는 4년 이상이 걸리기도 한다.

최종 고객들의 컴퓨팅 수요가 급증함에 따라, 지금 바로 접근 가능한 데이터센터와 전력의 가치는 어느 때보다 높아지고 있다. 데이터센터 업체들은 최대한 많은 용량을 가능한 빠르게 공급해야만, 투자 대비 리턴을 극대화할 수 있다. 이로 인해, 데이터센터를 빠르게 운영할 수 있는 텍사스 지역에 대한 관심도는 더욱 높아질 것으로 전망한다.

ERCOT vs. PJM 비교

| 구분 | ERCOT | PJM | 데이터센터 운영 업체 관점 |
|---|---|---|---|
| 관할 지역 | 텍사스 주 단일 관할 | 13개 주 관할 | ERCOT 유리 (속도) |
| 규제 기관 | PUCT 중심 | FERC 및 주별 규제 기관 참여 | |
| 전력망 운영 방식 | **계통 우선 연결, 이후 부하 관리** | **전력망 안정성 최우선** | ERCOT 유리 (속도)<br>PJM 유리 (안정성) |
| 필요 투자 범위 | **Local Network에 국한** | **신규 송전망 건설 포함** | **ERCOT 유리 (속도, 비용)** |
| 계통 연결 소요 시간 | **3~4년** | **6년 이상** | **ERCOT 유리 (속도)** |
| 대형 부하 관련 정책 | SB 6로 대형 부하 규제<br>전력 공급 차단, 자가 발전 가동 의무 | Co-location 규칙 개편<br>전력 공급 옵션 선택 가능 | **ERCOT (정책 불확실성↓)**<br>**PJM (전력 공급 안정성↑)** |

자료: 언론 종합, 키움증권 리서치센터

이외에도 타 지역보다 주민들의 반대 여론이 강하지 않다는 점도 텍사스 지역이 가진 장점 중 하나다. 일단 텍사스는 미국 북동부 지역보다 땅이 넓고 인구 밀도가 낮기 때문에, 조직적인 지역 주민들의 반대가 적은 편이다. 또한 SB 6 등을 통해 대형 부하를 규제할 수 있는 제도 정비가 완료됐다는 점도 데이터센터와 전기 요금에 대한 부정적인 인식을 줄여주는 데 기여한 것으로 보인다.

텍사스에서 발전소를 운영하고 있거나, 발전 사업을 영위하는 기업들에 주목한다. 국내 기업 중에서는 OCI Energy가 이에 해당한다. OCI Energy는 텍사스에서 주로 활동하는 재생에너지 디벨로퍼이다. 지금까지 약 2GW의 태양광 및 ESS 프로젝트를 매각했으며, 현재 약 7GW 규모의 개발 파이프라인을 보유하고 있다. 텍사스는 데이터센터 개발/건설 활동이 가장 적극적으로 진행 중인 지역이라는 점에서, 향후 전력과 신규 발전소에 대한 수요는 지속 확대될 것으로 전망한다.

OCI Energy는 발전소 초기 개발 후 매각하는 사업 모델 외에도, 직접 소유한 발전소를 운영하거나 임대하는 사업 모델까지 확장을 계획하고 있다. 현재 운영 중인 발전소 규모는 50MW에 불과하지만, 2027~2028년부터는 자체 소유 발전소 380MW를 추가 확보해 운영할 예정이다. 운영 예정인 발전소 역시 모두 텍사스 지역에 위치한 것으로 추정된다.

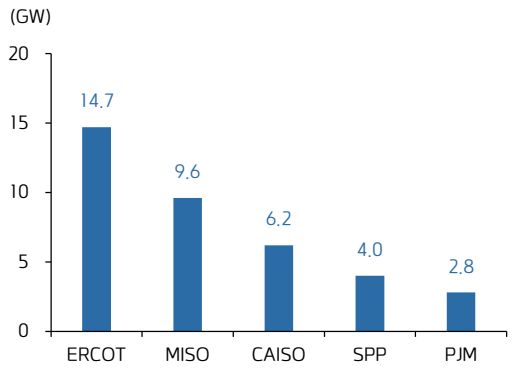
또한 텍사스는 지난 3년간 미국에서 가장 많은 태양광 발전 용량이 설치된 지역이다. 이 또한 앞으로 OCI Energy의 성장 잠재력을 기대하게 만드는 대목이다. 향후 수년간 동사의 실적 성장과 기업 가치 상승에 대한 낙관적인 전망을 유지한다.

### 지역별 전력 수요 증감률

| 구분 | 2024~2025년 성장률 | 2023~2025년 CAGR |
|---|---|---|
| ERCOT | 6.1% | 4.8% |
| PJM | 3.7% | 3.6% |
| MISO | 3.4% | 1.9% |
| SPP | 1.8% | 2.1% |
| ISO-NE | 1.0% | 1.2% |
| NYISO | 0.7% | 1.5% |
| CAISO | 0.3% | 1.3% |

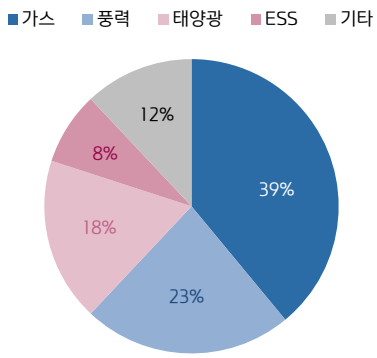
자료: FERC, 키움증권 리서치센터

### 2025년 지역별 신규 발전 용량



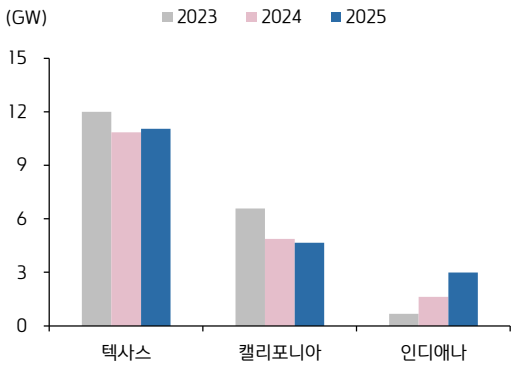

자료: EIA, FERC, 키움증권 리서치센터

### ERCOT 발전원별 발전 용량 비중




자료: EIA, FERC, 키움증권 리서치센터

### 미국 주별 태양광 발전 설치량




자료: SEIA, 키움증권 리서치센터

## OCI Energy 파이프라인

| 개발 단계 | 프로젝트명 | 발전원 종류 | CAPA (MW) | 위치 (미국 주) |
|---|---|---|---|---|
| 개발 중 | SunRoper | 태양광 | 260 | **텍사스** |
| 개발 중 | La Salle | 태양광 | 500 | **텍사스** |
| 개발 중 | Pepper | 태양광 | 120 | **텍사스** |
| 개발 중 | Lucky7 | 태양광 | 100 | **텍사스** |
| 개발 중 | LazyU1 | 태양광 | 500 | **텍사스** |
| 개발 중 | Clairemont | 태양광 | 250 | **텍사스** |
| 개발 중 | Abeja | 태양광 | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Bumblebee | 태양광 | 210 | **텍사스** |
| 개발 중 | Girasol | 태양광 | 100 | 미시시피 |
| 개발 중 | Arkana | 태양광 | 100 | 아칸소 |
| 개발 중 | Lion | 태양광 | 200 | 아칸소 |
| 개발 중 | Peach Wood | 태양광 | 261 | 조지아 |
| **태양광 개발 파이프라인 합계** | | | 2,801 | |
| 개발 중 | Rush | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Prost | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Crescent C | ESS | 500 | **텍사스** |
| 개발 중 | Sun Angel | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Avant Prairie | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Juniper Ridge 1 | ESS | 250 | **텍사스** |
| 개발 중 | Juniper Ridge 2 | ESS | 250 | **텍사스** |
| 개발 중 | Tex Bar | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | SunShiner | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Bravo | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Metro | ESS | 200 | **텍사스** |
| 개발 중 | Jay Flat | ESS | 250 | **텍사스** |
| **ESS 개발 파이프라인 합계** | | | 2,850 | |
| 건설 중 | Hillsboro | 태양광 | 200 | |
| 건설 중 | Alamo City | ESS | 200 | |
| 건설 중 | SunRoper | 태양광 | 200 | |
| 건설 중 | Pepper | 태양광 | 260 | |
| 건설 중 | Lucky7 | 태양광 | 100 | |
| 운영 중 | Alamo1 등 | 태양광 | 47.6 | **텍사스, 조지아, 뉴저지** |
| **파이프라인 전체 합계** | | | **6,659** | |

자료: OCI Energy, 키움증권 리서치센터

다수의 국내 기업과 협업 계획을 발표했던 Fermi America의 Matador Project 부지 역시 텍사스에 위치하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 과거보다 신규 데이터센터 프로젝트 진행을 지연시키는 병목이 많아진 상황에서, 하이퍼스케일러를 비롯한 데이터센터 운영/임대 업체들은 텍사스로 눈을 돌리고 있기 때문이다.

특히 Matador Project의 경우 토지, 인허가(Air Permit 6GW 승인, 5GW 신청), 발전 기자재(가스터빈 2.2GW), 인프라(용수 공급, 천연가스 파이프라인) 등을 갖추고 있다는 점에서 경쟁력이 높다고 판단한다. 올해 2월에는 6GW 규모의 Air Permit을 승인 받았으며, 이를 기점으로 잠재 고객들의 프로젝트에 대한 관심도와 협상 참여도가 눈에 띄게 높아졌다고 설명했다. 현재 복수의 고객들과 논의를 진행 중이며, 90일 내에 구속력 있는 임대 계약을 체결하겠다는 목표를 공개적으로 밝혔다.

임차인과 PF 조달이 담보될 경우, 동사는 이미 확보해둔 기자재와 인프라를 기반으로 2027년 말까지 1.5GW의 전력을 공급할 수 있다고 강조했다. 당장 활용할 수 있는 전력의 가치가 어느 때보다 높아진 상황이라는 점을 감안해보면, 1Q26 어닝콜에서 동사가 제시했던 목표들은 충분히 실현 가능해 보인다.

### Matador Project 진행 상황

| 날짜 | '25년 5월 | '25년 7~8월 | '25년 8월 | '25년 9월 | '25년 12월 | '26년 2월 | '26년 2월 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 내용 | 토지 리스 | 기자재 계약 | COLA Part2 제출 | IPO $683M 조달 | 임차인과의 협상 결렬 | Siemens 가스터빈 인도 | 6GW 규모 Air Permit 승인 |

자료: Fermi America, 언론 종합, 키움증권 리서치센터

### Matador Project 발전원별 계획

| 발전원 | 용량 (MW) | 운영 예정 연도 | 진행 사항 |
|---|---|---|---|
| 가스 | 6,000 | 2027년 | 6GW 규모 Air Permit 최종 승인 완료<br>SGT-800 6기(400MW) 인도 완료<br>SGT6-5000F 3기(1.1GW) 인도 예정 |
| 가스 | 5,000 | 미정 | 2026년 3월: 5GW 규모 Air Permit 추가 신청 |
| 대형원전 | 4,400 | 2032년 | COLA Part2 제출 완료<br>연내 최종 신청서 제출 계획<br>2027~1H28 NRC 최종 승인, 2030년 이전 착공 예상 |
| 태양광+ESS | 1,600 | 2027년 | Xcel Energy로부터 200MW 전력 구매. 1H27부터 공급 예정 |
| 기타 (SMR 등) | 2,000 | 2036년 | 구체적인 계획 미발표 |

자료: Fermi America, 키움증권 리서치센터

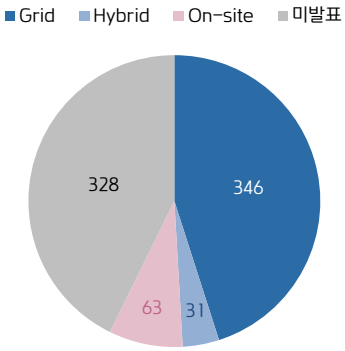
## >>> On-Site, Co-location 채택 확대

### On-Site: 주류가 되어가는 중

주요 조사 기관들에 따르면, 미국에서 계획된 전체 데이터센터 용량 중 약 30%가 On-Site 발전원 확보를 계획한 것으로 추산된다. 이러한 추세는 2025년부터 가속화되었으며, 현재 계통 접속과 송배전망 구축에 많은 시간이 소요되는 만큼 On-Site 모델 채택은 앞으로 더욱 확대될 전망이다.

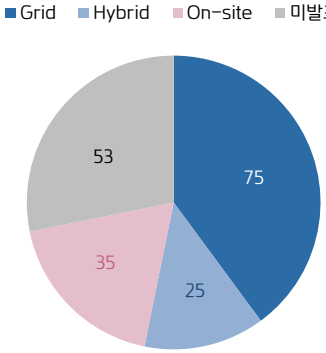
Sightline Climate는 2024년부터 50MW 이상의 777개 데이터센터 프로젝트를 추적 중이며, 이를 통해 집계된 전체 데이터센터 파이프라인 규모는 약 190GW이다. 이 중에서 60GW가 On-site 또는 Hybrid(그리드+On-site) 방식을 채택했다. 특히 GW급 데이터센터 캠퍼스들에서 자체 발전소를 구축해 전력을 조달하고자 하는 경향이 주로 관찰됐다. 100% 그리드에 의존하기에는 너무 규모가 크고, 계통 연결까지 소요되는 기간과 비용 등을 고려했을 때 자체적으로 발전소를 건설하고 가동하는 것이 상대적으로 유리하기 때문이다.

데이터센터 프로젝트별 전력 공급 계획(개)




자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

데이터센터 프로젝트별 전력 공급 계획(GW)



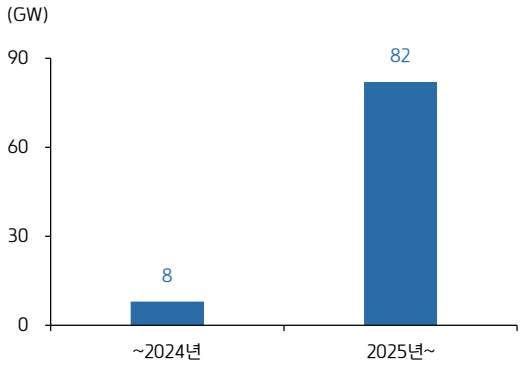

자료: Sightline Climate, 키움증권 리서치센터

또 다른 조사 기관인 Cleanview에 따르면, 현재 미국에는 977개의 데이터센터 프로젝트들이 예정되어 있으며 총 규모는 335GW에 이른다. 이 중에서 약 27%에 해당하는 90GW는 자체 발전 설비를 구축할 계획이다. 그리고 이러한 계획의 92%는 2025년 초 이후부터 발표되기 시작했다. On-Site 모델이 본격적으로 선택되기 시작한지 1년여 만에 전체 비중에서 30%를 차지하게 된 셈이다.

지역별로 살펴보면, 텍사스에 가장 많은 On-Site 데이터센터가 계획되어 있다. 이는 미국에서 가장 많은 데이터센터가 개발되고 있는 지역이 텍사스이기 때문에 도출된 자연스러운 결과라고 해석할 수도 있다.

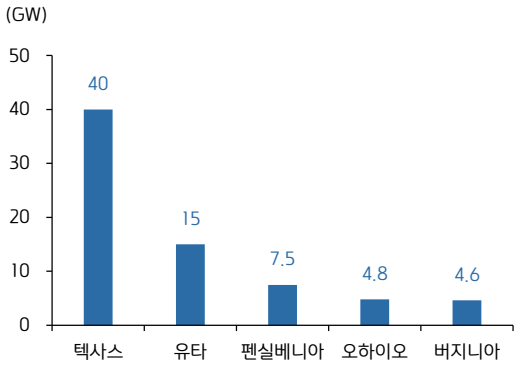
하지만 보다 직접적인 원인은 텍사스의 규제 환경 때문이다. 텍사스는 2025년부터 'Senate Bill 6'를 시행했다. ERCOT는 이 법안에 기초해, 비상 상황 발생 시 75MW 이상의 대형 부하 고객들에게 공급되는 전력을 감축/차단하고 자체 발전소 가동 명령을 내릴 수 있다. 따라서 텍사스에서 대형 데이터센터를 안정적으로 운영하기 위해서는, 자체적인 발전원 확보가 반드시 필요한 상황이다.
PJM에서도 규칙 개편을 통해 텍사스와 비슷한 운영 모델을 도입할 예정인 만큼, 앞으로 자체 발전 설비를 구축하는 데이터센터 비율은 더욱 높아질 것으로 전망한다.

시기별 On-Site 발전 계획 발표




자료: Cleanview, 키움증권 리서치센터

지역별 On-Site 발전 계획 용량




자료: Cleanview, 키움증권 리서치센터

## 점점 더 커지는 데이터센터 규모

2025년 미국 데이터센터 평균 규모는 약 80MW였으며, 2026년에 건설 중인 데이터센터 평균 용량은 100MW를 상회하기 시작했다. 데이터센터 프로젝트는 점차 대형화되는 추세를 보이며, 2029년부터는 단일 프로젝트 평균 사이즈가 400MW에 육박할 전망이다.

현재 미국에서는 400~700MW 규모의 대형 데이터센터들이 운영 중이며, 동시에 6~10GW에 이르는 데이터센터 캠퍼스 조성 계획들도 등장하고 있다. 현재 예정되어 있는 대부분의 GW급 데이터센터 캠퍼스는 자체적으로 발전원을 확보해 전력을 조달하는 On-Site 방식을 채택하고 있다. 이러한 프로젝트들의 상당수는 2027~2028년부터 1단계 운영(1~2GW)을 시작할 계획이다.

### 미국 대형 데이터센터 프로젝트 (운영 중)

| 프로젝트명 | 운영 기업 | 용량(MW) | 위치 | 운영 시작 | 전력 조달 방법 |
|---|---|---|---|---|---|
| IREN Childress | IREN | 750 | 텍사스 | 2023년 | 그리드 |
| Riot Platforms Rockdale | Riot Platforms | 700 | 텍사스 | 2020년 | 그리드 |
| AWS New Carlisle[1)] | Amazon | 525 | 인디애나 | 2025년 | 초기: 그리드<br>100% 자체 발전 예정 |
| Henrico Data Center | Meta | 500 | 버지니아 | 2020년 | 그리드+자체 백업 |
| EdgeCore Mesa | EdgeCore | 450 | 애리조나 | 2025년 | 그리드+자체 백업 |
| Project Zodiac | Google | 400 | 인디애나 | 2025년 | 그리드+자체 백업 |
| Fairwater 1 | Microsoft | 400 | 위스콘신 | 2026년 | 그리드 |
| Fairwater 2 | Microsoft | 350 | 조지아 | 2025년 | 그리드 |

자료: Cleanview, 언론 종합, 키움증권 리서치센터
주1): 인디애나 주에 150억 달러 투자 계획. 3GW 규모 발전 용량 증설 예정

### 미국 대형 데이터센터 프로젝트 (운영 예정)

| 프로젝트명 | 운영 기업 | 용량(MW) | 위치 | 운영 예정 | 전력 조달 방법 |
|---|---|---|---|---|---|
| Delta Gigasite | Creekstone Energy | 9,700 | 유타 | 2027년~ | On-Site<br>(가스터빈, 태양광+ESS) |
| PORTS Technology Campus | SB Energy | 9,200 | 오하이오 | 2028년~ | On-Site (가스터빈) |
| GW Ranch | Pacifico Energy | 7,650 | 텍사스 | 2027년~ | On-Site<br>(가스터빈, 태양광+ESS) |
| Nexus Hubbard | Nexus DataCenters | 7,200 | 텍사스 | 2027년~ | On-Site (가스터빈) |
| New Era Lea Data Center | New Era Energy | 7,000 | 뉴멕시코 | 2028년~ | On-Site (원전+가스터빈) |
| Project Matador | Fermi America | 6,000 | 텍사스 | 2027년~ | On-Site (가스터빈) |
| Wonder Valley | O'Leary Digital | 6,000 | 유타 | 2028년~ | On-Site (가스터빈+지열) |
| Monarch Compute Campus | Nscale | 6,000 | 버지니아 | 2027년~ | On-Site<br>(초기: 가스 발전기 2GW) |

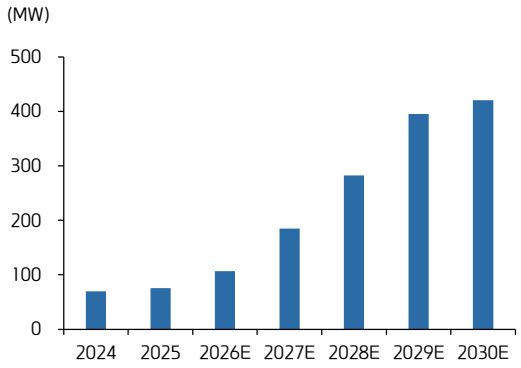
자료: Cleanview, 언론 종합, 키움증권 리서치센터

현재 On-Site 데이터센터 프로젝트들은 대부분 가스 기반의 발전원들을 선택하고 있다. 아직까지는 대형 가스터빈보다도 이동식 발전기(가스 엔진), Aeroderivative Turbine(항공기 제트 엔진 기반 터빈) 등을 주로 배치하는 것으로 보인다. 이들의 경우 비교적 적은 비용으로 빠르게 설치할 수 있다는 장점이 있는 반면, 발전 용량은 수~수십MW에 그친다. 데이터센터 규모가 점차 확대될수록, 가스터빈 도입의 경제성도 같이 높아질 전망이다.

2025년 기준, 미국에서 건설이 예정되어 있거나 건설 중인 가스 발전소 규모는 252GW로 추산된다. Global Energy Monitor는 이 중 약 100GW가 데이터센터 On-Site 발전소향이라고 분석했다. 2024년까지는 형성되어 있지 않았던 시장이 1년 만에 폭발적으로 성장한 셈이다. 덕분에 앞으로 데이터센터 프로젝트에 직접 공급되는 중대형 가스터빈 수요도 급증할 것으로 기대한다.

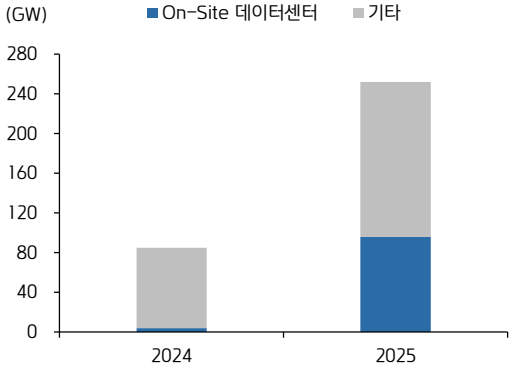
흥미로운 점은 전 세계에서 개발 중인 약 1,000GW 규모의 가스 발전소 프로젝트 중, 70% 이상이 가스터빈 제조 업체를 발표하지 않았거나 정하지 못했다는 점이다. 글로벌 메이저 가스터빈 3사의 공급 능력이 제약적인 가운데, 두산에너빌리티가 침투할 수 있는 잠재 시장이 얼마나 넓은지를 다시 한번 확인할 수 있는 대목이다.

미국 데이터센터 평균 용량




자료: FERC, 키움증권 리서치센터

미국 가스 발전소 개발/건설 계획




자료: Global Energy Monitor, 키움증권 리서치센터

더 나아가 데이터센터 단일 캠퍼스 규모가 GW급으로 커지게 되면, 안정적인 전력 조달을 위해 자체 발전원으로 대형 원전을 고려할 수도 있게 된다. 실제로 Matador나 New Era Lea 프로젝트에서는 대규모 데이터센터 캠퍼스 운영을 위해 원자력 발전소 도입을 계획하고 있다. Fermi America는 현재 NRC에 COLA(건설&운영 통합허가신청) Part2까지 제출을 완료했으며, 2026년 말까지 최종적으로 허가 신청 절차를 마무리할 계획이다. 만약 계획대로 신청서 제출이 완료되면, 늦어도 1H28에는 승인 결과가 나올 예정이다. 2030년 전에 착공할 경우, 민간 데이터센터 운영 업체가 건설하는 첫번째 대형 원전이 될 가능성이 높아 보인다.

## Co-location: 재생에너지 발전소의 가치 상승에 주목

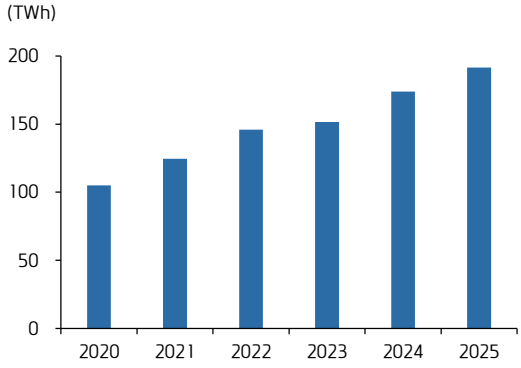
Co-location이란 전력이 풍부한 곳 근처에서 데이터센터를 운영하겠다는 구상을 뜻한다. 보통 안정적으로 많은 전력을 생산할 수 있으면서도 잉여 전력이나 유휴 CAPA를 가진 발전소 근처에 데이터센터를 짓고, 일정 규모의 전력을 공급받는 방식으로 운영된다. 이러한 조건에 가장 잘 부합하는 발전원이 가동 중단된 대형 원전이다. Microsoft가 Constellation Energy와 체결한 전력 구매 계약이 Co-location의 전형적인 사례라고 볼 수 있다. Microsoft는 Three Mile Island 1호기 재가동을 통해 생산되는 전기를 20년간 모두 구매할 예정이다.

최근에는 재생에너지 발전소 근처로 데이터센터 입지를 결정하는 움직임도 확대되고 있다. 그간 재생에너지는 간헐성이라는 단점 때문에 데이터센터 메인 발전원으로 선택받지 못하고 있었다는 점을 생각해보면, 이러한 현상은 다소 의외의 선택인 것처럼 느껴지기도 한다. 데이터센터 운영 업체들이 재생에너지 발전소 근처에서 자신들의 캠퍼스를 운영하는 이유는 출력 제한으로 버려지는 잉여 전력을 저렴하게 조달받기 위해서다. 재생에너지 발전소에서 과잉 생산된 전력을 계통에서 받아주지 못할 경우, 곧바로 그 전력을 인근 데이터센터로 보내는 구조이다.

이를 통해 데이터센터는 필요한 전력의 일부를 매우 저렴한 가격에 조달함으로써, 비용을 절약할 수 있다. 재생에너지 발전소 입장에서는 과잉 생산되어 버려지게 될 전기를 활용해 추가적인 수익을 창출할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 앞으로 이러한 모델이 확산됨에 따라, 재생에너지 발전소의 수익성 개선과 함께 경제적/전략적인 가치 또한 상승할 수 있을 전망이다.

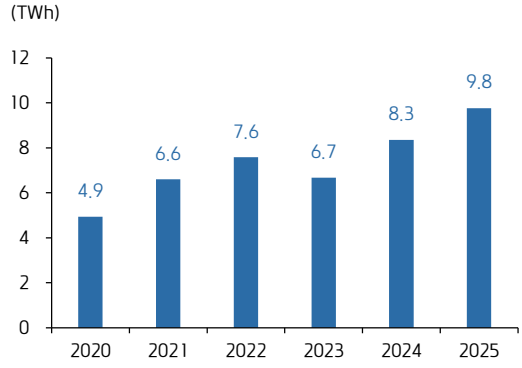
재생에너지 발전소-데이터센터 Co-location 모델은 텍사스에서 가장 활발하게 채택되고 있다. 실제로 텍사스는 미국에서 재생에너지 발전 용량이 가장 빠르게 확대되는 동시에 재생에너지 출력 제한 규모 또한 가장 큰 지역이다. 이곳에서 데이터센터 운영을 희망하는 업체들은 텍사스의 풍부한 재생에너지 자원을 활용할 수 있는 길을 찾아가고 있다. 텍사스에 사업 기반을 두고 있는 OCI Energy에게도 데이터센터 업체들과 직접 협업할 수 있는 기회가 점차 확대될 것으로 기대한다. 동사가 2030년까지 개발 파이프라인 15GW, 운영 자산 2GW 확보라는 다소 공격적인 목표를 제시하는 이유도 이처럼 매력적인 전방 시장 환경 덕분일 것이다.

ERCOT 재생에너지 발전량




자료: S&P Global, 키움증권 리서치센터

ERCOT 재생에너지 출력제한 규모




자료: S&P Global, 키움증권 리서치센터

## >>> 지구를 떠나 우주로

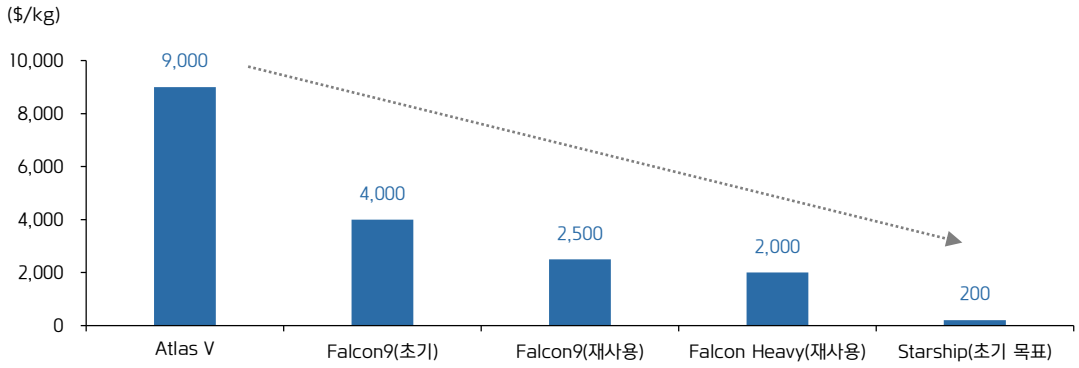
### 우주 발사 비용 하락과 함께 가까워지는 꿈

지구에 데이터센터를 건설하기 위해 소요되는 시간과 비용이 갈수록 늘어나고 있다. 전력 인프라 관련 병목 현상은 이미 지난 2년여 동안 심화되어 왔다. 데이터센터 건설을 반대하는 주민들의 목소리도 점차 커지고 있다. 사람들의 시선은 하늘 너머의 우주로 향했다. 컴퓨팅 파워를 탑재한 위성을 우주 공간으로 보내, 풍부한 태양 에너지로 이를 운영하겠다는 것이 우주 데이터센터의 기본적인 구상이다.

이러한 꿈을 꿀 수 있는 가장 중요한 배경은 우주 공간으로 물체를 올려 보내는 일에 소요되는 비용이 지속적으로 하락한다는 점이다. SpaceX의 주력 발사체인 Falcon9의 발사 비용은 $2,500/kg까지 하락했다. 발사 비용 하락은 높아진 재사용 빈도 덕분에 가능해진다. Falcon9 부스터 재사용 횟수는 최대 30회 이상으로 개선됐다. 재사용까지 소요되는 준비 기간(턴어라운드) 역시 초기에는 수개월이 소요됐으나, 2025년에는 2~3주 정도로 대폭 축소되었다.

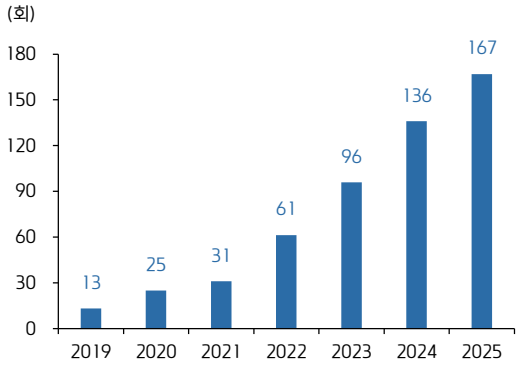
지금까지의 성취를 바탕으로 SpaceX는 차세대 발사체인 Starship을 개발 중이다. 발사체 탑재 가능 무게는 100톤 이상으로 확대될 예정이다. 더불어 발사체 일부 재사용 구조에서 완전 재사용 구조로, 주 단위의 턴어라운드를 1~2시간 내로 개선시키겠다는 목표들을 제시했다. 이로써 궁극적으로는 연간 발사 횟수를 수천~1만회 수준까지 확대하고, kg당 발사 비용을 100달러 미만으로 떨어뜨릴 계획이다.

지구 저궤도(LEO) 우주 발사 비용 추이 및 전망



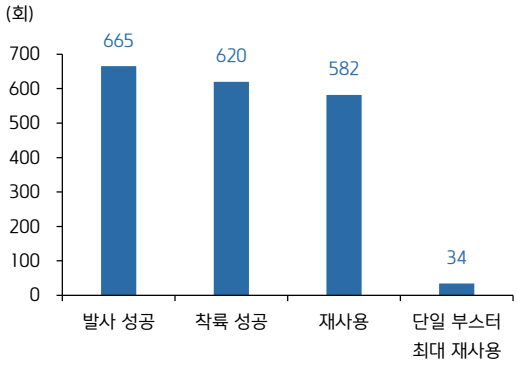

자료: Orbital Radar, Our World in Data(2022), 키움증권 리서치센터

연도별 SpaceX 발사 성공 횟수




자료: SpaceX, 키움증권 리서치센터

SpaceX 누적 발사, 재사용 횟수




자료: SpaceX, 키움증권 리서치센터

우주 데이터센터의 경제성을 결정짓는 변수는 결국 발사 비용이 될 전망이다. 지금 시점에서는 지상 데이터센터 구축에 필요한 비용보다 같은 규모의 컴퓨팅 파워를 우주에 보내는 비용이 훨씬 더 비싸다. 다만 Starship의 개발이 성공해서 목표한 수준의 발사 비용에 도달하게 되면, 지상 데이터센터 건설 비용 대비 경제성 측면에서도 경쟁력을 갖추게 될 것으로 전망한다.

아래 표는 100MW 규모의 데이터센터를 지상에 건설하는 비용과 우주 공간에 구축할 때의 비용을 비교해보려는 시도의 결과물이다. 서버 제작 및 위성 제작 비용은 비교에서 제외했으며, 반도체/서버 외에 수반되는 인프라 비용을 비교하는 데 집중했다. 위성 1기당 용량은 100kW, 무게는 1,000kg으로 가정했는데, SpaceX가 초기 단계에 목표로 하고 있는 수치를 차용했다.

현재 주력 발사체인 Falcon9을 활용했을 경우, 100MW 규모의 우주 데이터센터를 구축하기 위해 필요한 총 발사 비용은 25억 달러로 추산된다. 태양광 패널 비용과 방열판 등 기타 인프라 비용을 감안하면, 지상에 데이터센터를 건설하는 비용보다 약 3배 가까이 비싸다. 아직까진 경제성이 없다고 볼 수 있다. 반면 Starship 개발이 성공하게 된다면, 같은 규모의 우주 데이터센터 구축 시 소요되는 총 발사 비용은 2억 달러 근처로 떨어질 전망이다. 또한 필요 발사 횟수도 10회에 불과한 만큼, 위성 제작만 완료되면 1달 내로 발사가 완료될 수 있다. 이때부터는 우주 데이터센터가 경제성과 리드타임 측면에서 모두 우위를 확보하게 될 전망이다.

100MW 규모 지상 vs. 우주 데이터센터 비용

| 단위: 백만 달러 | 지상 (미국) | 우주 (Falcon9) | 우주 (Starship) |
|---|---|---|---|
| 토지, 건물 | 200 | 0 | 0 |
| 전력 시스템 | 600 | 300[1] | 300[1] |
| 냉각 시스템 | 200 | 150[2] | 150[2] |
| **우주 발사 비용** | 0 | 2,500 | 200 |
| **합계** | 1,000 | 2,950 | 650 |
| **리드타임** | 2~3년 | 1년 이내 | 1년 이내 |

자료: 산업 자료, 키움증권 리서치센터
주1): 태양광 패널 제조 비용은 W당 3달러로 가정
주2): 방열판/냉각 부품 비용은 태양광 패널 비용의 1/2로 가정

우주 데이터센터 비용 주요 가정(100MW 목표)

| 구분 | 우주 (Falcon9) | 우주 (Starship) |
|---|---|---|
| 위성 1기당 용량 (kW) | 100 | |
| 위성 1기당 무게 (kg) | 1,000 | |
| **발사체 탑재 가능 무게 (톤)** | 20 | 100 |
| 탑재 가능 위성 (개) | 20 | 100 |
| **필요 발사 횟수 (100MW 기준)** | 50회 | 10회 |
| 단위당 발사 비용 ($/kg) | 2,500 | 200 |
| **1회 발사 비용 (백만 달러)** | 50 | 20 |
| **발사 비용 합계 (100MW 기준)** | 2,500 | 200 |

자료: 산업 자료, 키움증권 리서치센터

발사 비용 등 주변 여건을 떠나, 우주 데이터센터 운영을 위해 검증 또는 해결해야 할 과제들도 많다. 그럼에도, 성공 여부에 대해 무조건 비관할 필요도 없어 보인다. 2025년 11월 Starcloud는 H100이 탑재된 위성을 Falcon9을 통해 우주로 보냈다. Starcloud-1은 우주에서 오류 없이 30일 이상 AI 워크로드를 수행한 최초의 사례로 평가된다. 지금도 여전히 궤도에서 임무를 수행 중이며, 예상 수명은 약 11개월이다. 올해와 내년에도 더 큰 규모의 컴퓨팅 용량을 탑재한 위성을 발사할 예정이다.
SpaceX는 2028년부터 100kW급 위성 발사를 시작할 계획이며, 향후 매년 100GW 규모의 컴퓨팅 용량을 우주 공간에 배치하겠다는 목표를 밝혔다. 다수의 기업들이 우주 데이터센터에 관심을 갖고 투자를 지속하는 만큼, 성공 가능성도 점차 높아질 것이라고 낙관한다.

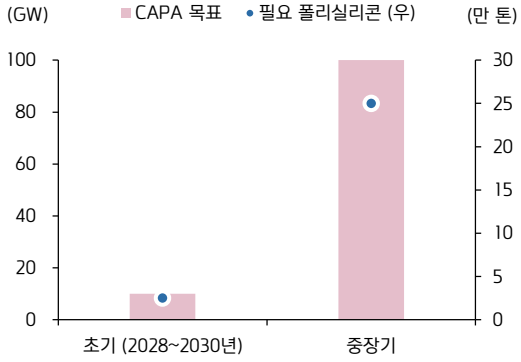
## 태양광 밸류체인의 성장 기회에 주목

우주 데이터센터 시장이 개화됨에 따라, 직관적인 수혜가 기대되는 분야 중 하나는 바로 태양광이다. 우주에 배치된 위성들의 발전원이 대부분 태양광이 될 것이기 때문이다. 일론 머스크는 추후 SpaceX의 태양광 셀 CAPA를 100GW 수준까지 확대하겠다는 계획을 밝혔다. 그 계획의 일환으로 현재는 10GW 규모의 태양광 셀 공장을 건설 중에 있다. SpaceX는 2028년부터 컴퓨팅을 탑재한 위성을 본격적으로 발사할 예정이며, 이를 감안해보면 2028년부터 10GW 중 일부 용량이 가동되기 시작할 가능성이 높아 보인다.

SpaceX는 OCI TerraSus를 비롯한 비중국 기업들로부터 폴리실리콘을 조달하고자 한다. 그 중에서도 Wacker나 Hemlock은 태양광용 폴리실리콘에 할당하고 있는 CAPA가 제한적이며, 추가 증설에도 소극적인 것으로 알려져 있다. 따라서 SpaceX가 태양광 셀을 양산하기 시작하는 초기 국면에서는 OCI TerraSus의 역할이 클 수밖에 없다고 생각한다.

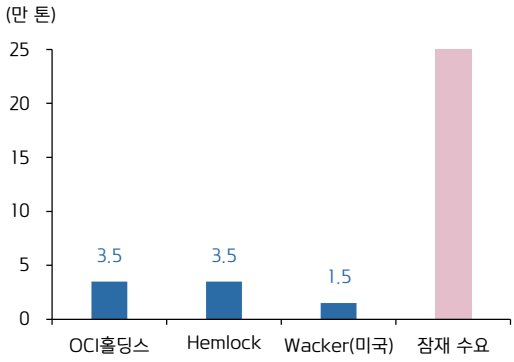
10GW 규모의 태양광 셀을 생산하기 위해서는 약 25,000톤의 폴리실리콘이 필요한 것으로 추정된다. OCI홀딩스는 해당 수요에 대응하기 위해, CAPA 증설을 포함한 다양한 전략을 검토 중인 상황이다. SpaceX와의 공급 계약이 확정되거나 유의미한 규모의 증설 계획이 발표될 경우, OCI TerraSus의 적정 가치 상승과 그에 따른 주가 업사이드가 기대된다.

SpaceX 태양광 CAPA 목표, 필요 폴리실리콘




자료: SpaceX, 키움증권 리서치센터 자체 추정

비중국 폴리실리콘 CAPA와 잠재 수요 비교




자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

# III. 2H26 투자 전략

## >>> 2H26 태양광 섹터 이슈 점검

### Section232 관세

Section232는 중국계 기업들의 미국 시장 진입을 배제하기 위한 새로운 카드이다. 그동안 관세 적용 대상에서 제외됐던 폴리실리콘과 웨이퍼에도 관세를 부과한다는 점에서 산업 전반에 미치는 영향이 클 것으로 예상된다. First Solar를 비롯한 일부 미국 태양광 기업들은 Section232 관세 발표 시점을 올해 6월로 전망하고 있다. 관세 발표 여부와 세부 내용 등에 따라 달라질 수는 있지만, 2H26 국내 태양광 섹터에 긍정적인 재료가 될 것으로 기대한다.

Section232 관세는 미국 내 공급망 구축을 유도하기 위해, 폴리실리콘에는 가장 적은 관세를 부과하고 모듈로 갈수록 관세가 높아지는 구조로 설계될 전망이다. 또한 중국 기업들을 공급망에서 완전히 배제시키면서 동시에 미국 태양광 산업을 보호하기 위해, 비중국 기업들에게 무관세 또는 낮은 세율의 수입 쿼터를 제공할 것으로 예상된다. 이로 인해 Section232 관세 부과 시, 국내 기업들을 포함한 비중국 기업들에게 상대적인 수혜가 기대된다.

OCI홀딩스는 Section232 관세 부과 시, 중국산 폴리실리콘 대비 상대적인 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 다만 이미 중국산 폴리실리콘과 미국향 비중국 폴리실리콘 시장은 사실상 분리되어 있는 만큼, 판매 가격 인상 폭은 지켜볼 필요가 있어 보인다. 또한 OCI홀딩스가 베트남에 확보해둔 웨이퍼 CAPA 역시 Section232 관세의 수혜 대상이 될 전망이다.

한화솔루션은 미국으로 수입되는 모듈 전체에 일괄적으로 추가 관세가 부과된다는 점에서 수혜가 직관적이다. 비중국 폴리실리콘 공급망을 미리 구축해 놓은 덕분에, 경쟁사 대비 원가 우위도 확보할 수 있다. Section232 관세 부과 환경에서, 미국 내에 웨이퍼-셀-모듈 CAPA를 모두 보유하고 있다는 점은 한화솔루션만의 독보적인 강점이 될 수 있다. 미국에 웨이퍼 CAPA를 구축하지 못한 경쟁사 대비 구조적으로 관세 부담이 낮을 수밖에 없기 때문이다.

Section232 예상 시나리오_Intertek CEA

| 제품 | 관세율 | 쿼터 | 쿼터 관세율<br>(비중국 폴리실리콘 사용 시) | 쿼터 관세율<br>(미국산 폴리실리콘 사용 시) |
|---|---|---|---|---|
| 폴리실리콘 | $10/kg | 연 4만톤 | $5/kg | 무관세 |
| 잉곳/웨이퍼 | $0.07/W | 연 10GW | $0.035/W | 무관세 |
| 셀 | $0.1/W | 연 30GW | $0.05/W | 무관세 |
| 모듈 | $0.2/W | 적용 X | $0.2/W | $0.2/W |

자료: Intertek CEA, 키움증권 리서치센터

## 미국 중간선거

올해 11월 미국 상하원 중간선거가 예정되어 있다. 중간선거 결과에 따라 미국 재생에너지 법안들의 제정/개정 방향성이 달라질 수 있다는 점에서, 국내외 재생에너지 섹터에 매우 중요한 이벤트이다. 민주당이 다수당이 될 경우, 재생에너지 ITC/PTC 세액공제 만료 시점 연장도 가능할 것으로 기대한다. 정치 이벤트인 만큼, 선거 결과를 미리 예측해서 기업 가치에 반영할 수는 없다. 하지만 포트폴리오를 구축을 통해, 발생 가능한 사건들을 사전에 대비할 수는 있다고 생각한다.

재생에너지 ITC/PTC 세액공제 타임라인

| 종류 | 구분 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 태양광/풍력 | 세액공제 여부 | **가능** | **가능** (2027년 내 상업운전) | | **불가능** (2026.07.04 이전 착공 시 가능) | | | **불가능** | | |
| | Non PFE 최소 요구 비율 | 0% | 40% | 45% | **실질적으로 의미 없음** | | | | | |
| ESS | 세액공제 여부 | **가능** | | | | | | | | |
| | Non PFE 최소 요구 비율 | 0% | 55% | 60% | 65% | 70% | 75% | | | |

자료: IRS, 키움증권 리서치센터

**최선호주: OCI홀딩스**, 관심종목: 한화솔루션

## >>> 2H26 원전 섹터 이슈 점검

### 한미 원전 협력

올해 6월 대미투자특별법 시행과 한미전략투자공사 출범이 예정되어 있다. 이후 본격적인 대미 투자 활동이 진행될 것으로 예상한다. 다만 구체적인 대미투자 프로젝트는 사업관리위원회의 상업적 합리성 등에 대한 검토, 운영위원회 심의, 국회 보고, 대미 협의 등 법령과 MOU에서 정한 절차를 거쳐 결정될 예정이라고 알려졌다. 때문에 6월 법 시행 이후 바로 구체적인 대미투자 프로젝트가 공개되지 못할 가능성도 있어 보인다.

대미투자특별법에는 투자 프로젝트 선정 기준으로 '상업적 합리성'을 고려한다는 내용이 포함되어 있다. 상업적 합리성 충족이란 '개별 투자 사업의 예상 존속 기간 동안 한국이 받게 될 총 예상 수입'이 '해당 투자의 원리금을 전부 충당'할 수 있는 경우라고 정의했다. 해당 조건이 충족되지 못하더라도 '국가 안보 또는 공급망 안정 등에 미치는 영향'을 함께 검토해 투자를 결정할 수 있도록 규정했다.

현재 대미투자 1호 프로젝트 후보로는 루이지애나주 LNG 터미널, SMR 프로젝트, 조선 분야 등이 거론되고 있다. 일각에서는 LNG 터미널 사업은 수익성 문제로 인해 사실상 투자가 어려울 것이라는 관측도 제기됐다. '상업적 합리성' 기준을 감안할 때, 한국 정부가 투자하는 미국 대형원전 프로젝트는 건설 비용 측면에서 우위에 있는 한국형 원전이 선택될 가능성도 배제할 수 없다고 생각한다.

뉴스케일파워가 참여하는 TVA 프로젝트에 대한 투자 가능성도 부상하고 있다. 실제로 뉴스케일파워는 1분기 실적 발표에서 한국 정부의 투자 가능성에 대해 언급했다. 만약 TVA SMR 프로젝트에 투자가 결정된다면, 앞으로 해당 프로젝트의 진행 속도는 보다 가속화될 수 있을 전망이다.

### 12차 전력수급기본계획

2Q26~3Q26에는 12차 전력수급기본계획이 발표될 것으로 예상한다. 시장에서는 신규 원전 건설 여부에 주목하고 있다. 6월 5일 한국원자력학회, 한국신재생에너지학회, 대한전기학회에서 정책 제언을 공동 발표했다. 해당 제언에는 2039~2040년 운영을 목표로 하는 신규 대형원전 2~4기, SMR 2~4기 건설 계획을 12차 전력수급기본계획에 추가해야 한다는 내용이 포함되었다. 12차 전력수급기본계획에 신규 원전 건설 계획이 명시될 경우, 국내 원전 기업들의 주가에 긍정적인 재료가 될 것으로 기대한다.

**최선호주: 두산에너빌리티**, 관심종목: 한전기술

## 태양광 기업 주가 및 밸류에이션

| 분류 | 기업 | 시가총액 (백만 달러) | 주가 추이 (%) | | | | | P/E | | P/B | | EV/EBITDA | | 영업이익률 | | EBITDA 마진율 | | ROE (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 5D | 1M | 3M | 6M | 1Y | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E |
| 기자재 | OCI 홀딩스 | 3,339 | -14.3 | -13.9 | 91.2 | 172.2 | 241.8 | 24.2 | 17.4 | 1.3 | 1.2 | 11.2 | 9.2 | 9% | 12% | 16% | 18% | 6.6 | 9.6 |
| | 한화솔루션 | 4,196 | -8.0 | -21.3 | -26.6 | 36.5 | 19.6 | 24.4 | 9.5 | 0.7 | 0.6 | 12.3 | 9.4 | 4% | 7% | 10% | 12% | 2.1 | 7.7 |
| | HD 현대에너지솔루션 | 1,152 | -3.9 | -20.5 | 45.1 | 187.5 | 229.0 | 17.3 | 15.3 | 3.4 | 2.8 | 12.0 | 11.3 | 14% | 14% | 16% | 15% | 21.7 | 19.9 |
| | First Solar | 28,173 | -15.7 | 19.2 | 32.6 | -0.0 | 59.3 | 14.6 | 10.9 | 2.5 | 2.1 | 9.6 | 7.2 | 37% | 44% | 52% | 55% | 17.7 | 20.0 |
| | Canadian Solar | 1,093 | -21.6 | -19.6 | -7.1 | -33.8 | 41.8 | N/A | 14.6 | 0.3 | 0.3 | 10.5 | 7.8 | 3% | 5% | 12% | 13% | -2.9 | 3.0 |
| | Jinko Solar | 7,716 | -7.8 | -28.8 | -38.2 | -6.1 | -0.8 | N/A | 23.8 | 2.1 | 1.9 | 6.8 | 5.0 | 0% | 4% | 12% | 13% | -2.1 | 7.3 |
| | Longi | 14,329 | -4.5 | -21.6 | -30.9 | -29.6 | -9.8 | 237.2 | 28.3 | 1.8 | 1.7 | 12.8 | 6.7 | 0% | 5% | 8% | 12% | -0.1 | 5.0 |
| | Tongwei | 8,619 | -7.2 | -24.7 | -28.6 | -41.0 | -18.7 | N/A | 18.7 | 1.5 | 1.4 | 10.3 | 7.1 | 0% | 4% | 12% | 15% | -3.8 | 5.7 |
| | Daqo | 6,339 | 6.9 | -11.8 | -14.6 | -28.4 | 4.9 | N/A | 40.0 | 1.1 | 1.1 | 52.2 | 18.7 | -4% | 11% | 13% | 28% | -1.0 | 1.6 |
| | Wacker | 5,649 | -9.8 | 0.2 | 37.1 | 40.8 | 44.8 | 120.2 | 39.4 | 1.3 | 1.2 | 8.8 | 7.5 | 3% | 4% | 12% | 13% | 1.1 | 3.2 |
| 개발/발전 | SK 이터닉스 | 991 | 20.8 | -13.2 | 55.9 | 118.5 | 95.4 | 59.6 | 36.4 | 5.1 | 4.4 | 20.4 | 20.9 | 13% | 56% | 19% | 81% | 8.9 | 13.0 |
| | NextEra Energy | 176,900 | -1.0 | -8.9 | -7.3 | 4.4 | 16.5 | 21.1 | 19.3 | 2.7 | 2.4 | 15.6 | 14.5 | 36% | 38% | 60% | 62% | 12.9 | 13.2 |
| | Enlight Renewable Energy | 13,657 | -6.5 | 8.0 | 39.6 | 147.3 | 399.0 | 221.2 | 148.6 | 5.8 | 5.4 | 32.8 | 25.2 | 48% | 54% | 82% | 86% | 3.2 | 5.1 |
| | Clearway Energy | 7,993 | -5.6 | 2.0 | 3.7 | 18.8 | 27.3 | N/A | 341.6 | 1.7 | 1.8 | 14.3 | 12.9 | 19% | 24% | 82% | 82% | -4.7 | 6.3 |
| | Brookfield Renewable Partners | 24,692 | -1.3 | 7.1 | 18.7 | 28.4 | 38.7 | N/A | N/A | 3.2 | 3.7 | 28.6 | 27.1 | 31% | 34% | 48% | 47% | -5.5 | -9.2 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 6 월 10 일(한국시간) 기준. 추정치는 Bloomberg Consensus

## 원전 기업 주가 및 밸류에이션

| 분류 | 기업 | 시가총액 (백만 달러) | 주가 추이 (%) | | | | | P/E | | P/B | | EV/EBITDA | | 영업이익률 | | EBITDA 마진율 | | ROE (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 5D | 1M | 3M | 6M | 1Y | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E |
| 기자재 | 두산에너빌리티 | 38,628 | -8.4 | -29.4 | -10.8 | 19.7 | 91.5 | 184.3 | 99.4 | 7.2 | 6.7 | 38.5 | 30.3 | 6% | 8% | 10% | 11% | 4.4 | 6.9 |
| | GE Vernova | 247,263 | -5.1 | -11.5 | 9.6 | 27.3 | 97.7 | 44.2 | 38.6 | 15.9 | 12.3 | 38.7 | 25.1 | 10% | 15% | 14% | 18% | 39.8 | 36.1 |
| | 미쓰비시중공업 | 75,201 | 0.1 | -20.7 | -23.1 | -15.8 | 5.1 | 41.7 | 29.3 | 4.6 | 3.7 | 21.0 | 15.9 | 9% | 10% | 12% | 13% | 11.6 | 13.2 |
| | Simens Energy | 147,355 | -6.4 | -16.8 | -6.0 | 20.0 | 78.6 | 34.5 | 24.8 | 10.3 | 8.8 | 18.4 | 13.9 | 11% | 14% | 15% | 17% | 31.8 | 36.9 |
| | BWXT | 17,312 | 0.9 | -8.0 | -3.5 | 5.2 | 43.5 | 40.1 | 36.1 | 11.2 | 9.6 | 28.3 | 24.7 | 14% | 15% | 17% | 18% | 29.9 | 28.0 |
| | Curtiss-Wright | 27,099 | 1.7 | 0.6 | 4.3 | 32.2 | 60.7 | 48.4 | 43.0 | 9.2 | 8.1 | 32.8 | 29.8 | 19% | 20% | 22% | 23% | 20.2 | 20.5 |
| | JSW | 3,367 | -1.0 | -21.2 | -25.5 | -20.5 | -1.1 | 27.4 | 24.1 | 2.6 | 2.4 | 14.3 | 13.9 | 9% | 9% | 12% | 13% | 9.9 | 10.7 |
| | 비에이치아이 | 1,257 | -7.2 | -35.4 | -41.7 | 19.5 | 64.2 | 22.7 | 14.9 | 7.3 | 4.9 | 14.1 | 10.8 | 11% | 11% | 12% | 12% | 39.0 | 39.1 |
| 연료 | Cameco | 44,542 | -15.1 | -12.4 | -14.8 | 9.1 | 60.2 | 86.8 | 53.1 | 8.2 | 7.2 | 35.6 | 26.1 | 20% | 29% | 50% | 59% | 10.9 | 15.8 |
| | Centrus Energy | 3,069 | -21.6 | -24.7 | -22.3 | -41.0 | 6.9 | 50.3 | 52.3 | 4.3 | 3.3 | 55.4 | 30.3 | 6% | 7% | 12% | 19% | 9.0 | 7.2 |
| 설계 | 한전기술 | 2,979 | -6.2 | -32.3 | -26.1 | 23.1 | 69.0 | 69.3 | 55.9 | 7.1 | 6.7 | 45.4 | 37.0 | 11% | 13% | 14% | 15% | 10.4 | 12.4 |
| SMR 설계 | Rolls-Royce | 137,126 | -4.3 | 0.4 | -6.5 | 10.8 | 39.2 | 33.1 | 27.8 | 34.9 | 25.8 | 20.4 | 17.9 | 18% | 19% | 22% | 22% | 117.7 | 119.2 |
| | NuScale | 3,655 | -28.3 | -20.3 | -16.9 | -50.8 | -71.1 | N/A | N/A | 3.1 | 1.7 | N/A | N/A | -498% | -158% | -482% | -179% | -15.4 | -18.5 |
| | Oklo | 9,827 | -23.1 | -22.1 | -8.0 | -43.9 | 7.5 | N/A | N/A | 3.7 | 3.9 | N/A | N/A | -9565% | -5852% | -8885% | -5057% | -5.9 | -6.8 |
| 유틸리티 | 한국전력 | 15,397 | -3.7 | -17.2 | -23.6 | -26.6 | 33.2 | 3.8 | 3.0 | 0.4 | 0.4 | 5.8 | 5.1 | 11% | 13% | 26% | 28% | 12.2 | 13.3 |
| | Constellation Energy | 91,171 | -7.7 | -17.1 | -20.6 | -30.5 | -13.5 | 21.5 | 18.4 | 3.2 | 3.3 | 13.4 | 12.0 | 20% | 20% | 25% | 26% | 20.2 | 18.5 |
| | Vistra Energy | 49,303 | -7.4 | -1.0 | -11.1 | -11.5 | -11.2 | 16.1 | 13.2 | 9.7 | 7.3 | 9.6 | 8.3 | 22% | 23% | 32% | 33% | 69.7 | 62.3 |
| | Dominion Energy | 58,264 | -0.3 | 7.0 | 5.6 | 14.1 | 19.1 | 18.4 | 17.3 | 1.7 | 1.6 | 14.3 | 13.7 | 30% | 32% | 46% | 48% | 9.7 | 9.8 |
| 정비 | 한전 KPS | 1,407 | -4.7 | -19.2 | -15.7 | -11.6 | 8.3 | 13.5 | 12.4 | 1.5 | 1.4 | 6.5 | 6.0 | 12% | 12% | 16% | 16% | 11.5 | 11.9 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 6 월 10 일(한국시간) 기준. 추정치는 Bloomberg Consensus

# 기업분석

| | |
|---|---|
| OCI홀딩스<br>(010060) | BUY(Maintain)/목표주가 390,000원<br>강력한 두 개의 엔진 |
| 두산에너빌리티<br>(034020) | BUY(Maintain)/목표주가 130,000원<br>마지막 숨고르기 |
| 한화솔루션<br>(009830) | BUY(Maintain)/목표주가 60,000원<br>우호적인 사업 환경 지속 |
| 한전기술<br>(052690) | BUY(Maintain)/목표주가 185,000원<br>Go Korea! |
| 한전KPS<br>(051600) | BUY(Maintain)/목표주가 69,000원<br>우려 속에서 찾는 기회 요인 |
| 포스코인터내셔널<br>(047050) | BUY(Maintain)/목표주가 80,000원<br>달라진 건 주가뿐 |

## OCI홀딩스 (010060)

**BUY(Maintain)**

목표주가 390,000원

주가(6/10) 263,500원

**유틸리티** Analyst 조재원

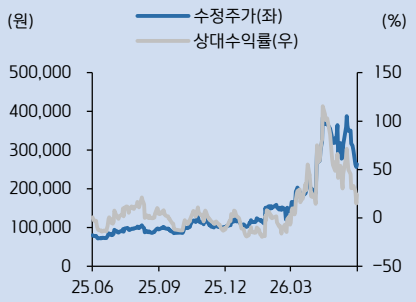
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 4조 9,196억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 388,000원 | 71,800원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -32.1% | 267.0% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -17.3% | -19.8% |
| 6M | 154.6% | 37.2% |
| 1Y | 233.5% | 23.9% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 18,670천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 411천주 |
| 외국인 지분율 | | 19.0% |
| 배당수익률(2026E) | | 0.4% |
| BPS(2026E) | | 224,594원 |
| 주요 주주 | 이화영 외 25인 | 29.7% |

### Price Trend




# 강력한 두 개의 엔진

## >>> 폴리실리콘 사업 잠재력에 주목

폴리실리콘 수요처는 지상 태양광을 넘어, 우주 태양광 및 차세대 반도체 등으로 확대될 전망이다. 동사는 신규 사업 기회에 대응하기 위해, 다수의 잠재 고객사들과 공급 계약 및 폴리실리콘 생산능력 증설을 논의 중이다. 연내에는 신규 고객사향 공급 계약과 증설 계획이 구체화될 것으로 기대한다. 현재 당사는 TerraSus 적정 가치를 약 4조원(EV/EBITDA 15배)으로 평가하고 있다. 만약 현재 CAPA 수준의 증설 계획이 발표될 경우, 2~3년 내로 100%의 실적 업사이드가 확보되는 셈이다.

## >>> 텍사스에서 맞이한 호황

OCI Energy의 실적 성장과 파이프라인 가치 상승에도 주목한다. 2Q26에는 500MW 태양광 프로젝트 매각이 완료될 예정인데, 작년 평균 수준보다 약 40%의 매각 단가 상승이 기대된다. 연내 1건의 추가 매각도 나올 수 있다. 텍사스는 현재 미국에서 전력 수요가 가장 빠르게 성장하는 동시에 재생에너지 발전소 설치도 가장 활발한 지역이다. OCI Energy의 향후 성장 잠재력을 기대하게 만드는 대목이다.

## >>> 2Q26 영업이익 1,066억원 전망

2분기 실적은 TerraSus의 부진을 Energy가 만회하는 모양새가 될 전망이다. 4~5월 가동률이 당초 예상을 밑돌면서, 2분기 TerraSus 영업이익은 소폭의 흑자 전환을 예상한다. 2H26부터는 본격적인 턴어라운드를 전망한다. 투자의견 BUY, 목표주가 39만원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,577.4 | 3,380.1 | 4,203.9 | 4,239.6 | 4,366.8 |
| 영업이익 | 101.5 | -57.6 | 349.8 | 452.0 | 484.6 |
| EBITDA | 295.9 | 186.2 | 606.7 | 724.6 | 762.5 |
| 세전이익 | 175.6 | -139.5 | 313.0 | 413.7 | 452.7 |
| 순이익 | 113.7 | -146.2 | 243.6 | 322.7 | 353.1 |
| 지배주주지분순이익 | 97.7 | -89.9 | 188.1 | 281.2 | 307.7 |
| EPS(원) | 5,005 | -4,772 | 10,072 | 15,059 | 16,479 |
| 증감률(%,YoY) | -86.1 | 적전 | 흑전 | 49.5 | 9.4 |
| PER(배) | 11.7 | -24.1 | 25.4 | 17.0 | 15.5 |
| PBR(배) | 0.28 | 0.55 | 1.14 | 1.05 | 0.97 |
| EV/EBITDA(배) | 8.3 | 19.7 | 10.8 | 8.9 | 8.3 |
| 영업이익률(%) | 2.8 | -1.7 | 8.3 | 10.7 | 11.1 |
| ROE(%) | 2.5 | -2.3 | 4.6 | 6.4 | 6.5 |
| 순차입금비율(%) | 9.7 | 15.1 | 18.4 | 14.1 | 10.4 |

자료: 키움증권 리서치센터

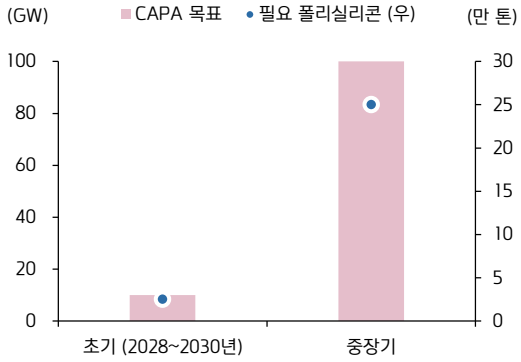
## OCI홀딩스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

| (단위: 십억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 948 | 776 | 845 | 811 | 892 | 1,100 | 1,115 | 1,097 | 3,380 | 4,204 | 4,240 |
| YoY | 10% | -18% | -7% | -5% | -6% | 42% | 32% | 35% | -6% | 24% | 1% |
| OCI TerraSus | 112 | 39 | 132 | 145 | 101 | 118 | 180 | 185 | 427 | 583 | 678 |
| OCI Enterprises | 68 | 44 | 61 | 36 | 80 | 139 | 72 | 109 | 209 | 401 | 457 |
| OCI SE | 88 | 81 | 72 | 51 | 71 | 79 | 103 | 80 | 292 | 333 | 299 |
| DCRE | 148 | 88 | 105 | 110 | 133 | 153 | 168 | 171 | 452 | 624 | 668 |
| OCI | 539 | 527 | 476 | 467 | 507 | 609 | 591 | 550 | 2,009 | 2,258 | 2,133 |
| 영업이익 | 49 | -80 | -53 | 27 | 11 | 107 | 107 | 125 | -58 | 350 | 452 |
| YoY | -51% | 적전 | 적전 | 흑전 | -78% | 흑전 | 흑전 | 359% | 적전 | 흑전 | 29% |
| OCI TerraSus | 12 | -74 | -65 | 33 | -27 | 4 | 49 | 53 | -93 | 79 | 171 |
| OCI Enterprises | 9 | -12 | 13 | -16 | 4 | 56 | 1 | 30 | -6 | 90 | 127 |
| OCI SE | 7 | 3 | 2 | -12 | -1 | 3 | 11 | 7 | 0 | 19 | 10 |
| DCRE | 18 | -5 | 13 | 12 | 9 | -1 | 9 | 12 | 37 | 29 | 41 |
| OCI | 10 | -2 | -10 | 3 | 28 | 45 | 40 | 26 | 0 | 140 | 110 |
| 영업이익률(%) | 5.1% | -10.3% | -6.3% | 3.4% | 1.2% | 9.7% | 9.6% | 11.4% | -1.7% | 8.3% | 10.7% |
| OCI TerraSus | 11% | -191% | -49% | 23% | -26% | 4% | 27% | 28% | -22% | 14% | 25% |
| OCI Enterprises | 14% | -28% | 21% | -43% | 5% | 40% | 1% | 28% | -3% | 23% | 28% |
| OCI SE | 8% | 3% | 3% | -24% | -2% | 4% | 10% | 8% | 0% | 6% | 3% |
| DCRE | 12% | -5% | 12% | 11% | 7% | 0% | 5% | 7% | 8% | 5% | 6% |
| OCI | 2% | 0% | -2% | 1% | 5% | 7% | 7% | 5% | 0% | 6% | 5% |
| 세전이익 | 29 | -85 | -115 | 31 | 4 | 107 | 100 | 101 | -140 | 313 | 414 |
| 법인세비용 | 44 | -2 | -42 | 7 | -5 | 26 | 24 | 24 | 7 | 69 | 91 |
| 법인세율(%) | 152% | 3% | 36% | 22% | -111% | 24% | 24% | 24% | -5% | 22% | 22% |
| 당기순이익 | -15 | -82 | -73 | 24 | 9 | 81 | 76 | 77 | -146 | 244 | 323 |
| 지배주주순이익 | -2 | -77 | -36 | 25 | 0 | 65 | 61 | 62 | -90 | 188 | 281 |

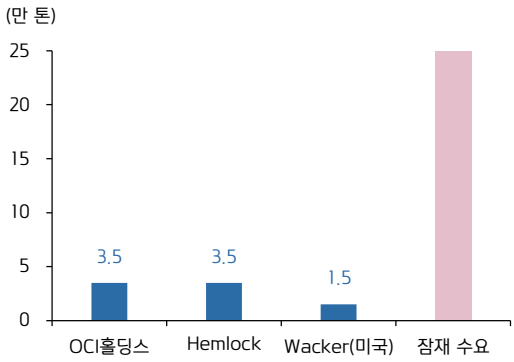
자료: 키움증권 리서치센터

SpaceX 태양광 CAPA 목표, 필요 폴리실리콘




자료: SpaceX, 키움증권 리서치센터 자체 추정

비중국 폴리실리콘 CAPA와 잠재 수요 비교



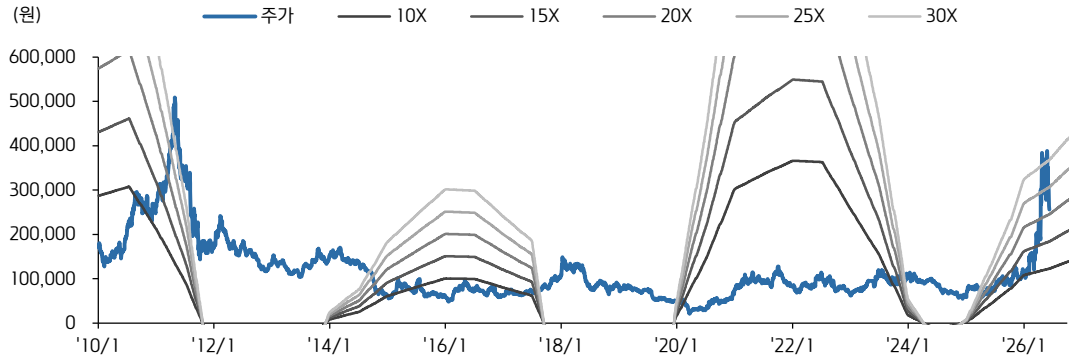

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

OCI Energy 파이프라인

| 구분 | 단계 | 태양광(MW) | ESS(MW) | 합계(MW) | 실적 반영 |
|---|---|---|---|---|---|
| Pre-NTP | 매각 완료 | 1,900 | 120 | 2,020 | 매각 후 매출 인식 완료 |
| | **Early** | 1,145 | 400 | 1,545 | **2026~2030년 매각 후 매출 인식 예정** |
| | **Mid** | 1,911 | 1,150 | 3,061 | |
| | **Late** | 500 | 1,500 | 2,000 | |
| | **합계 (개발 중)** | **3,556** | **3,050** | **6,606** | |
| Post-NTP | EPC (운영 예정) | **260** | **120** | **380** | PPA 기반 발전소 운영 |
| 상업운전 | 운영 중 | 50 | | 50 | |

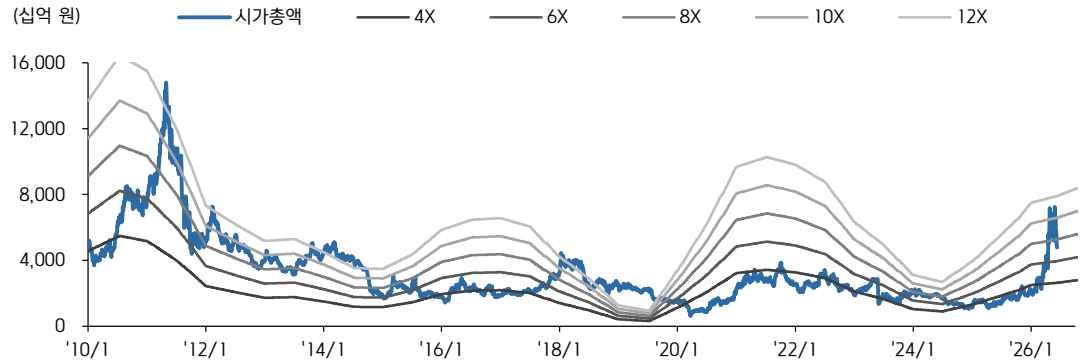
자료: OCI Energy, 키움증권 리서치센터

## OCI홀딩스 12개월 Forward P/E Chart



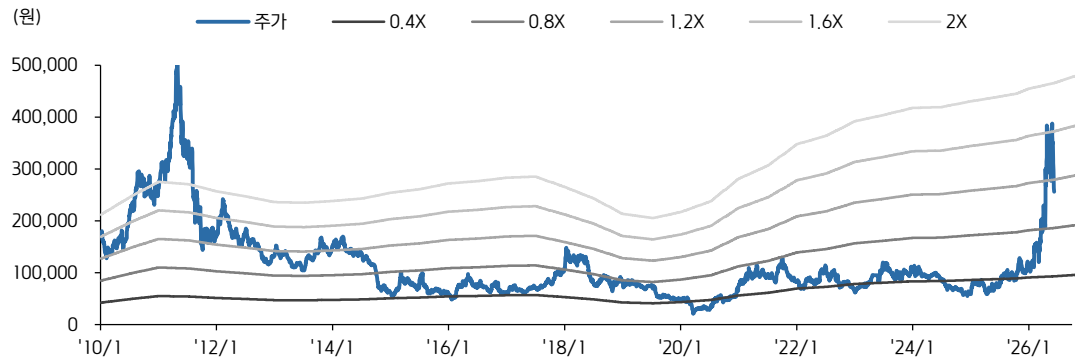

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## OCI홀딩스 12개월 Forward EV/EBITDA Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## OCI홀딩스 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 3,577.4 | 3,380.1 | 4,203.9 | 4,239.6 | 4,366.8 |
| 매출원가 | 3,116.3 | 3,040.6 | 3,352.8 | 3,275.4 | 3,360.5 |
| 매출총이익 | 461.0 | 339.5 | 851.1 | 964.3 | 1,006.3 |
| 판관비 | 359.5 | 397.1 | 501.2 | 512.3 | 521.7 |
| **영업이익** | 101.5 | -57.6 | 349.8 | 452.0 | 484.6 |
| **EBITDA** | 295.9 | 186.2 | 606.7 | 724.6 | 762.5 |
| 영업외손익 | 74.1 | -81.9 | -36.8 | -38.3 | -31.9 |
| 이자수익 | 71.3 | 39.1 | 33.0 | 37.1 | 42.1 |
| 이자비용 | 39.7 | 60.6 | 61.2 | 60.3 | 60.3 |
| 외환관련이익 | 89.1 | 51.8 | 37.6 | 37.6 | 37.6 |
| 외환관련손실 | 110.8 | 63.2 | 32.7 | 32.7 | 32.7 |
| 종속 및 관계기업손익 | 20.0 | -1.6 | 1.8 | 0.1 | 1.0 |
| 기타 | 44.2 | -47.4 | -15.3 | -20.1 | -19.6 |
| **법인세차감전이익** | 175.6 | -139.5 | 313.0 | 413.7 | 452.7 |
| 법인세비용 | 61.9 | 6.7 | 69.5 | 91.0 | 99.6 |
| 계속사업순손익 | 113.7 | -146.2 | 243.6 | 322.7 | 353.1 |
| **당기순이익** | 113.7 | -146.2 | 243.6 | 322.7 | 353.1 |
| **지배주주순이익** | 97.7 | -89.9 | 188.1 | 281.2 | 307.7 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | 35.0 | -5.5 | 24.4 | 0.8 | 3.0 |
| 영업이익 증감율 | -80.9 | -156.7 | -707.3 | 29.2 | 7.2 |
| EBITDA 증감율 | -53.8 | -37.1 | 225.8 | 19.4 | 5.2 |
| 지배주주순이익 증감율 | -86.3 | -192.0 | -309.2 | 49.5 | 9.4 |
| EPS 증감율 | -86.1 | 적전 | 흑전 | 49.5 | 9.4 |
| 매출총이익율(%) | 12.9 | 10.0 | 20.2 | 22.7 | 23.0 |
| 영업이익률(%) | 2.8 | -1.7 | 8.3 | 10.7 | 11.1 |
| EBITDA Margin(%) | 8.3 | 5.5 | 14.4 | 17.1 | 17.5 |
| 지배주주순이익률(%) | 2.7 | -2.7 | 4.5 | 6.6 | 7.0 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 4,763.3 | 4,040.6 | 4,128.3 | 4,254.5 | 4,473.6 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,143.3 | 1,034.7 | 822.6 | 932.8 | 1,066.2 |
| 단기금융자산 | 383.0 | 193.9 | 213.2 | 234.6 | 258.0 |
| 매출채권 및 기타채권 | 819.1 | 460.5 | 530.7 | 535.2 | 551.2 |
| 재고자산 | 2,345.0 | 2,295.2 | 2,518.3 | 2,518.5 | 2,572.2 |
| 기타유동자산 | 72.9 | 56.3 | 43.5 | 33.4 | 26.0 |
| **비유동자산** | 3,330.3 | 3,830.3 | 4,138.1 | 4,370.2 | 4,576.9 |
| 투자자산 | 439.3 | 616.3 | 801.0 | 985.6 | 1,170.3 |
| 유형자산 | 2,374.0 | 2,653.1 | 2,802.8 | 2,870.5 | 2,908.3 |
| 무형자산 | 154.8 | 163.6 | 137.1 | 116.7 | 101.0 |
| 기타비유동자산 | 362.2 | 397.3 | 397.2 | 397.4 | 397.3 |
| 자산총계 | 8,093.7 | 7,870.9 | 8,266.4 | 8,624.7 | 9,050.5 |
| **유동부채** | 1,901.4 | 1,376.1 | 1,444.8 | 1,427.2 | 1,426.6 |
| 매입채무 및 기타채무 | 666.6 | 448.0 | 506.7 | 499.1 | 498.6 |
| 단기금융부채 | 1,083.1 | 785.6 | 795.6 | 785.6 | 785.6 |
| 기타유동부채 | 151.7 | 142.5 | 142.5 | 142.5 | 142.4 |
| **비유동부채** | 1,356.8 | 1,763.3 | 1,773.3 | 1,753.3 | 1,753.3 |
| 장기금융부채 | 913.2 | 1,158.9 | 1,168.9 | 1,148.9 | 1,148.9 |
| 기타비유동부채 | 443.6 | 604.4 | 604.4 | 604.4 | 604.4 |
| **부채총계** | 3,258.1 | 3,139.3 | 3,218.1 | 3,180.4 | 3,179.9 |
| **지배지분** | 3,979.2 | 3,931.9 | 4,193.2 | 4,547.6 | 4,928.6 |
| 자본금 | 106.9 | 106.9 | 106.9 | 106.9 | 106.9 |
| 자본잉여금 | 906.2 | 906.2 | 906.2 | 906.2 | 906.2 |
| 기타자본 | -924.2 | -901.5 | -901.5 | -901.5 | -901.5 |
| 기타포괄손익누계액 | 348.7 | 442.1 | 534.0 | 626.0 | 717.9 |
| 이익잉여금 | 3,541.6 | 3,378.3 | 3,547.7 | 3,810.1 | 4,099.1 |
| 비지배지분 | 856.3 | 799.6 | 855.1 | 896.6 | 942.0 |
| **자본총계** | 4,835.5 | 4,731.5 | 5,048.3 | 5,444.3 | 5,870.6 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 116.4 | 553.9 | 487.2 | 801.4 | 776.8 |
| 당기순이익 | 113.7 | -146.2 | 243.6 | 322.7 | 353.1 |
| 비현금항목의 가감 | 240.6 | 403.8 | 535.4 | 567.6 | 576.4 |
| 유형자산감가상각비 | 163.6 | 210.9 | 230.4 | 252.3 | 262.2 |
| 무형자산감가상각비 | 30.8 | 32.9 | 26.5 | 20.4 | 15.7 |
| 지분법평가손익 | -239.9 | -30.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 286.1 | 190.8 | 278.5 | 294.9 | 298.5 |
| 영업활동자산부채증감 | -250.0 | 310.4 | -221.7 | -2.4 | -62.7 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 14.0 | -50.5 | -70.2 | -4.5 | -16.1 |
| 재고자산의감소 | -242.5 | 58.3 | -223.1 | -0.2 | -53.7 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 43.0 | -174.5 | 58.7 | -7.6 | -0.5 |
| 기타 | -64.5 | 477.1 | 12.9 | 9.9 | 7.6 |
| 기타현금흐름 | 12.1 | -14.1 | -70.1 | -86.5 | -90.0 |
| **투자활동 현금흐름** | -108.2 | -401.4 | -626.0 | -567.9 | -550.0 |
| 유형자산의 취득 | -356.6 | -370.8 | -380.0 | -320.0 | -300.0 |
| 유형자산의 처분 | 1.5 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -3.6 | -1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 125.9 | -177.0 | -184.7 | -184.7 | -184.7 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 134.8 | 189.1 | -19.4 | -21.3 | -23.5 |
| 기타 | -10.2 | -41.9 | -41.9 | -41.9 | -41.8 |
| **재무활동 현금흐름** | -178.2 | -260.8 | -20.9 | -70.9 | -40.9 |
| 차입금의 증가(감소) | -22.7 | -175.9 | 20.0 | -30.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -62.7 | -7.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -78.3 | -55.4 | -18.7 | -18.7 | -18.7 |
| 기타 | -14.5 | -22.2 | -22.2 | -22.2 | -22.2 |
| 기타현금흐름 | 99.4 | -0.1 | -52.5 | -52.5 | -52.5 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | -70.6 | -108.5 | -212.1 | 110.2 | 133.4 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 1,213.8 | 1,143.3 | 1,034.7 | 822.6 | 932.8 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,143.3 | 1,034.7 | 822.6 | 932.8 | 1,066.2 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 5,005 | -4,772 | 10,072 | 15,059 | 16,479 |
| BPS | 208,037 | 210,598 | 224,594 | 243,577 | 263,980 |
| CFPS | 18,154 | 13,676 | 41,719 | 47,684 | 49,785 |
| DPS | 2,200 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 11.7 | -24.1 | 25.4 | 17.0 | 15.5 |
| PER(최고) | 23.3 | -27.6 | 41.1 | | |
| PER(최저) | 11.0 | -12.1 | 10.0 | | |
| PBR | 0.28 | 0.55 | 1.14 | 1.05 | 0.97 |
| PBR(최고) | 0.56 | 0.63 | 1.84 | | |
| PBR(최저) | 0.26 | 0.27 | 0.45 | | |
| PSR | 0.32 | 0.64 | 1.14 | 1.13 | 1.09 |
| PCFR | 3.2 | 8.4 | 6.1 | 5.4 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 19.7 | 10.8 | 8.9 | 8.3 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 36.3 | -12.8 | 7.7 | 5.8 | 5.3 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 3.7 | 0.9 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROA | 1.6 | -1.8 | 3.0 | 3.8 | 4.0 |
| ROE | 2.5 | -2.3 | 4.6 | 6.4 | 6.5 |
| ROIC | 0.5 | -1.1 | 5.1 | 6.4 | 6.8 |
| 매출채권회전율 | 5.5 | 5.3 | 8.5 | 8.0 | 8.0 |
| 재고자산회전율 | 1.8 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 부채비율 | 67.4 | 66.3 | 63.7 | 58.4 | 54.2 |
| 순차입금비율 | 9.7 | 15.1 | 18.4 | 14.1 | 10.4 |
| 이자보상배율,현금 | 2.6 | -1.0 | 5.7 | 7.5 | 8.0 |
| 총차입금 | 1,996.3 | 1,944.6 | 1,964.6 | 1,934.6 | 1,934.6 |
| 순차입금 | 470.1 | 716.0 | 928.7 | 767.2 | 610.3 |
| EBITDA | 295.9 | 186.2 | 606.7 | 724.6 | 762.5 |
| FCF | -392.8 | 126.1 | -72.7 | 302.8 | 293.2 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 두산에너빌리티 (034020)

**BUY(Maintain)**

목표주가 130,000원(하향)

주가(6/10) 91,100원

유틸리티 Analyst 조재원

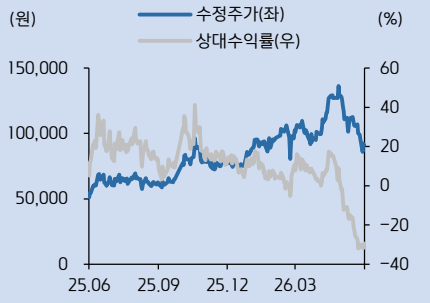
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 58조 3,551억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 136,400원 | 48,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -33.2% | 89.8% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -29.7% | -31.8% |
| 6M | 18.6% | -36.6% |
| 1Y | 78.3% | -33.0% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 640,561천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 4,170천주 |
| 외국인 지분율 | | 24.3% |
| 배당수익률(2026E) | | 0.0% |
| BPS(2026E) | | 12,899원 |
| 주요 주주 | 두산 외 28인 | 30.7% |

### Price Trend




# 마지막 숨고르기

## >>> 가스 발전 기자재 수주 본격화

1Q26 에너빌리티 신규 수주는 2.8조원(+62%YoY)을 기록했다. 1분기에만 가스터빈 10기를 수주했다. 해외 가스터빈 누적 수주는 2개 분기만에 12기로 확대됐다. 앞으로도 데이터센터 On-Site 발전소향 가스터빈 수주 기회는 지속 확대될 전망이다. 동시에 가스터빈 수요와 연계된 스팀터빈 수주 기회도 확대되고 있다. 올해 3월 미국 고객사향 스팀터빈 초도 물량(2기) 수주에 이어, 5월에는 4기를 추가로 수주했다. 가스터빈과 스팀터빈 모두 연내 추가 수주 성과를 기대한다.

## >>> 한미 원전 협력으로 사업 기회 확대

동사는 국내외 한국형 원전 사업, 웨스팅하우스 기자재 공급, 미국 SMR 사업에 참여하고 있다. 대미투자특별법 시행 후 한미 원전 협력이 구체화되면, 미국 대형원전 건설 사업에도 참여할 수 있게 된다. 만약 한국 정부가 TVA SMR 사업에 투자하게 되면, 프로젝트 진행 속도는 더욱 빨라질 것으로 기대한다. 3Q26 PPA 체결 시, 연내 고객사로부터 대규모 SMR 기자재 발주가 예상된다.

## >>> 가이던스를 넘어서는 수주 실적 기대

2026년 신규 수주는 16.3조원(+11%YoY)을 전망한다. 가스터빈 수주 가정을 기존 11기에서 16기로 상향했다. 2027년에는 팀코리아 대형원전 수주 반영으로, 전년 대비 17% 성장한 약 19조원의 신규 수주를 예상한다. 한미 원전 협력 성과에 따른 추가 수주 기회를 비롯한 업사이드 요인들도 여전히 남아 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 16,233.1 | 17,057.9 | 17,681.6 | 20,420.7 | 22,302.3 |
| 영업이익 | 1,017.6 | 762.7 | 1,108.0 | 1,731.7 | 2,173.2 |
| EBITDA | 1,508.6 | 1,320.0 | 1,684.9 | 2,384.1 | 2,865.6 |
| 세전이익 | 657.8 | 326.8 | 687.5 | 1,317.9 | 1,709.3 |
| 순이익 | 394.7 | 205.2 | 491.9 | 943.0 | 1,223.1 |
| 지배주주지분순이익 | 111.4 | 84.8 | 251.2 | 528.6 | 685.6 |
| EPS(원) | 174 | 132 | 392 | 825 | 1,070 |
| 증감률(%,YoY) | 100.1 | -23.9 | 196.3 | 110.5 | 29.7 |
| PER(배) | 100.9 | 569.1 | 235.4 | 111.9 | 86.2 |
| PBR(배) | 1.50 | 6.20 | 7.16 | 6.61 | 6.04 |
| EV/EBITDA(배) | 12.4 | 42.0 | 39.3 | 27.8 | 23.0 |
| 영업이익률(%) | 6.3 | 4.5 | 6.3 | 8.5 | 9.7 |
| ROE(%) | 1.5 | 1.1 | 3.1 | 6.1 | 7.3 |
| 순차입금비율(%) | 28.3 | 25.3 | 20.8 | 15.9 | 9.9 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 두산에너빌리티 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

| (단위: 십억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,749** | **4,569** | **3,880** | **4,860** | **4,261** | **4,422** | **4,186** | **4,792** | **17,058** | **17,682** | **20,421** |
| %YoY | -9% | 10% | 14% | 6% | 14% | -3% | 8% | -1% | 5% | 4% | 15% |
| 에너빌리티 | 1,576 | 2,268 | 1,678 | 2,360 | 1,896 | 1,886 | 1,806 | 2,242 | 7,881 | 7,830 | 9,947 |
| 두산밥캣 | 2,098 | 2,201 | 2,115 | 2,377 | 2,247 | 2,408 | 2,289 | 2,396 | 8,792 | 9,340 | 9,786 |
| 두산퓨얼셀 | 100 | 128 | 91 | 136 | 145 | 136 | 106 | 189 | 455 | 576 | 748 |
| 기타 및 조정 | -25 | -29 | -4 | -13 | -27 | -8 | -15 | -34 | -70 | -64 | -61 |
| **영업이익** | **142** | **271** | **137** | **212** | **234** | **259** | **239** | **377** | **763** | **1,108** | **1,732** |
| %YoY | -60% | -12% | 19% | -10% | 64% | -5% | 74% | 78% | -25% | 45% | 56% |
| 에너빌리티 | -1 | 92 | 43 | 168 | 57 | 95 | 110 | 208 | 302 | 471 | 864 |
| 두산밥캣 | 196 | 204 | 134 | 148 | 207 | 191 | 175 | 186 | 686 | 759 | 920 |
| 두산퓨얼셀 | -12 | -2 | -16 | -77 | -1 | -17 | -14 | 6 | -106 | -27 | 41 |
| 기타 및 조정 | -40 | -24 | -24 | -28 | -29 | -11 | -33 | -23 | -120 | -95 | -93 |
| **영업이익률 (%)** | **3.8%** | **5.9%** | **3.5%** | **4.4%** | **5.5%** | **5.9%** | **5.7%** | **7.9%** | **4.5%** | **6.3%** | **8.5%** |
| 금융손익 | -79 | -73 | -131 | -61 | -111 | -88 | -74 | -60 | -345 | -333 | -334 |
| 기타영업외손익 | -35 | 107 | -40 | -146 | -17 | 29 | -12 | -110 | -114 | -109 | -104 |
| 종속 및 관계기업손익 | 2 | 5 | 16 | -1 | 14 | 5 | 8 | -5 | 23 | 22 | 24 |
| **세전이익** | **30** | **311** | **-18** | **4** | **119** | **205** | **161** | **202** | **327** | **687** | **1,318** |
| 법인세 비용 | 51 | 113 | 6 | -49 | 59 | 49 | 39 | 48 | 122 | 196 | 375 |
| 법인세율 (%) | 170% | 36% | -34% | -1217% | 50% | 24% | 24% | 24% | 37% | 28% | 28% |
| **당기순이익** | **-21** | **198** | **-24** | **53** | **60** | **156** | **123** | **154** | **205** | **492** | **943** |
| 지배주주순이익 | -69 | 131 | -50 | 73 | 1 | 90 | 71 | 89 | 85 | 251 | 529 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 에너빌리티 부문 중장기 실적 전망

| (단위: 십 억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **주요 가정 (기)** | | | | | | | |
| 팀코리아 대형원전 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0 |
| 웨스팅하우스 대형원전 | 0 | 5 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| SMR | | | | | | | 누적 88기 |
| 국내 복합화력(가스터빈) | 3 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 |
| 해외 가스터빈 | 5 | 10 | 7 | 7 | 7 | 7 | 6 |
| 가스터빈 서비스 | 0 | 0 | 1 | 10 | 23 | 36 | 48 |
| **신규 수주** | **14,728** | **16,296** | **19,029** | **19,700** | **20,199** | **20,709** | **13,911** |
| **원자력** | **6,840** | **6,500** | **10,050** | **10,450** | **10,818** | **11,151** | **5,068** |
| 대형원전 기자재 | 5,640 | 2,000 | 6,350 | 6,350 | 6,350 | 6,350 | 1,800 |
| EPC | 0 | 3,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 0 |
| SMR | 0 | 1,200 | 1,200 | 1,600 | 1,868 | 2,201 | 2,668 |
| 서비스 및 기타 | 1,200 | 300 | 500 | 500 | 600 | 600 | 600 |
| **가스 기자재/EPC** | **4,730** | **7,580** | **6,540** | **6,610** | **6,610** | **6,610** | **5,700** |
| 가스 기자재 | 1,300 | 4,580 | 3,540 | 3,610 | 3,610 | 3,610 | 3,000 |
| 복합화력 EPC | 3,430 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 2,700 |
| 신재생 | 930 | 1,116 | 1,339 | 1,540 | 1,771 | 1,948 | 2,143 |
| 기타 | 2,228 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| **수주 잔고** | **23,047** | **31,513** | **40,594** | **48,463** | **54,909** | **59,911** | **56,935** |
| **매출액** | **7,881** | **7,830** | **9,947** | **11,832** | **13,753** | **15,707** | **16,887** |
| %YoY | 7% | -1% | 27% | 19% | 16% | 14% | 8% |
| **원자력** | **1,505** | **2,077** | **3,067** | **4,392** | **5,798** | **7,304** | **8,209** |
| 대형원전 기자재 등 | 1,355 | 1,837 | 2,467 | 3,553 | 4,439 | 5,597 | 6,318 |
| SMR | 150 | 240 | 600 | 840 | 1,360 | 1,707 | 1,891 |
| **가스 기자재/EPC** | **4,231** | **3,662** | **4,647** | **5,191** | **5,649** | **6,009** | **6,160** |
| 가스 기자재/서비스 | 637 | 1,367 | 2,118 | 2,654 | 3,048 | 3,376 | 3,492 |
| 복합화력 EPC | 3,594 | 2,294 | 2,529 | 2,536 | 2,601 | 2,633 | 2,668 |
| 신재생 | 340 | 439 | 691 | 861 | 1,043 | 1,224 | 1,408 |
| 기타 | 1,805 | 1,652 | 1,542 | 1,388 | 1,262 | 1,170 | 1,111 |
| **영업이익** | **302** | **471** | **864** | **1,321** | **1,855** | **2,461** | **2,846** |
| %YoY | 24% | 56% | 83% | 53% | 40% | 33% | 16% |
| **영업이익률 (%)** | **3.8%** | **6.0%** | **8.7%** | **11.2%** | **13.5%** | **15.7%** | **16.9%** |
| 감가상각비 | 134 | 145 | 236 | 292 | 303 | 368 | 405 |
| **EBITDA** | **436** | **616** | **1,100** | **1,613** | **2,158** | **2,829** | **3,251** |
| %YoY | 15% | 41% | 79% | 47% | 34% | 31% | 15% |
| **EBITDA 마진율 (%)** | **5.5%** | **7.9%** | **11.1%** | **13.6%** | **15.7%** | **18.0%** | **19.3%** |

자료: 키움증권 리서치센터

## 두산에너빌리티 목표주가 업데이트

(단위: 십억 원)

| | 2031E EBITDA | 2026E 할인 [1)] | 적용 EV/EBITDA | **적정 가치** | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| **에너빌리티 부문 영업가치 ①** | **3,251** | **2,223** | **37** | **82,281** | 유사 기업 2026E 평균 EV/EBITDA(31배) 20% 할증 |
| **지분 가치 ②** | | | | **3,246** | |
| 두산밥캣 | | | | 1,450 | 시가총액*지분율*할인율(50%) |
| 두산퓨얼셀 | | | | 911 | 시가총액*지분율*할인율(50%) |
| 기타 | | | | 885 | 장부가액*할인율(50%) |
| **2026E 순차입금 ③** | | | | **2,643** | |
| **목표 시가총액 ①+②-③** | | | | **82,883** | |
| 발행 주식 수 (백만 주) | | | | 640.6 | |
| **목표 주가 (원)** | | | | **130,000** | |
| 현재 주가 (원) | | | | 91,100 | |
| 상승 여력 (%) | | | | **43%** | |

자료: 키움증권 리서치센터
주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

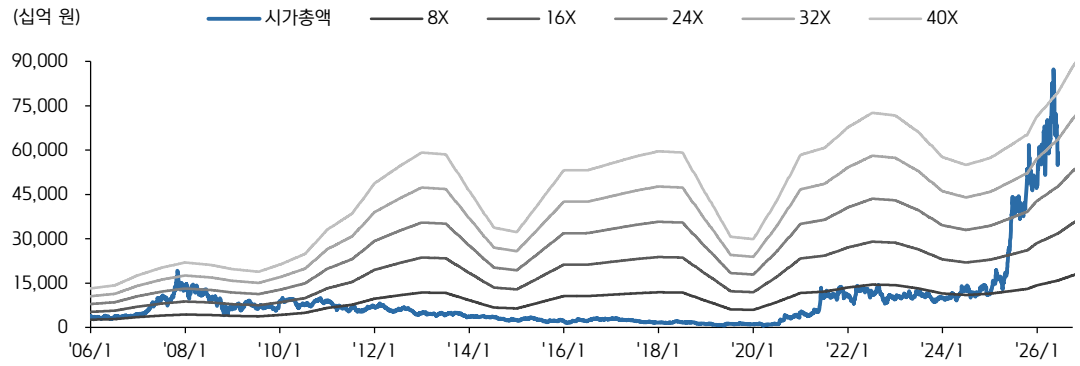
## (2026/4/30) 변경 전 목표주가

(단위: 십억 원)

| | 2031E EBITDA | 2026E 할인 [1)] | 적용 EV/EBITDA | **적정 가치** | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| **에너빌리티 부문 영업가치 ①** | **3,251** | **2,223** | **45** | **100,046** | 유사 기업 2026E 평균 EV/EBITDA(37.5배) 20% 할증 |
| **지분 가치 ②** | | | | **3,330** | |
| 두산밥캣 | | | | 1,718 | 시가총액*지분율*할인율(50%) |
| 두산퓨얼셀 | | | | 728 | 시가총액*지분율*할인율(50%) |
| 기타 | | | | 885 | 장부가액*할인율(50%) |
| **2026E 순차입금 ③** | | | | **2,643** | |
| **목표 시가총액 ①+②-③** | | | | **100,734** | |
| 발행 주식 수 (백만 주) | | | | 640.6 | |
| **목표 주가 (원)** | | | | **158,000** | |

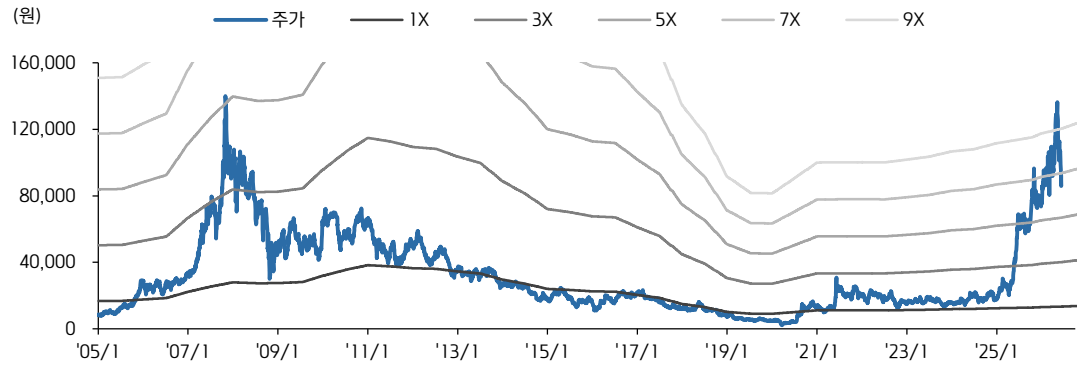
자료: 키움증권 리서치센터
주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

두산에너빌리티 12개월 Forward EV/EBITDA Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두산에너빌리티 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 16,233.1 | 17,057.9 | 17,681.6 | 20,420.7 | 22,302.3 |
| 매출원가 | 13,503.3 | 14,314.6 | 14,661.2 | 16,769.0 | 18,135.7 |
| 매출총이익 | 2,729.7 | 2,743.3 | 3,020.4 | 3,651.7 | 4,166.6 |
| 판관비 | 1,712.1 | 1,980.6 | 1,912.4 | 1,920.0 | 1,993.3 |
| **영업이익** | 1,017.6 | 762.7 | 1,108.0 | 1,731.7 | 2,173.2 |
| **EBITDA** | 1,508.6 | 1,320.0 | 1,684.9 | 2,384.1 | 2,865.6 |
| 영업외손익 | -359.8 | -435.9 | -420.5 | -413.8 | -463.9 |
| 이자수익 | 109.2 | 86.7 | 100.3 | 110.9 | 121.8 |
| 이자비용 | 329.1 | 325.9 | 332.0 | 329.3 | 313.8 |
| 외환관련이익 | 588.5 | 413.1 | 281.4 | 281.4 | 281.4 |
| 외환관련손실 | 531.2 | 501.7 | 300.4 | 300.4 | 300.4 |
| 종속 및 관계기업손익 | 20.5 | 22.8 | 21.6 | 23.8 | 22.8 |
| 기타 | -217.7 | -130.9 | -191.4 | -200.2 | -275.7 |
| **법인세차감전이익** | 657.8 | 326.8 | 687.5 | 1,317.9 | 1,709.3 |
| 법인세비용 | 263.1 | 121.6 | 195.6 | 374.9 | 486.2 |
| 계속사업순손익 | 394.7 | 205.2 | 491.9 | 943.0 | 1,223.1 |
| **당기순이익** | 394.7 | 205.2 | 491.9 | 943.0 | 1,223.1 |
| **지배주주순이익** | 111.4 | 84.8 | 251.2 | 528.6 | 685.6 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | -7.7 | 5.1 | 3.7 | 15.5 | 9.2 |
| 영업이익 증감율 | -30.6 | -25.0 | 45.3 | 56.3 | 25.5 |
| EBITDA 증감율 | -22.0 | -12.5 | 27.6 | 41.5 | 20.2 |
| 지배주주순이익 증감율 | 100.4 | -23.9 | 196.2 | 110.4 | 29.7 |
| EPS 증감율 | 100.1 | -23.9 | 196.3 | 110.5 | 29.7 |
| 매출총이익율(%) | 16.8 | 16.1 | 17.1 | 17.9 | 18.7 |
| 영업이익률(%) | 6.3 | 4.5 | 6.3 | 8.5 | 9.7 |
| EBITDA Margin(%) | 9.3 | 7.7 | 9.5 | 11.7 | 12.8 |
| 지배주주순이익률(%) | 0.7 | 0.5 | 1.4 | 2.6 | 3.1 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 10,049.0 | 10,771.7 | 11,507.9 | 12,506.5 | 13,543.3 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,898.3 | 3,081.0 | 3,557.5 | 3,920.9 | 4,287.9 |
| 단기금융자산 | 171.2 | 120.6 | 144.7 | 173.6 | 208.3 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,405.2 | 4,045.7 | 4,158.3 | 4,496.2 | 4,910.5 |
| 재고자산 | 2,733.9 | 2,544.0 | 2,601.7 | 2,800.5 | 2,947.0 |
| 기타유동자산 | 840.4 | 980.4 | 1,045.7 | 1,115.3 | 1,189.6 |
| **비유동자산** | 16,265.8 | 16,741.5 | 16,912.8 | 17,085.1 | 17,022.6 |
| 투자자산 | 1,150.7 | 1,095.9 | 1,038.5 | 1,018.3 | 998.1 |
| 유형자산 | 5,703.0 | 5,776.6 | 6,164.2 | 6,378.7 | 6,357.1 |
| 무형자산 | 8,397.3 | 8,723.6 | 8,753.2 | 8,731.3 | 8,710.6 |
| 기타비유동자산 | 1,014.8 | 1,145.4 | 956.9 | 956.8 | 956.8 |
| 자산총계 | 26,314.8 | 27,513.2 | 28,420.6 | 29,591.6 | 30,565.9 |
| **유동부채** | 8,945.8 | 10,107.1 | 10,246.7 | 10,317.2 | 10,010.8 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5,462.6 | 6,433.7 | 6,494.2 | 6,616.0 | 6,507.2 |
| 단기금융부채 | 2,660.7 | 3,030.4 | 3,096.8 | 3,045.4 | 2,847.8 |
| 기타유동부채 | 822.5 | 643.0 | 655.7 | 655.8 | 655.8 |
| **비유동부채** | 5,707.9 | 5,396.8 | 5,446.8 | 5,446.8 | 5,346.8 |
| 장기금융부채 | 3,711.0 | 3,204.1 | 3,254.1 | 3,254.1 | 3,154.1 |
| 기타비유동부채 | 1,996.9 | 2,192.7 | 2,192.7 | 2,192.7 | 2,192.7 |
| **부채총계** | 14,653.7 | 15,503.9 | 15,693.5 | 15,764.0 | 15,357.6 |
| **지배지분** | 7,496.6 | 7,785.7 | 8,262.7 | 8,948.8 | 9,791.9 |
| 자본금 | 3,267.3 | 3,267.3 | 3,267.3 | 3,267.3 | 3,267.3 |
| 자본잉여금 | 1,572.1 | 1,441.6 | 1,441.6 | 1,441.6 | 1,441.6 |
| 기타자본 | 46.8 | 45.5 | 45.5 | 45.5 | 45.5 |
| 기타포괄손익누계액 | 1,215.9 | 1,335.0 | 1,560.8 | 1,718.3 | 1,875.8 |
| 이익잉여금 | 1,394.4 | 1,696.3 | 1,947.5 | 2,476.1 | 3,161.7 |
| 비지배지분 | 4,164.5 | 4,223.6 | 4,464.4 | 4,878.8 | 5,416.3 |
| **자본총계** | 11,661.1 | 12,009.4 | 12,727.1 | 13,827.6 | 15,208.2 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 242.2 | 751.8 | 1,206.4 | 1,410.7 | 1,471.3 |
| 당기순이익 | 394.7 | 205.2 | 491.9 | 943.0 | 1,223.1 |
| 비현금항목의 가감 | 1,344.2 | 1,458.6 | 1,301.3 | 1,542.9 | 1,667.7 |
| 유형자산감가상각비 | 350.3 | 394.1 | 406.4 | 480.5 | 521.5 |
| 무형자산감가상각비 | 140.7 | 163.2 | 170.4 | 171.9 | 170.8 |
| 지분법평가손익 | -26.7 | -22.8 | -22.8 | -22.8 | -22.8 |
| 기타 | 879.9 | 924.1 | 747.3 | 913.3 | 998.2 |
| 영업활동자산부채증감 | -891.3 | -415.9 | -162.2 | -484.5 | -743.9 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 85.8 | -397.9 | -112.6 | -337.9 | -414.3 |
| 재고자산의감소 | 58.9 | 152.0 | -57.7 | -198.8 | -146.5 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -854.5 | 557.8 | 60.5 | 121.9 | -108.8 |
| 기타 | -181.5 | -727.8 | -52.4 | -69.7 | -74.3 |
| 기타현금흐름 | -605.4 | -496.1 | -424.6 | -590.7 | -675.6 |
| **투자활동 현금흐름** | -821.4 | -310.6 | -686.2 | -579.2 | -390.0 |
| 유형자산의 취득 | -461.5 | -403.1 | -800.0 | -700.0 | -500.0 |
| 유형자산의 처분 | 9.4 | 6.3 | 6.0 | 5.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -190.8 | -293.7 | -200.0 | -150.0 | -150.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -158.6 | 77.6 | 80.2 | 43.0 | 43.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 79.4 | 50.6 | -24.1 | -28.9 | -34.7 |
| 기타 | -99.3 | 251.7 | 251.7 | 251.7 | 251.7 |
| **재무활동 현금흐름** | 608.4 | -287.9 | 109.3 | -58.3 | -196.4 |
| 차입금의 증가(감소) | 861.1 | -142.3 | 116.3 | -51.4 | -297.6 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -64.8 | -138.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -86.3 | -108.1 | -108.1 | -108.1 | 0.0 |
| 기타 | -101.6 | 101.2 | 101.1 | 101.2 | 101.2 |
| 기타현금흐름 | 248.9 | 29.4 | -153.0 | -409.8 | -517.9 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | 278.1 | 182.7 | 476.5 | 363.4 | 367.0 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 2,620.2 | 2,898.3 | 3,081.0 | 3,557.5 | 3,920.9 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 2,898.3 | 3,081.0 | 3,557.5 | 3,920.9 | 4,287.9 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 174 | 132 | 392 | 825 | 1,070 |
| BPS | 11,703 | 12,155 | 12,899 | 13,970 | 15,286 |
| CFPS | 2,715 | 2,597 | 2,800 | 3,881 | 4,513 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 100.9 | 569.1 | 235.4 | 111.9 | 86.2 |
| PER(최고) | 143.8 | 736.1 | 355.0 | | |
| PER(최저) | 82.3 | 133.0 | 190.3 | | |
| PBR | 1.50 | 6.20 | 7.16 | 6.61 | 6.04 |
| PBR(최고) | 2.14 | 8.01 | 10.79 | | |
| PBR(최저) | 1.22 | 1.45 | 5.78 | | |
| PSR | 0.69 | 2.83 | 3.34 | 2.90 | 2.65 |
| PCFR | 6.5 | 29.0 | 33.0 | 23.8 | 20.5 |
| EV/EBITDA | 12.4 | 42.0 | 39.3 | 27.8 | 23.0 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROA | 1.5 | 0.8 | 1.8 | 3.3 | 4.1 |
| ROE | 1.5 | 1.1 | 3.1 | 6.1 | 7.3 |
| ROIC | 4.2 | 3.3 | 6.3 | 7.6 | 9.2 |
| 매출채권회전율 | 4.8 | 4.6 | 4.3 | 4.7 | 4.7 |
| 재고자산회전율 | 6.2 | 6.5 | 6.9 | 7.6 | 7.8 |
| 부채비율 | 125.7 | 129.1 | 123.3 | 114.0 | 101.0 |
| 순차입금비율 | 28.3 | 25.3 | 20.8 | 15.9 | 9.9 |
| 이자보상배율,현금 | 3.1 | 2.3 | 3.3 | 5.3 | 6.9 |
| 총차입금 | 6,371.6 | 6,234.5 | 6,350.8 | 6,299.5 | 6,001.9 |
| 순차입금 | 3,302.1 | 3,033.0 | 2,648.6 | 2,205.0 | 1,505.7 |
| EBITDA | 1,508.6 | 1,320.0 | 1,684.9 | 2,384.1 | 2,865.6 |
| FCF | -453.0 | -49.4 | 402.0 | 562.0 | 853.5 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

**BUY(Maintain)**

목표주가 60,000원

주가(6/10) 36,600원

**유틸리티** Analyst 조재원

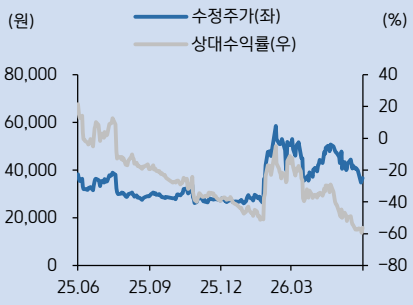
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 6조 2,913억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 58,500원 | 26,100원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -37.4% | 40.2% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -22.6% | -25.0% |
| 6M | 30.0% | -29.9% |
| 1Y | 17.7% | -56.3% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 171,893천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 3,893천주 |
| 외국인 지분율 | | 16.2% |
| 배당수익률(2026E) | | 0.8% |
| BPS(2026E) | | 49,095원 |
| 주요 주주 | 한화 외 8인 | 36.9% |

### Price Trend




# 우호적인 사업 환경 지속

## >>> 뚜렷한 실적 성장 가시성에 주목

향후 수년간 신재생에너지 부문의 실적 성장이 지속될 전망이다. 연초부터 관찰되는 미국 모듈 가격 상승은 FEOC 규제 강화 이후 구조적인 수급 개선에 기인하는 만큼, 지속 가능성이 높다고 판단한다. 2Q26에도 모듈 가격 상승 추세는 지속되고 있다. 2H26부터는 미국 카터스빌 공장 가동이 본격화되면서, 판매량 성장과 AMPC 규모 확대가 동반될 것으로 예상한다.

## >>> 2Q26 영업이익 2,360억원 전망

신재생에너지 부문은 미국 태양광 EPC, 주택용 에너지 사업향 모듈 공급이 확대되면서, 2분기부터 가파른 실적 성장을 전망한다. 하반기로 갈수록 모듈 판가가 높은 주택용 비중이 확대되면서, ASP 상승과 수익성 개선 효과가 기대된다. 4월 이후에도 90달러 이상의 고유가 환경이 지속되면서, 2Q26 케미칼 영업이익은 전분기 대비 추가 개선될 전망이다.

## >>> Section232 최대 수혜 기대

Section232 관세 부과 환경에서는, 동사가 미국 내에 구축한 웨이퍼-셀-모듈 생산 시설과 비중국 원재료 공급망의 가치가 전보다 더 주목받을 수밖에 없다. 경쟁 업체 대비 구조적으로 관세 부담이 적어지기 때문이다. 여기서 발생한 원가 경쟁력을 기반으로, 미국 시장 내 점유율과 함께 가격 결정력도 확대될 것으로 기대한다. 투자의견 BUY, 목표주가 60,000원을 유지한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 12,394.0 | 13,333.1 | 18,642.8 | 20,363.4 | 21,177.9 |
| 영업이익 | -300.2 | -364.8 | 846.9 | 1,011.4 | 1,300.4 |
| EBITDA | 415.2 | 419.5 | 1,749.3 | 1,967.1 | 2,368.0 |
| 세전이익 | -1,423.7 | -838.0 | 308.5 | 578.2 | 1,077.6 |
| 순이익 | -1,369.0 | -615.3 | 233.9 | 439.5 | 819.0 |
| 지배주주지분순이익 | -1,404.4 | -650.4 | 223.4 | 439.5 | 819.0 |
| EPS(원) | -8,050 | -3,728 | 1,110 | 1,932 | 3,600 |
| 증감률(%,YoY) | 적지 | 적지 | 흑전 | 74.0 | 86.4 |
| PER(배) | -2.0 | -7.2 | 32.0 | 18.4 | 9.9 |
| PBR(배) | 0.30 | 0.51 | 0.72 | 0.69 | 0.64 |
| EV/EBITDA(배) | 35.2 | 46.1 | 11.3 | 10.0 | 7.4 |
| 영업이익률(%) | -2.4 | -2.7 | 4.5 | 5.0 | 6.1 |
| ROE(%) | -16.0 | -7.0 | 2.2 | 3.8 | 6.7 |
| 순차입금비율(%) | 100.6 | 112.7 | 86.9 | 83.0 | 62.6 |

자료: 키움증권 리서치센터

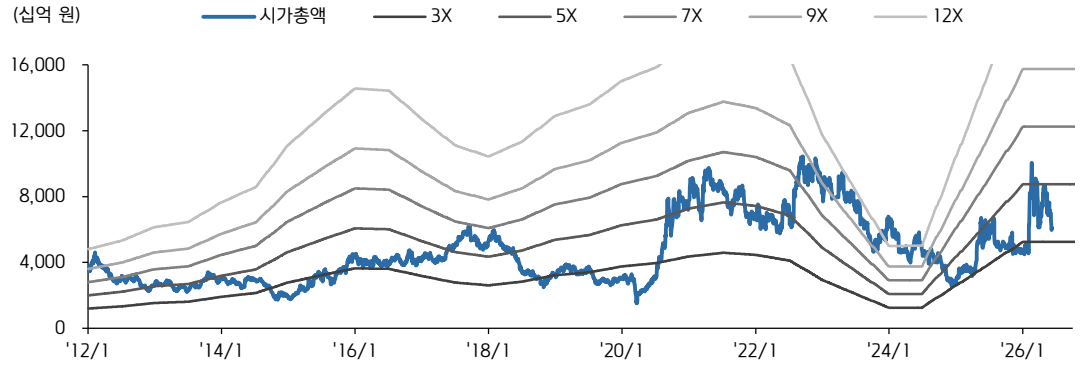
## 한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

| (단위: 십억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 3,095 | 3,117 | 3,364 | 3,757 | 3,882 | 4,969 | 4,730 | 5,062 | 13,333 | 18,643 | 20,363 |
| YoY | 31% | 18% | 23% | -19% | 25% | 59% | 41% | 35% | 8% | 40% | 9% |
| **신재생에너지** | **1,599** | **1,446** | **1,752** | **2,041** | **2,111** | **3,005** | **2,836** | **3,137** | **6,838** | **11,088** | **12,849** |
| 태양광 모듈 | 587 | 574 | 432 | 279 | 624 | 610 | 609 | 616 | 1,872 | 2,459 | 2,365 |
| 개발/EPC | 419 | 394 | 819 | 1,422 | 1,226 | 1,836 | 1,461 | 1,568 | 3,054 | 6,091 | 7,057 |
| 주택용 에너지 | 594 | 478 | 501 | 340 | 262 | 559 | 766 | 953 | 1,913 | 2,539 | 3,428 |
| 케미칼 | 1,074 | 1,239 | 1,160 | 1,151 | 1,340 | 1,499 | 1,415 | 1,334 | 4,624 | 5,588 | 5,477 |
| 첨단소재 | 274 | 308 | 258 | 271 | 286 | 312 | 307 | 296 | 1,111 | 1,200 | 1,248 |
| 기타 | 148 | 124 | 195 | 294 | 145 | 153 | 173 | 295 | 760 | 767 | 790 |
| 영업이익 | 30 | 102 | -7 | -490 | 93 | 236 | 238 | 281 | -365 | 847 | 1,011 |
| YoY | 흑전 | 흑전 | 적지 | 적전 | 206% | 131% | 흑전 | 흑전 | 적지 | 흑전 | 19% |
| **신재생에너지** | **136** | **156** | **8** | **-386** | **62** | **191** | **217** | **269** | **-85** | **739** | **1,048** |
| 태양광 모듈 | 49 | 162 | -90 | -196 | 49 | 20 | 20 | 22 | -75 | 110 | 58 |
| 개발/EPC | -42 | -61 | 19 | -168 | 8 | 85 | 61 | 72 | -253 | 227 | 395 |
| 주택용 에너지 | 129 | 55 | 80 | -21 | 5 | 85 | 136 | 176 | 243 | 402 | 596 |
| **AMPC** | **184** | **182** | **68** | **102** | **218** | **227** | **249** | **264** | **536** | **959** | **1,141** |
| 케미칼 | -91 | -47 | -9 | -102 | 34 | 46 | 20 | -8 | -249 | 91 | -40 |
| 첨단소재 | -2 | 10 | 4 | -5 | 12 | 13 | 11 | 5 | 6 | 41 | 25 |
| 기타 | -13 | -17 | -10 | 15 | -16 | -13 | -10 | 14 | -25 | -25 | -22 |
| 영업이익률(%) | 1.0% | 3.3% | -0.2% | -13.0% | 2.4% | 4.8% | 5.0% | 5.5% | -2.7% | 4.5% | 5.0% |
| **신재생에너지** | **9%** | **11%** | **0%** | **-19%** | **3%** | **6%** | **8%** | **9%** | **-1%** | **7%** | **8%** |
| 케미칼 | -8% | -4% | -1% | -9% | 3% | 3% | 1% | -1% | -5% | 2% | -1% |
| 첨단소재 | -1% | 3% | 1% | -2% | 4% | 4% | 3% | 2% | 1% | 3% | 2% |
| 기타 | -9% | -14% | -5% | 5% | -11% | -9% | -6% | 5% | -3% | -3% | -3% |
| 금융손익 | -107 | -108 | -108 | -118 | -131 | -124 | -106 | -89 | -441 | -451 | -378 |
| **세전이익** | **-68** | **-148** | **-40** | **-582** | **-42** | **62** | **193** | **96** | **-838** | **309** | **578** |
| 법인세비용 | -39 | 29 | -44 | -171 | -3 | 14 | 42 | 21 | -225 | 75 | 139 |
| 법인세율(%) | 58% | -19% | 111% | 29% | 6% | 22% | 22% | 22% | 27% | 24% | 24% |
| 지배주주순이익 | -44 | -202 | -12 | -392 | -49 | 48 | 150 | 75 | -650 | 225 | 439 |

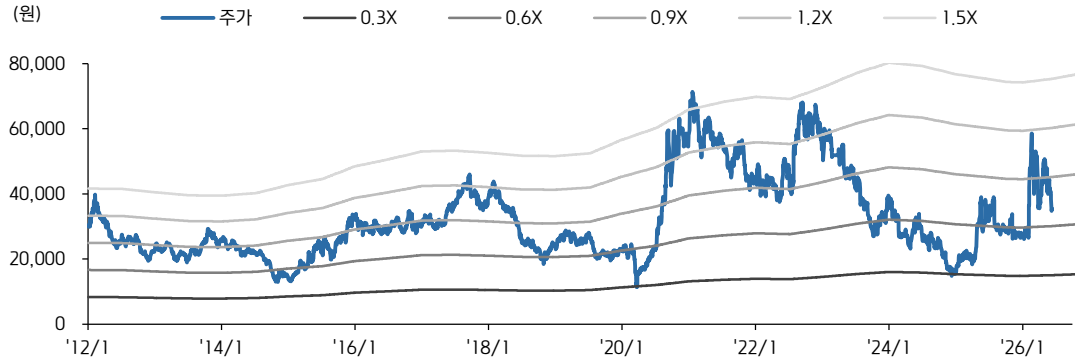
자료: 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward EV/EBITDA Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 12,394.0 | 13,333.1 | 18,642.8 | 20,363.4 | 21,177.9 |
| 매출원가 | 11,008.2 | 11,845.1 | 15,667.5 | 16,706.2 | 17,162.7 |
| 매출총이익 | 1,385.9 | 1,487.9 | 2,975.3 | 3,657.2 | 4,015.3 |
| 판관비 | 1,686.1 | 1,852.7 | 2,128.4 | 2,645.8 | 2,714.9 |
| **영업이익** | -300.2 | -364.8 | 846.9 | 1,011.4 | 1,300.4 |
| **EBITDA** | 415.2 | 419.5 | 1,749.3 | 1,967.1 | 2,368.0 |
| 영업외손익 | -1,123.5 | -473.2 | -538.4 | -433.2 | -222.7 |
| 이자수익 | 103.4 | 96.0 | 82.5 | 83.6 | 158.5 |
| 이자비용 | 548.4 | 539.4 | 487.5 | 461.2 | 461.2 |
| 외환관련이익 | 350.2 | 242.1 | 190.4 | 190.4 | 190.4 |
| 외환관련손실 | 426.3 | 315.1 | 228.5 | 228.5 | 228.5 |
| 종속 및 관계기업손익 | -326.7 | 34.5 | 63.5 | 50.8 | 34.5 |
| 기타 | -275.7 | 8.7 | -158.8 | -68.3 | 83.6 |
| **법인세차감전이익** | -1,423.7 | -838.0 | 308.5 | 578.2 | 1,077.6 |
| 법인세비용 | -315.6 | -225.1 | 74.6 | 138.8 | 258.6 |
| 계속사업순손익 | -1,109.2 | -613.1 | 233.9 | 439.5 | 819.0 |
| **당기순이익** | -1,369.0 | -615.3 | 233.9 | 439.5 | 819.0 |
| **지배주주순이익** | -1,404.4 | -650.4 | 223.4 | 439.5 | 819.0 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | -5.2 | 7.6 | 39.8 | 9.2 | 4.0 |
| 영업이익 증감율 | -151.8 | 21.5 | -332.2 | 19.4 | 28.6 |
| EBITDA 증감율 | -66.9 | 1.0 | 317.0 | 12.5 | 20.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 흑전 | -53.7 | -134.3 | 96.7 | 86.3 |
| EPS 증감율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 74.0 | 86.4 |
| 매출총이익율(%) | 11.2 | 11.2 | 16.0 | 18.0 | 19.0 |
| 영업이익률(%) | -2.4 | -2.7 | 4.5 | 5.0 | 6.1 |
| EBITDA Margin(%) | 3.4 | 3.1 | 9.4 | 9.7 | 11.2 |
| 지배주주순이익률(%) | -11.3 | -4.9 | 1.2 | 2.2 | 3.9 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 10,882.7 | 12,636.7 | 14,702.0 | 15,582.1 | 18,574.6 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,184.4 | 2,470.5 | 2,041.8 | 2,047.6 | 4,245.5 |
| 단기금융자산 | 317.8 | 387.4 | 414.2 | 442.9 | 473.6 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,967.6 | 2,747.2 | 3,468.4 | 3,788.5 | 3,940.0 |
| 재고자산 | 4,257.5 | 5,679.9 | 7,196.2 | 7,453.1 | 7,751.2 |
| 기타유동자산 | 1,155.4 | 1,351.7 | 1,581.4 | 1,850.0 | 2,164.3 |
| **비유동자산** | 19,154.2 | 20,507.3 | 20,191.5 | 20,322.5 | 18,541.5 |
| 투자자산 | 5,338.8 | 5,762.2 | 5,048.8 | 4,335.5 | 3,622.1 |
| 유형자산 | 10,727.0 | 11,181.8 | 11,643.3 | 12,544.0 | 11,526.2 |
| 무형자산 | 1,755.7 | 1,846.4 | 1,782.6 | 1,726.2 | 1,676.4 |
| 기타비유동자산 | 1,332.7 | 1,716.9 | 1,716.8 | 1,716.8 | 1,716.8 |
| 자산총계 | 30,036.8 | 33,144.0 | 34,893.6 | 35,904.7 | 37,116.2 |
| **유동부채** | 11,707.6 | 12,735.9 | 13,256.8 | 13,694.8 | 13,953.7 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,023.2 | 4,200.9 | 5,363.4 | 5,801.4 | 6,060.2 |
| 단기금융부채 | 6,400.7 | 7,230.2 | 6,588.7 | 6,588.7 | 6,588.7 |
| 기타유동부채 | 1,283.7 | 1,304.8 | 1,304.7 | 1,304.7 | 1,304.8 |
| **비유동부채** | 7,722.4 | 9,223.1 | 8,374.8 | 8,374.8 | 8,374.8 |
| 장기금융부채 | 6,769.7 | 8,236.2 | 7,387.9 | 7,387.9 | 7,387.9 |
| 기타비유동부채 | 952.7 | 986.9 | 986.9 | 986.9 | 986.9 |
| **부채총계** | 19,430.0 | 21,959.0 | 21,631.7 | 22,069.6 | 22,328.5 |
| **지배지분** | 9,449.7 | 9,101.2 | 11,167.6 | 11,740.7 | 12,693.3 |
| 자본금 | 888.6 | 888.6 | 1,153.6 | 1,153.6 | 1,153.6 |
| 자본잉여금 | 1,562.4 | 1,771.4 | 3,215.7 | 3,215.7 | 3,215.7 |
| 기타자본 | -150.4 | -150.5 | -150.5 | -150.5 | -150.5 |
| 기타포괄손익누계액 | 2,319.8 | 2,451.9 | 2,652.3 | 2,852.7 | 3,053.1 |
| 이익잉여금 | 4,132.4 | 3,443.1 | 3,599.8 | 3,972.5 | 4,724.8 |
| 비지배지분 | 1,157.2 | 2,083.8 | 2,094.4 | 2,094.4 | 2,094.4 |
| **자본총계** | 10,606.9 | 11,185.0 | 13,261.9 | 13,835.0 | 14,787.7 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 638.5 | -655.0 | 363.0 | 1,585.4 | 1,979.5 |
| 당기순이익 | -1,369.0 | -615.3 | 233.9 | 439.5 | 819.0 |
| 비현금항목의 가감 | 1,942.2 | 1,432.0 | 1,979.9 | 2,070.0 | 2,226.9 |
| 유형자산감가상각비 | 649.4 | 719.9 | 838.6 | 899.3 | 1,017.8 |
| 무형자산감가상각비 | 66.1 | 64.3 | 63.8 | 56.4 | 49.8 |
| 지분법평가손익 | -499.4 | -828.4 | -34.5 | -34.5 | -34.5 |
| 기타 | 1,726.1 | 1,476.2 | 1,112.0 | 1,148.8 | 1,193.8 |
| 영업활동자산부채증감 | 94.5 | -1,394.8 | -1,371.3 | -407.7 | -505.1 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -274.3 | 471.0 | -721.2 | -320.1 | -151.5 |
| 재고자산의감소 | -473.5 | -1,464.2 | -1,516.3 | -256.9 | -298.1 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 688.1 | 319.6 | 1,162.5 | 438.0 | 258.8 |
| 기타 | 154.2 | -721.2 | -296.3 | -268.7 | -314.3 |
| 기타현금흐름 | -29.2 | -76.9 | -479.5 | -516.4 | -561.3 |
| **투자활동 현금흐름** | -3,287.4 | -1,748.6 | 109.2 | -392.7 | 1,405.3 |
| 유형자산의 취득 | -3,397.6 | -2,010.5 | -1,300.0 | -1,800.0 | 0.0 |
| 유형자산의 처분 | 53.7 | 38.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -21.3 | -6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -1,039.7 | -388.9 | 747.8 | 747.8 | 747.8 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 1.6 | -69.7 | -26.8 | -28.7 | -30.7 |
| 기타 | 1,115.9 | 688.2 | 688.2 | 688.2 | 688.2 |
| **재무활동 현금흐름** | 2,675.9 | 2,714.2 | 830.1 | 544.0 | 544.0 |
| 차입금의 증가(감소) | 2,687.6 | 2,269.4 | -1,489.8 | 0.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 1,709.3 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -138.0 | -165.9 | 0.0 | -66.7 | -66.7 |
| 기타 | 126.3 | 610.7 | 610.6 | 610.7 | 610.7 |
| 기타현금흐름 | 199.3 | -24.6 | -1,730.9 | -1,730.9 | -1,730.9 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | 226.3 | 286.1 | -428.6 | 5.8 | 2,197.9 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 1,958.1 | 2,184.4 | 2,470.5 | 2,041.8 | 2,047.6 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 2,184.4 | 2,470.5 | 2,041.8 | 2,047.6 | 4,245.5 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | -8,050 | -3,728 | 1,110 | 1,932 | 3,600 |
| BPS | 54,163 | 52,166 | 49,095 | 51,615 | 55,803 |
| CFPS | 3,285 | 4,681 | 11,004 | 11,032 | 13,391 |
| DPS | 300 | 0 | 300 | 300 | 300 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | -2.0 | -7.2 | 32.0 | 18.4 | 9.9 |
| PER(최고) | -4.9 | -10.9 | 53.4 | | |
| PER(최저) | -1.8 | -4.3 | 23.1 | | |
| PBR | 0.30 | 0.51 | 0.72 | 0.69 | 0.64 |
| PBR(최고) | 0.73 | 0.78 | 1.21 | | |
| PBR(최저) | 0.27 | 0.31 | 0.52 | | |
| PSR | 0.23 | 0.35 | 0.38 | 0.40 | 0.38 |
| PCFR | 4.9 | 5.7 | 3.2 | 3.2 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 35.2 | 46.1 | 11.3 | 10.0 | 7.4 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | -3.7 | 0.0 | 28.5 | 15.2 | 8.1 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 1.9 | 0.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| ROA | -5.0 | -1.9 | 0.7 | 1.2 | 2.2 |
| ROE | -16.0 | -7.0 | 2.2 | 3.8 | 6.7 |
| ROIC | -1.9 | -2.2 | 3.3 | 3.7 | 4.7 |
| 매출채권회전율 | 4.0 | 4.7 | 6.0 | 5.6 | 5.5 |
| 재고자산회전율 | 3.2 | 2.7 | 2.9 | 2.8 | 2.8 |
| 부채비율 | 183.2 | 196.3 | 163.1 | 159.5 | 151.0 |
| 순차입금비율 | 100.6 | 112.7 | 86.9 | 83.0 | 62.6 |
| 이자보상배율,현금 | -0.5 | -0.7 | 1.7 | 2.2 | 2.8 |
| 총차입금 | 13,170.4 | 15,466.4 | 13,976.6 | 13,976.6 | 13,976.6 |
| 순차입금 | 10,668.2 | 12,608.5 | 11,520.5 | 11,486.0 | 9,257.5 |
| EBITDA | 415.2 | 419.5 | 1,749.3 | 1,967.1 | 2,368.0 |
| FCF | -2,831.7 | -2,974.1 | -1,126.7 | -483.3 | 1,550.8 |

자료: 키움증권 리서치센터

# 한전기술 (052690)

## BUY(Maintain)

목표주가 185,000원(하향)

주가(6/10) 118,700원

유틸리티 Analyst 조재원

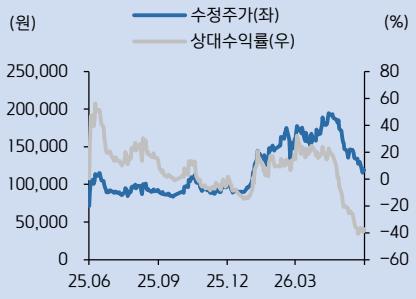
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 4조 5,367억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 194,800원 | 70,300원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -39.1% | 68.8% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -31.6% | -33.7% |
| 6M | 23.4% | -34.0% |
| 1Y | 66.2% | -37.5% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 38,220천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 244천주 |
| 외국인 지분율 | | 16.2% |
| 배당수익률(2026E) | | 0.9% |
| BPS(2026E) | | 17,026원 |
| 주요 주주 | 한국전력공사 외 1인 | 53.1% |

### Price Trend




# Go Korea!

## >>> 모멘텀 공백기를 받쳐줄 실적

체코 대형원전 매출 인식 본격화 및 신한울 3,4호기 진행률 상승에 힘입어, 올해 원자력 사업 부문 매출액은 5,424억원(+23%YoY)으로 성장할 전망이다. 특히 체코 대형원전 매출액이 1,000억원 이상 반영되면서, 전사 매출액 성장을 견인할 예정이다. 수익성이 높은 원자력 부문 매출 비중이 상승한 덕분에, 올해 영업이익은 전년 대비 110% 성장한 744억원을 전망한다. 2Q26에도 직전 분기와 유사한 매출 Mix를 기록하면서, 호실적이 지속될 전망이다.

## >>> 2H26 수주 성과 구체화 기대

한미 원전 협력 등 팀코리아 대형원전 수주 관련 보도가 연초 이후 줄어들면서, 국내 원전 기업들의 상대수익률도 3월 이후로 부진한 모습이 지속되고 있다. 다만, 올해 6월 대미투자특별법 시행을 기점으로, 2H26부터 미국과의 원전 협력도 재차 가속화될 전망이다.

프로젝트의 '상업적 합리성'을 감안해보면, 한국 정부가 투자하는 미국 대형원전 프로젝트는 건설 비용 측면에서 우위에 있는 한국형 원전이 선택될 가능성도 배제할 수 없다고 생각한다. 한국형 원전의 미국 진출이 가시화될 경우, 가장 탄력적인 주가 반응이 기대된다.

팀코리아 수주 가능성이 높은 베트남, 체코, 튀르키예 등 미국 외 지역 수주 타임라인도 연내 구체화될 수 있다. 2H26에는 기대했던 재료들이 하나둘씩 구체화되면서, 부진했던 주가 수익률도 반전될 것으로 예상한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 569.5 | 518.8 | 595.3 | 675.8 | 851.4 |
| 영업이익 | 70.9 | 35.5 | 74.4 | 92.1 | 156.4 |
| EBITDA | 93.2 | 58.5 | 92.2 | 109.5 | 173.2 |
| 세전이익 | 76.2 | 109.4 | 84.2 | 102.4 | 166.9 |
| 순이익 | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| 지배주주지분순이익 | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| EPS(원) | 1,531 | 2,234 | 1,718 | 2,090 | 3,407 |
| 증감률(%,YoY) | 79.2 | 45.9 | -23.1 | 21.6 | 63.0 |
| PER(배) | 34.6 | 40.3 | 70.0 | 57.6 | 35.3 |
| PBR(배) | 3.51 | 5.50 | 7.07 | 6.79 | 6.09 |
| EV/EBITDA(배) | 20.0 | 55.9 | 47.9 | 40.0 | 24.9 |
| 영업이익률(%) | 12.4 | 6.8 | 12.5 | 13.6 | 18.4 |
| ROE(%) | 10.4 | 14.2 | 10.3 | 12.0 | 18.2 |
| 순차입금비율(%) | -28.4 | -27.2 | -28.5 | -32.5 | -37.2 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 한전기술 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

| (단위: 억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,000 | 1,023 | 1,146 | 1,943 | 1,133 | 1,266 | 1,346 | 2,208 | 5,188 | 5,953 | 6,758 |
| %YoY | -22% | -20% | 8% | -7% | 13% | 24% | 17% | 14% | -9% | 15% | 14% |
| 원자력 | 561 | 583 | 806 | 1,455 | 815 | 878 | 920 | 1,544 | 3,470 | 4,157 | 4,615 |
| 원자로 | 192 | 245 | 237 | 228 | 222 | 283 | 308 | 453 | 940 | 1,266 | 1,404 |
| 에너지 신사업 | 211 | 194 | 103 | 260 | 96 | 105 | 118 | 210 | 778 | 529 | 739 |
| 매출원가 | 799 | 790 | 779 | 1,506 | 847 | 911 | 969 | 1,641 | 4,061 | 4,369 | 4,912 |
| 매출총이익 | 201 | 233 | 367 | 437 | 286 | 354 | 377 | 567 | 1,127 | 1,584 | 1,847 |
| 매출총이익률 (%) | 20.1% | 22.8% | 32.0% | 22.5% | 25.2% | 28.0% | 28.0% | 25.7% | 21.7% | 26.6% | 27.3% |
| 판관비 | 153 | 277 | 244 | 285 | 145 | 188 | 204 | 303 | 772 | 840 | 925 |
| 영업이익 | 48 | -44 | 123 | 152 | 141 | 166 | 173 | 264 | 355 | 744 | 921 |
| %YoY | -48% | 적전 | 117% | -65% | 195% | 흑전 | 41% | 74% | -50% | 110% | 24% |
| 영업이익률 (%) | 4.8% | -4.3% | 10.7% | 7.8% | 12.4% | 13.1% | 12.8% | 12.0% | 6.8% | 12.5% | 13.6% |
| 세전이익 | 853 | 3 | 146 | 92 | 178 | 173 | 192 | 299 | 1,094 | 842 | 1,024 |
| 법인세 비용 | 194 | 0 | 33 | 13 | 37 | 38 | 42 | 68 | 240 | 185 | 225 |
| 법인세율 (%) | 23% | -1% | 23% | 15% | 21% | 22% | 22% | 23% | 22% | 22% | 22% |
| 당기순이익 | 659 | 3 | 113 | 79 | 141 | 135 | 150 | 231 | 854 | 657 | 799 |

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025년 2~3분기는 회계 기준 변경 전 수치

## 한전기술 목표주가 업데이트

(단위: 억 원)

| | 2030E EBITDA | 2026E 할인 [1)] | 적용 EV/EBITDA | 적정 가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| 한전기술 영업가치 ① | 3,370 | 2,477 | 28 | 68,768 | Peer 평균 EV/EBITDA(31배) 10% 할인 적용 |
| 2026E 순차입금 ② | | | | -1,881 | |
| 목표 시가총액 ①-② | | | | 70,650 | |
| 발행 주식 수 (백만 주) | | | | 38.22 | |
| 목표 주가 (원) | | | | 185,000 | |
| 현재 주가 (원) | | | | 118,700 | |
| 상승 여력 (%) | | | | 56% | |

자료: 키움증권 리서치센터
주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

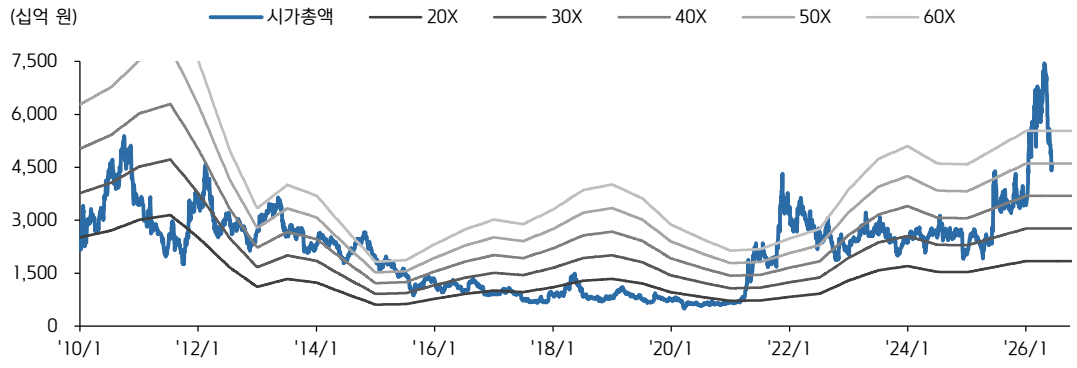
## (2026/05/11) 변경 전 목표주가

(단위: 억 원)

| | 2030E EBITDA | 2026E 할인 [1)] | 적용 EV/EBITDA | 적정 가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| 한전기술 영업가치 ① | 3,370 | 2,477 | 32 | 79,370 | Peer 평균 EV/EBITDA(36배) 10% 할인 적용 |
| 2026E 순차입금 ② | | | | -1,881 | |
| 목표 시가총액 ①-② | | | | 81,251 | |
| 발행 주식 수 (백만 주) | | | | 38.22 | |
| 목표 주가 (원) | | | | 213,000 | |

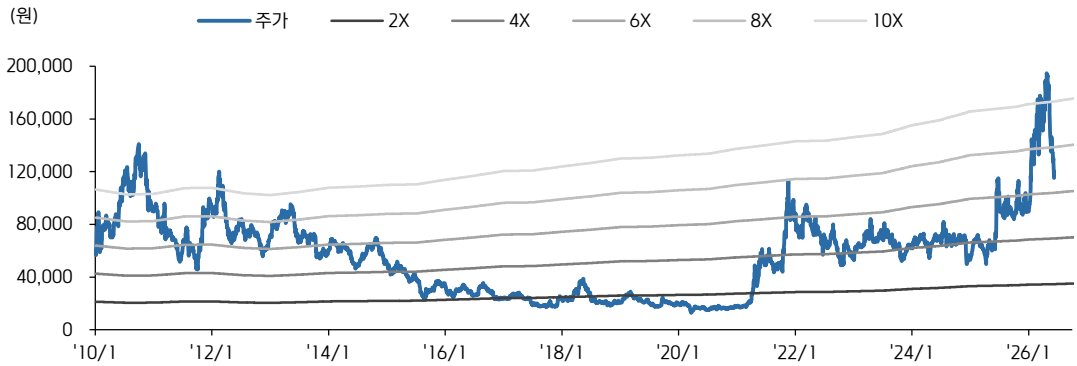
자료: 키움증권 리서치센터
주1): WACC(가중평균자본비용) 8%로 할인

## 한전기술 12개월 Forward EV/EBITDA Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 한전기술 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 569.5 | 518.8 | 595.3 | 675.8 | 851.4 |
| 매출원가 | 419.5 | 406.1 | 436.9 | 491.2 | 586.3 |
| 매출총이익 | 149.9 | 112.7 | 158.4 | 184.7 | 265.0 |
| 판관비 | 79.0 | 77.2 | 84.0 | 92.5 | 108.6 |
| **영업이익** | 70.9 | 35.5 | 74.4 | 92.1 | 156.4 |
| **EBITDA** | 93.2 | 58.5 | 92.2 | 109.5 | 173.2 |
| 영업외손익 | 5.3 | 74.0 | 9.8 | 10.3 | 10.5 |
| 이자수익 | 5.6 | 5.2 | 5.7 | 6.8 | 8.6 |
| 이자비용 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 외환관련이익 | 1.9 | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 외환관련손실 | 0.7 | 1.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 종속 및 관계기업손익 | -0.1 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 기타 | -1.3 | 68.5 | 3.8 | 3.2 | 1.6 |
| **법인세차감전이익** | 76.2 | 109.4 | 84.2 | 102.4 | 166.9 |
| 법인세비용 | 17.7 | 24.0 | 18.5 | 22.5 | 36.7 |
| 계속사업순손익 | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| **당기순이익** | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| **지배주주순이익** | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | 4.5 | -8.9 | 14.7 | 13.5 | 26.0 |
| 영업이익 증감율 | 148.2 | -49.9 | 109.6 | 23.8 | 69.8 |
| EBITDA 증감율 | 85.1 | -37.2 | 57.6 | 18.8 | 58.2 |
| 지배주주순이익 증감율 | 79.1 | 46.0 | -23.1 | 21.6 | 63.0 |
| EPS 증감율 | 79.2 | 45.9 | -23.1 | 21.6 | 63.0 |
| 매출총이익율(%) | 26.3 | 21.7 | 26.6 | 27.3 | 31.1 |
| 영업이익률(%) | 12.4 | 6.8 | 12.5 | 13.6 | 18.4 |
| EBITDA Margin(%) | 16.4 | 11.3 | 15.5 | 16.2 | 20.3 |
| 지배주주순이익률(%) | 10.3 | 16.5 | 11.0 | 11.8 | 15.3 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 575.8 | 549.7 | 594.3 | 656.9 | 770.6 |
| 현금 및 현금성자산 | 46.5 | 27.3 | 31.7 | 56.8 | 100.6 |
| 단기금융자산 | 118.8 | 143.8 | 155.3 | 164.6 | 181.0 |
| 매출채권 및 기타채권 | 356.7 | 307.8 | 329.4 | 353.7 | 403.0 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타유동자산 | 53.8 | 70.8 | 77.9 | 81.8 | 86.0 |
| **비유동자산** | 371.1 | 335.8 | 327.6 | 319.9 | 310.7 |
| 투자자산 | 33.8 | 33.0 | 33.6 | 34.3 | 34.9 |
| 유형자산 | 237.6 | 227.3 | 217.3 | 208.2 | 198.9 |
| 무형자산 | 21.1 | 8.4 | 9.6 | 10.3 | 9.8 |
| 기타비유동자산 | 78.6 | 67.1 | 67.1 | 67.1 | 67.1 |
| 자산총계 | 946.8 | 885.5 | 921.9 | 976.8 | 1,081.3 |
| **유동부채** | 361.0 | 256.0 | 266.5 | 294.8 | 322.3 |
| 매입채무 및 기타채무 | 219.7 | 201.0 | 210.5 | 236.0 | 263.5 |
| 단기금융부채 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 기타유동부채 | 140.4 | 54.2 | 55.2 | 58.0 | 58.0 |
| **비유동부채** | 8.3 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 장기금융부채 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 기타비유동부채 | 7.6 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| **부채총계** | 369.4 | 260.6 | 271.1 | 299.4 | 326.9 |
| **지배지분** | 577.5 | 625.0 | 650.7 | 677.4 | 754.4 |
| 자본금 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 |
| 자본잉여금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타자본 | -10.3 | -10.3 | -10.3 | -10.3 | -10.3 |
| 기타포괄손익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 이익잉여금 | 580.1 | 627.6 | 653.3 | 679.9 | 756.9 |
| 비지배지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | 577.5 | 625.0 | 650.7 | 677.4 | 754.4 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 49.0 | 29.3 | 138.7 | 146.1 | 183.2 |
| 당기순이익 | 58.5 | 85.4 | 65.7 | 79.9 | 130.2 |
| 비현금항목의 가감 | 93.8 | 30.9 | 92.6 | 95.0 | 106.8 |
| 유형자산감가상각비 | 15.7 | 15.9 | 15.0 | 14.1 | 13.3 |
| 무형자산감가상각비 | 6.5 | 7.1 | 2.8 | 3.2 | 3.5 |
| 지분법평가손익 | -0.1 | -0.6 | -0.9 | -0.9 | -0.9 |
| 기타 | 71.7 | 8.5 | 75.7 | 78.6 | 90.9 |
| 영업활동자산부채증감 | -101.8 | -69.1 | -6.8 | -13.2 | -25.9 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -50.9 | 40.9 | -21.6 | -24.3 | -49.3 |
| 재고자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 18.3 | -17.5 | 9.4 | 25.5 | 27.5 |
| 기타 | -69.2 | -92.5 | 5.4 | -14.4 | -4.1 |
| 기타현금흐름 | -1.5 | -17.9 | -12.8 | -15.6 | -27.9 |
| **투자활동 현금흐름** | -34.4 | -9.5 | 1.6 | 4.3 | -0.9 |
| 유형자산의 취득 | -4.6 | -4.6 | -5.0 | -5.0 | -4.0 |
| 유형자산의 처분 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -2.6 | -3.1 | -4.0 | -4.0 | -3.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 2.9 | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -65.7 | -24.9 | -11.5 | -9.3 | -16.5 |
| 기타 | 35.6 | 21.6 | 22.1 | 22.6 | 22.6 |
| **재무활동 현금흐름** | -20.7 | -39.0 | -52.3 | -41.0 | -54.3 |
| 차입금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -19.6 | -38.0 | -51.2 | -39.9 | -53.3 |
| 기타 | -1.1 | -1.0 | -1.1 | -1.1 | -1.0 |
| 기타현금흐름 | 0.4 | 0.0 | -83.8 | -84.2 | -84.2 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | -5.6 | -19.2 | 4.3 | 25.1 | 43.8 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 52.2 | 46.5 | 27.3 | 31.7 | 56.8 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 46.5 | 27.3 | 31.7 | 56.8 | 100.6 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 1,531 | 2,234 | 1,718 | 2,090 | 3,407 |
| BPS | 15,109 | 16,352 | 17,026 | 17,724 | 19,738 |
| CFPS | 3,985 | 3,041 | 4,140 | 4,576 | 6,202 |
| DPS | 999 | 1,347 | 1,050 | 1,400 | 1,400 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 34.6 | 40.3 | 70.0 | 57.6 | 35.3 |
| PER(최고) | 64.1 | 54.5 | 115.2 | | |
| PER(최저) | 32.2 | 22.3 | 51.6 | | |
| PBR | 3.51 | 5.50 | 7.07 | 6.79 | 6.09 |
| PBR(최고) | 6.49 | 7.44 | 11.63 | | |
| PBR(최저) | 3.26 | 3.05 | 5.20 | | |
| PSR | 3.56 | 6.63 | 7.72 | 6.80 | 5.40 |
| PCFR | 13.3 | 29.6 | 29.1 | 26.3 | 19.4 |
| EV/EBITDA | 20.0 | 55.9 | 47.9 | 40.0 | 24.9 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 65.0 | 60.0 | 60.8 | 66.7 | 40.9 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 1.9 | 1.5 | 0.9 | 1.2 | 1.2 |
| ROA | 6.5 | 9.3 | 7.3 | 8.4 | 12.7 |
| ROE | 10.4 | 14.2 | 10.3 | 12.0 | 18.2 |
| ROIC | 14.0 | 9.3 | 14.6 | 18.1 | 30.4 |
| 매출채권회전율 | 1.7 | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 2.2 |
| 재고자산회전율 | | | | | |
| 부채비율 | 64.0 | 41.7 | 41.7 | 44.2 | 43.3 |
| 순차입금비율 | -28.4 | -27.2 | -28.5 | -32.5 | -37.2 |
| 이자보상배율,현금 | 899.4 | 528.3 | 1,108.4 | 1,372.7 | 2,331.0 |
| 총차입금 | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 순차입금 | -163.8 | -169.9 | -185.7 | -220.2 | -280.5 |
| EBITDA | 93.2 | 58.5 | 92.2 | 109.5 | 173.2 |
| FCF | -32.6 | -19.3 | 60.0 | 67.0 | 106.0 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 한전KPS (051600)

# BUY(Maintain)

목표주가 69,000원

주가(6/10) 46,850원

**유틸리티** Analyst 조재원

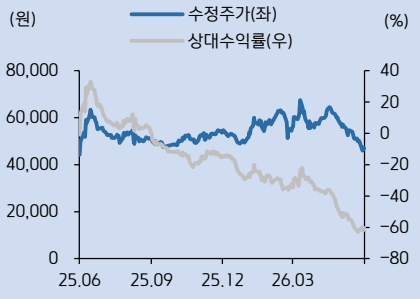
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 2조 1,082억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 67,500원 | 44,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -30.6% | 6.5% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -20.5% | -22.9% |
| 6M | -12.6% | -53.2% |
| 1Y | 6.1% | -60.1% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 45,000천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 221천주 |
| 외국인 지분율 | | 9.4% |
| 배당수익률(2026E) | | 4.4% |
| BPS(2026E) | | 31,249원 |
| 주요 주주 | 한국전력공사 외 1인 | 51.0% |

### Price Trend




# 우려 속에서 찾는 기회 요인

## >>> 1Q26 수익성 우려 일부 해소

1Q26 영업이익 370억원(+374%YoY, OPM 10.5%)을 기록했다. 우선 매출액이 +22%YoY 증가했는데, 원자력 계획예방정비 공사 수행 호기가 1Q25 5기에서 1Q26에는 13기로 증가한 영향 덕분이다. 비용단에서는 재료비를 제외하면 특이사항은 없었다. 1Q26 재료비는 전년 동기 대비 146% 상승했는데, 대외 프로젝트에서 일회성 기자재 구매 비용이 발생했기 때문이다. 결과적으로 지난 분기에 관찰됐던 전방위적 비용 상승에 대한 우려를 일부 완화할 수 있는 1Q26 실적이었다.

## >>> 2026년 영업이익 반등 전망

2026년 영업이익 1,800억원(+28%YoY)을 전망한다. 전년 대비 원전 계획예방정비 공사 준공 호기가 7기 증가하면서, 원자력이 전사 매출 성장을 견인할 예정이다. 상대적으로 수익성이 좋은 원자력 매출 비중이 높아지고, 작년보다 비용 상승 폭이 둔화되면서 영업이익률 개선(+2%P YoY)이 기대된다. 올해 고리 2호기와 새울 3, 4호기가 가동되면서, 향후 원자력 매출 기반도 확대될 예정이다.

## >>> 해외 시장에서의 역할 확대 기대

2H26에는 체코 두코바니 5, 6호기 정비 계약 체결이 기대된다. 미국 시장 진출을 위해, 팀코리아 차원에서의 사업 기회와 단독 사업 기회를 모두 검토 중이다. 해외 원전 정비 사업의 수주 성과가 가시화될 경우, 국내 타 원전 기업들과 차별화된 주가 상승 흐름을 기대한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,557.1 | 1,576.5 | 1,648.8 | 1,691.3 | 1,742.1 |
| 영업이익 | 209.5 | 140.1 | 180.0 | 161.1 | 173.6 |
| EBITDA | 273.8 | 205.2 | 248.0 | 225.6 | 235.4 |
| 세전이익 | 225.2 | 156.0 | 198.0 | 179.8 | 191.7 |
| 순이익 | 172.4 | 124.3 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| 지배주주지분순이익 | 172.4 | 124.2 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| EPS(원) | 3,832 | 2,761 | 3,349 | 3,041 | 3,242 |
| 증감률(%,YoY) | 6.0 | -28.0 | 21.3 | -9.2 | 6.6 |
| PER(배) | 11.5 | 17.9 | 14.1 | 15.5 | 14.6 |
| PBR(배) | 1.49 | 1.65 | 1.51 | 1.46 | 1.40 |
| EV/EBITDA(배) | 5.7 | 9.0 | 6.8 | 7.2 | 6.6 |
| 영업이익률(%) | 13.5 | 8.9 | 10.9 | 9.5 | 10.0 |
| ROE(%) | 13.3 | 9.3 | 11.0 | 9.6 | 9.8 |
| 순차입금비율(%) | -32.3 | -28.5 | -30.9 | -34.8 | -37.2 |

자료: 키움증권 리서치센터

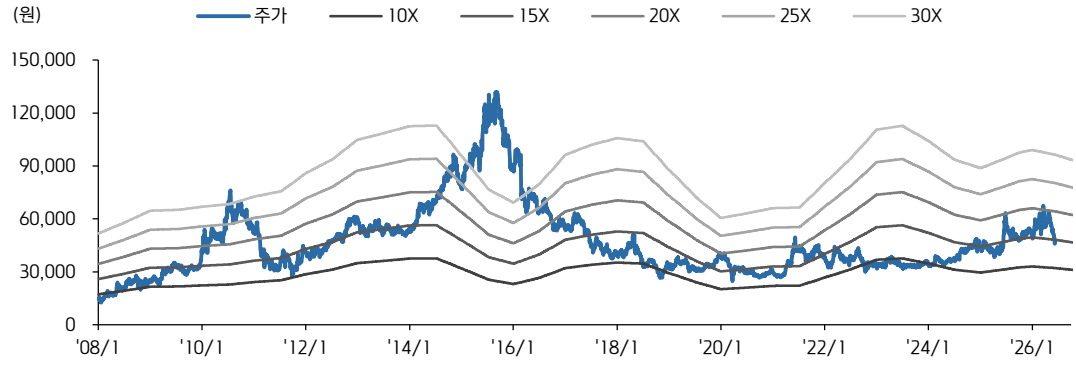
## 한전KPS 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

| (단위: 억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,880** | **4,540** | **3,937** | **4,408** | **3,524** | **4,461** | **3,862** | **4,642** | **15,765** | **16,488** | **16,913** |
| %YoY | -16% | 6% | 11% | 2% | 22% | -2% | -2% | 5% | 1% | 5% | 3% |
| 화력 | 1,145 | 1,855 | 1,079 | 1,311 | 1,088 | 1,640 | 1,148 | 1,675 | 5,390 | 5,552 | 5,062 |
| 원자력/양수 | 1,031 | 1,501 | 1,770 | 2,004 | 1,499 | 1,766 | 1,669 | 1,819 | 6,306 | 6,753 | 6,931 |
| 송변전 | 263 | 283 | 295 | 283 | 275 | 300 | 298 | 307 | 1,124 | 1,180 | 1,232 |
| 대외 | 128 | 538 | 338 | 288 | 302 | 372 | 314 | 337 | 1,292 | 1,326 | 1,305 |
| 해외 | 313 | 363 | 455 | 521 | 360 | 384 | 432 | 503 | 1,653 | 1,679 | 2,385 |
| **영업 비용** | **2,802** | **3,884** | **3,463** | **4,215** | **3,154** | **3,843** | **3,421** | **4,271** | **14,364** | **14,689** | **15,302** |
| 재료비 | 125 | 387 | 216 | 381 | 308 | 310 | 246 | 278 | 1,109 | 1,142 | 1,480 |
| 인건비 | 1,409 | 1,505 | 1,421 | 1,830 | 1,407 | 1,532 | 1,446 | 1,828 | 6,165 | 6,212 | 6,310 |
| 경비 | 1,268 | 1,992 | 1,825 | 2,005 | 1,439 | 2,001 | 1,730 | 2,165 | 7,090 | 7,334 | 7,513 |
| **영업이익** | **78** | **656** | **474** | **193** | **370** | **618** | **440** | **371** | **1,401** | **1,800** | **1,611** |
| %YoY | -85% | -12% | 13% | -53% | 374% | -6% | -7% | 93% | -33% | 28% | -10% |
| **영업이익률 (%)** | **2.7%** | **14.4%** | **12.0%** | **4.4%** | **10.5%** | **13.9%** | **11.4%** | **8.0%** | **8.9%** | **10.9%** | **9.5%** |
| **세전이익** | **156** | **646** | **516** | **241** | **392** | **680** | **484** | **423** | **1,560** | **1,980** | **1,798** |
| 법인세 비용 | 44 | 138 | 89 | 47 | 98 | 160 | 114 | 100 | 317 | 472 | 429 |
| 법인세율 (%) | 28% | 21% | 17% | 19% | 25% | 24% | 24% | 24% | 20% | 24% | 24% |
| **당기순이익** | **112** | **508** | **427** | **194** | **294** | **520** | **370** | **323** | **1,242** | **1,507** | **1,369** |

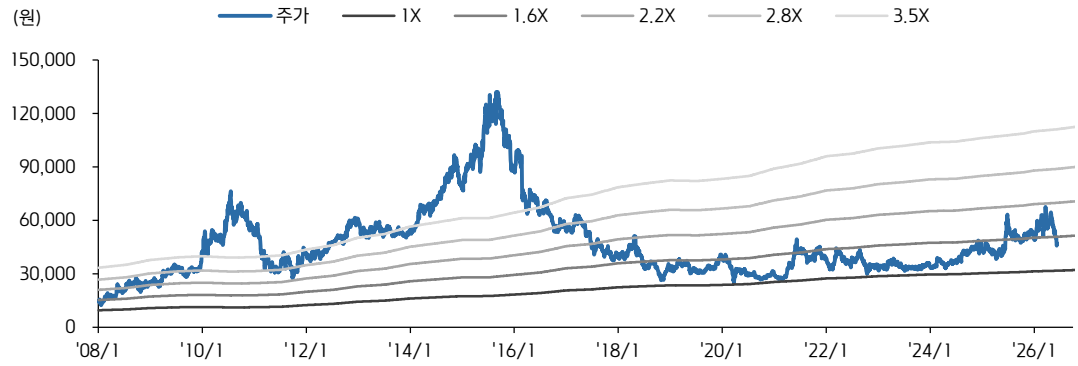
자료: 키움증권 리서치센터

한전KPS 12개월 Forward P/E Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한전KPS 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,557.1 | 1,576.5 | 1,648.8 | 1,691.3 | 1,742.1 |
| 매출원가 | 1,261.7 | 1,338.7 | 1,367.2 | 1,424.4 | 1,461.9 |
| 매출총이익 | 295.4 | 237.8 | 281.7 | 266.9 | 280.2 |
| 판관비 | 85.9 | 97.7 | 101.7 | 105.9 | 106.5 |
| **영업이익** | 209.5 | 140.1 | 180.0 | 161.1 | 173.6 |
| **EBITDA** | 273.8 | 205.2 | 248.0 | 225.6 | 235.4 |
| 영업외손익 | 15.7 | 15.9 | 18.0 | 18.7 | 18.0 |
| 이자수익 | 14.1 | 16.9 | 19.0 | 22.1 | 24.5 |
| 이자비용 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 외환관련이익 | 7.6 | 5.4 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 외환관련손실 | 3.1 | 5.3 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 종속 및 관계기업손익 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.6 |
| 기타 | -2.8 | -1.2 | -1.5 | -3.9 | -7.3 |
| **법인세차감전이익** | 225.2 | 156.0 | 198.0 | 179.8 | 191.7 |
| 법인세비용 | 52.8 | 31.7 | 47.2 | 42.9 | 45.7 |
| 계속사업순손익 | 172.4 | 124.3 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| **당기순이익** | 172.4 | 124.3 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| **지배주주순이익** | 172.4 | 124.2 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | 1.5 | 1.2 | 4.6 | 2.6 | 3.0 |
| 영업이익 증감율 | 5.1 | -33.1 | 28.5 | -10.5 | 7.8 |
| EBITDA 증감율 | 9.0 | -25.1 | 20.9 | -9.0 | 4.3 |
| 지배주주순이익 증감율 | 6.0 | -28.0 | 21.3 | -9.2 | 6.6 |
| EPS 증감율 | 6.0 | -28.0 | 21.3 | -9.2 | 6.6 |
| 매출총이익율(%) | 19.0 | 15.1 | 17.1 | 15.8 | 16.1 |
| 영업이익률(%) | 13.5 | 8.9 | 10.9 | 9.5 | 10.0 |
| EBITDA Margin(%) | 17.6 | 13.0 | 15.0 | 13.3 | 13.5 |
| 지배주주순이익률(%) | 11.1 | 7.9 | 9.1 | 8.1 | 8.4 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 1,051.2 | 1,005.8 | 1,087.0 | 1,165.7 | 1,244.4 |
| 현금 및 현금성자산 | 99.7 | 145.6 | 170.6 | 216.3 | 241.9 |
| 단기금융자산 | 342.1 | 253.1 | 278.4 | 306.3 | 336.9 |
| 매출채권 및 기타채권 | 524.1 | 527.9 | 552.1 | 540.9 | 557.2 |
| 재고자산 | 24.7 | 24.6 | 25.8 | 37.2 | 38.3 |
| 기타유동자산 | 60.6 | 54.6 | 60.1 | 65.0 | 70.1 |
| **비유동자산** | 639.0 | 697.7 | 679.7 | 665.2 | 653.4 |
| 투자자산 | 59.2 | 52.4 | 52.4 | 52.4 | 52.4 |
| 유형자산 | 457.9 | 472.1 | 456.7 | 444.1 | 433.7 |
| 무형자산 | 8.7 | 9.8 | 7.2 | 5.2 | 3.8 |
| 기타비유동자산 | 113.2 | 163.4 | 163.4 | 163.5 | 163.5 |
| 자산총계 | 1,690.2 | 1,703.6 | 1,766.8 | 1,830.9 | 1,897.8 |
| **유동부채** | 347.4 | 349.9 | 357.7 | 370.7 | 377.5 |
| 매입채무 및 기타채무 | 120.4 | 123.2 | 130.9 | 143.9 | 150.7 |
| 단기금융부채 | 10.1 | 10.9 | 10.9 | 10.9 | 10.9 |
| 기타유동부채 | 216.9 | 215.8 | 215.9 | 215.9 | 215.9 |
| **비유동부채** | 14.3 | 7.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 장기금융부채 | 2.3 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 기타비유동부채 | 12.0 | 4.1 | -0.9 | -0.9 | -0.9 |
| **부채총계** | 361.7 | 357.7 | 360.5 | 373.5 | 380.3 |
| **지배지분** | 1,328.4 | 1,345.8 | 1,406.2 | 1,457.3 | 1,517.4 |
| 자본금 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 자본잉여금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타자본 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄손익누계액 | 0.8 | 1.3 | 5.6 | 9.8 | 14.0 |
| 이익잉여금 | 1,318.6 | 1,335.4 | 1,391.6 | 1,438.5 | 1,494.4 |
| 비지배지분 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| **자본총계** | 1,328.5 | 1,345.9 | 1,406.3 | 1,457.4 | 1,517.5 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 540.5 | 135.7 | 301.8 | 345.2 | 323.3 |
| 당기순이익 | 172.4 | 124.3 | 150.7 | 136.9 | 145.9 |
| 비현금항목의 가감 | 259.6 | 245.6 | 228.0 | 217.2 | 214.9 |
| 유형자산감가상각비 | 62.0 | 62.8 | 65.3 | 62.6 | 60.4 |
| 무형자산감가상각비 | 2.3 | 2.4 | 2.7 | 1.9 | 1.4 |
| 지분법평가손익 | -0.6 | -0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 195.9 | 181.0 | 160.0 | 152.7 | 153.1 |
| 영업활동자산부채증감 | 154.2 | -199.9 | -48.3 | 12.4 | -15.7 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 328.2 | -17.6 | -24.2 | 11.2 | -16.2 |
| 재고자산의감소 | 0.5 | 0.1 | -1.1 | -11.5 | -1.1 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -1.0 | -6.1 | 7.8 | 13.0 | 6.8 |
| 기타 | -173.5 | -176.3 | -30.8 | -0.3 | -5.2 |
| 기타현금흐름 | -45.7 | -34.3 | -28.6 | -21.3 | -21.8 |
| **투자활동 현금흐름** | -380.3 | 35.7 | -72.5 | -75.0 | -77.8 |
| 유형자산의 취득 | -49.6 | -61.8 | -50.0 | -50.0 | -50.0 |
| 유형자산의 처분 | 2.0 | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -2.4 | -3.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 8.0 | 6.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -336.2 | 89.0 | -25.3 | -27.8 | -30.6 |
| 기타 | -2.1 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| **재무활동 현금흐름** | -111.2 | -124.8 | -87.9 | -108.1 | -103.6 |
| 차입금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -97.1 | -111.1 | -74.3 | -94.5 | -90.0 |
| 기타 | -14.1 | -13.7 | -13.6 | -13.6 | -13.6 |
| 기타현금흐름 | 1.7 | -0.8 | -116.3 | -116.3 | -116.3 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | 50.6 | 45.8 | 25.1 | 45.7 | 25.6 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 49.1 | 99.7 | 145.6 | 170.6 | 216.3 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 99.7 | 145.6 | 170.6 | 216.3 | 241.9 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 3,832 | 2,761 | 3,349 | 3,041 | 3,242 |
| BPS | 29,520 | 29,906 | 31,249 | 32,384 | 33,720 |
| CFPS | 9,601 | 8,220 | 8,417 | 7,868 | 8,018 |
| DPS | 2,469 | 1,651 | 2,100 | 2,000 | 2,000 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 11.5 | 17.9 | 14.1 | 15.5 | 14.6 |
| PER(최고) | 12.8 | 23.7 | 20.6 | | |
| PER(최저) | 8.6 | 13.8 | 13.5 | | |
| PBR | 1.49 | 1.65 | 1.51 | 1.46 | 1.40 |
| PBR(최고) | 1.66 | 2.19 | 2.21 | | |
| PBR(최저) | 1.12 | 1.27 | 1.45 | | |
| PSR | 1.27 | 1.41 | 1.29 | 1.26 | 1.22 |
| PCFR | 4.6 | 6.0 | 5.6 | 6.0 | 5.9 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 9.0 | 6.8 | 7.2 | 6.6 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 64.4 | 59.8 | 62.7 | 65.8 | 61.7 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 5.6 | 3.3 | 4.4 | 4.2 | 4.2 |
| ROA | 10.5 | 7.3 | 8.7 | 7.6 | 7.8 |
| ROE | 13.3 | 9.3 | 11.0 | 9.6 | 9.8 |
| ROIC | 15.4 | 12.7 | 15.8 | 14.3 | 15.6 |
| 매출채권회전율 | 2.3 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 3.2 |
| 재고자산회전율 | 62.3 | 63.9 | 65.5 | 53.7 | 46.1 |
| 부채비율 | 27.2 | 26.6 | 25.6 | 25.6 | 25.1 |
| 순차입금비율 | -32.3 | -28.5 | -30.9 | -34.8 | -37.2 |
| 이자보상배율,현금 | 299.4 | 299.1 | 384.3 | 343.9 | 370.7 |
| 총차입금 | 12.3 | 14.7 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 순차입금 | -429.5 | -384.0 | -434.4 | -507.9 | -564.1 |
| EBITDA | 273.8 | 205.2 | 248.0 | 225.6 | 235.4 |
| FCF | 318.0 | -91.7 | 106.8 | 149.6 | 128.3 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 포스코인터내셔널 (047050)

**BUY(Maintain)**

목표주가 80,000원

주가(6/10) 58,300원

**유틸리티** Analyst 조재원

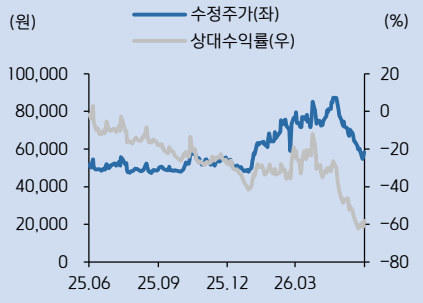
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (6/10) | | 7,730.82pt |
| 시가총액 | | 10조 2,563억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 87,300원 | 47,150원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -33.2% | 23.6% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -25.3% | -27.5% |
| 6M | 8.0% | -42.3% |
| 1Y | 12.8% | -57.4% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 175,923천주 |
| 일평균 거래량(3M | | 832천주 |
| 외국인 지분율 | | 8.5% |
| 배당수익률(2026E) | | 4.8% |
| BPS(2026E) | | 40,294원 |
| 주요 주주 | 포스코홀딩스 외 3인 | 70.7% |

### Price Trend




# 달라진 건 주가뿐

## >>> 투자의 결실을 확인하는 2026년

올해 영업이익 1.38조원(+18%YoY)을 전망한다. 올해는 그간 진행됐던 투자의 성과가 실적으로 반영되는 해다. 호주 Senex 가스전 증산 효과와 팜 농장 인수 효과가 올해 영업이익 성장에 약 1,700억원을 기여할 예정이다. 에너지 부문에서는 LNG 터미널과 발전 사업에서 합산 500억원 이상의 이익 개선이 기대되며, 이로써 미얀마 가스전 이익 감소를 완전히 상쇄하고 성장이 지속될 것으로 전망한다.

올해 3월부터 고유가 환경이 지속되고 있는데, 이는 동사의 중장기 실적에 대체로 유리하게 작용한다. 사업 환경은 전보다 좋아지고 있지만, 5월부터 약 40%의 주가 조정이 발생했다. 동사의 실적 안정성을 감안할 때, 현재 주가는 매력적인 매수 기회라고 생각한다.

## >>> 밸류에이션, 배당수익률 매력도 상승

세계적으로 에너지, 핵심 광물 수급 중요성이 부각됨에 따라, 종합상사들의 역할과 가치 또한 주목받고 있다. 반면 동사의 경우 최근 가파른 주가 조정으로 일본 상사 기업 대비 Peer 밸류에이션 매력도가 높아졌다는 점에 주목한다. 일본 종합상사 5개사의 2026E PER 평균은 16.7배인 반면, 동사는 11배 수준까지 하락했다.

동사는 3개년 주주환원율 50% 이상을 약속했다. 따라서 배당 수익에 대한 가시성도 높다. 현재 주가는 2026년 배당수익률 4.8% 수준이다. 밸류에이션과 배당수익률 매력을 기반으로 2H26 유의미한 주가 반등을 기대한다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 32,261.0 | 32,373.6 | 33,099.2 | 33,627.8 | 34,132.2 |
| 영업이익 | 1,157.8 | 1,165.3 | 1,379.6 | 1,483.2 | 1,536.8 |
| EBITDA | 1,669.1 | 1,720.8 | 2,025.3 | 2,119.0 | 2,250.7 |
| 세전이익 | 761.7 | 835.1 | 1,161.5 | 1,344.3 | 1,354.8 |
| 순이익 | 503.4 | 636.8 | 905.0 | 1,034.0 | 1,042.1 |
| 지배주주지분순이익 | 514.6 | 614.1 | 865.4 | 988.7 | 996.4 |
| EPS(원) | 2,925 | 3,491 | 4,919 | 5,620 | 5,664 |
| 증감률(%,YoY) | -23.7 | 19.3 | 40.9 | 14.3 | 0.8 |
| PER(배) | 13.6 | 14.2 | 11.4 | 10.0 | 9.9 |
| PBR(배) | 1.07 | 1.30 | 1.40 | 1.32 | 1.24 |
| EV/EBITDA(배) | 7.7 | 9.0 | 8.0 | 7.4 | 6.8 |
| 영업이익률(%) | 3.6 | 3.6 | 4.2 | 4.4 | 4.5 |
| ROE(%) | 8.1 | 9.3 | 12.5 | 13.5 | 12.9 |
| 순차입금비율(%) | 69.3 | 73.2 | 63.1 | 53.2 | 45.0 |

자료: 키움증권 리서치센터

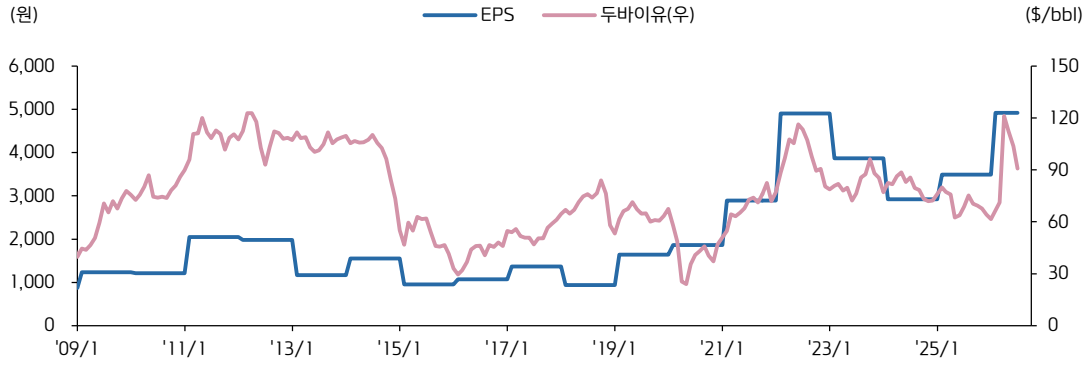
## 포스코인터내셔널 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

| (단위: 십억 원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 8,154 | 8,144 | 8,248 | 7,828 | 8,410 | 8,346 | 8,395 | 7,948 | 32,374 | 33,099 | 33,628 |
| YoY | 5% | -2% | -1% | -1% | 3% | 2% | 2% | 2% | 0% | 2% | 2% |
| 소재 | 9,746 | 9,756 | 9,583 | 9,476 | 10,055 | 10,010 | 9,976 | 9,619 | 38,560 | 39,660 | 39,883 |
| 철강 | 3,721 | 3,678 | 3,774 | 3,373 | 3,800 | 3,740 | 3,789 | 3,507 | 14,547 | 14,837 | 14,868 |
| 소재바이오 | 2,239 | 2,117 | 2,140 | 2,334 | 2,243 | 2,223 | 2,221 | 2,196 | 8,831 | 8,884 | 8,901 |
| 무역법인 | 3,186 | 3,351 | 3,252 | 3,308 | 3,439 | 3,441 | 3,329 | 3,292 | 13,098 | 13,501 | 13,540 |
| 투자법인 | 594 | 604 | 411 | 440 | 569 | 601 | 633 | 621 | 2,049 | 2,425 | 2,561 |
| 인니팜 | 72 | 95 | 56 | 134 | 170 | 195 | 239 | 249 | 357 | 815 | 856 |
| 에너지 | 858 | 921 | 1,226 | 988 | 1,118 | 1,098 | 1,181 | 1,091 | 3,994 | 4,488 | 4,794 |
| E&P(미얀마) | 151 | 203 | 151 | 145 | 156 | 164 | 163 | 140 | 651 | 622 | 639 |
| 발전 | 465 | 480 | 488 | 396 | 455 | 434 | 518 | 443 | 1,830 | 1,850 | 1,718 |
| LNG/터미널 | 139 | 133 | 470 | 319 | 368 | 346 | 334 | 345 | 1,061 | 1,392 | 1,749 |
| 투자법인(Senex) | 103 | 105 | 117 | 127 | 140 | 155 | 167 | 163 | 451 | 624 | 688 |
| 영업이익 | 275 | 314 | 316 | 266 | 358 | 344 | 378 | 300 | 1,170 | 1,380 | 1,483 |
| YoY | 4% | -10% | -12% | 84% | 30% | 10% | 20% | 13% | 5% | 18% | 8% |
| 영업이익률(%) | 3.4% | 3.9% | 3.8% | 3.4% | 4.3% | 4.1% | 4.5% | 3.8% | 3.6% | 4.2% | 4.4% |
| 소재 | 131 | 156 | 114 | 131 | 182 | 169 | 183 | 149 | 531 | 682 | 714 |
| 영업이익률(%) | 1.3% | 1.6% | 1.2% | 1.4% | 1.8% | 1.7% | 1.8% | 1.5% | 1.4% | 1.7% | 1.8% |
| 철강 | 50 | 85 | 67 | 35 | 60 | 66 | 65 | 41 | 237 | 232 | 237 |
| 소재바이오 | 24 | 15 | 20 | 12 | 20 | 20 | 22 | 8 | 70 | 69 | 75 |
| 무역법인 | 27 | 24 | 22 | 34 | 28 | 27 | 30 | 22 | 107 | 106 | 116 |
| 투자법인 | 28 | 32 | 5 | 32 | 74 | 55 | 66 | 67 | 97 | 262 | 260 |
| 인니팜 | 30 | 40 | 15 | 15 | 33 | 50 | 61 | 62 | 101 | 206 | 237 |
| 에너지 | 135 | 149 | 197 | 145 | 173 | 174 | 193 | 160 | 627 | 701 | 767 |
| 영업이익률(%) | 15.7% | 16.2% | 16.1% | 14.7% | 15.5% | 15.9% | 16.3% | 14.7% | 15.7% | 15.6% | 16.0% |
| E&P(미얀마) | 80 | 132 | 82 | 62 | 77 | 86 | 85 | 64 | 356 | 312 | 357 |
| 발전 | 34 | 17 | 70 | 8 | 43 | 36 | 48 | 35 | 129 | 163 | 115 |
| LNG/터미널 | 9 | 13 | 23 | 12 | 19 | 17 | 21 | 23 | 57 | 80 | 105 |
| 투자법인(Senex) | 15 | -9 | 27 | 66 | 39 | 39 | 43 | 42 | 98 | 163 | 206 |
| 세전이익 | 272 | 126 | 265 | 177 | 337 | 273 | 337 | 215 | 841 | 1,162 | 1,344 |
| 법인세 비용 | 63 | 36 | 55 | -22 | 59 | 65 | 81 | 51 | 132 | 257 | 310 |
| 법인세율 (%) | 23% | 28% | 21% | -12% | 17% | 24% | 24% | 24% | 16% | 22% | 23% |
| 당기순이익 | 209 | 91 | 210 | 133 | 277 | 207 | 256 | 163 | 642 | 905 | 1,034 |
| 지배주주순이익 | 200 | 90 | 204 | 121 | 265 | 198 | 246 | 156 | 614 | 865 | 989 |

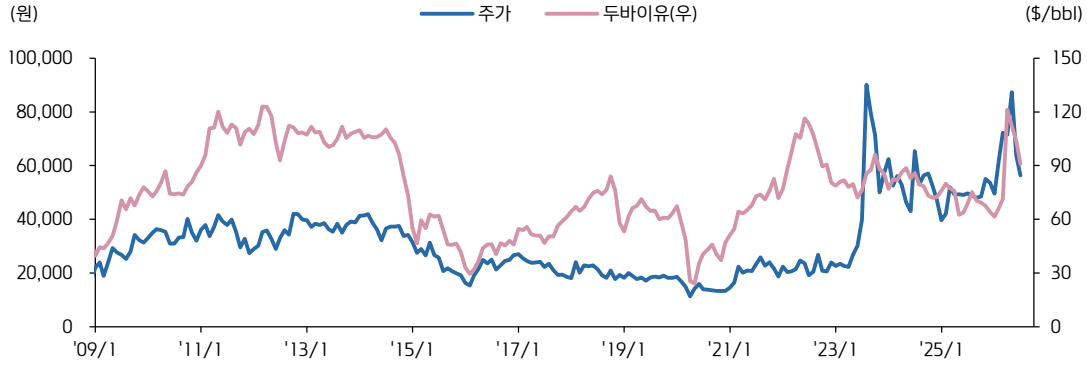
자료: 키움증권 리서치센터

포스코인터내셔널 EPS, 유가 추이



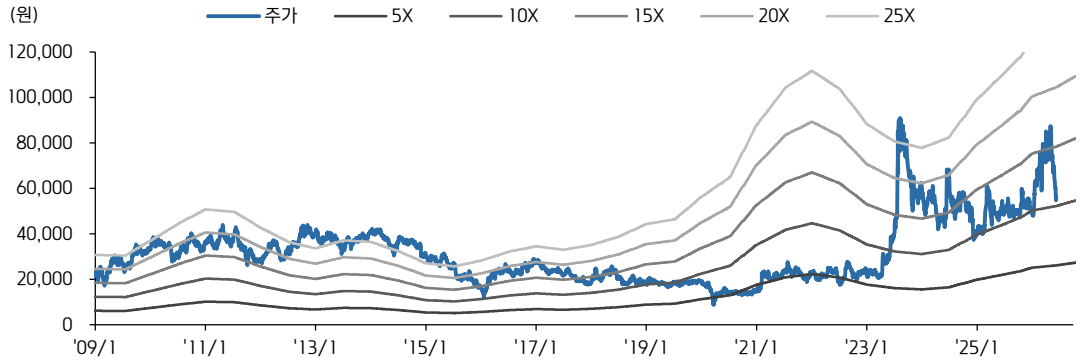

자료: 포스코인터내셔널, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포스코인터내셔널 주가, 유가 추이



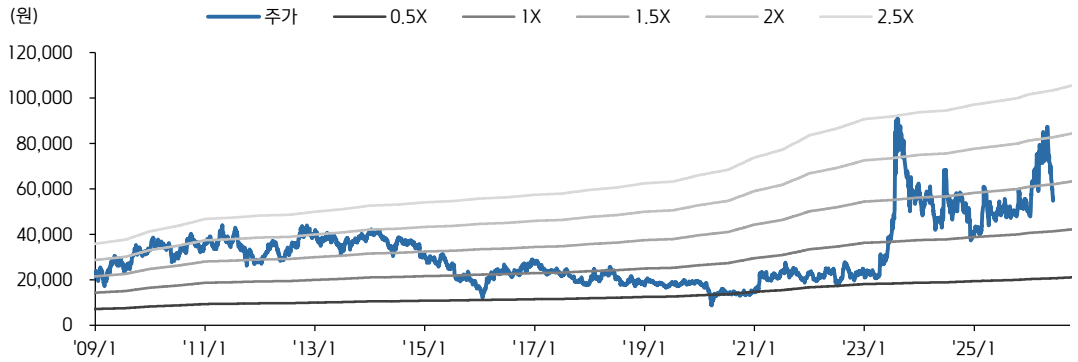

자료: 포스코인터내셔널, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 포스코인터내셔널 12개월 Forward P/E Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포스코인터내셔널 12개월 Forward P/B Chart




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포스코인터내셔널 Peer 주가 및 밸류에이션

| 분류 | 기업 | 시가총액 (백만 달러) | 주가 추이 (%) | | | | | P/E | | P/B | | EV/ EBITDA | | 영업 이익률 | | EBITDA 마진율 | | ROE (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 5D | 1M | 3M | 6M | 1Y | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E |
| 일본 종합 상사 | 마루베니 | 49,548 | -4.2 | -11.7 | -11.6 | 8.1 | 68.5 | 14.6 | 13.4 | 1.9 | 1.8 | 20.3 | 17.8 | 3.6% | 4.2% | 6% | 7% | 14.0 | 13.7 |
| | 이토추 | 90,858 | -1.1 | -8.5 | -11.9 | -3.6 | 23.7 | 14.3 | 13.5 | 2.0 | 1.9 | 15.4 | 15.1 | 4.7% | 4.9% | 8% | 8% | 15.0 | 14.5 |
| | 스미토모상사 | 47,700 | -6.5 | -10.9 | 10.9 | 24.3 | 77.1 | 13.7 | 12.2 | 1.7 | 1.6 | 16.7 | 13.7 | 5.5% | 6.5% | 9% | 11% | 12.5 | 13.2 |
| | 미쓰비시상사 | 107,394 | -6.8 | -11.6 | -10.4 | 24.0 | 62.6 | 24.3 | 17.0 | 2.0 | 1.8 | 25.9 | 20.3 | 2.6% | 3.2% | 5% | 5% | 8.2 | 11.2 |
| | 미쓰이물산 | 86,110 | -4.7 | -13.3 | -18.2 | 11.2 | 64.8 | 16.7 | 14.3 | 1.7 | 1.6 | 23.3 | 20.1 | 3.1% | 3.7% | 6% | 6% | 10.6 | 11.3 |
| 국내 상사 | 포스코인터내셔널 | 6,565 | -4.2 | -27.1 | -24.1 | 4.4 | 10.1 | 11.3 | 10.7 | 1.4 | 1.3 | 8.4 | 7.8 | 4.1% | 4.3% | 6% | 6% | 12.5 | 12.3 |
| | LX 인터내셔널 | 971 | -2.7 | -20.3 | -7.4 | 18.6 | 32.4 | 5.0 | 4.9 | 0.5 | 0.5 | 4.2 | 4.0 | 2.6% | 2.6% | 5% | 5% | 10.2 | 10.0 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 6 월 10 일(한국시간) 기준. 추정치는 Bloomberg Consensus

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 32,261.0 | 32,373.6 | 33,099.2 | 33,627.8 | 34,132.2 |
| 매출원가 | 30,338.2 | 30,437.9 | 30,892.2 | 31,303.9 | 31,739.3 |
| 매출총이익 | 1,922.8 | 1,935.7 | 2,207.1 | 2,323.9 | 2,392.9 |
| 판관비 | 765.0 | 770.4 | 827.5 | 840.7 | 856.1 |
| **영업이익** | 1,157.8 | 1,165.3 | 1,379.6 | 1,483.2 | 1,536.8 |
| **EBITDA** | 1,669.1 | 1,720.8 | 2,025.3 | 2,119.0 | 2,250.7 |
| 영업외손익 | -396.1 | -330.2 | -218.0 | -138.9 | -182.0 |
| 이자수익 | 58.8 | 46.9 | 48.2 | 47.8 | 67.0 |
| 이자비용 | 292.1 | 267.0 | 248.0 | 226.4 | 226.4 |
| 외환관련이익 | 920.5 | 853.0 | 680.3 | 680.3 | 680.3 |
| 외환관련손실 | 938.2 | 797.5 | 648.5 | 648.5 | 648.5 |
| 종속 및 관계기업손익 | 127.8 | 67.7 | 95.6 | 95.9 | 67.7 |
| 기타 | -272.9 | -233.3 | -145.6 | -88.0 | -122.1 |
| **법인세차감전이익** | 761.7 | 835.1 | 1,161.5 | 1,344.3 | 1,354.8 |
| 법인세비용 | 202.1 | 131.7 | 256.5 | 310.3 | 312.7 |
| 계속사업순손익 | 559.7 | 703.5 | 905.0 | 1,034.0 | 1,042.1 |
| **당기순이익** | 503.4 | 636.8 | 905.0 | 1,034.0 | 1,042.1 |
| **지배주주순이익** | 514.6 | 614.1 | 865.4 | 988.7 | 996.4 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | -2.6 | 0.3 | 2.2 | 1.6 | 1.5 |
| 영업이익 증감율 | -0.5 | 0.6 | 18.4 | 7.5 | 3.6 |
| EBITDA 증감율 | -1.9 | 3.1 | 17.7 | 4.6 | 6.2 |
| 지배주주순이익 증감율 | -23.6 | 19.3 | 40.9 | 14.2 | 0.8 |
| EPS 증감율 | -23.7 | 19.3 | 40.9 | 14.3 | 0.8 |
| 매출총이익율(%) | 6.0 | 6.0 | 6.7 | 6.9 | 7.0 |
| 영업이익률(%) | 3.6 | 3.6 | 4.2 | 4.4 | 4.5 |
| EBITDA Margin(%) | 5.2 | 5.3 | 6.1 | 6.3 | 6.6 |
| 지배주주순이익률(%) | 1.6 | 1.9 | 2.6 | 2.9 | 2.9 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 8,268.2 | 7,556.0 | 7,422.9 | 7,338.7 | 7,887.3 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,057.2 | 1,171.5 | 1,200.9 | 1,189.4 | 1,686.9 |
| 단기금융자산 | 154.1 | 57.8 | 60.7 | 63.7 | 66.9 |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,484.3 | 4,298.5 | 4,262.4 | 4,263.2 | 4,327.2 |
| 재고자산 | 2,080.7 | 1,736.2 | 1,725.4 | 1,719.4 | 1,745.1 |
| 기타유동자산 | 491.9 | 292.0 | 173.5 | 103.0 | 61.2 |
| **비유동자산** | 9,068.2 | 11,197.0 | 11,369.2 | 11,451.3 | 11,455.3 |
| 투자자산 | 787.2 | 876.8 | 944.7 | 912.6 | 880.5 |
| 유형자산 | 4,240.6 | 5,070.1 | 5,258.1 | 5,447.4 | 5,551.0 |
| 무형자산 | 2,553.0 | 3,235.4 | 3,151.7 | 3,076.6 | 3,009.1 |
| 기타비유동자산 | 1,487.4 | 2,014.7 | 2,014.7 | 2,014.7 | 2,014.7 |
| 자산총계 | 17,336.3 | 18,753.0 | 18,792.1 | 18,790.0 | 19,342.6 |
| **유동부채** | 6,659.7 | 6,612.2 | 6,231.4 | 6,148.6 | 6,229.6 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,937.1 | 3,012.5 | 3,126.5 | 3,206.9 | 3,287.8 |
| 단기금융부채 | 3,265.5 | 3,015.1 | 2,520.3 | 2,357.2 | 2,357.2 |
| 기타유동부채 | 457.1 | 584.6 | 584.6 | 584.5 | 584.6 |
| **비유동부채** | 3,327.2 | 4,328.2 | 4,328.2 | 3,928.2 | 3,928.2 |
| 장기금융부채 | 3,042.1 | 3,935.6 | 3,935.6 | 3,535.6 | 3,535.6 |
| 기타비유동부채 | 285.1 | 392.6 | 392.6 | 392.6 | 392.6 |
| **부채총계** | 9,986.9 | 10,940.4 | 10,559.6 | 10,076.8 | 10,157.8 |
| **지배지분** | 6,544.6 | 6,708.4 | 7,088.6 | 7,523.9 | 7,958.4 |
| 자본금 | 879.6 | 879.6 | 879.6 | 879.6 | 879.6 |
| 자본잉여금 | 1,836.7 | 1,851.0 | 1,851.0 | 1,851.0 | 1,851.0 |
| 기타자본 | -35.7 | -35.7 | -35.7 | -35.7 | -35.7 |
| 기타포괄손익누계액 | 228.8 | 177.8 | 152.8 | 127.9 | 102.9 |
| 이익잉여금 | 3,635.1 | 3,835.7 | 4,240.8 | 4,701.2 | 5,160.6 |
| 비지배지분 | 804.9 | 1,104.2 | 1,143.9 | 1,189.2 | 1,234.9 |
| **자본총계** | 7,349.5 | 7,812.7 | 8,232.5 | 8,713.2 | 9,193.3 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 876.9 | 1,941.5 | 1,848.4 | 2,065.7 | 2,088.5 |
| 당기순이익 | 503.4 | 636.8 | 905.0 | 1,034.0 | 1,042.1 |
| 비현금항목의 가감 | 1,260.5 | 1,153.9 | 1,360.4 | 1,383.0 | 1,444.4 |
| 유형자산감가상각비 | 279.1 | 298.1 | 362.0 | 360.7 | 446.5 |
| 무형자산감가상각비 | 232.2 | 257.4 | 283.7 | 275.2 | 267.5 |
| 지분법평가손익 | -310.9 | -96.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 1,060.1 | 695.0 | 714.7 | 747.1 | 730.4 |
| 영업활동자산부채증감 | -558.2 | 505.6 | -10.3 | 87.9 | 24.5 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 94.3 | 246.3 | 36.1 | -0.8 | -63.9 |
| 재고자산의감소 | -65.3 | 314.2 | 10.7 | 6.1 | -25.8 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -483.5 | 191.9 | 114.0 | 80.4 | 81.0 |
| 기타 | -103.7 | -246.8 | -171.1 | 2.2 | 33.2 |
| 기타현금흐름 | -328.8 | -354.8 | -406.7 | -439.2 | -422.5 |
| **투자활동 현금흐름** | -846.1 | -1,329.7 | -1,272.5 | -1,172.7 | -1,172.8 |
| 유형자산의 취득 | -754.4 | -674.6 | -550.0 | -550.0 | -550.0 |
| 유형자산의 처분 | 32.9 | 170.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -357.8 | -380.5 | -200.0 | -200.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 260.9 | -89.6 | -67.9 | 32.1 | 32.1 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 124.1 | 96.4 | -2.9 | -3.0 | -3.2 |
| 기타 | -151.8 | -451.7 | -451.7 | -451.8 | -451.7 |
| **재무활동 현금흐름** | -176.1 | -465.3 | -804.5 | -917.7 | -522.8 |
| 차입금의 증가(감소) | -176.3 | -47.8 | -494.8 | -463.1 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -176.6 | -423.1 | -315.3 | -460.2 | -528.4 |
| 기타 | 176.8 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 |
| 기타현금흐름 | 65.7 | -32.2 | 258.1 | 13.2 | 113.2 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | -79.7 | 114.3 | 29.4 | -11.5 | 506.1 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 1,136.9 | 1,057.2 | 1,171.5 | 1,200.9 | 1,189.4 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,057.2 | 1,171.5 | 1,200.9 | 1,189.4 | 1,695.4 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 2,925 | 3,491 | 4,919 | 5,620 | 5,664 |
| BPS | 37,201 | 38,133 | 40,294 | 42,768 | 45,238 |
| CFPS | 10,026 | 10,179 | 12,877 | 13,739 | 14,134 |
| DPS | 1,550 | 1,850 | 2,700 | 3,100 | 3,150 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 13.6 | 14.2 | 11.4 | 10.0 | 9.9 |
| PER(최고) | 24.9 | 18.6 | 18.5 | | |
| PER(최저) | 12.8 | 11.1 | 9.6 | | |
| PBR | 1.07 | 1.30 | 1.40 | 1.32 | 1.24 |
| PBR(최고) | 1.96 | 1.70 | 2.26 | | |
| PBR(최저) | 1.01 | 1.02 | 1.17 | | |
| PSR | 0.22 | 0.27 | 0.30 | 0.29 | 0.29 |
| PCFR | 4.0 | 4.9 | 4.4 | 4.1 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 9.0 | 8.0 | 7.4 | 6.8 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 52.5 | 49.5 | 50.8 | 51.1 | 51.5 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 3.9 | 3.7 | 4.8 | 5.5 | 5.6 |
| ROA | 3.0 | 3.5 | 4.8 | 5.5 | 5.5 |
| ROE | 8.1 | 9.3 | 12.5 | 13.5 | 12.9 |
| ROIC | 7.9 | 7.9 | 8.8 | 9.4 | 9.7 |
| 매출채권회전율 | 7.2 | 7.4 | 7.7 | 7.9 | 7.9 |
| 재고자산회전율 | 16.0 | 17.0 | 19.1 | 19.5 | 19.7 |
| 부채비율 | 135.9 | 140.0 | 128.3 | 115.7 | 110.5 |
| 순차입금비율 | 69.3 | 73.2 | 63.1 | 53.2 | 45.0 |
| 이자보상배율,현금 | 4.0 | 4.4 | 5.6 | 6.6 | 6.8 |
| 총차입금 | 6,307.6 | 6,950.7 | 6,455.9 | 5,892.8 | 5,892.8 |
| 순차입금 | 5,096.3 | 5,721.5 | 5,194.4 | 4,639.7 | 4,139.0 |
| EBITDA | 1,669.1 | 1,720.8 | 2,025.3 | 2,119.0 | 2,250.7 |
| FCF | -276.2 | 1,115.6 | 960.3 | 1,114.5 | 1,170.5 |

자료: 키움증권 리서치센터

### 고지사항


- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민•형사상 책임을 지게 됩니다.


## 투자의견 변동내역 (2개년)

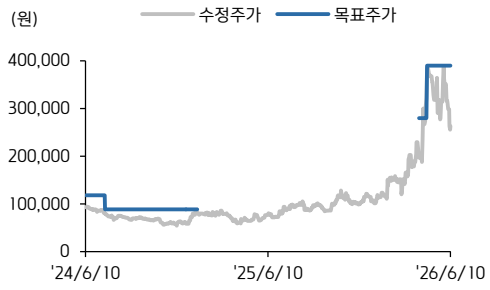
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격대상시점 | 괴리율(%) 평균주가대비 | 괴리율(%) 최고주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| OCI홀딩스 (010060) | 2024/07/19 | Outperform (Maintain) | 89,000원 | 6개월 | 2.08 | 157.87 |
| *담당자변경 | 2026/04/08 | BUY(Reinitiate) | 280,000원 | 6개월 | -12.66 | 15.00 |
| | 2026/04/24 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -14.93 | -0.51 |
| | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | | |
| 한화솔루션 (009830) | 2024/08/06 | Marketperform (Maintain) | 22,000원 | 6개월 | 26.80 | 165.91 |
| *담당자변경 | 2026/04/08 | BUY(Reinitiate) | 49,000원 | 6개월 | -9.22 | 2.45 |
| | 2026/04/29 | BUY(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | -27.55 | -15.50 |
| | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 60,000원 | 6개월 | | |
| 한전KPS | 2025/12/10 | BUY(Initiate) | 69,000원 | 6개월 | -17.93 | -2.17 |
| (051600) | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | | |

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격대상시점 | 괴리율(%) 평균주가대비 | 괴리율(%) 최고주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 두산에너빌리티 | 2025/12/10 | BUY(Initiate) | 110,000원 | 6개월 | -22.76 | -12.27 |
| (034020) | 2026/02/13 | BUY(Maintain) | 122,000원 | 6개월 | -14.87 | 5.90 |
| | 2026/04/30 | BUY(Maintain) | 158,000원 | 6개월 | -28.57 | -13.67 |
| | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 130,000원 | 6개월 | | |
| 한전기술 | 2025/12/10 | BUY(Initiate) | 140,000원 | 6개월 | -30.19 | -9.50 |
| (052690) | 2026/01/19 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | 1.69 | 21.75 |
| | 2026/05/11 | BUY(Maintain) | 213,000원 | 6개월 | -34.29 | -19.53 |
| | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 185,000원 | 6개월 | | |
| 포스코인터내셔널 | 2025/02/05 | BUY(Reinitiate) | 52,000원 | 6개월 | -3.09 | 17.31 |
| (047050) | 2025/04/30 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월 | -19.49 | -10.16 |
| | 2025/08/04 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월 | -19.41 | -3.55 |
| | 2025/10/28 | BUY(Maintain) | 70,000원 | 6개월 | -22.99 | -8.71 |
| *담당자변경 | 2026/01/30 | BUY(Reinitiate) | 80,000원 | 6개월 | -9.37 | 9.13 |
| | 2026/06/10 | BUY(Maintain) | 80,000원 | 6개월 | | |

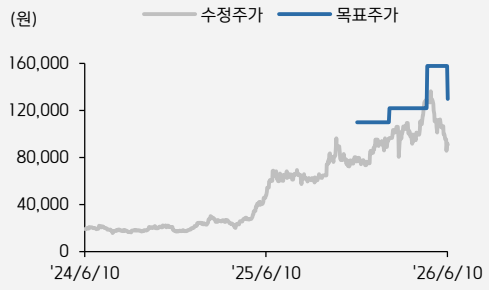
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

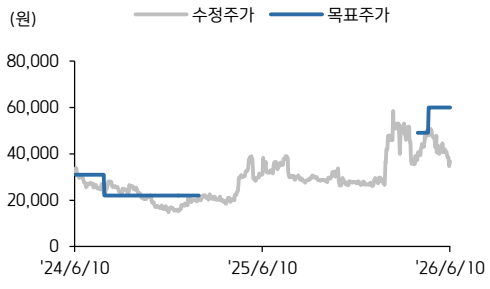
OCI홀딩스 (010060)



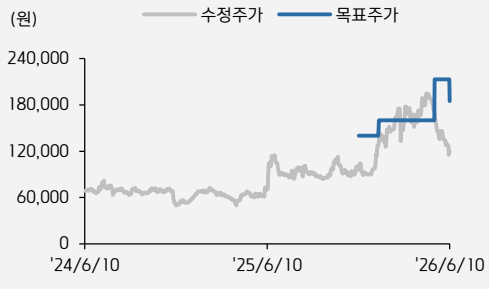

두산에너빌리티 (034020)



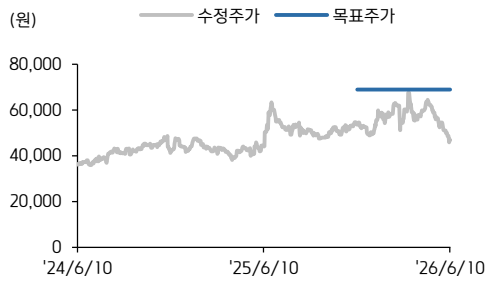

한화솔루션 (009830)



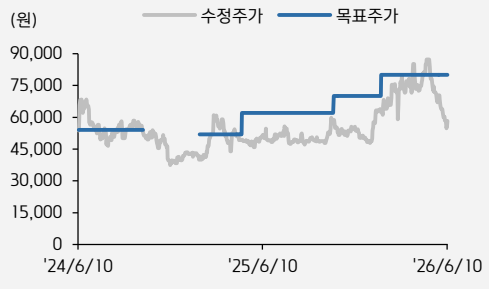

한전기술 (052690)




한전KPS (051600)




포스코인터내셔널 (047050)




## 투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|---|---|---|
| 96.04% | 3.96% | 0.00% |