

현대건설(000720.KS)

매수(유지)

[답사후기] 원전은 경험이 짓는다

분석의 기본가정

- 글로벌 전력 수요 증가에 따른 원전 및 SMR 발주 증가
- 지정학 리스크 확대 에너지 공급망 재편

목표주가(12M)

200,000원

현재주가(8/21)

105,600원

상승여력

89.4%

신한울 3·4호기 현장에서 확인한 현대건설 원전 EPC의 해자

신한울 원전 시공 현장에서 확인한 현대건설이 원전 시공사로서 갖는 경쟁력은 콘크리트 시공 그 자체가 아니었다. 보안·품질·자재·공정·인허가의 10여년이 걸리는 여정을 수백 개 공급사와 함께 하나의 체계로 통제·관리하는 역량에 있었다.

신한울 3·4호기는 동사의 이러한 경쟁력이 단절되지 않은 채 여전히 견재하다고 증명하는 현재진행형 레퍼런스라는 점에서 중요하다. 원전 수행 경험은 준공 실적만으로 영구히 유지되는 자산이 아니다. 숙련 인력과 협력사, 품질 시스템이 실제 프로젝트 통해 계속 작동해야 해외 발주처에도 수행 가능성을 증명할 수 있다. 동사는 UAE 바라카 4기 해외 실적 포함 대형원전 24기 시공 실적을 보유한 가운데, 신한울 3·4호기는 그 경험이 과거에 머물지 않았음을 보여주고 있다.

신한울 3·4호기 공사 개요

전경			
위치·면적	경북 울진군 북면, 약 140만㎡·약 41만평	주설비 시공	현대건설 55%, 두산에너지빌리티 35%, 포스코이앤씨 10%
설비	APR1400 2기, 합계 2.8GW	주설비 계약액	총 3조1,196억원, 현대건설 몫 1조7,157억원
총사업비	2026년 5월 현장 브리핑 기준 약 12.3조원	공개 종합공정률	2026년 4월 말 29.8%
사업자	한국수력원자력	현장 조직	353명, 5개 팀·19개 파트
종합설계	한국전력기술	투입 근로자	현재 2,113명, 피크 약 3,900명 예상
주기기	두산에너지빌리티, 약 2.9조원	준공 목표	3호기 2032.10, 4호기 2033.10

자료 : 현대건설, 한국수력원자력(사진), 신영증권 리서치센터

전체 12조원 규모의 울진 원전 현장

사업 부지는 앞서 완공된 신한울 1·2호기 바로 옆으로, 동일한 APR1400 노형의 1호기는 2022년 12월 7일, 2호기는 2024년 4월 5일 각각 상업운전을 시작해 현재 가동 중이다. 2024년 9월 원자력안전위원회 건설허가를 취득한 뒤 3호기는 2025년 5월, 4호기는 2026년 5월 각각 최초 콘크리트 타설에 들어갔다. 신한울 3호기는 기초공사를 지나 원자로건물·보조건물·터빈건물의 상부 구조물 공사로 진입했고, 4호기는 최초 콘크리트 타설을 마치고 기초매트 공사를 본격화하는 단계에 있다. 동시에 해저 취·배수터널, 야드 구조물, 부지 정리 공사가 병행되고 있다. 2026년 4월 말 기준 사업 종합공정률은 29.8%이며, 3호기는 2032년 10월, 4호기는 2033년 10월 준공이 목표다.

현대건설은 시공 주관사로, 2023년 최초 계약 기준 전체 공사금액 3조1,196억원 가운데 55%인 1조7,157억원을 수주했으며, 두산에너지빌리티와 포스코에너지가 공동도급사로 참여했다. 주관사의 의미는 단순히 가장 많은 공사 지분을 확보했다는 데 그치지 않으며, 실제 현장에서 공정별 팀장 체계와 주요 의사결정이 주관사인 현대건설을 중심으로 운영되고 있었다.

신한울 3·4호기에서 확인된 시공 혁신의 핵심은 선행 APR1400의 모듈화 경험을 더 넓고 크게 적용했다는 점이다. 현장 설명회에서는 원자로건물 일부 벽체를 지상에서 통합 조립해 일체 인양하고, 주제어실(MCR) 천장 구조물과 야드 탱크, 터빈건물 오버헤드크레인 브래킷 등을 모듈화함으로써 현장 개별 조립과 고소작업을 줄이는 방안이 소개됐다. 수직구 굴착장비의 대형화와 최신 콘크리트 타설장비 도입도 같은 맥락으로, 반복 작업을 대형화·표준화해 시공성과 안전성, 공기 관리 능력을 높이는 데 초점이 맞춰져 있다. 특히 3호기와 4호기가 약 1년의 시차를 두고 건설되는 만큼, 3호기에서 정립한 모듈 제작·운송·인양·설치 순서를 4호기에 반복 적용하며 시공 효율과 품질의 재현성을 높일 수 있는 구조다.

글로벌 입증되고 있는 원전 시공 능력, 기대가 확신으로 나아가는 시기

이러한 원전 시공 수행역량은 글로벌 원전 개발사의 파트너 선정으로 이어지고 있다. 동사는 테라파워와 나트륨(Natrium) 원전 사업 수행을 위한 기본협약(Framework Agreement)을 체결하고, 후속 최대 8개 호기에 대한 EPC 파트너 권리를 확보했다. 더욱 주목할 부분은 후속호기뿐 아니라 현재 와이오밍주에서 건설 중인 초도호기 케머러 1호기 참여도 추진하고 있다는 점이다. 동사 IR 자료에 따르면 회사는 2027년 초도호기 EPC 계약을 목표로 기존 잠정 EPC사를 대체해 관련 의무를 이관 받는 방안을 추진하고 있다. 의무 이관이 현실화되면 동사는 상용화 이후의 후속호기만 수주하는 것이 아니라, 세계 최초 나트륨 원전의 설계와 시공 경험을 축적한 뒤 이를 최대 8기의 후속 프로젝트에 반복 적용할 수 있게 된다. 바라카와 신한울에서 축적한 대형원전 시공 경험이 미국 4세대 원전의 초도호기 참여와 후속호기 EPC 권리로 전환되고 있다는 점에서, 동사의 원전 경쟁력은 과거의 시공실적을 넘어 차세대 원전 시장의 실질적인 사업권으로 확장되고 있다.

연내 팀코리아 루마니아 체르나보다 3·4호기 본계약 체결이 유력한 가운데, 홀텍 팰리세이즈 SMR-300 부분계약과 연내 페르미 아메리카 프로젝트 마타도르 대형원전 4기의 본 EPC 전환이 기대된다. 2027년에는 팰리세이즈 본계약에 이어, 회사 IR 기준 테라파워 케머러 초도호기의 기존 EPC사 의무 이관과 EPC 계약이 목표로 제시돼 있으며 이후에는 Meta와 연계된 최대 8기의 후속 나트륨 원전이 대기하고 있다. 신한울과 바라카에서 입증한 시공 역량이 국가 주도 대형원전부터 미국 민간 대형원전, 3.5세대·4세대 SMR까지 실제 계약으로 연결되기 시작한다는 점에서, 지금은 동사의 원전 수주 경쟁력이 기대를 넘어 실전에서 현실화되는 시기이다. 투자 의견 매수, 목표주가 20만원과 함께 건설업종 최선호주 의견을 유지한다.

현대건설 SMR 파트너십 현황

구분	HOLTEC	TERRAPOWER
노형	3.5세대 PWR 노형 SMRs자원-300 <i>PWR = Pressurized Water Reactor</i>	4세대 SFR 노형 Natrium® <i>SFR = Sodium-cooled Fast Reactor</i>
EPC 권한	SMR 글로벌 사업 독점 EPC 권한 확보 Teaming Agreement	FOAK 및 후속 8기 NOAK 독점 EPC 권한 확보 Framework Agreement
US 초도 사업	US Palisades • CPA Part 1 제출 완료 (Part 2: 2027년 예정) • 2026년 하반기 부분계약 추진 • 2027년 본계약 예정	US Kemmerer • NRC 최초 SMR 건설 인허가 취득 (2026.03) • 2027년 EPC 계약 추진
US 후속 사업	US Oyster Creek • 부지 기 확보 (Holtec 보유) • 2028년 EPC 계약 추진	US NOAK • Meta 협약 연계 • FOAK 이후 8기 계약 추진
UK 사업	UK Cottam • 부지 기 확보 (EDF 보유 석탄화력 부지 활용) • 2031년 EPC 계약 추진	—

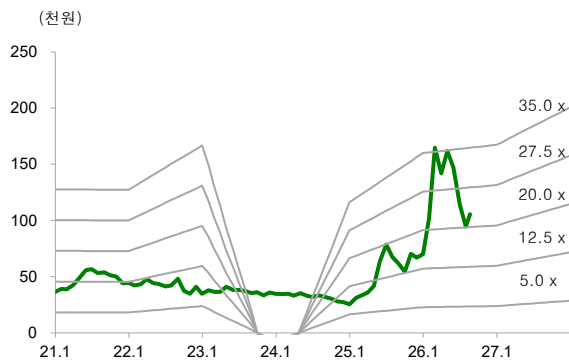
자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

현대건설 목표주가 산출

구 분	비 고
원전	
2027F Adj. Backlog	30조원
배수	0.3
적정가치	9조원
발행주식수(천주)	111,356
적정주가(원)-1)	80,822
종합건설	
2027F Adj BPS	77,733
배수	1.5
적정주가(원)-2)	116,600
합산가치(원)- 1)+2)	197,422
목표주가(원)	200,000

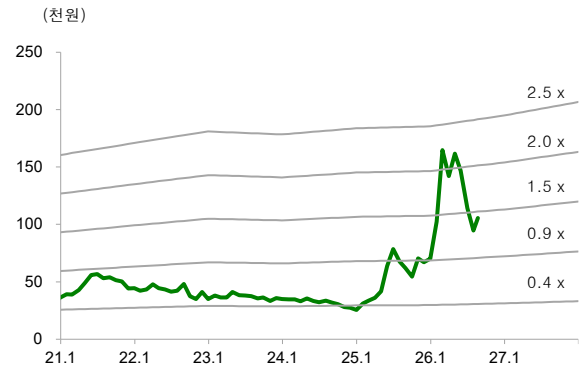
자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

현대건설 12개월 Fwd PER Band Chart



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

현대건설 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

현대건설 분기 실적 전망

(단위 :십억원)

구 분	2026				2027				연간		
	1Q26A	2Q26A	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025A	2026F	2027F
매출액	6,281	6,842	7,186	7,861	6,405	7,299	7,655	8,340	31,063	28,170	29,699
별도	3,613	3,919	4,297	4,239	3,884	4,311	4,644	5,177	16,513	16,067	18,016
HEC	2,537	2,968	2,889	3,210	2,521	2,988	3,011	3,063	13,897	11,303	11,583
매출원가	5,779	6,295	6,640	7,372	5,899	6,773	7,058	7,711	29,083	26,086	27,442
매출원가율	92.0%	92.0%	92.4%	93.8%	92.1%	92.8%	92.2%	92.5%	93.6%	92.6%	92.4%
영업이익	181	262	237	165	167	204	276	304	653	845	950
영업이익률	2.9%	3.8%	3.3%	2.1%	2.6%	2.8%	3.6%	3.6%	2.1%	3.0%	3.2%
YoY											
매출액	-15.8%	-11.4%	-8.2%	-2.5%	2.0%	6.7%	6.5%	6.1%	-5.0%	-9.3%	5.4%
영업이익	-15.3%	20.6%	129.0%	39.2%	-7.9%	-21.9%	16.2%	83.9%	흑전	29.4%	12.5%
세전이익	33.2%	20.1%	195.6%	23.3%	-40.9%	-7.5%	14.3%	68.9%	흑전	47.8%	4.1%
지배순이익	44.1%	23.2%	207.3%	-21.5%	-49.7%	3.2%	14.3%	102.3%	흑전	37.7%	5.6%

자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

현대건설(000720.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	326,703	310,629	281,704	296,990	308,716
증가율(%)	10.2	-4.9	-9.3	5.4	3.9
매출원가	328,872	290,826	260,858	274,419	283,710
원가율(%)	100.7	93.6	92.6	92.4	91.9
매출총이익	-2,169	19,803	20,846	22,571	25,006
매출총이익률(%)	-0.7	6.4	7.4	7.6	8.1
판매비와 관리비 등	10,465	13,273	12,395	13,068	13,584
판매비율(%)	3.2	4.3	4.4	4.4	4.4
영업이익	-12,634	6,530	8,451	9,503	11,422
증가율(%)	적전	흑전	29.4	12.4	20.2
영업이익률(%)	-3.9	2.1	3.0	3.2	3.7
EBITDA	-10,419	8,539	10,411	11,253	13,046
EBITDA마진(%)	-3.2	2.7	3.7	3.8	4.2
순금융손익	1,881	560	-1,391	-1	531
이자손익	1,163	778	-993	-791	-163
외화관련손익	722	-169	-119	-123	-84
기타영업외손익	840	-552	2,604	449	149
종속및관계기업 관련손익	56	-69	-103	2	0
법인세차감전계속사업이익	-9,857	6,468	9,561	9,954	12,102
계속사업손익법인세비용	-2,195	878	2,323	2,419	2,941
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7,662	5,591	7,238	7,535	9,161
증가율(%)	적전	흑전	29.5	4.1	21.6
순이익률(%)	-2.3	1.8	2.6	2.5	3.0
지배주주지분 당기순이익	-1,687	3,731	5,139	5,425	6,504
증가율(%)	적전	흑전	37.7	5.6	19.9
기타포괄이익	764	-468	-130	-190	-190
총포괄이익	-6,898	5,123	7,108	7,345	8,971

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-1,188	-7,483	-12,710	7,678	19,277
당기순이익	-7,662	5,591	7,238	7,535	9,161
현금유출이없는비용및수익	2,579	6,709	5,458	5,387	5,029
유형자산감가상각비	2,114	1,896	1,847	1,646	1,528
무형자산상각비	101	113	113	104	96
영업활동관련자산부채변동	5,880	-19,906	-22,089	-2,035	8,190
매출채권의감소(증가)	-15,404	-12,881	-17,209	1,482	11,817
재고자산의감소(증가)	432	642	57	-613	-317
매입채무의증가(감소)	16,215	2,247	-5,127	-2,615	-465
투자활동으로인한현금흐름	2,117	252	-4,848	-3,154	-3,878
투자자산의 감소(증가)	-1,675	993	-1,814	620	970
유형자산의 감소	58	205	0	0	0
CAPEX	-1,789	-1,072	-2,740	-2,760	-3,210
단기금융자산의감소(증가)	2,951	-2,510	-1,094	-1,214	-1,838
재무활동으로인한현금흐름	7,337	4,342	2,252	-2,409	-2,565
장기차입금의증가(감소)	5,049	3,459	0	-1,200	-1,200
사채의증가(감소)	3,000	7,797	2,000	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	52	0	0
기타현금흐름	981	-289	-7,292	-1,667	-192
현금의 증가	9,247	-3,177	-22,597	448	12,642
기초현금	42,057	51,304	48,127	25,529	25,977
기말현금	51,304	48,127	25,529	25,977	38,619

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	211,007	219,580	215,667	217,133	221,957
현금및현금성자산	51,304	48,127	25,529	25,977	38,619
매출채권 및 기타채권	121,005	132,064	149,273	147,791	135,974
재고자산	7,765	7,470	7,413	8,027	8,344
비유동자산	59,047	58,337	64,890	66,429	66,946
유형자산	12,892	12,251	13,144	14,257	15,940
무형자산	7,507	7,647	7,534	7,430	7,334
투자자산	13,901	12,839	14,590	13,810	12,740
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	270,054	277,917	280,557	283,562	288,903
유동부채	146,638	148,429	145,336	143,161	141,597
단기차입금	7,447	11,947	11,947	11,947	11,947
매입채무및기타채무	99,401	107,155	102,029	99,414	98,949
유동성장기부채	10,447	10,139	11,639	11,639	11,639
비유동부채	26,722	28,359	30,463	29,263	28,163
사채	9,280	11,472	13,472	13,472	13,472
장기차입금	5,982	5,797	5,797	4,597	3,397
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	173,360	176,788	175,799	172,425	169,760
지배주주지분	80,254	82,647	84,178	88,447	93,796
자본금	5,621	5,621	5,673	5,673	5,673
자본잉여금	10,953	10,953	10,953	10,953	10,953
기타포괄이익누계액	2,435	2,097	-654	-844	-1,034
이익잉여금	61,302	64,033	68,263	72,723	78,262
비지배주주지분	16,440	18,481	20,580	22,690	25,347
자본총계	96,694	101,129	104,758	111,138	119,143
총차입금	36,444	40,952	44,452	43,252	42,052
순차입금	-23,770	-18,527	7,867	5,005	-10,675

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-1,500	3,320	4,571	4,782	5,733
BPS	71,394	73,523	74,195	77,958	82,673
DPS	600	800	800	850	850
Multiples (배)					
PER	na	21.1	23.1	22.1	18.4
PBR	0.4	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	-2.1	9.2	12.9	11.9	9.2
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	흑전	37.7%	4.6%	19.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-206.2%	-182.0%	21.9%	8.1%	15.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-7.6%	5.7%	7.0%	7.0%	8.0%
ROE(지배순이익 기준)	-2.1%	4.6%	6.2%	6.3%	7.1%
ROIC	-22.9%	8.1%	7.8%	7.3%	8.9%
WACC	5.2%	6.9%	7.6%	7.6%	7.6%
안전성(%)					
부채비율	179.3%	174.8%	167.8%	155.1%	142.5%
순차입금비율	-24.6%	-18.3%	7.5%	4.5%	-9.0%
이자보상배율	-12.6	5.3	3.8	4.6	5.9

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 박세라는 현대건설주의 기업설명회에 현대건설주의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
현대건설	-	-	-	-	-	-	-	-

