

2026년 08월 25일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 건설, 유틸리티

데이터센터가 불러올 파급효과

건설 Analyst 신다현
유틸리티 Analyst 조재현



Contents



I. 데이터센터와 AI데이터센터	03
> 데이터센터 기본개념과 현황	03
> AI데이터센터의 탄생	07
II. 국내 AI 데이터센터 수요 점검	18
> 대부분의 수요를 차지할 하이퍼스케일러와 네오클라우드	18
> 한국 AI데이터센터 임차인 수요 충분할 것	29
III. 발전/유틸리티: 변화의 시기	31
> 국내 발전 산업 성장 가속화	31
> 다극화의 시대로	39
IV. 건설업 투자전략	48
> 국내외 AI데이터센터 확대 수혜	48
> Top Pick : DL 이앤씨 관심종목 GS 건설 제시	53
V. 유틸리티 투자 전략	55
> 가스 원전 기자재 업체 수혜	55
> 재생 에너지 발전 사업자 수혜	56
VI. Appendix	57
> 글로벌 AI 데이터센터 구축 현황 및 계획 용량	57
> 커버리지 기업 데이터센터 공사 현황	60
기업분석	62
> DL이앤씨 (375500)	63
> GS건설 (006360)	68
> 현대건설 (000720)	73
> 대우건설 (047040)	79
> 두산에너지빌리티 (034020)	84
> 한국전력 (015760)	90
> SK이터닉스 (475150)	95
> 비에이치아이 (083650)	99
> HD현대에너지솔루션 (322000)	103

Compliance Notice

- 당사는 08월 25일 현재 보고서에 언급된 종목을 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

Investment Summary

>>> 건설: AI데이터센터가 만들 실적 성장

글로벌 AI데이터센터 확대에 따라 건설 업종 수혜가 전망된다. 이는 1) 국내 AI데이터센터 착공 증가에 따른 직접적인 수혜와 2) 미국 및 국내의 발전 시설 확대에 따른 수혜로 나누어볼 수 있다. 당사는 AI데이터센터로 인한 연간 전력 증가율은 2.17배, '30년까지 글로벌 AI데이터센터 수요를 80.9GW로 전망한다. 현재 계획된 글로벌 AI데이터센터 구축 계획은 이에 못미치는 34.5GW로 보인다. 이런 가운데, 정부의 AI데이터센터에 대한 태도와 향후 전력 공급확대 가능성, 건설·전력 비용을 볼 시 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체들의 한국 AI데이터센터 수요는 충분할 것으로 판단된다. 이에 AI데이터센터 착공이 증가하면서 데이터센터 레퍼런스가 많은 국내 대형 건설사들의 수혜가 전망된다. 또한, 국내와 미국 모두 추가적인 발전시설 확대가 필요한 상황이다. 국내 건설사들은 다수의 복합가스발전 레퍼런스를 보유하고 있으며, 원전에서도 주요 EPC사로 자리매김하고 있다. 이에 늘어나는 전력 수요에서 간접적인 수혜가 예상된다. Top Pick으로는 미국 전력 수요 증가에 따른 수혜가 전망되는 DL이앤씨를, 관심종목으로 국내 AI 데이터센터 확대에 따른 최대 수혜주인 GS건설을 제시한다.

>>> 발전/유틸리티: 변화의 시기

2040년까지 반도체 팹, 데이터센터에서만 30~40GW의 전력 수요 성장이 예상된다. 전력 수요 증가폭은 2030~2035년에 가장 가파를 전망이다. 국내 발전/유틸리티 산업에도 변화가 예상된다.

우선 기존 계획보다 더 많은 발전소가 필요하다. 단기간 내 급증하는 전력 수요에 대응하기 위해, 가스 발전의 필요성이 더욱 부각될 전망이다. 2035년까지 누적 19.5GW의 가스 발전 증설이 계획되어 있었는데, 최소 50~100% 상향이 필요하다고 판단한다. 두산에너지빌리티와 비에이치아이의 국내 사업 기회에 주목한다.

전력/유틸리티 산업에서는 다극화가 예상된다. 전력 수요는 수도권에서 지방으로 분산되고, 시장 참여 주체는 다변화될 전망이다. 전력 수요 분산 유도를 위해 지역별 차등요금제도 도입된다. 한국전력 손익에 미치는 단기 영향은 제한적이나, 송전망 추가 투자 부담이 줄어들 수 있다는 점은 긍정적이다. 반도체 팹, 데이터센터 운영 주체는 주로 대기업인만큼, 이들의 전력 수요 확대는 곧 재생에너지 PPA 수요와 직결될 수 있다. SK이터닉스와 같은 재생에너지 발전 사업자들에게도 주목한다.

I. 데이터센터와 시데이터센터

>>> 데이터센터 기본개념과 현황

1) 데이터센터란 무엇인가?

데이터센터란 기업이 안정적으로 데이터를 처리·저장·전송할 수 있는 대형 IT 인프라 시설이다. 데이터센터는 기업의 전산실에서 시작했다. 이전 아날로그 시대에서 인터넷의 발달로 디지털 시대로 넘어감에 따라 기업들은 내부 시스템을 IT에 연결해야 했다. 이에 전산실의 필요성이 증가했다. 점차 인터넷을 활용한 서비스들이 증가하고, 이전보다 더 많은 컴퓨팅 용량과 저장 시설이 필요하자, 더 많은 서버가 필요해졌으며, 전력·냉각·안전성에 있어서 건물 내의 전산실로는 한계에 다다랐다. 이로 인해 서버를 대량으로 수용할 수 있는 데이터센터가 필요하게 되었다.

다만, 기업들이 자체적으로 이런 데이터센터를 모두 보유하고 있는 것은 상당히 비효율적이다. 자신들의 서버를 위해 데이터센터를 짓거나, 운영·관리를 위해 인력 채용을 하는 것이 모두 비용적으로 부담되기 때문이다. 또한, 데이터 트래픽이 매번 일정하지도 않으며, 가장 데이터가 많이 활용되는 시점에 맞추어 서버를 구축하면, 이러한 트래픽이 없는 시점에선 서버들이 놀게되기 때문이다. 그렇다고 트래픽 대비 적은 서버를 구축하기에는 서버가 느려지거나, 다운되는 문제가 생기게 된다. 이런 이유로 대신 데이터센터를 구축하여 임대해주는 Co-location 사업자와 아예 서버를 대여해주는 CSP(Cloud Service Provider) 기업들이 나타났고, 이들이 점차 서비스를 늘려가면서 데이터센터 시장은 확장하고 있다.

서버실 내부 모습



자료: 브레인즈컴퍼니, 키움증권 리서치

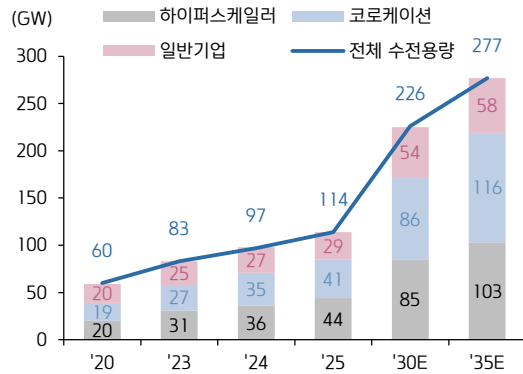
데이터센터 각 세종 전경-가장 큰 건물이 서버동



자료: 네이버, 키움증권 리서치

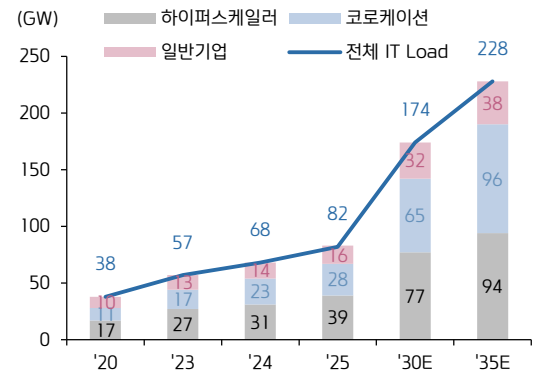
데이터센터는 결국 데이터 공장과 같다. 데이터를 받아 연산·처리하여 결과 값을 저장하는 형태이다. 이러한 데이터센터의 Capa 는 결국 얼마만큼 더 많은 연산을 더 많이 할 수 있는지로 구분할 수 있으며, 그러기 때문에 데이터센터의 용량(Capacity)은 MW 로 구분하게 된다. 더 많은 연산을 한다는 것은 더 많은 전력을 소비한다는 것을 의미하기 때문이다. 데이터센터의 전력 용량을 이야기할때 수전용량과 IT Load 두가지로 구분하여 이야기한다. 수전용량이란 건물 전체가 공급받는 전력이며, IT Load 란 데이터센터 내에서 실제 IT 장비가 사용하는 전력을 의미한다. 이때 수전용량을 IT Load 로 나눈 값을 PUE 라고 하며, 이는 데이터센터의 효율을 의미한다. 데이터센터는 내부 IT 설비 외에도 냉각, 펌프, 조명, 각종 기계 설비에도 전력이 사용되기 때문에 항상 수전용량이 IT Load 보다 클 수밖에 없으며, 주요 용도는 데이터의 처리·저장·전송이기 때문에 IT Load 가 더 높을수록 더 효율이 높다고 할 수 있다. 따라서, PUE 는 이론적으로 최저치가 1.0이며 PUE 가 낮을수록 더 효율이 높다고 할 수 있다. '17~'19 년 당시 국내 데이터센터의 PUE 는 1.69 수준이었으나, 최근 지어지는 데이터센터의 경우 1.5~1.6 사이까지 효율이 높아진 상황이다.

글로벌 데이터센터 전체 수전용량



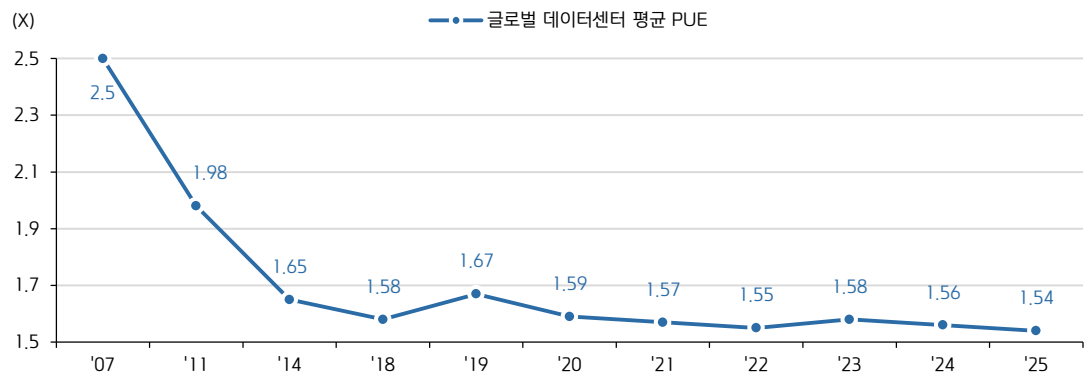
자료: IEA, 키움증권 리서치

글로벌 데이터센터 전체 IT Load



자료: IEA, 키움증권 리서치

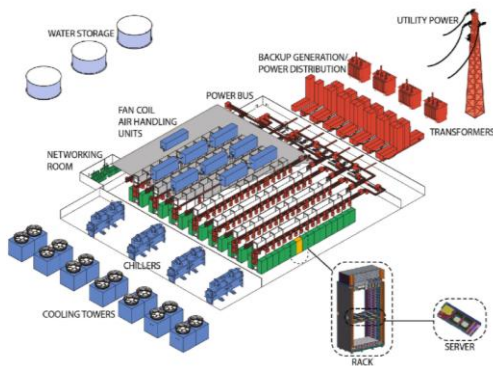
글로벌 데이터센터 평균 PUE



자료: Uptime Intelligence, 키움증권 리서치센터

데이터센터의 구성을 보면 외부 주요 시설로는 전력을 받기 위한 송전망/변전소와 데이터를 받기 위한 통신 광케이블 등이 있고, 그 외에 백업용 발전기, 냉각용 수조 및 용수저장, 냉각탑 등이 있다. 내부에는 서버, IT 장비와 랙이 설치되는 화이트 스페이스(White Space)와 그 외 전기, 기계, 배관 등이 들어가는 그레이 스페이스(Grey Space)로 나뉜다. 주요 전기 장비로는 변압기, 스위치기어, UPS(Uninterruptible Power Supply), 발전기 등이 포함되고, 주요 기계 장비로는 칠러(Chiller), CDU(Condensing Unit), CRAH, CRAC 등의 공조 시스템 장비들이 포함된다. 데이터센터 공사 시 화이트 스페이스 내에서 랙 설치 이후 서버·IT 장비들의 경우 대부분 데이터센터 운영 주체나 고객들이 자체적으로 가져와 설치하는 경우가 많다. 따라서, **건설사들의 업무 범위는 대체로 부지 정비부터 랙 설치 및 전력 연결까지 이뤄지는 경우가 많으며, 데이터센터의 특성상 주요 전기, 기계 장비가 많아 MEP(Mechanical, Electrical, Plumbing) 공사가 50~60%까지 차지한다.**

데이터센터 구성 요소



자료: Google LLC, 키움증권 리서치

데이터센터 건설 단순 구분

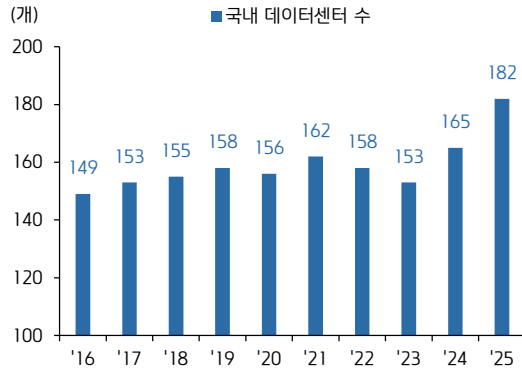
건설 Layer	주요 시설	담당 영역
① 토공사/부지정리	부지, 도로, 지하배관 등	토목
② 건물 외관 공사	기초, 철골, 콘크리트, 지붕 등	건축
③ MEP 공사	전력, UPS 냉각, 배관, 소방 등	전기·기계
④ IT 장비 설치	랙, 서버, GPU, 네트워크 Chip 등	IT/CSP 업체

자료: 키움증권 리서치

2) 국내 데이터센터 현황

현재 한국은 데이터센터를 전산실 바닥면적이 500m² 이상인 건축물로 정의하고 있다. 정의에 따라 한국데이터센터연합회(KDCC)에 따르면 국내에 '25 년도 기준 182 개의 데이터센터를 보유하고 있으며, '24 년도 기준 수도권에 60% 이상의 데이터센터가 집중된 상황으로 파악된다. 이는 대부분의 IT 기업들이 수도권에 쏠려있기 때문이며, 민간 개발이 점차 증가함에 따라 자연스럽게 수도권 데이터센터의 공급도 함께 늘어난 것으로 파악된다. 그러나, 수도권의 경우 발전량이 지방 대비 낮은 상황이며, 국내 전체 발전량보다는 수도권으로 보내는 송배전망 Capa 가 전체적으로 부족한 상황이다. 이를 해결하기 위해서는 송배전망에 대한 투자가 이뤄질 필요가 있으며, 데이터센터의 수도권 쏠림 현상을 완화시켜줄만한 투자가 필요한 상황이다.

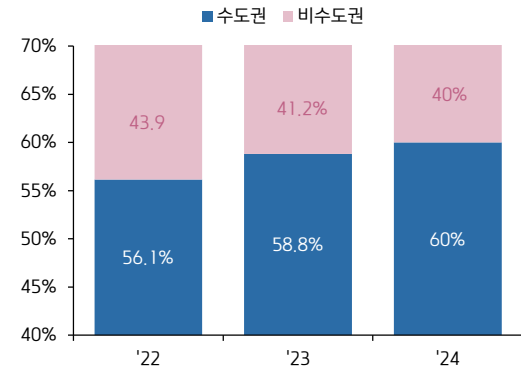
국내 데이터센터수



자료: KDCC, 키움증권 리서치

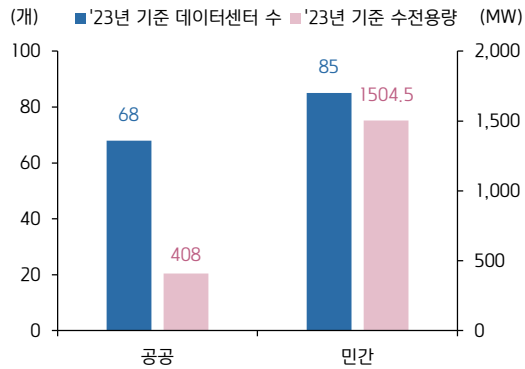
주1) '23부터 전산실 바닥면적 500m² 이상으로 정의 변경

데이터센터 지역 비중- 수도권에 쏠리는 모습



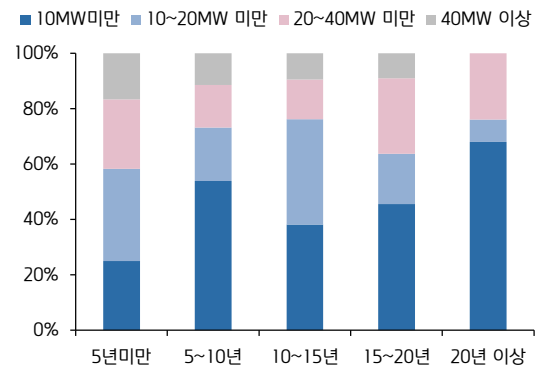
자료: KDCC, 키움증권 리서치

공공, 민간 데이터센터- 평균 민간 용량 2배 이상



자료: KDCC, 키움증권 리서치

연차별 데이터센터 용량- 최신일수록 규모 증가



자료: KDCC, 키움증권 리서치

>>> AI데이터센터의 탄생

1) AI데이터센터 주요 개념과 해외 현황

AI 데이터센터는 국내에서 최근 주목받기 시작했다. 이는 정부의 3 대 메가 프로젝트에 15GW 규모 계획이 포함되었기 때문이다. 기존 CSP 데이터센터 대비 AI 로 인한 대규모 병렬 연산이 필요했고 이에 더 적합한 데이터센터가 필요해지면서 미국을 중심으로 AI 데이터센터에 대한 니즈가 시작되었다. 특히, GPU 를 비롯한 주요 고성능 반도체, IT 제품들의 공급이 타이트해지면서 기존 클라우드 기업들 외에도 네오클라우드(Neo Cloud) 기업들이 탄생하게 되었다.

2Q26기준 글로벌 AI 데이터센터 위치 - 대부분 미국에 분포



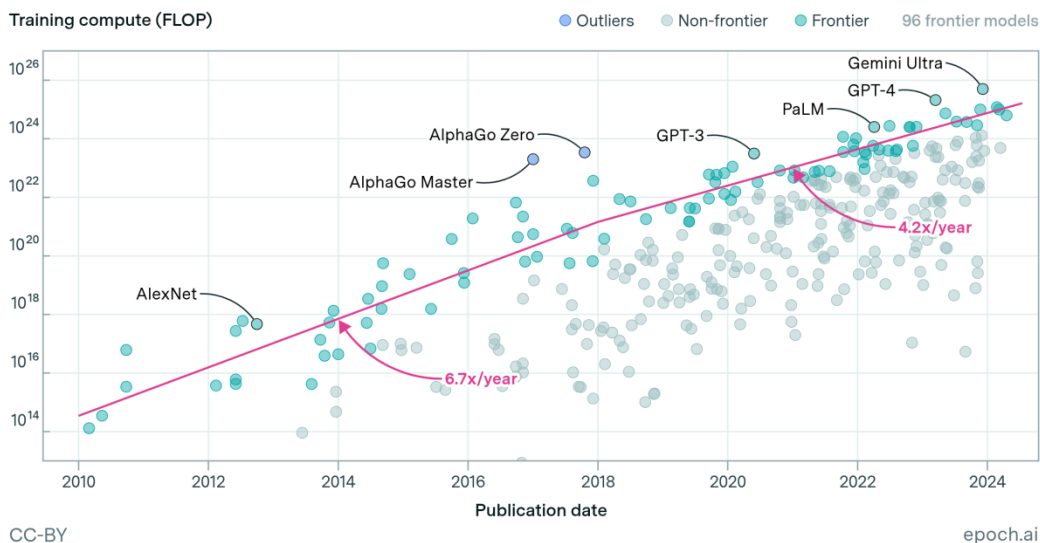
자료: Epoch AI, 기움증권 리서치센터

AI 데이터센터는 크게 2 가지로 나뉘볼 수 있다. 학습용(Training) AI 데이터센터와 추론용(Inference) AI 데이터센터이다. 최근 AI 데이터센터는 대체로 학습용 AI 데이터센터 수요 중심으로 확대를 하고 있으며 이로 인해 AI 데이터센터가 대형화되고 있다. 학습용, 추론용 둘 다 GPU 를 통한 병렬 연산이 대규모로 필요한 점은 비슷하나, 학습용 AI 데이터센터의 경우 일회 계산당 사용하는 연산이 매우 크다. 학습용의 경우 엄청난 양의 데이터를 넣고 수천~수만 개의 GPU 를 동시에 돌려 모델을 학습해야하기 때문이다. 최근 AI 모델의 경우 단순히 더 많은 파라미터를 사용하기 보단 MoE 를 통해 파라미터 사용을 효율적으로 사용하면서, 오히려 훨씬 더 많은 데이터를 반복적으로 학습시켜 성능을 끌어올리고 있다. Open AI 의 LLM 모델을 보면 '20 년 출시한 GPT-3 의 경우 학습용 데이터셋 사이즈는 3,700 억 토큰에서 '23 년 출시한 GPT-4 의 경우 4.9 조 토큰이 학습에 사용된 것으로 알려져 있다. Meta 의 LLM 모델 LLaMA 의 경우에도 '23 년 출시한 첫 모델은 1.3 조 토큰을 사용했으나, '25 년 출시한 LLaMA 4 의 경우 30 조 토큰을 사용하였다. 최근 모델들의 경우 정확한 파라미터 수와 학습용 데이터 사이즈를 공개하고 있지 않으나, 빅테크 업체들의 AI 데이터센터 규모가 점점 더 커지고 있다는 점을 보면 모델 학습에 사용하는 토큰량은 증가하고 있을 것으로 판단된다. AI 전문 리서치 기업인 Epoch AI 에 따르면 장기적으로 연간 3.7 배씩 학습용 데이터셋 사이즈가 커지고 있으며, 총 연산량은 4.2 배씩 증가하고 있다. 역사적으로 이러한 **프론티어 모델(Frontier Model) 학습을 위해 필요한 전력은 연간 2.2 배씩 늘어났으며**, 이러한 추세가 유지된다고 할 시 학습을 위한 전력은 '30 년 5GW 이상으로 증가할 수 있다. 즉, **현재의 GW 급 데이터센터보다 더 큰 용량의 AI 데이터센터가 필요할 가능성이 높다고** 판단된다.

출시일별 프론티어 모델 학습 연산량 - '18년~'24년 연간 4.2배씩 증가 90% 신뢰구간 (3.6x~4.9x)

Training compute of frontier models

EPOCH AI



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

프론티어 AI 모델 학습을 위한 전력 사용량 추이 - '18년~'24년 연간 2.2배씩 증가

Projected power growth for frontier AI training



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

주요 AI 모델 학습 연산량 및 학습 데이터 세트 크기 비교

모델	도메인	학습 연산량 (10 ²⁰ FLOP)	학습 데이터 세트 크기 (10 ⁹ 토큰)	기업	출시일
GPT-1	언어	0.18	1	OpenAI	'18.06
GPT-2 (1.5B)	언어	19	11	OpenAI	'19.02
GPT-3 175B (davinci)	언어	3,100	370	OpenAI	'20.05
HyperCLOVA 204B	언어	2,000	560	NAVER	'21.09
LaMDA	언어	3,600	1,600	Google	'22.02
PaLM (540B)	언어	25,000	580	Google	'22.04
LLaMA-65B	언어	5,500	1,300	Meta AI	'23.02
GPT-4	멀티모달, 언어, 시각	210,000	4,900	OpenAI	'23.03
PaLM 2	언어	73,000	2,700	Google	'23.05
Llama 2-7B	언어	840	1,500	Meta AI	'23.07
Llama 2-70B	언어	8,100	2,000	Meta AI	'23.07
Amazon Titan	언어, 이미지 생성	48,000	4,000	Amazon	'23.09
Grok-1	언어	29,000	6,200	xAI	'23.11
Llama 3-70B	언어	79,000	15,000	Meta AI	'24.04
DeepSeek-V3	언어	34,000	15,000	DeepSeek	'24.12
Llama 4 Behemoth	멀티모달, 언어, 시각	520,000	30,000	Meta AI	'25.04
Kimi K2	언어	30,000	16,000	Moonshot	'25.07
gpt-oss-20b	언어	5,500	23,000	OpenAI	'25.08
gpt-oss-120b	언어	49,000	150,000	OpenAI	'25.08

자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

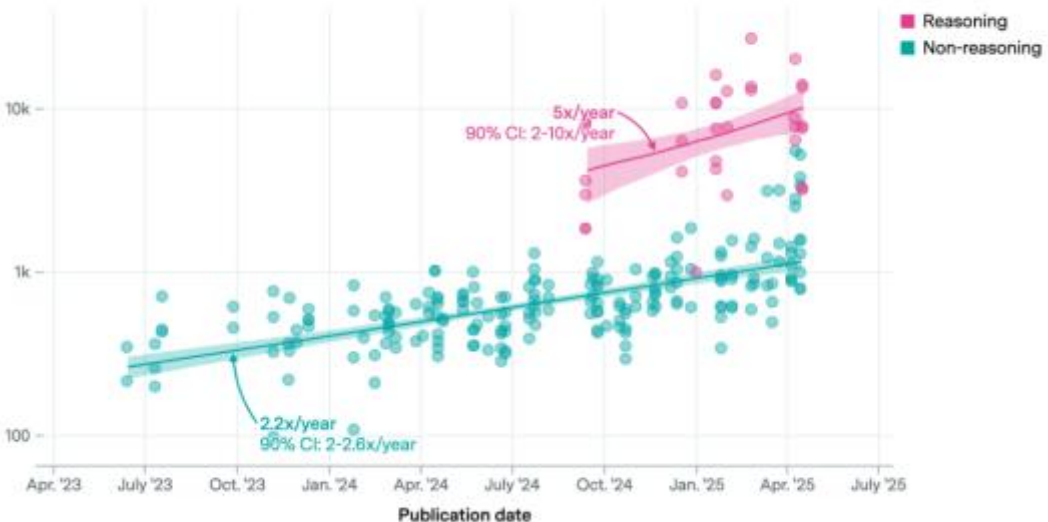
추론용 AI 데이터센터는 학습용보다 순간적으로 사용하는 전력이 더 적을 것으로 판단된다. 다만, **중장기적으로 AI 데이터센터의 확장을 만들 수 있는 요인**이다. 추론형의 경우 단일 작업에 대해서는 학습용보다 연산량이 적으나, 사람들이 사용하는 모델과 AI 에이전트 수가 증가하고, 사용빈도가 늘어날수록 연산량이 기하급수적으로 늘어날 수 있기 때문이다. 특히, 최근에는 단일 작업에 대한 연산도 증가하고 있다. 이는 모델이 내놓는 응답 길이가 증가하는 가운데, Reasoning 과 AI 에이전트의 개발까지 같이 나타나고 있기 때문이다. Reasoning 의 경우 단순 대답에서 벗어나 문제 해결을 위한 논리적 사고 과정을 의미한다. 기존 모델의 경우 기존 패턴을 바탕으로 바로 답변 토큰을 생성하는데 반해, Reasoning 의 경우 문제 해결을 위해 중간 계산/추론 연산이 추가되고, 이에 따라 내부 Reasoning 토큰을 추가로 생성한다. **Epoch AI에 따르면 질문에 대한 결과값의 평균 토큰량이 Non-Reasoning은 연 2.2 배씩 증가하며, Reasoning 은 연 5 배씩 증가하는 것으로 나타났다. 특히, Reasoning 의 경우 평균적으로 Non-Reasoning 대비 8배 더 많은 토큰을 사용하는 것으로 나타났다.** AI Agent 의 경우 이런 Reasoning 을 통한 결과값을 여러 번 시행하여 모델을 여러 번 호출하면서, 더욱 더 많은 연산을 필요로 한다. 결국 현재 초기단계인 AI Agent 시장이 확대된다면 수요가 기하급수적으로 늘어날 수 있고, 이에 따른 추론용 AI 데이터센터 수요도 크게 증가할 수 있다. '25 년 Epoch AI 의 연구 결과나, Neo Cloud 업체들의 발언을 보더라도 Token 당 cost 는 감소하고 있으며, 이로 인한 AI Agent 의 서비스는 확대되고 있는 것으로 파악된다.

LLM 대답 결과에 따른 토큰 생산량- Non-reasoning의 경우 연 2.2배, Reasoning의 경우 연 5배 증가

LLM responses to benchmark questions are getting longer over time

Benchmarks include GPQA Diamond, MATH Level 5, and OTIS Mock AIME 2024-2025

Average output tokens per question



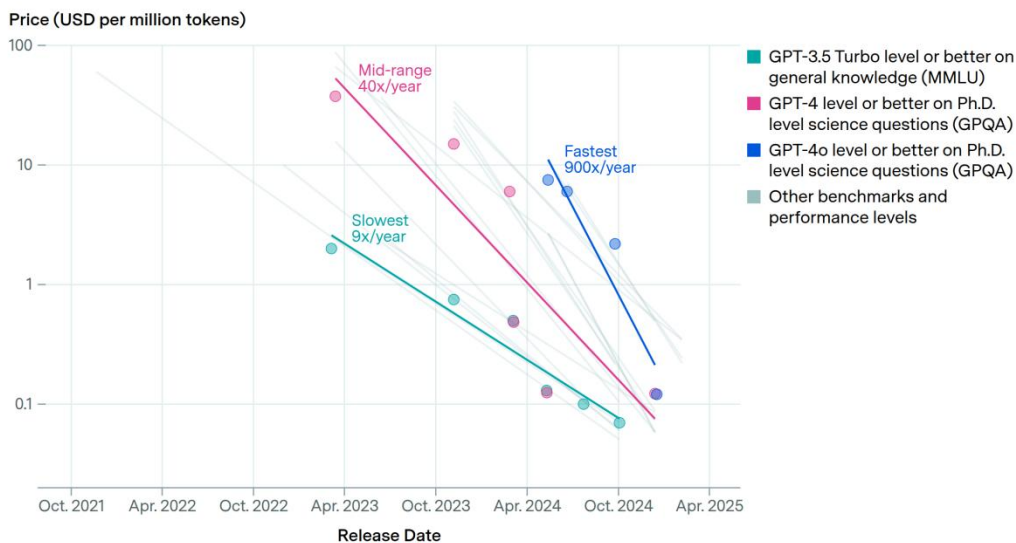
EPOCH AI | CC-BY

epoch.ai

자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

LLM 추론에 따른 토큰 사용당 가격 추이 - 빠른 속도로 감소 중

LLM inference prices have fallen 9x to 900x/year, depending on the task



Data source: Epoch AI, Artificial Analysis

EPOCH AI | CC-BY

epoch.ai

자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

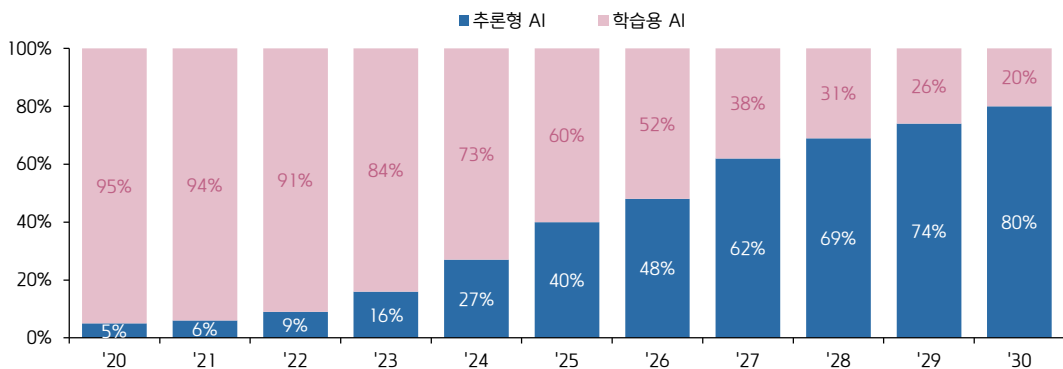
이러한 점들을 고려 시 글로벌하게 AI 데이터센터의 수요는 지속적으로 증가할 가능성이 높다고 판단된다. 아직은 학습용 AI 데이터센터와 추론용 AI 데이터센터를 구분지어 건설하고 있지는 않으나, 점차 초반에는 대규모 학습용 AI 데이터센터 중심으로 확대하면서, 중장기적으로 중규모 추론용 AI 데이터센터가 여러 지역에서 건설될 것으로 전망된다. 학습용 AI 데이터센터의 경우 개별 데이터센터 클러스터가 분산되기는 어려우나, 상대적으로 물리적인 거리에선 비교적 자유롭기 때문에, 디밸로퍼 입장에서선 전력 공급이 용이하고 토지 값이 저렴한 지역에 짓는 것이 유리하다. 추론형의 경우 사용자와의 거리가 가까울수록 유리하나 개별 데이터센터가 일정수준 분산되어도 학습용 대비 전력 사용량에선 자유롭다고 할 수 있다. Iron Mountain 과 Structure Research 는 '23 년부터 '30 년까지 추론형 AI IT Load 는 연평균 79%의 성장을, 학습용 AI 데이터센터는 25.4% 성장을 전망하고 있다.

학습용 AI 데이터센터 VS 추론용 AI 데이터센터

구분	학습용 AI 데이터센터	추론용 AI 데이터센터
기능	대규모 AI 모델 개발 및 개선	학습된 모델을 생산에 사용하여 결과를 생산
스케일	초대형(100MW~1GW+)	중대형(5~100MW)
Latency	그렇게 중요하지 않음	중요함(50 ms)
렉 밀도	60~160 kW/rack	12~60 kW/rack
연결성	적은 연결 화선과 중형 대역폭	여러 연결 화선과 넓은 대역폭
수요(CAGR)	25%로 안정적	79%로 성장
DC 개수	수십 개	수백 개
위치	전력이 풍부한 외딴 곳	최종 고객과 가까운 곳

자료: Iron Mountain, Structure Research, 키움증권 리서치센터

글로벌 AI 데이터센터 IT Load 용량 비중 전망- 추론형 AI가 '27년 학습용을 넘어 '30년 80% 차지할 전망



자료: Structure Research, 키움증권 리서치센터

2) 기존 데이터센터와 AI데이터센터의 차이

기존 데이터센터와 AI 데이터센터에는 큰 차이가 있다. 기존 데이터센터들은 대부분 CSP 업체들의 데이터센터로 이들은 대부분 CPU 서버가 메인이다. 용도 또한 데이터 저장·전송·클라우드 서비스 제공이었다. 다만, **AI 데이터센터**의 경우 병렬연산이 더 중요해짐에 따라 **대규모 GPU/TPU 배치가 필요해진 상황**이며, 대규모 연산/토론 생성이 주요 용도이다. GPU/TPU 가 대규모로 배치하며, 이들을 하나의 컴퓨팅 시스템처럼 사용하기 때문에 당연히 **Rack 밀도(kW/Rack)가 증가할 수밖에 없다**. 과거 데이터센터의 경우 Rack 밀도는 5~10kW/Rack 수준이었으나, CSP 업체들의 서비스가 확장됨에 따라 이후에는 10~30kW/Rack 까지 많게는 50kW/Rack 증가하게되었다. 그러나 AI 데이터센터의 경우 최소 30kW/Rack 부터 시작하며 현재까지의 AI 최적화된 데이터센터의 경우 40kW/Rack~60+kW/Rack 으로 파악된다. 또한 비교적 최신 모델인 GB200 NVL72(2H24 출시), GB300 NVL72(2H25 출시)의 경우 120~140+kW/Rack 까지 증가하는 모습을 보이고 있다.

랙 밀도의 변화

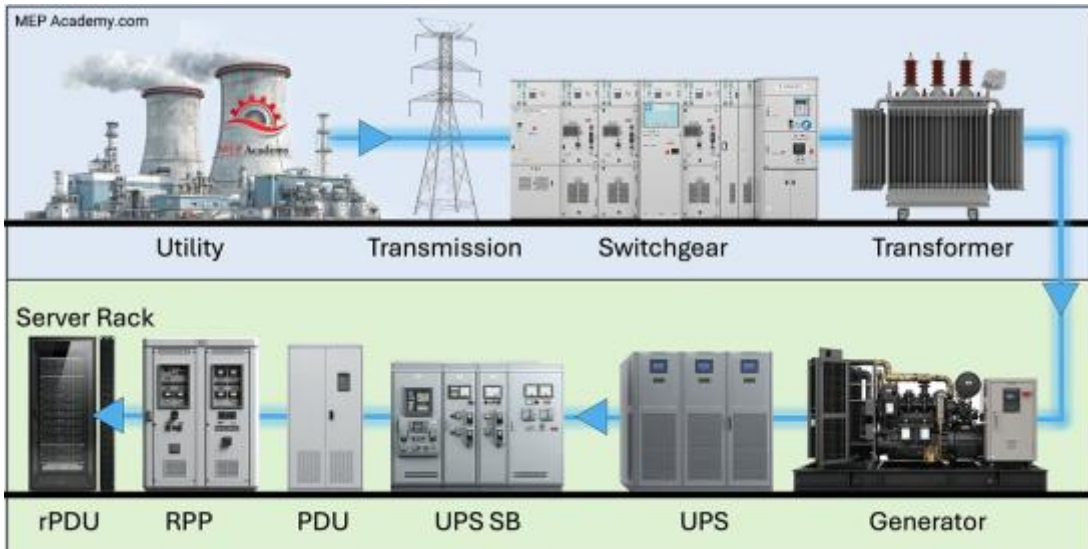


자료: Schneider Electric, 키움증권 리서치센터

이렇게 랙밀도가 증가함에 따라 데이터센터 내부 주요 MEP 기자재들도 더 정교하고 고급화된 설비들이 들어가게 되며, 작업량 자체도 늘어나게 된다. 기본적으로 AI 데이터센터는 과거 ~100MW 규모의 데이터센터 대비 200MW~GW 급으로 확대되면서 내부 MEP 콘텐츠 자체가 증가하는 모습이 보인다. 전기 부문에선 AI 데이터센터는 랙 밀도가 높아짐에 따라 전력 부하가 심하기 때문에 고사양 UPS, 스위치기어가 필요하고, PDU(Power Distribution Unit), Busway(혹은 Busduct), 케이블 등도 랙 밀도 증가로 내부 콘텐츠(구리 등)의 증가나 고사양 설비가 필요하다. 기계 부문은 전기 부문보다 더 큰 증가를 보일 것으로 판단된다. 특히, 이는 냉각 시설이 더 업그레이드되기 때문이다. 과거 CSP 데이터센터의 경우는 대부분 CRAH/CRAC(Computer Room Air Handler/Computer Room Air Conditioner) 등의 공기냉각(공랭식)을 사용했다. 다만, 랙 밀도가 증가함에 따라, 단순 공기냉각을 통해 발열을 잡기 어려워졌으며, 랙과 칩에 더 가까운 냉각 장치가 필요해졌다. 이에 따라 나온 방식이 수랭식 냉각이다. 랙과 칩에 가깝게 냉각수를 흘려보내 열을 흡수하는 D2C(Direct-to-Chip) 방식으로, 기존 공랭식 장치 외에도 Cold Plate 나 CDU(Coolant Distribution Unit), Cooling Pipe, Secondary loop 용 펌프 등 신규 냉각 설비가 추가된다. 이로 인해 기존 기계 장치들의 고사양화 외에도 추가적인 기자재가 들어가며 AI 데이터센터 내에서 기계 부문의 콘텐츠가 더 크게 증가할 수 있다.

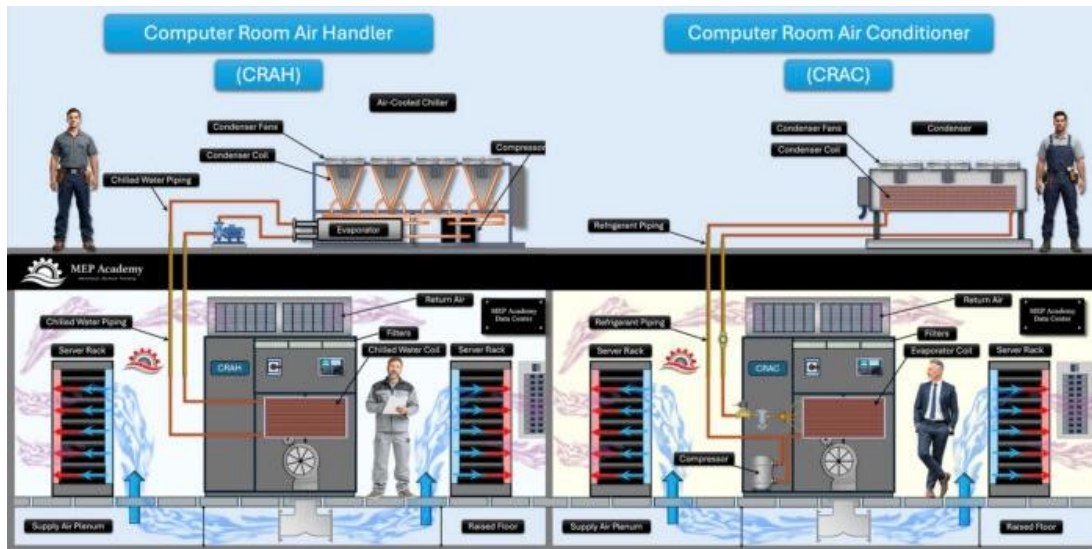
미국 전기&기계 EPC 업체인 Comfort Systems USA 도 데이터센터 면적당 수행 작업 범위가 데이터센터 밀도 증가로 3~4 배 더 많아졌다고 이야기하고 있다는 점에서 전반적인 MEP 공사 자체가 늘어나고 있음을 확인할 수 있다. 또 다른 미국 전기&기계 EPC 전문업체인 Emcor 는 Dollar 콘텐츠가 데이터센터에서 1.3~1.5 배 늘어날 수 있으며, 기계의 경우 그 보다 더 높은 상승률도 가능할 것으로 예상하고 있다. 평균적으로 AI 데이터센터 내의 MEP 공사는 기존 50~60% 수준에서 60~70% 정도로 10%p 증가할 것으로 보이며, 이로 인해 AI 데이터센터는 일반적인 데이터센터 공사보다 동일 수전용량 대비 더 높은 공사비가 발생할 것으로 전망된다.

데이터센터 내부 전기 시스템 - AI데이터센터의 경우 대부분의 장치가 고사양, 고밀도화 필요



자료: MEP Academy, 키움증권 리서치센터

공랭식 냉각 방식인 CRAH 냉각, CRAC 냉각 차이



자료: MEP Academy, 키움증권 리서치센터

AI 데이터센터 Cold Plate 예시



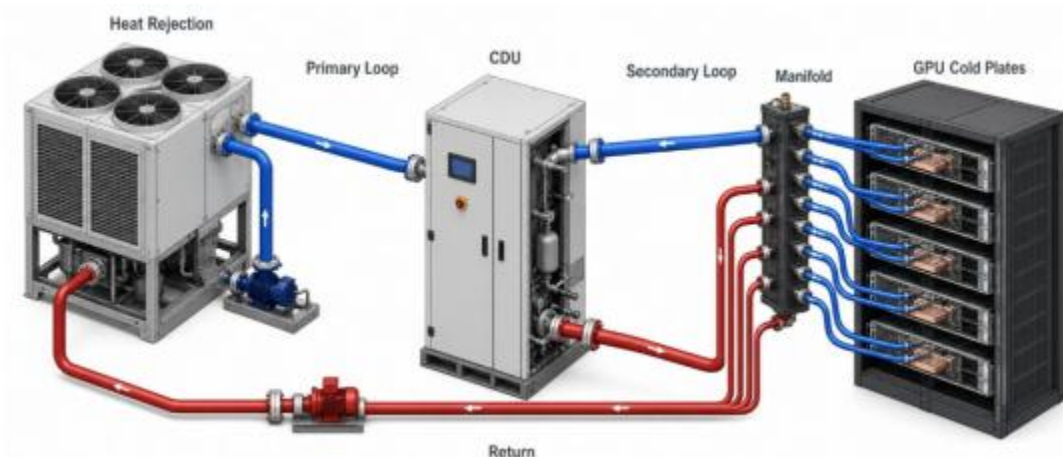
자료: Eaton, 키움증권 리서치

AI 데이터센터 액침냉각 예시



자료: GS칼텍스, 키움증권 리서치

AI 데이터센터 D2C(Direct to Chip) 예시 - CDU, Secondary Loop, Cold Plates 등 신규 기계 설비 필요



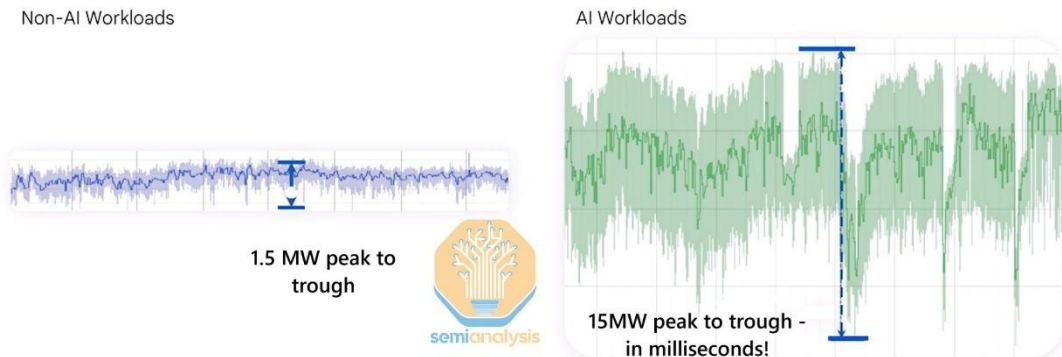
자료: Alekvs, 키움증권 리서치센터

외부 시설에 있어서도 추가적인 요소들이 존재한다. 먼저 **AI 데이터센터의 전력 공급 안전성을 위해 데이터센터 클러스터에 직접 발전시설을 붙이는 경우가 생겼다.** 특히 미국의 경우 셰일 혁명 이후 천연가스의 가격이 비교적 저렴하게 유지되었다는 점과 출력조정의 용이함으로 **가스 발전을 중심으로 발전시설이 확대되는 모습**을 보이고 있다. 대표적인 예시로 Stargate의 Abilene 데이터센터에선 300MW 규모의 On-site 천연가스 터빈이 건설되었다. 메타의 경우 Prometheus 데이터센터 캠퍼스 내에 200MW 천연가스 발전 시설을 건설 후 추가로 200MW 발전소도 건설 중이다. 그 외 Google의 Goodnight 데이터센터 프로젝트나, xAI의 Colossus, Microsoft의 Project Kilby 모두 가스 발전을 건설할 예정이다.

또한, 미국에선 **지난 3월 트럼프 정부는 빅테크 업체들로 하여금 AI 데이터센터를 지을 때마다 자체 전력 공급 시설을 건설하거나, 발전 설비를 임대 또는 구매해 전력을 직접 조달하도록 '요금 납부자 보호 서약'을 진행했다.** 이에 맞춰 Meta는 5GW 데이터센터 클러스터 규모의 Hyperion을 위해 5.2GW 규모 신규 천연가스 7곳의 건설을 추진하고 있다. 이처럼 향후 AI 데이터센터 건설과 함께 발전 시설 건설이 늘어날 것으로 판단된다.

AI 데이터센터의 경우 빠른 부하 변동으로 인해 추가적인 발전원 확보 외에도 BESS 연결도 필요하다. AI 데이터센터의 부하 변동에는 부하가 급증하는 경우와 급감하는 경우가 있다. 부하가 급증하는 경우 전력 공급대비 소비전력이 많아짐에 따라 주파수와 전압이 낮아지며, 발전기 감속에 따라 보호를 위해 발전기 강제 차단이 나타나거나 주요 전력기기들의 고장으로 이어질 수 있다. 반대로 부하가 급감하는 경우 발전량이 급증함에 따라 주파수와 전압이 올라가게 되며, 설비 손상이나 주변 AI 데이터센터들의 계통 이탈이 연쇄적으로 나타날 수 있다. '24년 7월, '25년 2월 버지니아주에서 각각 1.5GW, 1.8GW의 부하가 일시적으로 이탈 사건이 있었고, '26년 7월에는 송전선로 고장으로 인해 1차적으로 2.97GW의 부하 감소 이후 추가로 1.1GW의 데이터센터들이 추가로 예비 발전으로 전환되며 총 3.8GW의 부하 감소가 일시적으로 나타났었다. PJM은 이후 발전소 출력을 즉각 낮추고 무효전력 자원을 투입해 9분만에 정상적인 수준으로 균형을 맞추었다. 위와 같은 사례에서 보듯 AI 데이터센터의 경우 부하 변동 폭이 크기 때문에 BESS를 통한 충·방전 시스템을 갖출 필요가 있다. xAI의 Colossus AI 데이터센터가 현재 이러한 부하에 대응하기 위해 Tesla Megapack 168대를 설치했으며, 다른 AI 데이터센터들 또한 PJM과 같은 전력시장·계통 운영기관의 전력 계통 연결 승인을 위해 BESS 시스템을 확대할 것으로 판단된다.

클라우드 데이터센터와 AI 데이터센터 간의 부하 변동 차이 - AI 데이터센터가 10배 정도 큰 모습



자료: semianalysis, 키움증권 리서치센터

가스 발전과 데이터센터가 합쳐진 현장 모습



자료: Economic Times, 키움증권 리서치

BESS와 데이터센터가 합쳐진 현장 모습



자료: nextbigfuture, 키움증권 리서치

II. 국내 AI데이터센터 수요 점검

>>> 대부분의 수요를 차지할 하이퍼스케일러와 네오클라우드

1) AI데이터센터의 수요, 어디까지 늘어날 수 있을까?

국내 AI 데이터센터의 수요를 보기 전, 먼저 주요 프론티어 AI 모델들의 학습/추론에 대한 데이터센터 IT 용량 수요를 먼저 가늠해볼 필요가 있다. 학습의 경우 학습에 필요한 총 연산량(FLOP)이 있을 것이며, 연산을 위해선 전력을 사용하여 하드웨어를 가동해야한다. **학습에 필요한 총 연산량이 정해져있다면, 전력은 하드웨어의 에너지 효율과 학습기간에 의해 결정된다.** 하드웨어의 에너지 효율이 높을수록 동일한 연산량을 더 적은 하드웨어로 처리하여 적은 전력이 소요되며, 동일한 연산량을 더 짧은 기간에 처리하려면 더 많은 하드웨어가 필요하여 더 많은 전력이 소요되기 때문이다. 또한, 총 연산량이 많을수록 동일한 시간과 하드웨어 효율에서는 더 많은 전력이 필요하다. 이를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{학습 전력}_t \propto \left(\frac{\text{학습에 필요한 총 연산량}_t}{\text{하드웨어 효율}_t * \text{학습기간}_t} \right)$$

위에 식에 값을 대입하면 AI 데이터센터에 대한 대략적인 수요를 구할 수 있다. 예를 들어, 연간 총 연산량이 4 배 증가하고, 학습기간이 26%, 효율 개선이 40%로 가정할 시 학습 전력은 $4/(1.26*1.4)$ 로 연간 약 2.27 배씩 상승하는 것으로 구할 수 있다.

Epoch AI 에 따르면 '18 년 이후 AI 모델 학습을 위한 총 연산량(FLOP)은 연간 4.2 배씩 늘었고, '30 년까지 이런 추세가 이어질 것으로 전망하고 있다. 다만, 이런 가정은 일부 공격적인 측면이 있다. 과거 추이를 볼 시 동일한 언어 모델 퍼포먼스에 필요한 연산량은 8 개월마다 절반씩 줄었다. 그럼에도 AI 모델을 학습시키는 기업들은 오히려 모델 퍼포먼스를 늘리기 위해 학습기간을 늘리거나, 더 많은 GPU 를 구매하여 컴퓨팅 용량을 확대하면서 연산량을 4 배씩 늘려온 것이다. 이는 과거 대비 데이터센터의 용량이 부담스럽지 않은 수준의 크기였고, 메모리를 포함한 다른 데이터센터 공급 부족이 덜했던 시기였기 때문에 가능했을 것이다. 다만, 현재는 데이터센터의 공급망이 탕이트한 만큼 과거와 마찬가지로 연산량을 공격적으로 늘리기 어려울 것으로 보인다. 오히려 알고리즘을 통한 효율성 개선과 학습 데이터 필터링, 합성 데이터 사용(Synthetic Data) 혹은 MoE 활용 등 아키텍처 효율화, Distillation 등 학습 방법 효율화에 더 초점을 맞출 수 있다.

동기간 연간 학습기간은 26% 씩 증가하였고, '25 년 초에 출시된 Grok 3, GPT 4.5, Claude 4(OPUS)의 경우 약 90~150 일 동안 학습을 한 것으로 파악된다. 다만, 이는 어느정도 한계에 도달한 것으로 보인다. '25 년 기준 모델 학습에 100 일이 걸린다고 가정할 시 매년 26%씩 늘어나면 '30 년까지는 총 320 일이 걸린다. 최근 모델들은 약 9 개월에서 1 년정도의 텀을 두고 신규 모델을 내놓고 있는데, 학습기간만 7 개월 이상이 늘어난다면 다음 모델 출시에 1 년 6 개월 이상의 기간이 걸리게 되는 것이다. 현재 주요 AI 모델 업체들은 서로끼리의 경쟁도 있으나, 중국과의 경쟁도 있어 이렇게 신규 모델 출시가 지연될 경우 경쟁에서 밀릴 수 있기 때문에 최대한 사용 전력을 늘려 학습 기간을 줄일 요인이 더 크다고 판단된다. Epoch AI 또한 이로 인해 **향후 학습 기간은 '30 년까지 연간 10~20% 증가에 그칠 것으로 전망**하고 있으며 10% 씩 늘어날 시 약 161 일, 20%씩 늘어날 시 약 249 일의 학습 기간이 소요된다.

학습기간 변화 가정에 따른 학습일

변화율 (일/yr))	'25	'26	'27	'28	'29	'30
1.1x	100	110	121	133	146	161
1.15x	100	115	132	152	175	201
1.2x	100	120	144	173	207	249
1.26x	100	126	159	200	252	318

자료: 키움증권 리서치센터

하드웨어 에너지 효율은 연간 25~40% 개선되었다. Epoch AI 는 연간 총 연산량 증가 추세가 '30 년까지는 이어질 것으로 전망하고 있다. 다만, 이 또한 어느정도 추가적으로 개선될 수 있는 여지가 있다. 과거 하드웨어의 효율은 GPU, 메모리, 네트워크 칩 등 각각에 대한 에너지 효율성 개선으로 계산이 되었으나, 최근에는 이 모든것들이 랙 스케일 규모로 에너지 효율성을 개선하는 방향으로 넘어가고 있다. 또한, 하드웨어가 FP32-FP16 이 아니라 FP8-FP4 과 같은 저정밀 연산을 지원하면서 동일 전력으로 처리하는 연산량이 증가하고 있기 때문이다.

이런 점들을 고려하여 각 변수마다 시나리오별로 구분을 해보면 연간 학습용 AI 데이터센터 전력에 대한 증가량을 구할 수 있다. Base 시나리오로는 **총 연산량은 4.2 배 이하인 3.5 배, 학습기간은 연간 15%('30 년 기준 약 200 일 학습), 하드웨어 에너지 효율은 40%씩 증가하는 것으로 볼 시, 연간 2.17 배씩 학습용 AI 데이터센터 전력이 증가하며, '30 년엔 1 개 모델당 약 4.9GW 의 학습용 AI 데이터센터 전력이 필요할 것으로 판단**된다.

'26~'30년 3개 변수 변화에 따른 프론티어 모델 연간 전력 용량 증가율 계수

(x/yr)		학습 기간 증가율(x/yr)								
		1.2			1.15			1.1		
		하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)		
		1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26
총 학습 연산량 증가율 (x/yr)	3	1.60	1.79	1.98	1.67	1.86	2.07	1.75	1.95	2.16
	3.5	1.87	2.08	2.31	1.95	2.17	2.42	2.04	2.27	2.53
	4.2	2.24	2.50	2.78	2.34	2.61	2.90	2.45	2.73	3.03
	5	2.67	2.98	3.31	2.79	3.11	3.45	2.91	3.25	3.61

자료: 키움증권 리서치센터

프론티어 모델 1개에 대한 2030년 학습용 AI 데이터센터 전력 용량 예상치('25년 100MW 가정)

(x/yr, GW)		학습 기간 증가율(x/yr)								
		1.2			1.15			1.1		
		하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)		
		1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26
총 학습 연산량 증가율 (x/yr)	3	1.1	1.8	3.1	1.3	2.2	3.8	1.6	2.8	4.8
	3.5	2.3	3.9	6.6	2.8	4.9	8.2	3.5	6.1	10.3
	4.2	5.7	9.8	16.5	7.0	12.1	20.5	8.8	15.1	25.6
	5	13.6	23.4	39.5	16.8	28.9	48.9	21.0	36.1	61.1

자료: 키움증권 리서치센터

이는 단순히 1 개 모델에 대한 학습용 AI 데이터센터의 전력(IT Load 기준)에 대해서만 계산한 수치이다. 서로 다른 모델이라 할지라도 같은 회사의 모델의 경우 AI 데이터센터를 공유하여 사용한다. 이를 고려하여 글로벌에서 사용하는 주요 프론티어 AI 모델은 Anthropic 의 Claude, Open AI 의 GPT, Google 의 Gemini, xAI 의 Grok, Meta 의 LLaMA 5 개로 나누어볼 수 있다. 중국 모델들은 편의상 제외했으며, 위 모델들을 제외하더라도 랩 실 규모에서 사용하거나, 다른 LLM 모델이 존재할 것이기 때문에 위 표의 수치보다 약 5 배 이상의 학습용 AI 데이터센터 수요가 있을 것으로 판단된다.

또한, 학습용 AI 데이터센터 외에 추론용 AI 데이터센터 전력의 수요도 살펴볼 필요가 있다. 리서치 기관마다 차이를 보이고 있으나, Epoch AI 의 경우 약 60~80%의 컴퓨팅 수요가 추론형에서 나온다고 보고 있고, 이런 추세가 '30 년까지 이어질 것으로 전망한다. Epoch 는 학습이 더 잘 된 모델을 사용할수록 이에 따른 추론 과정에서의 전력 사용에 대한 이익이 있기 때문에 학습용의 비중이 줄지 않고 유지될 것으로 보고 있다. Iron Mountain 의 경우 '25 년에는 40% 뿐인 추론형 AI 데이터센터 IT load 비중이 '30 년 80%까지 증가할 것으로 보고 있다. 이는 앞서 이야기한 Reasoning 에 따른 추론 시 추가 전력 사용과 AI Agent 의 발달로 인한 AI 활용 증가에 따른 영향이다. JLL 은 향후 추론의 Workload 비중이 9%에서 37%로 늘어나고 학습은 14%에서 13%로 전통적인 데이터센터 Workload 는 77%에서 50%로 감소할 것으로 보고 있다. 이들을 고려시 '30 년엔 AI 데이터센터 전력 중 학습용이 20~30% 수준, 추론형이 70~80%정도 차지할 것으로 전망되며, 앞선 학습용 AI 데이터센터 전력 용량을 통해 추론용 AI 데이터센터 용량도 추정해볼 수 있다.

프론티어 모델 1개에 대한 2030년 추론용 AI 데이터센터 전력 용량 예상치

(x/yr, GW)		학습 기간 증가율(x/yr)								
		1.2			1.15			1.1		
		하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)		
		1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26
총 학습 연산량 증가율 (x/yr)	3	2.5	4.2	7.2	3.1	5.2	8.9	3.8	6.5	11.1
	3.5	5.3	9.2	15.5	6.6	11.3	19.2	8.2	14.1	24.0
	4.2	13.3	22.8	38.6	16.4	28.2	47.7	20.5	35.2	59.6
	5	31.7	54.5	92.3	39.2	67.4	114.2	49.0	84.2	142.6

자료: 키움증권 리서치센터

결론적으로 Base 시나리오인 총 학습 연산량 증가율 연간 3.5 배, 연간 학습 기간 증가율 15%, 하드웨어 에너지 효율 증가 연간 40%를 고려 시 1 개 모델당 4.9GW 의 학습용 AI 데이터센터 전력 용량이 필요할 것으로 전망된다. 주요 프론티어 AI 모델은 5 개로 이들 학습용 AI 데이터센터 수요는 24.5GW 이며, '30 년 추론용 AI 데이터센터와 학습용 AI 데이터센터의 비중을 각각 70%, 30%씩 고려 시 총 80.9GW 의 AI 데이터센터 전력 수요가 발생할 것으로 전망된다.

프론티어 모델 5개에 대한 2030년 AI 데이터센터 전력 용량(IT Load 기준) 예상치

(x/yr, GW)		학습 기간 증가율(x/yr)								
		1.2			1.15			1.1		
		하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)			하드웨어 에너지 효율 증가(x/yr)		
		1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26	1.56	1.4	1.26
총 학습 연산량 증가율 (x/yr)	3	17.6	30.3	51.3	21.8	37.4	63.4	27.2	46.8	79.2
	3.5	38.1	65.4	110.8	47.1	80.9	137.0	58.8	101.1	171.1
	4.2	94.7	162.8	275.6	117.2	201.4	341.0	146.4	251.5	425.9
	5	226.6	389.2	659.1	280.3	481.5	815.4	350.0	601.3	1018.3

자료: 키움증권 리서치센터

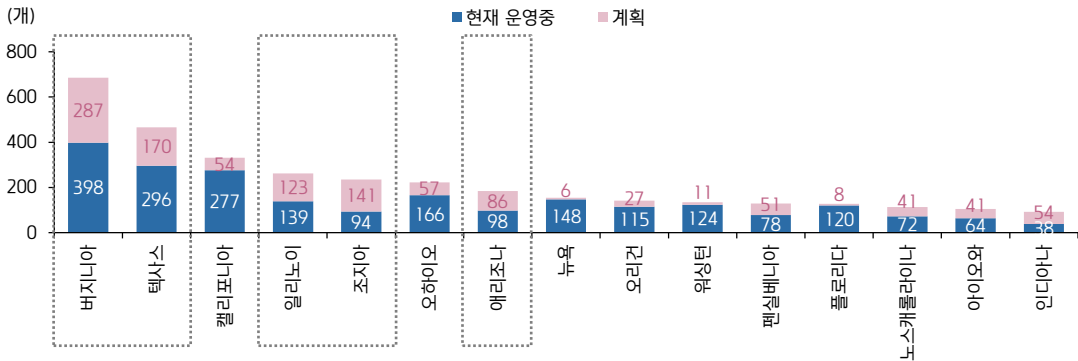
현재 '30 년까지 발표된 AI 데이터센터의 건설 예정 전력 용량은 총 34.5GW 수준이며, 미국이 이중 31.7GW 를 차지한다. 위의 Base 시나리오와 비교 시 여전히 빅테크를 포함한 네오클라우드 업체들의 수요를 맞추기에는 공급이 여전히 부족한 수준으로 판단된다. 결국 이런 높은 데이터센터의 수요로 인해 현재 빅테크 및 네오클라우드 업체들은 더 빠른 공급이 가능한 지역에서 AI 데이터센터를 확보할 것으로 전망된다.

2) 미국 데이터센터 인허가 현황 및 주민들 반발

현재는 데이터센터의 수요가 공급을 크게 앞지를 것으로 전망되는 가운데, 미국에서 AI 데이터센터를 짓는 데 있어 몇 가지 문제가 있어 보인다. 이는 크게 **1) 미국인들의 AI 데이터센터에 대한 반감이 늘어나면서 인허가가 어려워지는 점, 2) 미국의 데이터센터 공급을 위한 전력 부족** 두 가지로 나눌 수 있다.

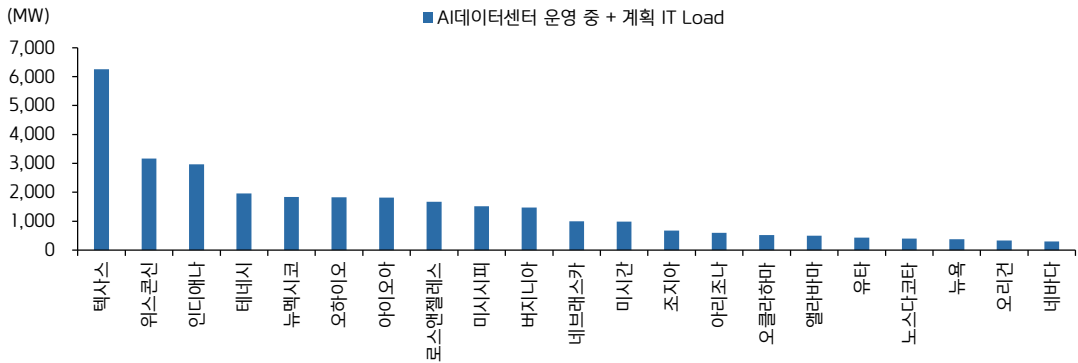
미국 주별 계획중인 데이터센터의 상위 5 개 지역은 버지니아(287 개), 텍사스(170 개), 조지아(141 개), 일리노이(123 개), 애리조나(86 개) 순으로 많은 상황이다. 특히, AI 데이터센터의 경우 텍사스가 현재 가장 건설 활동이 활발한 지역으로 판단된다.

미국 주별 운영중인 데이터센터와 계획된 데이터센터 수



자료: Pew Research, 키움증권 리서치센터

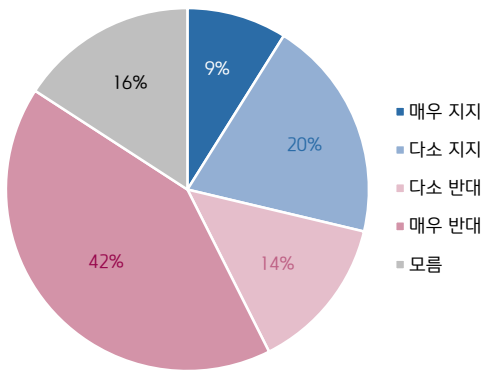
'30년까지 주별 AI데이터센터 운영중 및 계획 IT Load



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

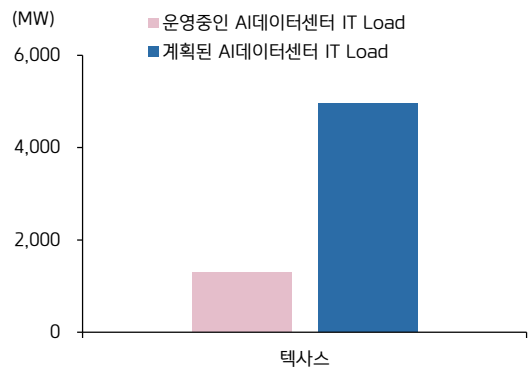
텍사스의 경우 기존에는 제조업 공장과 더불어 데이터센터 유치에 적극적인 모습을 보여왔다. 다만, 점차 주민들의 반대가 심해지면서 주지사도 문제해결에 나서고 있는 상황이다. '26 년 6 월 실시한 조사에 따르면 약 29%만이 텍사스주 데이터센터 건설을 지지하며, 56%가 반대하였다. 특히, 민주당 지지자들뿐만 아니라 공화당 지지자들의 44%까지 데이터센터 건설에 반대하는 의견을 갖고 있었다는 점이 고무적이다. 이들은 데이터센터의 물·전력 소비에 있어서 부정적인 의견을 내비쳤다. 현재 데이터센터가 자신이 필요한 전력 인프라 비용을 사실상 전액 부담하게끔 조치하고 있으며, 주민들에게 비용 전가가 되지 않도록 규제를 강화하고 있다. 또한, 단계적으로 기존 데이터센터 세제 인센티브 축소와 폐지를 검토중에 있는 상황이다. 이 외에도 Abbott 주지사는 EROCT 와 PUC 에 현재 계통접속을 추진중인 모든 데이터센터 프로젝트를 전면 검사하라고 명령했으며, 프로젝트 진행을 늦추고 있는 상황이다.

텍사스주 데이터센터 건설 지지 여부



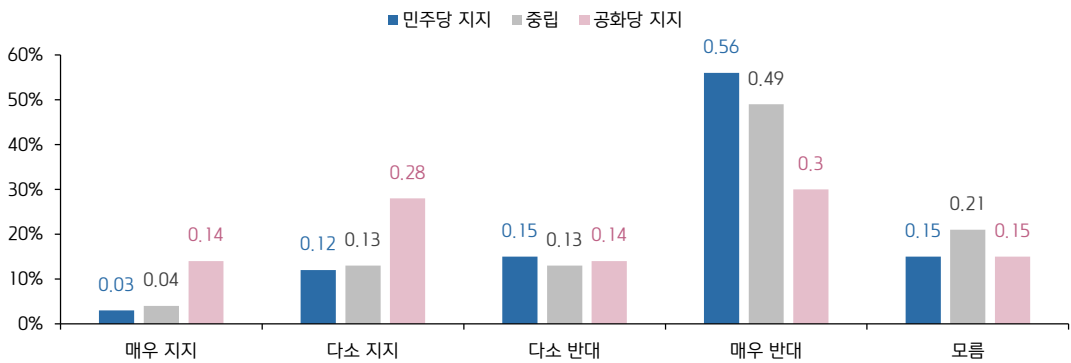
자료: Texas Politics, 키움증권 리서치

텍사스 내 AI 데이터센터 운영/계획 IT Load



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치

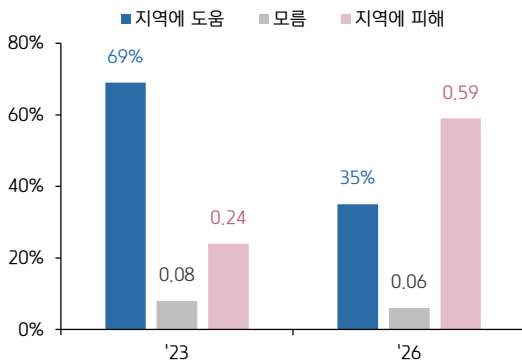
지지정당별 텍사스주 데이터센터 건설 지지 여부



자료: Texas Politics, 키움증권 리서치센터

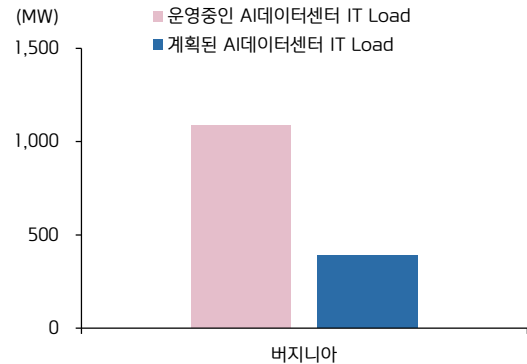
버지니아의 경우도 비슷하다. 과거에는 대체로 데이터센터에 대한 우호적인 시각을 갖고 있었으나, 현재는 부정적인 의견이 늘어나고 있다. 버지니아주 또한 전기요금 인상이 가장 큰 우려 사항으로 지적되고 있으며, Dominion의 경우 '40년까지 일반 가정 고객이 부담하는 발전송전 비용이 약 월 \$14~37 증가할 수 있다고 전망한다. 게다가 버지니아주는 AI 데이터센터의 계통 이탈에 대한 이슈가 반복적으로 나타난주로서 전력망 운영 기업인 PJM은 이에 따라 Ride-Through(전압이 다소 감소하더라도 데이터센터의 작동이 중단되지 않는 것)를 의무화시켰고, 필요 시 강제적인 사용량 경감 조치를 내릴 수 있도록 규제할 계획이다. 또한, 주정부는 올해 7월 1일부터 데이터센터 전기 소비세를 도입하고 있으며, kWh 당 1.1 센트의 세금을 부여하고 있다(연간 세수 6억 달러 한도). 그럼에도 7월 데이터센터에 대한 주민 의견에선 72%가 데이터센터에 대한 세제 혜택을 반대하고, 81%가 전력 수요 증가에 따른 추가 비용 부담을 찬성하고 있는 상황이다.

버지니아 데이터센터 건설 지지 여부



자료: The Washington Post, 키움증권 리서치

버지니아 내 AI 데이터센터 운영/계획 IT Load

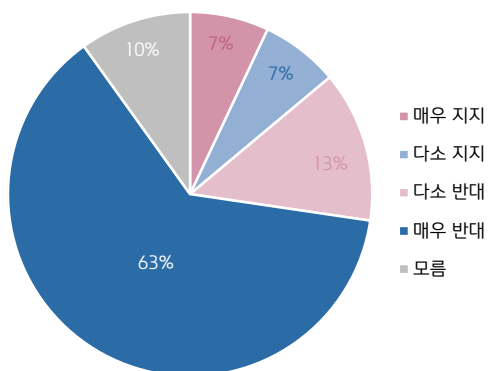


자료: Epoch AI, 키움증권 리서치

그 외 지역들인 조지아, 일리노이, 애리조나 모두 주민들의 데이터센터 반대 의견이 급증하고 있는 상황이다. 대부분 대규모 전기 사용에 대한 전기비 증가에 대한 우려를 표하고 있으며, 용수 공급에 따른 물 사용 부담이 주요 요인으로 작용하고 있다. 조지아의 경우 토지 용도 규정(zoning regulations)을 강화하면서 신규 데이터센터 허가 승인을 늦추고, 세제혜택을 폐지하는 법안이 발의되었다. 일리노이 또한 데이터센터 개발자로 하여금 전력 규모에 맞춰 사전 보증금을 제공하고 인프라 비용이 기존 소비자에게 넘어가지 못하도록 규제하기 시작했다. **결국 인허가와 주민들의 반발을 신규 데이터센터 건설에 대한 비용을 늘리면서, 미국내 공급에 제한을 줄 수 있는 요인으로 판단된다.** 특히 AI 데이터센터의 경우 더 많은 전력과 용수를 사용함에 따라 건설의 어려움이 더 심해질 수 있다고 판단된다. 데이터센터 건설 밸류체인에서 토지 개발을 Sterlings Infrastructure는 과거 대비 인허가 절차가 복잡해짐에 따라 **과거 몇 주 단위의 인허가 기간이 지역에 따라 3~5 개월까지 확대되고 있다며, 인허가 등 초기 준비 과정도 데이터센터 확대 지역의 주요 요인으로 지목했다.**

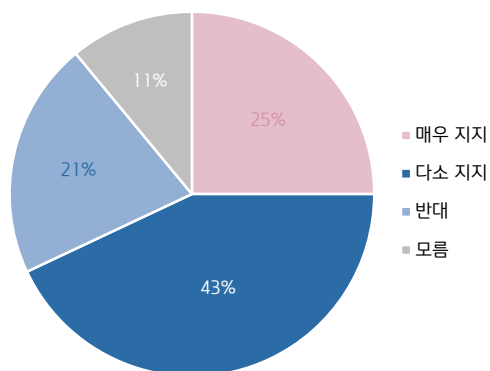
또 주목할 부분은 **민주당뿐만 아닌 공화당 지지들도 대체로 규제에 찬성하는 사람들이 많다.** 따라서, 단순 중간선거까지 이런 이슈가 지속되는 것이 아닌 중간 선거 이후에도 **중장기적으로 신규 데이터센터 건설에 대한 어려움을 만들 수 있는 요인으로 판단된다.**

조지아 데이터센터 건설 지지 여부



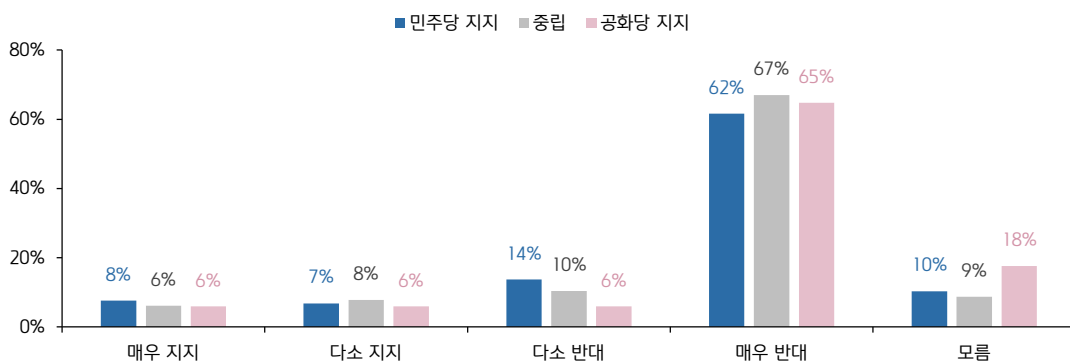
자료: AJC, 키움증권 리서치

일리노이 데이터센터 건설 규제 지지여부



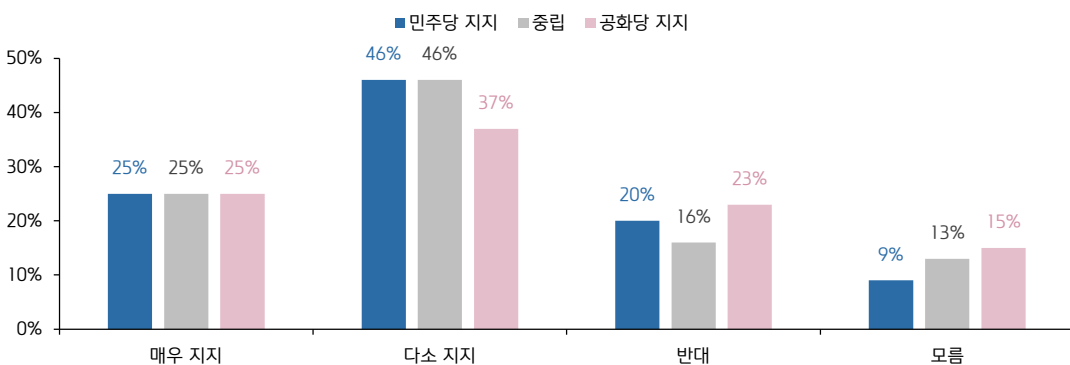
자료: Illinoiscleanjobs, 키움증권 리서치

조지아 지지정당별 데이터센터 건설 지지 여부



자료: AJC, 키움증권 리서치센터

일리노이 지지정당별 데이터센터 건설 규제 지지여부

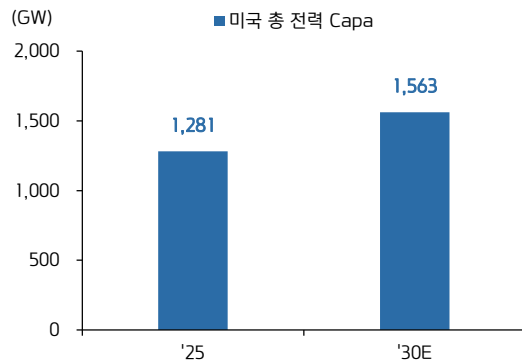


자료: Illinoiscleanjobs, 키움증권 리서치센터

3) 미국 데이터센터 확대를 위한 전력 부족

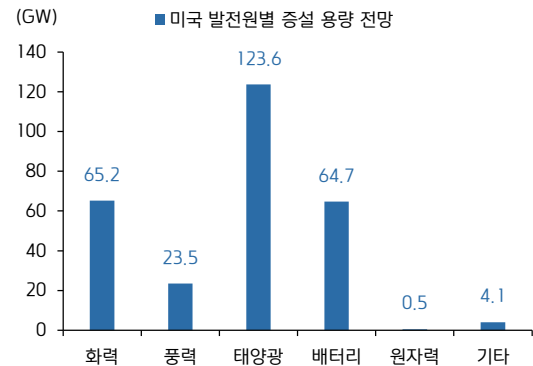
현재 미국의 경우 '25 년 말 기준 1,281GW 의 전력 Capa 를 보유하고 있는 가운데, '30 년까지 총 281.6GW 를 추가 확보할 계획이다. 이 중 약 43.9%는 태양광(123.6GW), 8.4%(23.5GW)는 풍력으로 구성되어있으며, 연계된 배터리 용량 64.7GW 도 같이 포함되어있다. 대부분의 배터리 용량이 데이터센터에 사용된다고 할 시 약 134.4GW 는 상대적으로 안정적으로 전력을 공급할 수 있어 향후 늘어나는 데이터센터 수요에 대응할 수 있는 수준으로 판단된다.

미국 총 전력 Capa



자료: IEA, 카움증권 리서치

'30년까지 미국 발전원별 증설 용량 전망

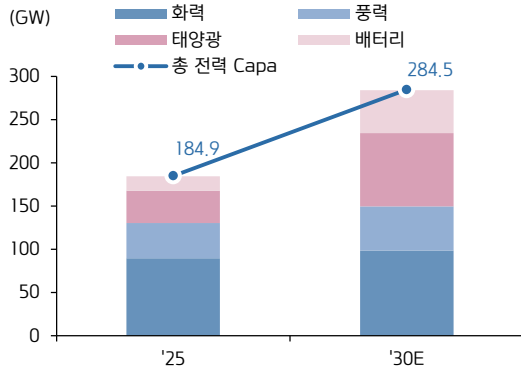


자료: IEA, 카움증권 리서치

다만, 미국의 전력망은 국가 전체가 연결되어있지 않고, 지역별로 전력망 운영 사업자를 따로 두고 있다. 따라서 개별 지역에 대한 전력 부족이 없는지 봐야한다. 지금으로서는 **텍사스와 PJM 의 관할 구역이 어느정도 전력 부족에 대한 리스크가 있다고 판단된다.**

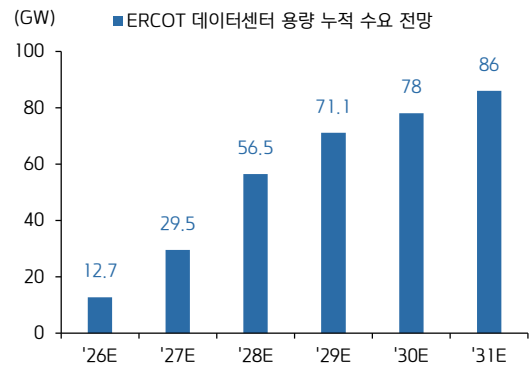
텍사스 지역의 경우, '25 년말 기준 약 184.9GW 의 전력 Capa 를 보유한 가운데 현재 약 474GW 의 대형 부하 전력 연결 신청이 나온 상황이다. 이 중 데이터센터는 약 420GW 수준을 차지하고 있는 것으로 알려져 있다. 물론 인허가 절차와 중복 신청 등으로 전체 420GW 가 모두 연결되는 것은 약 10% 정도만 현실화되더라도 현재 전력 Capa 대비 약 22% 수준을 차지한다. 특히, 텍사스 전력 184.9GW 중 태양광은 37.4GW, 풍력은 40.7GW 수준으로 184.9GW 가 모두 24 시간 안정적으로 지원이 가능한 것은 아니다. 현재 Peak 수요는 약 91GW 수준으로 알려져 있으며 만약 앞서 이야기한 420GW 중 10% 만 현실화될 시 Peak 수요는 약 46% 늘어날 수 있다. 현재 **ERCOT 가 제시한 데이터센터 수요 전망은 '30 년까지 78GW 가 늘어나는 것으로 제시**하고 있는 만큼 추가적인 발전 시설의 확대가 없다면 충분히 전력이 부족할 수 있는 상황이다.

텍사스 지역 전력 Capa 전망



자료: ERCOT, 키움증권 리서치

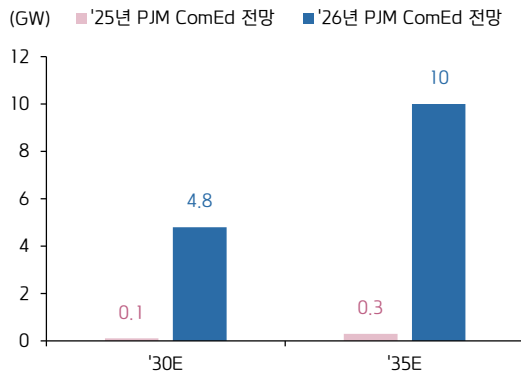
텍사스 지역 데이터센터 용량 누적 수요 전망



자료: ERCOT, 키움증권 리서치

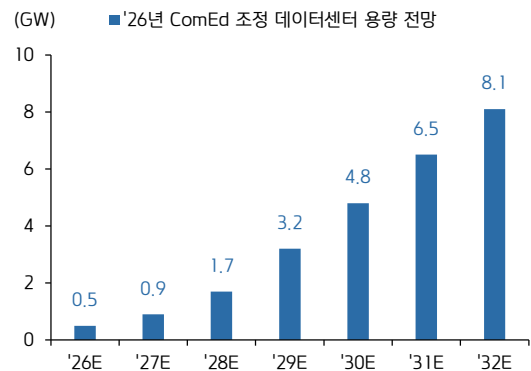
PJM 은 현재 버지니아, 일리노이, 등을 포함한 미국 동부 및 중서부 13 개 주와 워싱턴 D.C 의 전력망을 관리하고 있다. 이 중 일리노이는 '24 년 기준 발전설비 46.3GW, 연간 발전량은 185.0TWh 를 기록하고 있으며, 이중 약 133.2TWh 만 최종소비하고 나머지는 수출하는 주요 순수출주이다. 다만, 일리노이의 ComEd(시카고 및 북부 일리노이 지역)에 현재 75 개의 대형 부하 파이프라인(총 28GW) 신청이 들어온 상황이며, 이는 Active 파이프라인으로 불확실한 단계의 프로젝트는 제외된 것으로 파악된다. ComEd 의 Peak 수요가 약 20GW 수준인 것에 비해 거의 2 배 수준이 증가하는 것이다. 또한, 현재 PJM 의 '30 년 조정 데이터센터 수요는 '25 년 전망 0.1GW 에서 '26 년 4.8GW 로 급등했다.

일리노이 지역 데이터센터 용량 전망 변화



자료: PJM, 키움증권 리서치

연도별 일리노이 지역 데이터센터 용량 전망

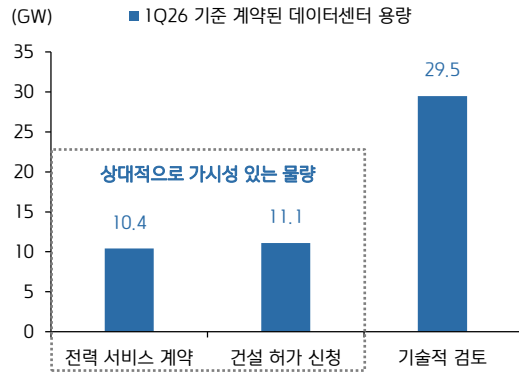


자료: PJM, 키움증권 리서치

PJM 이 관리하는 주 중 버지니아의 경우 약 70GW 의 대형 부하 신청이 있으며, 버지니아주 북부에 신청이 몰려있는 상황이다. 북부 버지니아의 경우 Dominion 이 주요 전력 공급을 하는 가운데, Dominion 에 따르면 이 중 10.4GW 가 이미 전력 서비스 협정을 체결했고, 11.1GW 는 건설 허가 신청, 29.5GW 는 기술적 검토를 신청한 상황으로 약 51GW 가 어느정도 가시성을 보인 상황이다. 현재 데이터센터 용량은 약 4~5GW 로 추정되며 진척이 상당한 전력 서비스 협정 체결 물량과 건설 허가 신청 물량만 고려하더라도 약 20GW 이상의 추가 전력이 필요한 상황이다. 현재 Dominion 의 발전 Capa 는 '24 년 기준 약 19.7GW 이며, 남은 물량은 PJM 을 통해서 조달하고 있는 것으로 보인다.

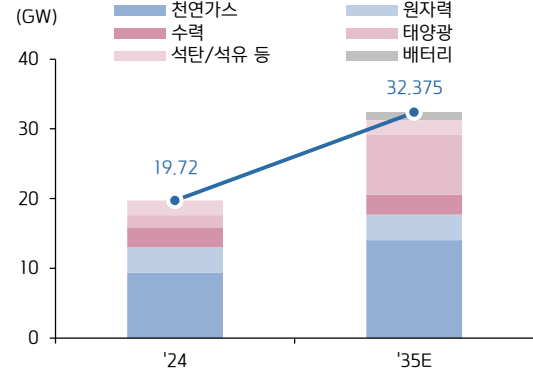
다만, PJM 이 관리하는 주들 가운데 순수출주인 일리노이의 사례를 볼 시, 이전 순수출을 하고 있던 주들 내에서도 전력 수요가 크게 증가하고 있는 상황인 만큼 점차 주 자체적으로, 혹은 데이터센터 자체적으로 큰 규모의 발전 시설을 보유할 필요가 있다. Dominion 도 현재 '39 년까지 태양광 11.4GW, 풍력 3.4GW, 배터리 2GW, 천연가스 8.5GW 를 확보할 예정이다. 다만 '30 년부터 점차적으로 전력 Capa 를 확대해나갈 예정이기 때문에, 단기간 데이터센터 증가에 따른 전력 부족이 나타날 수 있다. 결론적으로 일부 주들의 경우 데이터센터 신청 허가대비 전력이 부족한 경우가 많다고 판단되며, 이는 데이터센터가 늘어나는데 있어 장애요인으로 작용하고 있다.

버지니아주 계약된 데이터센터 용량



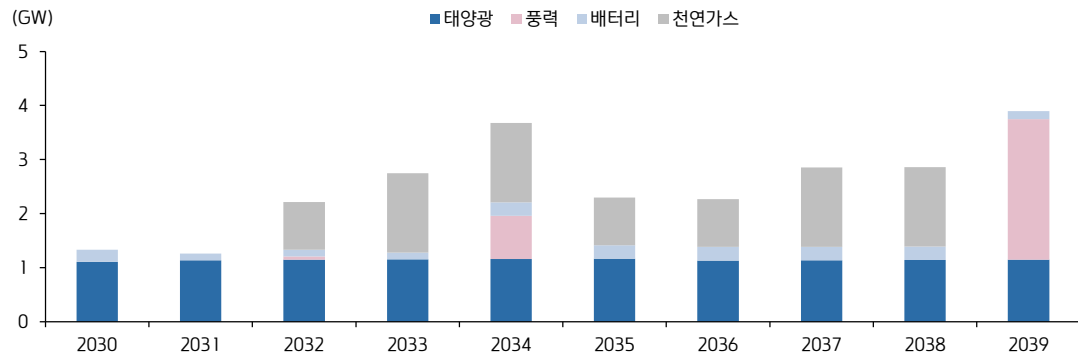
자료: Dominion, 키움증권 리서치

Dominion 전력 Capa 전망



자료: Dominion, 키움증권 리서치

Dominion 전력 Capa 확장 계획- '30년 이후부터 확장



자료: Dominion, 키움증권 리서치센터

>>> 한국 AI데이터센터 임차인 수요 충분할 것

앞서 수요의 Base 시나리오상 AI 데이터센터는 80.9GW 수준으로 현재 미국에서 '30년까지 건설 예정인 수치 31.7GW와 비교 시 추가적인 AI 데이터센터 건설에 대한 수요는 여전히 많을 것으로 기대된다. 글로벌 건설 예정 규모도 '30년까지 34.9GW 수준으로 **국내 AI 데이터센터를 짓더라도 그 이상의 수요가 있다고 판단된다.** **현재 정부와 기업들의 AI 데이터센터 건설 예정규모는 '31년까지 약 10GW에 그칠 것으로 파악된다.**

국내 주요 그룹/기업의 AI데이터센터 구축 계획

회사명	목표 용량(MW)	비고
SKT	5,000	울산 등 영남권 2GW, 서남권 1GW 등, '35년까지는 총 15GW 추진 계획
KT	1,000	'26년부터 향후 5년간 1GW 규모 AIDC 구축 예정
LG U+	800	파주 AIDC 1H27 200MW 규모 전산 1동 개소 후 2·3·4동 추가 구축 예정
네이버	1,000	각 세종 '27년 55MW, '28년 200MW 확장 후 장기 GW급 구축 목표
삼성 SDS	800+	'29년 230MW, '31년 800MW 이상 확대 계획
NHN	70+	'27년까지 최소 30MW 규모 AI DC 추가 확보 계획
GS	2,400	'29년 동해 데이터센터 1.2GW 구축 후 동해 혹은 당진에 1.2GW 추가 구축 예정
현대자동차	~200	새만금 AI 데이터센터 '27년 착공, 5조원 투자
쿠방	100	100MW AIDC 용량 인력 채용 중
신세계	250	'26년 3월 리플렉션 AI와 국내 250MW 규모 데이터센터 사업 진출 발표

자료: 언론기사 종합, 키움증권 리서치센터

정부 3대 메가 프로젝트 중 AI데이터센터 중장기 계획

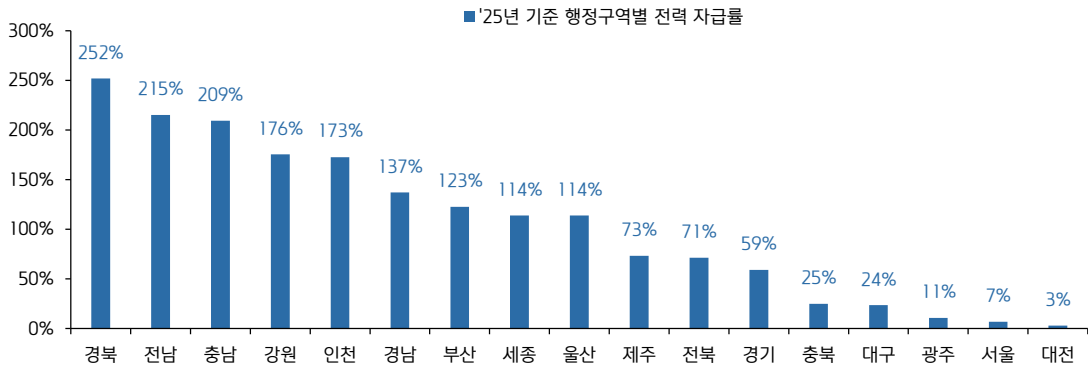


자료: 산업통상부, 키움증권 리서치센터

결국 미국에서의 인허가 문제와 데이터센터 건설 자원 부족으로 하이퍼스케일러들과 네오클라우드 업체들은 데이터센터 건설에 어려움을 겪고 있다. 따라서, 이를 지원해줄 수 있는 다른 나라들에 추가적인 데이터센터를 짓는 수요가 클 것으로 전망된다. 현재 한국 정부의 경우 AI 데이터센터에 대한 의지가 강하며, 지자체들 또한 AI 데이터센터에 유치에 대한 반감이 없는 상태이다. 이는 미국과 달리 건설 인허가에 대한 리스크를 줄여준다. 또한, 주요 지방들의 경우 대체적으로 높은 전력 자급률을 갖고 있다. 특히, 지방에서 수도권으로의 송배전망 설비가 부족함에 따라 가동률이 낮은 발전소들을 활용해 추가 전력 조달이 가능하다는 점도 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체들에겐 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 국내 반도체 공장을 포함한 제조업 시설 확충과 AI 데이터센터 구축을 위해선 추가적인 발전소 건설이 불가피하나, 국내에선 이런 발전 시설 확대에 맞추어 건설할 수 있는 시공사들이 국내에는 다수 존재한다. 마지막으로 국내의 경우 반도체 공급망과 서버에 들어가는 주요 IT 부품 밸류체인을 보유하고 있다는 점이 또다른 레버리지로 작용할 수 있다고 판단된다.

이런 점들을 제외하더라도, 중장기적으로 국내의 제조업·제약·의료 등의 산업 데이터와 소버린 데이터 등의 활용을 위해서 하이퍼스케일러들은 국내에 들어올 유인이 충분히 존재한다. 특히, 점차 산업에서 AI의 활용도가 늘어남에 따라 국내에서만 접근가능하거나, 국내 제조업·제약업체에게 더 나은 서비스를 제공하기 위해선 국내 AI 데이터센터와 맞춤형 기업 솔루션을 제공하는 것이 글로벌 소프트웨어 기업들에게도 하나의 기회 요인이 될 수 있다.

'25년 기준 행정구역별 전력 자급률 - 지방엔 전력 자원이 풍부한 상황



자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터

III. 발전/유틸리티: 변화의 시기

>>> 국내 발전 산업 성장 가속화

전력 수요 전망치 상향은 불가피

국내 전력 수요 전망치의 추가 상향을 예상한다. 향후 5~10년간 반도체 팹, 데이터센터 등 고부하 전력 수요처들이 급증할 것으로 예상되기 때문이다. 전력 수요 전망치 상향은 2030~2035년 구간에 가장 가파를 전망이다. 먼저 반도체 팹 건설은 기존에 계획됐던 일정이 앞당겨지고, 호남에 신규 팹 건설 계획이 발표됐다. 삼성전자와 SK하이닉스는 용인 반도체 클러스터 완공 시점을 각각 7년, 12년씩 앞당겼다. 호남 반도체 팹도 2030년을 전후로 가동 시작을 목표하고 있다. 용인 반도체 팹 10기와 호남 반도체 팹 4기를 합산한 전력 수요는 약 22GW에 육박할 전망이다. 데이터센터 투자 규모도 전보다 대폭 확대된다. 3대 메가프로젝트에서 제시된 국내 AI 데이터센터 구축 목표는 2029년 8.4GW, 2035년까지 누적 15GW이다.

11차 전력수급기본계획에서는 연도별 최대 전력 수요를 2030년 118GW, 2036년 138GW로 전망했다. 11차 전력수급기본계획 이후 새롭게 추가된 반도체, 데이터센터 전력 수요를 반영할 경우, 2030년 최대 전력 수요는 약 15GW, 2036년에는 약 18GW가 상향될 것으로 추정한다. 기존 전망치 대비 각각 13%씩 상향되는 셈이다. 전력계통 소비량(TWh) 기준 수요로 계산해도 비슷한 결과가 확인된다. 2030년 전력 수요량은 83.5TWh, 2036년에는 98.3TWh가 더 늘어날 전망이며, 기존 전망치 대비 13~14% 상향된다. 신규 반도체 팹, 데이터센터 이용률은 각각 83%, 50%로 가정했다.

최대 전력(GW) 수요 전망

구분	실제/모형 수요	추가 수요	기존 전망 ①	신규 반도체 ②	신규 데이터센터 ③	중분 ②+③	신규 전망 ①+②+③
2025	96.0						
2030E	112.3	5.7	118.0	6.2	8.8	15.0	133.0
2036E	124.5	13.8	138.3	6.2	12.2	18.4	156.7

자료: 키움증권 리서치센터

전력계통 소비량(TWh) 기준 수요 전망

구분	실제/모형 수요	추가 수요	기존 전망 ①	신규 반도체 ②	신규 데이터센터 ③	중분 ②+③	신규 전망 ①+②+③
2025	549.4						
2030E	596.6	28.7	625.3	44.9	38.6	83.5	708.8
2036E	642.5	65.3	707.8	44.9	53.4	98.3	806.1

자료: 키움증권 리서치센터

주: 신규 반도체 팹 이용률 83%, 데이터센터 이용률 50% 가정

전망치 상향 중 신규 데이터센터가 기여하는 부분은 2030년 8.8GW, 2036년 12.2GW로 추정한다. 국내 주요 기업들의 데이터센터 증설 계획을 합산한 수치에서 11차 전력수급기본계획에 반영된 데이터센터 전력 수요 증분을 차감하는 방식으로 계산했다. 현재 시점까지 발표된 국내 주요 기업들의 데이터센터 증설 용량을 합산하면 2030년 10.9GW, 2035년 14.3GW다. 11차 전기본에는 데이터센터 전력 수요 증가분이 각각 2.1GW씩 반영되어 있었다.

주요 기업별 데이터센터 증설 계획

구분	운영 용량 (MW)			증설 용량 (MW)	
	현재	2030E	2036E	2030E	2036E
SK(SK텔레콤)	137	5,000	15,000	4,863	10,000
GS	0	2,400	2,400	2,400	0
Naver	90	600	1,000	510	400
KT	163	500	1,160	337	660
삼성SDS	110	250	800	140	550
LG유플러스	165	600	600	435	0
현대차그룹	0	100	500	100	400
SGC에너지	0	60	300	60	240
NHN	30	60	60	30	0
합계				10,905	14,285

자료: 각 사, 언론 종합, 키움증권 리서치센터

데이터센터 최대 전력(GW) 수요 전망

구분	2025	2030E	2036E
11차 전기본 수요 전망 ①	1.2	3.3	5.4
기존 수요 증분 ②	0.6	2.1	2.1
11차 전기본 이후 추가 수요 ③		10.9	14.3
신규 수요 증분 ③-②		8.8	12.2
데이터센터 최종 수요 ①+③-②		12.1	17.6

자료: 키움증권 리서치센터

데이터센터 전력계통 소비량(TWh) 전망

구분	2025	2030E	2036E
11차 전기본 전력 수요량 전망 ①	8.2	18.0	26.4
기존 수요량 증분	3.2	9.8	8.4
기존 이용률 가정	78%	62%	56%
신규 데이터센터 전력 수요량 ¹⁾ ②		38.6	53.4
데이터센터 최종 수요량 ①+②		56.6	79.8

자료: 키움증권 리서치센터

주 1): 신규 데이터센터 이용률 50% 가정

전망치 상향 중 반도체 팹 증설이 기여하는 부분은 2030년과 2036년 각각 6.2GW로 추정한다. 이는 11차 전력수급기본계획에 기 반영된 반도체향 전력 수요 대비 2030년과 2036년에 각각 팹 4기씩이 더 가동된다는 가정을 새롭게 반영한 수치다. 11차 전력수급기본계획에서는 반도체 전력 수요가 2030년까지 3.5GW(팹 2~3개), 2036년까지 4.9GW(팹 3~4개) 확대된다고 가정했다. 11차 전기본 이후 발표된 호남 신규 팹 4기 건설과 용인 반도체 클러스터 증설 가속화를 고려하여, 반도체향 전력 추가 수요를 계산했다.

반도체 산업 최대 전력(GW) 수요 전망

구분	2025	2030E	2036E
11차 전기본 수요 전망 ①	5.6	9.1	14.0
기존 수요 증분	1.5	3.5	4.9
11차 전기본 이후 팹 추가 건설(기)		4	4
신규 수요 증분 ②		6.2	6.2
반도체 최종 수요 ①+②		15.3	20.2

자료: 키움증권 리서치센터

주: 반도체 팹 1기당 1.5~1.6GW 가정

반도체 산업 전력계통 소비량(TWh) 전망

구분	2025	2030E	2036E
11차 전기본 전력 수요량 전망 ①	41.7	65.3	99.5
기존 수요량 증분	10.2	23.6	34.2
기존 이용률 가정	85%	82%	81%
신규 반도체 전력 수요량 ¹⁾ ②		44.9	44.9
반도체 최종 수요량 ①+②		110.2	144.4

자료: 키움증권 리서치센터

주1): 신규 반도체 팹 이용률 83% 가정

물론 반도체, 데이터센터의 실제 투자 집행 여부와 속도는 산업 환경에 따라 언제든 달라질 수 있다. 반도체 팹은 업황에 따라 투자 속도를 조절할 수밖에 없고, 데이터센터 투자 역시 고객 확보, 인허가, 자금 조달 등 예측하기 어려운 변수들에 노출되어 있다. 다만 어느 때보다도 반도체와 데이터센터 수요가 빠르게 확대되는 가운데, 공급은 여전히 부족하다. 우호적인 영업 환경에 더해, 중앙정부의 적극적인 투자 의지와 정책 지원도 맞물리고 있다. 따라서 단기적으로는 발표된 계획과 유사한 속도로 투자가 집행될 가능성이 높다고 판단하며, 이로 인해 지금부터 5~10년 동안의 전력 수요 성장 속도가 가장 가파를 전망이다.

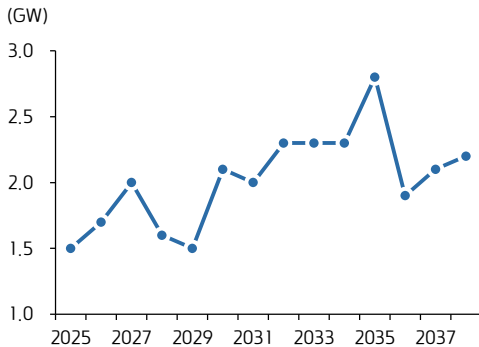
앞으로 10년이 가장 중요하다

2026년 8월 20일 12차 전력수급기본계획 전력 수요 재전망 결과가 발표됐다. 2040년 최대 전력 수요는 올해 4월 잠정안 대비 약 27GW 상향된 158~165GW로 제시됐다. 상향 폭의 대부분은 반도체와 데이터센터에서 기여했다. 메가프로젝트 등 대규모 투자 계획을 전망에 반영한 결과이다.

전력 수요 전망치 상향 자체보다도 전력 수요가 확대되는 시기에 보다 주목할 필요가 있다고 판단한다. 올해 8월 발표된 12차 전기본 전력 수요 재전망 결과, 2030년 최대 전력 수요 전망은 약 120GW이다. 2025년 최대 전력 수요 96GW 대비 24GW(+25%)만큼 전력 수요가 확대된다는 의미다. 당사는 반도체 및 데이터센터 투자가 계획대로 실현됐을 경우, 2030년 최대 전력 수요를 133GW로 전망했다. 12차 전기본 잠정안에 따르면, 2035년 최대 전력 수요 전망치는 약 150GW로 제시됐다. 당사 전망치도 약 157GW에 이른다. 지금부터 2035년까지가 전력 수요 성장이 가장 집중되는 구간임을 알 수 있다. 전망 기간 후반부에 전력 수요가 더 많이 증가했던 11차 전기본과 달라진 지점이다.

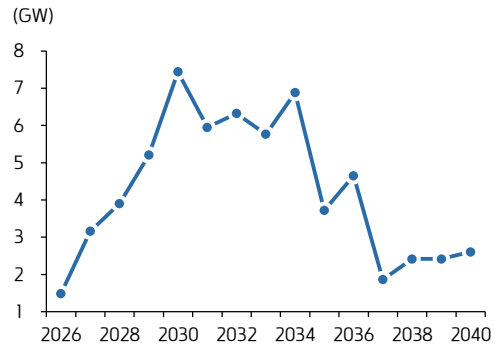
향후 10년 동안의 전력 수요를 뒷받침할 수 있는 신규 발전원으로는 재생에너지와 복합화력발전이 가장 유력해 보인다. 그런데 재생에너지는 이미 2030년 100GW, 2035년 150GW라는 다소 공격적인 보급 목표가 설정되어 있다. 따라서 이번 12차 전력수급기본계획에서는 신규 대형원전, SMR 추가 설치와 함께, 복합화력발전 설비 계획도 전보다 추가 상향될 것으로 기대한다.

11차 전기본: 연도별 전력 수요 증분



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

12차 전기본(잠정): 연도별 전력 수요 증분



자료: 기후에너지환경부, 키움증권 리서치센터

기존 계획보다 더 필요한 발전소

당사가 추정한 2030년 최대 전력 수요는 133GW다. 전력 설비 예비율 22% 적용 시, 2030년 필요 발전 용량은 162GW이다. 11차 전력수급기본계획에서 제시한 2030년 발전 실효 용량 목표는 137GW였다. 이후 발표된 1차 재생에너지 기본 계획에선 2030년 국내 재생에너지 설치량 목표를 100GW로 제시했다. 이를 실효 용량으로 환산할 필요가 있는데, 피크 기여도 14%를 적용해 14GW로 계산했다. 위 2가지 계획을 종합하면, 2030년까지 확보 예정인 발전 실효 용량은 약 141GW가 된다. 2030년 필요 발전 용량을 달성하기 위해서는, 현재 계획보다 약 21GW가 더 필요한 셈이다. 2035년 필요 발전량 역시 동일한 방법으로 계산해보면, 기존 계획에 더해 신규로 약 36GW가 추가돼야 한다.

당사 추정치 대신 12차 전기본 잠정 전력 수요 전망을 반영하면, 2030년 필요 발전 용량은 약 146GW로 계산된다. 이는 2030년 발전 용량 기존 목표치에 약 6GW만 추가되면 커버 가능한 수준이다. 다만 반도체 및 데이터센터 투자 계획이 상당 부분 실현된다고 가정할 경우, 2030년 약 120GW의 전력 수요 전망치는 다소 보수적이라고 생각한다. 2035년 말 필요 발전 용량은 183GW로, 약 28GW의 추가 발전 용량이 요구된다.

12차 전기본 잠정안과 당사 추정치를 종합적으로 감안했을 때, 2030년까지 추가로 필요한 발전 용량은 6~21GW, 2035년까지는 28~36GW로 추정해볼 수 있다.

기존 발전 용량(GW) 계획

구분	11차 전력수급기본계획		1차 재생에너지 기본 계획 반영	
	2030	2035	2030	2035
원전	28.9	32.4	28.9	32.4
석탄	31.3	27.7	31.3	27.7
LNG	58.8	64.7	58.8	64.7
재생에너지	9.9	12.4	14.0	19.5
신에너지	2.2	2.7	2.2	2.7
양수	5.2	7.9	5.2	7.9
기타	0.4	0.4	0.4	0.4
합계	136.7	148.2	140.8	155.3

자료: 산업통상자원부, 기후에너지환경부, 기후중권 리서치센터

주: 실효 용량 기준

주: 재생에너지 정격 용량 2030년 100GW, 2035년 150GW. 피크 기여도는 2030년 14%, 2035년 13% 적용

신규 필요 발전 용량(GW) 계산

구분	당사 전력 수요 추정치		12차 전기본 잠정안	
	2030	2035	2030	2035
요구 발전 용량 ¹⁾	162.3	191.2	146.4	183.0
기존 계획	140.8	155.3	140.8	155.3
신규 필요 발전 용량	21.5	35.9	5.6	27.7

자료: 기후중권 리서치센터

주 1): 전력 설비 예비율 22% 적용

앞으로 늘어날 전력 소비량을 감안했을 때에도, 기존 계획보다 더 많은 발전 용량이 필요할 전망이다. 당사 추정에 따르면 2030년까지 추가로 확대될 전력 소비량은 83.5TWh인데, 이를 가스 발전으로만 충당할 경우 24GW의 신규 가스(복합화력) 발전소가 필요할 예정이다. 가스(복합화력) 발전소 이용률은 40%로 가정했다.

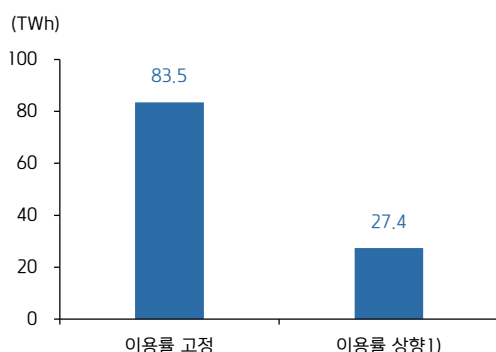
전력 수요 성장을 반영해 기존 계획(11차 전기본) 대비 2030년 원자력, LNG 발전소 이용률을 상향 조정시키면, 위 계산보다 추가로 필요한 발전소 용량은 줄어든 수 있다. 11차 전력수급기본계획상 2030년 원전 이용률은 81%, LNG 발전소 이용률은 31%로 설정되어 있다. 만약 원전 이용률을 85%, LNG 발전소 이용률을 40%로 상향하면, 전보다 발전량이 약 56TWh 늘어나게 된다. 나머지 부족한 전력 소비량을 모두 가스 발전으로 충당할 경우, 8GW 규모의 신규 가스(복합화력) 발전소가 필요하다.

2030년 원전, LNG 발전소 이용률 및 발전량

구분	11차 전력수급기본계획			이용률 상향		
	발전 설비 (GW)	이용률	발전량(TWh)	이용률	발전량(TWh)	발전량 증분
원전	28.9	81%	204.2	85%	215.2	11.0
LNG	58.8	31%	161.0	40%	206.0	45.0
합계			365.2		421.2	56.0

자료: 키움증권 리서치센터

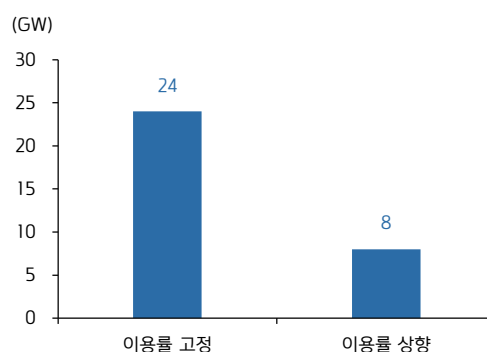
2030년 전력 소비량 순증



자료: 키움증권 리서치센터

주 1): 전력 소비량 증분-발전량 증분

2030년 필요 가스 발전소 용량



자료: 키움증권 리서치센터

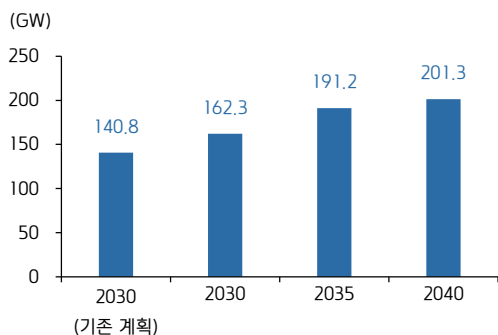
주: 가스(복합화력) 발전소 이용률 40%로 가정

가스(복합화력) 발전 전망치에 주목

단기간 내 급증하는 전력 수요에 대응하기 위한 선택지로서, 가스(복합화력) 발전의 필요성이 더욱 부각될 전망이다. 가스 발전은 반도체 팹과 데이터센터에 24시간 안정적으로 전력을 공급할 수 있는 발전원이면서, 건설 기간도 대형원전 대비 훨씬 짧기 때문이다. 또한 타 발전원 대비 상대적으로 부하 변동에 대응이 용이한 덕분에, 재생에너지의 간헐성을 보완해주는 역할도 수행할 수 있다. 기 계획된 재생에너지 보급 목표가 도전적이라는 점을 감안해보면, 향후 5~10년 동안 요구되는 추가 발전 용량의 상당 부분이 가스 발전을 통해 채워질 수밖에 없다는 결론에 도달하게 된다. 2035년까지 누적 19.5GW의 가스 발전 용량 확대가 예정되어 있는데, 현재 계획 대비 최소 50~100% 상향이 필요할 것으로 전망한다.

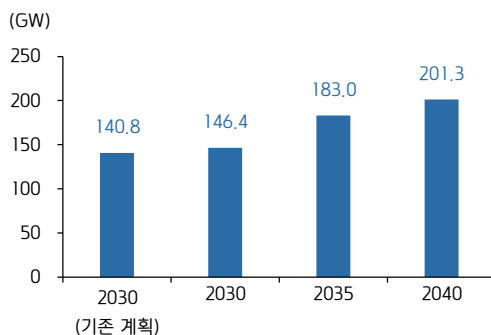
반면 원전의 경우 2035년까지는 기존 계획 이상의 추가 도입이 사실상 불가능해 보인다. 그럼에도 중장기 국내 전력 수요 성장세를 감안하면, 신규 대형원전 및 SMR 도입 확대는 불가피할 전망이다. 2036년 이후에도 10GW 이상의 신규 발전 용량이 요구되는 만큼, 대형원전 4~6기 및 SMR 추가 배치 등이 필요할 것으로 예상한다. SMR은 2035년 이전에 추가 도입될 가능성도 열려 있다. i-SMR 초기 배치 규모를 확대하거나, 해외에서 먼저 상업운전에 성공한 외산 SMR의 국내 도입도 선택지가 될 수 있다. 다만 아직까지 국내에선 SMR 검증 레코드가 부족하고 인허가 및 관련 규제도 미비하다. 따라서 12차 전기기본에는 외산 SMR의 국내 도입 등이 반영되기는 어려워 보인다. 하지만 부족한 전력 공급을 해소할 수 있는 대안으로서 추후 선택될 여지는 충분하다고 판단한다.

연도별 요구 발전 용량 (당사 추정치 기준)



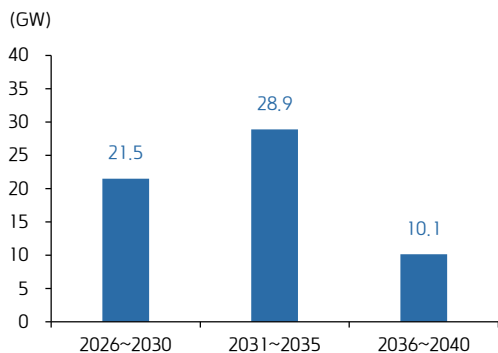
자료: 키움증권 리서치센터

연도별 요구 발전 용량 (12차 전기본 잠정)



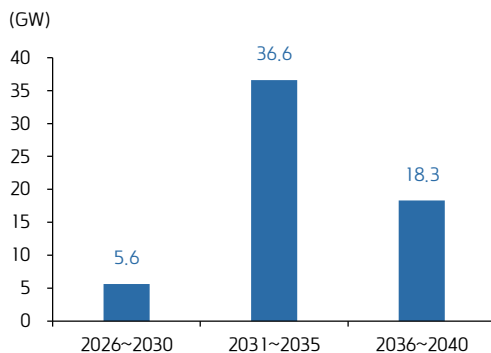
자료: 키움증권 리서치센터

시기별 신규 필요 발전 용량 (당사 추정치 기준)



자료: 키움증권 리서치센터

시기별 신규 필요 발전 용량 (12차 전기본 잠정)



자료: 키움증권 리서치센터

연도별 전원 구성 전망

구분	2025		2030		2035	
	용량(GW)	비중	용량(GW)	비중	용량(GW)	비중
원전	26.1	20.9%	28.9	20.5%	32.4	20.9%
석탄	40.8	32.7%	31.3	22.2%	27.7	17.8%
LNG	45.2	36.2%	58.8	41.8%	64.7	41.7%
재생에너지	5.9	4.8%	14.0	9.9%	19.5	12.6%
신에너지	1.3	1.0%	2.2	1.6%	2.7	1.7%
양수	4.7	3.8%	5.2	3.7%	7.9	5.1%
기타	0.9	0.7%	0.4	0.3%	0.4	0.3%
합계	124.8		140.8		155.3	
요구 발전 용량			146~162		183~191	
필요 발전 용량			6~22		29~37	

자료: 산업통상자원부, 기후에너지환경부, 키움증권 리서치센터

주: 실효 용량 기준

주: 재생에너지 정격 용량 2030년 100GW, 2035년 150GW. 피크 기여도는 2030년 14%, 2035년 13% 적용

전원별 발전량 전망

구분	2025		2030		2035	
	발전량(TWh)	비중	발전량(TWh)	비중	발전량(TWh)	비중
원전	184.7	31.0%	210.1	31.9%	241.3	31.8%
석탄	171.0	28.7%	105.0	16.0%	85.8	11.3%
LNG	163.0	27.4%	154.5	23.5%	153.0	20.2%
재생에너지	58.4	9.8%	157.7	24.0%	236.5	31.2%
신에너지	9.7	1.6%	18.7	2.8%	24.1	3.2%
양수	4.4	0.7%	5.0	0.8%	7.6	1.0%
기타	4.4	0.7%	6.8	1.0%	10.2	1.3%
합계	595.5		657.8		758.4	
예상 전력 소비량			661~709		806~827	
필요 발전량			3~51		48~69	

자료: 산업통상자원부, 기후에너지환경부, 키움증권 리서치센터

주1) 2030년 발전원별 이용률 가정: 원전 83%, 석탄 38%, LNG 30%, 재생에너지 18%

주2) 2035년 발전원별 이용률 가정: 원전 85%, 석탄 35%, LNG 27%, 재생에너지 18%

>>> 다극화의 시대로

전력 수요 분산: 수도권에서 비수도권으로

그간 반도체 팹, 데이터센터 등 대규모 전력을 필요로 하는 수요처들은 대부분 수도권에 집중되어 왔다. 하지만 수도권 내에 신규 발전소를 건설하거나 지방과 수도권을 연결하는 장거리 송전망을 구축하는 일은 점점 더 어려워지고 있다. 수도권 내 전기가 귀해지면서, 앞으로는 신규 전력 수요가 점차 지방으로 분산되는 흐름을 예상한다. 전력 수요 분산을 유도하기 위해, 전력계통영향평가, 지역별 차등 요금제, AIDC 특별법과 같은 제도 장치들이 활용될 전망이다.

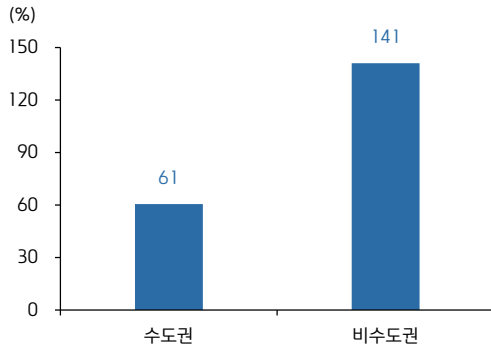
2025년 수도권의 전력 자립률은 61%를 기록했다. 해당 지역의 발전량이 소비량의 61%에 그쳤다는 뜻이다. 나머지 40%는 지방에서 발전된 전기를 끌어와서 사용한다. 2022년부터 지난 4년간 수도권 지역의 전력 소비량은 3.7% 증가한 반면, 같은 기간 발전량은 6.5% 감소했다. 수도권 내 전력 수요 증가분이 모두 지방에 위치한 발전소에 의존하고 있었던 셈이다.

그런데 반도체 팹, 데이터센터 등 주요 전력 수요처들의 수도권 집중도는 매우 높다. 2026년 2월 기준 국내 데이터센터 161곳 가운데 약 77%가 수도권에 위치해 있고, 전국 데이터센터 전력 계약 2,669MW 중, 약 79%인 2,100MW가 수도권에서 발생하는 것으로 파악된다. 2029년까지 계획된 신규 데이터센터 중 82%가 수도권 내 예정되어 있다는 통계도 찾아볼 수 있었다. 용인 반도체 클러스터, 데이터센터 투자 확대 등을 감안하면, 앞으로도 수도권 내 전력 수요는 계속 증가할 가능성이 높다. 용인 반도체 팹 10기의 최대 전력 수요는 15GW로 추산된다. 하지만 용인 국가산단 내 3GW 규모의 가스 발전소 건설 계획 외에 나머지 전력은 모두 신규 송배전망에 의존해야 한다.

수도권 전력 부족 문제 해결을 위해, 수도권으로 연결되는 송전망 구축은 계속 확대 중이다. 수도권 유통선로 용량은 2023년 약 12~13GW에서, 2025년 17~18GW까지 확대됐다. 현재 동해안-신가평, 동해안-동서울 HVDC 송전선로가 건설 중이며, 완공이 예정된 2027년부터 약 8GW의 송전 용량이 추가될 예정이다. 또한 호남과 수도권을 연결하는 총 8GW 규모의 HVDC 송전망 건설 계획도 발표했다. 그럼에도 수도권 전력 수요 증가 속도를 감안하면, 이조차도 충분치 않다는 분석도 제기된다. 이런 상황에서 장거리 송전망 구축 난이도는 점차 높아지고 있다. 지역 주민들의 반대와 보상 문제를 해결하는 과정에서 공기 지연이 발생하고, 조 단위의 사업비도 필요하기 때문이다. 결국 송전망 증설도 지속 가능한 근본적인 해결책이 되기는 어려워 보인다.

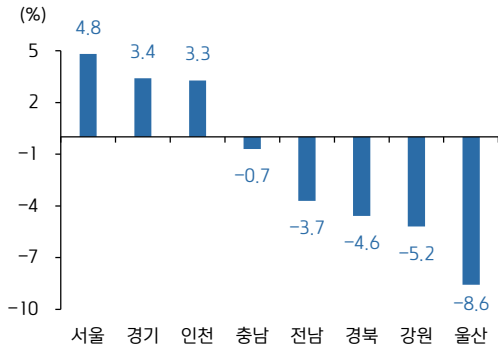
반면 2025년 비수도권 전력 자립률은 141%를 기록했다. 2022~2025년 비수도권 전력 소비량은 1.9% 감소했으나, 발전량은 2.4% 증가했다. 울산 -8.6%, 강원 -5.2%, 경북 -4.6%, 전남 -3.7% 등 대부분의 지역에서 전력 소비량이 감소했다. 이는 제조업 성장 둔화, 인구 감소 영향 외에도 기업들의 직접 전력 구매 및 자가 발전 확대에 기인한 것으로 추론한다. 결과적으로 신규 전력 수요처 입장에서는 비수도권에서의 전력 확보가 상대적으로 용이해진 상황이다.

2025년 수도권, 비수도권 전력 자립률



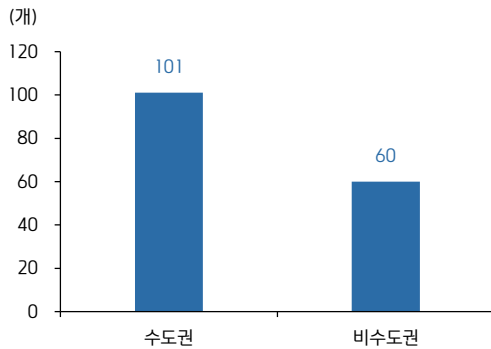
자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터

주요 지역별 전력 소비량 증감율



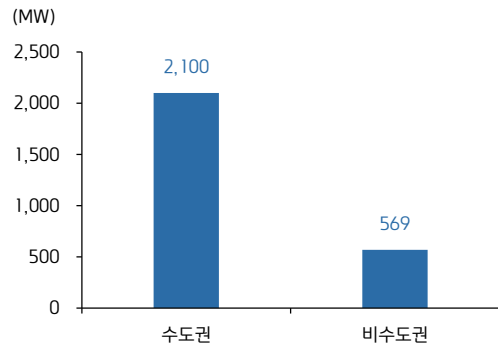
자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 소비량/2022년 소비량-1

지역별 데이터센터 개수



자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 2월 기준

지역별 데이터센터 계약 전력(MW)



자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 2월 기준

에너지 고속도로 사업 계획

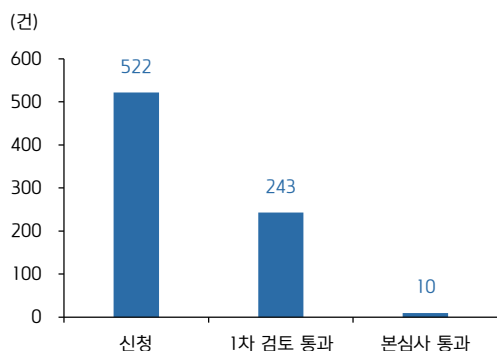
구분	구간	길이 (km)	용량 (GW)	예상 사업비	준공 목표
발표 계획	서해안 해저 HVDC	1,070	8	약 11조원	2038년
	새만금-서화성	220	2		2031년
	신해남-당진화력	290	2		2036년
	신해남-서인천	350	2		2038년
	새만금-영흥화력	210	2		2038년
	동해 내륙 HVDC	510	8	약 4.6조원	2027년
	동해안-신가평	230	4		2026년
	동해안-동서울	280	4		2027년
잠정	남해 해저 HVDC	170 (예상)	4 (예상)	4.5조원 (예상)	2040년
	동해 해저 HVDC	350 (예상)	4 (예상)	4.5조원 (예상)	2040년
합계		2,170	24	약 25조원	

자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터

정책 당국에서는 비수도권으로 전력 수요를 분산시키기 위해, 규제와 유인책을 모두 활용하고 있다. 대표적인 사례가 전력계통영향평가 도입이다. 전력계통영향평가는 대규모 전력 사용 시설 도입 시 해당 지역의 전기 공급 가능성 및 계통에 미치는 영향 등을 미리 점검하고 평가하는 절차다. 최근 수도권 내 전력 부족이 심화됨에 따라, 해당 제도가 자연스럽게 전력 수요 분산을 유도하는 역할을 수행하고 있다.

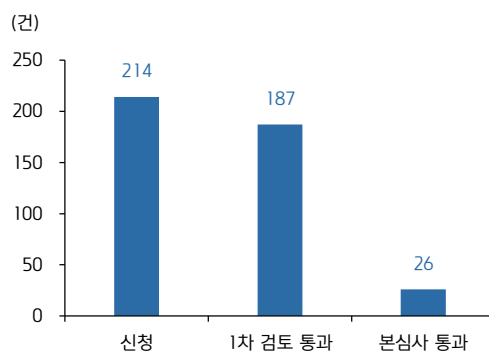
2024년 8월부터 2026년 3월까지 데이터센터 전력계통영향평가 신청 건수는 총 736건이었다. 이 중 71%(522건)가 수도권에 집중됐는데, 한국전력의 1차 검토 통과율은 47%(243건), 기후에너지환경부의 2차 본심사 통과율은 4%(243건 중 10건)에 그쳤다. 반면 비수도권의 경우 1차 검토 통과율 87%(214건 중 187건), 2차 본심사 통과율은 14%(187건 중 26건)에 달했다. 전력계통영향평가 신청 건수 대비 최종 통과율은 비수도권(12%)이 수도권(2%) 대비 약 6배 높았다. 사실상 신규 데이터센터 입지가 수도권 외 지역으로 제한되고 있는 셈이다.

수도권 데이터센터 전력계통영향평가 결과



자료: 기후에너지환경부, 기후중권 리서치센터

비수도권 데이터센터 전력계통영향평가 결과



자료: 기후에너지환경부, 기후중권 리서치센터

인공지능 데이터센터 산업 진흥에 관한 특별법(이하 AIDC 특별법)에도 비수도권 데이터센터에 차별적인 혜택을 제공하는 조항들이 포함되어 있다. 그 중 전력계통영향평가 면제는 데이터센터 개발 기간 단축과 불확실성 해소에 직접 기여할 수 있다는 점에서 파급력이 클 전망이다. 전력계통영향평가 심사 기간은 원래 90일이지만, 심사 중 자료 보완 및 추가 심의 과정들을 감안하면 실질적으로는 6개월~1년 가량 소요되는 것으로 알려져 있다. 때문에 심사 통과 여부와 무관하게 전력계통영향평가 자체가 면제되는 비수도권이 대규모 데이터센터 입지로 선호될 가능성이 높다고 판단한다.

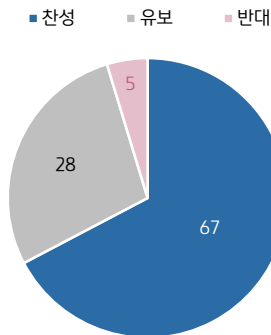
AIDC 특별법 주요 내용

조항	내용
인허가 등 일괄처리 (제18조)	통합 창구(과기정통부)를 통한 인허가 일괄처리 '타임아웃제' 도입: 일정 기한 경과 시 인허가 처리로 간주 (전력계통평가 150일, 건축허가 40일)
전력계통영향평가 면제 (제19조)	비수도권 AIDC 신축, 확장, 전환 시, 전력계통영향평가 면제 (면제 용량은 대통령령으로 결정)
재생에너지 직접 공급 (제20조)	재생에너지 발전 사업자가 데이터센터 사업자에게 직접 전력 공급 가능 (LNG PPA 특례는 제외)
AI 데이터센터 특구 (제24조, 26조)	비수도권에 AI 데이터센터 특구 지정 가능 전력, 용수, 신재생에너지 설비 등 기반 시설 설치 비용 지원 및 각종 비용 감면 혜택 제공

자료: 과학기술정보통신부, 키움증권 리서치센터

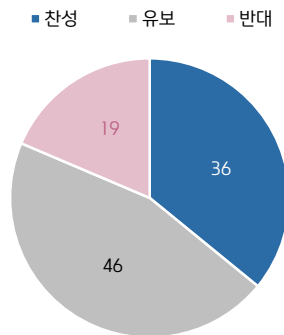
지금까지 논의했던 전력 문제 외에도, 인구 밀도가 낮고 부지 확보가 용이하다는 점도 비수도권 지역이 데이터센터 입지로 적합한 이유 중 하나다. 실제로 올해 8월 문화일보에서 실시한 여론조사 결과를 보면, 국내에서도 데이터센터 '넘비' 현상이 나타남을 확인할 수 있다. 데이터센터 건설 자체에 대한 찬성 의견은 67%였으나, 거주지 인근 지역 데이터센터 건설에 대한 반대 또는 유보 의견은 64%에 달했다. 전력 확보와 주민 수용성 문제 등을 종합해볼 때, 향후 신규 데이터센터의 수도권 집중도는 전보다 완화될 것으로 기대한다.

데이터센터 도입 찬반 여론



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 8월 조사 결과

거주지 인근 데이터센터 도입 찬반 여론



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 8월 조사 결과

지역별 차등요금제

지역별 차등요금제(LMP)는 발전소가 위치한 지역과 전기를 소비하는 지역 간의 전력 자립률 차이 또는 송전 비용 등을 포함한 지역별 공급 원가 차이를 반영해 차별적인 전기 요금을 적용하는 제도다. 결과적으로 전력 자립률이 높고 발전소가 밀집된 지역의 전기 요금은 내려가고, 전력 자립률이 낮고 전력 소비가 집중된 지역의 전기 요금은 올라가는 방향으로 설계된다. 원리는 간단하다. 지역간 송전이 원활할 때는 전국의 전기 가격이 비슷하다. 하지만 지역간 송전 제약이 발생하면, 전기를 추가로 더 팔 수 없는 지역의 가격은 떨어지고, 외부에서 전기를 추가로 사올 수 없는 지역의 가격은 올라가게 된다.

현재 우리나라는 전국 단일 SMP로 가격을 정산한다. 그런데 송전 제약으로 인해 수도권 내 전력 공급이 부족해지면, 수도권에 있는 발전단가가 비싼 발전소가 가동되면서 SMP가 상승한다. SMP가 상승하면, 지방에 위치한 발전소들도 송전 제약 발생 이전보다 더 높은 가격으로 정산받게 된다. 이는 전력 구매 원가 상승으로 이어진다. 결국 지역별 차등요금제는 송전 제약이라는 비효율성으로 인해 추가로 발생하게 된 비용을 제거하기 위해 도입되는 셈이다. LMP가 도입되면 지방에 위치한 발전소에서 생산된 전력의 정산 가격이 전보다 낮아질 것으로 예상되는 이유가 바로 여기에 있다.

지역별 차등요금제는 시장에 가격 신호를 제공함으로써, 비수도권으로 전력 수요 분산을 유인할 수 있다. 올해 8월 언론보도를 통해 산업용 전기에 대한 권역별 차등요금 도입 초안이 공개됐다. 산업용 전기 요금 인하폭은 전라·경상권 약 10%, 강원·충청권 약 8%, 수도권 북부 약 5%, 수도권 남부(서울, 경기 남부)는 1% 미만으로 알려졌다. 일부 언론 보도에 따르면, 호남 반도체 팹 4기의 연간 전기 요금 절감액이 7,000억원에 달할 것이라는 관측도 제시됐다.

한국전력의 전기 판매 수익 감소를 보충하기 위해, 한국전력이 구입하는 전력 도매(정산) 가격도 권역별로 차등화될 예정이다. 정부 초안에 따르면 도매 가격은 수도권, 비수도권, 제주 3개 권역으로 구분될 전망이다. 사실상 수도권 정산 가격은 기존과 유사한 수준으로 설정되고, 비수도권 정산 가격은 전보다 하락할 가능성이 높아 보인다.

산업용 전기 요금에 대한 권역별 차등요금 도입안

구분	수도권	강원·충청	전라·경상	전국
산업용 전기 판매량 (GWh)	92,911	64,489	122,142	280,221
산업용 전기 판매량 비중	33%	23%	44%	
산업용 전기 요금 증감률	-2%	-8%	-10%	-7%

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 산업용 전기 판매량

2025년 한국전력 별도 전기 판매 수익은 약 94조원을 기록했다. 그 중 산업용 전기 판매 수익은 약 51조원, 전체 수익 내 비중은 54%였다. 앞서 언급한 권역별 산업용 전기 요금 인하 폭을 그대로 적용할 경우, 약 7%의 산업용 전기 판매 수익 감소가 예상된다. 금액으로는 약 3.5조원이다.

아직 권역별 전력 도매 가격 변화 폭은 공개되지 않았다. 하지만 한국전력의 재무 여건 등을 감안해볼 때, 전기 요금 체계 개편이 한국전력 손익에 미치는 영향은 최소 중립적이어야 한다고 판단한다. 산업용 전기 요금 인하에 따른 한전의 수익 감소를 상쇄하기 위해서는, 비수도권 전력 도매 가격이 이전보다 약 6% 하락해야 한다. 만약 비수도권 도매 가격 인하 폭이 6%를 상회하면 한국전력의 이익이 증가하고, 6%를 하회하면 한국전력의 이익이 감소할 것으로 예상된다. 수도권 도매 가격은 변하지 않는다고 가정했다.

산업용 전기 요금 인하에 따른 한국전력 전기판매수익 변화

구분	수도권	강원·충청	전라·경상	전국
한국전력 전기판매수익 (조 원)				94.1 ¹⁾
산업용 전기판매수익 (조 원)				50.9
산업용 전기 판매량 비중	33%	23%	44%	
인하 전 산업용 전기판매수익 ①	16.9	11.7	22.2	50.9
산업용 전기 요금 증감률	-2%	-8%	-10%	-7%
인하 후 전기판매수익 ②	16.6	10.8	20.0	47.4
전기판매수익 감소분 ②-①	-0.3	-1.0	-2.2	-3.5

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 키움증권 리서치센터

주 1): 2025년 한국전력 별도 전기판매수익

전력 도매 가격 인하 폭에 따른 한국전력 구입전력비 변화

구분	수도권	비수도권	전국
한국전력 구입전력비 (조 원)			76.4 ¹⁾
2025년 발전량 (GWh)	134,943	460,580	595,523
권역별 발전량 비중	23%	77%	
권역별 구입전력비 ①	17.3	59.1	76.4
전력 도매 가격 증감률 ②	0%	-6%	-4.6%
구입전력비 감소분 ①X②	0	-3.5	-3.5

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 키움증권 리서치센터

주 1): 2025년 한국전력 별도 구입전력비

데이터센터에서 사용하는 전력은 산업용이 아닌 일반용으로 분류되고 있다. 때문에 데이터센터의 경우 이번 산업용 전기 요금 개편에 따른 직접적인 수혜는 제한적이다. 하지만 데이터센터를 대상으로 한 별도의 전기 요금 체계도 연내 신설될 계획이다. 신규 데이터센터 입지 분산을 유도하기 위해, 산업용 전기 요금과 유사한 방식으로 설계될 가능성이 높다고 판단한다.

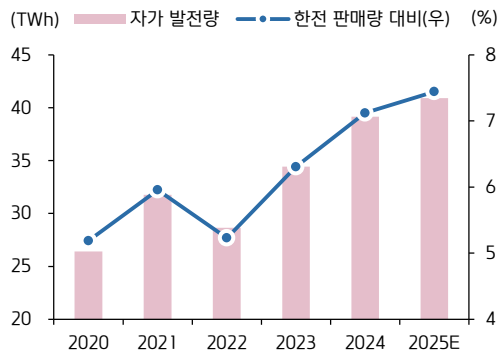
지역별 차등요금제 도입을 통해 궁극적으로 기대하는 바는 지역 내 전력 공급이 균형을 찾아가는 것이다. 앞으로 수도권 지역에서는 전보다 발전소 건설과 전력 공급이 확대되고, 전력 수요는 비수도권으로 분산되는 흐름을 기대한다. 이로써 송전 제약에 따른 비효율성이 줄어들고 더 나아가 송전망 추가 투자 부담도 완화될 수 있다. 그리고 이는 한국전력의 중장기 재무 건전성 제고로 이어질 수 있다는 점에서 긍정적이다.

산업용 전기 요금이 인하됨에 따라, 민간 발전사들의 PPA 단가도 하락할 여지가 있어 보인다. 최근 체결된 PPA 평균 가격은 현재 산업용 전기 요금과 유사하거나 조금 더 높은 180~185원/KWh 수준으로 파악된다. 앞으로는 낮아진 산업용 전기 요금 덕분에, 전력 수요 기업들이 전보다 유리한 환경에서 가격 협상에 참여할 수 있게 되었다. 그간 전력 수요 기업들은 장기간 안정적인 가격으로 전력을 확보함과 동시에 RE100 목표를 달성하기 위해, 재생에너지 PPA 규모를 꾸준히 늘려왔다. 따라서 이번 기회를 활용해 더 많은 PPA 물량을 확보하려는 니즈가 충분할 것으로 판단하다. 결과적으로 PPA 가격 하락에도 불구하고 체결 물량이 확대되면서, PPA 시장 성장세는 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

전력 시장 내 민간 기업 참여 확대

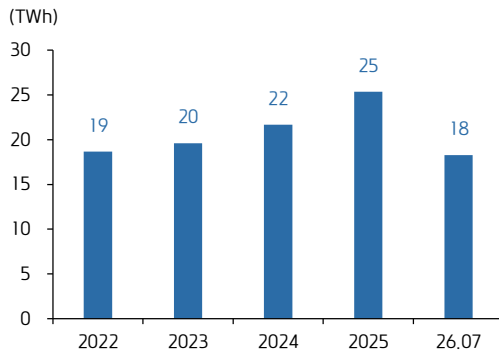
최근 몇 년간 필요한 전력을 직접 생산해서 소비하거나, 한국전력을 거치지 않고 직접 전기를 구매하려는 움직임들이 확산되어 왔다. 그동안 누적된 산업용 전기 요금 부담과 재생에너지 전력에 대한 수요 확대가 주요 동인이었다. 특히 산업용 전기 요금 부담이 본격화되기 시작한 2023년부터 기업들의 자가 발전량은 빠른 속도로 증가했다. 또한 기업들은 전기 요금 상승 리스크를 통제하는 동시에 RE100 목표 달성을 위해, 재생에너지 PPA 체결도 확대해 나가고 있다.

자가 발전량, 한전 판매량 대비 비중 추이



자료: 전력거래소, 한국전력, 키움증권 리서치센터

태양광 PPA 거래량



자료: 한국전력, 키움증권 리서치센터

앞으로도 이러한 경향은 지속 강화될 것으로 판단한다. 가장 주된 이유는 한전의 체력이 많이 약해졌기 때문이다. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발발 직후, 한국전력은 비용 상승분을 제때 전기 요금에 반영하지 못했다. 그 결과 누적된 영업적자와 차입금 부담이 지금까지도 해소되지 못했다. 즉 기업들의 경쟁력 제고를 위해 산업용 전기 요금을 조정해줄 수 있는 체력이 남아 있지 못한 셈이다.

송배전망 투자 역시 계획보다 지연되는 경우가 점차 늘어나고 있다. 반도체 팹, 데이터센터처럼 많은 비용이 수반되는 전략적인 투자를 결정하는 기업들은 필요한 시기에 필요한 만큼의 전력을 원활히 공급받지 못하는 상황에도 대비해야 한다. 결과적으로 전력 수요 기업 입장에서는 직접 발전소를 짓거나, 전력 조달 루트를 다변화할 필요성이 커질 수밖에 없다.

전력망 건설 지연 사례

사업명	기존 준공 목표	예상 준공 시점	지연 기간	지연 사유
345kV 북당진-신탄정	2012년 6월	2024년 12월(완공)	150개월	입지 선정 지연, 인허가 불허
500kV 동해안-수도권 HVDC	2019년 12월	2026년 10월	82개월	입지 선정 지연, 인허가 불허
345kV 신장성변전소	2021년 4월	2027년 9월	77개월	변전소 위치 변경, 인허가 지연
345kV 당진화력-신송산	2021년 6월	2028년 12월	90개월	입지 선정 및 인허가 지연
345kV 신시흥-신송도	2023년 6월	2028년 12월	66개월	변전소 확장 지연, 노선 변경 요구

자료: 한국전력, 인천연구원, 키움증권 리서치센터

최근 삼성 그룹은 발전 사업 전담 법인 설립을 검토 중인 것으로 알려졌다. 반도체 팹에 필요한 전력을 직접 확보해서 안정적으로 조달하기 위함으로 풀이된다. 실제로 삼성전자는 평택 P5·P6에 필요한 전력을 적기 공급하기 위해, 1GW 규모의 LNG 열병합 발전소 건설을 추진 중이다. 이후 호남 반도체 클러스터에서도 자체적인 발전소 건설 및 운영을 통해 필요 전력의 상당 부분을 확보할 가능성이 높아 보인다.

SK도 반도체 공장과 데이터센터에 필요한 전력 공급을 위해 발전 사업을 강화하고 있다. SK이노베이션은 한국중부발전과 합작해 1,050MW 규모의 용인 LNG 열병합 발전소를 건설 중이다. SK멀티유틸리티는 울산에서 운영 중인 300MW급 LNG·LPG 열병합발전소에서 생산되는 전력을 울산 AI 데이터센터에 공급할 예정이다. SK이노베이션 E&S, SK가스 등 그룹사 인프라를 활용해, LNG 국내 도입부터 가스 발전 사업까지 관련 밸류체인을 내재화할 것으로 예상된다.

또한 SK이노베이션은 미국 TerraPower와 SMR 사업 협력을 통해, 추후 TerraPower SMR의 국내 도입도 추진할 계획이다. 이로써 SK 그룹은 반도체 및 데이터센터에 안정적으로 전력을 공급할 수 있는 무탄소 기저 발전원까지 확보하게 된다.

Naver도 데이터센터 전력 수요 증가에 대비해, 재생에너지 전력 확보에 주력하고 있다. 올해 4월에는 GS풍력발전과 재생에너지 PPA 계약을 체결함과 동시에 경북 영양군에 건설 중인 풍력 발전소 발전 법인 지분 30%를 인수했다. 상업운전을 시작하는 2028년부터 세종, 춘천 등에 있는 데이터센터에 전력을 공급할 예정이다. Naver는 '각 세종'을 비롯한 데이터센터 증설로 인해 2040년까지 전력 사용량이 현재보다 약 3배 확대될 것으로 전망했다. 이에 따라 재생에너지 PPA 체결 및 발전소 지분 인수와 같은 후속 투자들이 이어질 것으로 예상된다.

SK이터닉스와 대명에너지는 국내에서 재생에너지 개발/발전 사업을 담당한다. 전력 수요 기업들이 PPA를 체결할 때, 주로 계약 상대방이 되는 기업들이다. 그동안 전력 수요 기업들은 장기간 안정적인 가격으로 전력을 확보함과 동시에 RE100 목표를 달성하기 위해, 재생에너지 PPA 규모를 꾸준히 늘려왔다. 앞으로 반도체, 데이터센터 등 전력 수요가 계속 늘어남에 따라, PPA 시장 성장세도 가속화될 전망이다. 우호적인 사업 환경 덕분에 SK이터닉스와 대명에너지가 보유하고 있는 발전소들의 가치도 점차 부각될 것으로 기대한다.

IV. 건설업 투자전략

>>> 국내외 AI데이터센터 확대 수혜

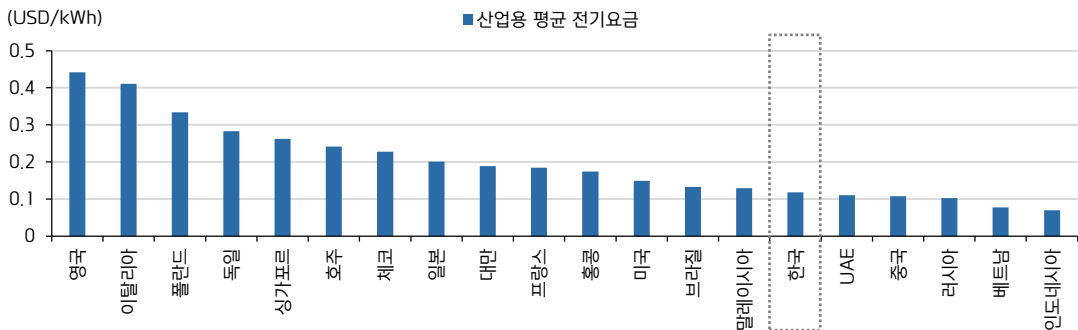
1) 국내 AI데이터센터 확대에 따른 수혜

건설업에 대한 Overweight 의견을 유지한다. 국내 건설업의 경우 착공 감소에 따른 매출액 감소가 지속되고 있다. 수익성 개선에 따른 실적 상승은 이미 어느정도 진전을 보았기 때문에, 외형 성장을 통한 이익 반등이 필요한 시점으로 판단된다. 따라서, 국내 AI 데이터센터 확대는 건설사들의 주가에 추가적인 모멘텀으로 작용할 수 있다. 특히, 일반적인 데이터센터의 경우 2~3 년 정도 기간에 걸쳐 매출이 인식되지만, GW 급의 AI 데이터센터의 경우 단계별로 몇 백 MW 씩 수주가 들어오는 만큼 건설사들의 중기 실적 안전성에도 기여를 할 것으로 판단된다. 또한, AI 데이터센터의 경우 내부 MEP 자재들이 더 고급화됨에 따라 기존 공사비 대비 더 높은 공사비를 받을 것으로 전망된다. 또한, 국내에선 AI 데이터센터와 국내 제조업 공장 확대에 따라 전력 수요 증가에 맞추어 추가적인 SoC 사업과 발전 플랜트가 증가할 것으로 전망된다.

데이터센터의 사업 시행을 위해선 1) 지자체의 건설 허가 여부, 2) 임차인 여부, 3) 전력 계통 연결 가능성이 가장 중요할 것으로 판단된다. 지자체의 건설 허가는 행정부의 강한 의지와 함께 지자체의 AI 데이터센터에 대한 유치 희망에 힘입어 짧은 인허가 기간을 통해 통과가 가능할 것으로 판단된다.

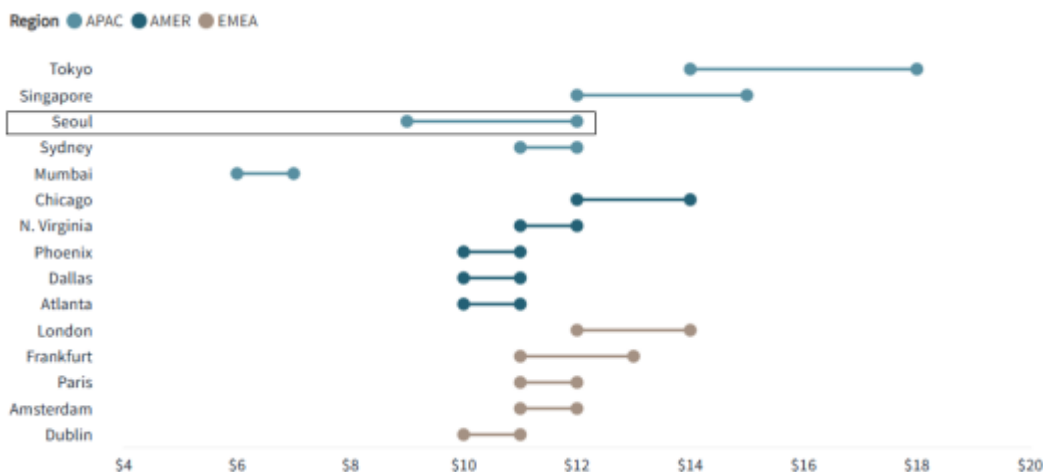
임차인의 경우 앞서 살펴본 것처럼 글로벌 AI 데이터센터의 수요 80GW 이상으로 보이는 가운데, 현재 계획된 미국 내의 AI 데이터센터는 이에 크게 못미치는 상황이다. 또한, 미국 내 AI 데이터센터에 대한 반감이 증가하는 가운데, 전력 인프라 또한 모자란 상황인 만큼, 현재 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체들은 가장 빠르게 잘 AI 데이터센터를 구축해줄 수 있는 국가와 사업 파트너를 구하고 싶어한다. 국내 대형사들의 경우 이미 다수의 데이터센터 시공 경험을 갖고 있으며, 대형 부지에 대한 개발에도 익숙하기 때문에 정부의 인허가 지원과 함께 빠르게 고객들의 수요를 충족시켜줄 수 있다고 판단된다. 특히, 다른 국가들 대비 저렴한 산업용 전기요금과 데이터센터 공사비도 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체들이 선호할 수 있는 이유가 된다.

주요 국가별 산업용 전기요금-한국 상대적으로 저렴한편



자료: GlobalPetrolPrices, 키움증권 리서치센터

주요 도시별 데이터센터 건설 비용 - 서울(한국)이 상대적으로 저렴한편



자료: JLL, 키움증권 리서치센터

전력계통연결의 경우 과거 미국에서의 사례와 같이 전력 부하에 대한 변동이 심하기 때문에 일부 제약요건으로 작용할 수 있다. 다만, 현재 **‘AI 데이터센터 특별법’이 통과했고, ‘27년 3월 시행 예정**이다. AI 데이터센터 특별법이 통과됨에 따라 비수도권 AI 데이터센터의 전력계통영향평가가 면제되며, 과기정통부의 심의·의결에 따라 AI 데이터센터 특구로 지정될 시 전력공급이나 용수공급에 있어 우선적인 지원을 받을 수 있다. 현재 주요 GW 급 AI 데이터센터는 모두 비수도권에 계획되어 있기 때문에, 전력계통 연결도 무난하게 처리될 것으로 판단된다.

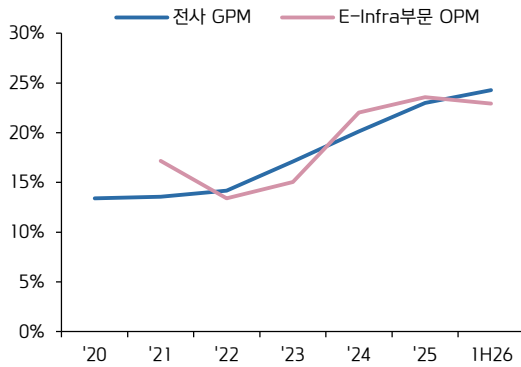
AI 데이터센터 특별법 주요 내용

주요 조항	내용
AI DC 인허가 Fast Track	AI DC의 경우 전력계통영향평가, 에너지사용계획의 협의, 교통영향평가서, 건축위원회 심의, 건축허가 등을 과기정통부장관에게 인허가등의 일괄처리 신청 가능
비수도권 AI DC 전력계통영향평가 면제	비수도권 내의 AI DC 신축, 확장, 전환하는 경우 전력계통영향평가 사업에 해당하지 않음
재생에너지 AIDC 직접 공급	재생에너지전기자장판매사업자는 전력시장을 거치지 아니하고 직접 AI DC 사업자에서 전기 공급 가능
비수도권 'AI DC 특구' 설치	AI DC 특구 선정 시 전력공급시설, 용수공급시설, 재생에너지·연료전지 발전시설 등을 직접 설치하거나 그에 따른 비용의 전부 또는 일부를 우선적으로 지원 가능
AIDC 건축 규제 완화	일반 오피스, 상업시설과 같은 승강기, 주차장, 미술작품 등의 설치 기준 삭제

자료: 법제처, 키움증권 리서치센터

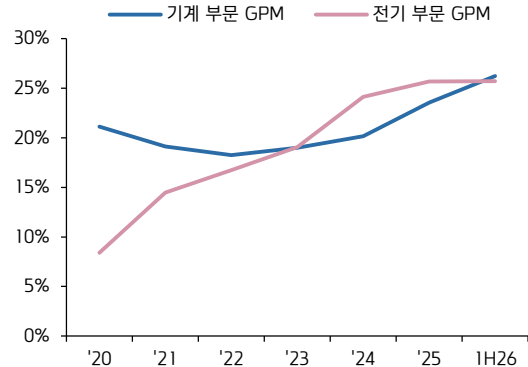
해외 토지 개발 업체, MEP EPC 업체들의 연간 실적 추이를 보면 기업들의 수익성이 점차 증가하는 점을 볼 수 있다. 이는 데이터센터와 관련된 매출이 증가하면서, 점차 하이퍼스케일러들의 매출 비중이 늘어남에 따라 더 신뢰성 있는 파트너로서 높은 품질을 입증하면서 진입장벽을 만들어내는 것으로 판단된다. 이런 점들을 볼 시 국내 건설사들도 AI 데이터센터 건설과정에서 하이퍼스케일러들과의 파트너십을 잘 다져놓는다면 이들 전용 AI 데이터센터 공사에 대한 진입장벽을 만들고, 향후 프로젝트에 있어서 일정부분 더 높은 수익성을 챙길 수 있을 것으로 판단된다.

Sterling Infrastructure GPM과 E-Infra부문 OPM



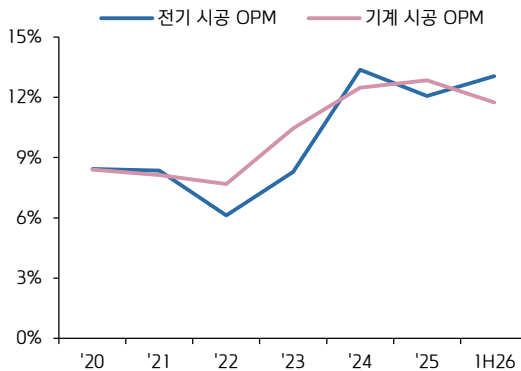
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Comfort Systems USA 기계·전기부문 GPM



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

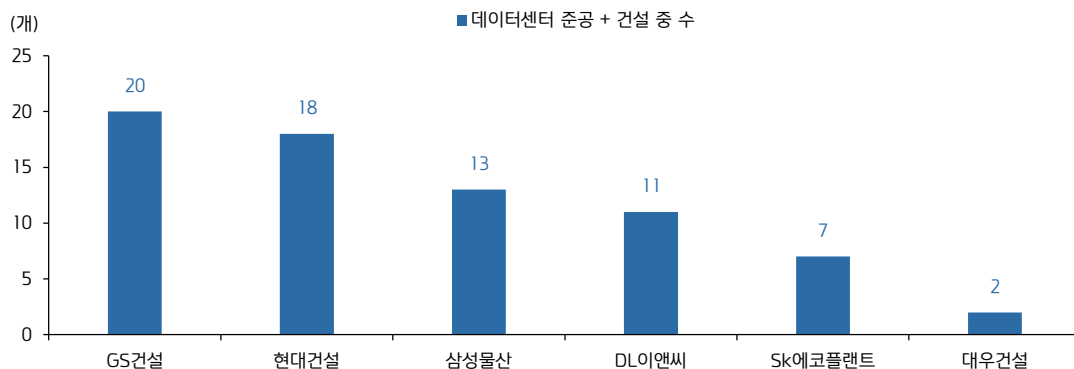
Emcor Group 기계·전기부문 OPM



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

단기적으로는 GS 그룹의 동해 AI 데이터센터에 따라 GS 건설의 수혜가 전망된다. 또한, 자이 C&A 는 네이버 각 세종의 내부 전기 공사를 진행하고 있는 만큼 추후 네이버 AI 데이터센터 확대에서도 GS 건설의 수혜가 전망된다. 중장기적으로는 AI 데이터센터 규모가 상당히 크기 때문에 GS 건설 외에도 데이터센터에 대한 레퍼런스가 많은 업체들이 수혜를 볼 것으로 전망된다. 현재는 GS 건설이 가장 많은 데이터센터 레퍼런스를 보유하고 있으며, 현대건설, 삼성물산, DL 이앤씨 순으로 레퍼런스가 많은 것으로 파악된다.

건설사별 데이터센터 레퍼런스 수



자료: 각 사, 언론기사종합, 키움증권 리서치센터

주1) GS건설은 자이C&A 물량을 합친 수

주2) DL이앤씨는 DL건설의 물량을 합친 수

2) 미국 내 데이터센터 전력 부족에 따른 수혜

미국 내 전력 부족 또한 국내 건설 업종에 수혜로 작용할 것으로 전망된다. 현재 인허가 외에도 미국 내 데이터센터 수요 증가로 일부 지역 주의 경우 전력이 부족한 상황이라고 할 수 있다. 특히, **데이터센터로의 발전원으로 미국은 가스발전을 선호하고 있으며, 그 다음으로는 SMR 을 선호하고 있는 것으로 판단된다.** 이는 데이터센터의 발전원은 어느정도 기저 발전의 형태를 띄고 있어야하기 때문이다.

현재 대미투자로서는 에너지 사업의 가능성이 여전히 높다고 판단된다. 미국에서 삼성전자와 SK 하이닉스의 미국 내 메모리 반도체 생산공장 신설에 대한 이야기도 나오고 있으나, 아직 미국을 포함한 주요 정부인사를 통해 확인된 바는 없는 것으로 파악된다. 또한, 김정관 산업통상부 장관도 최근 미국 일정 복귀 후 메모리 반도체 분야 투자 요구에 대해 선을 그은바 있다. 그러면서 여전히 대미 투자 분야는 에너지 중심으로 논의되고 있음을 확인했으며, 9 월 중 결정될 것으로 전망된다. 미국의 발전 수요는 데이터센터로 인한 전력 수요 증가로 인한 영향이 가장 크고, 가장 빠르게 전력을 공급가능하기 위해선 복합가스발전이 가장 유력하다고 판단된다. 이에 대한 일환으로 7 월 말 총 사업비 198 억달러(29 조원) 규모의 텍사스 엔시날 가스발전 프로젝트가 언급된 바 있다.

건설 수주에 있어서 레퍼런스가 중요한 역할을 차지하기 때문에 이런 **미국 내 발전 시설이 확대될 경우 미국에서의 건설 경험과 발전소를 지은 경험이 중요하게 작용할 것으로 판단된다.** 현재까지 미국에서 공장을 지은바 있고, 발전소 경험이 있는 업체는 삼성물산, 현대건설, DL 이앤씨로 판단되며, 특히 DL 이앤씨의 경우 현재 텍사스에서 GTPP(Golden Triangle Polymers Projects)에서 EPF 업무 수행하고 있다.

이런 가스발전 외에도 현대건설은 Holtec 의 Palisade SMR 2 기, Fermi 의 Matador Project 대형원전 4 기 외에 추가적으로 Terra Power 의 FOAK 및 NOAK 8 기에 대한 EPC 독점 계약을 확보한 바 있다. Terra Power 의 FOAK 는 이미 '26 년 3 월 4 일 NRC 로부터 건설 허가를 승인받았으며, 현재 일부 공정에 대한 시공이 진행중인 것으로 파악된다. 다만, 현대건설이 건설 업무 이양을 받은만큼 수주가 연내 가시화될 가능성이 높다고 판단된다. Terra Power 의 NOAK 경우 Meta 가 Off-Taker 로서 참여하고 있기 때문에 향후 사업의 확장에 있어서도 유의미한 파이프라인으로 판단된다.

DL 이앤씨는 여전히 X-Energy 와의 표준화 설계 용역에 따른 추가적인 확장이 가능할 것으로 판단된다. 현재의 CI 중심의 표준화 설계 용역을 NI 로 확대할 수 있을 것으로 판단되며, 표준화 설계 용역을 활용한 추가적인 기회도 가능할 것으로 판단된다. 최근 X-Energy 의 실적발표에서 Xe-100 에 대한 신규 파이프라인이 공개되는 점을 고려 시 Xe-100 에 대한 미국내 평가도 긍정적인 것으로 파악되며, X-Energy 의 신규 파이프라인이 점차 늘어난다는 점은 DL 이앤씨에게 있어 SMR 시장 진입 가능성을 높여주는 이벤트로 판단된다.

>>> Top Pick: DL이앤씨, 관심종목: GS건설 제시

Top Pick 으로 DL 이앤씨를 제시하고, 관심종목으로 GS 건설을 제시한다.

DL 이앤씨는 대미투자를 포함한 미국 내 발전 플랜트의 확장에서 수혜를 볼 것으로 전망된다. GTPP 와 하반기 북미 파이프라인 등의 레퍼런스를 통해 향후 대미 투자에 따른 수혜가 가능할 것으로 판단된다. 특히, GTPP 현장은 양호한 수익성을 기록하고 있는 만큼 DL 이앤씨의 미국에서의 EPF 사업 능력은 어느정도 검증되었다고 판단된다. 또한, DL 에너지는 미국에서 가스복합발전소에 직접 투자해 운영한 바 있고, 향후 SMR 등 차세대 발전 프로젝트까지 사업 영업을 확대할 계획이다. 이런 가운데 DL 이앤씨는 DL 그룹의 북미 발전시장 진입 시 EPF 업무를 통한 참여가 기대된다. DL 이앤씨는 데이터센터에선 GS 건설만큼의 GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있지는 않으나, 하반기 4 건 정도의 파이프라인을 보유 중이다. 중장기적으로는 11 건의 레퍼런스를 보유하고 있는 만큼 국내 AI 데이터센터 확대에 수혜를 볼 수 있을 것으로 판단된다.

국내 데이터센터 확대에 있어서 대형건설사 중 GS 건설이 가시적으로 가장 큰 수혜를 볼 것으로 전망된다. 동해 AI 데이터센터의 경우 1.2GW 가 늦어도 '27 년 3 월에는 착공될 것으로 전망되며, 빠르면 연말 착공 가능성도 있는 상황이다. 1.2GW 데이터센터는 임차인이 구해지는 결과에 따라 순차적으로 진행될 예정이며, 15 조원 중 공사비는 약 10 조원 수준으로 파악된다. 이번 자료에서 이야기한 것처럼 동해 AI 데이터센터에 대한 임차인은 충분히 구할 수 있을 것으로 판단된다. 이후 동해 AI 데이터센터 이후 GS 그룹의 추가적인 1.2GW 공사 가능성도 있기 때문에 중장기적으로 GS 건설의 외형을 늘릴 수 있는 이벤트로 판단된다. 또한, 네이버 각 세종의 경우도 현재 자이 C&A 가 일부 공사를 진행하고 있다는 점에서 추후 네이버 그룹의 AI 데이터센터 확대에도 수혜 가능성이 있다.

건설사별 분양/착공 수 추이

(호)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
현대건설(별도)	23,704	21,894	8,362	21,047	11,161	16,408
현대ENG	15,304	9,420	3,556	9,565	895	7,002
대우건설	28,344	17,678	15,540	19,483	18,834	16,060
GS건설	26,880	28,001	22,098	16,445	8,850	18,000
DL이앤씨	14,345	8,894	3,601	9,119	7,134	4,414
DL건설	1,735	12,529	2,144	3,907	4,005	1,000
IPARK현산	10,642	4,302	11,566	8,307	10,835	13,042
금호건설	6,632	3,130	2,726	3,700	1,927	3,974

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주1) 상대원 2구역 시공사 분쟁으로 아직 미정이기 때문에 DL이앤씨 착공 물량에서 일단 제외시킴

건설사 요약재무표 (단위: 억원)

회사명	구분	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	YoY	4Q26E	YoY	2025	2026E	YoY
현대건설	신규수주	93,819	73,231	39,621	188,609	57,923	-38.3%	62,923	-14.1%	334,394	349,077	4.4%
	수주잔고	960,400	950,896	923,237	1,039,831	1,060,653	10.4%	1,058,317	11.3%	950,896	1,058,317	11.3%
	매출액	78,264	80,601	62,812	68,423	64,140	-18.0%	66,057	-18.0%	310,628	261,432	-15.8%
	영업이익	1,035	1,188	1,809	2,640	2,190	111.5%	2,002	68.5%	6,532	8,631	32.1%
	OPM	1.3%	1.5%	2.9%	3.9%	3.4%	2.1%p	3.0%	1.6%p	2.1%	3.3%	57.0%p
	순이익(자배)	436	1,146	1,735	1,164	1,126	158.3%	1,025	-10.6%	3,731	4,365	17.0%
대우건설	신규수주	53,332	30,799	34,212	37,073	52,480	-1.6%	128,670	317.8%	142,355	252,435	77.3%
	수주잔고	488,038	505,968	518,902	531,086	564,025	15.6%	671,932	32.8%	505,968	671,932	32.8%
	매출액	19,906	17,140	19,514	20,435	19,541	-1.8%	20,763	21.1%	80,546	80,253	-0.4%
	영업이익	566	-11,055	2,556	2,323	1,823	222.1%	1,996	-118.1%	-8,154	8,698	흑전
	OPM	2.8%	-64.5%	13.1%	11.4%	9.3%	6.5%p	9.6%	74.1%p	-10.1%	10.8%	흑전
	순이익(자배)	-534	-8,716	1,943	1,662	1,224	-329.3%	1,346	-115.4%	-9,124	6,176	흑전
GS 건설	신규수주	44,529	68,687	26,025	52,242	29,000	-34.9%	61,000	-11.2%	192,073	168,267	-12.4%
	수주잔고	646,404	705,533	721,306	753,954	754,822	16.8%	786,086	11.4%	705,533	786,086	11.4%
	매출액	32,080	29,835	24,005	27,799	28,369	-11.6%	29,996	0.5%p	124,505	110,169	-11.5%
	영업이익	1,484	570	735	913	1,288	-13.2%	991	73.9%p	4,378	3,926	-10.3%
	OPM	4.6%	1.9%	3.1%	3.3%	4.5%	-0.1%p	3.3%	1.4%p	3.5%	3.6%	1.3%p
	순이익(자배)	899	380	6	26	454	-49.5%	353	-6.9%	921	839	-8.9%
DL 이앤씨	신규수주	30,167	42,456	21,265	31,181	28,000	-7.2%	45,500	7.2%	99,624	125,946	26.4%
	수주잔고	275,463	284,830	274,945	288,545	296,096	7.5%	319,248	12.1%	284,830	319,248	12.1%
	매출액	19,070	16,958	17,252	18,029	17,151	-10.1%	18,763	10.6%	74,024	71,195	-3.8%
	영업이익	1,168	629	1,573	1,594	1,307	11.9%	1,595	153.6%	3,868	6,070	56.9%
	OPM	6.1%	3.7%	9.1%	8.8%	7.6%	1.5%p	8.5%	4.8%p	5.2%	8.5%	63.2%p
	순이익(자배)	1,263	2,307	1,601	1,297	1,291	2.2%	1,500	-35.0%	3,956	5,690	43.8%
삼성 E&A	신규수주	14,394	22,689	46,277	29,000	65,000	351.6%	65,000	186.5%	63,567	205,277	222.9%
	수주잔고	180,431	177,562	206,237	210,447	248,900	37.9%	287,138	61.7%	177,562	287,138	61.7%
	매출액	19,956	27,572	22,674	24,790	26,547	33.0%	26,761	-2.9%p	90,288	100,773	11.6%
	영업이익	1,765	2,774	1,882	2,108	2,426	37.5%	2,486	-10.4%p	7,921	8,903	12.4%
	OPM	8.8%	10.1%	8.3%	8.5%	9.1%	0.3%p	9.3%	-0.8%p	8.8%	8.8%	0.7%p
	순이익(자배)	1,419	1,843	1,556	1,795	2,043	44.0%	1,856	0.7%	6,175	7,250	17.4%
IPARK 현대산업개발	신규수주	15,796	13,960	3,091	17,000	18,000	14.0%	19,000	36.1%	58,304	57,091	-2.1%
	수주잔고	327,984	331,603	328,506	336,283	344,956	5.2%	353,014	6.5%	331,603	328,506	-0.9%
	매출액	10,530	10,250	6,739	9,935	10,023	-4.8%	11,643	13.6%	41,470	38,340	-7.5%
	영업이익	730	413	801	1,294	1,427	95.5%	1,708	313.2%	2,486	5,230	110.4%
	OPM	69.3%	40.3%	118.9%	130.2%	142.3%	73.0%p	146.7%	106.4%p	59.9%	136.4%	127.5%p
	순이익(자배)	398	114	493	953	1,051	163.9%	1,184	936.7%	1,581	3,681	132.8%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

V. 유틸리티 투자 전략

>>> 가스, 원전 기자재 업체 수혜

관심종목: 두산에너지빌리티, 비에이치아이

11차 전기본에서는 2026~2030년까지 13.6GW, 2031~2035년까지 5.9GW의 가스 발전 용량 확대가 계획되어 있었다. 2030년까지는 연평균 2.7GW씩 증가하고, 이후 2035년까지는 연평균 1.2GW로 증가 폭이 둔화된다. 한국형 표준복합화력 모델은 발전소 1기당 550MW로 설계되어 있다. 즉 2030년까지 매년 5개, 2035년까지 매년 2개씩의 신규 가스 발전소가 건설됨에 따라, 10년간 총 35개의 복합화력 발전소가 늘어날 예정이다.

한국형 표준복합화력에는 가스터빈 1기(380MW), 스팀터빈 1기(170MW), HRSG 1기가 포함된다. 국내 복합화력 발전소 1기당 파워블록 금액은 약 3,000~3,500억원으로 파악된다. HRSG 1기는 약 500억원, 가스터빈+스팀터빈+발전기 등이 2,500~3,000억원으로 추정된다. 기존 계획상 국내에서 기대할 수 있는 가스터빈+스팀터빈 시장 규모는 약 9~11조원, HRSG 시장 규모는 약 2조원 수준이다.

앞서 전망한대로 가스 발전 계획이 50~100% 상향될 경우, 두산에너지빌리티의 접근 가능 시장 규모는 약 15~20조원으로 확대된다. 동사는 가스터빈을 제작할 수 있는 국내 유일한 업체인 만큼, 앞으로 국내 시장에서 필요한 대부분의 물량을 수주하게 될 전망이다. 무엇보다도 2030년 이후 중장기 가스터빈 수요에 대한 가시성이 확보된다는 점에서 긍정적이다. 복합화력 EPC까지 감안하면, 실제 수주 규모는 훨씬 더 커질 가능성이 높다.

비에이치아이가 국내에서 접근 가능한 HRSG 시장 규모도 약 2조원에서 3~4조원으로 확대될 수 있다. 국내 시장은 경쟁 강도가 제한적인 만큼, 사업 수행 경험이 풍부한 동사가 높은 점유율을 유지할 것으로 전망한다. 발전소 규모가 커지면서, 프로젝트당 HRSG 수주 금액이 동반 상승한다는 점도 긍정적이다.

>>> 재생에너지 발전 사업자 수혜

관심종목: SK이터닉스, HD현대에너지솔루션

향후 5~10년간 반도체 팹, 데이터센터 투자가 집중되며 국내 전력 수요 성장이 가속화될 전망이다. 용인 반도체 팹 10기, 호남 팹 4기를 합산한 최대 전력 수요는 약 22GW에 육박한다. 데이터센터 투자 규모도 전보다 대폭 확대된다. 3대 메가프로젝트에서 제시된 국내 AI 데이터센터 구축 목표는 2029년 8.4GW, 2035년까지 누적 15GW이다. 반도체와 데이터센터에서 발생하는 신규 전력 수요만 2040년까지 30~40GW에 이른다.

반도체 팹과 데이터센터의 운영 주체는 주로 대기업이다. 그간 국내 대기업들은 장기간 안정적인 가격으로 전력을 확보함과 동시에 RE100 달성을 위해, 재생에너지 PPA 규모를 꾸준히 확대해왔다. 이들의 전력 수요 확대는 곧 RE100을 위한 재생에너지 PPA 수요와 직결된다고 볼 수 있다.

내년부터 산업용 전기요금이 인하되면, PPA 가격도 같이 하락할 가능성이 있다. 전력 수요 기업들은 이번 기회를 활용해 더 많은 PPA 물량을 확보하려는 니즈가 충분한 상황이다. 결과적으로 PPA 가격 하락에도 불구하고 체결 물량이 확대되면서, PPA 시장 성장세는 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

SK이터닉스 솔라닉스 사업의 경우 전력 수요 또는 재생에너지 PPA 수요가 전체 시장 규모이고, 매일 가능한 태양광 발전소 용량이 접근 가능 시장 규모와 같다. 태양광 발전소가 있어야 PPA를 체결할 수 있기 때문이다. 앞으로 국내 태양광 발전 설치량도 대폭 확대될 예정이다. 정부에서 제시한 태양광 보급 목표는 2030년까지 누적 100GW, 2035년까지 약 150GW이다. 현재 국내에서는 두 시장 규모가 모두 커지고 있다는 점에 주목한다.

HD현대에너지솔루션은 국내 태양광 모듈 시장에서 약 30%, 탄소 인증 등급 시장으로 범위를 좁히면 50% 이상을 점유하고 있다. 신규 경쟁자 진입과 기존 업체 CAPA 증설이 제한적이었던 국내 시장에서 높은 점유율을 기반으로 가격 결정력을 확보했다. 국내 태양광 보급 목표와 국산 우대 정책 감안 시, 동사 제품에 대한 차별적인 수요는 지속 확대될 것으로 전망한다.

VI. Appendix

>>> 글로벌 시데이터센터 구축 현황 및 계획 용량

글로벌 시데이터센터 구축 현황 및 계획 용량

프로젝트명	AI DC 소유자	사용자	지역	IT 용량 (MW)	IT 용량 계획 (MW)	누적 총 비용
Meta Montgomery	Meta	Meta	미국, 앨라바마	153	358	\$5.8 B
Meta Huntsville	Meta	Meta	미국, 앨라바마	146	146	\$5.5 B
Google Mesa	Google	Unknown	미국, 애리조나	183	183	\$6.9 B
Microsoft Goodyear	Microsoft	OpenAI	미국, 애리조나	202	202	\$7.7 B
Stream Phoenix	Unknown	Unknown	미국, 애리조나	64	220	\$2.4 B
Microsoft Fairwater Atlanta	Microsoft	OpenAI	미국, 조지아	636	636	\$24.1 B
CoreWeave Dalton 1 & 2	CoreWeave	OpenAI	미국, 조지아	28	28	\$1.1 B
xAI QTS Atlanta	SpaceXAI	SpaceXAI	미국, 조지아	17	17	\$0.7 B
Google Council Bluffs (East)	Google	Google DeepMind	미국, 아이오아	237	237	\$9.0 B
Microsoft Project Osmium	Microsoft	OpenAI	미국, 아이오아	190	190	\$7.2 B
Google Cedar Rapids	Google	Google DeepMind	미국, 아이오아	0	261	\$0.0 B
QTS Cedar Rapids	Unknown	Unknown	미국, 아이오아	0	1133	\$0.0 B
Meta Kuna	Meta	Meta	미국, 아이다호	152	152	\$5.8 B
Anthropic-Amazon New Carlisle	Amazon	Anthropic	미국, 인디애나	910	1925	\$34.5 B
Meta Jeffersonville	Meta	Meta	미국, 인디애나	178	178	\$6.7 B
Google Fort Wayne	Google	Google DeepMind	미국, 인디애나	0	863	\$0.0 B
Meta Hyperion	Meta	Meta	미국, 로스앤젤레스	0	1676	\$0.0 B
OpenAI Stargate Michigan	Oracle	OpenAI	미국, 미시간	0	988	\$0.0 B
Meta Rosemount	Meta	Meta	미국, 미네소타	178	178	\$6.7 B
Google Kansas City East	Google	Unknown	미국, 미주리	105	105	\$4.0 B
Amazon Madison Mega Site	Amazon	Anthropic	미국, 미시시피	284	683	\$10.8 B
Amazon Ridgeland	Amazon	Anthropic	미국, 미시시피	228	840	\$8.6 B
CoreWeave Marble NC	CoreWeave	OpenAI	미국, 노스캐롤라이나	65	65	\$2.5 B
CoreWeave Ellendale ND	CoreWeave	OpenAI	미국, 노스다코타	68	400	\$2.6 B
Google Lincoln	Google	Unknown	미국, 네브래스카	141	283	\$5.3 B
Google Omaha	Google	Google DeepMind	미국, 네브래스카	237	395	\$9.0 B
Meta Sarpy	Meta	Meta	미국, 네브래스카	80	80	\$3.0 B
Google Papillion	Google	Google DeepMind	미국, 네브래스카	237	237	\$9.0 B

자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

글로벌 시데이터센터 구축 현황 및 계획 용량

프로젝트명	AI DC 소유자	사용자	지역	IT 용량 (MW)	IT 용량 계획(MW)	누적 총 비용
Microsoft-Nebius New Jersey	Nebius	Microsoft	미국, 뉴저지	50	50	\$1.9 B
Meta Los Lunas	Meta	Meta	미국, 뉴멕시코	87	87	\$3.3 B
OpenAI Stargate New Mexico	Oracle	OpenAI	미국, 뉴멕시코	0	1750	\$0.0 B
Google Storey County	Google	Google DeepMind	미국, 네바다	161	300	\$6.1 B
Anthropic Lake Mariner	AI XPV Platform	Anthropic	미국, 뉴욕	42	378	\$1.6 B
Meta Prometheus	Meta	Meta	미국, 오키오	562	854	\$21.3 B
Google New Albany	Google	Google DeepMind	미국, 오키오	453	453	\$17.2 B
Google Columbus	Google	Google DeepMind	미국, 오키오	303	386	\$11.5 B
Google Lancaster	Google	Unknown	미국, 오키오	137	137	\$5.2 B
OpenAI Stargate Lordstown	Softbank	OpenAI	미국, 오키오	0	0	\$0.0 B
Google Pryor (North)	Google	Google DeepMind	미국, 오클라하마	53	368	\$2.0 B
CoreWeave Muskogee OK	CoreWeave	OpenAI	미국, 오클라하마	0	153	\$0.0 B
Google The Dalles	Google	Unknown	미국, 오리건	154	154	\$5.8 B
Meta-QTS Hillsboro 2	Meta	Meta	미국, 오리건	180	180	\$6.8 B
AWS Berwick	Amazon	Anthropic	미국, 펜실베이니아	108	169	\$4.1 B
Meta Aiken	Meta	Meta	미국, 사우스캐롤라이나	142	142	\$5.4 B
Colossus 2	SpaceXAI	Anthropic	미국, 테네시	946	1531	\$35.8 B
Colossus 1	SpaceXAI	Anthropic	미국, 테네시	340	340	\$12.9 B
Meta Gallatin	Meta	Meta	미국, 테네시	87	87	\$3.3 B
OpenAI Stargate Abilene	Oracle	OpenAI	미국, 텍사스	421	843	\$15.9 B
CoreWeave Denton TX	CoreWeave	OpenAI	미국, 텍사스	262	262	\$9.9 B
Google Midlothian	Google	Unknown	미국, 텍사스	103	103	\$3.9 B
Meta Temple	Meta	Meta	미국, 텍사스	152	178	\$5.8 B
Coreweave Helios	CoreWeave	OpenAI	미국, 텍사스	132	528	\$5.0 B
Google Red Oak	Google	Unknown	미국, 텍사스	77	154	\$2.9 B
Microsoft SAT40	Microsoft	Unknown	미국, 텍사스	75	75	\$2.8 B
Microsoft SAT14	Microsoft	Unknown	미국, 텍사스	47	47	\$1.8 B
Vantage TX1	Unknown	Unknown	미국, 텍사스	32	128	\$1.2 B
Goodnight	Google	Google DeepMind	미국, 텍사스	0	1006	\$0.0 B
OpenAI Stargate Shackelford	Oracle	OpenAI	미국, 텍사스	0	1400	\$0.0 B
Crusoe Abilene Expansion	Microsoft	Microsoft	미국, 텍사스	0	672	\$0.0 B

자료: Epoch AI, 키움증권 리서치센터

글로벌 시데이터센터 구축 현황 및 계획 용량

프로젝트명	AI DC 소유자	사용자	지역	IT 용량 (MW)	IT 용량 계획(MW)	누적 총 비용
OpenAI Stargate Milam	Softbank	OpenAI	미국, 텍사스	0	857	\$0.0 B
Meta Eagle Mountain	Meta	Meta	미국, 유타	133	133	\$5.0 B
QTS Eagle Mountain	Unknown	Meta	미국, 유타	0	304	\$0.0 B
Google Bristow	Google	Google DeepMind	미국, 버지니아	279	279	\$10.6 B
QTS Richmond 1	Unknown	Unknown	미국, 버지니아	238	238	\$9.0 B
QTS Richmond 2	Unknown	Unknown	미국, 버지니아	180	180	\$6.8 B
QTS Richmond 3	Unknown	Unknown	미국, 버지니아	144	240	\$5.5 B
Google Arcola	Google	Unknown	미국, 버지니아	77	77	\$2.9 B
CoreWeave Chester VA	CoreWeave	OpenAI	미국, 버지니아	82	113	\$3.1 B
STACK Infrastructure NVA02	Unknown	Unknown	미국, 버지니아	85	348	\$3.2 B
Microsoft Fairwater Wisconsin	Microsoft	OpenAI	미국, 위스콘신	369	2263	\$14.0 B
OpenAI Stargate Wisconsin	Oracle	OpenAI	미국, 위스콘신	0	902	\$0.0 B
Meta Cheyenne	Meta	Meta	미국, 와이오밍	152	220	\$5.8 B
DayOne Nusajaya	Unknown	Unknown	말레이시아, 조호 르	240	473	\$9.1 B
Google Waltham Cross	Google	Google DeepMind	영국, 허트퍼드셔 주	88	88	\$3.3 B
VNET Bayin Ulanqab	VNET	ByteDance	중국, 내몽골 자치 구	221	700	\$8.4 B
Huawei Horinger	Huawei	Unknown	중국, 내몽골 자치 구	242	242	\$9.2 B
Oracle Batam	Oracle	Unknown	인도네시아, 리아 유 제도	72	72	\$2.7 B
CoreWeave Norway	CoreWeave	OpenAI	노르웨이, 아그데 르주	42	42	\$1.6 B
Southgate Melbourne	Firmus	Unknown	호주, 멜버른	41	41	\$1.6 B
Alibaba Zhangbei	Alibaba	Alibaba	중국, 허베이성	169	169	\$6.4 B
Start Campus Sines Data Campus	Nscale	Microsoft	포르투갈, 세투발	33	233	\$1.3 B
OpenAI Stargate UAE	G42	OpenAI	UAE, 아부다비	0	1000	\$0.0 B
Microsoft Narvik Norway	NScale	Microsoft	노르웨이, 나르비 크	0	92	\$0.0 B

자료: Epoch AI, 기밀중권 리서치센터

>>> 커버리지 기업 데이터센터 공사 현황

건설사별 데이터센터 레퍼런스 수

건설사 구분	구분	프로젝트명	수전용량	준공연도	시공사
GS 건설	준공	NH 제 2 데이터센터(안성)	10	2006	GS 건설
		LG CNS 데이터센터	20	2006	GS 건설
		LG U+ 삼암 데이터센터	10	2008	GS 건설
		LG 가산 데이터센터	40	2009	GS 건설
		교보 데이터센터	15	2009	GS 건설
		LG CNS 데이터센터(증설)	-	2010	자이 C&A
		LG 가산 데이터센터(증설)	-	2012	자이 C&A
		LG CNS 부산 글로벌 클라우드 데이터센터	40	2013	자이 C&A
		LG U+ 삼암 IDC (증설)	-	2013	자이 C&A
		네이버 데이터센터 각(춘천)	40	2013	GS 건설
		LG U+ 평촌 메가센터 1 단계	80	2015	자이 C&A
		하나금융그룹 통합데이터센터(청라)	20	2017	GS 건설
		DGB 혁신센터	20	2018	GS 건설
		FED Communication Center	20	2017	GS 건설
		LG U+ 평촌 메가센터 2 단계	85	2019	자이 C&A
		LG U+ 평촌 Next IDC (평촌 2 센터)	90	2023	자이 C&A
		안양 EPOCH 데이터센터	40	2024	GS 건설
	진행	고양 MAGNA 데이터센터	20	2026E	GS 건설
		LG U+ 파주 AIDC 전산 1 동	50	2027E	자이 C&A
		IDC 각 세층 2~3 차	88	2027~29E	자이 C&A
현대건설	준공	금융결제원 분당센터	-	2007	현대건설
		KT 목동 IDC 신축	-	2008	현대건설
		국민은행 서여의도본점 동, 서관	-	2008	현대건설
		현대해상부평사옥	-	2011	현대건설
		NH 통합 IT 센터 신축공사	-	2016	현대건설
		KB 국민은행 통합 IT 센터	-	2019	현대건설
		대구 정부통합전산센터	20	2022	현대건설
		부산 글로벌 DC	80	2012	현대건설
		네이버 세종 데이터센터	120	2023	현대건설
		케이스퀘어 데이터센터	40	2025	현대건설
		용인 죽전 데이터센터	100	2025	현대건설
		양평동 데이터센터 (ACTIS)	40	2024	현대건설
	진행	PUS05	80	2026E	현대건설
		안산 시화국가산단 데이터센터	40	2027E	현대건설
		AWS 데이터센터	80	2026E	현대건설
		안산 KAAM 데이터센터	80	2027E	현대건설
		팀북투 데이터센터 (ACTIS)	100	2028E	현대건설
		구로 향동 데이터센터	80	2028E	현대건설

자료: 각 사, 언론기사종합, 키움증권 리서치센터

건설사별 데이터센터 레퍼런스

건설사 구분	구분	프로젝트명	수전용량	준공연도	시공사
DL 이앤씨	준공	상암데이터센터	12	2022	DL 이앤씨
		가산데이터센터	20	2025	DL 이앤씨
		STT 데이터센터	30	2025	DL 이앤씨
		가산아이월데이터센터	40	2025	DL 건설
	진행	김포데이터센터	100	2027E	DL 이앤씨
		부천피치데이터센터	-	2027E	DL 건설
		부평데이터센터	20	2028E	DL 이앤씨
		부천삼정 AI 허브센터	9.8	2028E	DL 건설
대우건설	준공	서초 엠피리온 디지털 AI 캠퍼스	40	2025	대우건설
	진행	장성 파인데이터센터	60	2027E	대우건설

자료: 각 사, 언론기사종합, 키움증권 리서치센터



기업분석

DL이앤씨
(375500)

BUY(Maintain)/목표주가 120,000원
미국 전력 파이프라인 확장 가능성

GS건설
(006360)

BUY(Maintain)/목표주가 43,000원
국내 AI DC 최대 수혜주

현대건설
(000720)

BUY(Maintain)/목표주가 178,000원
전력에 DC까지 패키지로 공급 가능

대우건설
(047040)

BUY(Maintain)/목표주가 23,000원
전남 데이터센터 확장 수혜

두산에너지빌리티
(034020)

BUY(Maintain)/목표주가 130,000원
신호 대기 중

한국전력
(015760)

BUY(Upgrade)/목표주가 41,000원
많이 낮아진 기대치

SK이터닉스
(475150)

Not Rated
문전성시

비에이치아이
(083650)

Not Rated
새로운 수주 기회에 주목할 때

HD현대에너지솔루션
(322000)

Not Rated
국내에선 내가 대장

DL이앤씨(375500)



BUY(Maintain)

목표주가 120,000원

주가(8/25) 70,300원

건설 Analyst 신대현

DL이앤씨는 데이터센터로 인한 미국 전력 수요 증가에 따른 수혜가 가능성이 전망된다. GTPP 등의 미국 플랜트 레퍼런스와 X-Energy 표준화 설계 용역 등으로 대미투자자와 SMR 수주 가능성이 전망되기 때문이다. 데이터센터에서도 양호한 레퍼런스를 보유하고 있기 때문에, 중장기적으로 국내 AI DC 확대 수혜도 가능할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (8/25)		6,742.74pt
시가총액		27,202억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	102,500 원	38,700원
최고/최저가대비 등락	-31.4%	81.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	11.2% 10.4%
	6M	35.2% 22.0%
	1Y	65.2% -22.1%

Company Data

발행주식수	38,694 천주
일평균 거래량(3M)	465천주
외국인 지분율	25.8%
배당수익률(26E)	2.0%
BPS(26E)	134,169원
주요 주주	DL 외 7 인
	24.8%

Price Trend



미국 전력 파이프라인 확장 가능성

>>> 미국 전력 수요 증가 수혜 가능성

DL이앤씨는 데이터센터 붐 미국 전력 수요 증가에 따른 수혜 가능성이 있다고 판단된다. 한국의 미국 대미투자는 9월 중 발표될 예정인 가운데, 여전히 대규모 복합가스발전 가능성이 높다고 판단된다. 이후 한국의 대미투자는 에너지 사업 중심으로 나타날 가능성이 높다. DL이앤씨는 GTPP등의 미국 플랜트 레퍼런스가 있으며, 국내외 다수의 발전 플랜트에 참여한 바 있다. 또한, SMR 사업에선 연내 X-Energy 표준화 설계 용역을 통한 추가적인 모멘텀이 있을 것으로 전망된다. 중장기적으로 DL에너지의 미국 에너지 디벨로퍼로서의 역량과의 시너지 또한 기대해볼 수 있다.

>>> 양호한 데이터센터 레퍼런스

DL이앤씨 또한 11개의 데이터센터 레퍼런스를 보유 중이다. 과거 대림산업 건설부문 시절 준공한 3건, DL이앤씨 5건, DL건설이 3건이다. 하반기엔 4건(총 230~240MW 추정)의 파이프라인을 보유하고 있으며, 데이터센터 트랙레코드를 점차 확대해나갈 것으로 전망된다. GS건설처럼 GW 급의 수주를 기대하기는 어려우나, 중장기적으로 DL이앤씨 또한 국내 AI데이터센터 확대에 따라 수혜를 볼 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 목표주가 120,000원 유지, Top Pick 유지

DL이앤씨에 대한 투자의견 Buy와 Top Pick의견을 유지한다. 주택 부문에서의 높은 수익성이 유지되는 가운데, 하반기 LH 민참과 국내 대형 플랜트 현장에서의 VO에 힘입어 높은 수익성이 유지될 것으로 전망된다. 중장기적으로 미국 전력 수요 증가로 인한 수혜가 전망되며, 국내 AI데이터센터 확장에서도 그동안의 레퍼런스를 통한 수혜가 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318	7,402	7,120	6,780	6,984
영업이익	271	387	607	520	536
EBITDA	356	461	619	529	542
세전이익	354	117	770	694	725
순이익	229	370	569	503	525
지배주주지분순이익	229	370	569	503	525
EPS(원)	5,348	8,625	13,257	11,720	12,239
증감률(% YoY)	22.2	61.3	53.7	-11.6	4.4
PER(배)	6.0	4.8	5.2	5.9	5.6
PBR(배)	0.28	0.34	0.51	0.47	0.44
EV/EBITDA(배)	0.9	1.4	2.1	1.6	1.0
영업이익률(%)	3.3	5.2	8.5	7.7	7.7
ROE(%)	4.8	7.3	10.3	8.4	8.1
순차입금비용(%)	-20.7	-20.0	-26.6	-31.1	-34.0

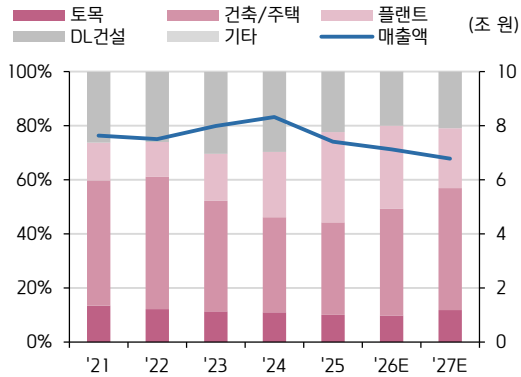
자료: 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	1,715.1	7,119.5	6,780.1	1,736.0	7,056.6	7,157.3	-1.2%	0.9%	-5.3%
영업이익	130.7	607.0	520.5	127.3	574.5	575.7	2.7%	5.7%	-9.6%
지배주주순이익	129.1	569.0	503.0	102.2	494.4	472.2	26.3%	15.1%	6.5%

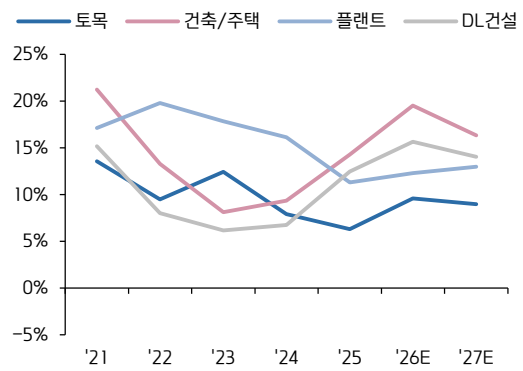
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 사업부문별 매출 비중 추이



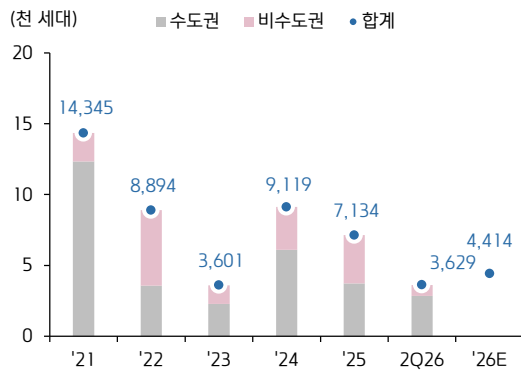
자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 사업부문별 GPM 추이



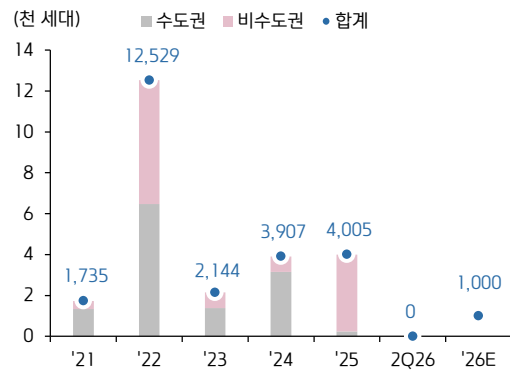
자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨(별도) 분양 세대수



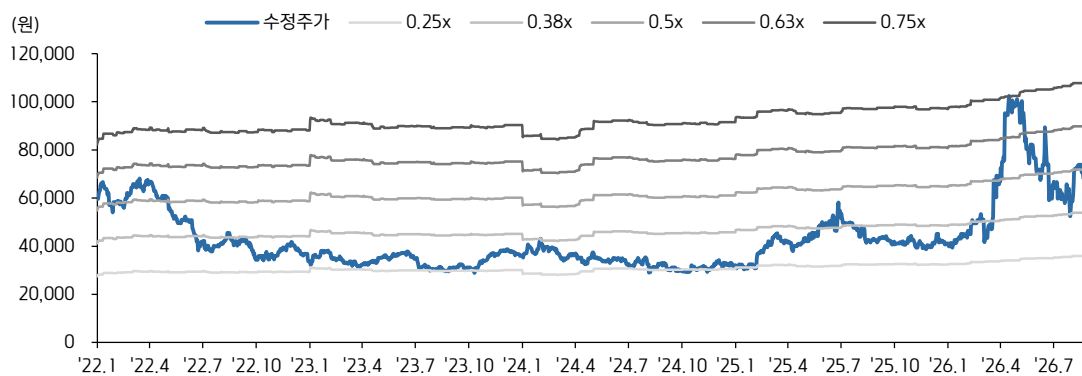
자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치센터

DL건설 분양 세대수



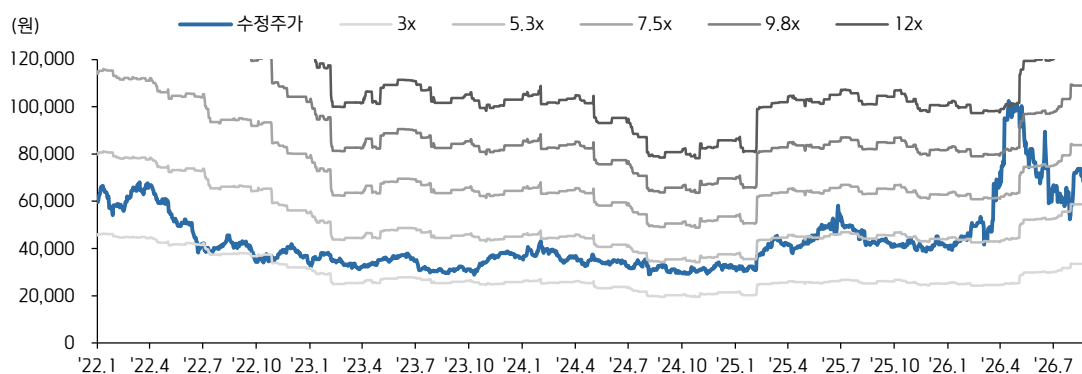
자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
신규수주	1,738	963	3,017	4,246	2,127	3,118	2,800	4,550	9,962	12,595	13,200
DL 이앤씨	1,527	938	2,478	3,478	1,869	2,876	2,200	3,950	8,420	10,894	11,200
DL 건설	211	25	539	768	258	242	600	600	1,542	1,700	2,000
수주잔고	29,386	28,163	27,546	28,483	27,495	28,855	29,610	31,925	28,483	31,925	36,910
DL 이앤씨	23,377	22,537	22,075	23,808	23,178	24,673	25,158	27,220	23,808	27,220	31,629
DL 건설	6,009	5,626	5,472	4,675	4,316	4,181	4,452	4,705	4,675	4,705	5,282
매출액	1,808	1,991	1,907	1,696	1,725	1,803	1,715	1,876	7,402	7,119	6,780
YoY	-4.4%	-3.8%	-0.6%	-30.5%	-4.6%	-9.5%	-10.1%	10.6%	-11.0%	-3.8%	-4.8%
DL 이앤씨	1,347	1,557	1,536	1,320	1,352	1,436	1,386	1,541	5,759	5,715	5,741
YoY	3.9%	11.2%	13.7%	-27.3%	0.4%	-7.8%	-9.7%	16.8%	-1.8%	-0.8%	0.5%
토목	193	190	152	210	167	183	174	182	744	705	810
건축/주택	574	659	686	618	606	715	685	807	2,537	2,813	3,060
플랜트	578	707	699	492	579	538	527	552	2,476	2,196	1,499
기타	3	1	-1	0	0	0	1	1	3	2	2
DL 건설	467	438	369	380	376	371	330	347	1,653	1,423	1,423
매출총이익	193	254	257	197	264	311	250	285	900	1,110	970
YoY	6.7%	51.6%	22.1%	-31.6%	36.5%	22.7%	-2.5%	45.1%	6.4%	23.4%	-12.6%
DL 이앤씨	142	209	202	138	195	254	203	237	691	889	770
YoY	5.0%	52.3%	22.5%	-41.1%	37.6%	21.3%	0.8%	71.5%	2.9%	28.7%	-13.4%
토목	20	17	-14	25	16	19	16	16	47	68	73
건축/주택	53	84	119	106	122	166	124	137	362	550	501
플랜트	67	108	98	7	57	68	63	83	280	270	195
DL 건설	51	45	51	59	66	62	47	49	206	223	200
매출총이익률	10.7%	12.7%	13.5%	11.6%	15.3%	17.3%	14.6%	15.2%	12.2%	15.6%	14.3%
DL 이앤씨	10.5%	13.4%	13.1%	10.5%	14.5%	17.7%	14.7%	15.4%	12.0%	15.6%	13.4%
토목	10.2%	8.8%	-9.5%	12.0%	9.8%	10.5%	9.0%	9.0%	6.3%	9.6%	9.0%
건축/주택	9.3%	12.8%	17.4%	17.1%	20.1%	23.3%	18.1%	17.0%	14.3%	19.5%	16.4%
플랜트	11.6%	15.2%	14.1%	1.4%	9.8%	12.6%	12.0%	15.0%	11.3%	12.3%	13.0%
DL 건설	11.0%	10.2%	13.9%	15.6%	17.6%	16.6%	14.2%	14.0%	12.5%	15.7%	14.1%
판관비	112	128	140	134	106	152	119	126	513	503	450
판관비율	6.2%	6.4%	7.3%	7.9%	6.2%	8.4%	7.0%	6.7%	6.9%	7.1%	6.6%
영업이익	81	126	117	63	157	159	131	159	387	607	520
YoY	32.9%	288.3%	40.0%	-33.5%	94.3%	26.3%	11.9%	153.6%	42.5%	56.9%	-14.3%
OPM	4.5%	6.3%	6.1%	3.7%	9.1%	8.8%	7.6%	8.5%	5.2%	8.5%	7.7%
DL 이앤씨	59	104	117	38	108	134	108	139	318	489	393
OPM	4.4%	6.6%	7.6%	2.9%	8.0%	9.4%	7.8%	9.0%	5.5%	8.6%	6.9%
DL 건설	22	23	0	25	50	26	23	20	70	119	127
OPM	4.7%	5.2%	0.0%	6.6%	13.3%	6.9%	6.9%	5.9%	4.2%	8.3%	8.9%
세전이익	43	25	150	-66	212	172	178	207	151	770	694
당기순이익	30	8	126	231	160	130	129	150	396	569	503
지배주주순이익	30	8	126	231	160	130	129	150	396	569	503
YoY	16.4%	-79.6%	179.0%	96.7%	429.5%	1464.5%	2.2%	-35.0%	72.6%	43.8%	-11.6%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318	7,402	7,120	6,780	6,984
매출원가	7,473	6,502	6,009	5,810	5,984
매출총이익	846	900	1,110	970	999
판매비	575	513	503	450	463
영업이익	271	387	607	520	536
EBITDA	356	461	619	529	542
영업외손익	83	-270	163	173	188
이자수익	103	110	135	145	157
이자비용	51	45	42	35	31
외환관련이익	192	95	43	43	43
외환관련손실	63	164	123	123	123
종속 및 관계기업손익	-8	2	-18	-2	-2
기타	-90	-268	168	145	144
법인세차감전이익	354	117	770	694	725
법인세비용	125	-253	201	191	199
계속사업손손익	229	370	569	503	525
당기순이익	229	370	569	503	525
지배주주순이익	229	370	569	503	525
증감율 및 수확성 (%)					
매출액 증감율	4.1	-11.0	-3.8	-4.8	3.0
영업이익 증감율	-18.0	42.8	56.8	-14.3	3.1
EBITDA 증감율	-14.9	29.5	34.3	-14.5	2.5
지배주주순이익 증감율	21.9	61.6	53.8	-11.6	4.4
EPS 증감율	22.2	61.3	53.7	-11.6	4.4
매출총이익율(%)	10.2	12.2	15.6	14.3	14.3
영업이익률(%)	3.3	5.2	8.5	7.7	7.7
EBITDA Margin(%)	4.3	6.2	8.7	7.8	7.8
지배주주순이익률(%)	2.8	5.0	8.0	7.4	7.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	6,006	5,635	6,153	6,346	6,689
현금 및 현금성자산	1,864	1,844	2,215	2,460	2,727
단기금융자산	300	287	292	298	304
매출채권 및 기타채권	1,649	1,547	1,647	1,578	1,581
재고자산	921	886	897	873	907
기타유동자산	1,272	1,071	1,102	1,137	1,170
비유동자산	3,707	4,035	4,040	4,066	4,094
투자자산	1,404	1,415	1,433	1,466	1,500
유형자산	36	42	35	30	27
무형자산	29	21	17	13	11
기타비유동자산	2,238	2,557	2,555	2,557	2,556
자산총계	9,712	9,669	10,194	10,412	10,783
유동부채	3,855	3,727	3,817	3,671	3,561
매입채무 및 기타채무	1,821	1,628	1,748	1,662	1,672
단기금융부채	291	563	533	483	413
기타유동부채	1,743	1,536	1,536	1,526	1,476
비유동부채	1,012	699	619	519	519
장기금융부채	871	521	441	341	341
기타비유동부채	141	178	178	178	178
부채총계	4,867	4,425	4,435	4,189	4,079
지배자본	4,846	5,244	5,758	6,223	6,703
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
기타자본	-16	-51	-136	-212	-290
기타포괄손익누계액	-274	-188	-103	-17	69
이익잉여금	1,076	1,423	1,937	2,391	2,865
비지배자본	0	0	0	0	0
자본총계	4,846	5,244	5,758	6,223	6,703

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	188	232	560	499	439
당기순이익	229	370	569	503	525
비현금항목의 가감	411	280	134	103	93
유형자산감가상각비	76	68	8	5	3
무형자산감가상각비	9	6	4	3	3
지분법평가손익	-11	-49	0	0	0
기타	337	255	122	95	87
영업활동자산부채증감	-375	-347	-40	-32	-112
매출채권및기타채권의감소	-408	-79	-100	68	-2
재고자산의감소	18	35	-11	23	-33
매입채무및기타채무의증가	267	-404	120	-86	10
기타	-252	101	-49	-37	-87
기타현금흐름	-77	-71	-103	-75	-67
투자활동 현금흐름	-167	-52	-67	-82	-83
유형자산의 취득	-10	-17	0	0	0
유형자산의 처분	5	2	0	0	0
무형자산의 순취득	-2	3	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-47	-11	-18	-34	-34
단기금융자산의감소(증가)	10	13	-6	-6	-6
기타	-123	-42	-43	-42	-43
재무활동 현금흐름	-192	-222	-241	-289	-226
차입금의 증가(감소)	-84	-136	-90	-130	-70
자본금 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-20	-34	-85	-75	-79
배당금지급	-22	-23	-37	-55	-49
기타	-66	-29	-29	-29	-28
기타현금흐름	31	22	118	118	138
현금 및 현금성자산의 순증가	-140	-20	370	245	267
기초현금 및 현금성자산	2,004	1,864	1,844	2,215	2,460
기말현금 및 현금성자산	1,864	1,844	2,215	2,460	2,727

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,348	8,625	13,257	11,720	12,239
BPS	112,902	122,184	134,169	144,983	156,187
CFPS	14,928	15,150	16,387	14,112	14,416
DPS	540	890	1,400	1,240	1,300
주가배수(배)					
PER	6.0	4.8	5.2	5.9	5.6
PER(최고)	8.3	6.9	8.0		
PER(최저)	5.3	3.5	3.0		
PBR	0.28	0.34	0.51	0.47	0.44
PBR(최고)	0.39	0.49	0.79		
PBR(최저)	0.25	0.25	0.29		
PSR	0.17	0.24	0.41	0.43	0.42
PCFR	2.2	2.7	4.2	4.9	4.8
EV/EBITDA	0.9	1.4	2.1	1.6	1.0
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
배당수익률(%:보통주, 현금)	1.7	2.2	2.0	1.8	1.9
ROA	2.4	3.8	5.7	4.9	5.0
ROE	4.8	7.3	10.3	8.4	8.1
ROIC	11.7	2.7	26.3	21.9	21.7
매출채권회전율	5.6	4.6	4.5	4.2	4.4
재고자산회전율	8.9	8.2	8.0	7.7	7.8
부채비율	100.4	84.4	77.0	67.3	60.9
순차입금비용	-20.7	-20.0	-26.6	-31.1	-34.0
이자보상배율	5.3	8.7	14.5	15.0	17.3
총차입금	1,162	1,084	974	824	754
순차입금	-1,002	-1,047	-1,533	-1,934	-2,277
NOPLAT	356	461	619	529	542
FCF	-95	-239	420	354	283

자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 (006360)



BUY(Maintain)

목표주가 43,000원

주가(8/25) 35,000원

건설 Analyst 신대현

동해 AI데이터센터 1.2GW 사업에 대한 사업 순향이 전망된다. 임차인 및 전력계통영향평가 문제가 해결되면서 사업 가시성은 높다고 판단된다. 이와 함께 하반기 130MW의 파이프라인을 통해 내년부터 AI DC 공사를 통한 매출 상승이 전망되며, '27년 추정치 매출액에 1.1조원 수준을 반영했다.

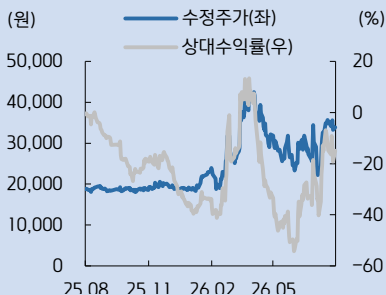
Stock Data

KOSPI (8/25)		6,742.74pt	
시가총액		29,954억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	43,100 원	18,070원	
최고/최저가대비 등락	-18.8%	93.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.7%	14.8%
	6M	46.1%	31.9%
	1Y	83.2%	-12.8%

Company Data

발행주식수	85,581 천주
일평균 거래량(3M)	2,475천주
외국인 지분율	19.7%
배당수익률(26E)	1.5%
BPS(26E)	57,090원
주요 주주	허창수 외 14 인
	23.0%

Price Trend



국내 AI DC 최대 수혜주

>>> 동해 AI데이터센터 1.2GW 순항 전망

GS그룹은 '28년까지 1.2GW 동해 AI데이터센터 추진을 계획하고 있다. 시장에서는 임차인 및 전력계통영향평가에 대한 의심이 있는 것으로 파악된다. 임차인의 경우 주요 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체들의 AI데이터센터 수요가 많은 점을 고려 시 충분히 1.2GW에 대한 임차인을 구할 수 있을 것으로 전망되고, 전력계통영향평가의 경우 '27년 3월 AI데이터센터 특별법이 시행될 예정인 만큼 늦어도 해당 시기엔 착공에 나설 수 있을 것으로 판단된다. 따라서, 동해 AI데이터센터에 대한 사업 가시성은 높을 것으로 판단된다.

>>> 데이터센터를 통한 외형 성장 가능성

현재 GS건설은 하반기 총 130MW(고양, 부산, 서울 총 3곳)의 데이터센터 파이프라인을 보유하고 있으며, 이들의 착공을 통해 내년부터 다시 주택건축 부문의 매출 성장이 나타날 것으로 판단된다. 또한, GS그룹의 동해 AI데이터센터도 언론에 따르면 100MW 규모 1단계 사업부터 시작하여 11월 착공에 나설 것으로 보인다. 동해 AI데이터센터의 사업 속도에 따라서 향후 GS건설의 매출 성장 속도가 결정될 것으로 판단되며, 현재 '27년 추정치에 데이터센터로 인한 매출액 상승을 1.1조원 정도 반영해주었다.

>>> 목표주가 43,000원 유지, 관심종목 제시

GS건설은 '21년부터 본격적인 주택분양 증가로 건축주택부문 매출 상승했던 시기 평균 PBR 0.73배를 기록했다. 현재 목표주가는 이를 반영하였으며, 향후 데이터센터가 사이클이 아닌 **중장기 안정적인 매출 추이를 보여준다면 밸류에이션 리레이팅 가능성도 충분하다고** 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,017	12,272	13,670
영업이익	286	438	393	558	621
EBITDA	495	675	612	775	836
세전이익	442	147	255	446	519
순이익	264	93	130	324	376
지배주주지분순이익	246	94	83	206	239
EPS(원)	2,869	1,093	966	2,401	2,791
증감률(% YoY)	흑전	-61.9	-11.6	148.5	16.2
PER(배)	6.0	18.0	35.1	14.1	12.1
PBR(배)	0.34	0.35	0.59	0.57	0.54
EV/EBITDA(배)	11.0	7.9	10.5	8.5	7.6
영업이익률(%)	2.2	3.5	3.6	4.5	4.5
ROE(%)	5.6	2.0	1.7	4.1	4.6
순차입금비용(%)	64.6	52.3	48.0	45.9	37.4

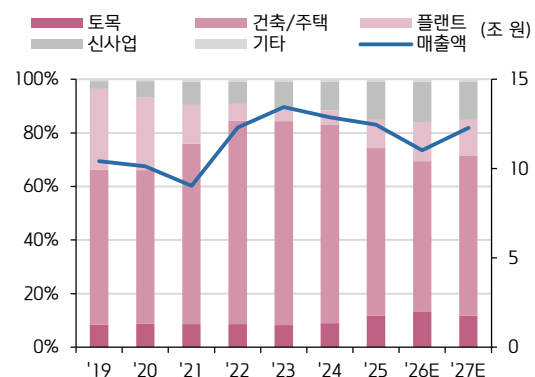
자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	2,836.9	11,016.9	12,272.0	2,781.6	10,933.1	11,865.0	2.0%	0.8%	3.4%
영업이익	128.8	392.6	557.6	120.4	415.6	592.2	7.0%	-5.5%	-5.8%
지배주주순이익	45.4	83.9	205.5	69.5	151.1	366.1	-34.7%	-44.5%	-43.9%

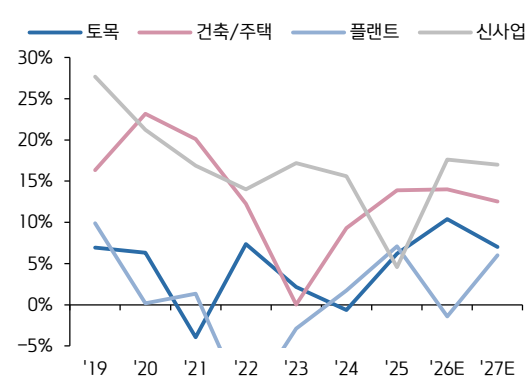
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 사업부문별 매출 비중 추이



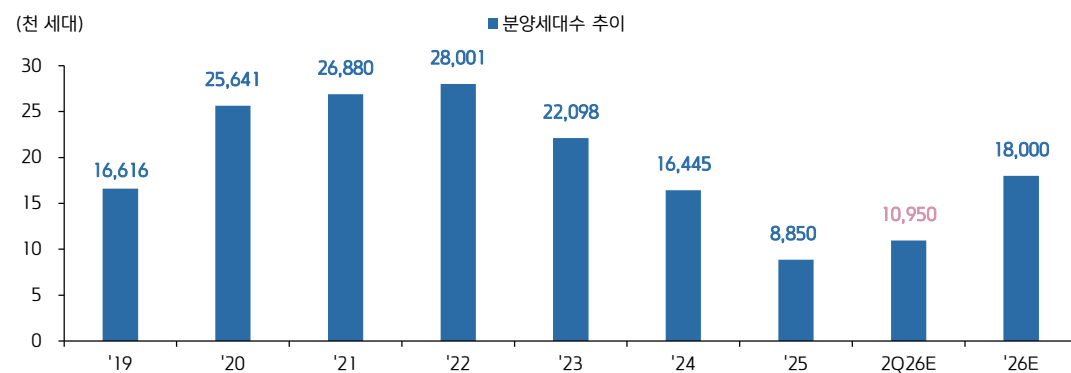
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 사업부문별 GPM 추이



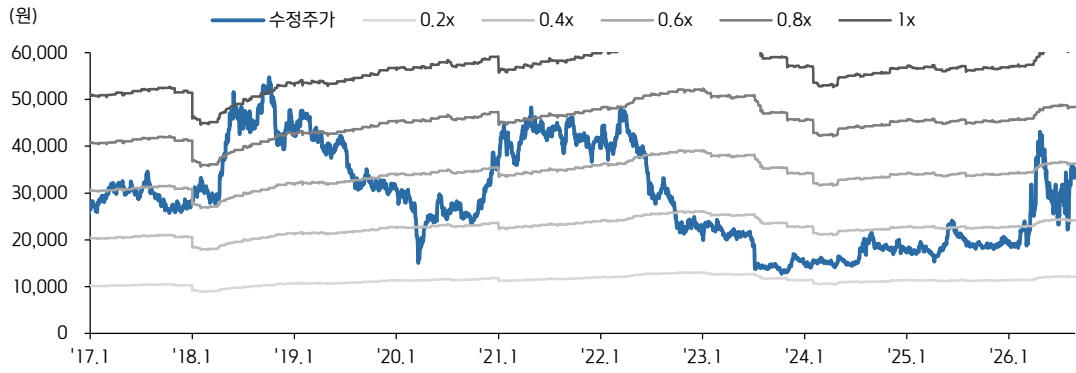
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 분양 세대 수 추이



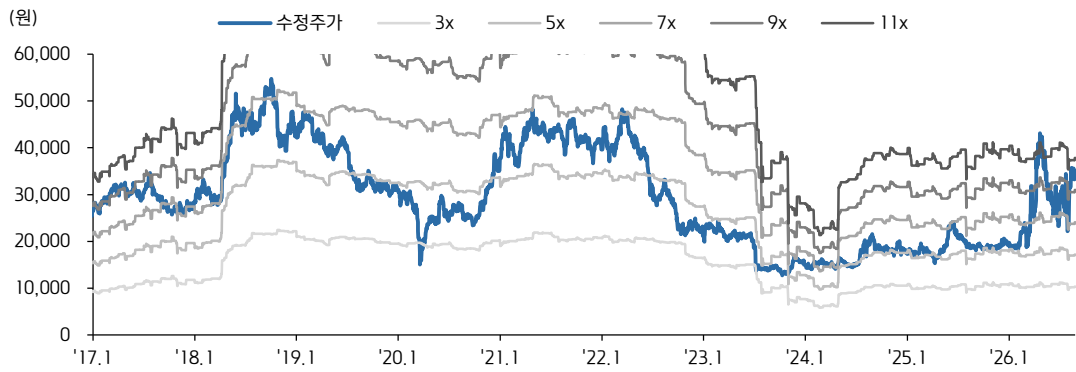
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
신규수주	4,655	3,230	4,453	6,869	2,603	5,224	2,900	6,100	19,207	16,827	18,000
수주잔고	63,536	62,428	64,640	70,553	72,131	75,395	75,482	78,609	70,553	78,609	84,442
매출액	3,063	3,196	3,208	2,984	2,401	2,780	2,837	3,000	12,451	11,017	12,272
YoY	-0.3%	-3.1%	3.2%	-11.9%	-21.6%	-13.0%	-11.6%	0.5%	-3.2%	-11.5%	11.4%
토목	346	311	381	424	326	397	363	368	1,462	1,454	1,440
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,537	1,557	1,680	7,787	6,195	7,344
플랜트	284	341	340	356	254	402	465	487	1,320	1,608	1,623
신사업	395	371	619	395	371	421	428	439	1,779	1,659	1,760
기타	25	30	25	24	25	28	24	24	103	102	105
매출총이익	291	299	389	366	198	406	331	352	1,345	1,287	1,422
YoY	5.9%	8.7%	51.6%	19.0%	-31.9%	35.8%	-14.8%	-4.0%	20.7%	-4.3%	10.5%
토목	51	-22	24	38	13	87	25	26	90	151	101
건축/주택	191	363	218	309	176	270	202	218	1,080	868	919
플랜트	7	4	31	52	-61	-28	33	34	93	-23	97
신사업/그린	37	-42	118	-31	68	82	71	72	82	293	299
매출총이익률	9.5%	9.3%	12.1%	12.3%	8.3%	14.6%	11.7%	11.7%	10.8%	11.7%	11.6%
토목	14.8%	-7.2%	6.2%	9.0%	3.9%	22.0%	7.0%	7.0%	6.2%	10.4%	7.0%
건축/주택	9.5%	16.9%	11.8%	17.3%	12.4%	17.6%	13.0%	13.0%	13.9%	14.0%	12.5%
플랜트	2.4%	1.1%	9.2%	14.5%	-24.2%	-7.0%	7.0%	7.0%	7.1%	-1.4%	6.0%
신사업/그린	9.4%	-11.4%	19.0%	-7.8%	18.3%	19.4%	16.5%	16.5%	4.6%	17.6%	17.0%
판매비	221	137	240	310	125	314	202	253	907	894	865
판매비율	7.2%	4.3%	7.5%	10.4%	5.2%	11.3%	7.1%	8.4%	7.3%	8.1%	7.0%
영업이익	70	162	148	57	73	91	129	99	438	393	558
YoY	0.5%	72.5%	81.6%	52.5%	4.3%	-43.6%	-13.2%	73.9%	54.7%	-10.3%	42.0%
OPM	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	3.1%	3.3%	4.5%	3.3%	3.5%	3.6%	4.5%
세전이익	43	-116	165	56	64	47	84	64	147	258	446
당기순이익	14	-87	122	45	11	14	61	46	94	132	324
지배주주순이익	27	-63	90	38	1	3	45	35	92	84	206
YoY	-80.1%	적전	-24.2%	흑전	-98.0%	흑전	-49.5%	-6.9%	-62.7%	-8.9%	145.1%

자료: GS건설, 키움증권 리서치

주1) 기존 그린 사업은 플랜트에 포함

주2) 신사업은 Prefab, GS Inima, GPC 등이 포함

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	12,864	12,450	11,017	12,272	13,670
매출원가	11,750	11,105	9,730	10,850	12,086
매출총이익	1,114	1,345	1,287	1,422	1,584
판매비	828	907	894	865	963
영업이익	286	438	393	558	621
EBITDA	495	675	612	775	836
영업외손익	156	-290	-138	-111	-102
이자수익	172	194	196	187	196
이자비용	315	331	324	317	317
외환관련이익	541	190	128	128	128
외환관련손실	368	299	154	154	154
중속 및 관계기업손익	-7	10	3	13	13
기타	133	-54	13	32	32
법인세차감전이익	442	147	255	446	519
법인세비용	178	54	124	123	143
계속사업순손익	264	93	130	324	376
당기순이익	264	93	130	324	376
지배주주순이익	246	94	83	206	239
증감율 및 수확성 (%)					
매출액 증감율	-4.3	-3.2	-11.5	11.4	11.4
영업이익 증감율	흑전	53.1	-10.3	42.0	11.3
EBITDA 증감율	흑전	36.4	-9.3	26.6	7.9
지배주주순이익 증감율	흑전	-61.8	-11.7	148.2	16.0
EPS 증감율	흑전	-61.9	-11.6	148.5	16.2
매출총이익율(%)	8.7	10.8	11.7	11.6	11.6
영업이익률(%)	2.2	3.5	3.6	4.5	4.5
EBITDA Margin(%)	3.8	5.4	5.6	6.3	6.1
지배주주순이익률(%)	1.9	0.8	0.8	1.7	1.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	268	592	328	124	478
당기순이익	264	93	130	324	376
비현금항목의 가감	608	882	433	422	431
유형자산감가상각비	181	207	183	183	183
무형자산감가상각비	28	31	36	34	32
지분법평가손익	-138	-54	6	-3	-3
기타	537	698	208	208	219
영업활동자산부채증감	-367	-114	-2	-388	-84
매출채권및기타채권의감소	303	184	220	-365	-220
재고자산의감소	189	169	-187	59	32
매입채무및기타채무의증가	-93	-339	11	-34	103
기타	-766	-128	-46	-48	1
기타현금흐름	-237	-269	-233	-234	-245
투자활동 현금흐름	-549	-247	-62	-61	-71
유형자산의 취득	-416	-226	-183	-183	-183
유형자산의 처분	48	7	0	0	0
무형자산의 순취득	-109	-67	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-529	-227	-6	3	3
단기금융자산의감소(증가)	290	62	-77	-86	-95
기타	167	204	204	205	204
재무활동 현금흐름	77	574	573	573	573
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-42	-42	-42	-42
기타	109	616	615	615	615
기타현금흐름	43	15	-742	-753	-721
현금 및 현금성자산의 순증가	-162	933	97	-117	260
기초현금 및 현금성자산	2,245	2,083	3,016	3,113	2,996
기말현금 및 현금성자산	2,083	3,016	3,113	2,996	3,256

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,667	9,074	9,261	9,584	10,126
현금 및 현금성자산	2,083	3,016	3,113	2,996	3,256
단기금융자산	731	669	745	831	926
매출채권 및 기타채권	2,841	2,664	2,444	2,809	3,029
재고자산	1,280	1,163	1,350	1,290	1,258
기타유동자산	2,463	2,231	2,354	2,489	2,583
비유동자산	9,137	9,386	9,350	9,316	9,284
투자자산	3,032	3,260	3,260	3,260	3,260
유형자산	2,639	1,626	1,626	1,626	1,626
무형자산	1,064	1,191	1,155	1,121	1,089
기타비유동자산	2,402	3,309	3,309	3,309	3,309
자산총계	17,803	18,460	18,611	18,900	19,411
유동부채	9,032	7,832	7,843	7,809	7,912
매입채무 및 기타채무	2,809	2,691	2,702	2,668	2,771
단기금융부채	3,222	2,261	2,261	2,261	2,261
기타유동부채	3,001	2,880	2,880	2,880	2,880
비유동부채	3,684	5,104	5,104	5,104	5,104
장기금융부채	2,880	4,315	4,315	4,315	4,315
기타비유동부채	804	789	789	789	789
부채총계	12,716	12,936	12,947	12,913	13,016
지배지분	4,414	4,793	4,886	5,091	5,361
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
기타자본	-98	-98	-98	-98	-98
기타포괄손익누계액	-106	2	54	96	170
이익잉여금	3,266	3,342	3,382	3,545	3,742
비지배지분	673	731	778	896	1,034
자본총계	5,087	5,524	5,664	5,987	6,395

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,869	1,093	966	2,401	2,791
BPS	51,578	56,005	57,090	59,484	62,641
CFPS	10,194	11,395	6,583	8,715	9,434
DPS	300	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	6.0	18.0	35.1	14.1	12.1
PER(최고)	7.6	22.7	46.4		
PER(최저)	4.8	13.9	18.9		
PBR	0.34	0.35	0.59	0.57	0.54
PBR(최고)	0.42	0.44	0.79		
PBR(최저)	0.27	0.27	0.32		
PSR	0.12	0.14	0.26	0.24	0.21
PCFR	1.7	1.7	5.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	11.0	7.9	10.5	8.5	7.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	9.6	45.4	32.6	13.1	11.3
배당수익률(%·보통주·현금)	1.7	2.5	1.5	1.5	1.5
ROA	1.5	0.5	0.7	1.7	2.0
ROE	5.6	2.0	1.7	4.1	4.6
ROIC	6.2	4.9	6.3	12.0	12.6
매출채권회전율	4.3	4.5	4.3	4.7	4.7
재고자산회전율	9.8	10.2	8.8	9.3	10.7
부채비율	250.0	234.2	228.6	215.7	203.6
순차입금비율	64.6	52.3	48.0	45.9	37.4
이자보상배율	0.9	1.3	1.2	1.8	2.0
총차입금	6,102	6,576	6,576	6,576	6,576
순차입금	3,288	2,891	2,717	2,748	2,394
NOPLAT	495	675	612	775	836
FCF	-386	21	234	50	398



BUY(Maintain)

목표주가 178,000원

주가(8/25) 121,300원

건설 Analyst 신대현

현대건설의 테라파워 SMR 독점 EPC 권한 확보는 원전 파이프라인 강화된 점은 향후 원전을 통한 성장에 있어 긍정적이라 판단된다. 기존 파이프라인도 여전히 유효한 상황이다. 또한, 국내에서 수전 용량 기준으로 가장 많은 데이터센터를 지은 레퍼런스와 함께 현대차그룹의 새만금 AI DC 투자로 국내 AI DC 확대 속 수혜가 전망된다.

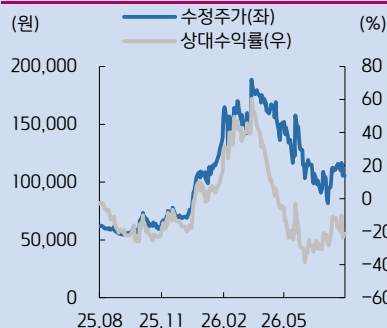
Stock Data

KOSPI (8/25)		6,742.74pt	
시가총액		135,075억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		188,700 원	54,400원
최고/최저가대비 등락		-35.7%	123.0%
주가수익률		절대	상대
1M		14.2%	13.3%
6M		-21.8%	-29.5%
1Y		88.6%	-10.2%

Company Data

발행주식수	111,356 천주
일평균 거래량(3M)	717천주
외국인 지분율	26.7%
배당수익률(26E)	0.8%
BPS(26E)	79,699원
주요 주주	현대자동차 외 5 인 34.9%

Price Trend



전력에 DC까지 패키지로 공급 가능

>>> 테라파워 SMR까지 확대된 파이프라인

현대건설의 주가는 그동안 원전 사업의 지연으로 약세를 보였었다. 다만, 최근 테라파워 SMR에 대한 독점 EPC 권한을 확보한 점은 현대건설의 원전 파이프라인의 가시성과 확장성 높여준 것으로 판단된다. 테라파워 SMR FOAK의 경우 이미 건설허가를 받은 후 일부 착공에 들어간 것으로 보인다. 향후 들어가는 8기의 NOAK도 Meta와의 협약 연계가 되어 이미 Off-Taker가 존재하는 만큼 다른 파이프라인 대비 가시성이 높다고 판단된다. SMR은 데이터센터의 기저 전력으로 활용하기 좋으며, 대형원전 대비 상대적으로 공기가 짧을 것으로 보이는 점도 긍정적이다. 그 외 Holtec과 준비중은 Palisade, Oyster Creek, UK Cottam 등의 SMR 파이프라인도 여전히 유효한 상황이다

>>> 또 다른 국내 데이터센터 강자

현대건설은 현재까지 총 18건의 데이터센터 레퍼런스를 보유하고 있다. 또한, 수전용량 기준으로만 볼 시 GS건설 대비 더 많은 공사를 한 것으로 파악된다. 현대차그룹에서도 현재 새만금 부지에 '27년 AI데이터센터 착공에 나설 것으로 보이며, 언론상 나온 금액은 투자금액은 약 5.8조원이다. 또한, 새만금 내의 태양광 사업에선 현대엔지니어링의 참여가 예상되기 때문에 현대차그룹의 투자에 따른 수혜가 전망된다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 178,000원 하향

현대건설의 목표주가는 기존 원전 사업들의 사업 지연 및 환율 변화에 따라 하향했다. 다만, 현대건설의 원전 시장 내에서의 주요 EPC사로서의 지위는 여전히 높으며, 원전이 중장기 성장 요인으로 작용할 것으로 전망된다. 국내 AI데이터센터 확장에서도 현대차그룹의 투자와 더불어 그동안의 레퍼런스를 통한 추가 수주 가능성도 높다고 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	26,143	25,564	26,892
영업이익	-1,263	653	863	1,057	1,031
EBITDA	-1,042	854	1,060	1,215	1,153
세전이익	-986	647	913	1,099	1,073
순이익	-766	559	653	797	778
지배주주지분순이익	-169	373	436	532	519
EPS(원)	-1,500	3,320	3,879	4,730	4,621
증감률(% YoY)	적전	흑전	16.9	21.9	-2.3
PER(배)	-16.9	21.1	27.2	22.3	22.9
PBR(배)	0.36	0.95	1.39	1.32	1.27
EV/EBITDA(배)	-2.2	9.4	12.5	9.6	10.1
영업이익률(%)	-3.9	2.1	3.3	4.1	3.8
ROE(%)	-2.1	4.6	5.2	6.1	5.7
순차입금비율(%)	-22.9	-16.5	-6.3	-21.5	-23.1

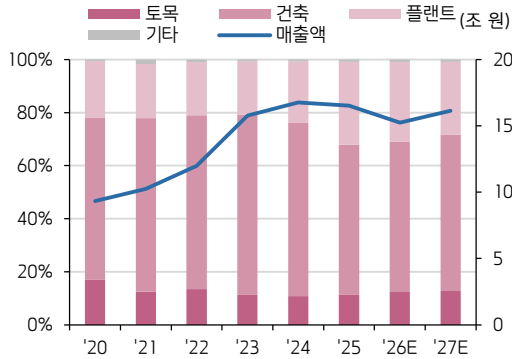
자료: 키움증권 리서치센터

현대건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	6,414.0	26,143.2	25,564.2	6,764.8	26,965.9	28,823.0	-5.2%	-3.1%	-11.3%
영업이익	219.0	863.1	1,056.7	214.4	870.0	1,135.7	2.1%	-0.8%	-7.0%
지배주주순이익	112.6	436.5	531.7	110.6	519.7	670.3	1.8%	-16.0%	-20.7%

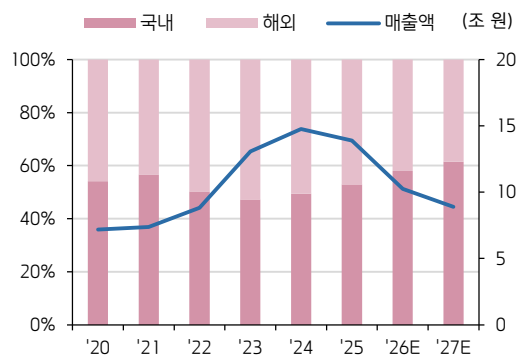
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설(별도) 사업부문별 매출 비중 추이



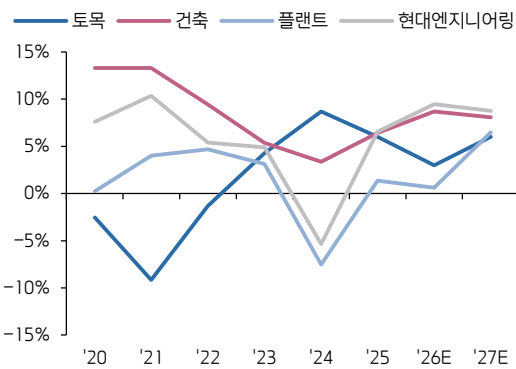
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대엔지니어링 국내, 해외 매출 비중 추이



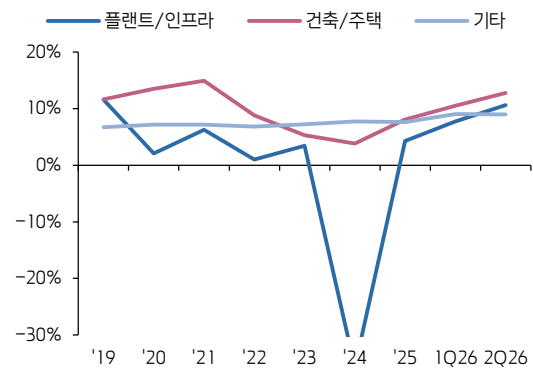
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대건설(별도) 사업부문별 GPM 추이



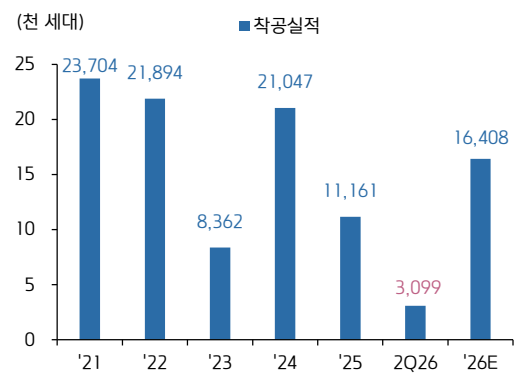
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대엔지니어링 사업부문별 GPM 추이



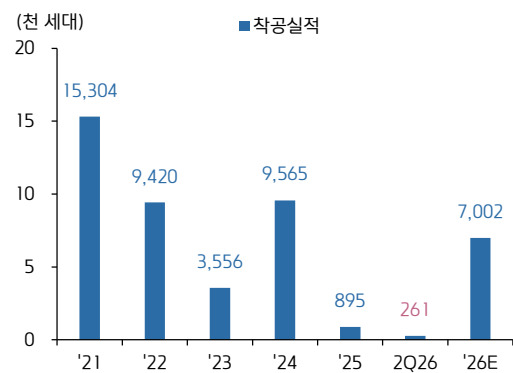
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대건설(별도) 착공 세대수



자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대엔지니어링 착공 세대수



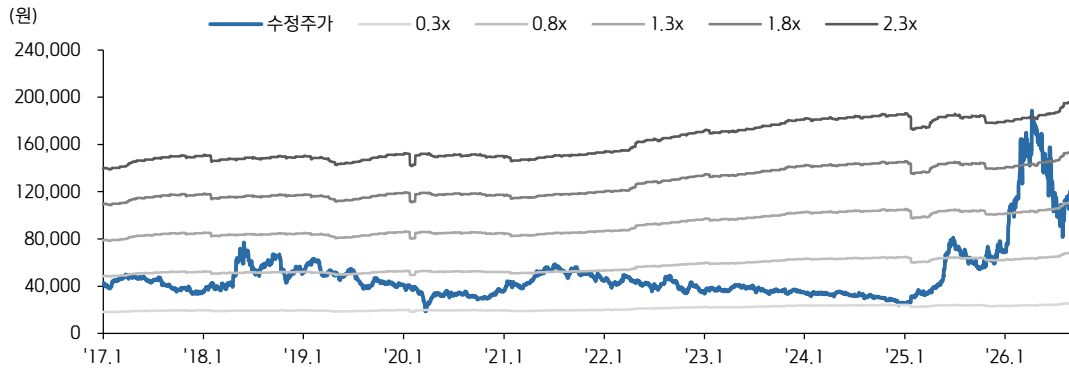
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터

현대건설 목표주가 산정

항목 (배, 십억 원)	목표주가 산정	설명
① 원전 외 EBITDA 추정	1,123	'26년, '27년 원전 외 사업부 EBITDA 추정치
② 원전 외 목표 EV/EBITDA	5.5	'17~'18년 현대건설 EV/EBITDA
③ 원전 외 사업부 EV	6,130	
④ 원전사업 EBITDA 추정	563	'31년 원전 사업부 EBITDA(14기 가정)
⑤ 원전사업 목표 EV/EBITDA	29.8	'26년, '27년 원전 PEER 그룹 EV/EBITDA
⑥ 미래 원전사업 EV 추정	16,781	'31년 EV (④*⑤)
⑦ 원전사업 EV 현재가치	12,231	WACC= 7.28% 추산하여 '26년 기준으로 할인
⑧ EV 총합	18,361	③+⑦
⑨ 순차입금	-1,551	'26년, '27년 순차입금
⑩ 시가총액	19,912	⑧-⑨
⑪ 상장 주식수(천)	112,410	
⑫ 목표주가(원)	178,000	⑩ ÷ ⑪(백의 자리수 반올림)
현재주가(원)	121,300	'26년 8월 25일 종가
상승여력	47%	

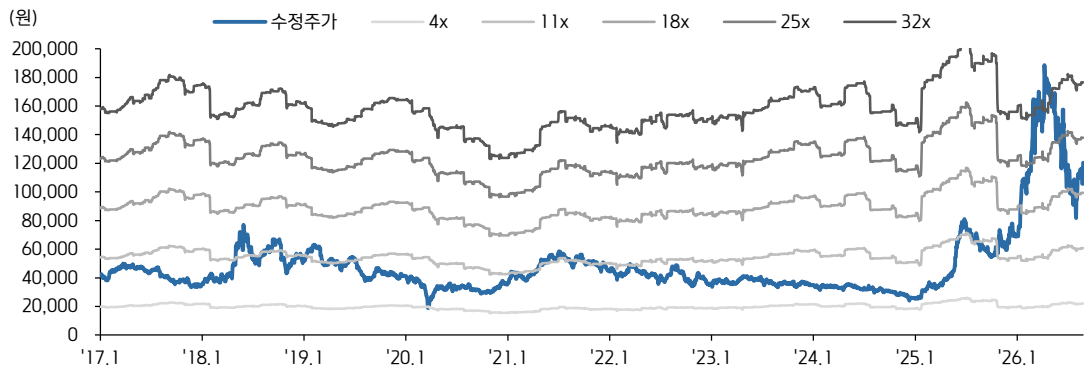
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
신규수주	9,430	7,304	9,382	7,323	3,962	18,861	5,792	6,292	33,439	34,908	39,347
현대건설	6,832	6,673	7,070	4,936	2,549	10,752	4,236	4,736	25,511	22,273	31,118
현대엔지니어링	2,533	565	2,237	1,755	1,392	8,007	1,500	1,500	7,090	12,399	8,000
수주잔고	98,148	94,761	96,040	95,090	92,324	103,983	106,065	105,832	95,090	105,832	119,965
현대건설	63,938	64,079	68,697	69,736	68,618	75,721	78,914	79,732	69,736	79,732	94,751
현대엔지니어링	33,991	30,447	26,972	24,676	23,117	28,149	27,152	26,100	24,676	26,100	25,215
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,842	6,414	6,606	31,063	26,143	25,564
YoY	-12.8%	-10.4%	-5.3%	10.9%	-15.8%	-11.4%	-18.0%	-18.0%	-5.0%	-15.8%	-2.2%
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,919	3,781	3,917	16,513	15,229	16,125
YoY	-6.7%	-3.9%	5.1%	-0.2%	-7.1%	-5.7%	-12.9%	-5.0%	-1.4%	-7.8%	5.9%
토목	419	421	491	525	423	504	495	500	1,856	1,922	2,061
건축	2,298	2,404	2,556	2,062	1,872	2,279	2,123	2,260	9,320	8,534	9,480
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,037	1,127	1,122	5,149	4,562	4,440
기타	36	46	27	81	42	98	36	36	139	144	144
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,668	2,497	2,552	13,897	10,254	8,885
YoY	-17.8%	-16.0%	-12.5%	35.1%	-24.7%	-21.8%	-24.6%	-32.9%	-5.9%	-26.2%	-13.3%
매출총이익	514	469	390	608	505	547	489	517	1,980	2,059	2,181
YoY	-3.7%	37.0%	11.9%	흑전	-1.6%	16.8%	25.5%	-15.0%	흑전	4.0%	5.9%
현대건설	210	184	178	320	257	196	233	253	892	939	1,252
YoY	-27.5%	24.7%	34.1%	-262.1%	22.3%	6.4%	30.7%	-20.8%	-58.2%	-5.0%	-25.0%
토목	36	26	47	3	35	-27	25	25	112	57	124
건축	99	133	131	235	82	301	173	187	598	743	765
플랜트	51	-3	-16	38	123	-135	17	23	70	28	288
현대엔지니어링	239	234	176	263	230	302	216	225	912	972	779
YoY	22.5%	52.3%	11.7%	흑전	-3.9%	29.2%	22.9%	-14.6%	흑전	6.7%	-19.9%
매출총이익률	6.9%	6.1%	5.0%	7.5%	8.0%	8.0%	7.6%	7.8%	6.4%	7.9%	8.5%
현대건설	5.4%	4.4%	4.1%	7.8%	7.1%	5.0%	6.2%	6.5%	5.4%	6.2%	7.8%
토목	8.6%	6.1%	9.6%	0.5%	8.2%	-5.4%	5.0%	5.0%	6.0%	3.0%	6.0%
건축	4.3%	5.5%	5.1%	11.4%	4.4%	13.2%	8.1%	8.3%	6.4%	8.7%	8.1%
플랜트	4.5%	-0.3%	-1.3%	2.6%	9.6%	-13.0%	1.5%	2.1%	1.4%	0.6%	6.5%
현대엔지니어링	7.1%	6.9%	5.3%	6.9%	9.1%	11.3%	8.6%	8.8%	6.6%	9.5%	8.8%
판매비	300	252	286	490	324	283	270	317	1,327	1,196	1,124
판매비율	4.0%	3.3%	3.7%	6.1%	5.2%	4.1%	4.2%	4.8%	4.3%	4.6%	4.4%
영업이익	214	217	104	119	181	264	219	200	653	863	1,057
YoY	-14.8%	51.5%	-12.5%	흑전	-15.3%	21.6%	111.5%	68.5%	흑전	32.1%	22.4%
OPM	2.9%	2.8%	1.3%	1.5%	2.9%	3.9%	3.4%	3.0%	2.1%	3.3%	4.1%
현대건설	51	77	42	79	84	96	97	80	249	356	649
OPM	1.3%	1.8%	1.0%	1.9%	2.3%	2.5%	2.6%	2.0%	1.5%	2.3%	4.0%
현대엔지니어링	104	96	32	27	84	125	89	89	260	387	289
OPM	3.1%	2.8%	1.0%	0.7%	3.3%	4.7%	3.6%	3.5%	1.9%	3.8%	3.2%
세전이익	205	200	84	157	274	240	210	191	647	914	1,099
당기순이익	167	159	68	166	207	157	152	138	559	654	797
지배주주순이익	120	95	44	115	174	116	113	103	373	436	532
YoY	-22.5%	-37.2%	-13.7%	흑전	44.1%	23.2%	158.3%	-10.6%	흑전	17.0%	21.8%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	32,670	31,063	26,143	25,564	26,892
매출원가	32,887	29,083	24,084	23,383	24,688
매출총이익	-217	1,980	2,059	2,181	2,204
판매비	1,046	1,327	1,196	1,124	1,173
영업이익	-1,263	653	863	1,057	1,031
EBITDA	-1,042	854	1,060	1,215	1,153
영업외손익	278	-6	50	42	42
이자수익	217	200	160	207	206
이자비용	101	122	118	108	100
외환관련이익	521	333	254	254	254
외환관련손실	382	341	267	267	267
중속 및 관계기업손익	6	-7	6	-2	-2
기타	17	-69	15	-42	-49
법인세차감전이익	-986	647	913	1,099	1,073
법인세비용	-219	88	260	302	295
계속사업손손익	-766	559	653	797	778
당기순이익	-766	559	653	797	778
지배주주순이익	-169	373	436	532	519
증감율 및 수확성 (%)					
매출액 증감율	10.2	-4.9	-15.8	-2.2	5.2
영업이익 증감율	-260.8	-151.7	32.2	22.5	-2.5
EBITDA 증감율	-206.2	-182.0	24.1	14.6	-5.1
지배주주순이익 증감율	-131.5	-320.7	16.9	22.0	-2.4
EPS 증감율	적전	흑전	16.9	21.9	-2.3
매출총이익율(%)	-0.7	6.4	7.9	8.5	8.2
영업이익률(%)	-3.9	2.1	3.3	4.1	3.8
EBITDA Margin(%)	-3.2	2.7	4.1	4.8	4.3
지배주주순이익률(%)	-0.5	1.2	1.7	2.1	1.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-119	-748	-727	1,992	555
당기순이익	-766	559	653	797	778
비현금항목의 가감	258	671	446	401	351
유형자산감가상각비	211	190	185	148	115
무형자산감가상각비	10	11	12	10	8
지분법평가손익	-266	-18	-25	-17	-17
기타	303	488	274	260	245
영업활동자산부채증감	588	-1,991	-1,618	989	-393
매출채권및기타채권의감소	-1,540	-1,288	-780	1,371	-280
재고자산의감소	43	64	12	-40	-18
매입채무및기타채무의증가	1,621	225	-872	-364	-117
기타	464	-992	22	22	22
기타현금흐름	-199	13	-208	-195	-181
투자활동 현금흐름	212	25	134	73	71
유형자산의 취득	-179	-107	-50	-25	-21
유형자산의 처분	6	20	0	0	0
무형자산의 순취득	-15	-8	12	23	30
투자자산의감소(증가)	-168	103	-50	-50	-50
단기금융자산의감소(증가)	256	-223	-19	-115	-129
기타	312	240	241	240	241
재무활동 현금흐름	734	434	-182	-382	-332
차입금의 증가(감소)	942	595	0	-200	-150
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-69	-90	-90	-90
기타	-113	-92	-92	-92	-92
기타현금흐름	98	-29	-240	-240	-240
현금 및 현금성자산의 순증가	925	-318	-1,015	1,443	54
기초현금 및 현금성자산	4,206	5,130	4,813	3,797	5,240
기말현금 및 현금성자산	5,130	4,813	3,797	5,240	5,294

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	21,101	21,958	21,707	21,912	22,370
현금 및 현금성자산	5,130	4,813	3,797	5,240	5,294
단기금융자산	715	938	957	1,071	1,200
매출채권 및 기타채권	12,100	13,206	13,987	12,616	12,896
재고자산	777	747	735	775	793
기타유동자산	3,094	3,192	3,188	3,281	3,387
비유동자산	5,905	5,834	5,729	5,620	5,537
투자자산	1,390	1,280	1,335	1,383	1,430
유형자산	1,289	1,225	1,090	967	874
무형자산	751	765	740	707	669
기타비유동자산	2,475	2,564	2,564	2,563	2,564
자산총계	27,005	27,792	27,436	27,532	27,907
유동부채	14,664	14,843	13,971	13,507	13,240
매입채무 및 기타채무	9,940	10,716	9,844	9,479	9,363
단기금융부채	1,916	2,256	2,256	2,156	2,006
기타유동부채	2,808	1,871	1,871	1,872	1,871
비유동부채	2,672	2,836	2,836	2,736	2,736
장기금융부채	1,711	1,825	1,825	1,725	1,725
기타비유동부채	961	1,011	1,011	1,011	1,011
부채총계	17,336	17,679	16,807	16,243	15,976
지배지분	8,025	8,265	8,564	8,959	9,342
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
기타자본	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄손익누계액	244	210	163	116	69
이익잉여금	6,130	6,403	6,749	7,191	7,621
비지배지분	1,644	1,848	2,065	2,330	2,589
자본총계	9,669	10,113	10,629	11,289	11,931

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,500	3,320	3,878.9	4,730.3	4,621
BPS	71,394	73,523	76,185	79,699	83,103
CFPS	-4,522	10,942	9,779	10,658	10,043
DPS	600	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	-16.9	21.1	27.2	22.3	22.9
PER(최고)	-24.0	25.6	51.1		
PER(최저)	-16.1	7.6	17.6		
PBR	0.36	0.95	1.39	1.32	1.27
PBR(최고)	0.50	1.16	2.60		
PBR(최저)	0.34	0.34	0.90		
PSR	0.09	0.25	0.45	0.46	0.44
PCFR	-5.6	6.4	10.8	9.9	10.5
EV/EBITDA	-2.2	9.4	12.5	9.6	10.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-8.7	15.9	13.6	11.2	11.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	1.1	0.8	0.8	0.8
ROA	-3.0	2.0	2.4	2.9	2.8
ROE	-2.1	4.6	5.2	6.1	5.7
ROIC	-22.8	8.0	8.1	9.8	10.1
매출채권회전율	2.9	2.5	1.9	1.9	2.1
재고자산회전율	41.0	40.8	35.3	33.9	34.3
부채비율	179.3	174.8	158.1	143.9	133.9
순차입금비율	-22.9	-16.5	-6.3	-21.5	-23.1
이자보상배율	-12.6	5.3	7.3	9.8	10.3
총차입금	3,627	4,082	4,082	3,882	3,732
순차입금	-2,218	-1,669	-672	-2,430	-2,762
NOPLAT	-1,042	854	1,060	1,215	1,153
FCF	-834	-1,371	-841	1,911	486

대우건설 (047040)



BUY(Maintain)

목표주가 23,000원

주가(8/25) 17,620원

건설 Analyst 신대현

대우건설의 데이터센터 레퍼런스는 적으나, 향후 전남 지역에서의 AI DC 조성이 가속화될 경우 대우건설의 수혜가 전망된다. 연초 전남 장성군·강진군과 AI DC 조성에 대한 MoU를 체결했기 때문이다. 또한, 주요 대형 파이프라인들에서의 진행상황을 고려 시 연내 다수의 플랜트/인프라 수주가 가능할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (8/25)		6,742.74pt	
시가총액		72,402억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		37,150 원	3,360원
최고/최저가대비 등락		-52.6%	424.4%
주가수익률		절대	상대
1M		15.2%	14.3%
6M		101.4%	81.7%
1Y		309.8%	95.1%

Company Data

발행주식수	410,908 천주
일평균 거래량(3M)	7,394천주
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	9,613원
주요 주주	중흥토건 외 2 인 51.3%

Price Trend



전남 데이터센터 확장 수혜

>>> 데이터센터 사업 확장 중

대우건설은 대형건설사 중 데이터센터 레퍼런스가 2건으로 가장 적다. 다만, 회사는 현재 데이터센터 사업 전담 TF를 신설하여 사업 영역을 빠르게 확장해나가고 있다. 연초 대우건설은 전남 장성군·강진군에서 각각 200MW, 300MW AI데이터센터 조성에 관한 MoU를 체결한 바 있다. 장성군의 경우 최근 미국 AI인프라 전문기업 AI 패브릭·에이파사드와 AI데이터센터 구축을 위한 MoU를 추가 체결했으며, 빠르면 내년 착공이 예상된다. 강진군의 경우 '27년 연말 착공예정이며, '30년 가동을 목표하고 있다.

>>> 하반기 대형 플랜트/인프라 수주 전망

대우건설은 2분기 실적 발표에서 수주가이던스를 18조에서 27조로 상향했다. 현재 이는 주요 파이프라인인 체코 두코바니 원전, 파푸아뉴기니 LNG CPF, 나이지리아 Indorama, 모잠비크 LNG Area4, 가덕도 신공항 등의 수주 가능성이 증가했기 때문이다. 이미 파푸아뉴기니 LNG CPF는 우선 협상 대상자 선정 공시가 완료되었고, 모잠비크 LNG Area4에 대한 낙찰의향서(LoI)도 수령하였기 때문에 이 둘은 연내 수주 가능성이 높을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 23,000원 유지

대우건설의 주가는 4월 하락 이후 회복을 못하고 있는 상황이다. 여전히 다른 건설사 대비 높은 PBR은 부담요인이나, 하반기 대형 수주건들이 다수 있다는 점은 긍정적이다. 또한, 향후 국내 AI데이터센터 확장에서도 대우건설일 수혜가 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,504	8,055	8,025	8,823	9,347
영업이익	403	-815	870	890	943
EBITDA	526	-701	1,037	1,040	1,111
세전이익	358	-1,209	842	862	944
순이익	243	-916	627	625	685
지배주주지분순이익	234	-912	618	616	675
EPS(원)	563	-2,195	1,486	1,483	1,624
증감률(% YoY)	-54.3	적전	흑전	-0.2	9.5
PER(배)	5.5	-1.7	10.6	10.6	9.7
PBR(배)	0.30	0.47	1.64	1.41	1.23
EV/EBITDA(배)	6.3	-4.8	8.3	7.8	6.7
영업이익률(%)	3.8	-10.1	10.8	10.1	10.1
ROE(%)	5.6	-23.9	16.8	14.3	13.5
순차입금비율(%)	46.2	47.8	47.6	31.7	14.6

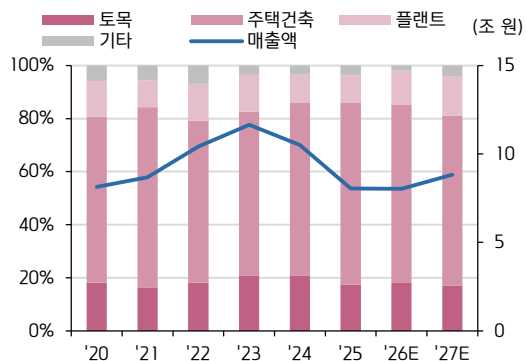
자료: 키움증권 리서치센터

대우건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	1,954.1	8,025.3	8,822.9	2,004.4	8,111.3	9,079.7	-2.5%	-1.1%	-2.8%
영업이익	182.3	869.8	889.7	167.7	831.5	815.0	8.7%	4.6%	9.2%
지배주주순이익	122.4	617.6	616.2	106.0	564.3	538.8	15.5%	9.4%	14.4%

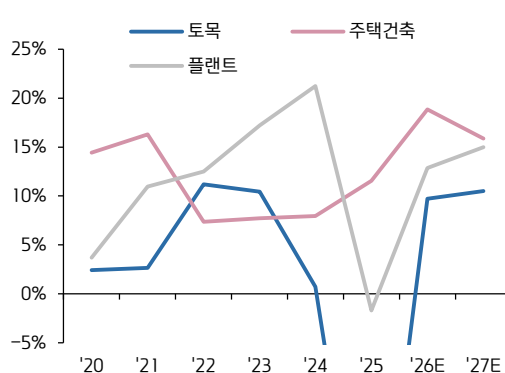
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 사업부문별 매출 비중 추이



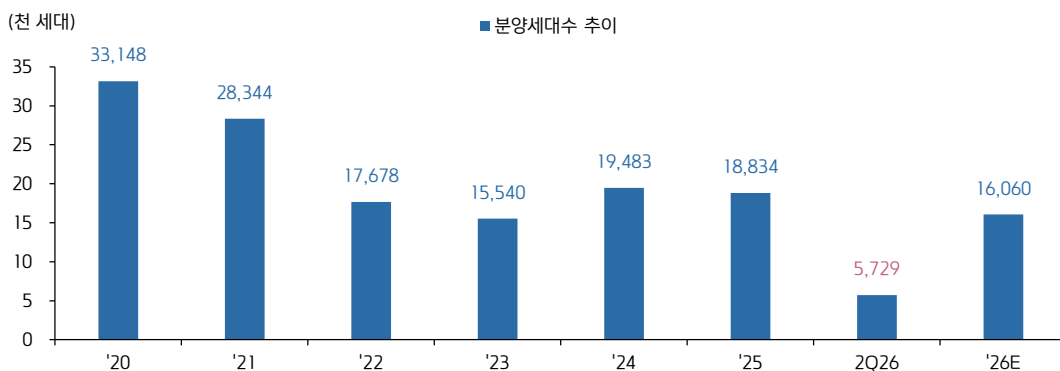
자료: 대우건설, 키움증권 리서치센터

대우건설 사업부문별 GPM 추이



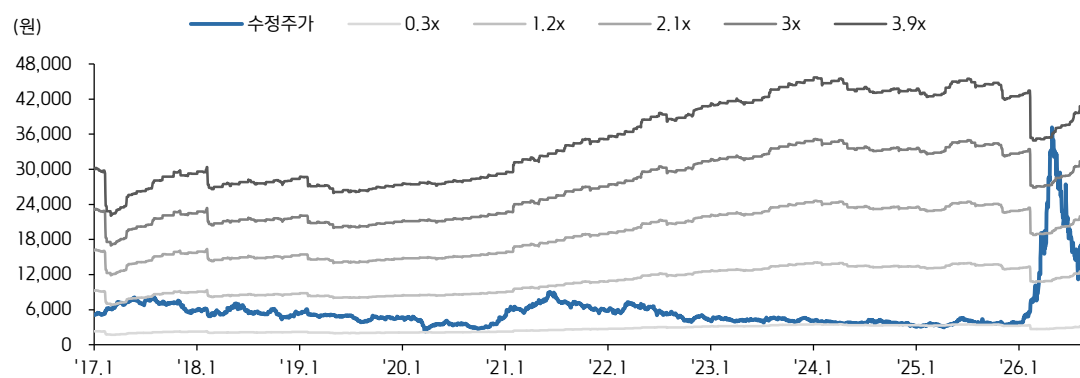
자료: 대우건설, 키움증권 리서치센터

대우건설 분양 세대 수 추이



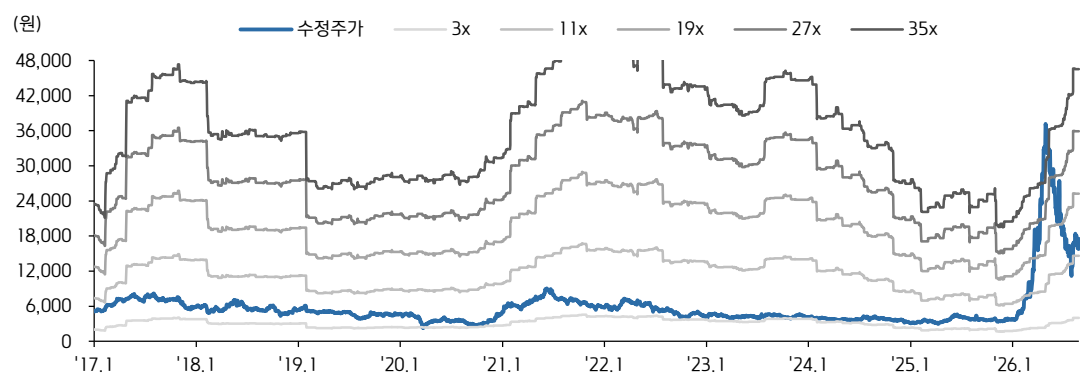
자료: 대우건설, 키움증권 리서치센터

대우건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
신규수주	2,824	2,999	5,333	3,080	3,421	3,707	5,248	12,867	14,236	25,243	20,848
수주잔고	45,013	44,993	48,804	50,597	51,890	53,109	56,402	67,193	50,597	67,193	79,218
매출액	2,077	2,273	1,991	1,714	1,951	2,044	1,954	2,076	8,055	8,025	8,823
YoY	-16.5%	-19.4%	-21.9%	-35.2%	-6.0%	-10.1%	-1.8%	21.1%	-23.3%	-0.4%	9.9%
토목	415	427	409	153	351	393	355	355	1,404	1,453	1,493
건축	1,382	1,476	1,322	1,329	1,273	1,392	1,309	1,407	5,508	5,382	5,661
플랜트	227	259	220	136	284	228	245	273	841	1,030	1,316
기타	53	112	40	96	44	31	45	42	301	161	353
매출총이익	251	248	173	-434	364	350	303	324	238	1,340	1,371
YoY	16.7%	-9.9%	2.3%	적전	45.0%	41.1%	74.8%	흑전	-74.3%	462.3%	2.3%
토목	36	-13	-23	-499	31	38	35	37	-498	141	157
건축	150	176	152	159	265	301	216	232	637	1,014	898
플랜트	51	48	35	-149	47	8	37	41	-14	132	197
매출총이익률	12.1%	10.9%	8.7%	-25.3%	18.6%	17.1%	15.5%	15.6%	3.0%	16.7%	15.5%
토목	8.7%	-2.9%	-5.6%	-326.2%	8.8%	9.6%	10.0%	10.5%	-35.5%	9.7%	10.5%
건축	10.8%	11.9%	11.5%	12.0%	20.8%	21.6%	16.5%	16.5%	11.6%	18.8%	15.9%
플랜트	22.6%	18.7%	15.8%	-109.3%	16.5%	3.4%	15.0%	15.0%	-1.7%	12.9%	15.0%
판매비	99	166	117	672	108	118	120	125	1,054	471	481
판매비율	4.8%	7.3%	5.9%	39.2%	5.5%	5.8%	6.2%	6.0%	13.1%	5.9%	5.5%
영업이익	151	82.2	57	-1,106	256	232	182	200	-815	870	890
YoY	31.8%	-21.6%	-9.1%	적전	68.9%	182.6%	222.1%	흑전	적전	흑전	2.3%
OPM	7.3%	3.6%	2.8%	-64.5%	13.1%	11.4%	9.3%	9.6%	-10.1%	10.8%	10.1%
세전이익	96	-51	-56	-1,198	267	212	173	190	-1,209	842	862
당기순이익	58	-43	-53	-878	196	167	125	138	-916	626	625
지배주주순이익	56	-43	-53	-872	194	166	122	135	-912	618	616
YoY	-36.7%	적전	적전	적전	247.6%	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-0.2%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,504	8,055	8,025	8,823	9,347
매출원가	9,576	7,816	6,685	7,452	7,895
매출총이익	928	238	1,340	1,371	1,452
판매비	524	1,054	471	481	509
영업이익	403	-815	870	890	943
EBITDA	526	-701	1,037	1,040	1,111
영업외손익	-45	-393	-28	-28	2
이자수익	104	124	127	129	139
이자비용	160	183	199	182	163
외환관련이익	481	117	83	83	83
외환관련손실	347	201	125	125	125
중속 및 관계기업손익	0	-46	-46	-46	-46
기타	-123	-204	132	113	114
법인세차감전이익	358	-1,209	842	862	944
법인세비용	116	-293	216	237	260
계속사업손손익	243	-916	627	625	685
당기순이익	243	-916	627	625	685
지배주주순이익	234	-912	618	616	675
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-9.8	-23.3	-0.4	9.9	5.9
영업이익 증감율	-39.2	-302.2	-206.7	2.3	6.0
EBITDA 증감율	-33.4	-233.3	-247.9	0.3	6.8
지배주주순이익 증감율	-54.3	-489.7	-167.8	-0.3	9.6
EPS 증감율	-54.3	적전	흑전	-0.2	9.5
매출총이익율(%)	8.8	3.0	16.7	15.5	15.5
영업이익률(%)	3.8	-10.1	10.8	10.1	10.1
EBITDA Margin(%)	5.0	-8.7	12.9	11.8	11.9
지배주주순이익률(%)	2.2	-11.3	7.7	7.0	7.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-1,284	463	227	1,026	1,298
당기순이익	243	-916	627	625	685
비현금항목의 가감	461	987	878	864	875
유형자산감가상각비	114	106	159	143	162
무형자산감가상각비	8	8	8	7	6
지분법평가손익	-182	-46	0	0	0
기타	521	919	711	714	707
영업활동자산부채증감	-1,873	591	-993	-174	20
매출채권및기타채권의감소	-884	-20	-70	-119	-359
재고자산의감소	-119	60	-1,107	190	319
매입채무및기타채무의증가	-193	385	36	84	91
기타	-677	166	148	-329	-31
기타현금흐름	-115	-199	-285	-289	-282
투자활동 현금흐름	104	172	174	-3	-5
유형자산의 취득	-38	-100	-139	-181	-182
유형자산의 처분	2	11	0	0	0
무형자산의 순취득	-6	-10	0	0	0
투자자산의감소(증가)	191	-178	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-175	267	130	-5	-5
기타	130	182	183	183	182
재무활동 현금흐름	1,170	57	480	-290	-340
차입금의 증가(감소)	1,224	50	470	-300	-350
자본금,자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-3	0	0	0
기타	-54	10	10	10	10
기타현금흐름	190	-25	-588	-588	-592
현금 및 현금성자산의 순증가	180	667	293	145	362
기초현금 및 현금성자산	982	1,162	1,829	2,122	2,267
기말현금 및 현금성자산	1,162	1,829	2,122	2,267	2,629

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,589	9,923	11,114	11,223	11,661
현금 및 현금성자산	1,162	1,829	2,122	2,267	2,629
단기금융자산	918	651	521	526	531
매출채권 및 기타채권	4,683	4,276	4,346	4,465	4,825
재고자산	1,945	2,428	3,534	3,344	3,025
기타유동자산	1,799	1,390	1,112	1,147	1,182
비유동자산	3,070	3,436	3,407	3,438	3,451
투자자산	876	1,054	1,054	1,054	1,054
유형자산	380	452	431	469	489
무형자산	63	64	56	49	42
기타비유동자산	1,751	1,866	1,866	1,866	1,866
자산총계	12,658	13,359	14,521	14,660	15,112
유동부채	4,544	5,111	5,117	5,201	5,292
매입채무 및 기타채무	2,664	3,095	3,131	3,215	3,305
단기금융부채	1,313	1,084	1,054	1,054	1,054
기타유동부채	567	932	932	932	933
비유동부채	3,780	4,773	5,273	4,673	4,323
장기금융부채	2,767	3,057	3,557	3,257	2,907
기타비유동부채	1,013	1,716	1,716	1,416	1,416
부채총계	8,324	9,884	10,390	9,874	9,614
지배자본	4,291	3,348	3,995	4,642	5,344
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	562	562	562	562	562
기타자본	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄손익누계액	-433	-471	-440	-410	-383
이익잉여금	2,183	1,277	1,895	2,511	3,186
비지배자본	43	127	136	145	154
자본총계	4,334	3,475	4,131	4,787	5,498

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	563	-2,195	1,486	1,483	1,624
BPS	10,325	8,055	9,613	11,168	12,857
CFPS	1,695	171	3,621	3,582	3,752
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	5.5	-1.7	10.6	10.6	9.7
PER(최고)	8.8	-2.2	27.2		
PER(최저)	5.5	-1.3	2.4		
PBR	0.30	0.47	1.64	1.41	1.23
PBR(최고)	0.48	0.60	4.20		
PBR(최저)	0.30	0.37	0.38		
PSR	0.12	0.20	0.82	0.74	0.70
PCFR	1.8	22.4	4.4	4.4	4.2
EV/EBITDA	6.3	-4.8	8.3	7.8	6.7
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	2.0	-7.0	4.5	4.3	4.6
ROE	5.6	-23.9	16.8	14.3	13.5
ROIC	6.3	-18.6	12.8	11.7	12.5
매출채권회전율	2.5	1.8	1.9	2.0	2.0
재고자산회전율	5.8	3.7	2.7	2.6	2.9
부채비율	192.1	284.5	251.5	206.3	174.9
순차입금비율	46.2	47.8	47.6	31.7	14.6
이자보상배율	2.5	-4.5	4.4	4.9	5.8
총차입금	4,081	4,141	4,611	4,311	3,961
순차입금	2,002	1,661	1,968	1,518	801
NOPLAT	526	-701	1,037	1,040	1,111
FCF	-1,497	-328	-317	440	689

두산에너지리터 (034020)



BUY(Maintain)

목표주가 130,000원

주가(8/25) 80,700원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

Stock Data

KOSPI (8/25)	6,742.74pt	
시가총액	51조 6,933억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	136,400원	58,800원
최고/최저가 대비 등락	-40.8%	37.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	11.9%
	6M	-21.8%
	1Y	-39.9%

Company Data

발행주식수	640,561천주	
일평균 거래량(3M)	2,903천주	
외국인 지분율	23.8%	
배당수익률(2026E)	0.0%	
BPS(2026E)	12,982원	
주요 주주	두산 외 28인	30.7%

Price Trend



신호 대기 중

>>> 재평가가 필요한 국내 사업 기회

올해 8월에 발표된 12차 전기본 잠정안에서는 2040년 최대 전력 수요 전망치를 지난 4월 대비 27GW(+19%) 상향했다. 전력 수요 성장이 집중되는 시기가 지금부터 2035년까지라는 점에 주목한다. 그때까지 40~50GW의 신규 발전 용량이 필요할 것으로 예상된다.

단기간 내 급증하는 전력 수요 덕분에, 가스 발전의 필요성은 더욱 부각될 전망이다. 기 계획된 재생에너지 보급 목표가 도전적임을 감안하면, 향후 5~10년간 요구되는 추가 발전 용량의 상당 부분이 가스 발전을 통해 채워질 가능성이 높아 보인다. 2035년까지 누적 19.5GW의 가스 발전 용량 확대가 예정되어 있는데, 최소 50~100% 상향이 필요할 것으로 전망한다. 동사가 국내에서 접근 가능한 가스터빈+스팀터빈 기자재 시장 규모는 9~11조원에서 15~20조원으로 확대될 수 있다. 무엇보다도 2030년 이후 중장기 가스터빈 수요에 대한 가시성이 확보된다는 점에서 긍정적이다.

2036년 이후에도 10GW 이상의 발전 용량이 요구되는 만큼, 대형원전 4~6기 및 SMR 추가 배치도 예상된다.

>>> 추가 수요 확인 이후 변화에 주목

12차 전기본은 10월까지 정부안 마련 후 연내 확정될 예정이다. 그전까지 진행되는 토론회 등을 통해 윤곽이 공개되면, 국내 사업 기회에 대한 재평가를 기대한다. 대미투자 1호 프로젝트도 9월 발표 예정이다. 추가적인 수요가 확인되면, 뒤이어 CAPA 증설 결정 등이 나올 수 있다는 점에 주목한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233.1	17,057.9	18,129.7	20,843.0	22,764.9
영업이익	1,017.6	762.7	1,143.4	1,762.3	2,211.3
EBITDA	1,508.6	1,320.0	1,720.3	2,395.6	2,916.8
세전이익	657.8	326.8	752.5	1,365.9	1,847.3
순이익	394.7	205.2	495.7	976.2	1,320.2
지배주주지분순이익	111.4	84.8	304.0	647.4	875.6
EPS(원)	174	132	475	1,011	1,367
증감률(% YoY)	100.1	-23.9	258.6	113.0	35.2
PER(배)	100.9	569.1	153.8	72.2	53.4
PBR(배)	1.50	6.20	5.62	5.13	4.61
EV/EBITDA(배)	12.4	42.0	31.2	22.4	18.2
영업이익률(%)	6.3	4.5	6.3	8.5	9.7
ROE(%)	1.5	1.1	3.8	7.4	9.1
순차입금비율(%)	28.3	25.3	19.8	15.1	7.7

자료: 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,274	4,886	17,058	18,130	20,843
%YoY	-9%	10%	14%	6%	14%	3%	10%	1%	5%	6%	15%
에너지빌리티	1,576	2,268	1,678	2,360	1,896	2,233	1,817	2,250	7,881	8,196	10,174
두산밥캣	2,098	2,201	2,115	2,377	2,247	2,419	2,372	2,460	8,792	9,499	9,998
두산퓨얼셀	100	128	91	136	145	44	100	210	455	499	731
기타 및 조정	-25	-29	-4	-13	-27	28	-15	-34	-70	-64	-61
영업이익	142	271	137	212	234	314	235	361	763	1,143	1,762
%YoY	-60%	-12%	19%	-10%	64%	16%	72%	70%	-25%	50%	54%
에너지빌리티	-1	92	43	168	57	97	109	202	302	466	862
두산밥캣	196	204	134	148	207	289	176	179	686	851	952
두산퓨얼셀	-12	-2	-16	-77	-1	-51	-20	6	-106	-66	51
기타 및 조정	-40	-24	-24	-28	-29	-21	-29	-27	-120	-107	-102
영업이익률 (%)	3.8%	5.9%	3.5%	4.4%	5.5%	6.7%	5.5%	7.4%	4.5%	6.3%	8.5%
금융손익	-79	-73	-131	-61	-111	22	-75	-148	-345	-312	-326
기타영업외손익	-35	107	-40	-146	-17	-3	-12	-78	-114	-109	-104
종속 및 관계기업손익	2	5	16	-1	14	15	11	-10	23	30	33
세전이익	30	311	-18	4	119	348	160	125	327	753	1,366
법인세 비용	51	113	6	-49	59	122	45	31	122	257	390
법인세율 (%)	170%	36%	-34%	-1217%	50%	35%	28%	25%	37%	34%	29%
당기순이익	-21	198	-24	53	60	226	115	94	205	496	976
지배주주순이익	-69	131	-50	73	1	158	80	65	85	304	647

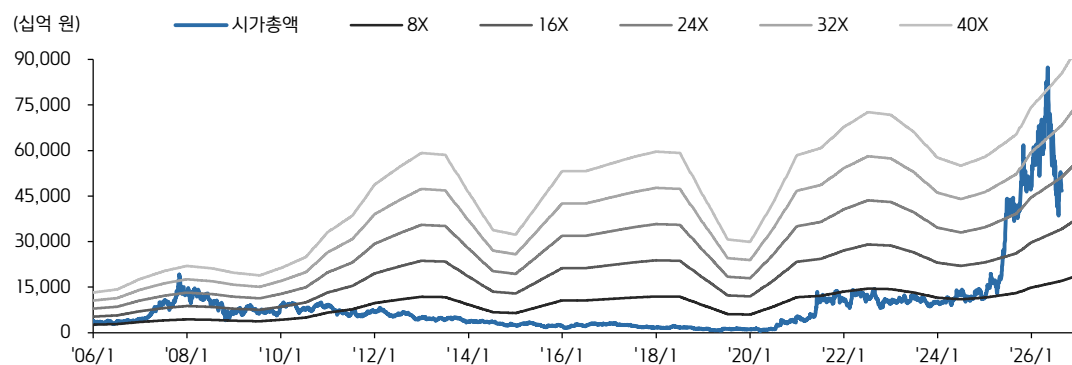
자료: 키움증권 리서치센터

에너지빌리티 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	2
웨스팅하우스 대형원전	0	4	3	3	3	3	4
SMR							누적 88기
국내 복합화력(가스터빈)	3	5	5	5	5	5	5
해외 가스터빈	5	10	8	8	8	8	8
가스터빈 서비스	0	0	1	10	23	37	50
신규 수주	14,728	16,512	19,664	20,192	20,510	20,590	21,553
원자력	6,840	6,300	10,050	10,450	10,818	11,151	12,068
대형원전 기자재	5,640	1,800	6,350	6,350	6,350	6,350	6,800
EPC	0	3,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
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	7,250	6,810	6,890	6,890	6,890	6,890
가스 기자재	1,300	4,250	3,810	3,890	3,890	3,890	3,890
복합화력 EPC	3,430	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
신재생	930	1,163	1,604	1,652	1,702	1,549	1,595
기타	2,228	1,800	1,200	1,200	1,100	1,000	1,000
수주 잔고	23,047	31,364	40,853	48,947	55,345	59,998	64,357
매출액	7,881	8,196	10,174	12,099	14,111	15,937	17,195
%YoY	7%	4%	24%	19%	17%	13%	8%
원자력	1,505	2,123	2,987	4,212	5,704	7,209	8,078
대형원전 기자재 등	1,355	1,884	2,387	3,373	4,345	5,502	6,187
SMR	150	240	600	840	1,360	1,707	1,891
가스 기자재/EPC	4,231	3,842	4,770	5,410	5,917	6,271	6,674
가스 기자재/서비스	637	1,488	2,068	2,692	3,146	3,530	3,842
복합화력 EPC	3,594	2,354	2,703	2,718	2,771	2,742	2,832
신재생	340	451	751	931	1,086	1,178	1,262
기타	1,805	1,779	1,666	1,545	1,404	1,278	1,181
영업이익	302	466	862	1,322	1,876	2,464	2,879
%YoY	24%	54%	85%	53%	42%	31%	17%
영업이익률 (%)	3.8%	5.7%	8.5%	10.9%	13.3%	15.5%	16.7%
감가상각비	134	145	236	292	303	368	405
EBITDA	436	610	1,098	1,615	2,179	2,833	3,284
%YoY	15%	40%	80%	47%	35%	30%	16%
EBITDA 마진율 (%)	5.5%	7.4%	10.8%	13.3%	15.4%	17.8%	19.1%

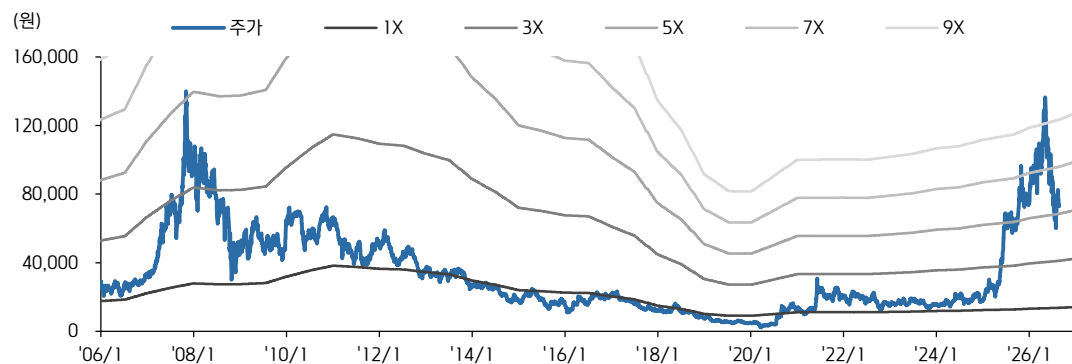
자료: 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



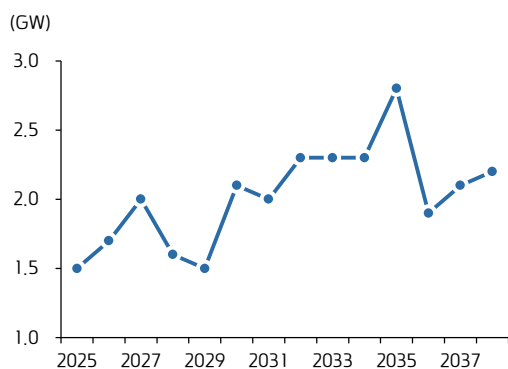
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 12개월 Forward P/B Chart



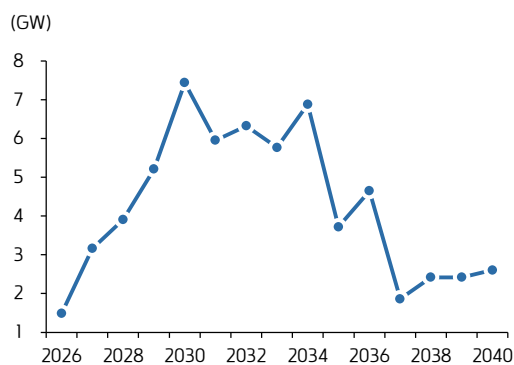
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

11차 전기본: 연도별 전력 수요 증분



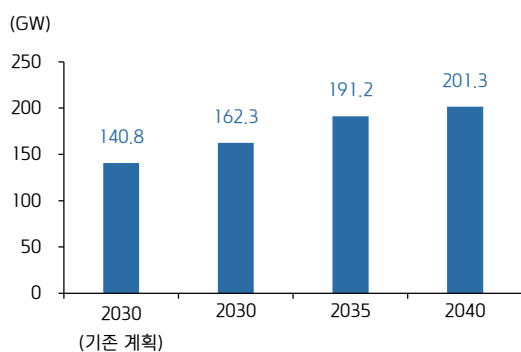
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

12차 전기본(잠정): 연도별 전력 수요 증분



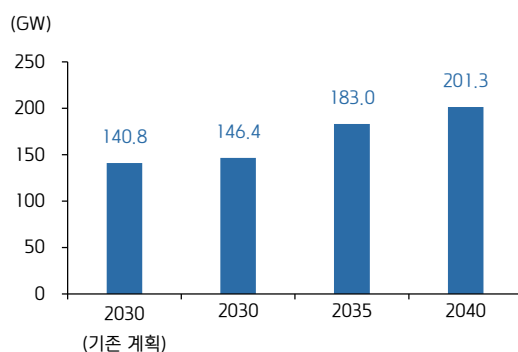
자료: 기후에너지환경부, 키움증권 리서치센터

연도별 요구 발전 용량 (당사 추정치 기준)



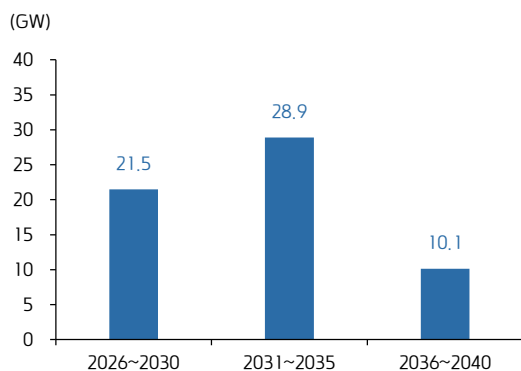
자료: 키움증권 리서치센터

연도별 요구 발전 용량 (12차 전기본 잠정)



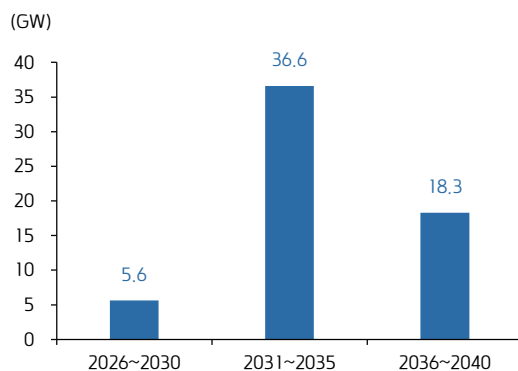
자료: 키움증권 리서치센터

시기별 신규 필요 발전 용량 (당사 추정치 기준)



자료: 키움증권 리서치센터

시기별 신규 필요 발전 용량 (12차 전기본 잠정)



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	16,233.1	17,057.9	18,129.7	20,843.0	22,764.9
매출원가	13,503.3	14,314.6	15,032.7	17,115.8	18,511.9
매출총이익	2,729.7	2,743.3	3,097.0	3,727.2	4,253.0
판매비	1,712.1	1,980.6	1,953.6	1,964.9	2,041.7
영업이익	1,017.6	762.7	1,143.4	1,762.3	2,211.3
EBITDA	1,508.6	1,320.0	1,720.3	2,395.6	2,916.8
영업외손익	-359.8	-435.9	-390.9	-396.4	-364.0
이자수익	109.2	86.7	103.6	114.0	130.6
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
충족 및 관계기업손익	20.5	22.8	30.3	33.3	33.7
기타	-217.7	-130.9	-173.8	-195.4	-195.5
법인세차감이익	657.8	326.8	752.5	1,365.9	1,847.3
법인세비용	263.1	121.6	256.8	389.7	527.1
계속사업손익	394.7	205.2	495.7	976.2	1,320.2
당기순이익	394.7	205.2	495.7	976.2	1,320.2
지배주주순이익	111.4	84.8	304.0	647.4	875.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.7	5.1	6.3	15.0	9.2
영업이익 증감율	-30.6	-25.0	49.9	54.1	25.5
EBITDA 증감율	-22.0	-12.5	30.3	39.3	21.8
지배주주순이익의 증감율	100.4	-23.9	258.5	113.0	35.2
EPS 증감율	100.1	-23.9	258.6	113.0	35.2
매출총이익률(%)	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	11.5	12.8
지배주주순이익률(%)	0.7	0.5	1.7	3.1	3.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	242.2	751.8	1,228.9	1,552.5	1,929.4
당기순이익	394.7	205.2	495.7	976.2	1,320.2
비현금항목의 가감	1,344.2	1,458.6	1,359.3	1,535.5	1,713.1
유형자산감가상각비	350.3	394.1	406.4	461.4	534.7
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	805.3	925.0	1,030.4
영업활동자산부채증감	-891.3	-415.9	-143.3	-356.7	-396.1
매출채권및기타채권의감소	85.8	-397.9	-127.3	-207.7	-176.3
재고자산의감소	58.9	152.0	-69.2	-182.7	-144.0
매입채무및기타채무의증가	-854.5	557.8	105.6	103.3	-1.6
기타	-181.5	-727.8	-52.4	-69.6	-74.2
기타현금흐름	-605.4	-496.1	-482.8	-602.5	-707.8
투자활동 현금흐름	-821.4	-310.6	-586.2	-729.2	-640.0
유형자산의 취득	-461.5	-403.1	-700.0	-850.0	-750.0
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	599.1	355.2	575.1
기초현금 및 현금성자산	2,620.2	2,898.3	3,081.0	3,680.1	4,035.3
기말현금 및 현금성자산	2,898.3	3,081.0	3,680.1	4,035.3	4,610.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,049.0	10,771.7	11,656.7	12,500.9	13,505.2
현금 및 현금성자산	2,898.3	3,081.0	3,680.1	4,035.3	4,610.4
단기금융자산	171.2	120.6	144.7	173.6	208.3
매출채권 및 기타채권	3,405.2	4,045.7	4,173.1	4,380.7	4,557.0
재고자산	2,733.9	2,544.0	2,613.2	2,795.9	2,939.9
기타유동자산	840.4	980.4	1,045.6	1,115.4	1,189.6
비유동자산	16,265.8	16,741.5	16,812.8	17,154.3	17,328.5
투자자산	1,150.7	1,095.9	1,038.5	1,018.3	998.1
유형자산	5,703.0	5,776.6	6,064.2	6,447.8	6,663.0
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	956.9	956.8
자산총계	26,314.8	27,513.2	28,469.5	29,655.1	30,833.7
유동부채	8,945.8	10,107.1	10,291.9	10,343.8	10,144.7
매입채무 및 기타채무	5,462.6	6,433.7	6,539.3	6,642.6	6,641.0
단기금융부채	2,660.7	3,030.4	3,096.8	3,045.4	2,847.8
기타유동부채	822.5	643.0	655.8	655.8	655.9
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	15,738.6	15,790.6	15,491.4
지배지분	7,496.6	7,785.7	8,315.5	9,120.5	10,153.6
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	2,000.3	2,647.7	3,523.3
비지배지분	4,164.5	4,223.6	4,415.3	4,744.1	5,188.7
자본총계	11,661.1	12,009.4	12,730.9	13,864.5	15,342.3
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	174	132	475	1,011	1,367
BPS	11,703	12,155	12,982	14,238	15,851
CFPS	2,715	2,597	2,896	3,921	4,735
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	100.9	569.1	153.8	72.2	53.4
PER(최고)	143.8	736.1	293.3		
PER(최저)	82.3	133.0	120.1		
PBR	1.50	6.20	5.62	5.13	4.61
PBR(최고)	2.14	8.01	10.72		
PBR(최저)	1.22	1.45	4.39		
PSR	0.69	2.83	2.58	2.24	2.05
PCFR	6.5	29.0	25.2	18.6	15.4
EV/EBITDA	12.4	42.0	31.2	22.4	18.2
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	3.4	4.4
ROE	1.5	1.1	3.8	7.4	9.1
ROIC	4.2	3.3	6.1	7.8	9.4
매출채권회전율	4.8	4.6	4.4	4.9	5.1
재고자산회전율	6.2	6.5	7.0	7.7	7.9
부채비율	125.7	129.1	123.6	113.9	101.0
순차입금비율	28.3	25.3	19.8	15.1	7.7
이자보상배율,현금	3.1	2.3	3.4	5.4	7.0
총차입금	6,371.6	6,234.5	6,350.8	6,299.5	6,001.9
순차입금	3,302.1	3,033.0	2,526.1	2,090.5	1,183.1
EBITDA	1,508.6	1,320.0	1,720.3	2,395.6	2,916.8
FCF	-453.0	-49.4	481.2	541.1	989.8

한국전력 (015760)



BUY(Upgrade)

목표주가 41,000원(하향)

주가(8/25) 32,700원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

Stock Data

KOSPI (8/25)		6,742.74pt
시가총액		20조 9,922억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	67,900원	30,850원
최고/최저가 대비 등락	-51.8%	6.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-7.6%
	6M	-49.1%
	1Y	-11.6%
		-8.3%
		-54.1%
		-58.3%

Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	2,051천주
외국인 지분율	21.1%
배당수익률(2026E)	2.2%
BPS(2026E)	80,788원
주요 주주	한국산업은행 외 1인 51.1%

Price Trend



많이 낮아진 기대치

>>> 개선된 이익 체력 대비 저평가 심화

동사의 이익 체력이 2022년 대비 많이 개선됐다는 점에 다시금 주목한다. 2022년 대비 전력 판매 단가는 40% 이상 높아졌고, 원전+재생에너지 믹스도 개선됐다. 향후 유가가 80달러 이상에서 유지되더라도, 대규모 적자를 기록하기는 어려워 보인다. 2027년 실적 가시성이 높진 않지만, 올해보다 나빠질 가능성 역시 제한적이다. 분기 초 대비 현재 환율도 100원 이상 급락했다. 환율 10원 하락 시, 연간 3,000억원의 영업이익 개선이 가능하다. 현재 주가는 12개월 선행 PBR 0.37배까지 하락했다. 대규모 적자가 없었던 2005~2016년 평균 PBR(0.44배)에도 미치지 못한다. 개선된 이익 체력 감안 시, 저평가 국면이라고 판단한다. 투자 의견을 BUY로 상향한다.

>>> 지역별 차등요금제 영향 점검

정부는 산업용 전기 요금과 전력 도매 가격을 권역별로 차등할 계획이다. 동사의 재무 여건 등을 감안해볼 때, 전기 요금 체계 개편이 동사 손익에 미치는 영향은 최소 중립적이어야 한다. 요금 개편 이후, 전국 평균 산업용 전기요금은 약 7% 떨어진다. 전기 판매 수익 감소를 상쇄하기 위해선, 비수도권 전력 도매 가격이 약 6% 하락해야 한다. 도매 가격 인하 폭이 6%를 상회하면 동사의 이익이 증가하게 된다. LMP 도입 후 지역별 전력 수급이 균형을 찾아갈 경우, 송전망 투자 부담도 지금보다는 완화될 수 있다. 이는 동사의 중장기 재무 건전성 제고로 이어질 수 있다는 점에서 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	93,398.9	97,429.3	98,226.5	99,015.2	100,005.4
영업이익	8,364.7	13,490.6	7,133.0	9,619.1	11,132.0
EBITDA	22,362.1	27,279.3	20,817.2	23,972.9	26,119.6
세전이익	5,256.5	11,586.9	5,399.1	7,999.9	9,337.9
순이익	3,622.0	8,666.7	3,967.3	5,958.4	6,955.0
지배주주지분순이익	3,491.7	8,544.9	3,887.8	5,839.1	6,815.7
EPS(원)	5,439	13,311	6,056	9,096	10,617
증감률(% YoY)	흑전	144.7	-54.5	50.2	16.7
PER(배)	3.7	3.5	5.2	3.5	3.0
PBR(배)	0.32	0.63	0.39	0.35	0.32
EV/EBITDA(배)	6.5	5.8	7.3	6.4	5.9
영업이익률(%)	9.0	13.8	7.3	9.7	11.1
ROE(%)	9.2	19.4	7.8	10.7	11.3
순차입금비율(%)	316.8	257.8	245.4	225.9	204.9

자료: 키움증권 리서치센터

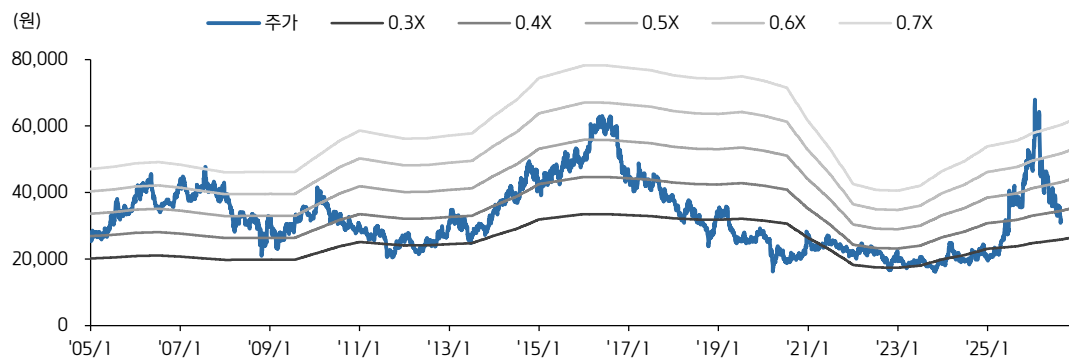
한국전력 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	24,224	21,950	27,572	23,683	24,399	21,919	28,191	23,719	97,429	98,227	99,015
%YoY	4%	7%	6%	1%	1%	0%	2%	0%	4%	1%	1%
전기 판매 수익	23,211	20,946	26,474	22,373	23,223	20,741	27,044	22,572	93,005	93,581	94,276
기타 매출	1,013	1,004	1,098	1,310	1,175	1,178	1,146	1,146	4,425	4,646	4,739
영업 비용	20,470	19,814	21,921	21,734	20,614	20,790	25,068	24,620	83,939	91,094	89,396
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,315	5,134	19,436	21,592	20,296
구입전력비	8,757	8,601	9,249	7,446	8,720	8,487	11,452	9,900	34,053	38,559	37,833
감가상각비	3,532	3,459	3,465	3,327	3,369	3,466	3,481	3,504	13,784	13,821	13,827
수선유지비	557	732	776	1,277	607	833	797	1,159	3,342	3,396	3,440
기타 비용	2,614	2,707	2,930	5,073	2,700	3,079	3,023	4,923	13,324	13,725	14,000
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	1,129	3,122	-902	13,491	7,133	9,619
%YoY	189%	71%	66%	-19%	1%	-47%	-45%	적전	61%	-47%	35%
영업이익률 (%)	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	11.1%	-3.8%	13.8%	7.3%	9.7%
기타영업외손익	172	39	294	17	90	27	135	146	521	399	411
금융손익	-818	-678	-834	-670	-781	-930	-637	-478	-3,001	-2,825	-2,791
지분법손익 등	125	168	238	45	302	201	164	27	576	693	762
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,341	3,395	426	2,785	-1,207	11,587	5,399	8,000
법인세 비용	870	489	1,559	2	876	149	719	-311	2,920	1,432	2,041
법인세율 (%)	27%	29%	29%	0%	26%	35%	26%	26%	25%	27%	26%
당기순이익	2,362	1,176	3,790	1,339	2,519	278	2,066	-895	8,667	3,967	5,958
지배주주순이익	2,328	1,137	3,756	1,324	2,493	267	1,990	-862	8,545	3,888	5,839
전력 판매 단가(원/kWh)	170	165	176	170	170	165	177	171	170	171	171
두바이유(\$/bbl)	78	67	69	64	88	96	84	81	70	87	83
KRW/USD	1,462	1,387	1,396	1,452	1,467	1,502	1,450	1,440	1,424	1,465	1,455

자료: 키움증권 리서치센터

한국전력 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한국전력 목표주가 업데이트

BPS (원)	86,233	12 개월 Forward BPS
Target PBR (배)	0.48	대규모 영업적자가 없었던 2005~2017 년 12 개월 Forward P/B 평균 대비 10% 할인
목표주가 (원)	41,000	현재 주가 대비 상승 여력 25%

자료: 키움증권 리서치센터

한국전력 목표주가 (2026년 5월 14일)

BPS (원)	86,169	12 개월 Forward BPS
Target PBR (배)	0.55	요금 인상 및 국내외 원전 확대 기대감이 반영됐던 2006~2008 년 평균 12 개월 Forward P/B
목표주가 (원)	48,000	

자료: 키움증권 리서치센터

산업용 전기 요금에 대한 권역별 차등요금 도입안

구분	수도권	강원·충청	전라·경상	전국
산업용 전기 판매량 (GWh)	92,911	64,489	122,142	280,221
산업용 전기 판매량 비중	33%	23%	44%	
산업용 전기 요금 증감률	-2%	-8%	-10%	-7%

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 기후증권 리서치센터
주: 2025년 산업용 전기 판매량

산업용 전기 요금 인하에 따른 한국전력 전기판매수익 변화

구분	수도권	강원·충청	전라·경상	전국
한국전력 전기판매수익 (조 원)				94.1 ¹⁾
산업용 전기판매수익 (조 원)				50.9
산업용 전기 판매량 비중	33%	23%	44%	
인하 전 산업용 전기판매수익 ①	16.9	11.7	22.2	50.9
산업용 전기 요금 증감률	-2%	-8%	-10%	-7%
인하 후 전기판매수익 ②	16.6	10.8	20.0	47.4
전기판매수익 감소분 ②-①	-0.3	-1.0	-2.2	-3.5

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 기후증권 리서치센터
주 1): 2025년 한국전력 별도 전기판매수익

전력 도매 가격 인하 폭에 따른 한국전력 구입전력비 변화

구분	수도권	비수도권	전국
한국전력 구입전력비 (조 원)			76.4 ¹⁾
2025년 발전량 (GWh)	134,943	460,580	595,523
권역별 발전량 비중	23%	77%	
권역별 구입전력비 ①	17.3	59.1	76.4
전력 도매 가격 증감률 ②	0%	-6%	-4.6%
구입전력비 감소분 ①X②	0	-3.5	-3.5

자료: 기후에너지환경부, 한국전력, 기후증권 리서치센터
주 1): 2025년 한국전력 별도 구입전력비

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	93,398.9	97,429.3	98,226.5	99,015.2	100,005
매출원가	81,964.2	80,704.8	87,553.4	85,583.0	85,038.7
매출총이익	11,434.7	16,724.5	10,673.1	13,432.2	14,966.6
판매비	3,070.0	3,234.0	3,540.1	3,813.1	3,834.7
영업이익	8,364.7	13,490.6	7,133.0	9,619.1	11,132.0
EBITDA	22,362.1	27,279.3	20,817.2	23,972.9	26,119.6
영업외손익	-3,108.2	-1,903.6	-1,733.9	-1,619.2	-1,794.0
이자수익	467.5	440.4	295.7	177.9	159.7
이자비용	4,665.1	4,339.6	4,312.8	4,264.7	4,216.0
외환관련이익	330.4	936.6	414.2	414.2	414.2
외환관련손실	2,825.7	294.0	178.7	178.7	178.7
종속 및 관계기업손익	882.3	576.1	692.9	761.6	576.1
기타	2,702.4	776.9	1,354.8	1,470.5	1,450.7
법인세차감전이익	5,256.5	11,586.9	5,399.1	7,999.9	9,337.9
법인세비용	1,634.6	2,920.3	1,431.8	2,041.5	2,382.9
계속사업순손익	3,622.0	8,666.7	3,967.3	5,958.4	6,955.0
당기순이익	3,622.0	8,666.7	3,967.3	5,958.4	6,955.0
지배주주순이익	3,491.7	8,544.9	3,887.8	5,839.1	6,815.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.9	4.3	0.8	0.8	1.0
영업이익 증감율	흑전	61.3	-47.1	34.9	15.7
EBITDA 증감율	163.4	22.0	-23.7	15.2	9.0
지배주주순이익의 증감율	흑전	144.7	-54.5	50.2	16.7
EPS 증감율	흑전	144.7	-54.5	50.2	16.7
매출총이익율(%)	12.2	17.2	10.9	13.6	15.0
영업이익율(%)	9.0	13.8	7.3	9.7	11.1
EBITDA Margin(%)	23.9	28.0	21.2	24.2	26.1
지배주주순이익율(%)	3.7	8.8	4.0	5.9	6.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	15,876.1	20,880.2	19,871.0	19,918.3	21,358.8
당기순이익	3,622.0	8,666.7	3,967.3	5,958.4	6,955.0
비현금항목의 가감	21,131.4	22,992.4	19,443.8	19,815.0	20,466.5
유형자산감가상각비	13,833.8	13,630.2	13,532.5	14,209.9	14,850.4
무형자산감가상각비	163.6	158.6	151.7	143.9	137.2
지분법평가손익	-1,022.0	-633.1	-28.5	-28.5	-28.5
기타	8,156.0	9,836.7	5,788.1	5,489.7	5,507.4
영업활동자산부채증감	-3,790.4	-5,382.8	1,882.5	247.0	350.3
매출채권및기타채권의감소	-188.8	-360.0	-102.4	-101.3	-127.2
재고자산의감소	-1,412.7	-1,566.8	-34.0	-81.8	-102.7
매입채무및기타채무의증가	11.7	-1,456.0	1,555.2	735.1	802.0
기타	-2,200.6	-2,000.0	463.7	-305.0	-221.8
기타현금흐름	-5,086.9	-5,396.1	-5,422.6	-6,102.1	-6,413.0
투자활동 현금흐름	-14,093	-18,445	-20,385	-21,514	-22,377
유형자산의 취득	-14,216	-15,834	-20,361	-20,667	-20,873
유형자산의 처분	402.6	467.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-91.4	-98.9	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-1,785.2	-2,457.0	-1,691.1	-1,691.1	-1,691.1
단기금융자산의감소(증가)	49.8	-690.7	1,599.8	775.7	119.9
기타	1,547.1	167.6	167.6	167.6	167.6
재무활동 현금흐름	-3,849.3	-2,634.6	92.2	-1.3	-226.0
차입금의 증가(감소)	-3,606.3	-1,941.0	1,234.0	600.0	600.0
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	-137.2	-218.9	-989.9	-449.4	-674.1
기타	-105.8	-474.7	-151.9	-151.9	-151.9
기타현금흐름	106.4	57.7	131.0	834.3	1,125.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,959.9	-142.2	-290.8	-763.2	-118.3
기초현금 및 현금성자산	4,342.9	2,383.0	2,240.8	1,950.0	1,186.8
기말현금 및 현금성자산	2,383.0	2,240.8	1,950.0	1,186.8	1,068.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	29,255.2	30,715.4	29,038.0	27,738.0	27,786.8
현금 및 현금성자산	2,383.0	2,240.8	1,950.0	1,186.8	1,068.4
단기금융자산	2,822.8	3,513.5	1,913.7	1,138.0	1,018.2
매출채권 및 기타채권	12,127.6	12,518.9	12,621.4	12,722.7	12,849.9
재고자산	9,769.2	10,152.7	10,186.7	10,268.5	10,371.2
기타유동자산	2,152.6	2,289.5	2,366.2	2,422.0	2,479.1
비유동자산	217,552	224,212	232,451	240,587	248,298
투자자산	14,301.5	16,730.0	18,392.7	20,055.3	21,718.0
유형자산	182,983	187,751	194,580	201,037	207,060
무형자산	1,146.1	1,100.6	1,048.9	1,005.0	967.8
기타비유동자산	19,122.2	18,630.0	18,429.5	18,489.9	18,552.0
자산총계	246,808	254,928	261,489	268,325	276,085
유동부채	63,968.8	67,107.3	69,896.5	71,307.1	72,759.9
매입채무 및 기타채무	9,079.2	8,411.6	9,966.8	10,701.9	11,503.9
단기금융부채	45,045.4	46,397.1	47,631.1	48,331.1	49,031.1
기타유동부채	9,844.2	12,298.6	12,298.6	12,274.1	12,224.9
비유동부채	141,476	138,497	138,497	138,397	138,297
장기금융부채	91,187.4	86,523.1	86,523.1	86,423.1	86,323.1
기타비유동부채	50,288.8	51,974.1	51,974.1	51,974.1	51,974.1
부채총계	205,445	205,604	208,394	209,704	211,057
지배지분	39,915.2	48,169.9	51,863.2	57,269.3	63,536.4
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,410.4	2,410.4	2,410.4	2,410.4
기타자본	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄손익누계액	1,424.0	1,340.6	1,595.3	1,836.4	2,077.5
이익잉여금	20,128.2	28,500.6	31,939.1	37,104.0	43,130.1
비지배지분	1,447.6	1,153.0	1,232.5	1,351.8	1,491.2
자본총계	41,362.8	49,322.9	53,095.7	58,621.1	65,027.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	5,439	13,311	6,056	9,096	10,617
BPS	62,177	75,035	80,788	89,209	98,972
CFPS	38,559	49,316	36,468	40,148	42,715
DPS	213	1,542	700	1,050	1,230
주가배수(배)					
PER	3.7	3.5	5.2	3.5	3.0
PER(최고)	4.7	4.1	11.5		
PER(최저)	3.3	1.5	5.0		
PBR	0.32	0.63	0.39	0.35	0.32
PBR(최고)	0.41	0.72	0.86		
PBR(최저)	0.29	0.26	0.38		
PSR	0.14	0.31	0.21	0.20	0.20
PCFR	0.5	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.5	5.8	7.3	6.4	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	3.8	11.4	11.3	11.3	11.4
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.1	3.3	2.2	3.3	3.9
ROA	1.5	3.5	1.5	2.2	2.6
ROE	9.2	19.4	7.8	10.7	11.3
ROIC	3.3	5.7	2.7	3.5	3.9
매출채권회전율	7.8	7.9	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율	10.0	9.8	9.7	9.7	9.7
부채비율	496.7	416.9	392.5	357.7	324.6
순차입금비율	316.8	257.8	245.4	225.9	204.9
이자보상배율, 현금	1.8	3.1	1.7	2.3	2.6
총차입금	136,232	132,920	134,154	134,754	135,354
순차입금	131,027	127,166	130,290	132,429	133,268
EBITDA	22,362	27,279	20,817	23,973	26,119
FCF	2,572.2	4,074.2	605.9	998.5	2,655.8



Not Rated

주가(8/25) 55,200원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

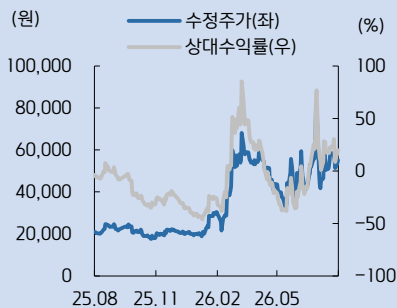
Stock Data

KOSPI (8/25)	6,742.74pt	
시가총액	1조 8,805억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	80,900원	17,560원
최고/최저가 대비 등락	-31.8%	214.4%
주가수익률	절대	상대
1M	-31.8%	-32.3%
6M	91.7%	77.5%
1Y	151.5%	19.7%

Company Data

발행주식수	34,067천주
일평균 거래량(3M)	5,626천주
외국인 지분율	2.9%
배당수익률(2025)	0.0%
BPS(2025)	8,089원
주요 주주	이클립스 외 1인 43.2%

Price Trend



문전성시

>>> 더 귀해지는 전력과 재생에너지

향후 5~10년간 반도체 팹, 데이터센터 등이 국내 전력 수요 성장을 견인할 전망이다. 용인 반도체 팹 10기와 호남 반도체 팹 4기를 합산한 전력 수요는 약 22GW에 이른다. 메가프로젝트에서는 2035년까지 AI 데이터센터 15GW 구축을 발표했다. 반도체 팹과 데이터센터 운영 주체는 주로 국내 대기업이다. 이들의 전력 수요 확대는 곧 RE100을 위한 재생에너지 PPA 수요와 직결된다고 볼 수 있다. 실제로 기업들은 장기간 안정적인 가격으로 전력을 확보함과 동시에 RE100을 위해, 재생에너지 PPA 규모를 꾸준히 확대해오고 있다.

동사 솔라닉스 사업의 경우 전력 수요 또는 재생에너지 PPA 수요가 전체 시장 규모이고, 매입 가능한 태양광 발전소 용량이 접근 가능 시장 규모와 같다. 태양광 발전소가 있어야 PPA를 체결할 수 있기 때문이다. 현재 국내에서는 두 시장 규모가 모두 커지고 있다는 점에 주목한다.

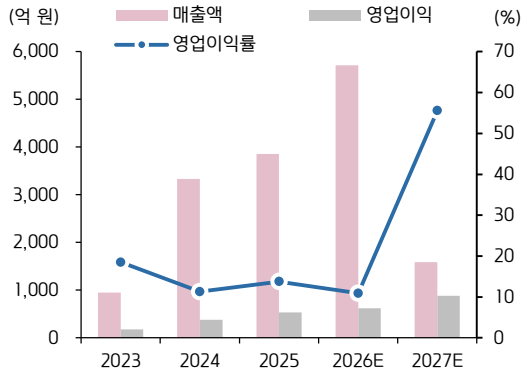
>>> 기대감이 고조되는 구간

동사는 현재 연 200MW의 태양광 발전소 매입과 PPA 체결을 계획 중이다. 최대주주 변경 후 내년부터는 활용 가능한 자본이 확대되며, 개발 파이프라인과 솔라닉스 사업 확장이 기대된다. SK그룹형 사업 기회 확대 여부도 주요 관심 사항이다. 내년 사업 계획이 수립되는 올해 4분기부터는 방향성이 점차 명확해질 것으로 기대한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	0.0	332.2	385.6	571.3	158.6
영업이익	0.0	37.6	53.0	62.2	88.1
EBITDA	0.0	60.0	80.0	85.9	110.7
세전이익	0.0	27.5	38.1	43.5	76.3
순이익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
지배주주지분순이익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
EPS(원)		811	910	1,005	1,763
증감률(% YoY)	N/A	NA	12.3	10.4	75.3
PER(배)		14.9	22.7	52.9	30.2
PBR(배)		1.68	2.56	5.84	4.89
EV/EBITDA(배)		10.8	13.4	26.1	19.6
영업이익률(%)	0.0	11.3	13.7	10.9	55.5
ROE(%)		9.2	11.9	11.7	17.6
순차입금비용(%)	#DIV/0!	100.8	135.7	140.4	95.6

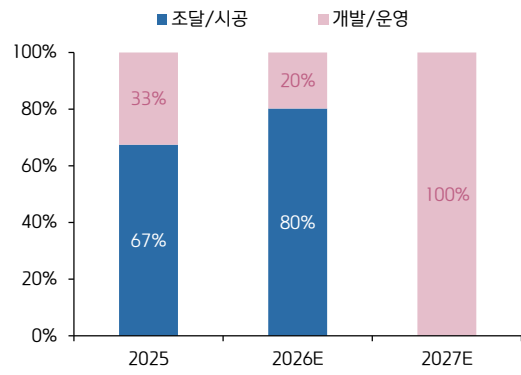
자료: 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 실적 추이 및 전망



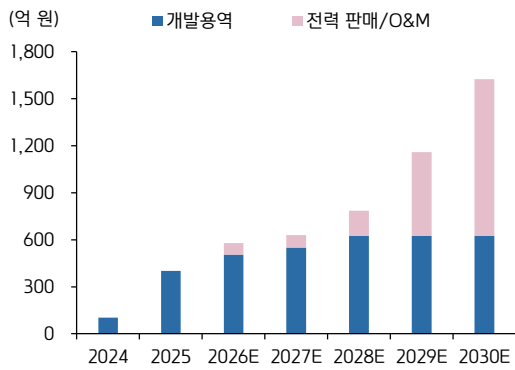
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

조달/시공, 개발/운영 매출 비중 변화



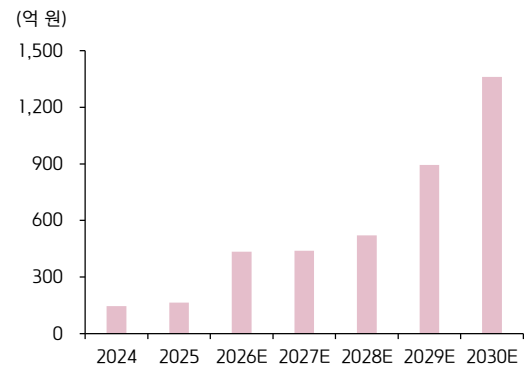
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

솔라닉스 사업 매출액 전망



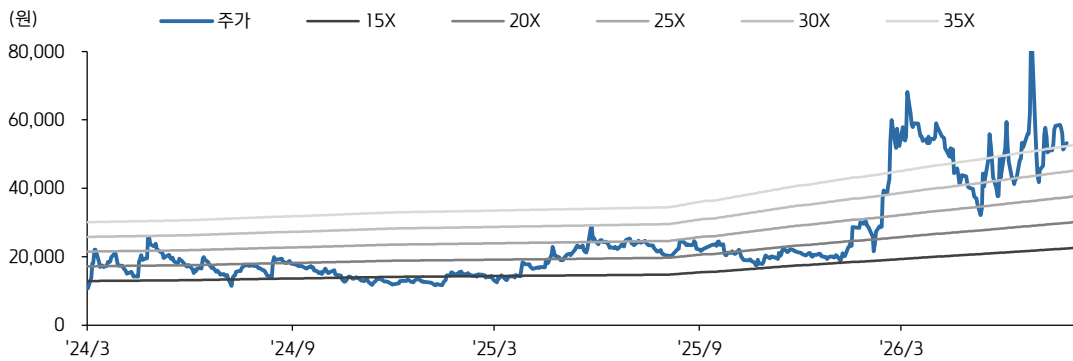
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

전사 발전(전력 판매) 및 O&M 매출액 전망



자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 파이프라인

프로젝트명	개발 단계	발전원 종류	CAPA (MW)	실적 반영
솔라닉스 1호	PPA 체결 완료	태양광	40	개발용역 매출 인식 완료 전력 중개 매출 인식 예정
솔라닉스 2호			40	
솔라닉스 3호			40	
솔라닉스 5호			100	
솔라닉스 후속 프로젝트	자산 매입 중		400	개발용역 매출 인식 예정
제주 위미(솔라닉스 4호)	공사 중		18	개발용역 매출 인식 예정
진도 염해농지	개발 중		72	
태양광 파이프라인 합계			710	
제주 가시리	운영 중	육상풍력	30	발전 매출 인식
울진 현종산	운영 중		53	O&M 매출 인식
군위 풍백	운영 중 (PPA 체결)		75	공사 매출 인식 완료 발전 매출 인식 예정
의성 황학산	공사 중		99	인도 시점 매출 인식 예정
포항 죽장	개발 중		68	개발용역 매출 인식 예정
신안우이	개발 완료	해상풍력	390	개발용역 매출 인식 완료
인천 굴업도 (1단계)	개발 중		255	개발용역 매출 인식 예정
인천 굴업도 (2단계)	개발 중		500	
울진 후포	개발 중		200	
풍력 파이프라인 합계			1,670	
RPS 입찰 연료전지	상업운전 중	연료전지	129	인도 시점 매출 인식 완료
대소원	인도 완료		40	인도 시점 매출 인식 dhksy
파주	공사 중		31	인도 시점 매출 인식 예정
2024년 HPS 낙찰	개발 완료		28	개발용역 매출 인식 완료
BTM ESS	운영 중	ESS	200	운영 매출 인식
제주 BESS	개발 완료		40	개발용역 매출 인식 완료
미국 FTM ESS	운영 중		100	지분법 손익에 반영
기타 파이프라인 합계			568	

자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	0.0	332.2	385.6	571.3	158.6
매출원가	0.0	275.7	307.6	468.3	14.2
매출총이익	0.0	56.5	78.0	103.0	144.4
판매비	0.0	18.8	25.0	40.8	56.3
영업이익	0.0	37.6	53.0	62.2	88.1
EBITDA	0.0	60.0	80.0	85.9	110.7
영업외손익	0.0	-10.2	-14.9	-18.7	-11.8
이자수익	0.0	3.6	8.7	10.8	17.5
이자비용	0.0	18.6	25.5	30.2	28.4
외환관련이익	0.0	0.2	10.6	9.8	9.8
외환관련손실	0.0	0.5	12.2	10.7	10.7
종속 및 관계기업손익	0.0	-3.3	-9.5	-9.9	-10.9
기타	0.0	8.4	13.0	11.5	10.9
법인세차감전이익	0.0	27.5	38.1	43.5	76.3
법인세비용	0.0	5.1	7.3	9.6	16.8
계속사업손익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
당기순이익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
지배주주순이익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	NA	NA	16.1	48.2	-72.2
영업이익 증감률	NA	NA	41.0	17.4	41.6
EBITDA 증감률	NA	NA	33.3	7.4	28.9
지배주주순이익의 증감률	NA	NA	37.1	10.4	75.5
EPS 증감률	NA	NA	12.3	10.4	75.3
매출총이익율(%)	0.0	17.0	20.2	18.0	91.0
영업이익율(%)	0.0	11.3	13.7	10.9	55.5
EBITDA Margin(%)	0.0	18.1	20.7	15.0	69.8
지배주주순이익율(%)	0.0	6.7	8.0	5.9	37.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	0.0	66.8	-25.2	-18.1	124.5
당기순이익	0.0	22.4	30.7	33.9	59.5
비현금항목의 가감	0.0	40.8	64.9	48.8	47.5
유형자산감가상각비	0.0	21.5	26.0	22.8	21.8
무형자산감가상각비	0.0	0.9	1.0	0.8	0.7
지분법평가손익	0.0	-17.2	-27.8	-9.9	-10.9
기타	0.0	35.6	65.7	35.1	35.9
영업활동자산부채증감	0.0	14.5	-98.8	-72.8	44.4
매출채권및기타채권의감소	0.0	8.9	-41.2	-29.0	81.7
채고자산의감소	0.0	91.6	-339.8	-20.7	398.4
매입채무및기타채무의증가	0.0	26.3	-18.4	6.6	-3.9
기타	0.0	-112.3	300.6	-29.7	-431.8
기타현금흐름	0.0	-10.9	-22.0	-28.0	-26.9
투자활동 현금흐름	0.0	-66.9	-120.4	-58.7	-124.3
유형자산의 취득	0.0	-12.6	-13.8	-14.0	-15.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	1.3	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-200.6	-90.8	-42.2	-42.2
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-13.1	-17.7	-3.1	-67.7
기타	0.0	159.7	0.6	0.6	0.6
재무활동 현금흐름	0.0	-50.4	168.4	94.0	14.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-49.9	164.4	90.0	10.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.1	4.0	4.0	4.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.9	8.7	8.7
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	-50.5	21.9	25.8	22.8
기초현금 및 현금성자산	0.0	117.1	66.6	88.5	114.3
기말현금 및 현금성자산	0.0	66.6	88.5	114.3	137.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	0.0	255.0	721.7	819.5	452.2
현금 및 현금성자산	0.0	66.6	88.5	114.3	137.1
단기금융자산	0.0	13.1	30.8	33.8	101.5
매출채권 및 기타채권	0.0	17.6	84.1	113.1	31.4
채고자산	0.0	59.2	399.0	419.7	21.4
기타유동자산	0.0	98.5	119.3	138.6	160.8
비유동자산	0.0	476.7	595.4	618.0	641.7
투자자산	0.0	197.3	278.6	310.9	342.2
유형자산	0.0	235.5	209.9	201.1	194.3
무형자산	0.0	6.7	5.7	4.9	4.2
기타비유동자산	0.0	37.2	101.2	101.1	101.0
자산총계	0.0	731.7	1,317.1	1,437.5	1,093.9
유동부채	0.0	297.1	812.8	858.9	435.5
매입채무 및 기타채무	0.0	40.8	24.8	31.4	27.5
단기금융부채	0.0	139.3	265.6	315.6	305.6
기타유동부채	0.0	117.0	522.4	511.9	102.4
비유동부채	0.0	192.7	231.2	271.2	291.2
장기금융부채	0.0	184.3	224.0	264.0	284.0
기타비유동부채	0.0	8.4	7.2	7.2	7.2
부채총계	0.0	489.7	1,044.0	1,130.2	726.7
자본지분	0.0	242.0	273.0	307.3	367.2
자본금	0.0	6.7	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	0.0	213.7	214.3	214.3	214.3
기타자본	0.0	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5
기타포괄손익누계액	0.0	0.3	0.9	1.2	1.6
이익잉여금	0.0	21.4	51.6	85.5	145.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	242.0	273.0	307.3	367.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		811	910	1,005	1,763
BPS		7,182	8,089	9,105	10,879
CFPS		2,288	2,832	2,452	3,169
DPS		0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		14.9	22.7	52.9	30.2
PER(최고)		34.0	33.6		
PER(최저)		10.2	12.6		
PBR		1.68	2.56	5.84	4.89
PBR(최고)		3.84	3.78		
PBR(최저)		1.15	1.42		
PSR		1.00	1.81	3.14	11.32
PCFR		5.3	7.3	21.7	16.8
EV/EBITDA		10.8	13.4	26.1	19.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		3.1	3.0	2.5	4.7
ROE		9.2	11.9	11.7	17.6
ROIC		10.7	12.0	12.3	17.1
매출채권회전율		37.8	7.6	5.8	2.2
채고자산회전율		11.2	1.7	1.4	0.7
부채비율		202.4	382.4	367.7	197.9
순차입금비용	!	100.8	135.7	140.4	95.6
이자보상배율, 현금		2.0	2.1	2.1	3.1
총차입금		323.6	489.7	579.7	589.7
순차입금		243.9	370.4	431.5	351.0
EBITDA		60.0	80.0	85.9	110.7
FCF		55.2	-45.1	-14.6	120.6



Not Rated

주가(8/25) 63,500원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

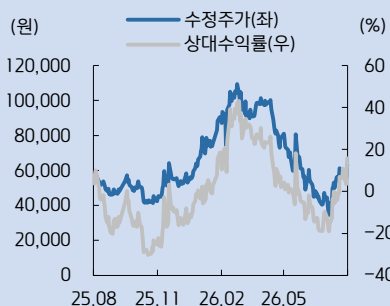
Stock Data

KOSDAQ (8/25)		827.15pt
시가총액		1조 9,650억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	109,500원	34,600원
최고/최저가 대비 등락	-42.0%	83.5%
주가수익률	절대	상대
	1M	41.7% 28.2%
	6M	-28.4% 0.9%
	1Y	14.2% 10.7%

Company Data

발행주식수	30,944천주
일평균 거래량(3M)	325천주
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(2025)	0.0%
BPS(2025)	5,739원
주요 주주	박은미 외 4인
	23.6%

Price Trend



새로운 수주 기회에 주목할 때

>>> 국내 가스 발전 확대 수혜

국내 반도체, 데이터센터 투자 확대에 따라, 2035년까지 40~50GW의 신규 발전 용량이 요구되고 있다. 단기간 내 급증하는 전력 수요 덕분에, 가스 발전의 필요성은 더욱 부각될 전망이다. 기 계획된 재생에너지 보급 목표가 도전적임을 감안하면, 향후 5~10년간 요구되는 추가 발전 용량의 상당 부분이 가스 발전을 통해 채워질 가능성이 높아 보인다. 2035년까지 누적 19.5GW의 가스 발전 용량 확대가 예정되어 있는데, 최소 50~100% 상향이 필요할 것으로 전망한다.

동사가 국내에서 접근 가능한 HRSG 시장 규모는 약 2조원에서 3~4조원으로 확대될 수 있다. 국내 시장은 경쟁 강도가 제한적인 만큼, 사업 수행 경험이 풍부한 동사가 높은 점유율을 유지할 것으로 전망한다. 발전소 규모가 커지면서, 프로젝트당 HRSG 수주 금액이 동반 상승한다는 점도 긍정적이다.

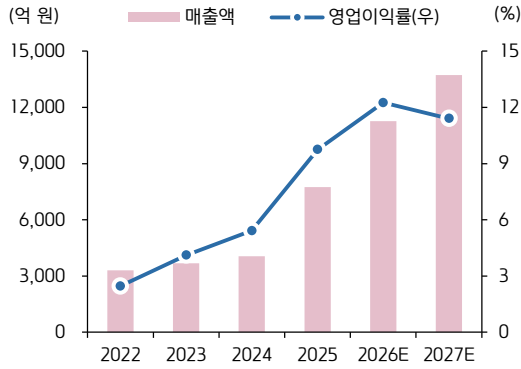
>>> 대미투자 수혜 가능성에도 주목

현재 대미투자 1호 프로젝트로 6.4GW 규모 가스복합화력 발전소 건설이 검토되고 있다. 9월 내로 최종 결정이 내려질 전망이다. 만약 동사가 해당 프로젝트에 참여해 HRSG를 공급하게 되면, 그간 국내, 아시아에 국한되어 있던 사업 지역의 확장이 가능해진다. 미국 시장 진입이 현실화될 경우, 추가적인 멀티플 확장을 기대한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	367.4	404.7	774.1	1,126.9	1,373.2
영업이익	15.1	21.9	75.5	138.1	156.6
EBITDA	25.7	28.0	82.6	145.4	164.0
세전이익	3.8	-3.9	79.5	133.2	154.9
순이익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
지배주주지분순이익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
EPS(원)	267	633	2,107	3,316	3,805
증감률(% YoY)	흑전	137.6	232.6	57.4	14.7
PER(배)	30.4	24.4	24.8	16.8	14.7
PBR(배)	3.41	4.11	9.11	6.20	4.37
EV/EBITDA(배)	14.8	20.9	20.0	11.6	9.7
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.8	12.3	11.4
ROE(%)	12.2	20.6	44.4	45.0	35.0
순차입금비용(%)	176.7	90.9	18.3	-14.3	-33.7

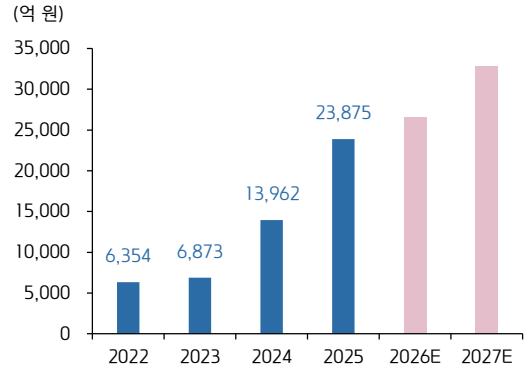
자료: 키움증권 리서치센터

비에이치아이 실적 추이 및 전망



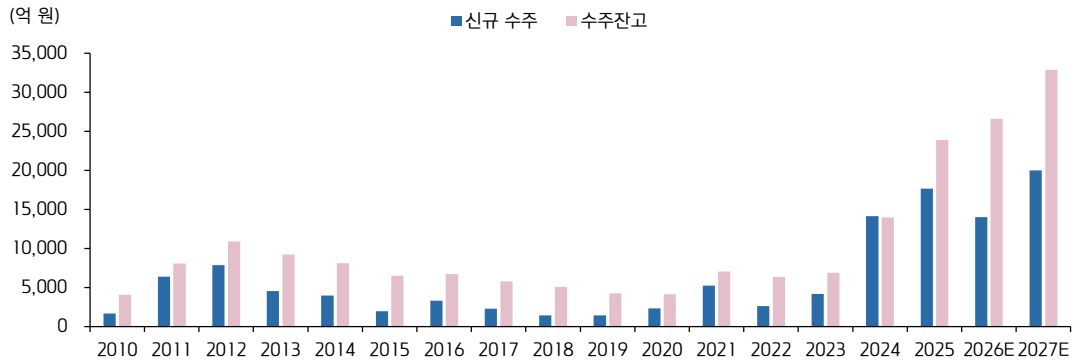
자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

연도별 수주잔고 추이 및 전망



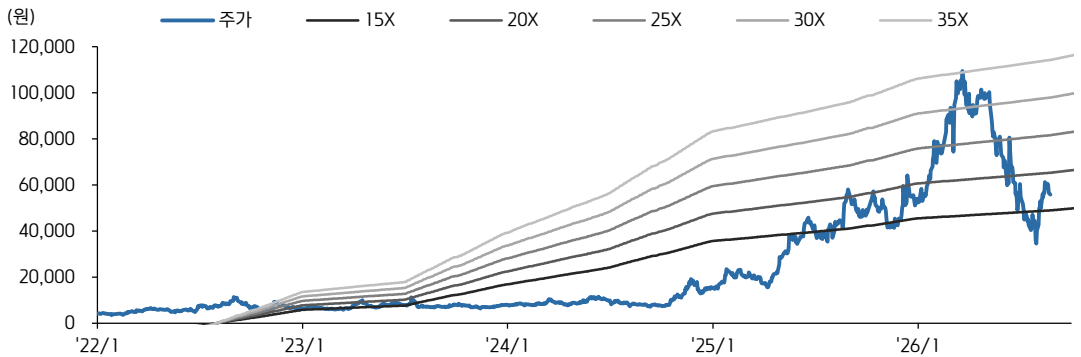
자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 신규 수주, 수주잔고 추이



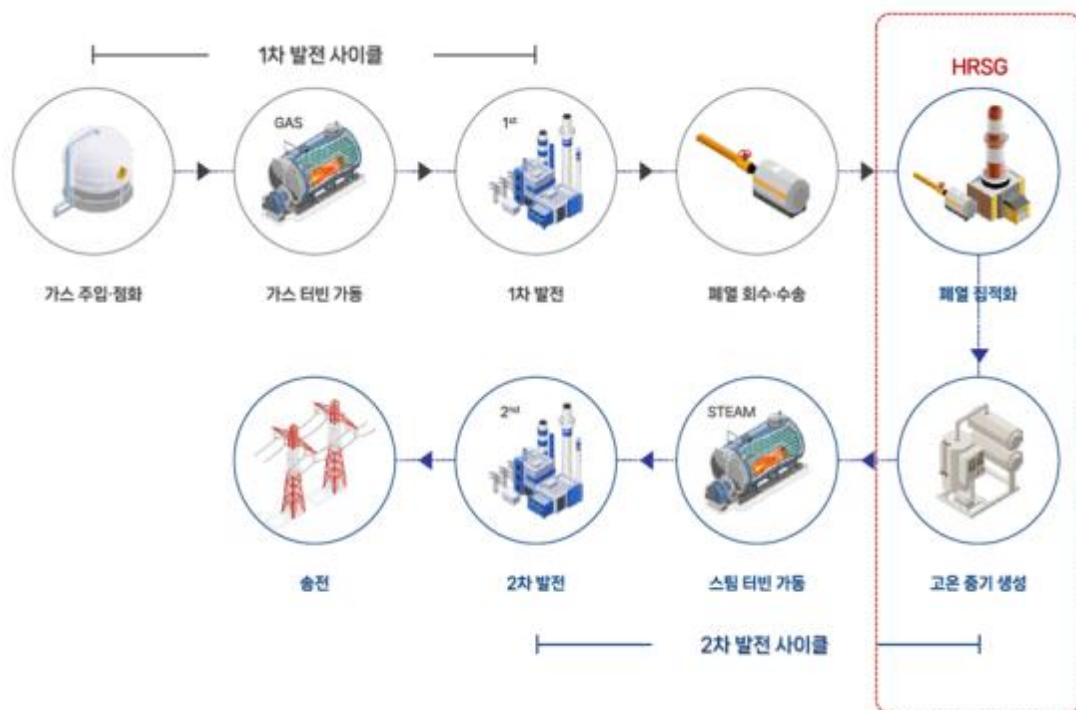
자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

복합화력발전 사이클 내 HRSG 역할



자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	367.4	404.7	774.1	1,126.9	1,373.2
매출원가	324.0	345.6	653.7	934.8	1,153.5
매출총이익	43.4	59.1	120.4	192.1	219.7
판매비	28.4	37.2	44.9	54.0	63.1
영업이익	15.1	21.9	75.5	138.1	156.6
EBITDA	25.7	28.0	82.6	145.4	164.0
영업외손익	-11.3	-25.9	4.0	-4.8	-1.7
이자수익	1.0	1.4	2.7	5.0	7.2
이자비용	11.5	10.4	6.9	6.0	5.0
외환관련이익	8.3	16.1	12.6	7.1	7.1
외환관련손실	7.1	10.1	14.3	10.8	10.8
종속 및 관계기업손익	-1.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-0.6	-22.5	10.4	0.4	0.3
법인세차감이익	3.8	-3.9	79.5	133.2	154.9
법인세비용	-3.6	-23.5	14.3	30.6	37.2
계속사업손익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
당기순이익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
지배주주순이익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	10.2	91.3	45.6	21.9
영업이익 증감율	86.2	45.0	244.7	82.9	13.4
EBITDA 증감율	37.7	8.9	195.0	76.0	12.8
지배주주순이익 증감율	흑전	161.3	232.7	57.4	14.7
EPS 증감율	흑전	137.6	232.6	57.4	14.7
매출총이익율(%)	11.8	14.6	15.6	17.0	16.0
영업이익율(%)	4.1	5.4	9.8	12.3	11.4
EBITDA Margin(%)	7.0	6.9	10.7	12.9	11.9
지배주주순이익율(%)	2.0	4.8	8.4	9.1	8.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	43.7	40.0	112.3	72.6	93.7
당기순이익	7.5	19.6	65.2	102.6	117.7
비현금항목의 가감	26.8	17.2	20.6	29.9	33.5
유형자산감가상각비	8.4	4.4	5.1	5.2	5.7
무형자산감가상각비	2.2	1.7	2.0	2.1	1.8
지분법평가손익	-1.4	-0.5	-0.5	0.0	0.0
기타	17.6	11.6	14.0	22.6	26.0
영업활동자산부채증감	19.7	12.8	31.3	-28.5	-22.7
매출채권및기타채권의감소	18.3	-33.2	-134.2	-124.2	-71.2
재고자산의감소	-1.5	-5.5	1.8	-5.7	-5.9
매입채무및기타채무의증가	-2.0	63.9	152.9	107.6	59.8
기타	4.9	-12.4	10.8	-6.2	-5.4
기타현금흐름	-10.3	-9.6	-4.8	-31.4	-34.8
투자활동 현금흐름	-15.0	-0.2	-87.8	-22.0	-30.5
유형자산의 취득	-4.2	-4.5	-15.6	-8.0	-8.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	0.0	-2.8	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.6	-1.8	-15.5	0.5	0.5
단기금융자산의감소(증가)	-9.0	9.3	-50.0	-10.7	-19.2
기타	-7.2	-3.2	-3.9	-3.8	-3.8
재무활동 현금흐름	-38.7	-36.6	17.6	-20.6	-20.6
차입금의 증가(감소)	-38.4	-36.0	18.3	-20.0	-20.0
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.3	0.6	0.2	11.6	11.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-9.7	3.7	42.3	41.6	54.2
기초현금 및 현금성자산	23.6	13.9	17.6	60.0	101.6
기말현금 및 현금성자산	13.9	17.6	60.0	101.6	155.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	188.1	247.3	533.7	723.3	879.1
현금 및 현금성자산	13.9	17.6	60.0	101.6	155.7
단기금융자산	12.6	3.3	53.3	64.0	83.2
매출채권 및 기타채권	143.9	189.1	327.0	451.2	522.3
재고자산	5.5	10.8	9.0	14.6	20.6
기타유동자산	12.2	26.5	84.4	91.9	97.3
비유동자산	237.4	277.5	297.1	297.3	297.4
투자자산	23.4	25.2	40.7	40.3	39.8
유형자산	192.1	222.3	233.2	236.0	238.4
무형자산	17.0	16.5	13.9	11.8	10.0
기타비유동자산	4.9	13.5	9.3	9.2	9.2
자산총계	425.4	524.8	830.8	1,020.6	1,176.5
유동부채	321.1	379.9	615.3	704.2	744.0
매입채무 및 기타채무	160.5	232.6	457.8	565.4	625.2
단기금융부채	156.4	126.1	145.1	125.1	105.1
기타유동부채	4.2	21.2	12.4	13.7	13.7
비유동부채	30.6	28.4	37.8	37.8	37.8
장기금융부채	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	30.3	27.8	37.2	37.2	37.2
부채총계	351.7	408.3	653.1	742.0	781.7
자본지분	73.5	116.4	177.6	278.6	394.7
자본금	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
자본잉여금	26.1	26.0	26.0	26.0	26.0
기타자본	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타포괄손익누계액	59.8	84.0	80.7	79.1	77.5
이익잉여금	-27.2	-8.5	56.1	158.7	276.4
비자본지분	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	73.7	116.4	177.6	278.7	394.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	267	633	2,107	3,316	3,805
BPS	2,377	3,760	5,739	9,003	12,756
CFPS	1,214	1,190	2,774	4,283	4,886
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	30.4	24.4	24.8	16.8	14.7
PER(최고)	43.8	31.4	31.3		
PER(최저)	21.8	11.1	7.0		
PBR	3.41	4.11	9.11	6.20	4.37
PBR(최고)	4.91	5.30	11.48		
PBR(최저)	2.44	1.86	2.55		
PSR	0.62	1.18	2.09	1.53	1.26
PCFR	6.7	13.0	18.9	13.0	11.4
EV/EBITDA	14.8	20.9	20.0	11.6	9.7
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	1.7	4.1	9.6	11.1	10.7
ROE	12.2	20.6	44.4	45.0	35.0
ROIC	4.7	-59.2	35.7	48.1	48.1
매출채권회전율	2.4	2.4	3.0	2.9	2.8
재고자산회전율	74.4	49.6	78.3	95.4	77.9
부채비율	477.2	350.7	367.6	266.3	198.0
순차입금비용	176.7	90.9	18.3	-14.3	-33.7
이자보상배율, 현금	1.3	2.1	10.9	23.1	31.1
총차입금	156.7	126.7	145.7	125.7	105.7
순차입금	130.2	105.8	32.5	-39.8	-133.1
EBITDA	25.7	28.0	82.6	145.4	164.0
FCF	36.5	-112.2	95.5	77.1	95.8



Not Rated

주가(8/25) 135,100원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

Stock Data

KOSPI (8/25)	6,742.74pt	
시가총액	1조 5,131억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	244,000원	42,250원
최고/최저가 대비 등락	-44.6%	219.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	-17.6%
	6M	68.7%
	1Y	212.4%
		-18.3%
		52.2%
		48.7%

Company Data

발행주식수	11,200천주
일평균 거래량(3M)	400천주
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(2025)	0.0%
BPS(2025)	37,302원
주요 주주	에이치디한국조선해양 53.6%

Price Trend



국내에선 내가 대장

>>> 가격 결정력을 보유한 강소기업

동사는 국내 태양광 모듈 시장에서 약 30%를 점유하고 있다. 탄소 인증 등급 시장으로 범위를 좁히면, 50%를 상회하는 것으로 파악된다. 2024년 말 경쟁사보다 먼저 100% N타입으로 전환하면서, 시장 내 입지를 강화했다. 지금까지 국내 셀, 모듈 시장은 신규 경쟁자 진입 및 기존 업체들의 CAPA 증설이 제한적이었다. 이는 동사가 국내 시장에서 가격 결정력을 확보하는 배경이 된다. 올해부터 중국산 제품 가격이 반등하며, 국내 모듈 가격 상승을 견인했다. 동사는 높은 점유율과 시장 내 입지를 기반으로, 원가 및 시장 가격 상승폭 이상의 가격 인상 효과를 누리고 있다. 그 결과 동사 영업이익률은 2H25 11%에서 1H26 20%까지 상승했다.

국내 태양광 보급 목표와 국산 우대 정책 감안 시, 동사 제품에 대한 차별적인 수요는 지속될 전망이다. 동사는 점진적인 증설을 통해, 시장 수요에 대응할 계획이다.

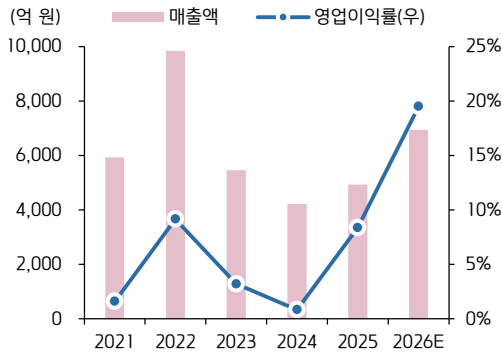
>>> 미국 사업은 미지수

Section 232 발표 후, 미국 사업 전망은 불투명해졌다. 미국 내 보유 재고 덕분에 올해 실적에 미치는 영향은 제한적일 예정이다. 하지만 Section 232 조치로 인해, 동사 제품의 미국 시장 내 가격 경쟁력은 훼손될 수밖에 없다. 미국 모듈 가격 상승폭에 따라, 사업 지속 가능 여부가 달라질 수도 있다. 미국향 제품 믹스에서 판가가 가장 높은 주택용 비중이 2/3라는 점은 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	984.8	546.1	422.4	492.7	694.8
영업이익	90.2	17.5	3.5	41.2	135.5
EBITDA	100.7	31.5	14.5	53.7	148.9
세전이익	74.9	-3.4	-2.6	43.9	139.5
순이익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
지배주주지분순이익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
EPS(원)	5,412	-256	10	3,721	9,713
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	36,385.4	161.0
PER(배)	9.0	-109.3	1,980.6	14.7	12.8
PBR(배)	1.43	0.84	0.61	1.47	2.65
EV/EBITDA(배)	5.5	8.1	6.9	9.0	8.2
영업이익률(%)	9.2	3.2	0.8	8.4	19.5
ROE(%)	17.3	-0.8	0.0	10.6	23.0
순차입금비용(%)	0.7	-15.2	-33.9	-30.8	-33.8

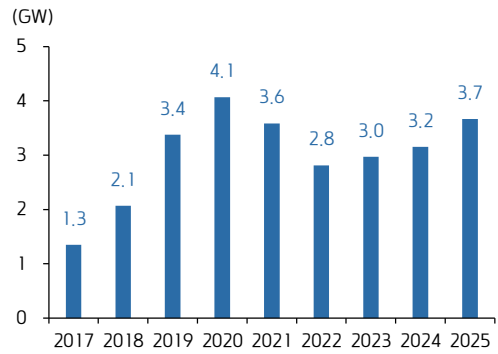
자료: 키움증권 리서치센터

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



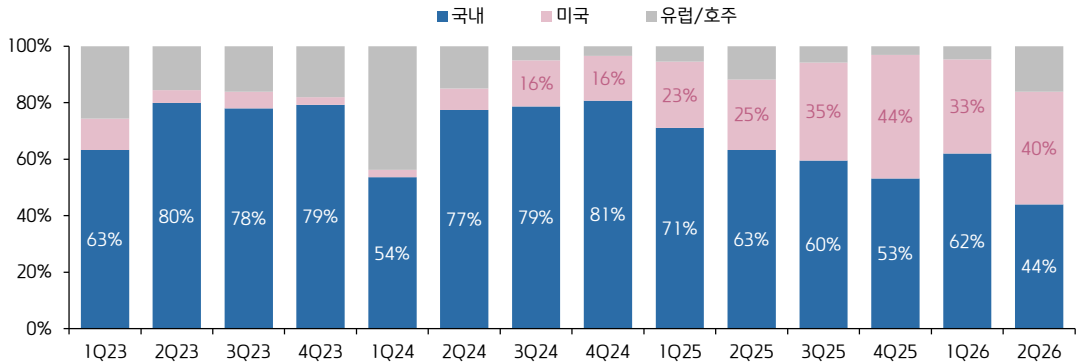
자료: HD현대에너지솔루션, 키움증권 리서치센터

연도별 국내 신규 태양광 설치 용량



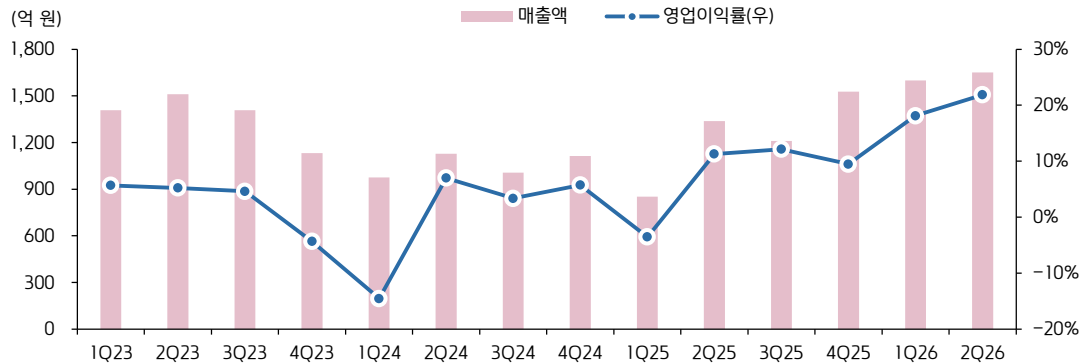
자료: 전력통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

지역별 매출 비중



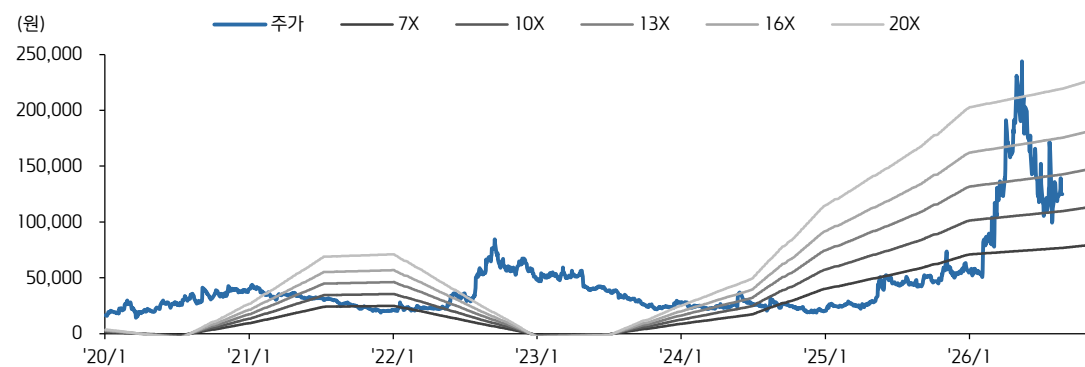
자료: HD현대에너지솔루션, 키움증권 리서치센터

분기별 매출액, 영업이익률 추이



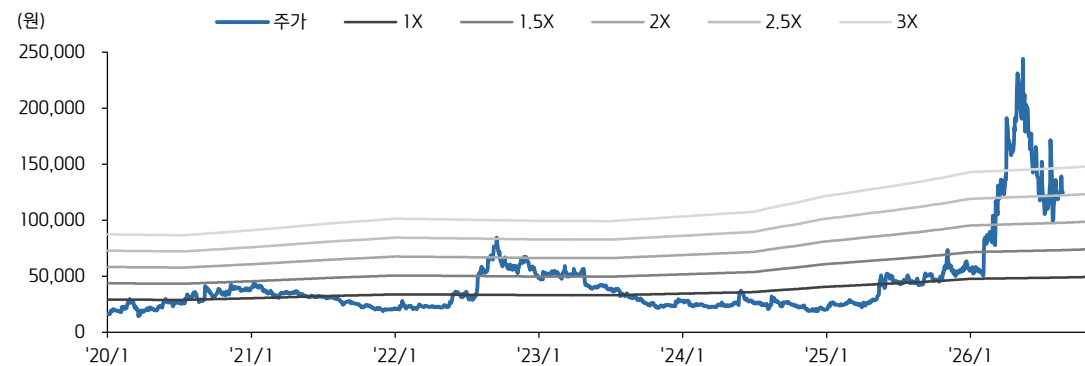
자료: HD현대에너지솔루션, 키움증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
매출액	984.8	546.1	422.4	492.7	694.8
매출원가	799.5	482.9	375.0	386.4	489.4
매출총이익	185.3	63.2	47.4	106.2	205.4
판매비	95.1	45.6	43.9	65.0	69.9
영업이익	90.2	17.5	3.5	41.2	135.5
EBITDA	100.7	31.5	14.5	53.7	148.9
영업외손익	-15.2	-21.0	-6.1	2.7	4.0
이자수익	1.2	2.2	3.8	3.8	5.1
이자비용	1.8	3.3	1.1	0.4	0.4
외환관련이익	18.2	9.8	10.7	8.9	7.3
외환관련손실	29.2	12.1	7.5	9.3	7.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.6	-17.6	-12.0	-0.3	-0.4
법인세차감전이익	74.9	-3.4	-2.6	43.9	139.5
법인세비용	14.3	-0.6	-2.7	2.2	30.7
계속사업손익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
당기순이익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
지배주주순이익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	66.0	-44.5	-22.7	16.6	41.0
영업이익 증감율	850.0	-80.6	-80.0	1,077.1	228.9
EBITDA 증감율	458.5	-68.7	-54.0	270.3	177.3
지배주주순이익의 증감율	흑전	-104.8	-103.4	41,600.0	160.9
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	36,385	161.0
매출총이익율(%)	18.8	11.6	11.2	21.6	29.6
영업이익률(%)	9.2	3.2	0.8	8.4	19.5
EBITDA Margin(%)	10.2	5.8	3.4	10.9	21.4
지배주주순이익률(%)	6.2	-0.5	0.0	8.5	15.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
영업활동 현금흐름	-34.6	75.8	83.4	17.7	70.7
당기순이익	60.6	-2.9	0.1	41.7	108.8
비현금항목의 가감	45.8	45.4	-10.4	16.2	36.6
유형자산감가상각비	9.2	12.6	9.4	10.8	11.6
무형자산감가상각비	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	35.3	31.4	-21.4	3.7	23.2
영업활동자산부채증감	-139.3	41.6	92.2	-41.4	-48.8
매출채권및기타채권의감소	-30.9	59.2	6.9	-57.1	-8.5
재고자산의감소	-99.5	91.7	114.0	-11.7	-74.6
매입채무및기타채무의증가	-2.1	-105.6	-13.5	21.8	32.8
기타	-6.8	-3.7	-15.2	5.6	1.5
기타현금흐름	-1.7	-8.3	1.5	1.2	-25.9
투자활동 현금흐름	-10.6	-9.6	-13.8	-124.0	-24.4
유형자산의 취득	-13.6	-8.5	-11.7	-12.3	-18.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.1	-2.6	-5.0	-6.3	-6.0
투자자산의감소(증가)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	5.0	0.0	0.0	-110.0	-4.9
기타	0.0	1.5	2.4	4.6	4.5
재무활동 현금흐름	-14.3	-30.0	-34.4	2.4	-1.3
차입금의 증가(감소)	-13.5	-22.2	-33.2	3.7	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	0.0	-6.7	0.0	0.0	0.0
기타	-0.8	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
기타현금흐름	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-59.5	36.2	35.5	-103.9	44.6
기초현금 및 현금성자산	128.3	68.8	104.9	140.4	36.5
기말현금 및 현금성자산	68.8	104.9	140.4	36.5	81.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
유동자산	490.2	361.1	318.2	386.1	517.3
현금 및 현금성자산	68.8	104.9	140.4	36.5	81.1
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	110.0	115.0
매출채권 및 기타채권	140.4	84.5	77.4	130.7	139.2
재고자산	273.2	168.2	83.4	95.4	169.9
기타유동자산	7.8	3.5	17.0	13.5	12.1
비유동자산	162.6	140.9	135.6	144.4	155.0
투자자산	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
유형자산	119.4	94.8	87.5	97.9	104.3
무형자산	8.1	10.2	9.5	9.8	14.1
기타비유동자산	32.8	33.6	36.3	34.4	34.3
자산총계	652.8	502.1	453.8	530.4	672.2
유동부채	237.4	105.3	70.0	95.5	128.4
매입채무 및 기타채무	184.0	71.6	64.5	86.8	119.7
단기금융부채	41.4	26.4	3.8	3.2	3.2
기타유동부채	12.0	7.3	1.7	5.5	5.5
비유동부채	33.8	25.2	14.1	17.1	17.1
장기금융부채	30.0	21.9	11.3	14.7	14.7
기타비유동부채	3.8	3.3	2.8	2.4	2.4
부채총계	271.3	130.5	84.1	112.6	145.5
자본지분	381.5	371.6	369.7	417.8	526.8
자본금	56.0	56.0	56.0	56.0	56.0
자본잉여금	105.9	105.9	105.9	105.9	105.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	4.7	4.7	2.6	8.9	9.1
이익잉여금	215.0	205.0	205.2	247.1	355.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	381.5	371.6	369.7	417.8	526.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
주당지표(원)					
EPS	5,412	-256	10	3,721	9,713
BPS	34,065	33,175	33,007	37,302	47,033
CFPS	9,498	3,795	-923	5,166	12,980
DPS	600	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	9.0	-109.3	1,980.6	14.7	12.8
PER(최고)	15.9	-233.5	4,064.1		
PER(최저)	3.6	-84.5	1,822.7		
PBR	1.43	0.84	0.61	1.47	2.65
PBR(최고)	2.53	1.80	1.26		
PBR(최저)	0.58	0.65	0.56		
PSR	0.55	0.57	0.54	1.24	2.01
PCFR	5.1	7.4	-21.9	10.6	9.6
EV/EBITDA	5.5	8.1	6.9	9.0	8.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.6	-0.5	0.0	8.5	18.1
ROE	17.3	-0.8	0.0	10.6	23.0
ROIC	26.8	3.8	-1.1	17.0	36.8
매출채권회전율	7.6	4.9	5.2	4.7	5.1
재고자산회전율	4.3	2.5	3.4	5.5	5.2
부채비율	71.1	35.1	22.7	27.0	27.6
순차입금비율	0.7	-15.2	-33.9	-30.8	-33.8
이자보상배율, 현금	49.3	5.3	3.3	114.5	376.5
총차입금	71.3	48.3	15.1	17.9	17.9
순차입금	2.6	-56.6	-125.3	-128.6	-178.2
EBITDA	100.7	31.5	14.5	53.7	148.9
FCF	-64.4	56.7	84.3	-7.6	46.3

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.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
DL이앤씨 (375500)	2025-02-11	Buy(Initiate)	54,000원	6개월	-23.63	-15.93
	2025-04-14	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-23.34	-15.93
	2025-05-09	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-25.59	-19.84
	2025-05-27	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-20.10	-4.59
	2025-07-15	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-20.27	-4.59
	2025-08-01	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-22.09	-4.59
	2025-08-26	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-24.15	-4.59
	2025-10-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-19.75	-14.81
	2025-11-07	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-20.70	-13.27
	2026-01-12	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-19.54	-10.58
	2026-02-09	Outperform (Downgrade)	52,000원	6개월	-13.10	39.42
	2026-04-08	Buy(Upgrade)	103,000원	6개월	-7.56	-3.88
	2026-04-15	Buy(Maintain)	142,000원	6개월	-30.37	-27.82
	2026-05-04	Buy(Maintain)	149,000원	6개월	-40.15	-32.68
	2026-05-18	Buy(Maintain)	143,000원	6개월	-47.28	-42.52
	2026-06-16	Buy(Maintain)	143,000원	6개월	-50.26	-37.48
	2026-07-14	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-49.81	-45.17
	2026-07-31	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-45.22	-38.50
	2026-08-25	Buy(Maintain)	120,000원	6개월		
GS건설 (006360)	2025-02-11	Buy(Initiate)	27,000원	6개월	-34.64	-27.56
	2025-04-14	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-26.51	-21.83
	2025-04-30	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-24.93	-20.65
	2025-05-09	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-28.86	-22.41
	2025-05-27	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-20.97	-10.56
	2025-07-15	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-21.74	-10.56
	2025-07-31	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-24.65	-10.56
	2025-09-16	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-25.22	-10.56
	2025-09-30	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-26.50	-10.56
	2025-11-05	Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-28.75	-23.70
	2026-01-12	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-20.96	-17.75
	2026-02-09	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-14.70	-0.21
	2026-03-04	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-6.24	55.83
	2026-04-09	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-16.29	-8.30
	2026-05-04	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-19.45	-8.30
	2026-05-18	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-31.05	-8.30
	2026-07-10	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-32.47	-8.30
현대건설 (000720)	2026-07-30	Buy(Maintain)	43,000원	6개월	-33.10	-18.84
	2026-08-25	Buy(Maintain)	43,000원	6개월		
	2025-02-11	Buy(Initiate)	42,000원	6개월	-18.22	-11.90
	2025-03-31	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-29.94	-26.54
	2025-04-14	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-26.91	-20.87
	2025-04-30	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-20.52	11.92
	2025-05-27	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-4.79	6.71
	2025-07-15	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-30.07	-27.84
	2025-07-21	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-34.93	-27.84
	2025-08-26	Buy(Maintain)	102,000원	6개월	-38.47	-27.84
	2025-10-02	Buy(Maintain)	99,000원	6개월	-42.82	-37.88
	2025-10-21	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-17.80	-9.26
	2025-11-03	Buy(Maintain)	87,000원	6개월	-28.22	-22.30
	2025-11-26	Buy(Maintain)	87,000원	6개월	-20.34	9.08
	2026-01-15	Buy(Maintain)	116,000원	6개월	-8.74	-2.59
	2026-02-05	Buy(Maintain)	139,000원	6개월	7.41	35.76
	2026-04-20	Buy(Maintain)	214,000원	6개월	-19.48	-18.04
	2026-04-29	Buy(Maintain)	214,000원	6개월	-22.81	-18.04
	2026-05-18	Buy(Maintain)	214,000원	6개월	-39.86	-18.04
	2026-08-25	Buy(Maintain)	178,000원	6개월		
대우건설 (047040)	2025-02-11	Buy(Initiate)	4,600원	6개월	-26.44	-19.02
	2025-04-14	Buy(Maintain)	4,600원	6개월	-26.74	-19.02
	2025-04-30	Buy(Maintain)	4,600원	6개월	-19.36	0.22
	2025-07-15	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	-20.64	-17.40
	2025-07-30	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	-22.12	-12.60
	2025-08-26	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	-24.36	-12.60
	2025-10-21	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	-24.33	-12.60
	2025-11-03	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	-25.50	-12.60
	2026-01-15	Buy(Maintain)	5,000원	6개월	0.34	15.40
	2026-02-10	Buy(Maintain)	7,700원	6개월	166.32	382.47
	2026-07-14	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-37.12	-28.96
	2026-08-05	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-33.19	-20.00
	2026-08-25	Buy(Maintain)	23,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

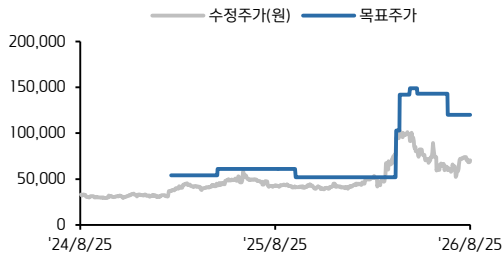
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
두산에너지빌리티 (034020)	2025/12/10	BUY(Initiate)	110,000원	6개월	-22.76	-12.27
	2026/02/13	BUY(Maintain)	122,000원	6개월	-14.87	5.90
	2026/04/30	BUY(Maintain)	158,000원	6개월	-28.57	-13.67
	2026/06/10	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-31.93	-20.54
	2026/07/13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-36.26	-20.54
	2026/07/28	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-38.64	-20.54
	2026/08/25	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

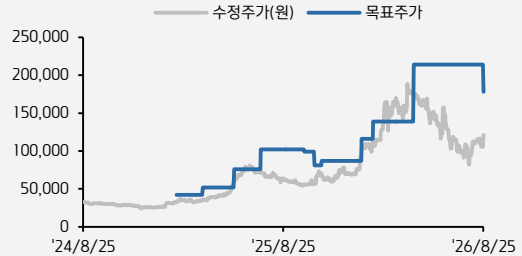
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한국전력 (015760)	2025/12/10	Outperform(Initiate)	57,000원	6개월	-2.84	19.12
	2026/02/27	Outperform (Maintain)	70,000원	6개월	-34.48	-16.43
	2026/05/14	Outperform (Maintain)	48,000원	6개월	-24.13	-13.75
	2026/08/25	BUY(Upgrade)	41,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

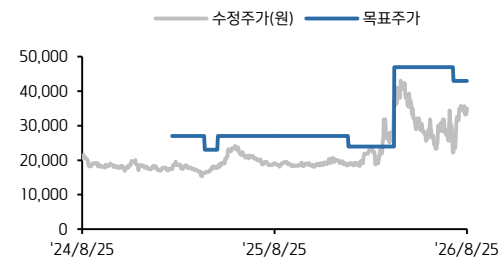
DL이앤씨 (375500)



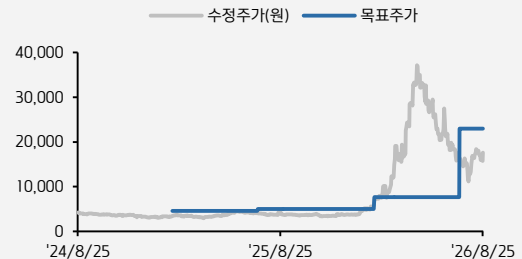
현대건설(000720)



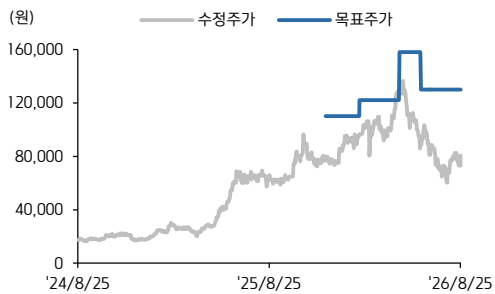
GS건설(006360)



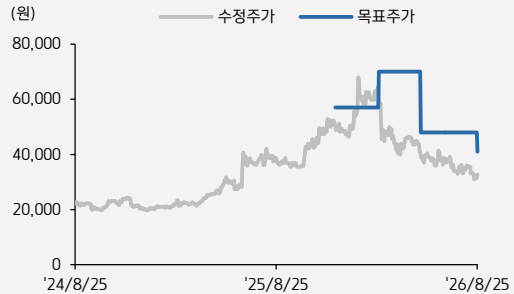
대우건설(047040)



두산에너지빌리티 (034020)



한국전력 (015760)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~+10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%