AI 생태계 시리즈 8

| Industry In depth | 건설/원전 | Overweight | 2026. 9. 28 |

AI가 그린 설계도

데이터센터, 원전으로 확장되는 건설 사이클

Part Ⅰ AI가 사는곳, 데이터센터
Part Ⅱ AI가 부른 것, 원전과 반도체 공장
Part Ⅲ Valuation

LS증권

AI 생태계 시리즈 8

LS증권 리서치센터에서
'AI 생태계' 시리즈 자료를 발간합니다.
AI가 만드는 세상의 기회는 메모리에만 국한되지 않습니다.
이제 더 많은 산업에서 그 기회가 다가오고 있습니다.
그 기회를 위한 자료가 되기를 바라면서 시리즈를 시작합니다.

LS증권 건설/원전 담당 **김세련**입니다.

이번에는 'AI가 그린 설계도: 데이터센터, 원전으로 확장되는 건설 사이클' 이라는 주제로 자료를 준비했습니다.

AI의 등장에 따라 전세계 전력 수요의 큰 축으로 데이터센터가 급부상하고 있습니다. 미국 빅테크들은 자국의 데이터센터 건설 병목으로 인해 글로벌 핵심지에 데이터센터 유치를 위한 전략적 투자를 단행하고 있으며, 이에 따라 우리 나라의 3대 메가 프로젝트로 AI 데이터센터가 주목받게 되었습니다. 뿐만 아니라 데이터센터의 전력 수요는 24시간 안정적으로 전력이 공급되어야 하고, 대규모 부하를 감당해야 하기에 이에 알맞은 기저 발전인 원전에 대한 수요 역시 야기하고 있습니다. 미국은 2050년까지 기존 Capa의 4배인 400GW까지 대형 원전을 증설하겠다는 공격적인 목표를 제시하고 있습니다. 미국의 핵 농축 기술 확보를 위한 에너지 안보 차원에서의 전략적 의사결정들이 원전의 성장을 정책적으로 지원하고 있습니다. 민간에서는 빅테크 역시 원전, SMR 기업들에 대한 선제적 전력구매계약, 투자를 집행하며 동시에 원전 설계 단축을 위한 디지털 트윈 옴니버스를 제공합니다. 빅테크들은 원전의 시계를 당기며 동시에 그 전력을 활용하는 순환 생태계를 구축하고 있습니다.

따라서 건설은 이제 완연한 AI 인프라 섹터로 산업의 색깔이 바뀌었습니다. 삼성전자, SK하이닉스를 필두로 한 국내 반도체 공장 증설 역시 건설의 새로운 모멘텀이 되고 있습니다. 그동안 기대감으로 올랐던 주가들은 가까운 미래에 수주로 이를 증명하며 리레이팅을 이어갈 것입니다.

Top pick은 실적 턴어라운드를 확인하는 동시에 미국 원전, SMR로 주가 상방이 열릴 것으로 기대되는 원전 주도주 **현대건설 (000720)**을, 단기 차선호주로는 AI 데이터센터 수주가 실적 성장을 이끌 것으로 기대되는 **GS건설 (006360)**을 추천합니다. 자회사인 **자이에스앤디 (317400)**도 관심 종목으로 새로이 추천합니다.

수급, 실적, 밸류에이션으로 주가 상승 탄력이 더해진 건설/원전 섹터 대해 함께 고민하는 자료가 되었으면 합니다.

감사합니다.

건설/원전/부동산
Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. AI 가 사는 곳, 데이터센터]

2026 년은 글로벌 설비투자의 주도 섹터가 컨벤셔널 에너지에서 디지털 인프라로 이동하는 상징적인 한 해입니다. 빅테크 투자의 핵심 축인 글로벌 데이터센터 용량은 2025 년 114GW 에서 2035 년 277GW 로 2 배 이상 증가할 전망입니다. 이에 따라 건축, 전력망, 냉각설비, 비상발전 등을 포함한 글로벌 데이터센터 인프라 투자 시장 규모는 2030 년 CAGR 23%로 성장, 1 조달러를 상회할 것으로 추산됩니다. 미국의 빅테크들은 자국 데이터센터 건설의 병목 요인으로 인해 글로벌 전략적 거점에 대한 투자가 필요한 상황이며, 이에 따라 우리 나라는 아시아 AI 데이터센터 허브를 목표로 정부, 민간의 공격적인 증설이 일어날 계획입니다.

[Part II. AI 가 부른 것, 원전과 반도체 공장]

웨스팅하우스의 2 대 주주이자 캐나다 우라늄 광산 기업인 카메코는 올해 2 분기 실적 발표에서 대형 원전인 AP1000 의 파이프라인을 제시했습니다. FEED 단계를 포함해 사업 후보군이 최대 91 기, 105GW 로 제시되었으며, 2030 년대 중후반 상업 가동을 목표로 하는 프로젝트들이 다수 있어, 원전 르네상스 2.0 에 대한 기대감을 갖게 합니다. 우리 나라 건설, 기자재 업체의 시장 경쟁력은 향후 확대될 원전 투자에서 의미있는 수주 성과로 이어질 것으로 기대되어 긍정적입니다. 원전에 대한 반복 시공 경험과 안정적이고 일관된 공급망은 우리 정부의 대미투자 뿐만 아니라 민간 기업단에서도 의미있는 성과로 나타날 전망입니다. 국내 반도체 공장 증설 역시 건설의 새로운 모멘텀이 되고 있습니다.

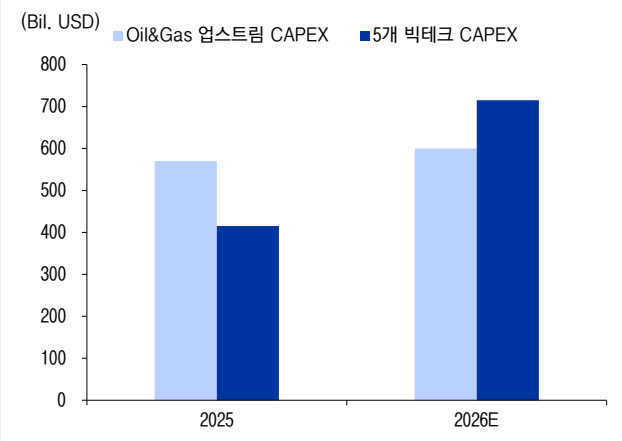
[Part III. Valuation]

건설 섹터의 AI 인프라 투자로 인한 조 단위 해외 수주 기대감과 업사이드가 밸류에이션 상방을 열었습니다. 8 월부터 산업재로의 수급 유입, 국내 메가프로젝트 발표로 인한 데이터센터 수주 가시화, 대미투자 원전 수주 기대감으로 다시 리레이팅이 시작되었습니다. 하반기 역시 호실적에 따른 밸류에이션 하방 지지와 내러티브가 숫자화 됨에 따른 이익 추정치 상향 및 업황의 성장 포텐셜이 멀티플 리레이팅의 요인으로 작용할 전망입니다.

업종에 대해 비중확대 (Overweight) 의견을 유지하며, 장기 Top pick 은 원전 시공 경쟁력에 따른 수주 우상향이 기대되는 현대건설을, 단기 차선호주로는 국내 AI 데이터센터 수주가 기대되는 GS 건설을 추천합니다. 기대감이 숫자로 증명될 미래가 머지 않았습니다.

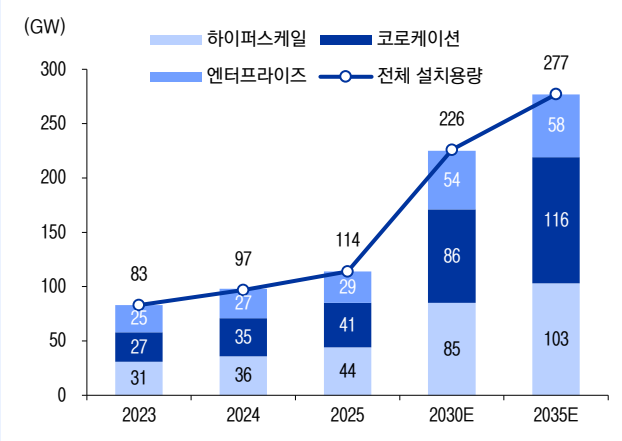
Key Charts

글로벌 Oil&Gas CAPEX 와 빅테크 CAPEX 비교



자료: Bloomberg, IOT Analysis, LS증권 리서치센터

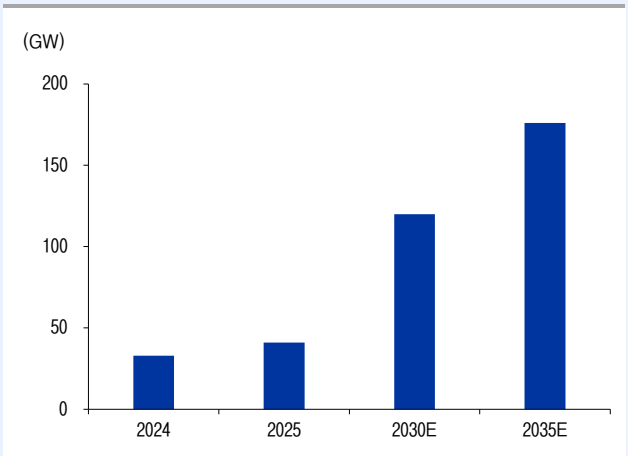
글로벌 데이터센터 용량



자료: IEA, LS증권 리서치센터

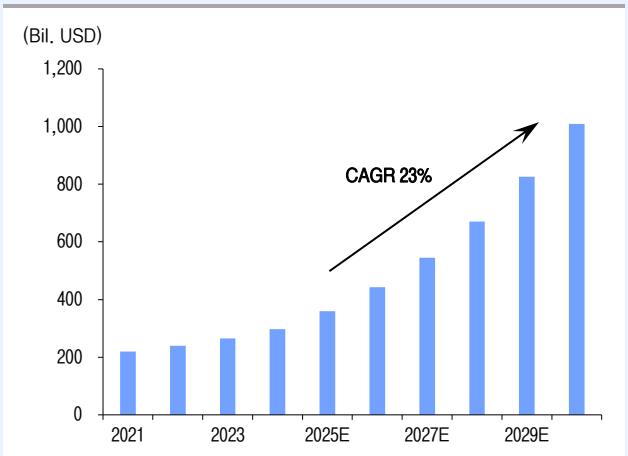
- **2026 년, 빅테크의 투자가 Oil&Gas 를 넘어서며 글로벌 투자 시장의 판도를 바꾸는 한 해**
- **AI 가 사는 집 데이터센터: 2035 년까지 전세계 데이터센터 용량은 약 300GW 로 2.5X 성장 전망**

미국 데이터센터 용량 전망



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

전세계 데이터센터 인프라 투자 시장 규모

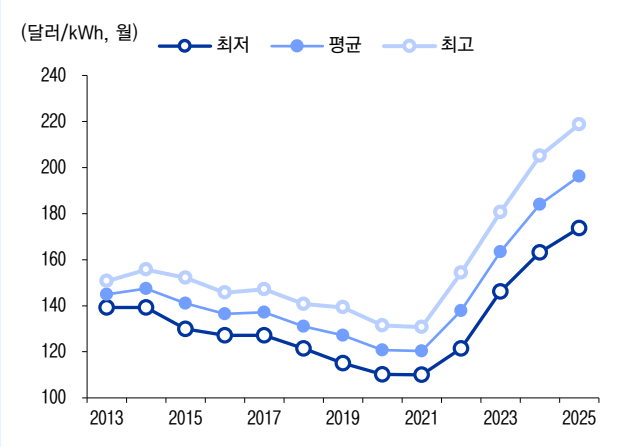


자료: IOT Analysis, LS증권 리서치센터

- **미국 데이터센터 용량, 2035 년 공격적 가정 기준 176GW 로 글로벌 64% 비중을 차지할 전망**
- **데이터센터 인프라 투자 시장 규모 역시 2030 년까지 CAGR 23%로 성장, 1 조달러를 넘어서게 됨**

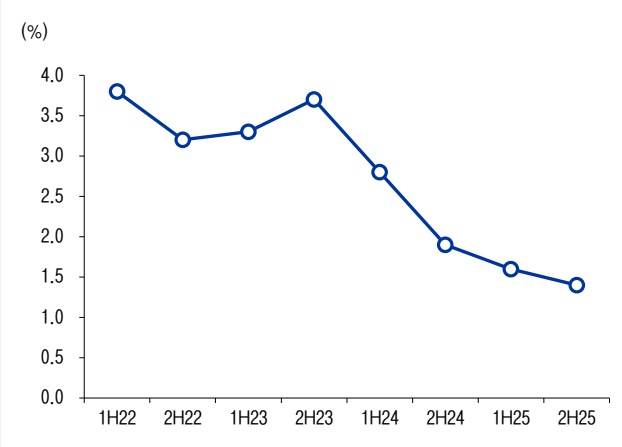
Key Charts

미국 데이터센터 평균 임대료



자료: CBRE, LS증권 리서치센터

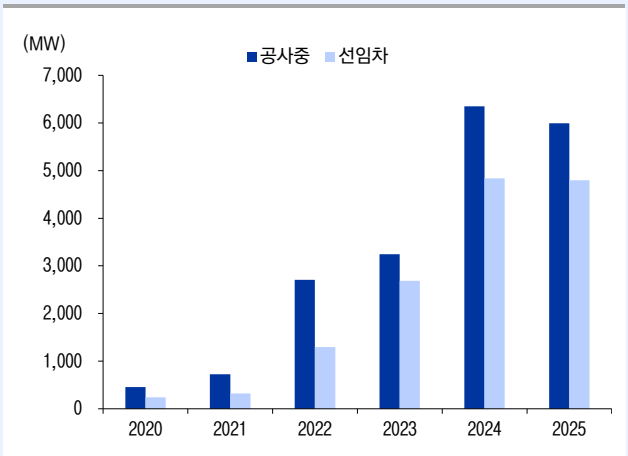
미국 데이터센터 공실률



자료: CBRE, LS증권 리서치센터

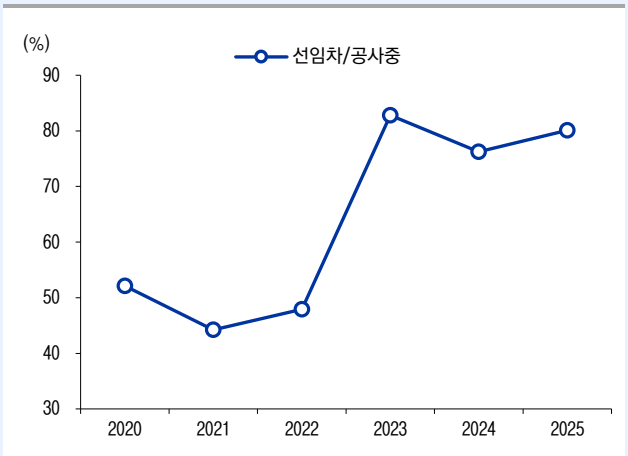
- **미국의 데이터센터 평균 임대료는 kWh 당 월 196 달러로 매 해 가파르게 상승하고 있으며,**
- **데이터센터 공실률 1%대로 낮아지면서 극심한 초과수요 상태, 임대료 상승 추세 당분간 지속될 전망**

미국 공사중인 데이터센터 용량



자료: CBRE, LS증권 리서치센터

미국 데이터센터 선임차 비중

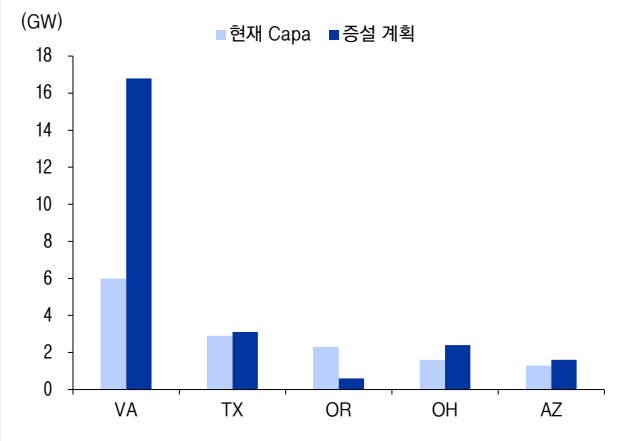


자료: CBRE, LS증권 리서치센터
주: 단순 연간 선임차 용량과 공사중 용량을 나눈 값으로, 공사중인 프로젝트와 선임차 프로젝트가 동일하지 않을 수 있음

- **현재 미국 내 공사중인 데이터센터 6~7GW 이나, 수요전망치 고려시 투자 용량 확대 전망**
- **현재 공사가 진행중인 데이터센터의 80~90%는 선임차로 테넌트 확보하는 구조, 테넌트의 니즈와 신규 프로젝트 성장 속도 맞춰질 것**

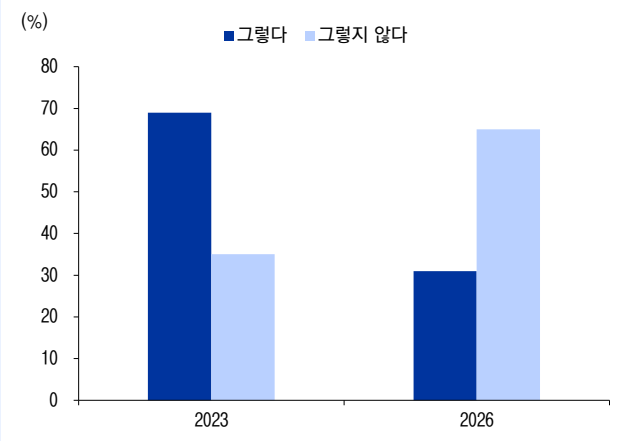
Key Charts

미국 데이터센터 집중 투자 지역



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

버지니아 설문조사, 'DC 건설에 편안함을 느끼는가'



자료: Washington Post, LS증권 리서치센터

- **다만, 미국 내 데이터센터 증설이 전력계통 연결, 인허가, 주민 반대 등으로 여러 어려움을 겪고 있으며**
- **이에 따라 빅테크의 글로벌 AI 데이터센터 투자와 물리적인 선점이 필수적인 상황이 되고 있음**

기업별 장기 AI 데이터센터 증설 목표

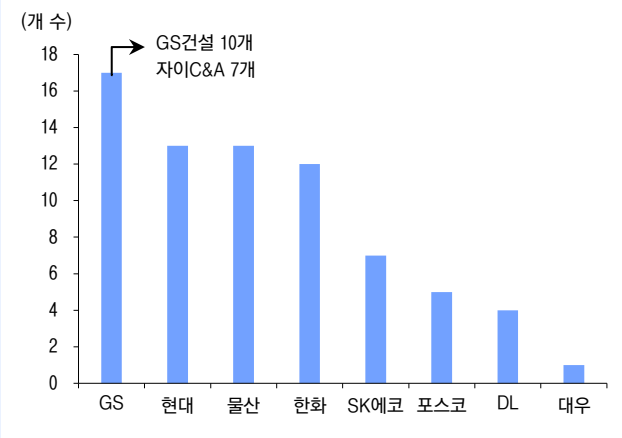
구분	회사명	현재 용량 (MW)	목표 용량 (MW)	비고
통신 사업자	SKT	137	5,000(~29)	울산 AI DC 1GW (100MW, 27 년), 29 년 5GW, 35 년까지 15GW
	KT	163	1,160(~31)	전국 20 여곳 (1GW, 31 년)
	LG U+	165	600(~30)	파주 데이터센터 (200MW, 30 년)
IT 서비스	네이버	87	1,000(~31)	각 세종 (270MW 까지, 30 년) / 리스 (300MW) / 신규 (300MW, 31 년)
	삼성 SDS	110	800+(~31)	동탄 (20MW, 26 년), 구미 AI DC(120MW, 31 년) 등 60MW, 31 년)
	카카오	40	120(~29)	남양주 제 2 데이터센터 (80MW, 29 년)
개별 기업	GS	-	2,400(~29)	강원도 동해시 28 년 1.2GW, 29 년 1.2GW
	현대자동차	-	500(미정)	새만금 AI 데이터센터 27 년 착공, 29 년 완공
	신세계	-	250(미정)	26/03 리플렉션 AI 와 250MW 규모 AI 데이터센터 건립 발표

자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

- **우리 나라, 3 대 메가 프로젝트 중 하나로 1 단계 8GW 의 AI 데이터센터 증설 계획 발표**
- **반도체, 건설, 냉각, 전력연결, 인허가 등 유리한 조건으로 글로벌 빅테크의 아시아 DC 허브 역할 목표**

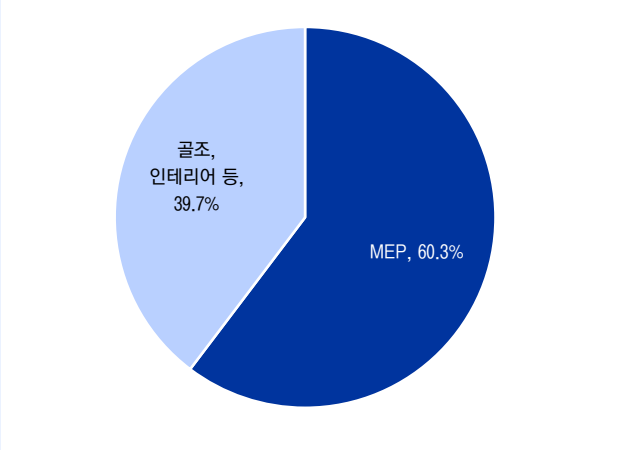
Key Charts

주요 건설사별 데이터센터 준공 실적 (추정)



자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터 / 주: 각종 언론 내용을 취합한 자료로, 실제 실적과 차이가 있을 수 있음

데이터센터 공사비 구성



자료: Cushman&Wakefield, LS증권 리서치센터

2020 년 이후 주요 건설사 데이터센터 수주 금액과 프로젝트 IT Load 기준 비교

(단위: 십억원)	건설사	프로젝트명	IT Load (MW)	수주금액	MW 당 수주 금액
2024	현대건설	Microsoft 부산 데이터센터 2 단계	61	488	8.0
2025	현대건설	Pacific Sunny 용인 죽전 데이터센터	71	857	12.0
2025	현대건설	K-Square 데이터센터 가산	29	117	4.1
2027	현대건설	AWS 인천 가좌 데이터센터	69	500	7.3
2027(1 차), 2028(2 차)	현대건설	캄스퀘어 안산 데이터센터	57	611	10.7
2028	현대건설	Project Timbuktu 안산 데이터센터	71	807	11.3
2027	삼성물산	안산 글로벌 클라우드센터	29	400	14.0
2028	삼성물산	용인 덕성리 데이터센터	57	500	8.8
2024	GS 건설	Epoch 안양 데이터센터	29	245	8.6
2027	자이 C&A	LG 유플러스 파주 AIDC	36	320	9.0
2027(2 차), 2028(3 차)	자이 C&A	각 세종 데이터센터 2·3 차	63	526	8.4
2026	한화 건설부문	고양삼송 이지스 데이터센터	57	189	3.3
2027	DL 이앤씨	PEACH 부천	55	455	8.3
2027	DL 이앤씨	Digital Realty 김포 ICN11	57	362	6.3
2025	대우건설	KR1 강남(양재)	29	350	12.2
				단순 평균	8.8
				조정 평균	9.6

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 조정 평균은 업무 스콥에 따라 MW당 공사비 낮은 수주 금액 제외, IT Load는 일괄 PUE 1.4 적용

- **데이터센터는 건설 기준 MEP 비중이 높아 상대적으로 진입장벽이 높은 프로젝트**
- **레코드 보유한 1 군 건설사 위주로 수주 기회가 선별적으로 나타날 전망이며**
- **최근 물가상승률과 급격한 수요 증가에 따라 MW 당 공사비 우상향 추세**
- **IT Load 용량 기준 MW 당 120~150 억원으로 추산되며, 병목에 따른 공사비 추가 인상 가능성 존재**

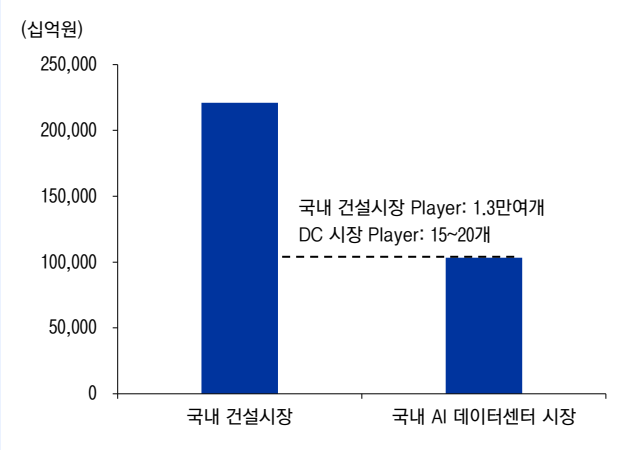
Key Charts

기업별 장기 AI 데이터센터 증설 목표와 이에 따른 건설 시장 규모 추산

비고	수전 기준	IT Load 기준	IT Load 기준 MW 당 공사비 가정						
(단위: 십억원)	증설 용량(MW)	증설 용량(MW)	80 억원	90 억원	100 억원	110 억원	120 억원	130 억원	140 억원
SKT	4,863	3,474	27,789	31,262	34,736	38,209	41,683	45,156	48,630
KT	1,000	714	5,714	6,429	7,143	7,857	8,571	9,286	10,000
LG U+	435	311	2,486	2,796	3,107	3,418	3,729	4,039	4,350
네이버	913	652	5,217	5,869	6,521	7,174	7,826	8,478	9,130
삼성 SDS	690	493	3,943	4,436	4,929	5,421	5,914	6,407	6,900
카카오	80	57	457	514	571	629	686	743	800
GS	2,400	1,714	13,714	15,429	17,143	18,857	20,571	22,286	24,000
현대자동차 그룹	500	357	2,857	3,214	3,571	3,929	4,286	4,643	5,000
신세계	250	179	1,429	1,607	1,786	1,964	2,143	2,321	2,500
합계	11,131	7,951	63,606	71,556	79,507	87,458	95,409	103,359	111,310

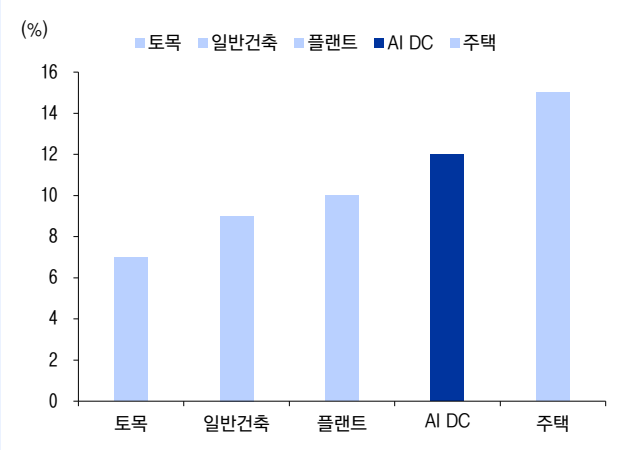
자료: LS증권 리서치센터 / 주: 언론 보도상 발표된 AI DC 용량을 수전 기준으로 반영하고, PUE 1.4 일괄 적용하여 IT Load 기준으로 환산함. 현대차그룹 AI DC 용량은 투자금액 5.8조원에서 역산한 당사 추정값임

데이터센터 시장 규모와 국내 건설시장 비교



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

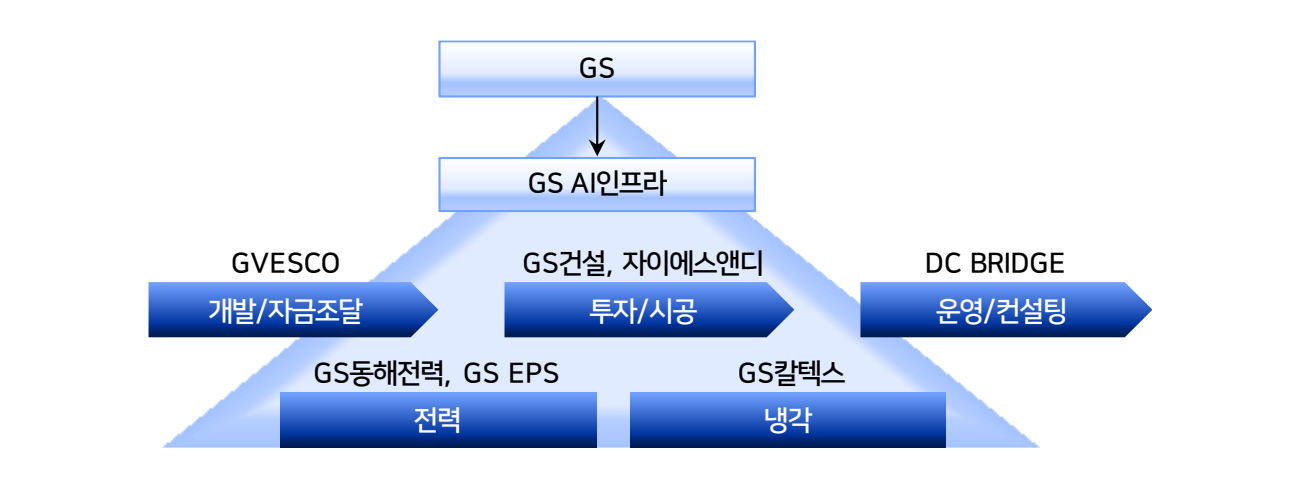
AI 데이터센터 마진 레벨 추산



자료: LS증권 리서치센터 / 주: 매출총이익률 기준임

- **데이터센터 통상적인 매출총이익률은 10~12%이나, 병목에 따른 공사비 상승으로 마진 상승 가능성**
- **보수적 가정 기준 MW 당 120~130 억원 가정시 국내 AI 데이터센터 건설 100 조원 시장**
- **지난해 국내 건설 수주시장 200 조원, Player 1 만여곳 이상**
- **AI 데이터센터 Player 15~20 개로 나눠가지는 시장 파이의 크기가 압도적으로 클 것**
- **국내 뿐만 아니라 글로벌 데이터센터 시공까지 기대, 새로운 성장의 원동력으로 작용할 전망**

GS 그룹 AI 데이터센터 투자 구조



자료: GS, LS증권 리서치센터

- **메가프로젝트 1 단계 중에서 가장 속도가 빠른 곳은 용지와 발전소를 보유한 GS 그룹**
- **2028 년까지 1.2GW 목표를 위해서는 가까운 미래에 순차적으로 발주될 것으로 보임**
- **특히 테넌트와 발주 용량 가시화되며 내러티브가 숫자로 확인된다면 관련 종목 주가 리레이팅 지속될 것**

1GW 데이터센터 80% PF 차입 가정시 Cap Rate~조달금리에 따른 수익률 및 자산가치 변화

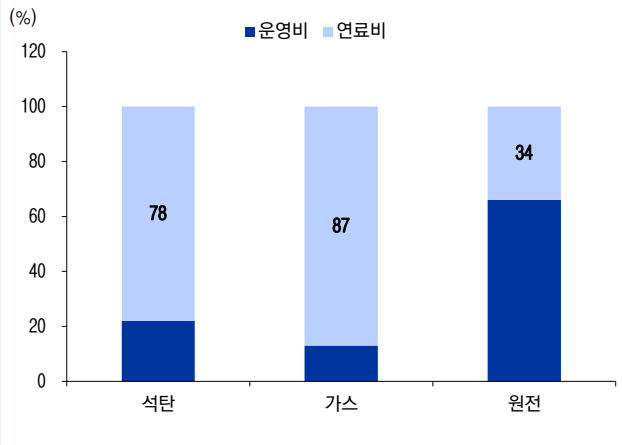
금리(%) /(십억원)	이자	NOI	이자 차감 후 이익	ROE (%)	Cap Rate (%)에 따른 자산가치							
					4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
6.0	720	1,200	480	16.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
7.0	840	1,200	360	12.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
8.0	960	1,200	240	8.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
9.0	1,080	1,200	120	4.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
10.0	1,200	1,200	0	0.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
			필요 LTV (%)		40.0	45.0	50.0	55.0	60.0	65.0	70.0	75.0
			자산가치 변화 (%)		*25.0*	*11.1*	*0.0*	*-9.1*	*-16.7*	*-23.1*	*-28.6*	*-33.3*

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 15조원 투자비 가정, 통상 개발수익률 8~10% 고려 시나리오상 8%로 NOI 고정, 계산의 편의를 위해 조달금리 6%에 Cap Rate 5%를 고정하여 금리 1%p 상승시 Cap Rate 0.5%p 상승 가정

- **금리 인상 및 이에 따른 Cap Rate 의 상승은 현 금리 레벨에서 유의미한 리스크로 보이지 않음**
- **초과수요에 따른 NOI 증가가 PF 조달 비용을 상쇄할 것, 지금은 리스크 보다 기회의 크기에 주목**

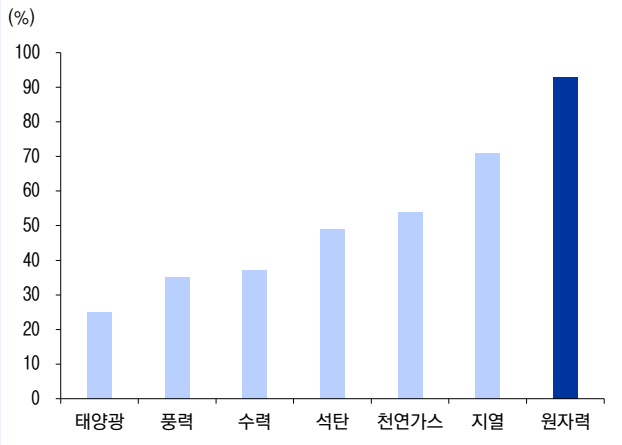
Key Charts

발전원별 발전원가에서 연료비 비중



자료: Nuclear Energy Institute, LS증권 리서치센터

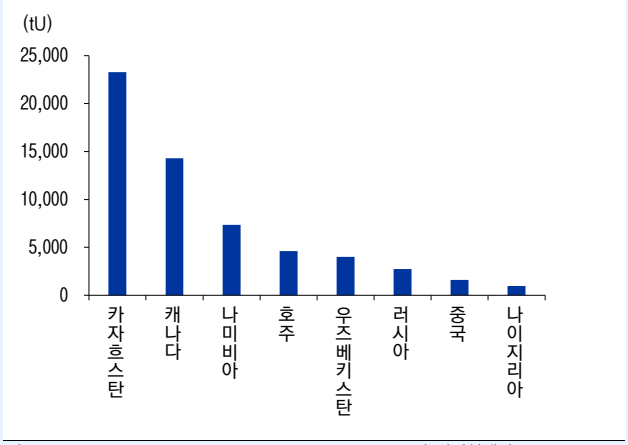
발전원별 가동률



자료: DOE, LS증권 리서치센터

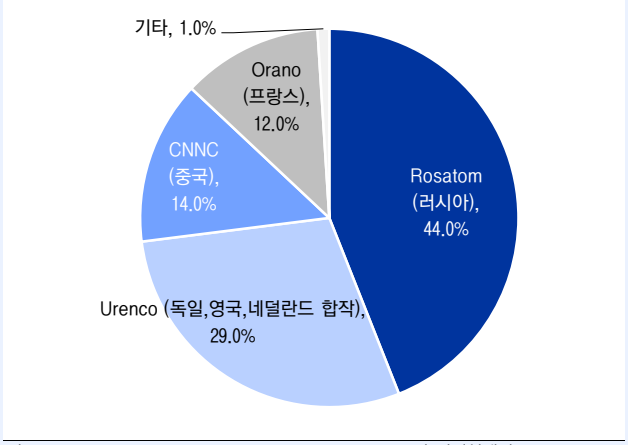
- **AI 가 부른 것, 원전과 반도체 공장: 원전은 높은 가동률과 낮은 연료비 비중을 가진 발전원**
- **국제 정세로 인한 에너지 안보의 중요성 대두, AI 데이터센터 기저발전에 알맞은 원전 메리트 부각**

2024 년 우라늄 국가별 생산량 순위



자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

우라늄 농축 M/S



자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

- **미국 역시 현재 원전 용량의 4 배를 증설, 400GW 까지 용량을 확대하고자 하며**
- **원전과 SMR 은 미국의 핵 안보, 우라늄 자립 차원에서도 중요한 전략 자산으로서 부각되고 있음**

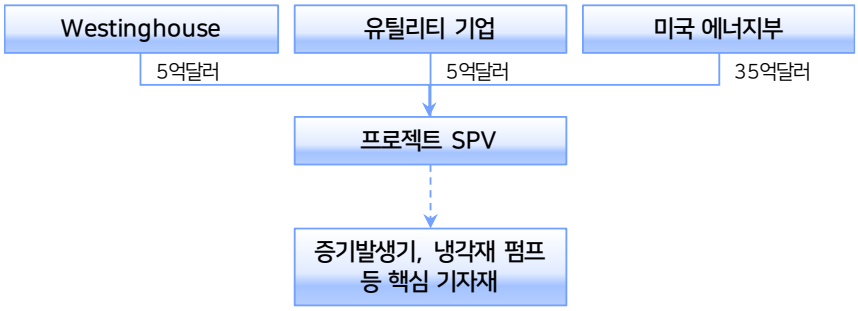
Key Charts

웨스팅하우스 AP1000 파이프라인

프로젝트	기수	총 용량(GW)	상업운전 개시 시기
DOE (에너지부) 원전 공급망 대출	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중반
DOC (상무부) 파트너십	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중후반
미국 (V.C. Summer 건설 재개)	2	2	2030 년대 초중반
폴란드 (Lubiatowo-Kopalino)	3	4	2030 년대 중반
불가리아 (Kozloduy 7·8 호기)	2	2	2030 년대 중후반
우크라이나 (Khmelnytskyi 5·6 호기)	2	2	2030 년대 중후반
FEED 단계	11	13	2030 년대 후반
초기 발굴 단계	51	59	2030 년대 후반~2040 년대 초반
선정 프로젝트 합계	최대 91 기	최대 105GW	

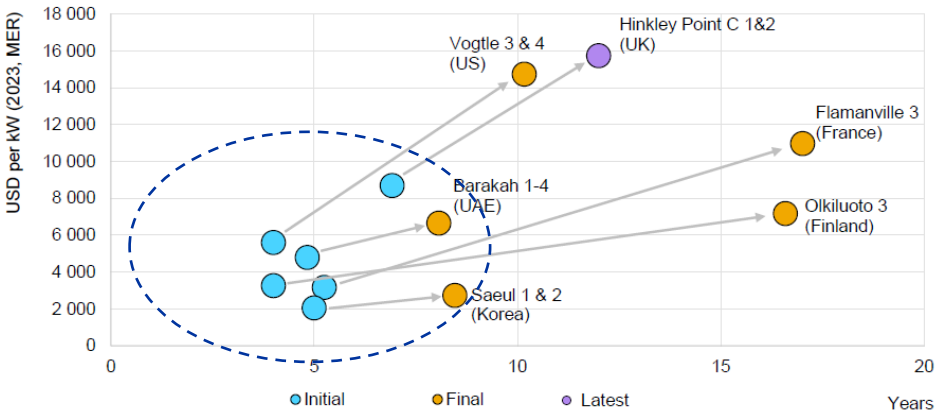
자료: Cameco, LS증권 리서치센터

미국 DOE, 원전사업 촉진을 위한 175 억 달러 규모 금융지원 발표 (5 개 SPV 설립)



자료: DOE, 각종 언론, LS증권 리서치센터

글로벌 원전 시공~준공까지 시간, 비용 증가 추이

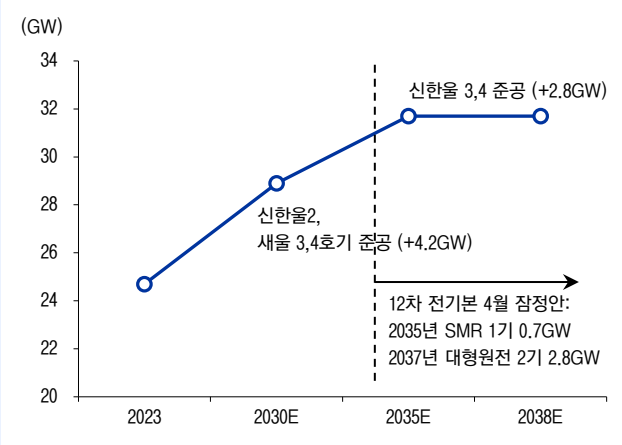


자료: IEA 'The Path to a New Era for Nuclear Energy', LS증권 리서치센터

- **미국의 공격적 증설 목표 달성을 위해 우리 나라의 시공, 기자재 제작 등의 공조가 필요한 상황**
- **정부의 대미 투자 DOC 원전 외에도 현대건설, 웨스팅하우스 JV 의 프로젝트 확대 기대**

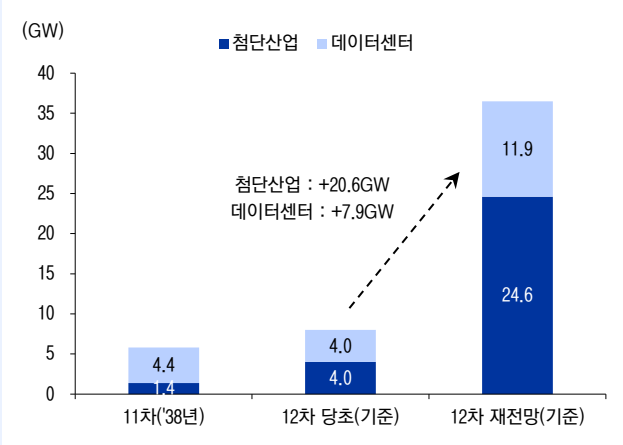
Key Charts

우리 나라 원전 Capa (4 월 전기본 잠정안 기준)



자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

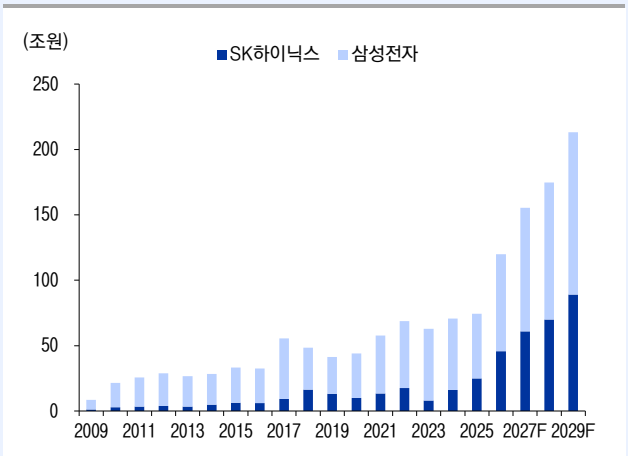
8 월 수정 전망 기준 첨단산업, 데이터센터 전망치



자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

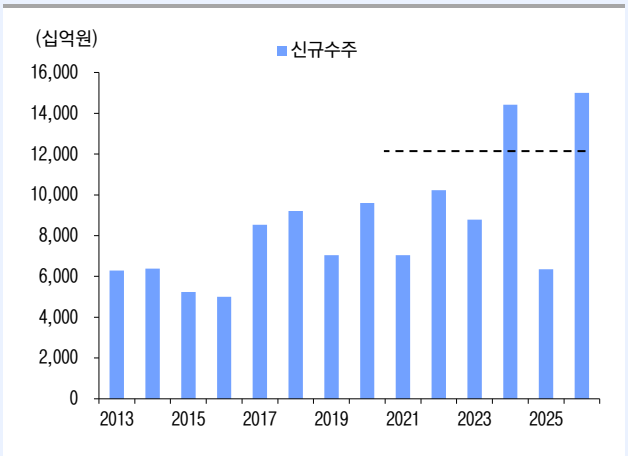
- **우리 나라 역시 12 차 전력수급기본계획 발표를 앞두고 있으며,**
- **늘어난 AI 데이터센터, 첨단산업의 전력 전망치 고려시 추가 신규 원전 2~4 기 기대**

삼성전자, SK 하이닉스 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

삼성 E&A 신규수주 추이 및 전망

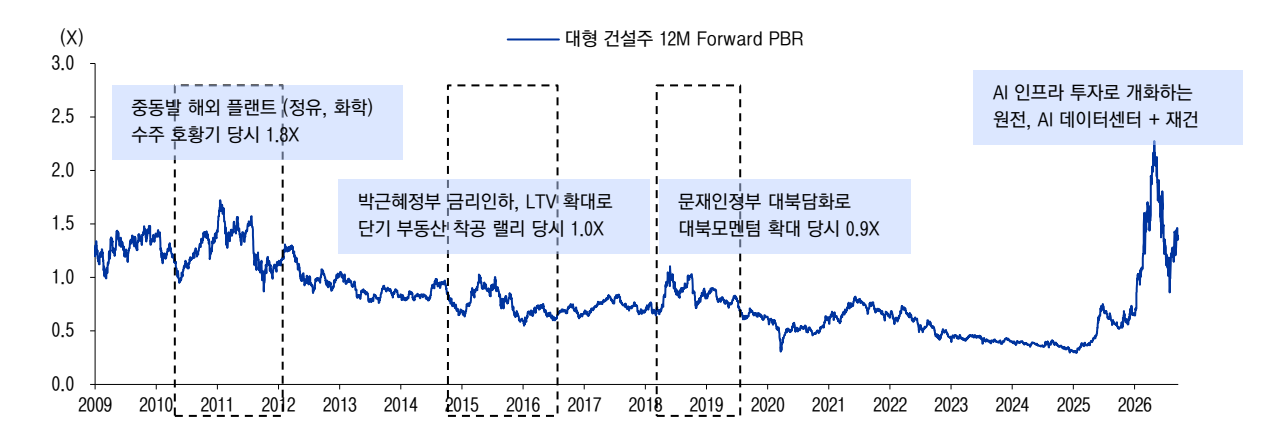


자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

- **국내 반도체 기업 CAPEX 빅 사이클 역시 건설 섹터 성장 원동력**
- **평택 외에도 용인, 호남 등의 공격적 투자 계획, 종목별 선별적 기회요인으로 작용할 전망**

Key Charts

대형 건설주 Historical PBR 추이



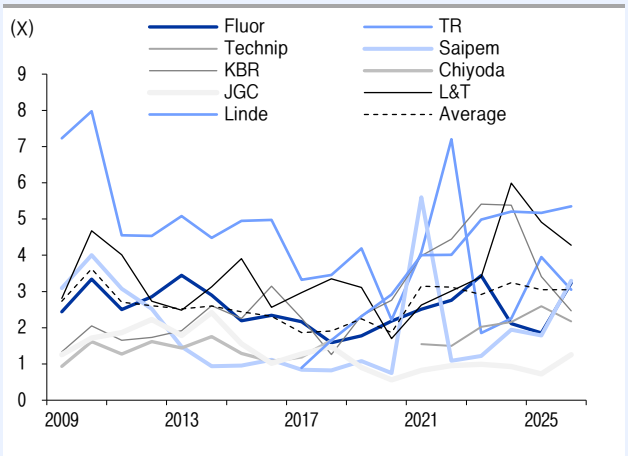
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

- **해외와 국내 건설 시장이 동시에 열리는 뉴노멀, 마진 경쟁의 바텀업이 아닌 탑다운 수주로 확보해갈 수익성**
- **AI 인프라 섹터로의 전환, 수주 실적 확인하면서 점진적 리레이팅 지속될 전망**

삼성 E&A 중동 플랜트 호황기 당시 PBR 추이

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

Global EPC Players 연도별 PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- **과거 정유 화학 빅사이클에서 대장주였던 삼성 E&A 는 당시 PBR 4X 수준**
- **Global EPC Player 역시 재무구조, 공종 다각화 등으로 주가 성패가 나뉘는 시점**
- **경쟁력 있는 기업들의 구조적 성장에 따른 밸류에이션 프리미엄 기대**

AI 생태계 시리즈 8

건설/원전

Overweight

AI 가 그린 설계도

데이터센터, 원전으로 확장되는 건설 사이클

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I	AI 가 사는 곳, 데이터센터	15
Part II	AI 가 부른 것, 원전과 반도체 공장	26
Part III	Valuation	35

기업분석

자이에스앤디 (317400)	40
GS 건설 (006360)	48
현대건설 (000720)	51
삼성 E&A (028050)	56
지엔씨에너지 (119850)	59

LS 증권 리서치센터

Part I

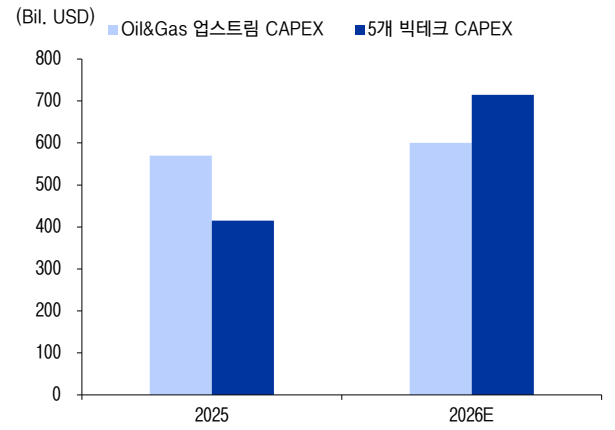
AI가 사는 곳, 데이터센터

본격화되는 데이터센터 증설

글로벌 AI 데이터센터, 공격적인 증설 사이클 시작

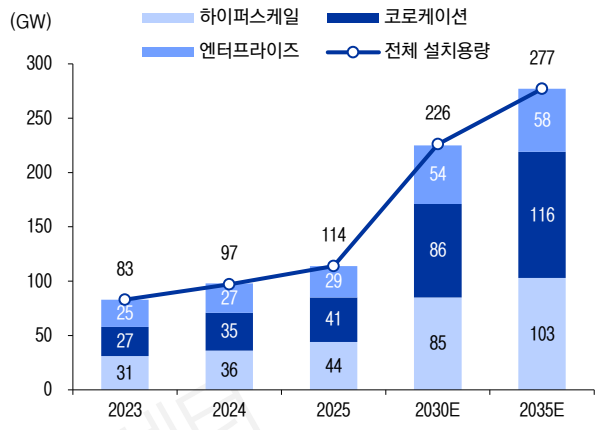
2026년은 글로벌 설비투자의 주도 섹터가 컨벤셔널 에너지에서 디지털 인프라로 이동하는 상징적인 해가 될 전망이다. 이 중 빅테크 투자의 핵심 축인 글로벌 데이터센터 용량은 2025년 114GW에서 2035년 277GW로 2배 이상 증가할 전망이다. 공격적인 시나리오에 따르면 미국의 데이터센터 용량은 같은 기간 40GW에서 175GW로 확대되어, 2035년 전세계 예상 용량의 60% 이상에 해당할 것으로 전망된다. 이에 따라 건축, 전력망, 냉각설비, 비상발전 등을 포함한 글로벌 데이터센터 인프라 투자 시장 규모는 2030년 CAGR 23%로 성장, 1조달러를 상회할 것으로 추산된다.

그림1 글로벌 Oil&Gas CAPEX와 빅테크 CAPEX 비교



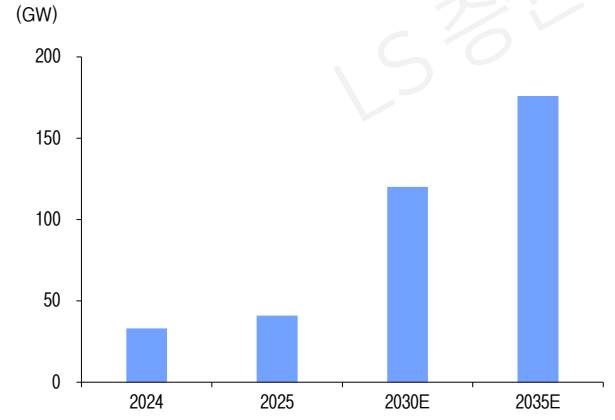
자료: Bloomberg, IOT Analysis, LS증권 리서치센터

그림2 글로벌 데이터센터 용량 (수전 기준)



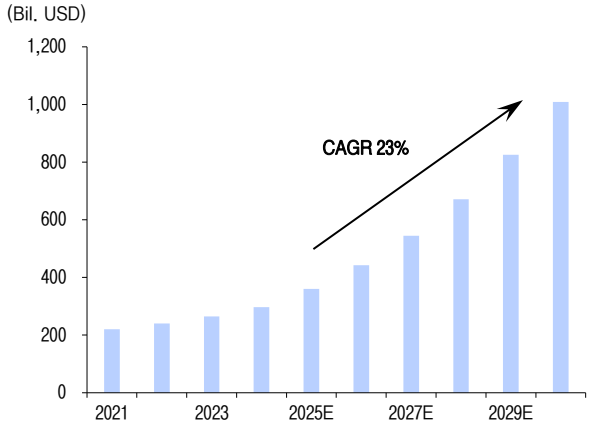
자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림3 미국 데이터센터 용량 전망



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

그림4 전세계 데이터센터 인프라 투자 시장 규모



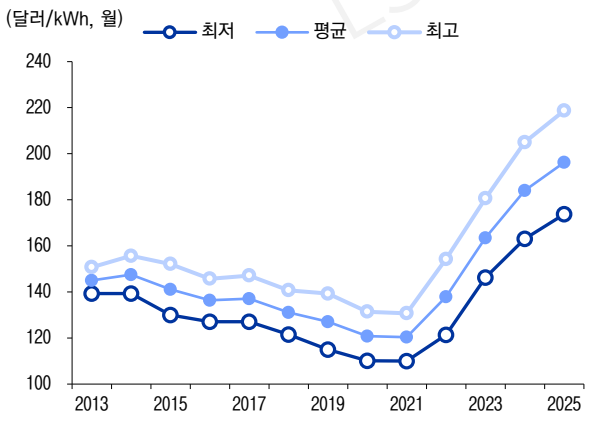
자료: IOT Analysis, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

미국 데이터센터 시장은 사실상 가용 공간이 거의 소진되어 극심한 초과수요를 겪고 있다. 미국 데이터센터 공실률은 1%대까지 떨어졌으며, 이러한 수급 불균형을 반영해 평균 임대료도 2021년 저점 대비 약 60% 상승한 모습이다. 최저 임차료 역시 추세적 반등이 동일하게 나타나고 있기 때문에 이는 임차료 상승이 일부 우량 시설에 국한된 현상이 아니라 데이터센터 시장 전반에서 공급 부족이 나타나고 있음을 시사한다. 즉시 사용 가능한 전력과 물리적 공간이 제한된 만큼 임대료 상승세도 당분간 지속될 가능성이 높아 보인다.

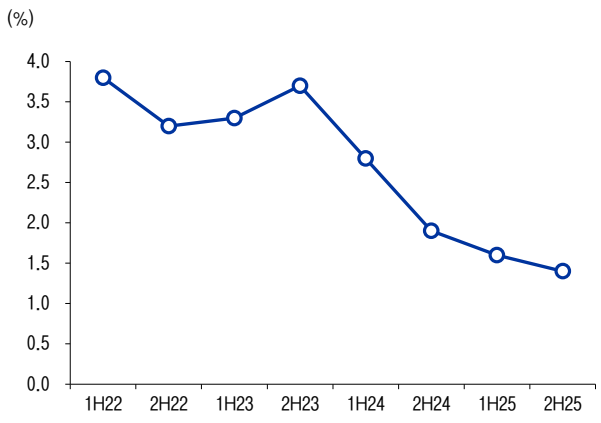
미국의 건설중인 데이터센터 용량은 6~7GW로 늘어난 모습이나, 이 가운데 80~90%가 이미 선임차된 상태이다. 신규 시설이 준공되기도 전에 대부분의 용량이 수요자에게 선제적으로 배정되고 있다. 명목상 공급 확대가 실제 가용 면적 증가로 이어지지 못하는 구조로, 결국 현재의 증설 속도로는 누적 수요를 충족하기 어려워 보인다.

그림5 **미국 데이터센터 평균 임차료**



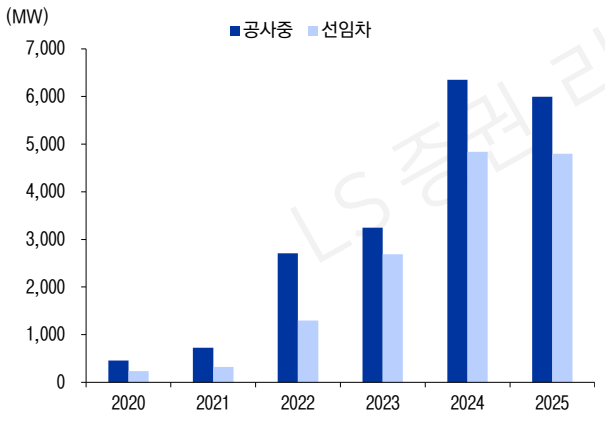
자료: CBRE, LS증권 리서치센터

그림6 **미국 데이터센터 공실률**



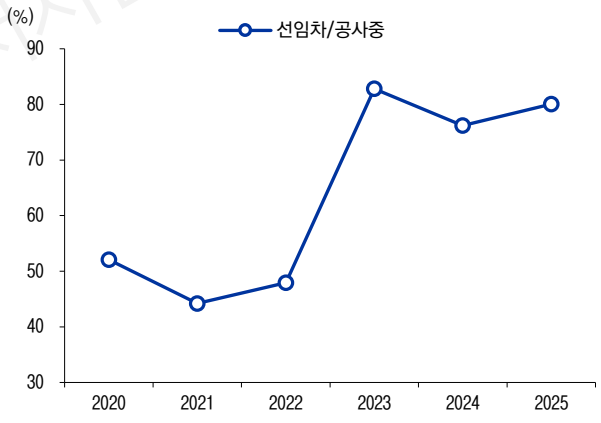
자료: CBRE, LS증권 리서치센터

그림7 **미국 공사중인 데이터센터 용량**



자료: CBRE, LS증권 리서치센터

그림8 **미국 데이터센터 선임차 비중**

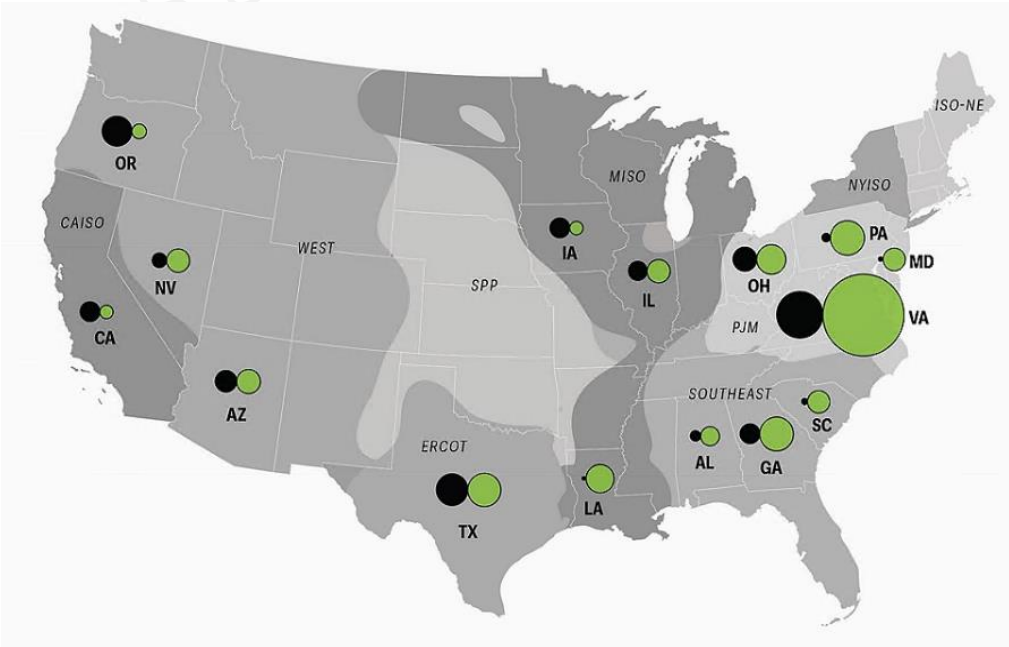


자료: CBRE, LS증권 리서치센터
주: 단순 연간 선임차 용량과 공사중 용량을 나눈 값으로, 공사중인 프로젝트와 선임차 프로젝트가 동일하지 않을 수 있음

이러한 초과수요에도 불구하고 미국 데이터센터의 공급은 여러 가지 병목 요인 앞에서 어려움을 겪고 있다. 1) 전력 확보와 계통 연결의 문제, 2) 핵심 기자재와 인력의 부족, 3) 부지와 인허가, 4) 주민 반발 등으로 계획된 투자가 원활하게 이루어지지 못하는 실정이다.

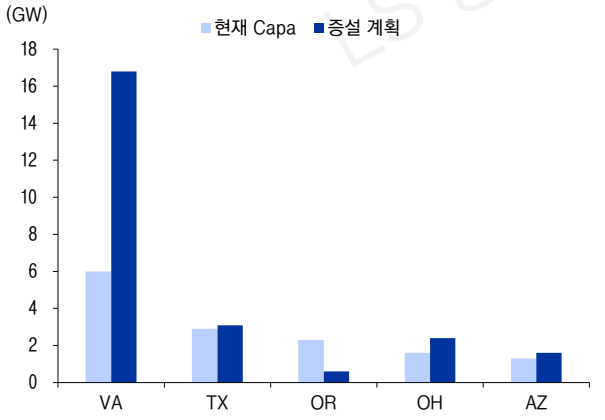
이러한 현상은 미국 최대 데이터센터 시장인 버지니아에서 가장 명확하게 보여진다. 버지니아는 현재 약 6GW의 용량에 더해 17GW에 이르는 증설 계획을 보유하고 있지만, 신규 데이터센터가 들어서는데 동의하는 주민 비율은 2026년 기준 35% 수준에 불과하다. 데이터센터가 많이 들어선 지역일수록 전력요금, 소음, 환경 문제 등이 부각된 결과로 보인다. 미국 빅테크들은 따라서 전력과 부지를 신속하게 제공할 수 있는 국가와 협력해 글로벌 데이터센터 거점을 확보할 필요성이 대두되고 있다.

그림9 **미국 주별 AI 데이터센터 용량과 증설 계획**



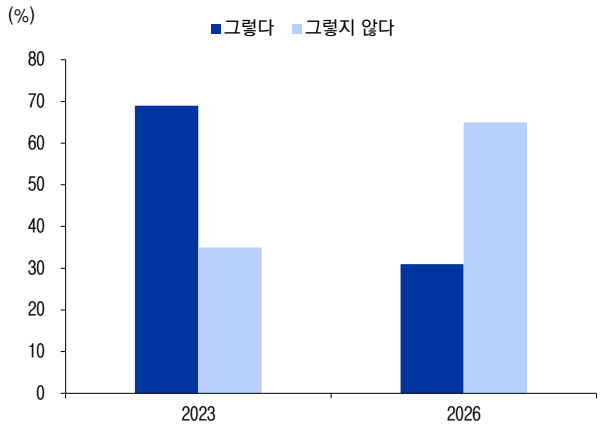
자료: Deloitte 'Can US infrastructure keep up with the AI economy? ('25/06)' 발췌. 검은 점은 현재 용량, 초록색 점은 계획 용량

그림10 **미국 데이터센터 집중 투자 지역**



자료: Deloitte, LS증권 리서치센터

그림11 **버지니아 설문조사, 'DC 건설에 편안함을 느끼는가'**

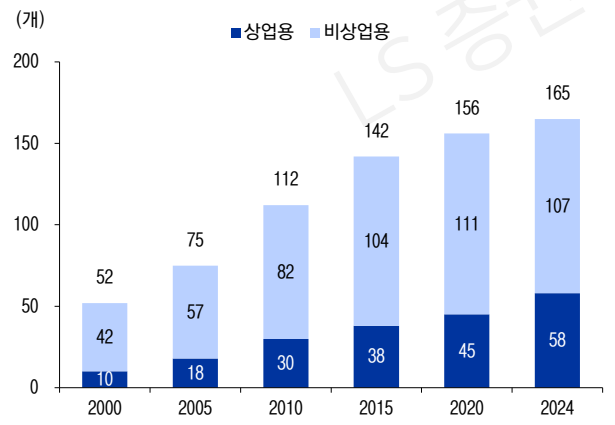


자료: Washington Post, LS증권 리서치센터

우리 나라, AI 데이터센터 아시아 허브를 목표로 투자 시작

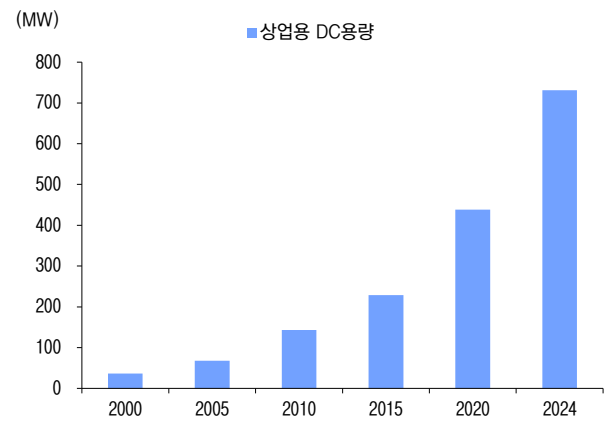
대규모 학습용 데이터센터는 이용자와의 물리적 거리에 따른 지연 시간의 영향이 상대적으로 작아 전력 확보가 용이한 지역으로 분산하기에 적합하다. 반면, 실시간 응답이 필요한 추론용 데이터센터는 수요지와 가까워야 한다. 따라서 빅테크는 글로벌 전략적 거점으로의 투자가 필요한 상황이며, 이에 따라 우리 나라는 아시아 AI 데이터센터 허브 역할을 위해 정부와 민간 협력으로 공격적인 투자가 일어날 계획이다. 우리 나라 데이터센터의 운전 연수별 용량을 보면 최근 5년 미만으로 준공된 데이터센터는 40MW 이상으로 용량이 확대되는 추세이며, 수요의 절반을 이미 글로벌 CSP가 사용하고 있다.

그림12 **국내 데이터센터 누적 개수 추이**



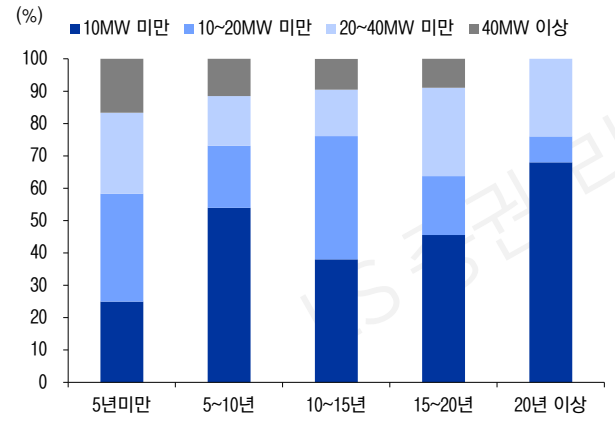
자료: KDCC, LS증권 리서치센터

그림13 **국내 상업용 데이터센터 용량 추이**



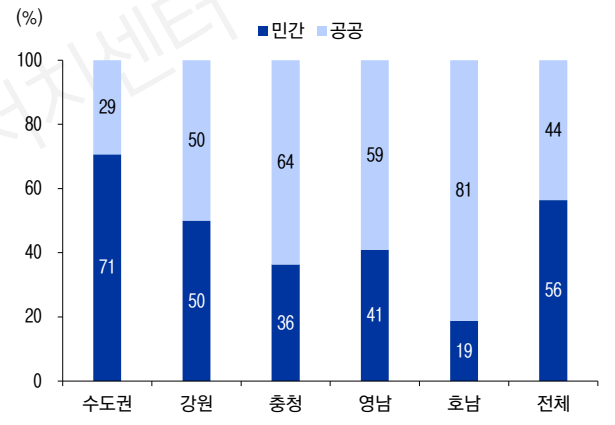
자료: KDCC, PwC, LS증권 리서치센터

그림14 **국내 데이터센터 운전 연수별 용량 비중**



자료: KDCC, LS증권 리서치센터

그림15 **국내 데이터센터 지역별 민간, 공공 비중**

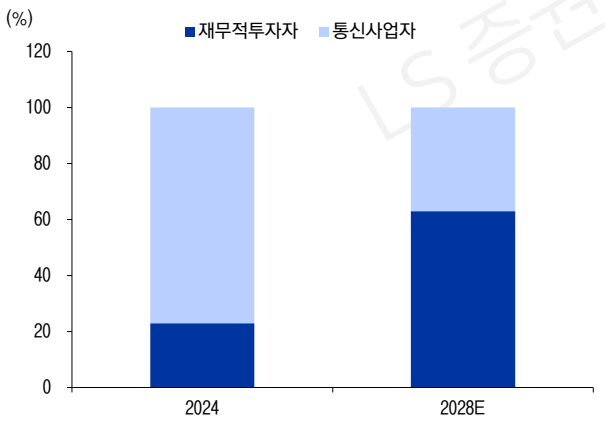


자료: KDCC, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

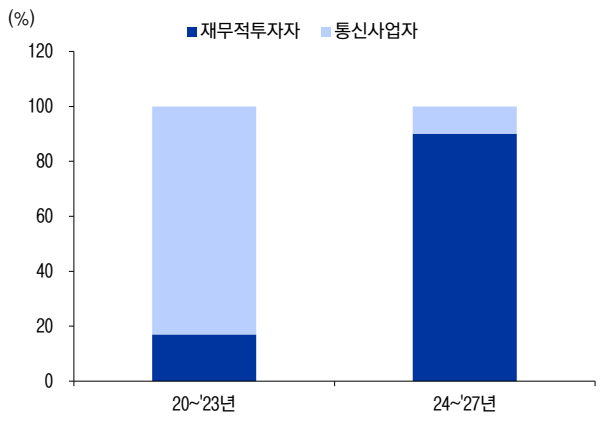
국내 데이터센터는 2024년 기준 통신사업자의 직접 투자가 높은 비중을 차지했으나, 2028년에는 디벨로퍼/재무적 투자자의 투자가 시장을 크게 견인할 것으로 전망된다. 2024년부터 디벨로퍼의 데이터센터 시장 진입이 본격화되면서 데이터센터는 개발사업의 새로운 먹거리로 부상할 것으로 보인다. 디벨로퍼의 데이터센터 개발 방식은 크게 1) Powered Shell (디벨로퍼가 건축물 외관, 바닥 하중만을 확보한 상태로 하이퍼스케일러에게 장기 임대하는 방식), 2) Built-to-suit (특정 하이퍼스케일러의 스펙에 맞게 MEP, UPS 등 전체를 턴키로 만들어 넘기는 방식), 3) Colocation (전력 용량 또는 랙 단위로 여러 고객사에 분할 임대하는 구조)으로 나뉘며, 장기 운용 수익 확보를 위해 Colocation 개발이 선호되고 있다.

그림16 **국내 데이터센터 누적 투자자 비중**



자료: KDCC, PwC, Savills, LS증권 리서치센터

그림17 **국내 데이터센터 기간별 투자자 비중**



자료: KDCC, PwC, Savills, LS증권 리서치센터

표1 **Colocation 사업자별 주요 데이터센터 현황**

구분	사업자	보유 센터 수	비고
기간통신 사업자	KT Cloud	19	청주, 분당, 송정, 남구로, 여의도, 대전, 목동 2, 천안, 강남, 목동 1, 용산, 백석, 가산 등
	LG U+	16	논현, 부산(초량), 서초 1, 광주, 대전, 서초 2, 안양, 대구, 부산(아미), 상암, 평촌 등
	SK 브로드밴드	7	일산 1, 일산 2, 서초, 분당, 가산, 양주
	세종텔레콤	1	분당
IT 서비스	삼성 SDS	5	상암, 춘천, 구미, 수원, 동탄
	LG CNS	7	상암, 가산, 부산, 인천, 용인, 하남
	SK C&C	3	판교, 보라매, 대덕
	롯데이노베이트	4	제 1 센터(가산), 제 2 센터(대전), 제 3 센터(용인), 제 4 센터(용인)
중견 IDC	HOSTWAY	4	분당, 도곡, 가산, 상암
	Dreammark1	2	구로, 가좌
	KINX	8	도곡, 과천,(준공 예정), 상암 1, 상암 2, 분당 1, 분당 2, 평촌
글로벌 운영사	Digital Edge	3	역삼, 부산,
	EQUINIX	3	SL1(고양), SL2(상암)
	ADIK	3	에포크 안양센터, 디토 양평센터
	DIGITAL REALTY	2	상암
	DCI	2	DCI SEL1
	Empyrion Digital	1	KR1 강남 AI 캠퍼스
자산운용사	PACIFIC	3	죽전, 가산, 부천 (준공 예정)
	이지스자산운용	2	삼송, 안산(준공예정)
	actis	3	호계동, 양평동, 안산

자료: KDCC, LS증권 리서치센터

이러한 민간 디벨로퍼 주도 하의 투자를 넘어 우리 나라는 정부 차원에서 3대 메가 프로젝트를 발표하며 데이터센터 개발에 박차가 더해지게 되었다. 지난 6/29, 반도체, 피지컬AI, AI 데이터센터를 국가 성장의 핵심 축으로 삼아 1,500조원 규모의 투자를 단행하는 3대 메가 프로젝트라는 정책 목표가 발표되었다. 이 중 AI 데이터센터는 18.4GW의 증설 목표로 제시되었다. 정부는 GS, SK, 네이버와 함께 지방을 중심으로 대규모 AI 데이터센터를 구축할 계획으로, 세 기업은 투자 유치를 포함해 총 550조원의 투자를 집행할 것을 발표했다. 이에 더해 2035년까지 1천조원 이상의 투자를 기반으로 총 18.4GW의 데이터센터를 짓겠다는 것이 세부 내용이다. GS, SK, 네이버 외에도 통신사업자, IT 서비스 기업, 일반 기업들 역시 AI 데이터센터 투자에 강력한 의지를 보이고 있어, 국내 데이터센터 시장의 본격적 개화가 시작될 전망이다.

[3대 메가 프로젝트 중 하나로 총 **18.4GW** 규모 AI 데이터센터 설립 발표]

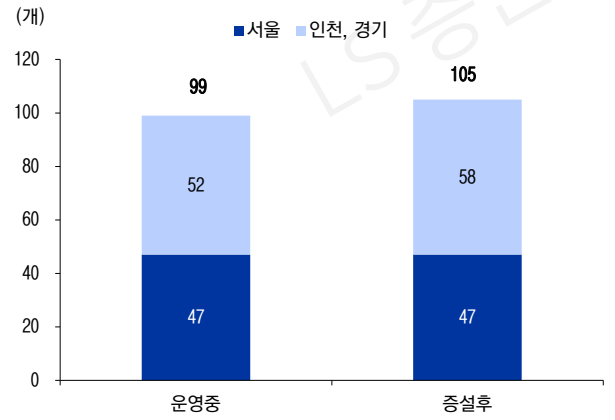
- ✓ 1단계: 정부 + GS, SK, 네이버 = **8.4GW** (3개 기업 투자 550조원)
- ✓ 2단계: 정부 + SK = 5GW (1단계) 규모를 15GW로, **10GW** 추가 확장

표2 **기업별 장기 AI 데이터센터 증설 목표**

구분	회사명	현재 용량 (MW)	목표 용량 (MW)	비고
통신 사업자	SKT	137	5,000(~29)	울산 AI DC 1GW (100MW, 27 년), 29 년 5GW, 35 년까지 15GW
	KT	163	1,160(~31)	전국 20 여곳 (1GW, 31 년)
	LG U+	165	600(~30)	파주 데이터센터 (200MW, 30 년)
IT 서비스	네이버	87	1,000(~31)	각 세종 (270MW 까지, 30 년) / 리스 (300MW) / 신규 (300MW, 31 년)
	삼성 SDS	110	800+(~31)	동탄 (20MW, 26 년), 구미 AI DC(120MW, 31 년) 등 60MW, 31 년)
	카카오	40	120(~29)	남양주 제 2 데이터센터 (80MW, 29 년)
개별 기업	GS	-	2,400(~29)	강원도 동해시 28 년 1.2GW, 29 년 1.2GW
	현대자동차	-	500(미정)	새만금 AI 데이터센터 27 년 착공, 29 년 완공
	신세계	-	250(미정)	26/03 리플렉션 AI 와 250MW 규모 AI 데이터센터 건립 발표

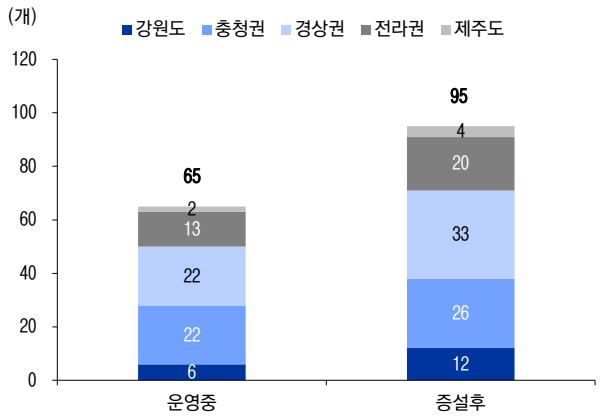
자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

그림18 **수도권 데이터센터 운영 현황**



자료: KDCC, LS증권 리서치센터

그림19 **지방 데이터센터 운영 현황**

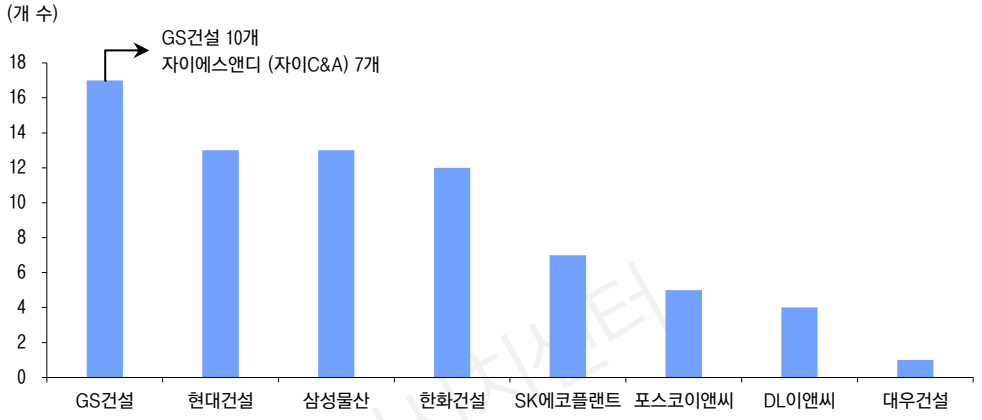


자료: KDCC, LS증권 리서치센터

데이터센터는 인허가 기간을 제외하고 단순 시공 기준으로 2년 정도의 시간이 소요되기 때문에, 언론에 발표된 기업들의 AI 데이터센터 운영을 위해서는 올해부터 가시적으로 발주가 나올 것으로 예상된다는 점이 섹터의 투자 포인트로 작용하고 있다. 각 언론 보도를 통해 종합해보면 데이터센터의 준공 실적이 가장 많은 기업은 GS건설로, 자회사 자이에스앤디의 실적까지 포함하여 총 17개의 데이터센터를 준공한 실적을 보유하고 있으며, 준공 용량 기준으로는 현대건설이 1위 기업으로 추산된다. 데이터센터 레코드가 있는 기업들은 관계사의 IDC 니즈로 인한 Captive 수주로 데이터센터를 진행했던 경우가 많았으나, 최근에는 AWS와 같은 수요처의 니즈, 디벨로퍼의 투자 또는 지자체의 AI 데이터센터 투자 기조로 인한 Non-captive 수주가 더 활발한 모습이다.

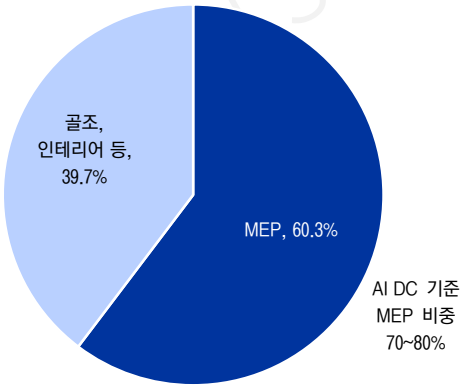
데이터센터 공사비의 절반 이상을 차지하는 영역은 MEP이다. MEP는 기계, 전기, 배관 공정으로 일반 건축물이 골조, 마감공사의 비중이 큰데 반해 데이터센터는 MEP가 공사비의 절반 이상을 차지, AI 데이터센터의 경우 70~80%의 비중이 MEP에서 발생한다. 또한 일반 데이터센터 대비 AI 데이터센터가 사용하는 랙당 전력량이 절대적으로 높을 수밖에 없기 때문에, 이에 따른 냉각 배관과 고밀도 배전반의 배치가 복잡하게 얽히게 된다. AI 데이터센터가 기존 실적이 있는 EPC 위주로 진입장벽이 생길 수밖에 없는 이유이다.

그림20 **주요 건설사별 데이터센터 준공 실적 (추정)**



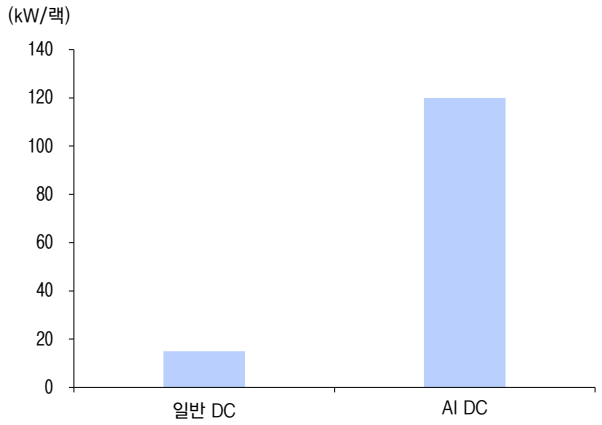
자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터 / 주: 각종 언론 내용을 취합한 자료로, 실제 실적과 차이가 있을 수 있음

그림21 **데이터센터 공사비 구성**



자료: Cushman&Wakefield, LS증권 리서치센터

그림22 **일반 IDC 와 AI 데이터센터 랙당 전력 비교**



자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터

데이터센터의 시장 규모를 추산하기 위해 주요 기업들이 2020년 이후로 진행 중인 데이터센터의 용량과 수주 금액을 살펴보았다. 이를 통해 과거 프로젝트들의 단순 평균 수주 금액은 1) 수전 용량 기준으로 MW당 70억원, 2) IT Load 기준 MW당 95억원임을 알 수 있다. 그러나 프로젝트별로 MEP, Shell 등 건설사의 업무 스콥이 서로 달라 수주 금액에서 차이가 많이 나는데, 비교적 최근에 수주된 데이터센터들은 IT Load 기준 MW당 최소 100억원을 상회한다. 물가상승률과 AI 데이터센터의 절대 스케일을 고려하면, IT Load 기준 MW당 120억원 이상의 규모로 발주될 가능성이 높다는 판단이다.

표3 2020년 이후 주요 건설사 데이터센터 수주 금액과 프로젝트 수전 용량 기준 비교

(단위: 십억원)	건설사	프로젝트명	수전용량 (MW)	수주금액	MW 당 수주 금액
2024	현대건설	Microsoft 부산 데이터센터 2단계	85	488	5.7
2025	현대건설	Pacific Sunny 용인 죽전 데이터센터	100	857	8.6
2025	현대건설	K-Square 데이터센터 가산	40	117	2.9
2027	현대건설	AWS 인천 가좌 데이터센터	96	500	5.2
2027(1차), 2028(2차)	현대건설	캄스퀘어 안산 데이터센터	80	611	7.6
2028	현대건설	Project Timbuktu 안산 데이터센터	100	807	8.1
2027	삼성물산	안산 글로벌 클라우드센터	40	400	10.0
2028	삼성물산	용인 덕성리 데이터센터	80	500	6.3
2024	GS 건설	Epoch 안양 데이터센터	40	245	6.1
2027	자이 C&A	LG 유플러스 파주 AIDC	50-200	320	6.4
2027(2차), 2028(3차)	자이 C&A	각 세종 데이터센터 2·3차	88	526	6.0
2026	한화 건설부문	고양삼송 이지스 데이터센터	80	189	2.4
2027	DL 이앤씨	PEACH 부천	77	455	5.9
2027	DL 이앤씨	Digital Realty 김포 ICN11	80	362	4.5
2025	대우건설	KR1 강남(양재)	40	350	8.7
				단순 평균	6.3
				조정 평균	6.9

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 조정 평균은 업무 스콥에 따라 MW당 공사비 낮은 수주 금액 제외

표4 2020년 이후 주요 건설사 데이터센터 수주 금액과 프로젝트 IT Load 기준 비교

(단위: 십억원)	건설사	프로젝트명	IT Load (MW)	수주금액	MW 당 수주 금액
2024	현대건설	Microsoft 부산 데이터센터 2단계	61	488	8.0
2025	현대건설	Pacific Sunny 용인 죽전 데이터센터	71	857	12.0
2025	현대건설	K-Square 데이터센터 가산	29	117	4.1
2027	현대건설	AWS 인천 가좌 데이터센터	69	500	7.3
2027(1차), 2028(2차)	현대건설	캄스퀘어 안산 데이터센터	57	611	10.7
2028	현대건설	Project Timbuktu 안산 데이터센터	71	807	11.3
2027	삼성물산	안산 글로벌 클라우드센터	29	400	14.0
2028	삼성물산	용인 덕성리 데이터센터	57	500	8.8
2024	GS 건설	Epoch 안양 데이터센터	29	245	8.6
2027	자이 C&A	LG 유플러스 파주 AIDC	36	320	9.0
2027(2차), 2028(3차)	자이 C&A	각 세종 데이터센터 2·3차	63	526	8.4
2026	한화 건설부문	고양삼송 이지스 데이터센터	57	189	3.3
2027	DL 이앤씨	PEACH 부천	55	455	8.3
2027	DL 이앤씨	Digital Realty 김포 ICN11	57	362	6.3
2025	대우건설	KR1 강남(양재)	29	350	12.2
				단순 평균	8.8
				조정 평균	9.6

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 조정 평균은 업무 스콥에 따라 MW당 공사비 낮은 수주 금액 제외, IT Load는 일괄 PUE 1.4 적용

이에 따라 각 기업이 투자를 계획한 AI 데이터센터의 증설 용량과 IT Load기준 MW당 공사비를 가정한 Matrix를 그려보았다. 일반적으로는 투자 계획이 수전 용량 기준으로 발표되는 점을 고려해 IT Load 기준 증설 용량에 반영된 PUE는 1.4를 적용하여 역산했으며, 이를 바탕으로 합리적인 MW당 공사비 수준인 120억원~130억원을 가정하면 AI 데이터센터 시장 규모는 100조원으로 추산된다. 이는 주요 기업이 투자 목표로 제시한 용량 기준의 계산으로, 일반 지자체나 디벨로퍼의 투자까지 고려한다면 시장 규모는 더 커질 것이다.

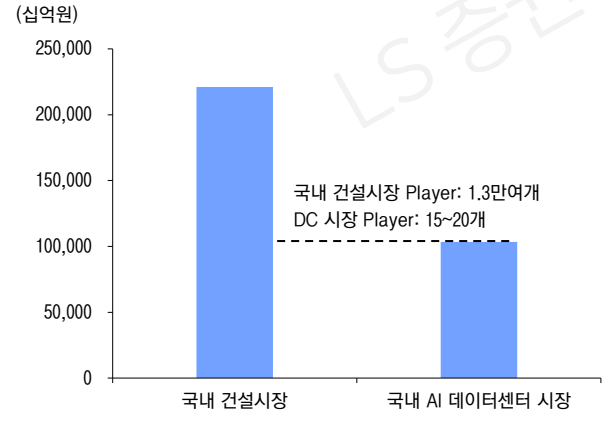
지난해 우리 나라 건설 수주는 200조원으로, AI 데이터센터 시장 규모는 이의 절반에 육박하는 수준이다. 현재 우리 나라 종합건설사는 1만여개가 넘는다. 건설 시장은 SOC, 건축, 주택, 조경이 모두 포함되며 이러한 국내 시장을 1만여개의 기업이 파이를 나누고 있는 셈이다. 그러나 AI 데이터센터는 데이터센터 레코드를 보유한 15~20여개 건설사들만이 경쟁하는 시장으로, 이러한 압도적인 시장 지위와 진입장벽을 필두로 드라마틱하게 성장하는 새로운 먹거리를 독식해나갈 것으로 기대된다.

표5 **기업별 장기 AI 데이터센터 증설 목표와 이에 따른 건설 시장 규모 추산**

비고	수전 기준	IT Load 기준	IT Load 기준 MW 당 공사비 가정						
(단위: 십억원)	증설 용량(MW)	증설 용량(MW)	80 억원	90 억원	100 억원	110 억원	120 억원	130 억원	140 억원
SKT	4,863	3,474	27,789	31,262	34,736	38,209	41,683	45,156	48,630
KT	1,000	714	5,714	6,429	7,143	7,857	8,571	9,286	10,000
LG U+	435	311	2,486	2,796	3,107	3,418	3,729	4,039	4,350
네이버	913	652	5,217	5,869	6,521	7,174	7,826	8,478	9,130
삼성 SDS	690	493	3,943	4,436	4,929	5,421	5,914	6,407	6,900
카카오	80	57	457	514	571	629	686	743	800
GS	2,400	1,714	13,714	15,429	17,143	18,857	20,571	22,286	24,000
현대자동차 그룹	500	357	2,857	3,214	3,571	3,929	4,286	4,643	5,000
신세계	250	179	1,429	1,607	1,786	1,964	2,143	2,321	2,500
합계	11,131	7,951	63,606	71,556	79,507	87,458	95,409	103,359	111,310

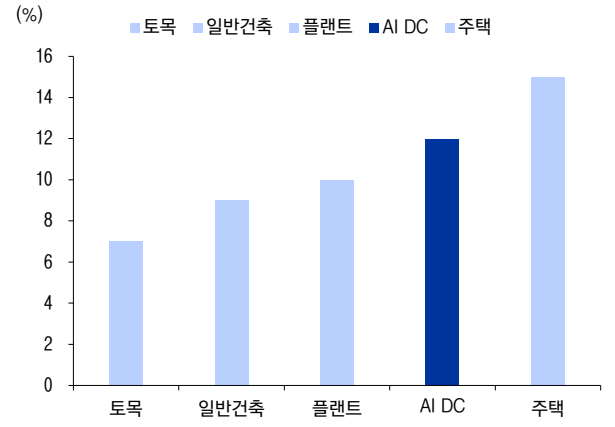
자료: LS증권 리서치센터 / 주: 언론 보도상 발표된 AI DC 용량을 수전 기준으로 반영하고, PUE 1.4 일괄 적용하여 IT Load 기준으로 환산함. 현대차그룹 AI DC 용량은 투자금액 5.8조원에서 역산한 당사 추정값임

그림23 **데이터센터 시장 규모와 국내 건설시장 비교**



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림24 **AI 데이터센터 마진 레벨 추산**

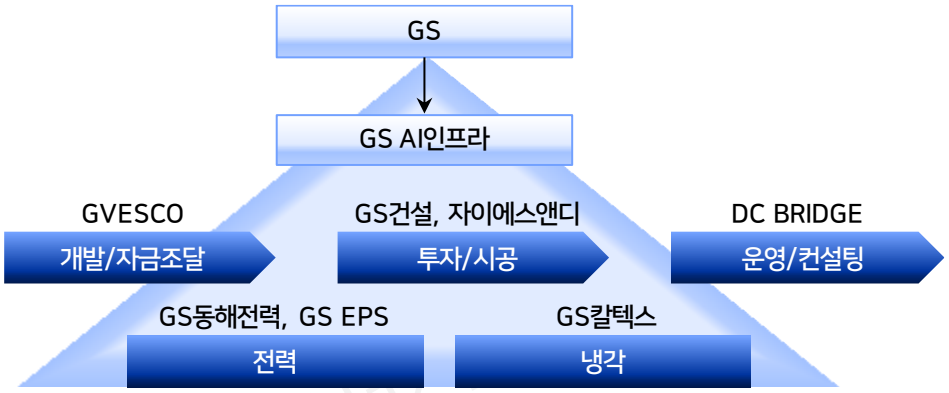


자료: LS증권 리서치센터 / 주: 매출총이익률 기준임

이 중 가장 속도감 있게 사업이 진행되는 곳은 GS 그룹이다. GS 지주 산하에 GS AI인프라를 설립하여 AI 밸류체인 구축을 주관하고 있으며, GS E&R은 동해 북평국가산업단지에서 석탄화력발전소인 GS동해전력을 운영하고 있다. 이에 따라 데이터센터 예정 부지도 발전소와 인접한 북평 제2산업단지로 추진되고 있다. 제시된 목표 기준으로는 2028년까지 2.4GW의 절반인 1.2GW의 AI 데이터센터를 가동하고자 하며, 준공 소요 시간을 고려하면 연내 의미있는 규모의 발주가 나올 것으로 기대된다. 최근 이러한 모멘텀을 반영해 GS건설의 주가 반등세가 나타나고 있으나, 데이터센터 수주를 고려하지 않은 이익 기준 PER은 여전히 9X로 밸류에이션 메리트가 여전히 높다는 판단이다.

최근 금리 인상에 따른 데이터센터 PF와 수익성 리스크는 현 시점에서는 지나치게 과도한 우려로 보인다. 물론, 금리가 수익성을 훼손하는 함수로 작용하기는 하지만 이미 극심한 병목으로 인해 초과수요가 나타나고 있는 데이터센터는 향후 2년간은 선점효과가 중요한 자산으로 부각될 가능성이 높다. 장기적으로 금리 레벨이 지속적으로 우상향 할 경우 테넌트가 어디인지, 테넌트가 돈을 버는지에 따라 조달 한도가 제한될 가능성은 있겠으나, NOI를 고정시켜 놓고 보더라도 PF 차입 금리 레벨 6~8%에서는 기우로 보인다. 사실상 초과수요로 임차료 상승이 명백한 상황이기 때문에, 금리 인상을 임차 수익이 커버업 할 것으로 예상된다. 지금은 리스크 보다 기회의 크기에 집중해야 하는 시점이다.

그림25 GS 그룹 AI 데이터센터 투자 구조



자료: GS, LS증권 리서치센터

표6 1GW 데이터센터 80% PF 차입 가정시 Cap Rate~조달금리에 따른 수익률 및 자산가치 변화

금리(%) /(십억원)	이자	NOI	이자 차감 후 이익	ROE (%)	Cap Rate (%)에 따른 자산가치							
					4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
6.0	720	1,200	480	16.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
7.0	840	1,200	360	12.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
8.0	960	1,200	240	8.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
9.0	1,080	1,200	120	4.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
10.0	1,200	1,200	0	0.0	30,000	26,667	24,000	21,818	20,000	18,462	17,143	16,000
			필요 LTV (%)		40.0	45.0	50.0	55.0	60.0	65.0	70.0	75.0
			자산가치 변화 (%)		*25.0*	*11.1*	*0.0*	*-9.1*	*-16.7*	*-23.1*	*-28.6*	*-33.3*

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 15조원 투자비 가정, 통상 개발수익률 8~10% 고려 시나리오상 8%로 NOI 고정, 계산의 편의를 위해 조달금리 6%에 Cap Rate 5%를 고정하여 금리 1%p 상승시 Cap Rate 0.5%p 상승 가정

Part II

AI가 부른 것, 원전과 반도체 공장

원전, 반도체 증설로 더해지는 알파 성장

미국, 에너지 안보를 위한 전략 자산으로서의 원전과 SMR

웨스팅하우스의 2대 주주이자 캐나다 우라늄 광산 기업인 카메코는 올해 2분기 실적 발표에서 대형 원전인 웨스팅하우스 AP1000의 파이프라인을 [표7]과 같이 제시했다. FEED 단계를 포함해 사업 후보군이 최대 91기, 105GW로 제시되었으며, 해당 물량의 전량 발주를 기대할 수는 없겠지만 2030년대 중후반 상업 가동을 목표로 하는 프로젝트들이 다수 있어, 원전 르네상스 2.0에 대한 기대감을 갖게 한다.

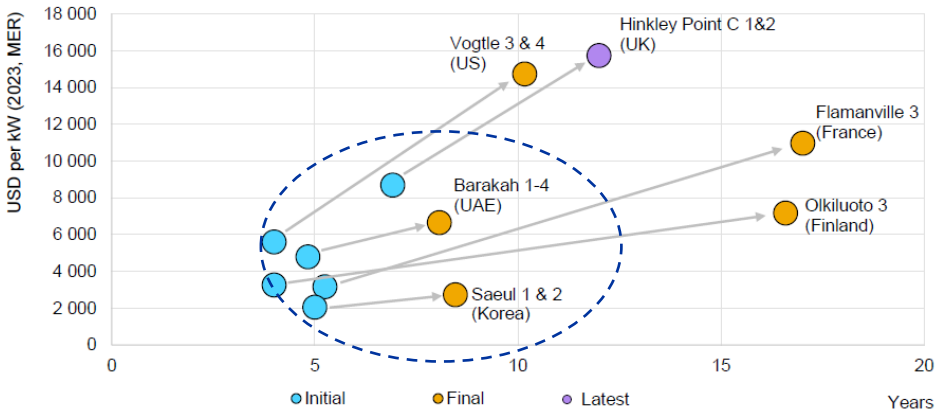
한국 건설, 기자재 업체의 시장 경쟁력은 향후 확대될 원전 투자에서 의미있는 수주 성과로 이어질 것으로 기대되어 긍정적이다. 원전에 대한 반복 시공 경험과 안정적이고 일관된 공급망은 정부의 대미투자 뿐만 아니라 민간 기업단에서도 의미있는 성과로 나타날 전망이다. 이미 현대건설은 웨스팅하우스와 불가리아 코즐로두이 7,8호기에 대한 설계 업무를 공동 수행하고 있으며, 스웨덴, 핀란드 AP1000도 함께 추진하고 있다.

표7 웨스팅하우스 AP1000 파이프라인

프로젝트	기수	총 용량(GW)	초도호기 상업운전 개시 시기
DOE (에너지부) 원전 공급망 대출	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중반
DOC (상무부) 파트너십	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중후반
미국 (V.C. Summer 건설 재개)	2	2	2030 년대 초중반
폴란드 (Lubiatowo-Kopalino)	3	4	2030 년대 중반
불가리아 (Kozloduy 7·8 호기)	2	2	2030 년대 중후반
우크라이나 (Khmelnytskyi 5·6 호기)	2	2	2030 년대 중후반
FEED 단계	11	13	2030 년대 후반
초기 발굴 단계	51	59	2030 년대 후반~2040 년대 초반
선정 프로젝트 합계	최대 91 기	최대 105GW	

자료: Cameco, LS증권 리서치센터

그림26 글로벌 원전 시공~준공까지 시간, 비용 증가 추이

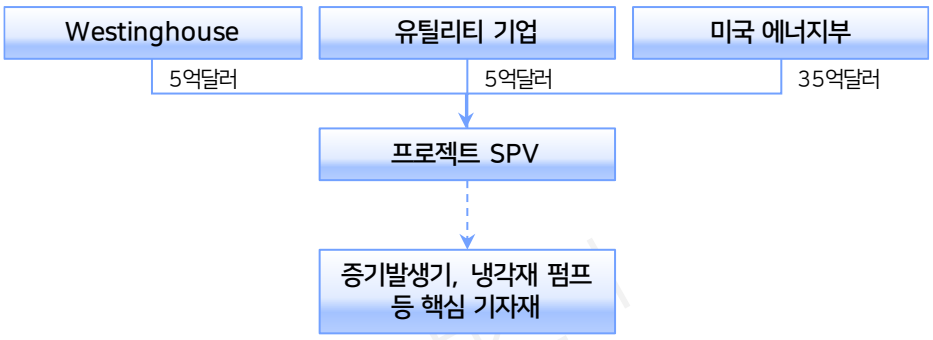


자료: IEA 'The Path to a New Era for Nuclear Energy', LS증권 리서치센터

지난 6/23 미국 에너지부는 미국 전역에서 대형 원자로 10기 신규 건설을 가속화 하기 위해 175억달러의 조건부 대출을 제공하겠다고 발표했다. 5건의 대출을 통해 각 프로젝트당 1.1GW급 Westinghouse 원자로 2기를 지원하게 되며, 각 프로젝트는 DOE가 자금을 지원하기에 앞서 Westinghouse와 유틸리티사로부터 각각 5억달러의 투자를 약정 받아야 하는 것이 전제 조건이다. 이는 증기발생기, 냉각재 펌프 등 신규 원자로용 기자재의 대규모 주문을 사전에 조율함으로써 전력 기업들의 원전 건설 착수 가속화를 추진하고자 함이다. (이러한 핵심 기자재들은 통상 원자로 비용의 25%를 차지하는 것으로 알려져 있다.) 미국 에너지부는 총 7개 유틸리티사가 프로그램 참여를 위한 의향서에 서명했다고 밝혔으며, 이는 트럼프 행정부의 2030년까지 최대 10기의 AP1000 착공 목표를 위한 공격적인 정책적 지원으로 해석한다. 미국 에너지부 장관은 금번 지원을 통해 원전 건설 일정을 최대 3년 앞당길 수 있을 것으로 기대한다는 의견을 덧붙였다.

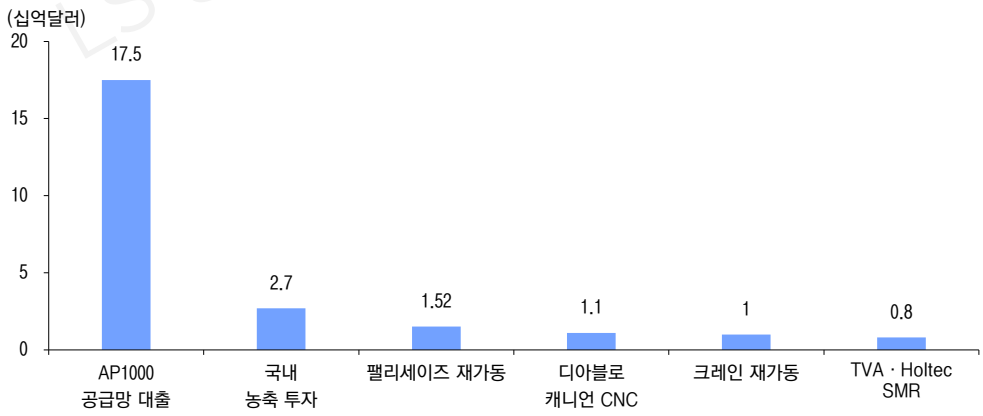
따라서 Westinghouse의 미국 Vogtle 원전, V.C. Summer, 중국 내 Westinghouse 원전 사업 등에서 증기발생기 등 핵심 기자재를 납품한 레코드가 있는 **두산에너빌리티**의 연내 수주 기대감이 높아진다. 이에 더해, Westinghouse와 긴밀한 협력 관계를 유지하고 있는 **현대건설**의 대미 원전 진출에 대한 기대감 역시 내년까지 이어질 수 있겠다.

그림27 **미국 DOE, 원전사업 촉진을 위한 175 억달러 규모 금융지원 발표 (5 개 SPV 설립)**



자료: DOE, 각종 언론, LS증권 리서치센터

그림28 **DOE 원전, SMR 관련 재정지원 규모**

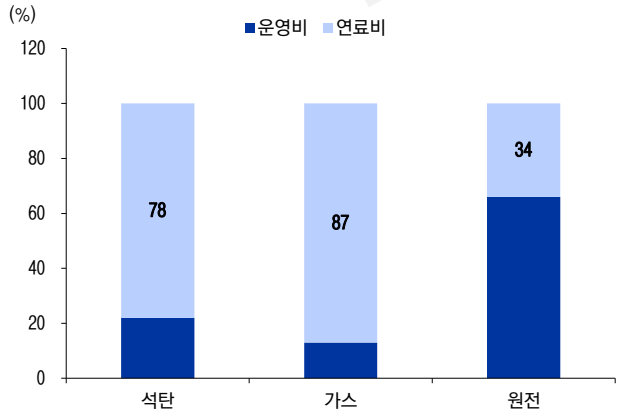


자료: DOE, 각종 언론, LS증권 리서치센터

미국이 원전을 다시 확대하려는 배경에는 에너지 안보의 중요성도 있다. 원전은 발전 원가에서 연료비가 차지하는 비중이 낮고 우라늄 자체의 에너지 밀도가 높아, 연료를 장기간 비축할 수 있으며 연료 가격 변동이 전력 가격에 미치는 영향도 제한적이다. 또한 날씨와 시간대에 관계없이 대규모 전력을 안정적으로 생산할 수 있다는 점에서 원전은 AI 데이터센터, 반도체 산업 등의 전략시설을 뒷받침하는 핵심 전원으로 부각되고 있다.

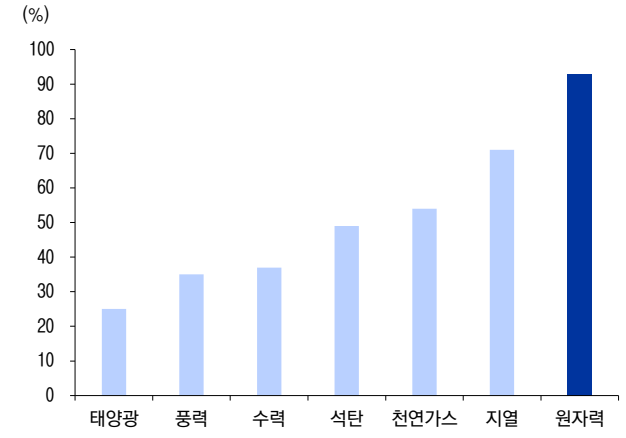
이에 더해 원전은 발전 설비를 넘어서 핵연료 공급망과 국가 안보, 기술 패권이 결합된 전략 자산이기도 하다. 미국의 러시아산 농축 우라늄 의존도가 20~25% 수준으로, 최근 러시아산 저농축우라늄 수입 금지 이후 농축 복원 능력에 큰 리소스를 투입하고 있다. 특히 SMR에 필요한 고순도 저농축우라늄 (HALEU)의 공급망을 확보하지 못하면 상용화 역시 어렵게 된다. 이러한 정치적이고 전략적 이해관계가 더해지면서 미국의 원전, SMR에 이어 우라늄 농축기술 재건은 전략 자산으로서 부각되는 중이다.

그림29 **발전원별 발전원가에서 연료비 비중 비교**



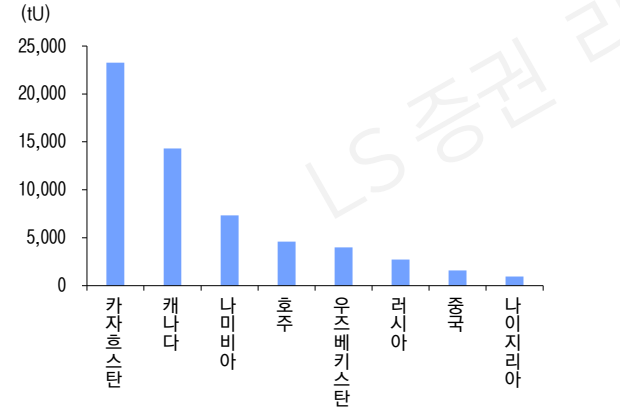
자료: Nuclear Energy Institute, LS증권 리서치센터

그림30 **발전원별 가동률**



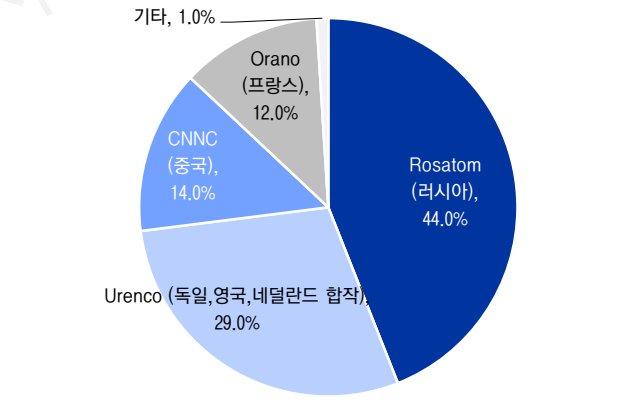
자료: DOE, LS증권 리서치센터

그림31 **2024년 우라늄 국가별 생산량 순위**



자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

그림32 **우라늄 농축 M/S**



자료: World Nuclear Association, Constellation, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

물론 원전은 미국 정부의 니즈만이 성장 동력인 산업이 아니다. AI가 요구하는 대규모 무탄소 전력을 확보하기 위해 미국 빅테크들 역시 원전 전력을 구매하는 수준을 넘어서 SMR의 개발, 상용화에 직접 참여하고 있다. 마이크로소프트는 미국 유틸리티 기업인 콘스텔레이션과 20년 전력구매계약을 맺고 폐쇄된 835MW 규모의 스리마일섬 1호기의 재가동을 지원하고 있고, 아마존은 엑스에너지에 5억달러를 투자해 2039년까지 5GW 이상의 신규 SMR 배치를 추진한다. 구글은 카이로스 파워에, 메타는 테라파워에 대한 투자와 이에 따른 전력 구매계약 권리를 확보했다. 빅테크가 장기 구매계약과 선행 투자로 초기 사업성을 확보해줌으로 인해 아직 경제성이 입증되지 않은 차세대 원전의 금융 조달 및 공급망 투자를 촉진시키고 있는 셈이다.

또한, 빅테크는 원전의 수요자인 동시에 원전 생태계를 만드는 협력자로 부상하고 있다. 마이크로소프트와 엔비디아는 AI와 고성능 연산을 활용해 부지 선정과 인허가, EPC 전 과정을 지원하는 원전용 생태계 툴킷을 구축하고 있다. 엔비디아의 디지털 트윈 기술로 복잡한 원자로의 열, 유체, 구조 조건을 가상 공간에서 반복 검증하여 설계 변경에 따른 영향을 최소화 할 수 있게 한다. 실제 테라파워는 엔비디아 옴니버스를 활용해 SMR 부지 선정과 설계 기간을 수년에서 수개월로 줄이는 것을 목표로 하는 플랫폼을 개발중에 있다. 발라아토믹스는 엔비디아와 협력해 초소형 SMR로 엔비디아 블랙웰 칩 기반으로 하는 AI 컴퓨터를 직접 시험 구동했다. 빅테크는 원전의 상용화를 앞당기고, 원전은 빅테크에 필요한 전력을 공급하는 상호 보완적인 생태계가 점진적으로 구축되고 있다는 점에서 의미가 크다.

표8 **미국 빅테크의 원전, SMR 관련 투자 내역**

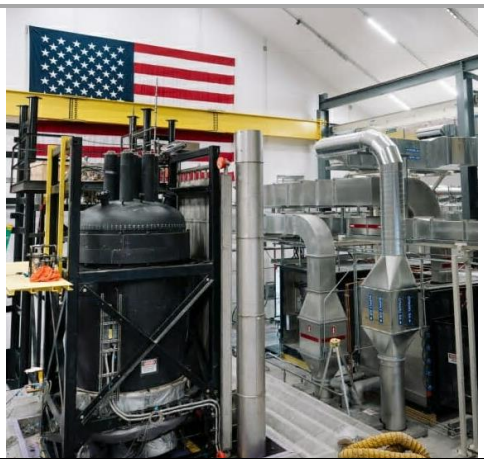
기업	대상	내용
Microsoft	Constellation	미국 펜실베니아 폐쇄 원전인 Three Mile Island 1 호기, 2028 년부터 20 년 PPA 로 재가동 목표
Amazon	X Energy	지분투자 및 개발지원을 통해 SMR 초기 4 기 320MW 및 추가 옵션 포함 총 960MW 2030 년 사용 목표
Google	Kairos Power	전력 개발, 구매 협약으로 최대 500MW 에 대해 2030 년 사용 목표
Meta	Constellation	일리노이 Clinton 원전 1.1GW 대상으로 2027 년부터 20 년 PPA
Meta	TerraPower	초기 2 기 선행 개발자금 지원, 2032 년 초기 690MW 수요 확보
Meta	Oklo	전력 선구매를 통한 개발 지원, 최대 1.2GW 로 2030 년 공급 목표
NVIDIA	TerraPower	Nventures 가 벤처투자 초기 라운드 지분 참여

자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림33 **MS 와 NVIDIA, 원전 AI 디지털 툴킷 협력**

자료: NVIDIA 발췌

그림34 **Valar Atomics, MMR 로 NVIDIA 블랙웰 구동 성공**



자료: Valar Atomics, LS증권 리서치센터 / 주: 사진은 Valar Atomics의 원자로

한편 팀코리아의 원전 수주 기회는 미국 시장에만 한정되지는 않는다. 체코 두코바니 5,6호기를 시작으로 베트남 닌투언, 튀르키예 시노프, UAE 바라카 5,6호기, 체코 테믈린, 우간다 부옌데와 필리핀 바탄 등 유럽, 중동, 아시아 최대 15기의 사업 후보군이 형성되어 있다. 사업별 수주 금액과 발주 시점에는 차이가 있지만, 우리 나라 건설사의 대형 원전 EPC 경험과 국내에서 축적한 반복 시공 경험, UAE 바라카 원전을 통해 입증한 해외 사업 수행 실적이 경쟁력이다. 또한 주요 기업들이 미국 SMR 업체와의 전략적 투자와 협업이 진행 중인 상황으로, 내년부터 SMR에서도 가시적인 성과가 기다려진다는 측면에서 건설/원전 주들에 대한 관심을 이어가야 하는 시점이라는 판단이다.

표9 **팀코리아 원전 수출 파이프 라인**

국가	프로젝트	시점	호기
체코	두코바니(Dukovany) 5,6 호기 (선정)	2025	2
베트남	닌 투언(Ninh Thuan) 1,2 호기 (2 호사업)	2027	2
튀르키예	시노프(Sinop) 원전 2 기	2027	2
UAE	바라카(Barakah) 원전 5,6 호기	2027	2
체코	테믈린(Temelin) 3,4 호기	2027	2
대한민국	신한울 5,6 호기	2029	2
우간다	부옌데(Buyende) 1,2 호기	2030	2
필리핀	바탄(Bataan) 원전	-	1

자료: 기후에너지환경부, 한수원, 각종언론, LS증권 리서치센터

표10 **우리 나라 건설사 원전 실적 및 원전, SMR 추진 현황**

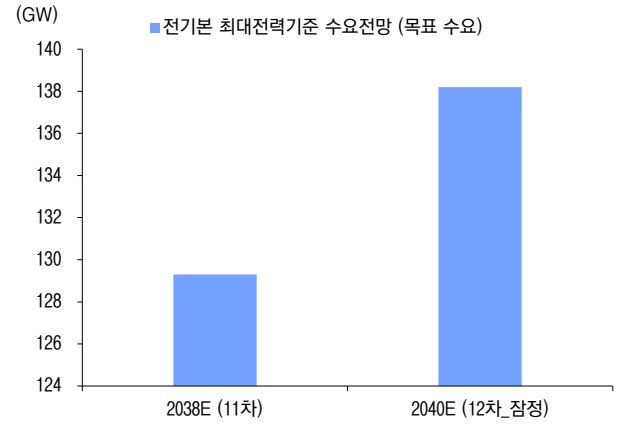
기업	실적
현대건설	- UAE 바라카 원전 4 기 (1,400MW*4 기, 사업비 20 조원, 공사비 4 조원) 2009 년 수주, 2023 년 상업운전 완료, 세계 최단기간 준공. 원전 인력 1 천여명 보유 - 국내 한빛 1,2,3,4 호기, 신한울 1,2 호기, 신고리 3,4 호기 등 국내외 20 기 이상 시공 - 불가리아 코즐로듀이 원전 2 기 (1,100MW*2 기, 사업비 약 20 조원) 미국 웨스팅하우스와 우선협상대상자 선정, 연말 EPC 수주 10 조원 예상 - 미국 홀텍과 미국 팰리세이드 폐 원전부지 SMR (300MW*2 기) 도입, 1H26 수주 5 조원 예상 -미국 Fermi, 인텔리전스 캠퍼스 개발 관련 원전 EPC 계약 추진 등 업무협약 체결 - 미국 Fermi, 원전 4GW 에 대한 현대건설 FEED 수행 계약 체결 (6 개월 FEED 후 EPC 전환 목표)
삼성물산	- 국내 새울 원자력 3,4 호기, 신월성 1,2 호기, 한울 5,6 호기 등 6 기 건설 참여, 원전 인력 350 여명 (추정) - UAE 바라카 원전 참여, 루마니아 체르나보다 원전 업그레이드 공사 - 미국 GVH(GE 버노바,히타치)와 유럽, 동남아, 중동 SMR 을 위한 전략적 사업 파트너십 체결 - 미국 NuScale 에 950 억원 투자, 루마니아 SMR FEED 참여 - 미국 Fermi, 한수원과 함께 업무협약 체결
대우건설	- 요르단 연구용 원자로 (2016 년 준공, 1,600 억원), 원전 인력 350 명 보유 - 체코 두코바니 원전 2 기 (1,000MW 미만*2, 사업비 26 조원, 시공 51% 지분율) 4~5 조원 수주 예정 - 국내 월성 3,4 호기, 신월성 1,2 호기 등 시공
DL 이앤씨	- 미국 X-Energy 와 SMR EPC 파트너, 250 억원 지분투자, 원전 인력 100 여명 (추정) - X-Energy/DL 이앤씨 공동 노르웨이 SMR 설계 파트너십 체결, 예비 타당성 조사 진행 중 - 미국 워싱턴주 에너지 노스웨스트가 발표한 SMR 4 기 (2026 년) 입찰 참여 목표 - 국내 한빛 5,6 호기, 신고리 1,2 호기 등 시공
GS 건설	- 국내 신월성 1,2 호기 (대우건설 컨소시엄), 신한울 1,2 호기 (현대건설 컨소시엄), 신고리 1,2 호기 보조시설 - 원전 인력 100 여명 (추정), 원자력사업단 신설, 대형 원전, SMR 대응

자료: 각 사, 언론 보도, LS증권 리서치센터

원전은 이제 우리 나라에서도 신규 프로젝트 확대에 대한 기대감이 높아진 상황이다. 정부는 3대 메가 프로젝트 핵심 사업 중 서남권을 반도체 생산 거점으로 육성할 계획을 밝혔다. 정부의 투자 목표에 따르면 반도체 FAB 4기 (삼성 2기, SK 2기) 6.3GW 및 AI 데이터센터 18.4GW, 총 24.7GW의 전력 수요가 증가하게 된다. 서남권 FAB 4기 6.3GW에 AI 데이터센터 첨단 산업 전력 수요의 특성상 24시간 안정적인 전력 공급이 필수인 대규모 전력 사업인 점, 2035년까지 서남권 내 재생에너지 확대 계획이 29.2GW이나 실효 용량이 약 4GW인 점을 고려하면 기저 전력원으로서의 원전의 필요성이 대두되는 시점이다.

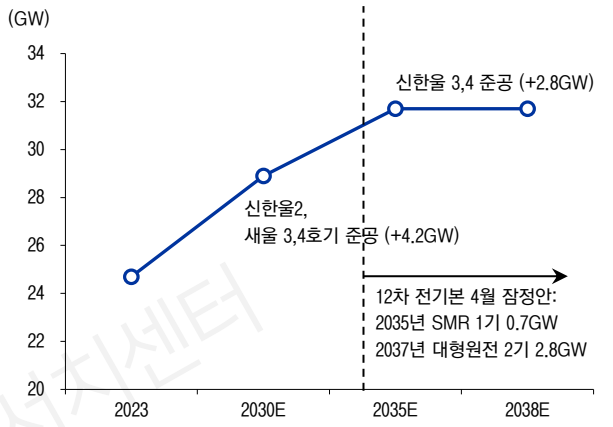
이에, 정부에서는 전력 수요의 급증에 대응하고 기저전원 안정화를 위해 전문가의 의견 수렴과 대국민 공론화를 거쳐 신규 대형 원전, SMR 도입 여부를 결정하여 12차 전기본 (전력수급기본계획, 2026~2040년)에 반영할 것임을 밝혔다. 현재 11차 전기본 (2024~2038년)에는 대형원전 2기, SMR 1기 건설이 반영되어 있다. 그러나 3대 메가프로젝트 발표로 인해 수요 전망치 상향 조정을 추가로 진행했고, 이에 따라 올해 10월까지 12차 전기본 최종 확정을 통해 추가 원전 프로젝트 개수가 결정될 전망이다. 늘어나는 전력 용량과 에너지 믹스 차원에서 최소 2기, 최대 4기 이상의 원전 신규 프로젝트가 논의될 것으로 기대하고 있다.

그림35 **전력수급기본계획상 목표수요 (4 월 잠정안 기준)**



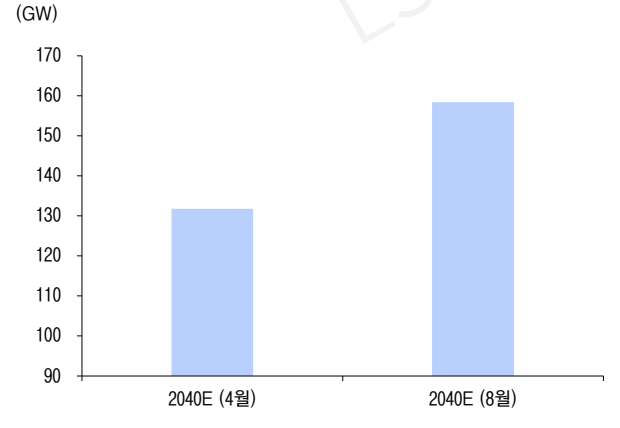
자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

그림36 **우리 나라 원전 Capa (4 월 잠정안 기준)**



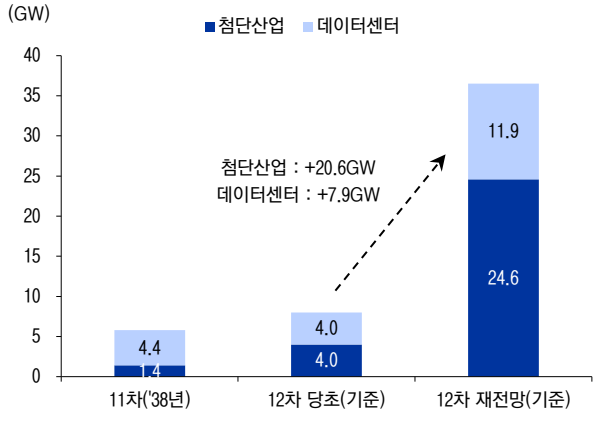
자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

그림37 **12 차 전기본 8 월 수정안**



자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

그림38 **첨단산업, 데이터센터 전망치 비교**



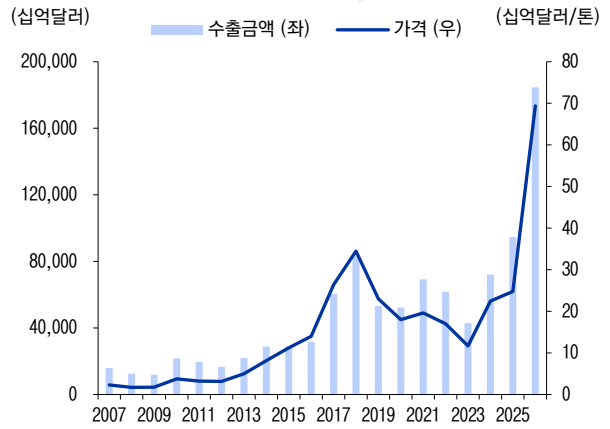
자료: 기후에너지환경부, LS증권 리서치센터

국내 반도체 공장 증설로 더해지는 모멘텀

AI 확산은 데이터센터 뿐만 아니라 고성능 반도체 수요를 끌어올리며 국내 반도체 설비 투자 확대를 촉진하고 있다. 우리 나라 반도체 수출 금액이 가격 상승과 물량 증가에 따라 사상 최대 수준으로 늘어나는 가운데, 삼성전자와 SK하이닉스의 CAPEX도 2029년 200조원을 넘어설 것으로 전망된다. 반도체 공장은 생산동 외에도 클린룸, 초순수/폐수 처리, 특수 가스, 전력, 공조 설비 및 부대 인프라가 함께 구축되는 고부가가치의 복합 공사이다.

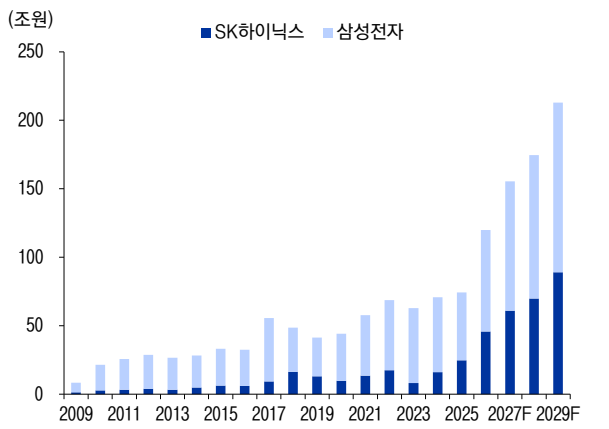
이러한 투자의 확대는 반도체 공장 시공 경험과 Captive 물량을 확보한 국내 건설사에 직접적인 수주 기회로 연결되고 있다. 삼성E&A와 삼성물산의 신규수주는 역대 최대를 기록할 것으로 전망되며, 3분기부터 본격적으로 평택 반도체 공장 P5의 매출액 램프업에 따른 실적 개선 역시 기대된다.

그림39 **반도체 수출 금액 추이**



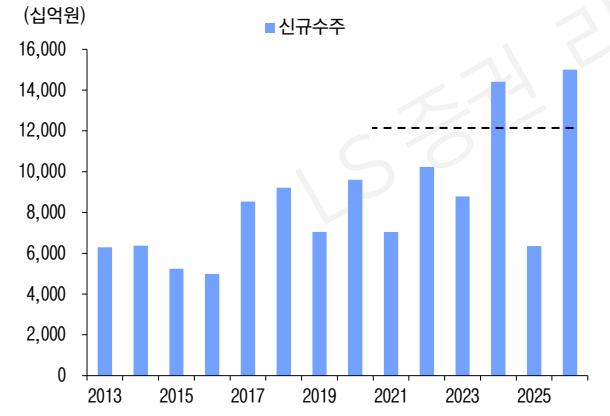
자료: KITA, LS증권 리서치센터

그림40 **삼성전자, SK 하이닉스 CAPEX 추이 및 전망**



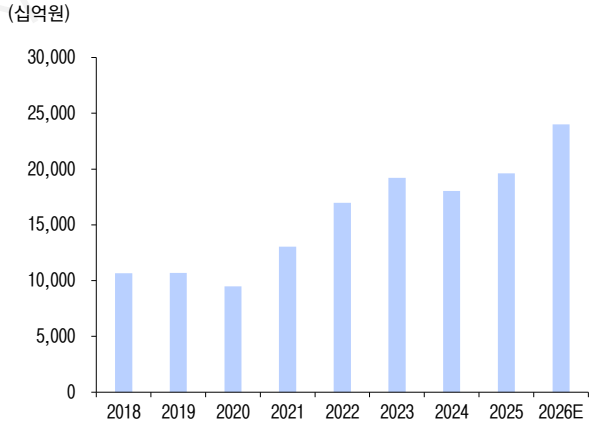
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림41 **삼성 E&A 신규수주 추이 및 전망**



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림42 **삼성물산 신규수주 추이 및 전망**



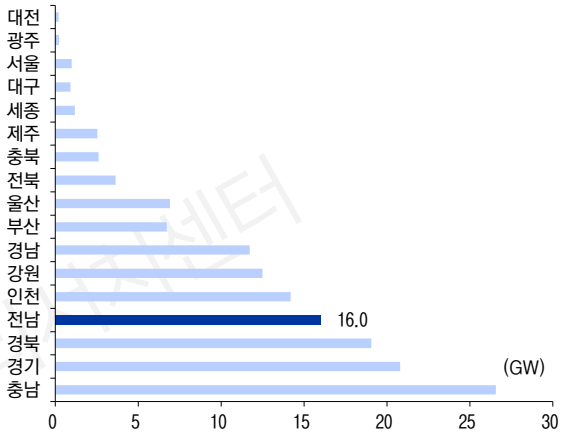
자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

그림43 **삼성전자, SK 하이닉스 호남권 투자 계획**

자료: 뉴시스 발췌

그림44 **국내 지역별 전력 설비 용량**



자료: EPSIS, LS증권 리서치센터

표11 **용인 클러스터 주요 반도체 업체, 전력 확보 현황 (2026 년 상반기)**

주체	삼성전자(국가산단)	SK 하이닉스(일반산단)
면적	728 만 m^2	416 만 m^2
투자액	360 조원	600 조원
공장 수	6 개(2030 년~)	4 개(2027 년~)
필요 전력	9GW	6GW
확보 전력	3~6GW(외부 계통 3GW, 산단 내 LNG 발전 3GW)	약 3GW
전력 공급 방식	LNG 3GW + 외부계통	외부계통 중심
전력 확보율	33~67%	50%
진척 상황	토지보상 협의 진행 중	2025 년 2 월 1 기팹 건설 착수

자료: 언론 종합, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Part III

Valuation

열린 밸류에이션 업사이드

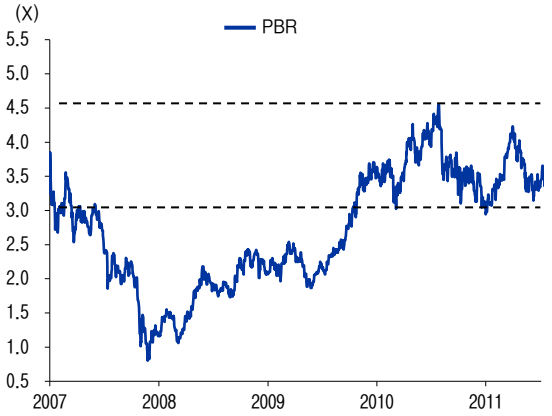
AI 인프라 모멘텀, 숫자 가시화 되며 리레이팅 지속될 것

건설 섹터의 AI 인프라 투자로 인한 조 단위 해외 수주 기대감과 업사이드가 밸류에이션 상방을 열었다. 과거 중동발 해외 정유/화학 플랜트 빅사이클 당시 업종 PBR이 1.8X 수준이었던데 반해, 상반기 고점 기준 2X 이상을 터치하고 잠시 숨고르기를 하다 최근 산업재 수급 유입, 국내 메가프로젝트 발표로 인한 데이터센터 수주 가시화, 대미투자 원전 수주 기대감으로 다시 리레이팅이 시작되었다. 하반기 역시 호실적에 따른 밸류에이션 하방 지지와 내러티브가 숫자화 됨에 따른 이익 추정치 상향 및 업황의 폭발적인 성장 포텐셜 등이 멀티플 리레이팅의 요인으로 작용할 전망이다. 업종에 대해 비중확대 (Overweight) 의견을 유지하며, 장기 Top pick은 원전 시공 경쟁력에 따른 수주 우상향이 기대되는 현대건설을, 단기 차선호주로는 국내 AI 데이터센터 수주가 기대되는 GS건설을 추천한다. 기대감이 숫자로 증명될 미래가 머지 않았다.

그림45 **대형 건설주 Historical PBR 추이**

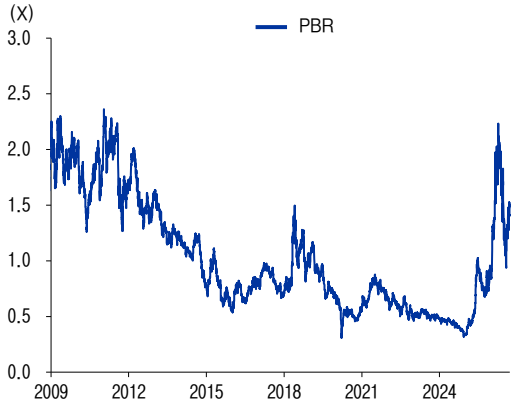
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림46 **삼성 E&A 중동 플랜트 호황기 당시 PBR 추이**



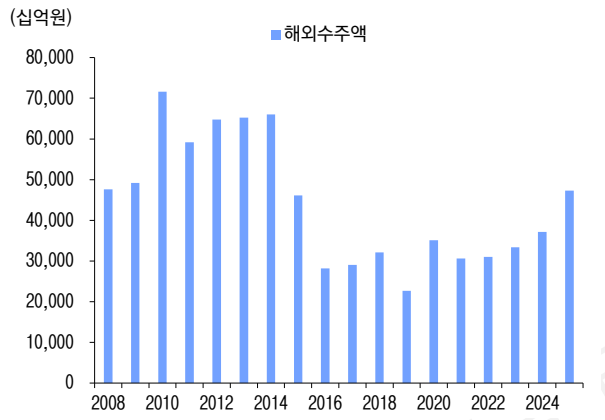
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림47 **현대건설 Historical PBR**



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림48 우리 나라 건설사 해외 수주 추이



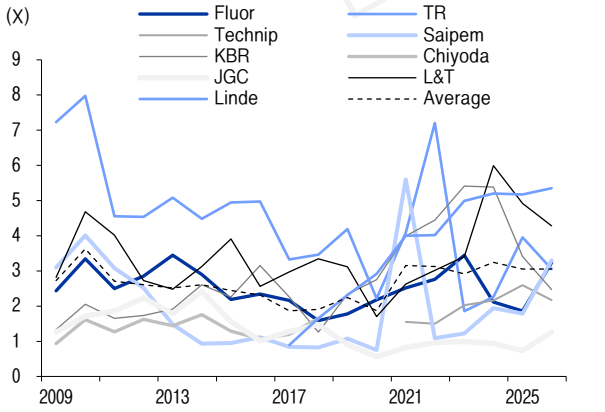
자료: 해외건설협회, LS증권 리서치센터

그림49 중동 플랜트 호황기 당시 EPC Top 10 Contractor

Rank	Contractor	Country	Value of award ($bn)
1	대림산업	한국	4.87
2	삼성엔지니어링	한국	4.47
3	Petrofac	영국	2.08
4	GS 건설	한국	1.95
5	SK 건설	한국	1.75
6	TR	스페인	1.56
7	Saipem	이탈리아	1.33
8	Tecnimont	이탈리아	1.08
9	Toyo	일본	1.00
10	JGC	일본	0.99

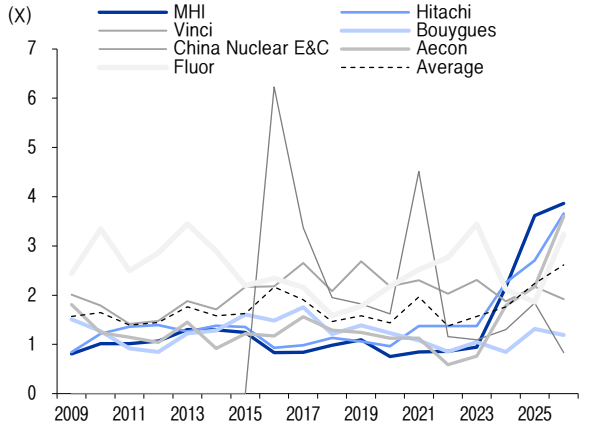
자료: MEED, LS증권 리서치센터 / 2011년 7월~2012년 6월 금액 기준

그림50 Global EPC Players 연도별 PBR 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림51 Global 원전 Peers 연도별 PBR 추이



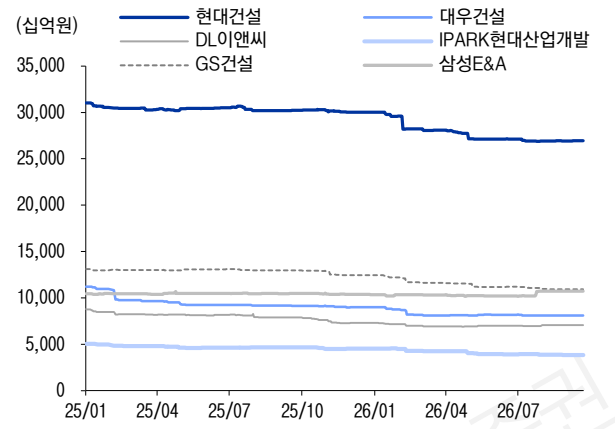
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표12 원전, 플랜트 EPC Players Historical PBR

항목	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26E
원전 Peers 평균	1.4	1.4	1.8	1.6	1.6	2.2	1.9	1.5	1.6	1.4	2.0	1.4	1.6	1.8	2.2	2.6
MHI	1.0	1.1	1.3	1.3	1.2	0.8	0.8	1.0	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	2.2	3.6	3.9
Hitachi	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4	2.3	2.7	3.7
Vinci	1.4	1.5	1.9	1.7	2.2	2.2	2.7	2.1	2.7	2.2	2.3	2.0	2.3	1.9	2.2	1.9
Bouygues	0.9	0.8	1.2	1.3	1.6	1.5	1.8	1.2	1.4	1.2	1.1	0.9	1.0	0.8	1.3	1.2
China Nuclear E&C						6.2	3.4	2.0	1.8	1.6	4.5	1.2	1.1	1.3	1.8	0.8
Aecon	1.1	1.0	1.5	0.9	1.2	1.2	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1	0.6	0.8	1.8	2.2	3.6
Fluor	2.5	2.9	3.4	2.9	2.2	2.3	2.2	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	3.4	2.1	1.9	3.2
해외 EPC 평균	2.7	2.6	2.5	2.6	2.4	2.3	1.9	1.9	2.2	1.9	3.1	3.1	2.9	3.2	3.1	3.0
L&T, Linde 제외시	2.7	2.6	2.4	2.6	2.5	2.3	2.0	2.0	2.3	1.6	3.1	3.0	2.5	3.1	2.9	2.7
Fluor	2.5	2.9	3.4	2.9	2.2	2.3	2.2	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	3.4	2.1	1.9	3.2
TR	4.6	4.5	5.1	4.5	4.9	5.0	3.3	3.5	4.2	2.2	4.1	7.2	1.9	2.3	4.0	3.1
Technip											1.5	1.5	2.0	2.2	2.6	2.2
Saipem	3.1	2.5	1.5	0.9	1.0	1.1	0.8	0.8	1.1	0.7	5.6	1.1	1.2	1.9	1.8	3.3
KBR Inc.	1.7	1.7	1.9	2.6	2.3	3.1	2.3	1.3	2.3	2.8	4.0	4.4	5.4	5.4	3.4	2.5
Chiyoda	1.3	1.6	1.4	1.8	1.3	1.1	1.2	1.7								2.3
JGC	1.9	2.2	1.8	2.4	1.6	1.0	1.3	1.5	0.9	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7	1.3
L&T	4.0	2.7	2.5	3.1	3.9	2.6	3.0	3.3	3.1	1.7	2.6	3.0	3.4	6.0	4.9	4.3
Linde							0.9	1.7	2.3	2.9	4.0	4.0	5.0	5.2	5.2	5.4

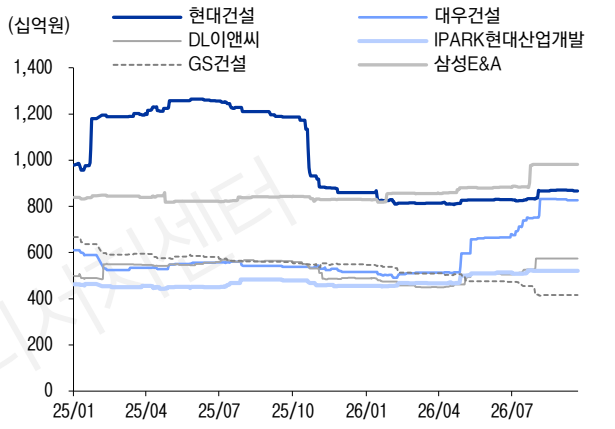
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림52 건설주 2026E 매출액 컨센서스 추이



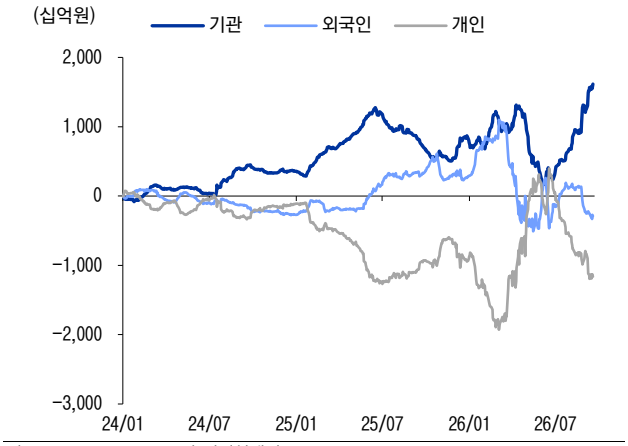
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림53 건설주 2026E 영업이익 컨센서스 추이



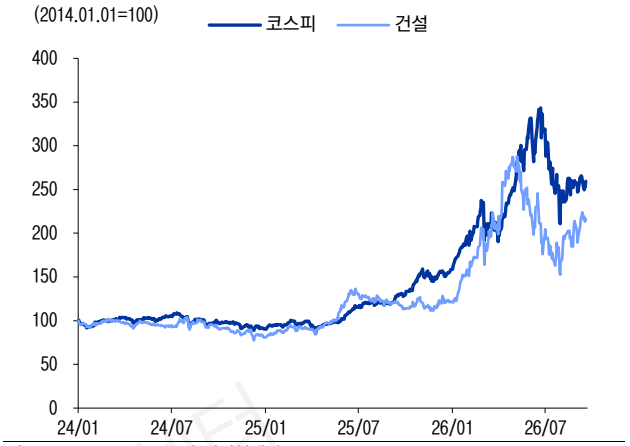
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림54 건설 매수주체별 순매수대금 추이



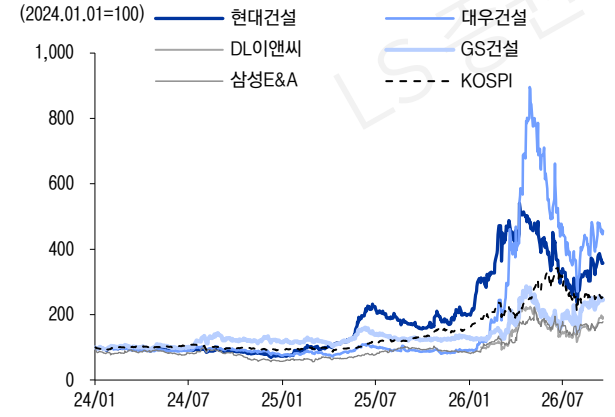
자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

그림55 건설 지수 상대수익률 추이



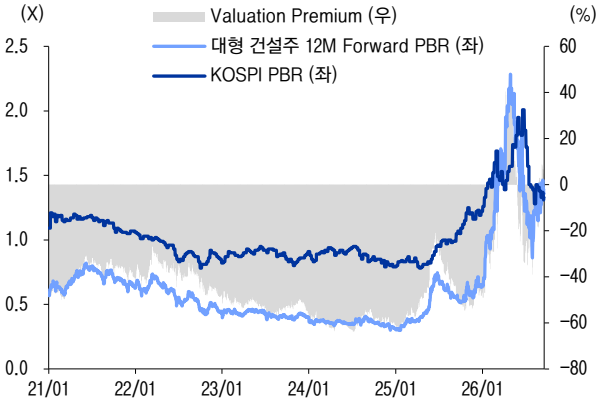
자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

그림56 건설 종목별 상대수익률 추이



자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

그림57 건설 시장대비 Valuation Premium 추이



자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

기업분석

자이에스앤디 (317400)	40
GS 건설 (006360)	48
현대건설 (000720)	51
삼성 E&A (028050)	56
지엔씨에너지 (119850)	59

Universe

종목명	투자판단	목표주가
자이에스앤디	Buy(신규)	17,000 원(신규)
GS 건설	Buy(유지)	50,000 원(상향)
현대건설	Buy(유지)	175,000 원(유지)
삼성 E&A	Buy(유지)	72,000 원(유지)
지엔씨에너지	Not Rated	Not Rated

자이에스앤디 (317400)

2026. 9. 28 | 건설/원전

데이터센터와 주택으로 열리는 성장 포텐셜

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

국내 AI 데이터센터 증설로 쌓아갈 수주 일감들

1H26 준공 실적 기준 자이에스앤디는 국내 데이터센터 레코드 2위 업체로, 특히 데이터센터의 핵심 공종인 MEP (기계, 전기, 배관)에 집중하며 시공 경쟁력을 확보했다. 특히 LG유플러스의 데이터센터를 장기간 수행했기 때문에 운영중에 발생하는 이슈에 대한 피드백을 통해 이를 설계와 시공에 반영할 수 있는 노하우를 축적했다. 최근 국내 3개 메가프로젝트의 일환으로 주요 기업들의 AI 데이터센터에 대한 공격적인 투자 목표가 발표된 가운데, GS 그룹의 동해 AI 데이터센터의 부지, 배후전력과 계열사 시너지 등의 강점이 부각되며 자이에스앤디의 수주가 기대되는 시점이다. 현재 자이에스앤디는 네이버 각 세종 데이터센터 2,3차에 대한 MEP 수주를 확보했으며, 파주 LG 유플러스 AI 데이터센터 1단계 51MW를 진행중이다. 파주는 2,3단계에 대해서도 인허가가 완료되는대로 추가 수주와 착공이 가능할 것으로 기대된다. GS 동해가 아니더라도 이미 데이터센터 일감이 늘어나는 중이다. 이에 따라 데이터센터를 포함한 첨단산업, 화학, 바이오 플랜트를 영위하는 건축부문의 수주잔고는 당사 추정치 기준 2027년 2.8조원에 육박할 것으로 전망된다.

주택 턴어라운드도 본격화되며 가파른 이익 성장 전망

자이에스앤디의 주택 부문은 다운사이클을 완연히 지나 다시 성장을 위한 준비를 하고 있다. 올해 신규수주 1.6조원, 신규 착공 8~9개 (2024년 1개, 2025년 2개 착공)를 목표로 하고있으나 이미 누계기준 1.3조원 이상의 수주를 확보한 것으로 파악되며, 최근 우선협상대상자 공시까지 고려한다면 일감은 여유롭게 확보된 실정이다. 이에 따라 2027년 주택 매출액은 5,700억원 수준으로 크게 점프업 가능할 것으로 전망한다.

여유롭게 남은 밸류에이션 업사이드, 아직도 갈길이 멀다!

자이에스앤디에 대해 투자의견 Buy, 목표주가를 17,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 건축 부문에 동해 데이터센터 일부와 비계열사 데이터센터 수주를 반영하는 대신 마진과 잔고 회전의 눈높이를 보수적으로 가정했다. 보유하고 있는 RCPS 전량을 보통주 전환으로 가정하여 산출한 수정 Forward EPS 1,794원에, 제조업 PER 평균에서 25% 할인한 7.5X를 적용해 목표주가를 산출했다. 그룹사 수주 가시화에 따라 추정치 상향과 목표 배수 상향 조정의 여지가 열려있다.

Buy (Initiate)

목표주가 (신규)	17,000 원
현재주가	9,780 원
상승여력	73.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/23)		7,080.92 pt
시가총액		3,792 억원
발행주식수		38,783 천주
52 주 최고가/최저가		11,570 / 3,070 원
90 일 일평균거래대금		111.51 억원
외국인 지분율		5.6%
배당수익률(26.12E)		1.5%
BPS(26.12E)		16,660 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.8%
	6 개월	92.0%
	12 개월	84.5%
주주구성	GS 건설 (외 3 인)	49.9%
	자이에스앤디우리사주 (외	4.0%
	자사주 (외 1 인)	1.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	1,578	2	8	7	171	-93.0	19	18.7	1.8	0.2	1.0
2025	1,388	13	51	37	957	458.7	25	4.6	n/a	0.2	5.3
2026E	1,491	54	110	83	2,128	122.3	67	4.6	1.3	0.6	12.8
2027E	2,207	114	120	90	2,314	8.8	126	4.2	0.6	0.5	12.3
2028E	3,072	191	197	148	3,809	64.6	204	2.6	n/a	0.4	17.0

자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추정 및 밸류에이션

자이에스앤디에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 17,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2027년 EPS 성장률이 한자릿수로 보이지만, 이는 올해 연말 서초동 부지 매각에 따른 일회성 매각차익이 반영된 영향이다. 이를 제거하고 경상적 수준으로 본다면 2027년 EPS 성장률은 63% YoY로, 내년부터 수주의 매출화에 따른 가파른 이익 성장이 나타날 것으로 전망한다. 목표 EPS는 Forward 기준, RCPS 전량 희석 기준으로 1,794억원으로 설정, 목표배수는 제조업 평균 PER에서 25%를 할인한 7.5X를 보수적으로 적용했다. 현재 주가는 최근 반등한 주가를 고려해도 여전히 5X로 국내 주택주와 비슷한 수준이기 때문에 밸류에이션 메리트가 높다는 판단이다.

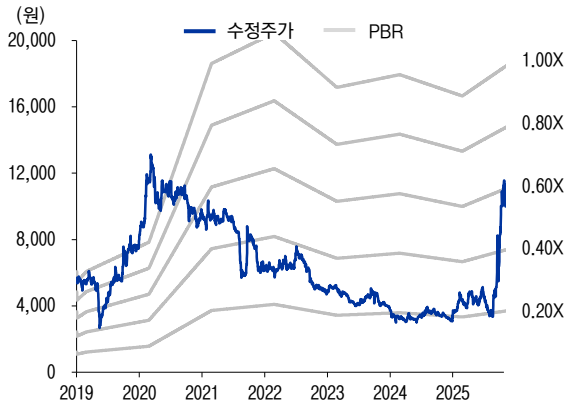
자이에스앤디의 PER 역사적 고점은 15X 수준이다. 당시 국내 주택이 호황인 가운데 자이에스앤디가 가로주택정비 등 니치마켓인 소규모 재개발, 재건축에서 1군 건설사 브랜드인 '자이'를 통해 M/S를 공략한다는 차원에서 성장성에 대한 밸류에이션 프리미엄을 받았다. 이미 자이에스앤디의 성장의 여력이 충분한 가운데, 동해 데이터센터의 사업 속도와 규모, 그리고 국내 AI 데이터센터 시장의 개화에 따른 시장 파이 확대를 고려하면 목표배수인 PER 7.5X도 보수적인 수준이겠다. 향후 동해 데이터센터 가시화에 따라 이익 추정치와 멀티플은 모두 상향 조정의 여지가 열려있다.

표13 **자이에스앤디 멀티플에 의한 목표주가 산정**

	2024	2025	2026E	2027E
EPS (원)	171	957	2,128	2,314
EPS Growth (%)	*-93.0*	*458.7*	*122.3*	*8.8*
PER (X)	18.7	4.6	4.6	4.2
Forward EPS (원)	2,268	12M Forward EPS		
수정 EPS (원)	1,794	RCPS 100% 보통주 전환 가정		
Target Multiple (X)	7.5	제조업 평균 PER에서 25% 할인, 역사적 PER 절반 수준		
목표주가 (원)	17,000			
현재주가 (원, 9/23)	9,780			
Upside (%)	73.8			

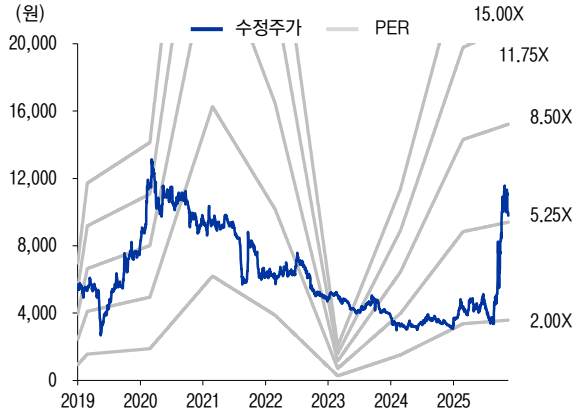
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림58 **자이에스앤디 Forward PBR 추이**



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림59 **자이에스앤디 Forward PER 추이**



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

자이에스앤디의 기 확정된 수주와 가이던스를 고려해 2027년 실적은 매출액 2.2조원 (+48.0% YoY), 영업이익 1,136억원 (+111.3% YoY)으로 전망한다. 각 사업부의 일회성 충당금 설정 요인의 제거 및 경상 마진 현장의 매출 기여 등 마진 정상화를 반영했으며, 매출액 본격 램프업에 따른 영업 레버리지 효과까지 기대되어 긍정적이다. 동해 데이터센터의 일부 수주를 가정한 대신 마진 눈높이를 다소 보수적으로 반영했다. 올해 하반기부터 주택 턴어라운드를 통해 점진적인 이익 우상향을 확인 가능할 것으로 보여, 하반기 이익 체력의 기저를 다지고 내년부터 매출 본격화를 통한 이익 성장을 만들 전망이다.

표14 **자이에스앤디 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출액	1,388	1,491	2,207	313	337	403	335	270	303	391	526
주택	132	205	575	35	33	30	33	31	35	50	90
건축 (자이 C&A)	934	1,003	1,350	193	217	288	236	170	197	270	366
Home Solution	322	283	282	84	87	85	67	70	72	71	70
Sales Growth (YoY %)	*-12.1*	*7.5*	*48.0*	*-21.9*	*-21.2*	*7.2*	*-10.6*	*-13.6*	*-10.0*	*-2.9*	*57.1*
주택	*-46.8*	*55.9*	*180.0*	*-51.7*	*-56.8*	*-45.2*	*-21.6*	*-12.4*	*4.2*	*65.6*	*173.9*
건축	*-10.9*	*7.4*	*34.6*	*-26.0*	*-23.3*	*19.7*	*-10.5*	*-12.1*	*-9.2*	*-6.3*	*55.5*
Home Solution	*13.7*	*-12.2*	*-0.4*	*27.1*	*28.4*	*5.7*	*-4.1*	*-17.3*	*-17.4*	*-15.6*	*5.3*
매출총이익	133	145	213	15	19	53	47	34	33	35	43
주택	10	20	58	0	2	1	7	1	4	6	9
건축	78	85	121	2	6	40	30	24	17	19	25
Home Solution	45	40	35	12	11	12	9	9	12	10	9
매출총이익률 (%)	9.6	9.8	9.7	4.6	5.7	13.1	13.9	12.8	10.9	8.9	8.2
주택	7.6	9.9	10.0	1.1	5.7	2.0	21.7	3.5	12.4	12.5	9.7
건축	8.4	8.5	8.9	1.0	2.7	13.8	12.9	14.2	8.5	7.1	6.9
Home Solution	14.0	14.1	12.5	14.5	13.0	14.5	13.8	13.3	16.7	13.3	13.1
판관비	120	92	100	25	22	24	49	23	24	23	22
판관비율 (%)	8.7	6.1	4.5	8.0	6.5	6.1	14.7	8.6	7.9	5.9	4.1
영업이익	13	54	114	-11	-3	28	-3	11	9	12	21
주택	-30	2	38	-2	-3	-2	-22	-2	-1	2	4
건축	5	20	49	-18	-9	21	12	7	0	3	11
Home Solution	37	32	27	10	9	10	7	7	10	7	7
(YoY %)	*426.3*	*330.1*	*111.3*	*적전*	*적전*	*1,039.4*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*-57.7*	*흑전*
주택	*적지*	*흑전*	*1,667.9*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*
건축	*-64.9*	*279.4*	*144.2*	*적전*	*적전*	*475.0*	*275.8*	*흑전*	*흑전*	*-86.1*	*-15.1*
Home Solution	*30.7*	*-14.1*	*-14.9*	*129.9*	*40.4*	*-9.6*	*20.3*	*-28.3*	*7.0*	*-24.1*	*-8.2*
영업이익률 (%)	0.9	3.6	5.1	-3.4	-0.8	7.0	-0.8	4.2	3.0	3.1	4.1
주택	-22.4	1.0	6.6	-6.5	-8.1	-7.0	-68.5	-7.7	-3.4	3.4	4.5
건축	0.6	2.0	3.6	-9.5	-4.3	7.2	5.3	3.8	0.1	1.1	2.9
Home Solution	11.4	11.1	9.5	12.0	10.8	11.5	11.2	10.4	14.0	10.4	9.8
순이익	37	83	90	-8	4	37	3	9	10	11	53
(YoY %)	*458.7*	*122.3*	*8.8*	*적전*	*153.2*	*913.7*	*361.2*	*흑전*	*127.9*	*-69.4*	*1,439.3*
순이익률 (%)	2.7	5.5	4.1	-2.6	1.3	9.3	1.0	3.1	3.2	2.9	10.0

자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

투자 포인트: 데이터센터로 열리는 성장성, 주택도 턴어라운드

자이에스앤디는 2000년 GS건설 아파트의 주택 관리, 홈네트워크 사업을 영위하는 이지빌로 설립됐다. 2018년 자이에스앤디로 사명을 바꾸고 중소형 주택 시공, 개발에 진출했으며 2019년 주식시장에 상장했다. 이후 2022년 LG그룹의 건설 사업 부문을 인수하여 지금의 건축부문, 자이C&A를 60% 지분의 연결 자회사로 편입했다. 데이터센터 레코드도 자이C&A가 보유하고 있는 실적이다.

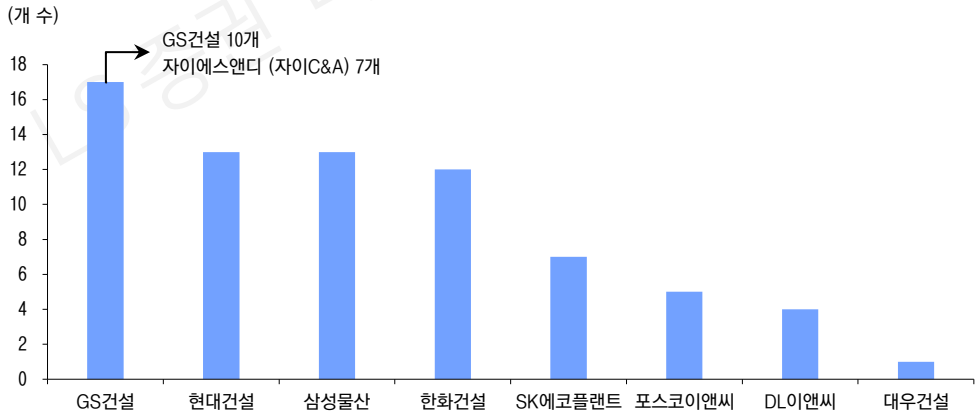
자이C&A는 1H26 기준 총 7개의 데이터센터를 준공하며 모회사인 GS건설에 이어 국내 2위 레코드를 보유한 기업이다. 특히 관계사인 LG 유플러스의 데이터센터의 반복적 시공을 통해 운영 과정에서 발생하는 노하우를 설계, 시공 단계에 적용하는 설계 역량, 데이터센터의 핵심 공종인 MEP 노하우를 보유하고 있는 기업이다. 현재 자이에스앤디는 네이버 각세종 데이터센터 2,3차에 대한 MEP 수주를 확보했으며, 파주 LG 유플러스 AI 데이터센터 1단계 51MW를 진행중이다. 파주는 2,3단계에 대해서도 인허가가 완료되는대로 추가 수주와 착공이 가능할 것으로 기대된다.

표15 **자이에스앤디 (자이 C&A) 데이터센터 레코드**

프로젝트명	(MW)	준공
LG CNS 데이터센터 (증설)	20	10/12
LG 가산 데이터센터 (증설)	40	12/06
LG CNS 부산글로벌센터	40	13/01
LG U+ 상암 데이터센터 (증설)	20	13/03
LG U+ 평촌 메가센터 1 단계	80	15/09
LG U+ 평촌 메가센터 2 단계	85	19/11
LG U+ 평촌 2 센터	90	23/10
LG U+ 파주 1239 전산 1 동	51	27/06
네이버 DC 각세종 2-3 차 (증설)	88	29/02

자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림60 **주요 건설사별 데이터센터 준공 실적 (추정)**



자료: 각종 언론, LS증권 리서치센터 / 주: 각종 언론 내용을 취합한 자료로, 실제 실적과 차이가 있을 수 있음

우리 나라 데이터센터의 운전 연수별 용량을 보면 최근 5년 미만으로 준공된 데이터센터는 40MW 이상으로 용량이 확대되는 추세이며, 수요의 절반을 이미 글로벌 CSP가 사용하고 있다. 또한 빅테크는 미국 내 데이터센터의 병목 요인으로 인해 늘어나는 수요를 충당하기 위해 글로벌 거점으로의 전략적 투자가 필요한 상황이다.

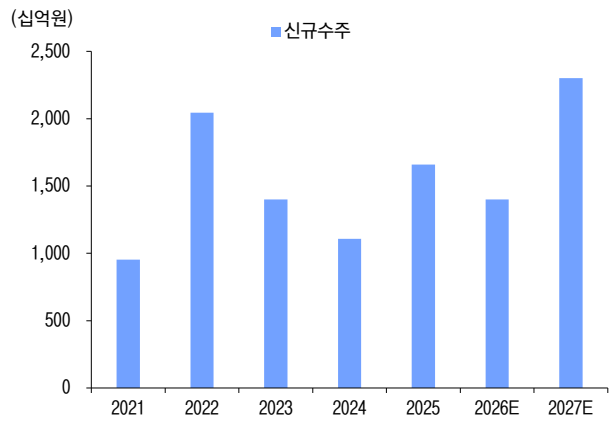
우리 나라는 3대 메가프로젝트의 일환으로 아시아 AI 데이터센터 허브 역할을 위해 정부와 민간 협력으로 공격적인 투자를 발표한 상황이다. 특히 GS 그룹의 동해 AI 데이터센터의 부지, 배후전력과 계열사 시너지 등의 강점이 부각되며 사업 속도가 상대적으로 빠른 것으로 보이며, 연내 최소 100MW의 발주를 기대하고 있기 때문에 자이에스앤디의 수주가 기대되는 시점이다. 물론, GS 동해가 아니더라도 이미 데이터센터 일감이 늘어나는 중이다. 이에 따라 데이터센터를 포함한 첨단산업, 화학, 바이오 플랜트를 영위하는 건축부문의 수주잔고는 당사 추정치 기준 2027년 2.8조원에 육박할 것으로 전망된다.

표16 **기업별 장기 AI 데이터센터 증설 목표와 이에 따른 건설 시장 규모 추산**

비고	수전 기준	IT Load 기준	IT Load 기준 MW 당 공사비 가정						
(단위: 십억원)	증설 용량(MW)	증설 용량(MW)	80 억원	90 억원	100 억원	110 억원	120 억원	130 억원	140 억원
SKT	4,863	3,474	27,789	31,262	34,736	38,209	41,683	45,156	48,630
KT	1,000	714	5,714	6,429	7,143	7,857	8,571	9,286	10,000
LG U+	435	311	2,486	2,796	3,107	3,418	3,729	4,039	4,350
네이버	913	652	5,217	5,869	6,521	7,174	7,826	8,478	9,130
삼성 SDS	690	493	3,943	4,436	4,929	5,421	5,914	6,407	6,900
카카오	80	57	457	514	571	629	686	743	800
GS	2,400	1,714	13,714	15,429	17,143	18,857	20,571	22,286	24,000
현대자동차 그룹	500	357	2,857	3,214	3,571	3,929	4,286	4,643	5,000
신세계	250	179	1,429	1,607	1,786	1,964	2,143	2,321	2,500
합계	11,131	7,951	63,606	71,556	79,507	87,458	95,409	103,359	111,310

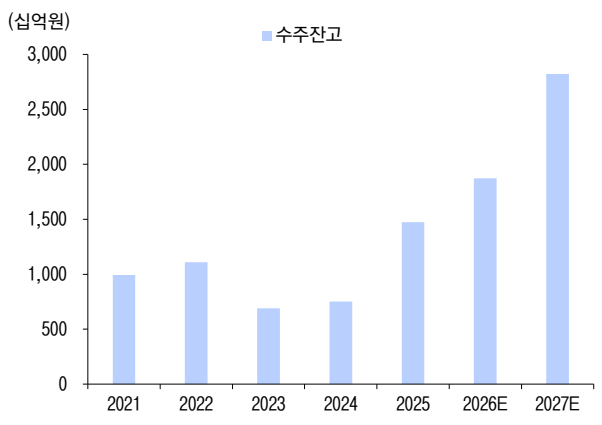
자료: LS증권 리서치센터 / 주: 언론 보도상 발표된 AI DC 용량을 수전 기준으로 반영하고, PUE 1.4 일괄 적용하여 IT Load 기준으로 환산함. 현대차그룹 AI DC 용량은 투자금액 5.8조원에서 역산한 당사 추정값임

그림61 **자이에스앤디 건축부문 신규수주 추이 및 전망**



자료: LS증권 리서치센터

그림62 **자이에스앤디 건축부문 수주잔고 추이 및 전망**

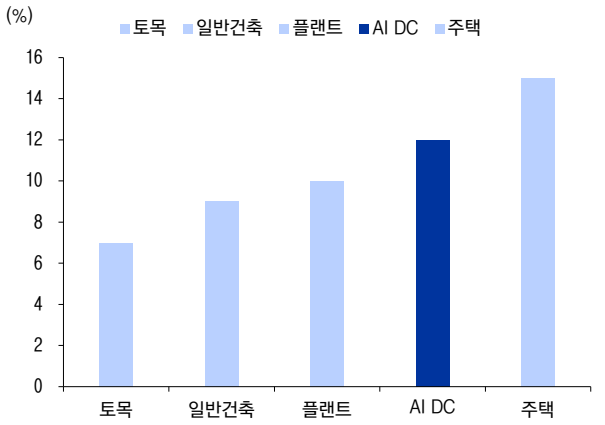


자료: LS증권 리서치센터

데이터센터는 과거 IDC에서 AI 데이터센터로 용량 증가 및 물가상승률에 따른 MW당 공사비 우상향이 지속되고 있으며, 특히 국내 주요 기업들의 장기 AI 데이터센터 증설 목표를 고려하면 기자재, 시공 등 전 밸류체인에서 일시적인 병목이 발생할 수밖에 없다는 판단이다. 자이에스앤디의 비계열사 데이터센터 역시 MW당 공사비 증가, 시장 확대로 인한 수주 증가가 기대되며, 장기적인 ASP의 우상향이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

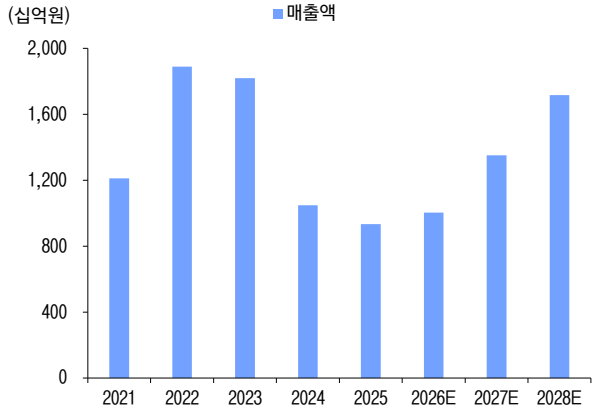
동해 데이터센터 일부와 비관계사 데이터센터 수주를 가정해 건축부문의 2027년 신규 수주를 2.3조원으로 공격적으로 가정하되, 마진율 눈높이를 잔고 마진 영업이익률 5% 수준으로 보수적으로 가정했다. 이에 따라 2028년 매출액은 1.7조원, 영업이익은 820억원 수준으로 성장할 것으로 추정한다. 데이터센터의 물리적 준공 기간은 2년으로, 주택사업 대비 수주잔고의 턴오버가 빠르기 때문에 향후 시장 확대에 따른 수주 성장이 종목의 성장 포텐셜을 열 것으로 기대된다.

그림63 **데이터센터 매출총이익률 비교**



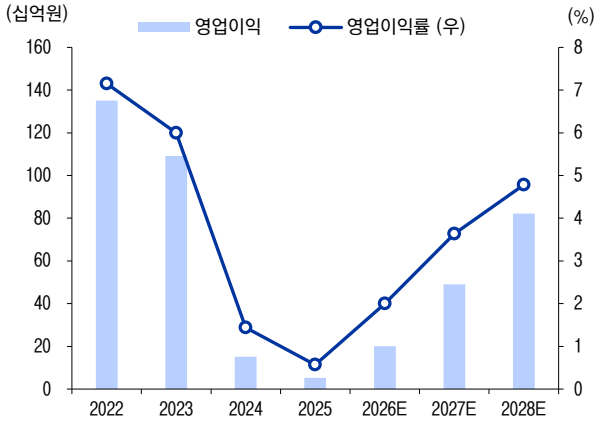
자료: LS증권 리서치센터

그림64 **자이에스앤디 건축부문 매출액 추이 및 전망**



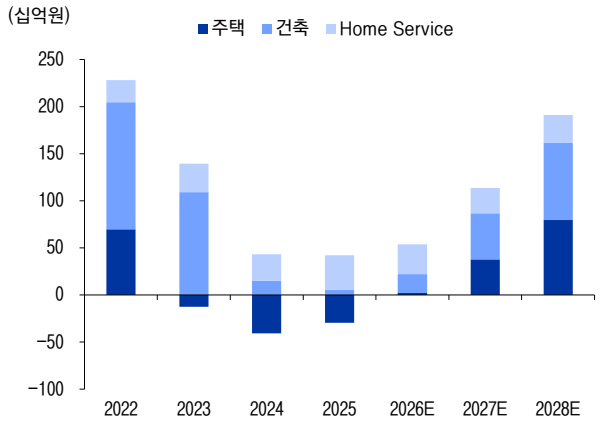
자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림65 **자이에스앤디 건축부문 영업이익 추이 및 전망**



자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림66 **자이에스앤디 부문별 영업이익 Breakdown**

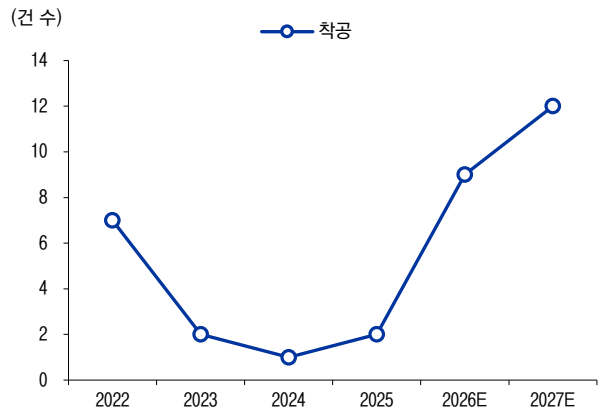


자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

뿐만 아니라 주택 부문 역시 다운사이클을 지나 올해 하반기부터 완연한 턴어라운드를 보일 것으로 보인다. 현안 현장들의 미수금 상각 등 비용 이슈가 정리되고, 정상 마진으로 수주한 신규 착공 현장의 수가 2024년 1개 → 2025년 2개 → 2026년 9개로 증가할 것으로 전망된다. 주택의 올해 신규수주 목표는 지난해 대비 40% 증가한 1.6조원으로 제시되었으나, 현재 누계기준 1.3조원 수주를 확보한 것으로 파악하고 있기 때문에 목표치는 여유롭게 달성 가능할 전망이다. 특히 최근 우선협상대상자 공시를 통해 7천억원을 상회하는 수주 풀을 확보했으며, 이에 따라 2027년 역시 신규수주 우상향이 지속될 가능성이 높다는 측면에서 긍정적이다.

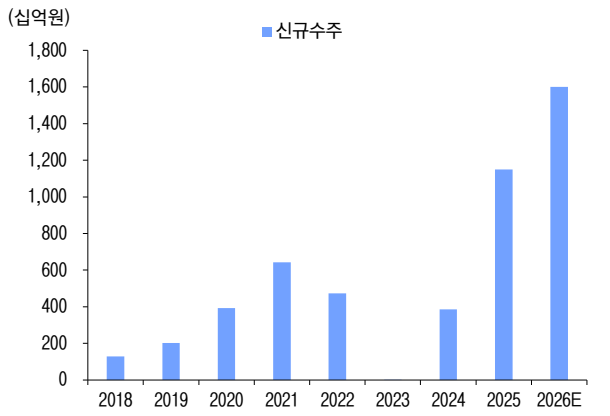
주택 매출은 신규 착공 현장의 큰 폭의 증가에 힘입어 2027년 5천억원 중반을 상회할 것으로 보이며, 이러한 매출 램프업이 이익 레버리지 효과를 야기하며 실적 하방을 지지할 것으로 기대된다. 내년, 내후년의 성장이 기다려지는 시점이다.

그림67 **자이에스앤디 주택 신규착공 현장 수**



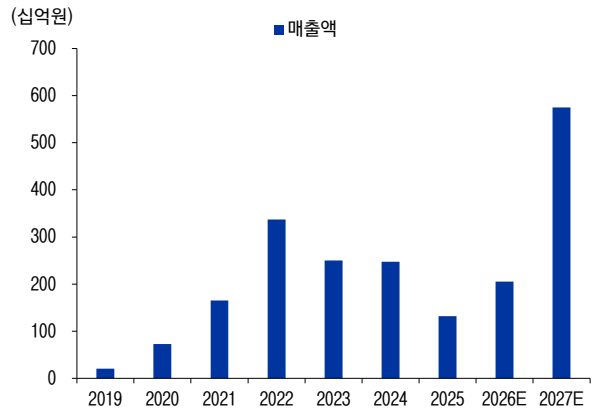
자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림68 **자이에스앤디 주택 신규수주 추이 및 전망**



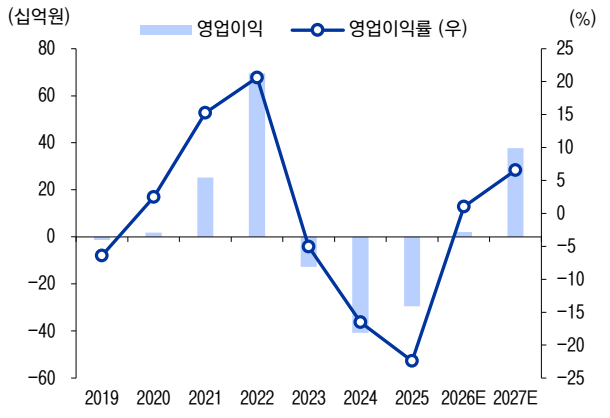
자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림69 **자이에스앤디 주택 매출액 추이 및 전망**



자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

그림70 **자이에스앤디 주택 영업이익 추이 및 전망**



자료: 자이에스앤디, LS증권 리서치센터

자이에스앤디 (317400)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	870	833	966	1,085	1,267
현금 및 현금성자산	224	274	388	399	500
매출채권 및 기타채권	437	345	355	466	547
재고자산	58	58	57	54	50
기타유동자산	151	156	165	166	169
비유동자산	435	357	240	262	251
관계기업투자등	235	163	47	68	58
유형자산	4	3	3	3	3
무형자산	196	191	191	191	191
자산총계	1,305	1,190	1,206	1,347	1,518
유동부채	437	343	406	462	489
매입채무 및 기타재무	233	187	247	300	325
단기금융부채	43	4	3	3	3
기타유동부채	161	152	155	159	162
비유동부채	202	151	154	157	160
장기금융부채	33	10	10	10	10
기타비유동부채	169	141	144	147	149
부채총계	639	494	560	619	649
지배주주지분	540	571	517	583	695
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	300	300	300	300	300
이익잉여금	191	223	298	380	521
비지배주주지분(연결)	126	125	129	146	174
자본총계	666	696	646	729	869

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,578	1,388	1,491	2,207	3,072
매출원가	1,491	1,255	1,346	1,994	2,759
매출총이익	87	133	145	213	313
판매비 및 관리비	85	120	92	100	122
영업이익	2	13	54	114	191
(EBITDA)	19	25	67	126	204
금융손익	2	18	3	3	3
이자비용	10	8	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	20	53	3	3
세전계속사업이익	8	51	110	120	197
계속사업법인세비용	1	14	28	30	49
계속사업이익	7	37	83	90	148
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	37	83	90	148
지배주주	2	36	73	57	95
총포괄이익	9	40	81	89	146
매출총이익률 (%)	5.5	9.6	9.8	9.7	10.2
영업이익률 (%)	0.2	0.9	3.6	5.1	6.2
EBITDA 마진률 (%)	1.2	1.8	4.5	5.7	6.6
당기순이익률 (%)	0.4	2.7	5.5	4.1	4.8
ROA (%)	0.5	3.0	6.9	7.0	10.3
ROE (%)	1.0	5.3	12.8	12.3	17.0
ROIC (%)	0.2	-0.2	6.0	16.5	25.9

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-89	63	65	193	246
당기순이익(손실)	7	37	83	90	148
비현금수익비용가감	41	25	53	56	60
유형자산감가상각비	11	9	9	9	9
무형자산상각비	5	4	4	4	4
기타현금수익비용	24	12	40	44	47
영업활동 자산부채변동	-136	1	-70	47	39
매출채권 감소(증가)	17	66	10	110	81
재고자산 감소(증가)	-26	-10	-1	-3	-4
매입채무 증가(감소)	-113	-37	-60	-53	-25
기타자산, 부채변동	-14	-17	-19	-7	-14
투자활동 현금흐름	125	44	187	-67	-53
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	1	1	1	1
기타투자활동	124	42	186	-68	-53
재무활동 현금흐름	-141	-56	-136	-112	-91
차입금의 증가(감소)	43	34	0	0	0
자본의 증가(감소)	110	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-10	-7	-7	-7
기타재무활동	-270	-79	-128	-105	-84
현금의 증가	-99	49	114	11	101
기초현금	323	224	274	388	399
기말현금	224	274	388	399	500

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	18.7	4.6	4.6	4.2	2.6
P/B	0.2	0.2	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	1.8	n/a	1.3	0.6	n/a
P/CF	2.6	2.8	2.8	2.6	1.8
배당수익률 (%)	4.7	3.4	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	-33.5	-12.1	7.5	48.0	39.2
영업이익	-98.1	426.3	330.1	111.3	68.2
세전이익	-93.7	547.5	115.9	8.8	64.6
당기순이익	-93.0	458.7	122.3	8.8	64.6
EPS	-93.0	458.7	122.3	8.8	64.6
안정성 (%)					
부채비율	95.9	71.0	86.6	84.9	74.7
유동비율	199.1	243.3	237.9	235.0	258.8
순차입금/자기자본(x)	-13.7	-25.8	-45.5	-41.9	-46.7
영업이익/금융비용(x)	0.2	1.5	8.2	17.3	29.1
총차입금 (십억원)	133	94	94	94	94
순차입금 (십억원)	-91	-180	-294	-305	-406
주당지표 (원)					
EPS	171	957	2,128	2,314	3,809
BPS	17,176	17,946	16,660	18,785	22,404
CFPS	1,218	1,595	3,493	3,766	5,355
DPS	150	150	150	150	150

주: IFRS 연결 기준
자료: 자이에스앤디, LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

2026. 9. 28 | 건설/원전

데이터센터와 원전으로 재평가

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

다져가는 이익 체력, 그룹사 데이터센터 수주 가시화 기대

2분기 GS건설은 판관비 대손 반영 등으로 영업이익이 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했으나, 사실상 매출총이익단에서 큰 폭의 이익 신장을 확인했기 때문에 전반적인 이익 체력이 다져지고 있다는 측면에서는 의미가 있다. 일회성 플러스 마이너스 요인을 제거한다 하더라도 올해 건축/주택의 탑라인 감익에 따라 이익 감익은 불가피한 상황이다. 다만, 하반기 대형현장 착공과 지난해 대비 큰 폭의 분양물량 증가가 내년부터는 실적 턴어라운드를 만들 수 있을 것으로 기대된다.

이에 더해, 최근 정부의 3대 메가프로젝트의 일환으로 주요 기업들의 AI 데이터센터에 대한 공격적인 투자 목표가 발표된 가운데, GS 그룹의 동해 AI 데이터센터의 부지, 배후전력과 계열사 시너지 등의 강점이 부각되며 자회사인 자이에스앤디와 더불어 GS건설의 수주가 기대되는 시점이다. GS건설은 1H26 준공 개수 기준 국내 1위 데이터센터 실적을 보유한 기업으로, 연내 그룹사 공사 물량 최소 100MW 수준이 가시화되면서 성장 포텐셜이 열릴 것으로 기대된다.

주택주를 탈피한 밸류에이션 눈높이 필요, 단기 차선호주 추천

GS건설에 대해 투자의견 Buy, 목표주가를 50,000원으로 상향한다. 목표배수는 원전주 밴드 하단 PBR 1.0X에서 10% 할인한 0.9X를 적용했다. GS건설의 밸류에이션 눈높이를 AI 데이터센터와 원전으로 높여야 한다는 판단이다. 그룹사 데이터센터 수주 목표 외에도 SK, 네이버 등 다양한 기업들이 목표로 하고 있는 GW급 데이터센터가 국내 시장 성장성을 열어줄 것으로 기대된다. 동해 데이터센터 1.2GW가 2028년 전부 준공된다는 가정에 이를 WACC으로 당겨 반영하면 GS건설의 2027년 EPS가 40%가량 증가하는 효과가 나타난다. 테넌트 확보에 따른 사업 가시화에 따라 이익 추정치 상향 여지가 열려있다.

원전 역시 무시할 수 없는 모멘텀이다. GS건설의 원전 실적은 국내에서만 Sub-Con으로 신월성 1,2호기 (대우건설 컨소시엄), 신한울 1,2호기 (현대건설 컨소시엄), 신고리 1,2호기 보조시설 등에 참여한 바 있으며, 원전/SMR 인력은 100여명 보유하고 있다. 팀코리아의 베트남 닌투언 원전 수주 기대감이 높은 만큼, GS건설의 최초 원전 수출 가능성에 대한 베팅을 이어가 볼만 한 시점으로 판단된다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	50,000 원
현재주가	34,600 원
상승여력	44.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/23)		7,080.92 pt
시가총액		29,611 억원
발행주식수		85,581 천주
52 주 최고가 / 최저가		43,100 / 18,070 원
90 일 일평균거래대금		823.53 억원
외국인 지분율		19.7%
배당수익률(26.12E)		1.7%
BPS(26.12E)		54,318 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.6%
	6 개월	-22.4%
	12 개월	-20.3%
주주구성	허창수 (외 15 인)	23.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
	자사주 (외 1 인)	0.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	12,864	286	442	264	3,084	흑전	311	5.6	16.5	0.3	6.0
2025	12,450	438	147	93	1,092	-64.6	466	18.0	10.3	0.4	2.0
2026E	10,449	442	389	233	2,727	149.8	473	12.7	10.7	0.6	4.9
2027E	11,781	617	598	419	4,894	79.5	651	7.1	7.1	0.6	8.7
2028E	13,625	820	799	559	6,533	33.5	858	5.3	4.6	0.5	10.7

자료: GS건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표17 **GS 건설 멀티플에 의한 목표주가 산정**

	2024	2025	2026E	2027E
BPS (원)	51,578	56,005	54,318	58,397
ROE (%)	6.0	2.0	4.9	8.7
PBR (X)	0.34	0.35	0.64	0.59
적용BPS (원)	57,377	12M Forward BPS		
Target Multiple (X)	0.90	KOSPI PBR에서 30% 할인, 원전주 밴드 하단 10% 할인		
목표주가 (원)	50,000			
현재주가 (원, 9/23)	34,600			
Upside (%)	44.5			
기존목표주가 (원)	44,000			
변동률 (%)	13.6			

자료: LS증권 리서치센터

표18 **GS 건설 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출액	12,450	10,449	11,781	3,063	3,196	3,208	2,983	2,401	2,780	2,699	2,570
인프라	1,462	1,451	1,551	346	311	381	424	326	397	351	377
플랜트/그린	1,320	1,007	1,552	284	341	340	356	254	402	275	76
건축/주택	7,787	6,046	6,686	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,537	1,488	1,600
신성장	1,779	1,841	1,887	395	371	619	395	371	421	559	490
Sales Growth (YoY %)	*-3.2*	*-16.1*	*12.7*	*-0.3*	*-3.1*	*3.2*	*-11.9*	*-21.6*	*-13.0*	*-15.9*	*-13.9*
인프라	*27.4*	*-0.7*	*6.9*	*34.6*	*20.1*	*21.8*	*33.0*	*-5.5*	*27.4*	*-8.0*	*-11.0*
플랜트/그린	*88.0*	*-23.7*	*54.1*	*178.0*	*163.1*	*93.6*	*20.7*	*-10.6*	*18.0*	*-18.9*	*-78.6*
건축/주택	*-18.1*	*-22.4*	*10.6*	*-15.8*	*-15.2*	*-17.5*	*-24.3*	*-29.3*	*-28.5*	*-19.4*	*-10.3*
신성장	*27.8*	*3.5*	*2.5*	*37.5*	*5.9*	*71.3*	*0.4*	*-6.0*	*13.4*	*-9.6*	*24.2*
Sales Growth (QoQ %)				*-9.6*	*4.3*	*0.4*	*-7.0*	*-19.5*	*15.8*	*-2.9*	*-4.8*
인프라				*8.4*	*-9.9*	*22.4*	*11.2*	*-22.9*	*21.5*	*-11.6*	*7.5*
플랜트/그린				*-4.0*	*20.1*	*-0.3*	*4.9*	*-28.8*	*58.5*	*-31.5*	*-72.4*
건축/주택				*-14.7*	*6.9*	*-14.1*	*-3.3*	*-20.3*	*8.1*	*-3.2*	*7.6*
신성장				*0.3*	*-6.0*	*66.7*	*-36.2*	*-6.0*	*13.4*	*32.8*	*-12.2*
GPM (%)	10.8	12.2	12.1	9.5	9.3	12.1	12.3	8.3	14.6	11.3	14.3
인프라	6.2	10.9	6.4	14.8	-7.2	6.2	9.0	3.9	22.0	7.6	8.3
플랜트/그린	7.1	-0.8	6.8	2.4	1.1	9.2	14.5	-24.2	-7.0	8.0	77.9
건축/주택	13.9	13.2	13.8	9.5	16.9	11.8	17.3	12.4	17.6	11.1	11.8
신성장	4.6	17.4	15.7	9.4	-11.4	19.0	-7.8	18.3	19.4	16.3	16.3
판관비	907	836	813	221	137	240	309	125	314	205	192
판관비율 (%)	7.3	8.0	6.9	7.2	4.3	7.5	10.4	5.2	11.3	7.6	7.5
영업이익	438	442	617	70	162	148	57	73	91	101	176
영업이익률 (%)	3.5	4.2	5.2	2.3	5.1	4.6	1.9	3.1	3.3	3.7	6.9
(YoY %)	*53.1*	*1.0*	*39.5*	*-0.2*	*73.5*	*81.5*	*41.5*	*4.4*	*-43.6*	*-32.1*	*210.1*
순이익	93	233	419	14	-87	122	45	11	14	81	128
순이익률 (%)	0.8	2.2	3.6	0.4	-2.7	3.8	1.5	0.4	0.5	3.0	5.0
(YoY %)	*-64.6*	*149.8*	*79.5*	*-90.1*	*적전*	*1.0*	*흑전*	*-22.0*	*흑전*	*-34.0*	*185.7*

자료: GS건설, LS증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,667	9,074	9,419	10,267	11,739
현금 및 현금성자산	2,083	3,016	4,008	4,425	5,077
매출채권 및 기타채권	2,841	2,664	2,236	2,453	2,837
재고자산	1,280	1,163	1,031	1,162	1,344
기타유동자산	2,463	2,231	2,145	2,227	2,481
비유동자산	9,137	9,386	8,832	8,548	7,951
관계기업투자등	5,434	6,569	5,922	5,635	5,068
유형자산	2,639	1,626	1,768	1,746	1,728
무형자산	1,064	1,191	1,142	1,166	1,154
자산총계	17,803	18,460	18,251	18,815	19,689
유동부채	9,032	7,832	7,454	7,661	8,068
매입채무 및 기타재무	2,809	2,691	2,287	2,467	2,848
단기금융부채	1,131	991	989	988	986
기타유동부채	5,092	4,150	4,178	4,206	4,234
비유동부채	3,684	5,104	5,447	5,440	5,434
장기금융부채	450	497	492	487	482
기타비유동부채	3,234	4,607	4,955	4,953	4,952
부채총계	12,716	12,936	12,900	13,101	13,502
지배주주지분	4,414	4,793	4,649	4,998	5,479
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
이익잉여금	3,266	3,342	3,524	3,875	4,357
비지배주주지분(연결)	673	731	702	716	709
자본총계	5,087	5,524	5,350	5,714	6,188

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,864	12,450	10,449	11,781	13,625
매출원가	11,750	11,105	9,171	10,351	11,947
매출총이익	1,114	1,345	1,278	1,430	1,678
판매비 및 관리비	828	907	836	813	858
영업이익	286	438	442	617	820
(EBITDA)	311	466	473	651	858
금융손익	-221	-217	-203	-171	-140
이자비용	315	331	341	341	340
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	377	-73	150	152	119
세전계속사업이익	442	147	389	598	799
계속사업법인세비용	178	54	156	180	240
계속사업이익	264	93	233	419	559
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	93	233	419	559
지배주주	246	94	191	385	514
총포괄이익	200	220	105	290	429
매출총이익률 (%)	8.7	10.8	12.2	12.1	12.3
영업이익률 (%)	2.2	3.5	4.2	5.2	6.0
EBITDA 마진률 (%)	2.4	3.7	4.5	5.5	6.3
당기순이익률 (%)	2.1	0.8	2.2	3.6	4.1
ROA (%)	1.5	0.5	1.3	2.3	2.9
ROE (%)	6.0	2.0	4.9	8.7	10.7
ROIC (%)	1.1	3.3	2.6	4.0	5.4

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	268	592	796	677	818
당기순이익(손실)	264	93	233	419	559
비현금수익비용가감	371	612	522	529	538
유형자산감가상각비	181	207	239	239	239
무형자산상각비	28	31	31	31	31
기타현금수익비용	163	375	252	260	268
영업활동 자산부채변동	-367	-114	41	-271	-279
매출채권 감소(증가)	303	184	428	-217	-384
재고자산 감소(증가)	189	169	133	-131	-182
매입채무 증가(감소)	-93	-339	-405	181	380
기타자산, 부채변동	-766	-128	-115	-104	-93
투자활동 현금흐름	-549	-247	-317	-367	-285
유형자산처분(취득)	15	409	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	2	2	49	-24	12
투자자산 감소(증가)	-416	-226	-226	-226	-226
기타투자활동	-149	-432	-136	-113	-68
재무활동 현금흐름	77	574	498	93	105
차입금의 증가(감소)	15	409	486	-11	-11
자본의 증가(감소)	3	2	0	0	0
배당금의 지급	32	42	51	68	77
기타재무활동	26	120	-40	35	39
현금의 증가	-162	933	992	418	652
기초현금	2,245	2,083	3,016	4,008	4,425
기말현금	2,083	3,016	4,008	4,425	5,077

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	5.6	18.0	12.7	7.1	5.3
P/B	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	16.5	10.3	10.7	7.1	4.6
P/CF	2.3	2.4	3.9	3.1	2.7
배당수익률 (%)	1.7	2.5	1.7	2.3	2.6
성장성 (%)					
매출액	-4.3	-3.2	-16.1	12.7	15.7
영업이익	흑전	53.1	1.0	39.5	32.9
세전이익	흑전	-66.6	164.0	53.8	33.5
당기순이익	흑전	-64.6	149.8	79.5	33.5
EPS	흑전	-64.6	149.8	79.5	33.5
안정성 (%)					
부채비율	250.0	234.2	241.1	229.3	218.2
유동비율	96.0	115.9	126.4	134.0	145.5
순차입금/자기자본(x)	71.8	56.4	39.5	29.5	16.6
영업이익/금융비용(x)	0.9	1.3	1.3	1.8	2.4
총차입금 (십억원)	5,735	6,132	6,122	6,112	6,102
순차입금 (십억원)	3,652	3,117	2,115	1,687	1,026
주당지표 (원)					
EPS	3,084	1,092	2,727	4,894	6,533
BPS	51,578	56,005	54,318	58,397	64,016
CFPS	7,422	8,245	8,821	11,079	12,817
DPS	300	500	600	800	900

주: IFRS 연결 기준
자료: GS 건설, LS 증권 리서치센터

현대건설 (000720)

2026. 9. 28 | 건설/원전

레퍼런스가 수주로 이어진다

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

원전, SMR에 이어 데이터센터까지

현대건설의 2026년이 AI 에너지 인프라 트렌드에 따라 미국을 정조준 하고 있는 상황에서, 대미투자의 일환으로 정부의 웨스팅하우스 지분 인수 및 대형 원전 8기에 대한 사업 협력이 대두되고 있는 것은 기존 현대건설의 원전 수주 전략에 더해지는 알파 모멘텀이다.

현대건설은 웨스팅하우스와 JV를 통해 글로벌 원전 시장을 함께 진출하고 있으며, 카메코는 올해 2분기 실적 발표에서 대형 원전인 웨스팅하우스 AP1000의 파이프라인을 초기 발굴과 FEED 단계를 포함해 최대 91기, 105GW로 제시한 바 있다. 해당 물량의 전량 발주를 기대할 수는 없겠지만 2030년대 중후반을 상업 가동을 목표로 하는 프로젝트들이 다수 있어, 현대건설의 원전 수주 풀 확대에 따른 성장 업사이드를 가늠하게 한다. 그 밖에 홀텍, 테라파워 SMR 역시 머지 않은 미래에 유의미한 수주 성과로 이어질 것으로 기대되어 긍정적이다.

최근 국내 AI 데이터센터 투자가 공격적으로 집행될 것으로 예상되는 가운데, 현대건설은 누적 용량기준 1위, 준공 건수 기준 2위의 데이터센터 레코드를 보유한 현대건설 역시 수주 모멘텀이 부각된다. 현대차그룹에서 새만금에 5.8조원을 투입해 500MW의 AI 데이터센터를 조성한다고 밝힌 만큼, 현대건설의 의미있는 수주 성과가 기대된다. 그밖에 마이크로소프트, AWS의 데이터센터를 수주한 경험을 바탕으로 국내 다양한 투자 안건에 참여할 것으로 전망된다.

여전히 여유로운 밸류에이션, 건설/원전 장기 Top pick 추천 유지

현대건설에 대해 투자의견 Buy, 목표주가를 175,000원으로 유지하고 건설/원전 주 내 Top pick 종목으로 추천을 유지한다. 원전 매출 Peak 시점을 가정한 SOTP 밸류에이션을 고려한다면 현 주가 수준은 지나치게 저평가 구간으로 판단된다. 원전, SMR, 데이터센터 수주를 통해 AI 인프라 종목으로서 장기적인 밸류에이션 리레이팅이 이어질 것으로 보인다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	175,000 원
현재주가	121,100 원
상승여력	43.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/23)		7,080.92 pt
시가총액		134,852 억원
발행주식수		111,356 천주
52 주 최고가 / 최저가		188,700 / 54,400 원
90 일 일평균거래대금		775.10 억원
외국인 지분율		25.2%
배당수익률(26.12E)		0.7%
BPS(26.12E)		80,018 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	12.2%
	6 개월	-52.4%
	12 개월	15.1%
주주구성	현대자동차 외 6 인	34.9%
	국민연금공단 외 1 인	10.3%
	BlackRock Fund Advisors (외 12 인)	5.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	32,670	-1,263	-986	-766	-1,515	적전	-1,042	n/a	n/a	0.4	-9.5
2025	31,063	653	647	559	3,351	흑전	854	20.9	4.8	0.9	6.9
2026E	27,354	959	1,022	736	5,088	51.8	1,162	23.9	9.7	1.5	8.6
2027E	28,546	1,198	1,289	973	6,554	28.8	1,385	18.6	7.6	1.4	10.4
2028E	29,953	1,455	1,573	1,188	7,999	22.0	1,629	15.2	5.9	1.2	11.5

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

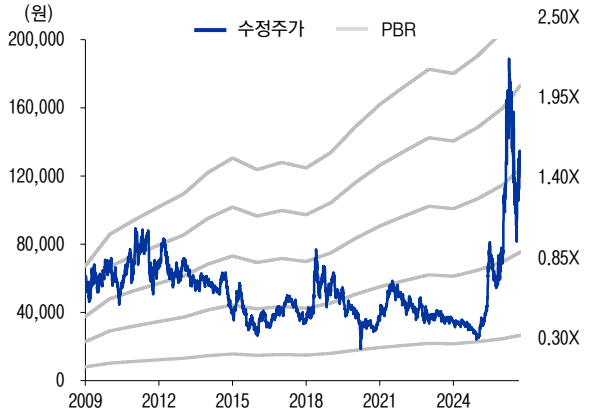
LS증권 리서치센터

표19 웨스팅하우스 AP1000 파이프라인

프로젝트	기수	총 용량(GW)	상업운전 개시 시기
DOE (에너지부) 원전 공급망 대출	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중반
DOC (상무부) 파트너십	최대 10	최대 11.5	2030 년대 중후반
미국 (V.C. Summer 건설 재개)	2	2	2030 년대 초중반
폴란드 (Lubiatowo-Kopalino)	3	4	2030 년대 중반
불가리아 (Kozloduy 7·8 호기)	2	2	2030 년대 중후반
우크라이나 (Khmelnytskyi 5·6 호기)	2	2	2030 년대 중후반
FEED 단계	11	13	2030 년대 후반
초기 발굴 단계	51	59	2030 년대 후반~2040 년대 초반
선정 프로젝트 합계	최대 91 기	최대 105GW	

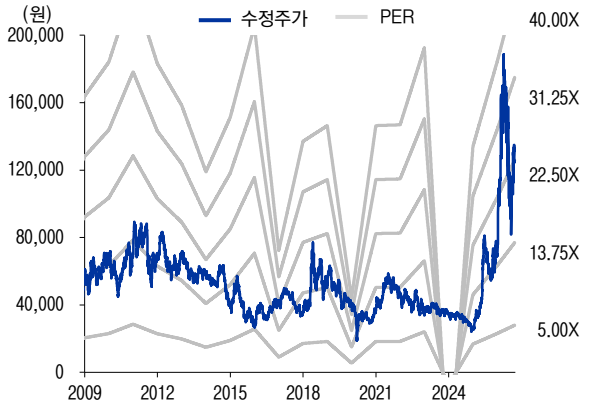
자료: Cameco, LS증권 리서치센터

그림71 현대건설 12M Forward PBR Band



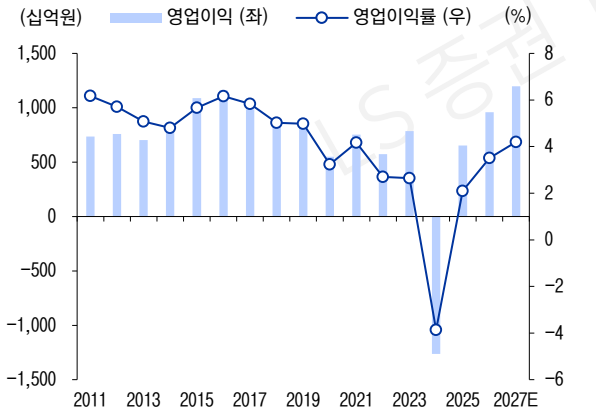
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림72 현대건설 12M Forward PER Band



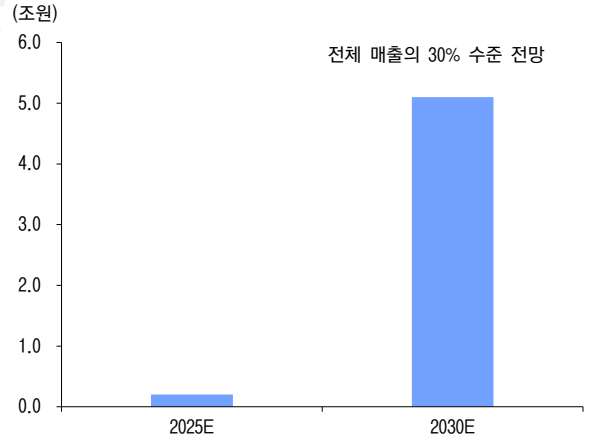
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림73 현대건설 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

그림74 현대건설 2030 년 에너지 사업 매출 목표



자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

표20 **현대건설 부문별 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출액	31,063	27,354	28,546	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,842	6,776	7,454
현대건설	16,513	16,024	17,098	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,982	3,945	4,484
토목	1,856	1,948	1,954	419	421	491	525	423	504	508	512
건축/주택	9,320	8,801	9,436	2,299	2,404	2,556	2,062	1,872	2,279	2,168	2,483
주택	6,812	6,499	7,121	1,748	1,805	1,713	1,545	1,421	1,726	1,597	1,754
플랜트	5,149	4,962	5,380	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,037	1,211	1,438
뉴에너지	795	1,227	1,820	108	150	193	345	262	354	302	308
현대엔지니어링	13,897	10,820	10,979	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,668	2,703	2,913
국내	7,353	6,024	6,072	1,649	1,955	1,767	1,982	1,482	1,506	1,503	1,533
해외	6,544	4,796	4,907	1,718	1,457	1,547	1,822	1,054	1,162	1,200	1,379
Sales Growth (YoY %)	*-4.9*	*-11.9*	*4.4*	*-12.8*	*-10.4*	*-5.2*	*11.2*	*-15.8*	*-11.4*	*-13.4*	*-7.5*
현대건설	*-1.3*	*-3.0*	*6.7*	*-6.7*	*-3.9*	*5.1*	*0.4*	*-7.1*	*-4.2*	*-9.1*	*8.7*
토목	*2.9*	*4.9*	*0.3*	*-3.4*	*13.7*	*-11.5*	*18.1*	*0.9*	*19.8*	*3.6*	*-2.4*
건축/주택	*-14.6*	*-5.6*	*7.2*	*-17.6*	*-18.1*	*-1.8*	*-20.3*	*-18.6*	*-5.2*	*-15.2*	*20.4*
플랜트	*32.7*	*-3.6*	*8.4*	*23.4*	*30.9*	*35.4*	*40.3*	*12.2*	*-19.2*	*-4.6*	*-1.4*
현대엔지니어링	*-5.9*	*-22.1*	*1.5*	*-17.8*	*-16.0*	*-12.5*	*35.1*	*-24.7*	*-21.8*	*-18.4*	*-23.4*
국내	*0.9*	*-18.1*	*0.8*	*-1.7*	*-4.2*	*3.8*	*6.3*	*-10.1*	*-23.0*	*-14.9*	*-22.6*
해외	*-12.5*	*-26.7*	*2.3*	*-29.0*	*-27.9*	*-25.8*	*91.9*	*-38.6*	*-20.2*	*-22.4*	*-24.3*
매출총이익률 (%)	6.4	8.3	8.7	6.9	6.1	5.0	7.5	8.0	8.0	8.0	9.1
현대건설	5.4	7.1	8.6	5.4	4.4	4.1	7.8	7.1	5.0	7.2	9.0
토목	6.0	3.3	6.3	8.6	6.1	9.6	0.5	8.2	-5.4	5.5	5.8
건축/주택	6.4	9.6	10.0	4.3	5.5	5.1	11.4	4.4	13.2	9.3	10.4
플랜트	1.4	0.0	3.0	4.5	-0.3	-1.3	2.6	9.6	-13.0	1.3	-0.2
현대엔지니어링	6.6	9.5	8.3	7.1	6.9	5.3	7.0	9.1	11.4	8.7	9.0
판관비	1,327	1,312	1,295	300	251	286	490	322	279	314	397
판관비율 (%)	4.3	4.8	4.5	4.0	3.3	3.7	6.1	5.1	4.1	4.6	5.3
영업이익	653	959	1,198	214	217	104	119	181	268	230	280
YoY (%)	*흑전*	*46.9*	*24.9*	*-14.8*	*47.3*	*-9.4*	*흑전*	*-15.4*	*20.7*	*122.3*	*135.7*
영업이익률 (%)	2.1	3.5	4.2	2.9	2.8	1.3	1.5	2.9	3.9	3.4	3.8
현대건설	251	502	789	53	77	43	79	84	97	144	177
영업이익률 (%)	1.5	3.1	4.6	1.4	1.8	1.0	1.9	2.3	2.4	3.7	3.9
현대엔지니어링	260	390	331	104	96	33	27	84	127	85	94
영업이익률 (%)	1.9	3.6	3.0	3.1	2.8	1.0	0.7	3.3	4.7	3.2	3.2
순이익	559	736	973	167	157	68	166	207	157	163	209
YoY (%)	*흑전*	*32*	*32*	*-20.0*	*7.5*	*69.1*	*흑전*	*24.0*	*0.0*	*140.3*	*26.0*
순이익률 (%)	1.8	2.7	3.4	2.2	2.0	0.9	2.1	3.3	2.3	2.4	2.8

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

표21 **현대건설 원전 파이프라인별 매출액 가정 및 Sum-of-the-parts 밸류에이션**

(단위: 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
원전 매출액	51	927	2,283	4,419	7,131	10,235	13,181	14,233	13,880	9,820	5,940
신한울 3,4 호기 APR1400 2 기	51	102	153	204	306	425	306	153			
Holtec SMR 300MW 2 기		225	450	675	1,125	1,350	675				
Fermi AP1000 2 기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Fermi AP1000 2 기			300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900	
불가리아 AP1000 2 기		300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900		
Further_슬로베니아				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_핀란드					300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800
Further_팀코리아 1			180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540	
Further_팀코리아 2				180	360	540	720	1,080	1,500	1,080	540
Further_미국 내 AP1000 2 기				300	600	900	1,200	1,800	2,500	1,800	900
Further_미국 내 AP1000 2 기							300	600	900	1,200	1,800
EBITDA	193	329	531	775	1,079	1,427	1,761	1,911	1,924	1,572	1,243

(단위: 십억원)	값	비고
피크시점 2033 년 기준 OP	1,423	원전 OPM 10% 가정
피크시점 2033 년 기준 EBITDA	1,911	EBITDA Margin 14.4%
WACC (%)	8.5	차입금리 6.0%, 무위험이자율 3.0%, Beta 1.0 가정
적용 EBITDA	1,083	2033 년 EBITDA 를 WACC 으로 기간 할인 적용
원전 EV/EBITDA (X)	20	MHI, Hitachi, China Nuclear E&C, Aecon, Fluor, Cameco 2026E 평균 EV/EBITDA
원전 가치	21,655	
플랜트+주택 EBITDA	1,151	2026E 기준
플랜트+주택 EV/EBITDA (X)	8	주택 Peers 5X, 글로벌 EPC Peers 9.6X 의 단순 평균 EV/EBITDA 적용
플랜트+주택 가치	8,981	
영업가치	30,636	
순차입금	600	2Q26 기준
NAV	30,036	
# of shares (천 주)	111,356	
주당 NAV (원)	269,730	
현재주가 (9/23, 원)	121,100	
Upside (%)	122.7	

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

현대건설 (000720)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	21,101	21,958	22,077	23,041	24,489
현금 및 현금성자산	5,130	4,813	5,258	5,900	6,938
매출채권 및 기타채권	12,100	13,206	13,115	13,295	13,541
재고자산	777	747	749	782	821
기타유동자산	3,093	3,192	2,955	3,064	3,190
비유동자산	5,905	5,834	6,306	6,498	6,616
관계기업투자등	3,865	3,844	4,426	4,712	4,913
유형자산	1,289	1,225	1,116	1,021	939
무형자산	751	765	765	765	765
자산총계	27,005	27,792	28,384	29,539	31,105
유동부채	14,664	14,843	14,767	14,811	15,266
매입채무 및 기타재무	9,940	10,716	10,652	10,707	11,173
단기금융부채	745	1,195	1,199	1,203	1,207
기타유동부채	3,979	2,933	2,917	2,901	2,886
비유동부채	2,672	2,836	2,960	3,137	3,177
장기금융부채	186	99	97	95	93
기타비유동부채	2,486	2,737	2,863	3,043	3,084
부채총계	17,336	17,679	17,727	17,948	18,442
지배주주지분	8,025	8,265	8,911	9,794	10,891
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,130	6,403	7,049	7,932	9,030
비지배주주지분(연결)	1,644	1,848	1,746	1,797	1,772
자본총계	9,669	10,113	10,657	11,591	12,663

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	32,670	31,063	27,354	28,546	29,953
매출원가	32,887	29,083	25,083	26,053	27,187
매출총이익	-217	1,980	2,271	2,493	2,766
판매비 및 관리비	1,046	1,327	1,312	1,295	1,312
영업이익	-1,263	653	959	1,198	1,455
(EBITDA)	-1,042	854	1,162	1,385	1,629
금융손익	188	56	46	36	26
이자비용	101	122	138	138	139
관계기업등 투자손익	17	12	0	0	0
기타영업외손익	73	-74	17	55	92
세전계속사업이익	-986	647	1,022	1,289	1,573
계속사업법인세비용	-219	88	286	316	385
계속사업이익	-766	559	736	973	1,188
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-766	559	736	973	1,188
지배주주	-169	373	567	730	891
총포괄이익	-690	512	689	926	1,141
매출총이익률 (%)	-0.7	6.4	8.3	8.7	9.2
영업이익률 (%)	-3.9	2.1	3.5	4.2	4.9
EBITDA 마진률 (%)	-3.2	2.7	4.2	4.9	5.4
당기순이익률 (%)	-2.3	1.8	2.7	3.4	4.0
ROA (%)	-3.0	2.0	2.6	3.4	3.9
ROE (%)	-9.5	6.9	8.6	10.4	11.5
ROIC (%)	-14.9	6.7	7.9	10.0	12.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-119	-748	692	791	1,378
당기순이익(손실)	-766	559	736	973	1,188
비현금수익비용가감	59	683	701	708	721
유형자산감가상각비	211	190	192	176	163
무형자산상각비	10	11	11	11	11
기타현금수익비용	-162	482	497	521	546
영업활동 자산부채변동	588	-1,991	-745	-890	-531
매출채권 감소(증가)	-2,023	-1,853	92	-180	-245
재고자산 감소(증가)	43	64	-2	-33	-39
매입채무 증가(감소)	107	435	-64	55	466
기타자산, 부채변동	2,460	-637	-770	-732	-713
투자활동 현금흐름	212	25	246	261	254
유형자산처분(취득)	-111	-90	8	8	8
무형자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-180	-108	-108	-108	-108
기타투자활동	497	223	346	361	355
재무활동 현금흐름	734	434	-466	-388	-572
차입금의 증가(감소)	1,061	989	13	13	13
자본의 증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-69	-90	-90	-90
기타재무활동	-233	-486	-389	-311	-495
현금의 증가	925	-318	446	641	1,039
기초현금	4,206	5,130	4,813	5,258	5,900
기말현금	5,130	4,813	5,258	5,900	6,938

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	20.9	23.9	18.6	15.2
P/B	0.4	0.9	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	n/a	4.8	9.7	7.6	5.9
P/CF	n/a	6.3	9.4	8.1	7.1
배당수익률 (%)	2.4	1.1	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	10.2	-4.9	-11.9	4.4	4.9
영업이익	적전	흑전	46.9	24.9	21.4
세전이익	적전	흑전	58.0	26.1	22.0
당기순이익	적전	흑전	31.6	32.3	22.0
EPS	적전	흑전	51.8	28.8	22.0
안정성 (%)					
부채비율	179.3	174.8	166.3	154.9	145.6
유동비율	143.9	147.9	149.5	155.6	160.4
순차입금/자기자본(x)	-29.6	-18.7	-21.8	-25.5	-31.5
영업이익/금융비용(x)	-12.6	5.3	7.0	8.7	10.5
총차입금 (십억원)	2,273	2,924	2,934	2,944	2,954
순차입금 (십억원)	-2,857	-1,888	-2,324	-2,955	-3,984
주당지표 (원)					
EPS	-1,515	3,351	5,088	6,554	7,999
BPS	72,070	74,219	80,018	87,949	97,807
CFPS	-6,347	11,157	12,901	15,097	17,136
DPS	600	800	800	800	800

주: IFRS 연결 기준
자료: 현대건설, LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

삼성 E&A (028050)

2026. 9. 28 | 건설/원전

차별화 될 경쟁력

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

그룹사 반도체 증설에 따라 Captive가 이끌어갈 실적

삼성E&A는 반도체 투자 사이클에 더불어 지난해에서 이연된 프로젝트 및 에너지 전환 수주 풀 확대에 따라 올해 역사적 최고 수준의 신규수주가 기대된다. 이미 상반기 실적으로 이를 입증했으며, 향후 우량한 수주 성과와 실적을 바탕으로 Global Peers 대비 저평가된 밸류에이션 갭을 메워 나갈 것으로 기대된다. 장기 성장 동력인 LNG, New Energy 부문은 기술사와의 협업과 투자를 통해 적극적인 진입 준비를 하고 있다. 올해 수주가 펀더멘탈 개선의 동력을 만들고, 재건 수주 풀 확장이 모멘텀을 만들고, 장기적인 LNG 진입 노력이 Global Peers와 같이 멀티플을 만드는 시점이다.

반도체 투자, 중동 재건과 뉴에너지 트렌드, 장기적인 관심 유지

삼성E&A에 투자의견 Buy, 목표주가를 72,000원으로 유지한다. 장기적으로 반도체 공장 증설에 따른 수주, 이익 증가를 고려하면 밸류에이션 메리트가 높다. 에너지 안보 강화, 에너지 다변화 니즈 확대에 따른 가스 및 신재생 부문의 발주는 전쟁으로 인해 더욱 가속화 될 전망아다. 또한 지난해에서 이연된 굵직한 플랜트의 수주 안건이 대기중이다. 이에 더해 삼성전자의 CAPEX 사이클로 인해 그룹사 수주 물량 역시 연초 대비 눈높이를 높여야 하는 시점이다. 최근 전쟁에 따라 다운스트림 생산 시설이 타격을 받으며 재건 수주에 대한 기대감 역시 유효하다.

하반기 주식시장의 컬러가 바뀌면서 상대적 모멘텀 소외가 나타나고 있으나, 분명한 것은 올해 수주가 펀더멘탈 개선의 동력을 만들고, 재건 수주 풀 확장이 모멘텀을 만들고, 장기적인 뉴에너지로의 전환이 멀티플을 만드는 미래가 분명하다는 점이다. 특히 Global EPC Peers 중 일부가 재무구조의 악화와 컨벤셔널 에너지로의 집중에 따라 뉴에너지 부문의 수주 경쟁력이 떨어졌다. 따라서 장기적으로 삼성E&A와 Peers의 밸류에이션 갭은 더욱 벌어질 전망이다. 지금은 모멘텀 소외이나, 장기적 관점에서 업사이드 포텐셜이 높은 종목이기 때문에 관심을 유지해야 할 필요가 있다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	72,000 원
현재주가	49,350 원
상승여력	45.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/23)		7,080.92 pt
시가총액		96,726 억원
발행주식수		196,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		64,400 / 23,250 원
90 일 일평균거래대금		948.62 억원
외국인 지분율		38.4%
배당수익률(26.12E)		1.6%
BPS(26.12E)		28,765 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	6.9%
	6 개월	6.3%
	12 개월	-28.7%
주주구성	삼성 SDI (외 8 인)	20.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
	강성영 (외 1 인)	0.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	9,967	972	904	639	3,862	0.4	1,041	4.3	0.7	0.8	16.6
2025	9,029	792	830	648	3,150	-18.4	874	7.6	4.4	1.0	14.5
2026E	10,763	931	911	702	3,473	10.2	1,015	14.2	8.4	1.7	13.5
2027E	12,507	1,115	1,125	866	4,320	24.4	1,199	11.4	7.1	1.5	14.4
2028E	14,539	1,348	1,363	1,050	5,235	21.2	1,432	9.4	5.7	1.3	15.3

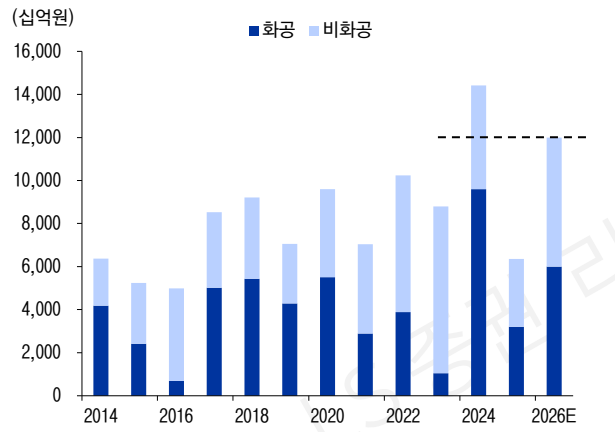
자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표22 **삼성 E&A 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출액	9,029	10,763	12,507	2,098	2,178	1,996	2,757	2,267	2,609	2,730	3,156
화공	5,151	4,983	5,272	1,091	1,305	1,266	1,489	1,130	1,073	1,265	1,515
첨단산업	2,531	3,128	4,651	769	589	402	771	574	838	831	884
New Energy	1,346	2,653	2,584	238	283	327	498	563	698	634	757
Sales Growth (YoY %)	*-9.4*	*19.2*	*16.2*	*-11.8*	*-19.0*	*-13.7*	*7.6*	*8.1*	*19.8*	*36.8*	*14.5*
화공	*12.6*	*-3.3*	*5.8*	*16.7*	*5.8*	*14.5*	*14.5*	*3.5*	*-17.8*	*-0.1*	*1.7*
첨단산업	*-44.9*	*23.6*	*48.7*	*-36.3*	*-53.5*	*-61.5*	*-28.3*	*-25.3*	*42.2*	*106.6*	*14.8*
New Energy	*66.4*	*97.0*	*-2.6*	*-1.9*	*44.3*	*97.1*	*143.6*	*136.9*	*146.3*	*93.8*	*52.0*
매출총이익률 (%)	14.8	14.4	14.3	14.0	14.4	15.5	15.1	15.2	15.8	13.2	13.5
화공	14.4	14.6	14.2	12.1	13.8	14.6	16.4	16.0	14.9	13.7	14.0
첨단산업	14.0	14.1	14.3	15.2	12.3	9.8	16.2	13.9	17.2	12.5	12.8
New Energy	17.8	14.2	14.5	18.9	21.8	25.9	9.7	14.8	15.5	13.2	13.5
판관비	542	613	675	137	133	132	140	156	139	151	168
판관비율 (%)	6.0	5.7	5.4	6.5	6.1	6.6	5.1	6.9	5.3	5.5	5.3
영업이익	792	931	1,115	157	181	177	277	188	273	210	259
영업이익률 (%)	8.8	8.7	8.9	7.5	8.3	8.8	10.1	8.3	10.5	7.7	8.2
(YoY %)	*-18.5*	*17.6*	*19.7*	*-24.9*	*-31.1*	*-13.4*	*-6.2*	*19.6*	*51.0*	*19.2*	*-6.5*
순이익	648	702	866	157	142	157	192	163	183	176	180
순이익률 (%)	7.2	6.5	6.9	7.5	6.5	7.9	7.0	7.2	7.0	6.4	5.7
(YoY %)	*1.5*	*8.2*	*23.4*	*-4.2*	*-31.0*	*-0.6*	*72.9*	*3.9*	*28.8*	*11.8*	*-6.2*

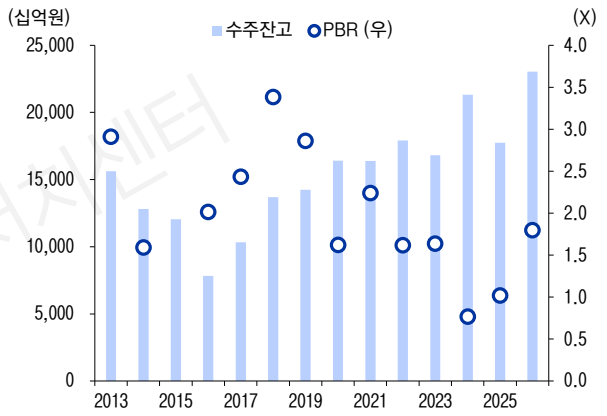
자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림75 **삼성 E&A 화공, 비화공 신규수주 추이 및 가이던스**



자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

그림76 **삼성 E&A 전체 수주잔고와 연도별 PBR 추이**



자료: 삼성E&A, FnGuide, LS증권 리서치센터

삼성 E&A (028050)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,942	7,659	8,158	8,858	9,884
현금 및 현금성자산	2,596	862	1,156	1,218	1,532
매출채권 및 기타채권	3,809	3,301	3,244	3,598	3,983
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,537	3,496	3,759	4,042	4,368
비유동자산	2,071	2,380	2,517	3,254	3,945
관계기업투자등	1,529	1,765	1,897	2,629	3,316
유형자산	443	507	512	517	521
무형자산	99	108	108	108	108
자산총계	10,013	10,040	10,676	12,111	13,829
유동부채	5,871	5,259	5,056	5,789	6,623
매입채무 및 기타재무	4,636	4,383	4,546	5,285	6,133
단기금융부채	104	0	21	29	31
기타유동부채	1,132	876	489	474	460
비유동부채	246	335	332	330	327
장기금융부채	18	25	25	25	26
기타비유동부채	229	310	307	304	301
부채총계	6,118	5,593	5,388	6,118	6,950
지배주주지분	4,232	4,741	5,638	6,390	7,334
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-67	-67	-67	-67
이익잉여금	3,187	3,675	4,222	4,928	5,813
비지배주주지분(연결)	-336	-295	-350	-397	-456
자본총계	3,896	4,446	5,288	5,993	6,878

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,967	9,029	10,763	12,507	14,539
매출원가	8,457	7,695	9,218	10,717	12,435
매출총이익	1,509	1,334	1,545	1,790	2,104
판매비 및 관리비	538	542	613	675	756
영업이익	972	792	931	1,115	1,348
(EBITDA)	1,041	874	1,015	1,199	1,432
금융손익	162	107	107	107	107
이자비용	14	2	0	1	2
관계기업등 투자손익	18	23	0	0	0
기타영업외손익	-248	-91	-126	-96	-91
세전계속사업이익	904	830	911	1,125	1,363
계속사업법인세비용	265	182	210	259	314
계속사업이익	639	648	702	866	1,050
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	639	648	702	866	1,050
지배주주	757	617	681	847	1,026
총포괄이익	598	698	688	854	1,041
매출총이익률 (%)	15.1	14.8	14.4	14.3	14.5
영업이익률 (%)	9.7	8.8	8.7	8.9	9.3
EBITDA 마진률 (%)	10.4	9.7	9.4	9.6	9.9
당기순이익률 (%)	6.4	7.2	6.5	6.9	7.2
ROA (%)	7.2	6.5	6.8	7.6	8.1
ROE (%)	16.6	14.5	13.5	14.4	15.3
ROIC (%)	61.3	18.5	18.6	18.8	20.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	1,636	254	583	513	791
당기순이익(손실)	639	648	702	866	1,050
비현금수익비용가감	267	123	55	55	56
유형자산감가상각비	43	47	49	49	49
무형자산상각비	26	35	35	35	35
기타현금수익비용	197	41	-29	-29	-29
영업활동 자산부채변동	730	-517	-174	-408	-314
매출채권 감소(증가)	-1,286	638	-58	354	385
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-155	48	-163	-739	-847
기타자산, 부채변동	2,171	-1,203	47	-24	148
투자활동 현금흐름	-50	-1,709	-134	-260	-276
유형자산처분(취득)	1	2	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-43	-53	-53	-53	-53
기타투자활동	-8	-1,657	-81	-207	-223
재무활동 현금흐름	-30	-264	-212	-250	-257
차입금의 증가(감소)	-10	-13	21	8	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	129	-155	-161	-165
기타재무활동	-19	-380	-78	-98	-94
현금의 증가	1,681	-1,734	294	62	314
기초현금	915	2,596	862	1,156	1,218
기말현금	2,596	862	1,156	1,218	1,532

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	4.3	7.6	14.2	11.4	9.4
P/B	0.8	1.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	0.7	4.4	8.4	7.1	5.7
P/CF	3.6	6.1	12.8	10.5	8.7
배당수익률 (%)	4.0	3.3	1.6	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	-6.2	-9.4	19.2	16.2	16.2
영업이익	-2.2	-18.5	17.6	19.7	20.9
세전이익	-3.1	-8.1	9.7	23.4	21.2
당기순이익	-8.2	1.5	8.2	23.4	21.2
EPS	0.4	-18.4	10.2	24.4	21.2
안정성 (%)					
부채비율	157.0	125.8	101.9	102.1	101.0
유동비율	135.3	145.6	161.4	153.0	149.2
순차입금/자기자본(x)	-64.0	-19.4	-21.3	-19.3	-21.0
영업이익/금융비용(x)	68.9	479.6	1,947.0	776.9	563.7
총차입금 (십억원)	104	0	30	60	90
순차입금 (십억원)	-2,492	-862	-1,126	-1,158	-1,442
주당지표 (원)					
EPS	3,862	3,150	3,473	4,320	5,235
BPS	21,591	24,187	28,765	32,602	37,417
CFPS	4,620	3,936	3,859	4,701	5,641
DPS	660	790	790	820	840

주: IFRS 연결 기준
자료: 삼성 E&A, LS 증권 리서치센터

지엔씨에너지 (119850)

2026. 9. 28 | 건설/원전

데이터센터 필수 인프라, 기대되는 미래

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

데이터센터 비상발전기 M/S 70%로 압도적 1위, 성장 가속화 기대

데이터센터는 전력 공급이 단 몇 초만 끊겨도 데이터 손실, 서비스 장애 등 데이터센터 입주사의 손실로 이어질 수 있기 때문에 이에 대응할 비상발전기가 필수적으로 필요하다. 따라서 국내 비상발전기 M/S 40%, 데이터센터향 비상발전기 M/S 70%의 독보적 1위 기업인 지엔씨에너지에 대해 주목할 필요가 있다. 통신 사업자의 데이터센터 사용 용량 확대와 더불어 국내 3대 메가프로젝트에 AI 데이터센터에 대한 공격적인 증설 목표가 발표되었기 때문이다.

지엔씨에너지의 비상발전기 수주에 따른 인도 시점과 환율 영향 등을 고려하면 올해 보다 내년에 본격적인 실적 성장세가 확인될 전망이다. 국내 AI 데이터센터 투자 증가, ASP의 우상향, 지엔씨에너지의 Capa (750MW 수준)를 고려하면 2029년 수주잔고는 1조원을 넘을 수 있겠다.

지엔씨에너지는 커민스, 두산커머셜엔진, 캐터필러 등으로부터 엔진을 구매한다. 글로벌 AI발 전력 수요 증가는 다양한 발전원의 투자로 이어지면서 디젤, 가스 엔진의 수요가 늘어났으며, 이에 따라 엔진 제작사들의 판가 상승이 이어지고 있는 추세다. 따라서 지엔씨에너지의 데이터센터향 비상발전기의 ASP 역시 엔진 가격, 외주비 상승 추세 등으로 점진적 우상향 가능성이 높아 보인다.

지엔씨에너지의 비상발전기 생산 Capa는 당진 공장 증설분을 고려해 약 700~800MW 수준으로 파악되며, 이를 통상적인 판가 7억원을 적용 시 수주 Capa는 5천억원 내외로 산출된다. 물론 수주 용량은 Cap이 정해져 있는 값이지만, 비상발전기 ASP의 추세적 상승을 고려한다면 실질적인 수주 Capa는 6천억원 이상으로 봐도 무방하겠다. 특히 최근 미국 비상발전기 기업인 Generac이 아마존과 대규모 데이터센터용 발전기 공급 계약을 체결하며 AI 인프라 종목으로 재부각된 만큼, 국내 시장 확대와 압도적인 M/S, 수주의 단계적 성장성을 고려했을때 지엔씨에너지에 대해서 장기적인 관심을 이어갈만한 시점으로 판단한다.

Not Rated

목표주가	-
현재주가	56,100 원
상승여력	-

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(9/23)		844.48 pt
시가총액		9,228 억원
발행주식수		16,449 천주
52 주 최고가 / 최저가		56,100 / 18,350 원
90 일 일평균거래대금		361.04 억원
외국인 지분율		7.6%
배당수익률(25.12)		0.5%
BPS(25.12)		13,304 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	11.0%
	6 개월	94.8%
	12 개월	82.7%
주주구성	안병철 (외 7 인)	33.6%
	KB 자산운용 (외 1 인)	7.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	122	7	7	4	228	507.1	9	21.1	6.0	0.9	4.2
2022	149	6	3	26	1,580	592.1	9	2.3	7.5	0.5	25.0
2023	166	11	14	12	712	-55.0	13	6.0	3.4	0.6	10.0
2024	226	32	48	39	2,363	232.0	36	3.5	3.1	0.9	27.8
2025	263	49	55	40	2,433	3.0	55	12.7	8.3	2.3	21.2

자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표23 **지엔씨에너지 비상발전기 부문 장기 실적 가정**

(단위: 십억원)	2023	2024	2025	1Q26	2Q26	1H26	7~8 월	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
신규수주	225	191	339	38	67	104	207	383	444	531	584	643
수주잔고	246	259	400	397	415	415	622	578	759	961	1,119	1,266
매출액	140	178	198	41	49	89	-	205	262	329	426	497

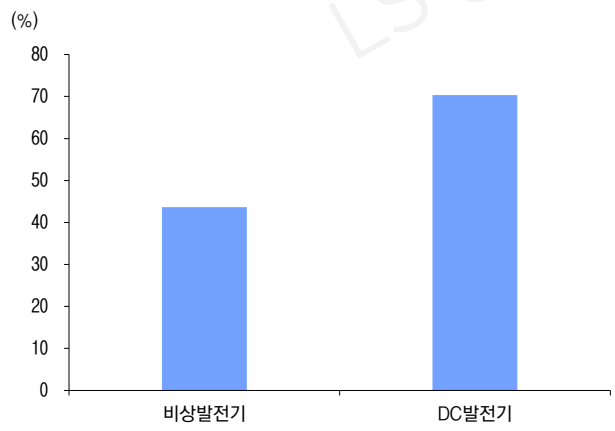
자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터

표24 **지엔씨에너지 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	226	263	274	334	405	66	61	69	66	55	66
I. 비상발전기	178	198	205	262	329	49	45	56	49	41	49
(YoY %)	*27.2*	*11.2*	*3.7*	*27.6*	*25.7*	*36.8*	*58.1*	*-3.0*	*-14.0*	*-16.4*	*7.7*
데이터센터	120	151	164	213	268	40	34	47	31	28	39
일반건축물	48	38	31	39	49	7	9	7	15	12	6
플랜트 등 기타	11	8	10	10	11	1	2	1	3	1	4
발전기 중 DC 비중 (%)	*67.1*	*76.4*	*79.9*	*81.2*	*81.5*	*81.8*	*74.5*	*84.7*	*63.4*	*69.2*	*79.9*
II. 발전사업 (전력판매) 등	48	65	69	72	76	18	16	14	17	15	18
매출총이익률 (%)	19.2	25.3	26.0	26.2	28.7	28.4	26.8	24.1	22.1	19.2	23.5
비상발전기	15.7	20.9	21.1	22.3	25.7	25.9	23.9	19.7	14.5	10.9	14.9
발전사업 등	32.1	38.8	40.7	40.7	41.7	35.1	34.9	41.8	43.5	42.0	46.9
판관비	12	17	21	21	22	4	4	4	5	6	5
판관비율 (%)	5.2	6.5	7.7	6.4	5.4	5.7	6.7	5.8	7.8	11.2	8.2
영업이익	32	49	50	66	94	15	12	13	9	4	10
(YoY %)	*187.6*	*55.7*	*1.8*	*31.7*	*42.2*	*529.8*	*311.0*	*-3.5*	*-28.3*	*-70.6*	*-16.8*
비상발전기	19	31	20	45	64	10	8	8	5	2	5
발전사업 등	12	18	30	21	30	5	4	5	5	2	5
영업이익률 (%)	14.0	18.8	18.3	19.8	23.2	22.6	20.1	18.4	14.3	7.9	15.3
비상발전기	10.9	15.8	9.8	17.3	19.6	21.0	18.4	14.5	9.6	5.1	11.1
발전사업 등	25.4	28.0	43.7	29.0	39.2	27.8	24.7	33.8	27.4	15.7	26.7
순이익	39	40	55	61	81	13	10	12	5	12	14
(YoY %)	*232.0*	*3.0*	*38.7*	*9.8*	*33.7*	*288.3*	*-42.4*	*-7.4*	*-7.8*	*-5.8*	*44.8*
순이익률 (%)	17.2	15.2	20.3	18.2	20.1	19.7	16.0	17.0	8.2	22.2	21.2

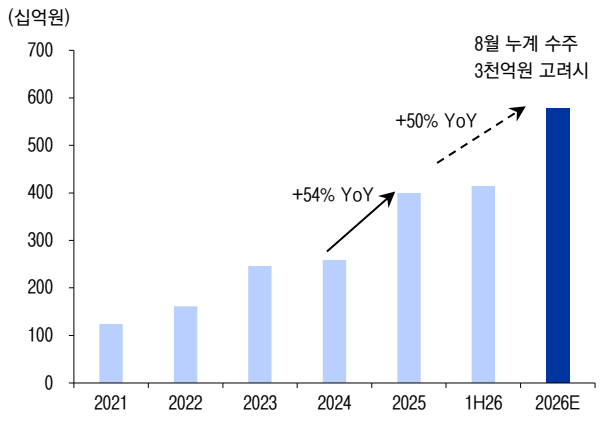
자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터 / 마진율은 공통비와 내부거래 차감을 고려하지 않은 단순 사업부 마진임

그림77 **지엔씨에너지 비상발전기 M/S**



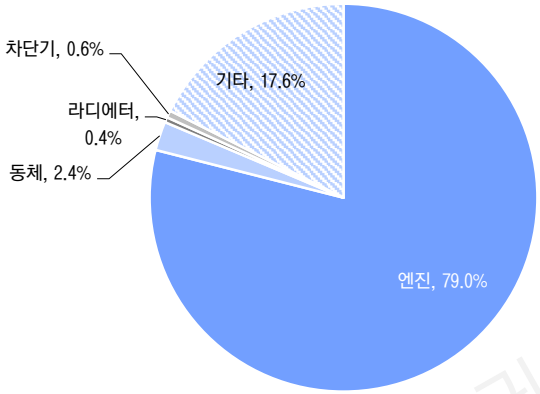
자료: 각 사, 통계청, LS증권 리서치센터 / 주: 2024년 기준

그림78 **지엔씨에너지 비상발전기 수주잔고 추이**



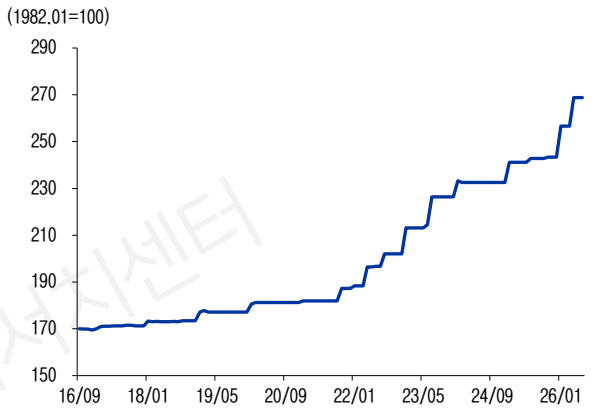
자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터

그림79 지엔씨에너지 비상발전기 원재료 비중



자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터

그림80 미국 산업용 디젤엔진 생산자물가지수 추이



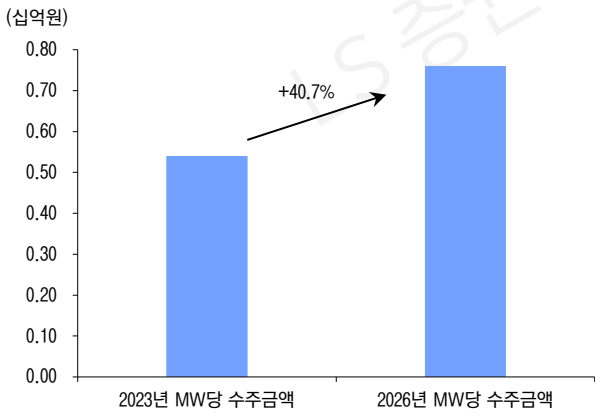
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: 자동차용 제외

표25 지엔씨에너지 2025년 이후 비상발전기 수주 내역 및 MW 당 수주금액 비교

(단위: 십억원) 수주시점	인도시점	발주처	비고	수주금액	수전용량 (MW)	MW 당 수주금액	120%* (MW)	MW 당 수주금액
26/08	29/03	KINX	시흥정왕동 데이터센터	32.8				
26/07	27/12	KT	SGC AI Infra 군산 데이터센터	75.5	60	1.26	72	1.05
26/07	28/10	삼성물산	국가 AI 컴퓨팅센터	36.0	40	0.90	48	0.75
26/07	28/03	삼성물산	용인덕성 AI 데이터센터	33.2	80	0.41	96	0.35
26/07	29/05	삼성 SDS	구미 AI 데이터센터	29.7	60	0.50	72	0.41
26/06	28/03	LG 유플러스	파주센터 2 단계	38.2	50	0.76	60	0.64
25/11	27/10	KT 클라우드	부천 피치 데이터센터	20.4	32	0.64	38	0.53
25/09	27/03	VISTA C&I	필리핀 비상발전기	13.4				
25/08	29/03	자이 C&A	네이버 각세종 2,3 차	62.7	90	0.70	108	0.58
25/08	27/10	DL 이앤씨	김포데이터센터	18.0				
25/08	27/10	SK	울산 AI DC	42.2	41	1.03	49	0.86
25/04	27/05	콤텍시스템	안산글로벌 클라우드센터	26.5	40	0.66	48	0.55
					평균	0.76	평균	0.63

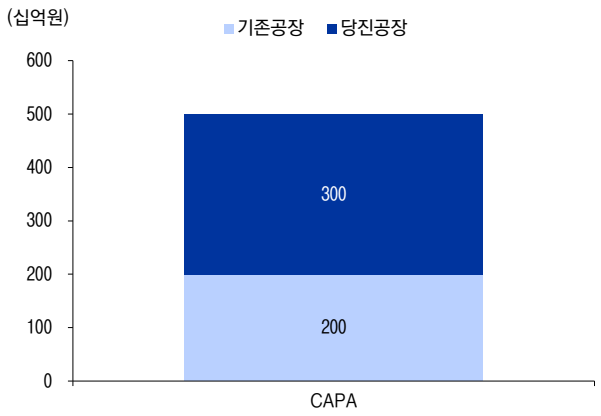
자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터 / 주: *DC가 수전 용량의 120%를 필요 비상발전용량으로 산정해 발주했다고 가정했을 경우

그림81 지엔씨에너지 비상발전기 MW 당 수주금액 비교



자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터 / 주: 500억원 이상 수주한 프로젝트 평균

그림82 지엔씨에너지 비상발전기 Capa



자료: 지엔씨에너지, LS증권 리서치센터
주: 용량기준 750MW, MW당 7억원 기준으로 제시된 Capa

지엔씨에너지 (119850)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	110	103	109	158	259
현금 및 현금성자산	40	11	31	47	78
매출채권 및 기타채권	22	34	23	38	43
재고자산	11	20	16	15	31
기타유동자산	37	38	40	59	107
비유동자산	56	68	78	107	112
관계기업투자등	15	29	41	42	50
유형자산	37	38	36	65	62
무형자산	4	0	0	0	0
자산총계	165	171	187	265	371
유동부채	50	53	64	95	130
매입채무 및 기타재무	16	20	22	29	33
단기금융부채	17	18	6	22	19
기타유동부채	16	16	36	44	78
비유동부채	0	0	0	9	19
장기금융부채	0	0	0	1	1
기타비유동부채	0	0	0	8	18
부채총계	50	54	64	104	149
지배주주지분	94	114	121	159	219
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	26	18	19	19	34
이익잉여금	62	90	100	137	181
비지배주주지분(연결)	21	3	2	3	3
자본총계	115	117	123	161	221

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	122	149	166	226	263
매출원가	108	135	144	183	196
매출총이익	14	14	22	43	66
판매비 및 관리비	7	8	11	12	17
영업이익	7	6	11	32	49
(EBITDA)	9	9	13	36	55
금융손익	1	-3	2	-2	7
이자비용	0	1	1	2	1
관계기업등 투자손익	1	0	1	5	0
기타영업외손익	-2	0	0	14	-2
세전계속사업이익	7	3	14	48	55
계속사업법인세비용	2	1	2	10	15
계속사업이익	5	3	12	39	40
중단사업이익	-1	23	0	0	0
당기순이익	4	26	12	39	40
지배주주	4	27	11	38	40
총포괄이익	4	26	11	39	35
매출총이익률 (%)	11.6	9.5	13.5	19.2	25.3
영업이익률 (%)	5.6	4.1	6.6	14.0	18.8
EBITDA 마진률 (%)	7.7	5.8	8.1	15.8	21.0
당기순이익률 (%)	3.1	17.5	7.0	17.2	15.2
ROA (%)	2.4	15.5	6.5	17.2	12.6
ROE (%)	4.2	25.0	10.0	27.8	21.2
ROIC (%)	5.7	5.4	10.8	19.1	23.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	14	-31	58	13	41
당기순이익(손실)	4	26	12	39	40
비현금수익비용가감	5	-22	-5	-18	6
유형자산감가상각비	2	2	2	4	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	2	-25	-7	-22	0
영업활동 자산부채변동	5	-34	51	-8	-5
매출채권 감소(증가)	-3	-13	9	-2	-7
재고자산 감소(증가)	-1	-9	4	3	-17
매입채무 증가(감소)	1	7	0	6	2
기타자산, 부채변동	8	-19	38	-15	17
투자활동 현금흐름	-10	20	-21	-3	-54
유형자산처분(취득)	1	0	1	0	3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-3	-7	-2	-2	-4
기타투자활동	-8	27	-20	-2	-53
재무활동 현금흐름	7	-2	-19	6	47
차입금의 증가(감소)	45	82	50	84	71
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-37	-83	-69	-77	-23
현금의 증가	11	-29	19	16	31
기초현금	29	40	11	31	47
기말현금	40	11	31	47	78

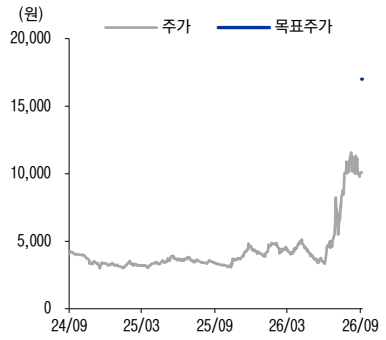
주요 투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025
투자지표 (x)					
P/E	21.1	2.3	6.0	3.5	12.7
P/B	0.9	0.5	0.6	0.9	2.3
EV/EBITDA	6.0	7.5	3.4	3.1	8.3
P/CF	9.1	16.2	10.1	6.5	11.0
배당수익률 (%)	1.0	1.4	1.6	1.2	0.5
성장성 (%)					
매출액	-23.9	21.3	12.0	36.0	16.0
영업이익	1.2	-11.8	80.9	187.6	55.7
세전이익	431.9	-46.4	298.0	248.9	13.2
당기순이익	512.8	592.1	-55.0	232.0	3.0
EPS	507.1	592.1	-55.0	232.0	3.0
안정성 (%)					
부채비율	43.4	45.9	52.3	64.3	67.4
유동비율	220.7	192.9	171.0	167.5	198.6
순차입금/자기자본(x)	-19.3	5.3	-20.2	-15.6	-22.3
영업이익/금융비용(x)	24.4	7.4	17.6	20.8	70.6
총차입금 (십억원)	18	18	6	22	29
순차입금 (십억원)	-22	6	-25	-25	-49
주당지표 (원)					
EPS	228	1,580	712	2,363	2,433
BPS	5,709	6,944	7,332	9,659	13,304
CFPS	532	221	420	1,263	2,808
DPS	50	50	70	100	150

주: IFRS 연결 기준
자료: 지엔씨에너지, LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

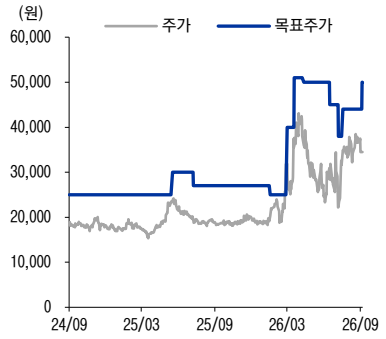
자이에스앤디 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2026.09.28	신규	김세련							100		
2026.09.28	Buy	17,000									

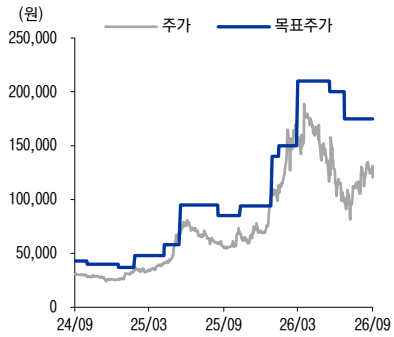
GS 건설 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.22	신규	김세련							100		
2024.09.30	Buy	25,000	-6.0		-27.4						
2025.06.09	Buy	30,000	-19.5		-28.6						
2025.07.31	Buy	27,000	-23.7		-29.7						
2026.02.09	Buy	25,000	27.2		-10.7						
2026.03.23	Buy	40,000	-6.5		-28.2						
2026.04.10	Buy	51,000	-15.5		-21.7						
2026.05.04	Buy	50,000	-21.3		-40.5						
2026.07.08	Buy	45,000	-23.6		-37.0						
2026.07.30	Buy	38,000	-14.2		-27.0						
2026.08.10	Buy	44,000	-12.5		-19.0						
2026.09.28	Buy	50,000									

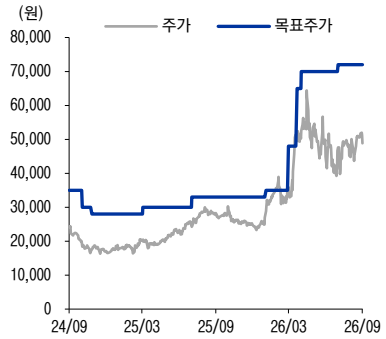
현대건설 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.22	신규	김세련							100		
2024.10.04	Buy	43,000	-29.3		-30.3						
2024.10.23	Buy	40,000	-26.3		-31.9						
2025.01.08	Buy	37,000	-6.5		-20.7						
2025.02.17	Buy	48,000	-14.3		-25.0						
2025.04.30	Buy	58,000	18.6		-11.0						
2025.06.09	Buy	95,000	-14.6		-27.3						
2025.09.09	Buy	85,000	-13.5		-29.8						
2025.11.03	Buy	94,000	11.0		-24.7						
2026.01.19	Buy	140,000	-19.3		-23.8						
2026.02.05	Buy	150,000	13.4		-5.6						
2026.03.23	Buy	210,000	-10.1		-25.1						
2026.06.10	Buy	200,000	-21.3		-40.6						
2026.07.16	Buy	175,000									

삼성 E&A 목표주가 추이

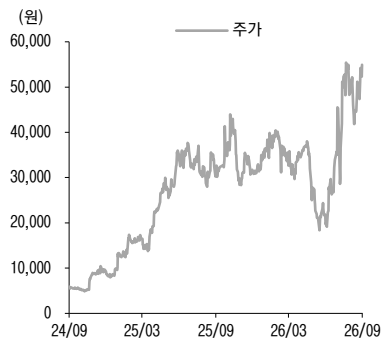


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.22	신규	김세련									
2024.09.30	Buy	35,000	-36.0		-39.2						
2024.10.25	Buy	30,000	-37.1		-40.2						
2024.11.18	Buy	28,000	-26.4		-35.7						
2025.03.25	Buy	30,000	-14.0		-28.3						
2025.07.25	Buy	33,000	-8.2		-19.3						
2026.01.26	Buy	35,000	11.3		-5.4						
2026.03.23	Buy	48,000	6.9		-16.9						
2026.04.13	Buy	65,000	-19.4		-22.1						
2026.04.24	Buy	70,000	-8.0		-29.7						
2026.07.24	Buy	72,000									

LS증권 리서치센터

지엔씨에너지 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2026.09.28	변경	김세련									
2026.09.28	NR	NR									

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	9.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)