

Issue Comment

2025. 8. 20

원전

Another V

● 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Westinghouse 관련 논쟁. 현재로서는 꼬끼리 다리 만지기에 불과

APR1400 수출을 둘러싼 Westinghouse-한수원 간 합의가 주가 급락 요인으로 작용 중. 지적받고 있는 사항은 1)로열티 지급(1기 당 약 2,500억원) 및 일감 나눠주기(1기 당 약 9,000억원), 2)수출 지역 제한(유럽 및 북미 수출 금지). 3)향후 SMR 수출 시 기술 검토 등. 북미 수출 제한은 APR1400의 미국 시장 진입에 걸림돌이 될 수 있는 새로운 내용. 이외의 내용은 당사의 추정치 및 과거 UAE 원전 사업 사례와 크게 다른 부분은 없는 것으로 판단

원전 사업은 국가 주도 사업으로서 민간에 공개된 정보 제한적. 그렇기 때문에 일부 정보가 공개되었을 때 이를 기반으로 전체를 판단하기 쉬움. 그러나 본질을 이해하기 위해서는 종합적인 접근이 필요. 예를 들어, 수출 제한 지역 합의에도 불구하고 미국 정부의 주도 하에 Westinghouse와 JV 등 다양한 사업 형태로 미국 시장 진입 가능성이 있음. 8월 25일(현지시간) 한미 정상회담과 10월 말 경주 APEC 등을 주목하는 이유. 또한, 로열티 역시 글로벌 원전 시장의 타이트한 수급을 종합적으로 고려한다면 고객사에 전가가 가능

밸류체인 점검: 시공, 기자재 벤더는 영향이 제한적, 한전은 하방이 제한적

1)두산에너지빌리티: 한수원과 Westinghouse를 모두 고객사로 두고 있으며, 2026년 불가리아, 폴란드 원전에서 Westinghouse향 수주 기대. SMR 주요 고객사는 Nuscale, X-energy 등으로 이번 합의와 큰 상관 없음. 4Q25 체코 원전, SMR, 가스터빈 수주 기대. 체코 원전 수주 규모는 가이던스(3.8조원)를 크게 상회하며 Westinghouse와의 일감 분담 논란을 불식할 전망

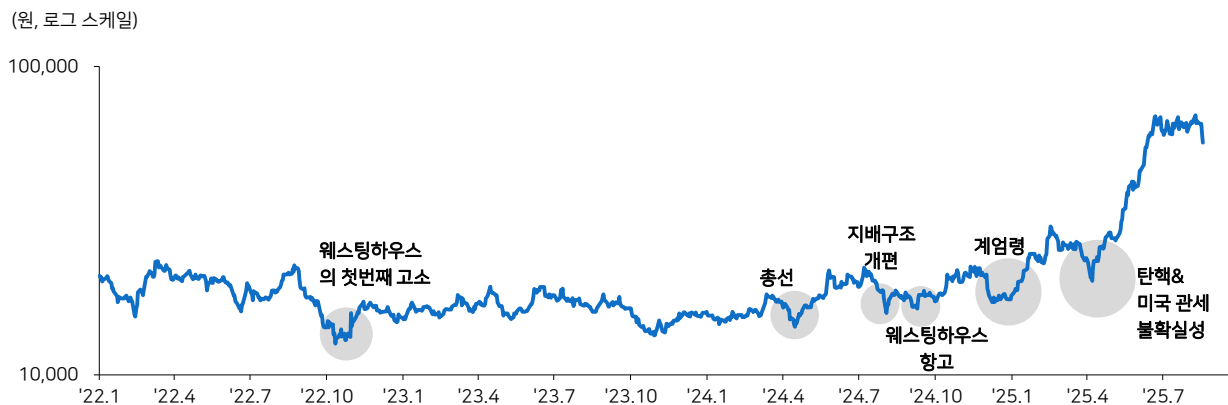
2)현대건설: 최근 투자포인트는 한수원향 사업보다는 Westinghouse와의 유럽, 북미 파트너십. 2025년 말 불가리아 원전 EPC 계약 순조로이 추진 중

3)한국전력: 미국 원전 시장 진출에 불확실성 발생. 그러나 5% 내외의 배당수익률이 하방 제한. 본업은 요금 인상 당위성 강화 + 유가 하락이 긍정적. 본업만으로 상승 모멘텀 있으며, 정상회담 결과에 따라 상승 폭 확대 예상

단기 트리거가 풍부한 만큼 V자 반등 기대

원전 사업에서는 정치적 불확실성과 소송 등 비영업적 리스크가 단기적 급락으로 이어진 경우가 종종 있음. 그러나 돌아보면 1일~1주일 내에 저점이 형성된 사례가 다수. 이번에도 단기 V자 반등을 기대하며, 트리거로 한미정상회담, 4Q25 두산에너지빌리티의 수주, 10월 말 경주 APEC 등을 주목

그림1 두산에너지빌리티 주가 추이: 과거 비영업적 리스크는 단기 반등으로 이어진 사례가 많았음



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 두산에너지빌리티 하락 구간별 수익률 추이

	2024년 4월 10일 총선		2024년 7월 11일 지배구조 개편		2024년 8월 23일 웨스팅하우스 항고		2024년 12월 4일 계엄		2025년 4월 4일 탄핵	
	절대수익률	상대수익률	절대수익률	상대수익률	절대수익률	상대수익률	절대수익률	상대수익률	절대수익률	상대수익률
1일	-7.0%	-7.0%	-4.3%	-3.2%	-3.2%	-3.1%	-1.6%	-0.7%	-10.4%	-4.8%
1주일	-11.9%	-7.4%	-3.9%	-1.6%	0.5%	1.5%	-9.3%	-8.4%	1.5%	2.8%
1개월	6.6%	5.8%	-16.1%	-6.6%	1.1%	4.7%	-4.2%	-3.3%	18.4%	14.0%
6개월	12.4%	15.9%	-13.1%	0.7%	65.7%	66.9%	115.5%	106.0%		

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.