2027
Outlook

09

유틸리티/건설

The Payer's Market

Analyst 문경원 kyeongwon.moon@meritz.co.kr
RA 이동석 dongseok.lee@meritz.co.kr

이 보고서는 요약본입니다

Contents

Summary	**5**
Part 1. 에너지: 정부 재원 믿고가는 원전	**7**
Part 2. 건설: 조용히 개선되는 주택	**39**
기업분석	
두산에너빌리티 (034020)	64
SK가스 (018670)	68
한국전력 (015760)	72
삼성E&A (028050)	77
GS건설 (006360)	82



유틸리티 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
두산에너빌리티 (034020)	Buy	109,000원
SK가스 (018670)	Buy	370,000원

건설 Neutral

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성E&A (028050)	Buy	83,000원
GS건설 (006360)	Buy	41,000원

Summary

The Payer's Market

Overweight/Neutral

1 에너지: 정부 재원 믿고 가는 원전

- Top Pick: 두산에너빌리티, SK가스
- 지금 투자 심리 최악인 원전에 대한 비중 늘릴 때. 1) 자금 조달 리스크 측면에서, 정부 재원으로 진행되는 대형 원전 만큼 믿을 수 있는 것은 없음. 2) 중간 선거 이후 인허가 측면에서, 대형 원전은 양 당이 모두 호의적인 몇 안되는 주제
- **두산에너빌리티 대형 원전 LLI 발주, 가스터빈, SMR 모두가 연말~연초에 기대.** 수주 확인 이후 주가 반등 예상
- **연료전지는 'AI DC 전력 공급' & '주민 수용성' 모두를 만족할 수 있는 최적 전원.** 2027년 관련 밸류체인 실적 급성장 예상
- 풍력은 당장의 '블루웨이브' 수혜는 기대하기 어려우나, 별개로 시장 성장은 지속. 특히 국내 해상풍력은 가속화 중
- 한국전력 2026년 하반기 원가 상승 폭 생각보다 제한적이었으나, 2027년 상반기 재차 상승. 2027년 의미있는 증익 어려움
- **연말 앞두고 배당주 쇼핑할 때.** SK가스, 포스코인터내셔널은 1) 천연가스 가격 상승 & 양적 성장이 가능하며, 2) 배당으로 안정적인 하방을 확보. 특히 유럽 천연가스 재고 상황 등을 감안 시 겨울철 천연가스 가격 Upside Risk 열려있음

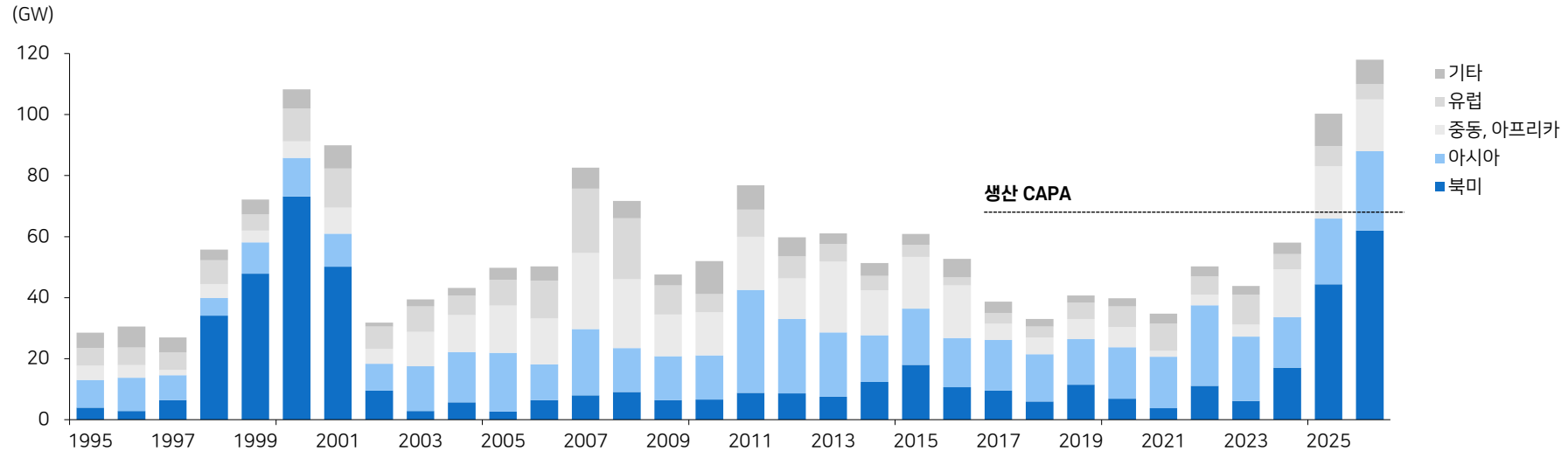
2 건설: 조용히 개선되는 주택

- Top Pick: 삼성E&A, GS건설
- 2026년 수도권 중심의 매매가 상승 → 2027년 분양 물량 반등으로 이어지는 흐름 관찰
- **주택 분양가는 왜 이렇게 오를까? 2026년 가파른 도급액 상승을 확인. 지금부터의 주택 사업은 고마진 사업**일 것
- 4Q26까지 국내, 해외에서의 비용 불확실성은 여전. 확인 후 2027년 계단식 실적 개선에 기반한 주택 관련주 매수 유효
- **아시아로의 데이터센터 건설 확산, 2027년에 가속화**. 시행사(SGC에너지 등) & 시공사의 수주, 실적 개선이 기대되는 때
- **삼성E&A는 단기적으로 가장 안정적인 Pick.** 1) 수주잔고 급성장 및 마진 개선에 기반한 추정치 상향 가능성, 2) 주주환원책 강화, 3) 수급 기대(MSCI) 감안했을 때 연초까지 이전 고점 PER(13배)를 갱신 가능성
- 반복되는 어닝 서프라이즈는 수행 혁신과 AI 활용에 기인. AI를 통해 설계 및 시공 비용 15~25% 절감한 사례 다수

가스 터빈, 역대급 호황이 이어지는 중

- 두산에너빌리티의 가스 터빈 추가 수주 가능성 주목. 2025, 2026년 글로벌 가스터빈 OEM들의 생산 CAPA를 초과하는 수주로 인해 현재 2030년까지의 생산 슬랏이 대부분 차 있는 상황. 후발 주자인 두산에너빌리티에 기회가 가는 구조
- 미국 빅테크(xAI 추정)향 수주가 2026년 초 집중된 이래, 추가적인 하이퍼스케일러향 수주 역시 임박한 것으로 추정

글로벌 가스터빈 주문 추이

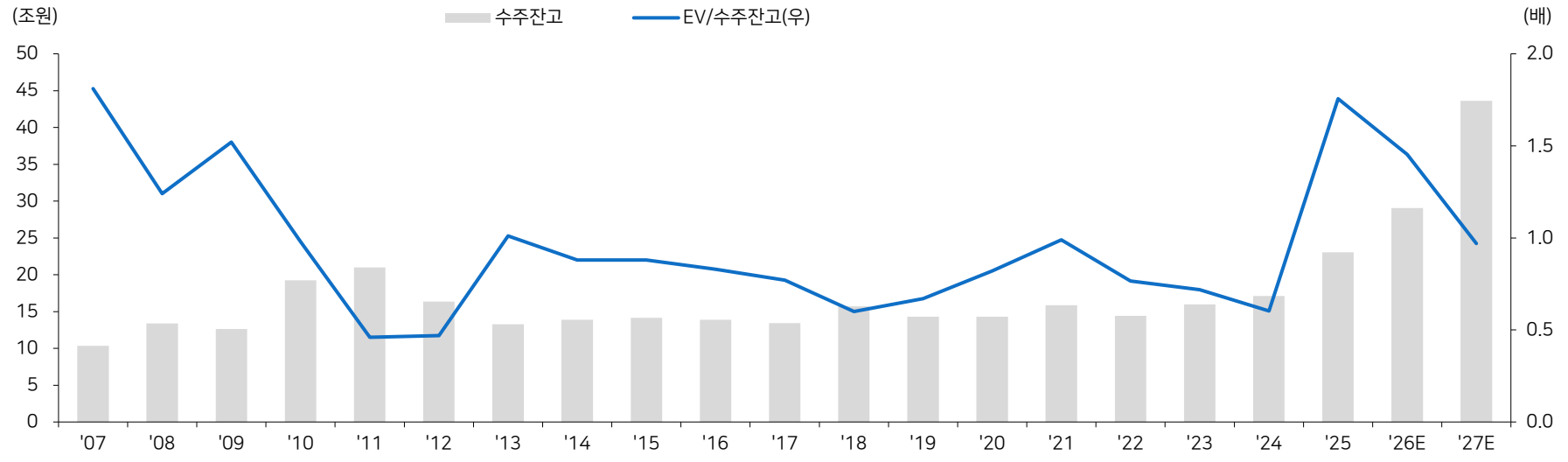


주: 2026년 수치는 상반기까지의 실적을 바탕으로 메리츠증권이 추정
자료: McCoy, 메리츠증권 리서치센터

두산에너빌리티 EV/수주잔고 1.0배는 믿을만한 저점

- 두산에너빌리티의 역사적인 EV/수주잔고는 1) 재무 위기 시 1.0배 이하, 2) 고성장 구간(차화정, AI 초기 붐) 시 1.5~2.0배를 적용
- 2026E EV/수주잔고는 1.5배, 2027E EV/수주잔고는 1.0배 미만 → 재무 위기가 아니라는 점 감안 시, 2027년을 본다면 지금이 살 때
- 특히나 과거와 달리 수주잔고의 질(기대 마진)이 높다는 점에 주목. EPC 기반이 아닌 기자재 중심의 사업 포트폴리오 전환으로 수주잔고에서 기대할 수 있는 영업이익률이 5~10%에서 15~20%까지 상승
- 2027E 신규 수주(당사 전망치 26조원, 약 2배 성장)를 얼마나 믿을지의 문제. 연말~연초 방향성을 확인할 수 있다는 점이 투자 포인트

두산에너빌리티 수주잔고 및 EV/수주잔고 추이

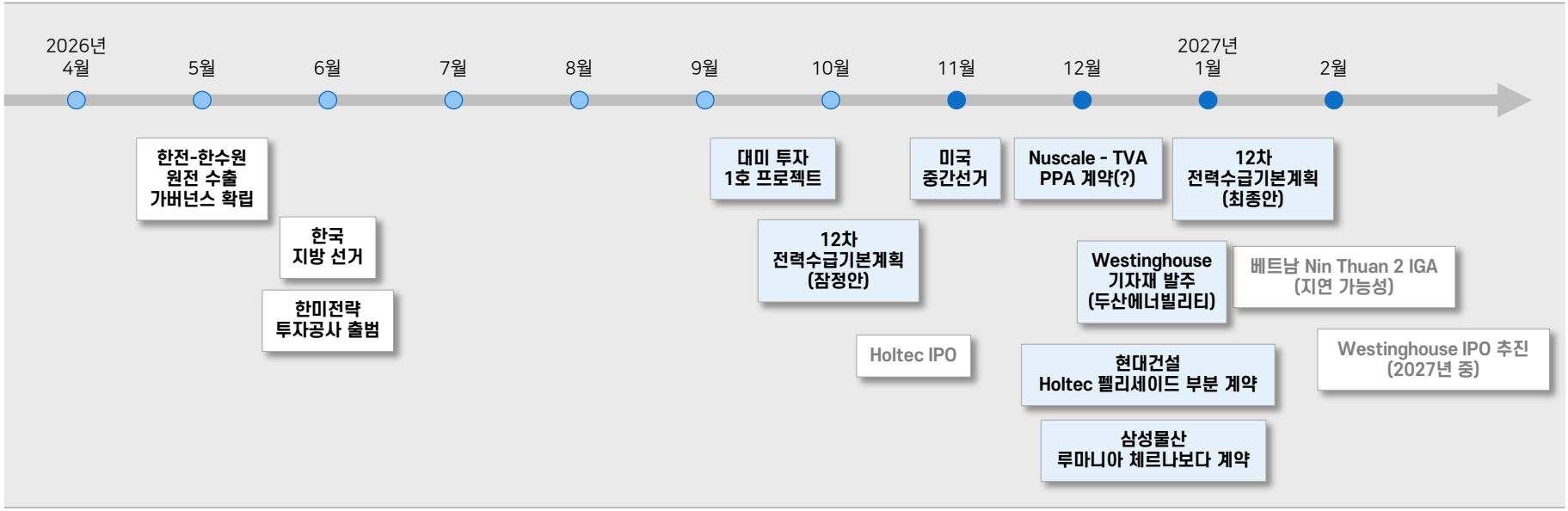


자료: 메리츠증권 리서치센터

단기 원전 이벤트 점검

- 원전 섹터는 연말~연초가 중요 분기점. Westinghouse 혹은 Nuscale, 가스터빈 등 두산에너빌리티의 주요 수주 파이프라인이 집중되는 시점이며, 12차 전기본 역시 연말 경 윤곽을 드러낼 전망
- 2027년 상반기에는 베트남 원전 사업자 선정을 기대.
  Westinghouse IPO 역시 시기는 불확실하지만 2027년 연중 추진될 전망

원전 산업 주요 예상 이벤트 정리

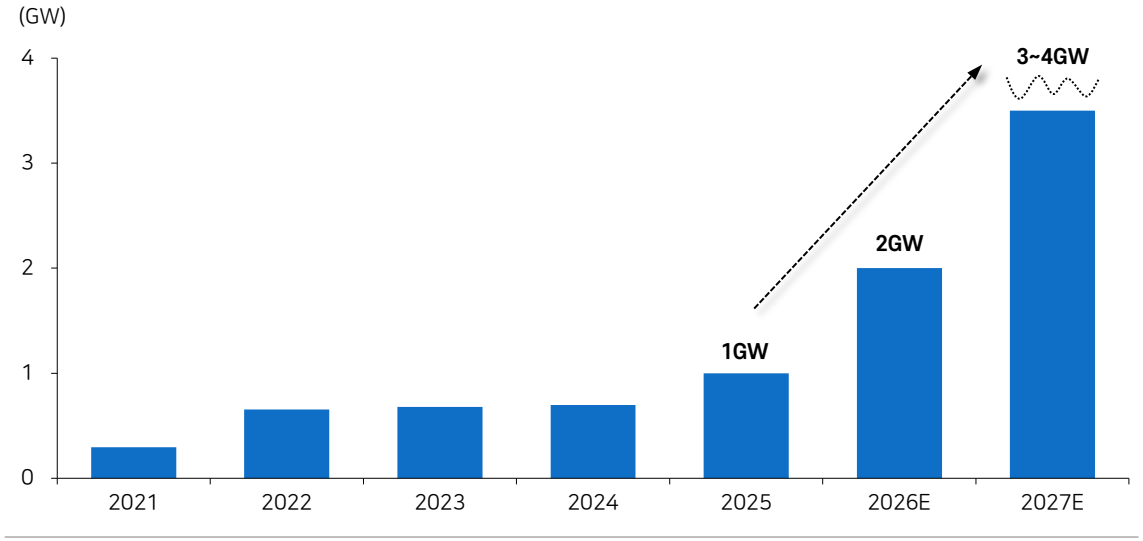


자료: 메리츠증권 리서치센터

Bloom Energy의 약진 – 연료전지의 주목받는 위치

- 연료전지는 과거 가스터빈 가격 대비 경제성이 떨어졌으나, 최근 가스터빈 가격 상승으로 경제성이 확보되는 중.
- 무엇보다 빠른 리드타임(6개월 이내)에 따른 'Time-to-Power'가 최대 장점
- 2027년 이후 Kyber 랙이 본격 공급되기 시작한다면 경제성은 더욱 개선(5~10%의 변환 손실이 없어짐)
- 가스터빈이 없어서 쓰는 대체재가 아니라, DC에 한해서 만큼은 가스터빈보다 우월한 옵션이 될 수 있음

Bloom Energy 증설 계획



자료: Bloom Energy, 메리츠증권 리서치센터

가스터빈 vs 연료전지

	투자비 (달러/kw)	연료 효율 (MMBtu/MWh)	리드타임 (개월)
천연가스 내연기관	2,383	9,757	12
천연가스 복합화력발전	2,400	7,549	48
천연가스 가스터빈	>2,400	11,010	48
SOFC 연료전지	3,429	7,127	9

자료: 메리츠증권 리서치센터

AI DC의 핵심으로 자리 잡는 '주민 수용성' – 해답은 연료전지

- 데이터센터 전력 소비는 가정용을 포함한 미국 전기 요금을 끌어올리는 요소. 특히 이는 저소득층에 치명적.
  이에 따라 지자체들은 인허가에 더욱 보수적인 스탠스로 전환

  1) 2026년 6월 뉴욕 주는 50MW 초과 대형 데이터센터 대상 무기한 인허가 금지. 주 단위 전면 모라토리엄은 처음
  2) 버지니아 전력소비세: 세계 최대 DC 집적지가 전력 사용량에 직접 과세 시작. 2026년 7월 1일부터 DC는 kWh당 월 1.1센트 납부
  3) 텍사스: 8월 3일 Abbott 주지사가 신규 DC에 대한 계통 접속 승인 절차 중단을 지시(법적 제한은 아님)

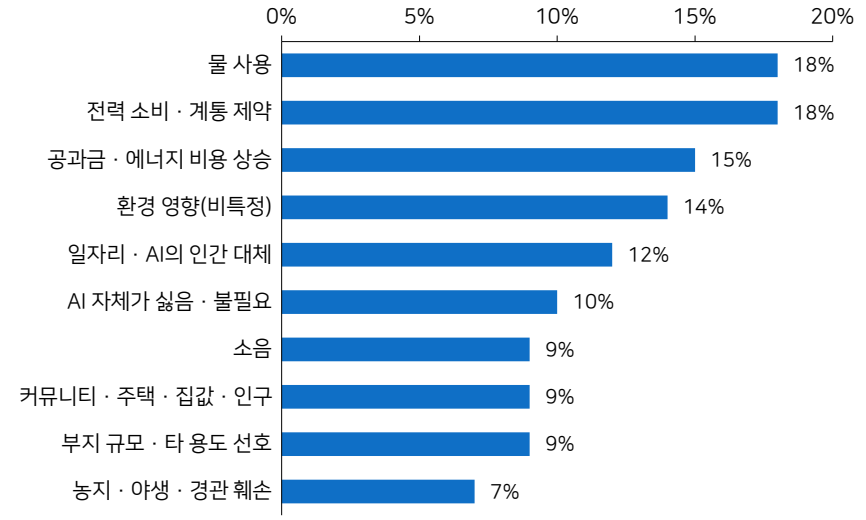
- SOFC 연료전지는 On-site 발전에 최적. 데이터센터가 Grid에 주는 영향을 최소화. 물 사용량의 거의 없으며 지하에 설치 가능

AI 데이터센터를 반대하는 시위



자료: Disconnect, 메리츠증권 리서치센터

왜 미국인들은 AI데이터센터를 반대하는가?

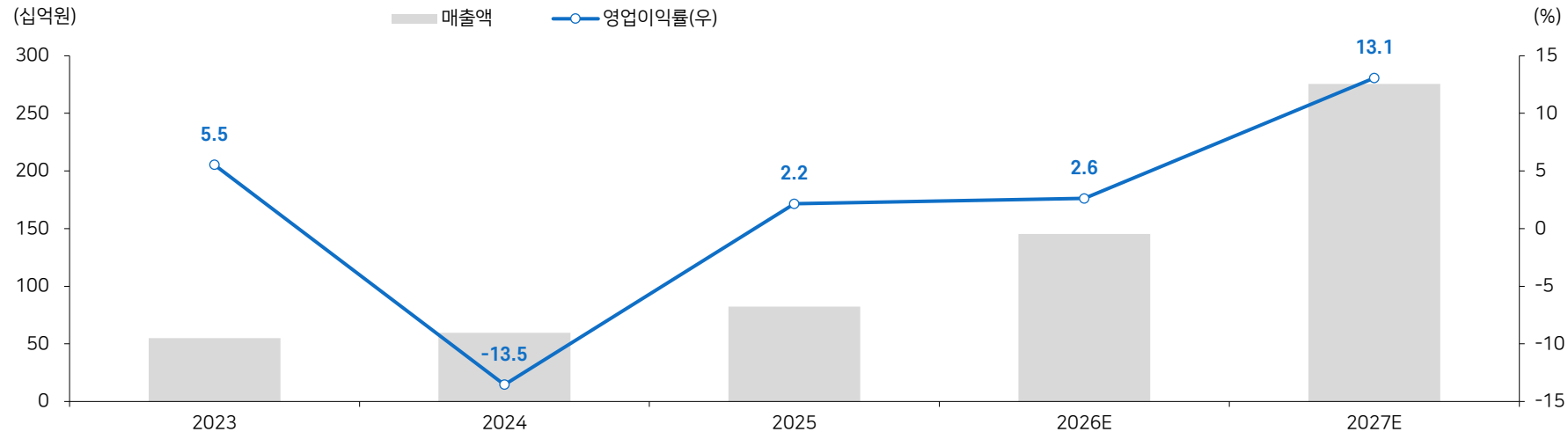


자료: 2026년 4월 1~15일 Gallup 패널 웹조사(성인 2,054명), 메리츠증권 리서치센터

비나텍, Bloom Energy 향 수주 물량 급증 전망

- 비나텍은 수퍼커패시터 생산. AI DC용 SOFC 연료전지 시스템에 필수적인 요소. 2027년까지 Bloom Energy 내 솔벤더 지위 유지 예상. 흥옌 신공장 가동을 통해. 2027년부터 컨센서스를 급격히 상회하는 매출 성장이 가능할 전망. 실적의 본격적인 턴어라운드는 4Q26. 3Q26에는 화재 영향으로 QoQ 매출 감소 예상
- Bloom Energy의 생산량 증가 + 시스템 수주가 주요 성장 포인트. 시스템은 인클로져, 제어장치, PCB 등이 추가된 제품이며 마진은 낮으나 MW 당 단가는 셀 납품 보다 수 배 높음. 동사는 7월 첫 시스템 수주를 시작하며 점유율을 넓히는 단계
- 가장 주목할 부분은 신사업. 데이터센터 서버 랙 내에 들어가는 수퍼커패시터(CBU) 셀 납품이 생각보다 빠르게 이뤄질 가능성. 최근 고객사와의 교감이 구체화 중. 만약 논의가 더 진전된다면 생산 라인 투자가 또 다시 필요

비나텍 매출액, 영업이익률 추이 및 전망: 2027년 전망치 크게 상향 필요



주: 컨센서스 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

PAFC 기반의 두산퓨얼셀도 사업 기회 지속 확장

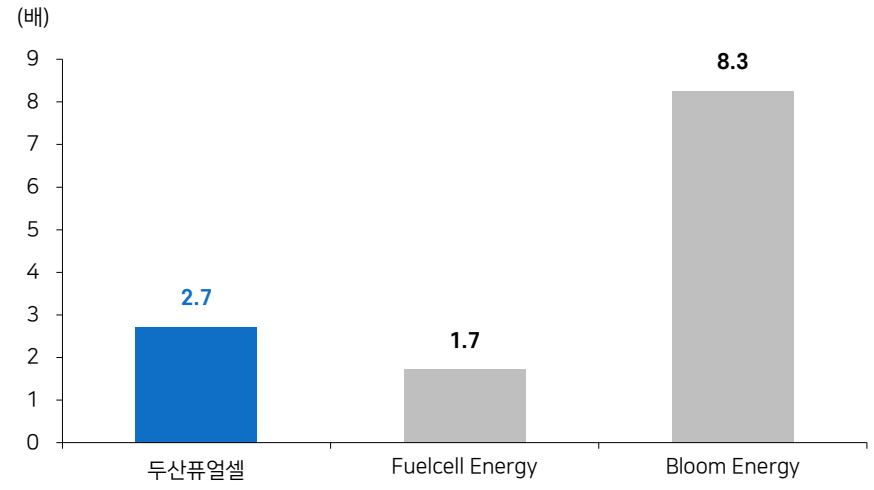
- 두산퓨얼셀도 ㈜두산 자회사의 하이액시옴 통해 PAFC 연료전지 미국 수출 시작
- 9월 두 건의 데이터센터 수주 통해 약 250MW의 수주잔고 확보. 이에 따라 PAFC 생산 CAPA는 230MW에서 연말까지 350~390MW로 증설. 순운전 자금 확보를 위한 자금 조달은 완료(영구 CB, BW 4,000억원)
- 정확한 수주 시점 예상 어려우나, 3~6개월 주기로 후속 수주가 지속될 전망. 후속 수주 규모에 따라 추가 증설 가능
- 두산퓨얼셀의 시가총액은 Bloom Energy 대비 3% 미만. 2026년 연말 기준 CAPA는 Bloom 2GW vs 두산퓨얼셀 350MW
- 두산퓨얼셀의 De-rating 요소는 마진(하이액시옴과의 유통 마진 쉐어). 흑자전환은 3Q27 예상

SOFC vs PAFC 비교: 경제성 이외의 부분에서의 비교

	SOFC	PAFC
부하 추종	출력을 급격히 바꾸면 세라믹 셀에 열충격. 내구도 하락	출력 조절 자유로움. 부분 부하에서도 안정적 출력
열 활용	열 효율 낮으나 고온 가스 배출. 흡수식 냉동기 구동에 유리	열 효율 높으나 중저온 가스 배출. 지역난방에 유리
설치 면적	고밀도. 30kW/m^2	상대적으로 더 많은 공간 필요. 21kW/m^2
물 소비	전혀 없음	냉각수 보충 필요

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

주요 연료전지 기업 2027E EV/Sales 비교

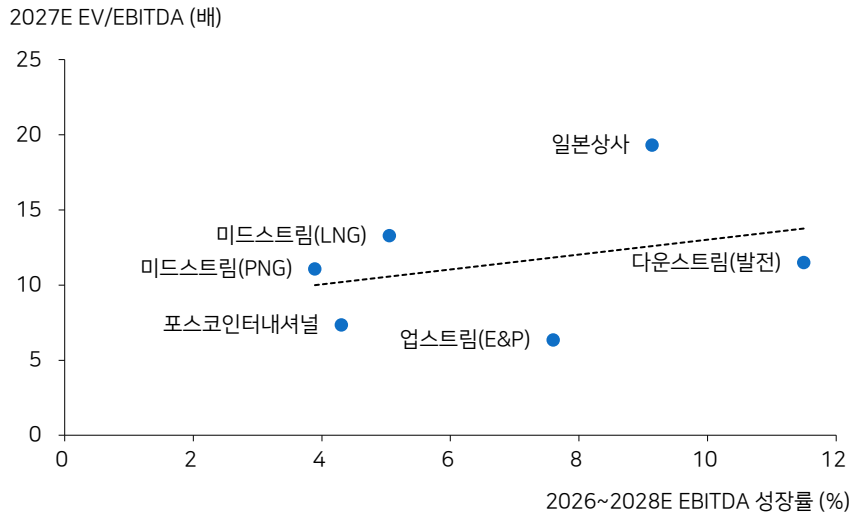


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

포스코인터내셔널, 매크로가 밀어주고 신규 투자가 받쳐준다

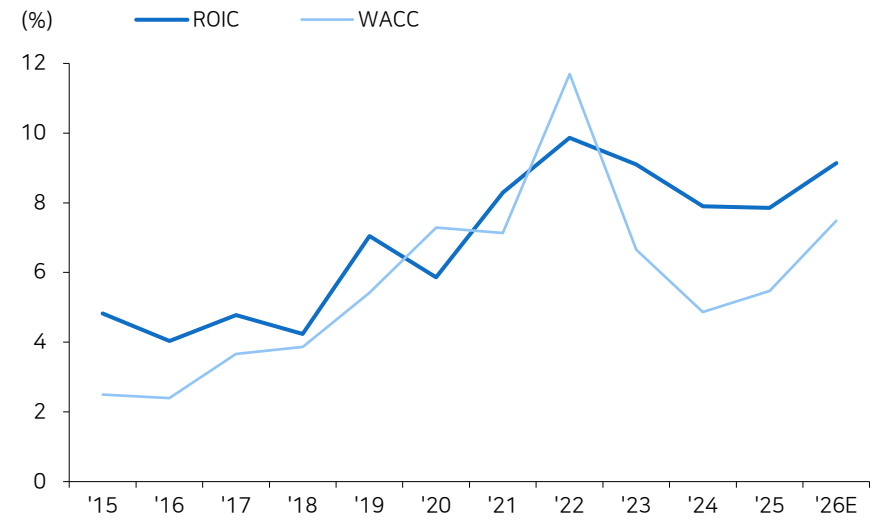
- 유가, 천연가스 가격 상승은 포스코인터내셔널의 해외 가스전 이익 개선, 발전 사업 이익 개선에 긍정적
- 주가 상승은 실적 전망치 상향 속도를 따라오지 못하고 있음. 포스코인터내셔널의 2027E EV/EBITDA는 7.3배로 일본상사 평균 19.6배 대비 낮은 상황. 이익성장률까지 감안하면 피어 대비 상대적 저평가 (2026~2028E EBITDA 성장률 기준)
- 동사는 2025년 인도네시아 팜유 농장 인수, 2026년 미국 가스전 인수 등 대규모 M&A를 통해 벌어들인 현금을 성장에 재투자. 현 수준의 이익 성장률을 2029년 이후에도 기대할 수 있는 이유. 또한 배당성향 50% 정책을 기반으로 한 주주환원에도 적극적

포스코인터내셔널: 주요 Peer 대비 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

ROIC vs WACC 추이

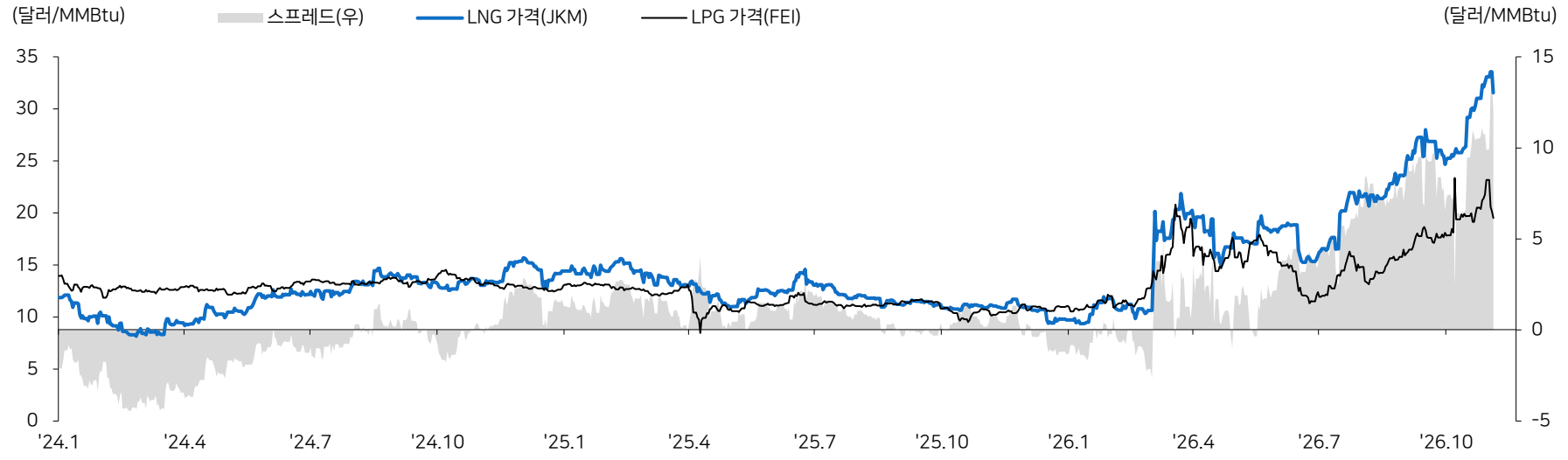


자료: 메리츠증권 리서치센터

SK가스, 한국에서 찾기 힘든 천연가스 가격 상승 수혜주

- SK가스는 천연가스에 보다 직접적으로 노출. 미리 LNG, LPG Long 포지션(수입 계약)을 바탕으로 트레이딩 이익을 벌어들이는 업체. 특히 LNG-LPG 스프레드가 벌어졌을 때 LNG는 팔고, LPG는 발전 자회사(울산GPS)의 연료로 쓰는 옵셔널리티 이익에 주목
- 최근 LNG-LPG 스프레드는 2024년 이후 최고치인 11달러/MMBtu 수준으로 확대
- 이외에 SMP 상승에 따른 울산GPS 이익 개선, LPG 파생상품 평가손익 확대, 울산GPS 지분 매각 대금으로 인한 이자 비용 감소 등도 실적에 긍정적인 요인

LNG – LPG 스프레드

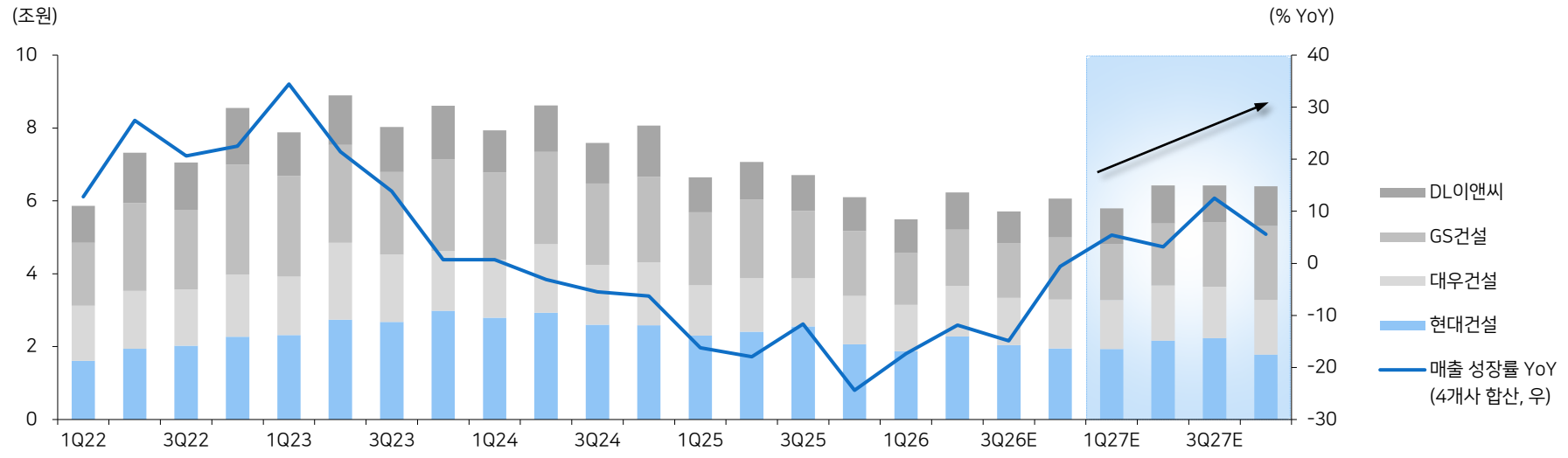


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주택 매출 하락세, 2027년부터 반전 예상

- 건설사들의 주택 매출은 분양 물량에 약 2년 후행. 2023~2024년의 분양 물량 감소는 2026년에 상당 부분 반영될 것으로 전망. 2027년부터는 전년 동기 대비 주택 매출 성장세 전환 예상
- 주택용 매출액의 프록시 역할을 하는 거주용 건설 기성액 추이(3개월 이동평균, YoY)를 보면, 2025년 -11~22%의 감소세를 보여줬던 것 대비 2026년 들어 -4~6% 수준으로 감소
- 매출액 반등에는 앞서 언급한 분양 물량 반등, 낮은 기저 뿐만 아니라 이제 설명할 분양가 상승 효과도 함께 작용

주요 건설사들의 주택 매출, 매출 성장률(YoY) 추이 및 전망



주: 현대건설, GS건설은 건축/주택 부문, 대우건설은 건축, DL이앤씨는 주택 부문
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

SGC에너지: 데이터센터 신사업과 실적 개선 주목

- SGC에너지는 2월 AI데이터센터 신사업 계획을 발표. SGC그린파워 부지에 60MW의 AI데이터센터를 2026년 PF 조달 및 착공. 60MW 데이터센터는 1단계 프로젝트로, 최종적으로는 300MW까지 확장. KT 이외에 해외 빅테크 업체들과 입주 논의 중
- 8월 LOC 확정 이후 10월 착공. 2028년 초 가동 예정
- 2단계 240MW 사업 계획이 2027년 공개됨과 동시에 밸류에이션 리레이팅 가능. 그 이전 240MW에 대한 한전과의 수전계약 체결 등의 절차가 진행되는지를 확인 필요

60MW의 AI 데이터센터 사업 현금흐름 예시

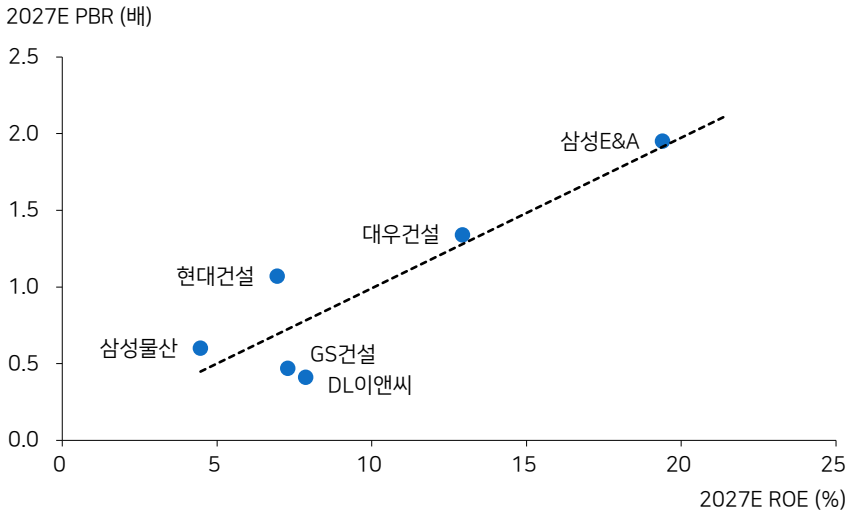
(십억원)	2027E	2028E	2029E	2030E	…	2035E	…	2040E	…	2045E	2046E	2047E
수전용량 (MW)		60	60	60	…	60	…	60	…	60	60	60
IT용량 (MW)		40	40	40	…	40	…	40	…	40	40	40
임대료 (만원/kW/월)		17.5	18.0	18.6	…	21.5	…	25.0	…	28.9	29.8	30.7
매출		84.0	86.5	89.1	…	103.3	…	119.8	…	138.8	143.0	147.3
운영비		8.4	8.7	8.9	…	10.3	…	12.0	…	13.9	14.3	14.7
EBITDA		75.6	77.9	80.2	…	93.0	…	107.8	…	125.0	128.7	132.6
EBITDA 마진 (%)		90%	90%	90%	…	90%	…	90%	…	90%	90%	90%
감가상각비		35.0	35.0	35.0	…	35.0	…	35.0	…	35.0	35.0	35.0
영업이익		40.6	42.9	45.2	…	58.0	…	72.8	…	90.0	93.7	97.6
영업이익률 (%)		48%	50%	51%	…	56%	…	61%	…	65%	66%	66%
순부채		574.0	579.4	583.3		577.4		517.6		385.0	347.8	306.5
이자율 (%)		5%	5%	5%		5%		5%		5%	5%	5%
CAPEX	700.0	14.0	14.0	14.0		14.0		14.0		14.0	14.0	14.0
이자비용		28.7	29.0	29.2		28.9		25.9		19.3	17.4	15.3
세전이익		11.9	13.9	16.0		29.1		46.9		70.7	76.3	82.2
순이익		8.6	10.1	11.6		21.1		34.0		51.3	55.3	59.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

GS건설, 성장성 대비 밸류에이션 매력적

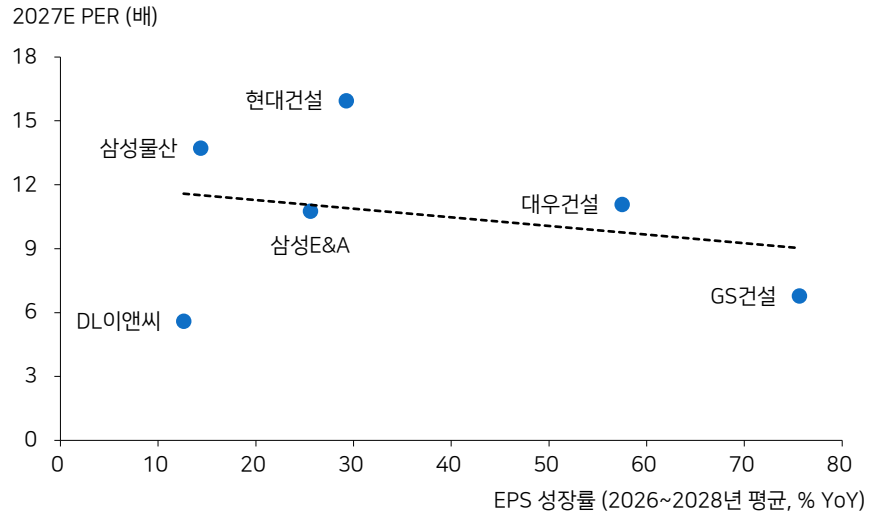
- 건설사 중 밸류에이션 매력은 GS건설, DL이앤씨 등 주택 위주의 건설사가 높음
- GS건설은 본격적인 마진 믹스 개선이 일어나지 않은 시점이라 오히려 투자 매력 높음.
  상승 여력이 많이 남아있다라는 뜻이기 때문
- GS그룹의 동해 데이터센터 착공은 테넌트가 확보되지 않은 상황에서도 일부 진행. 건축 부문 수주잔고에 기여

건설사 PBR vs ROE 비교



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

건설사 PER vs EPS 성장률 비교

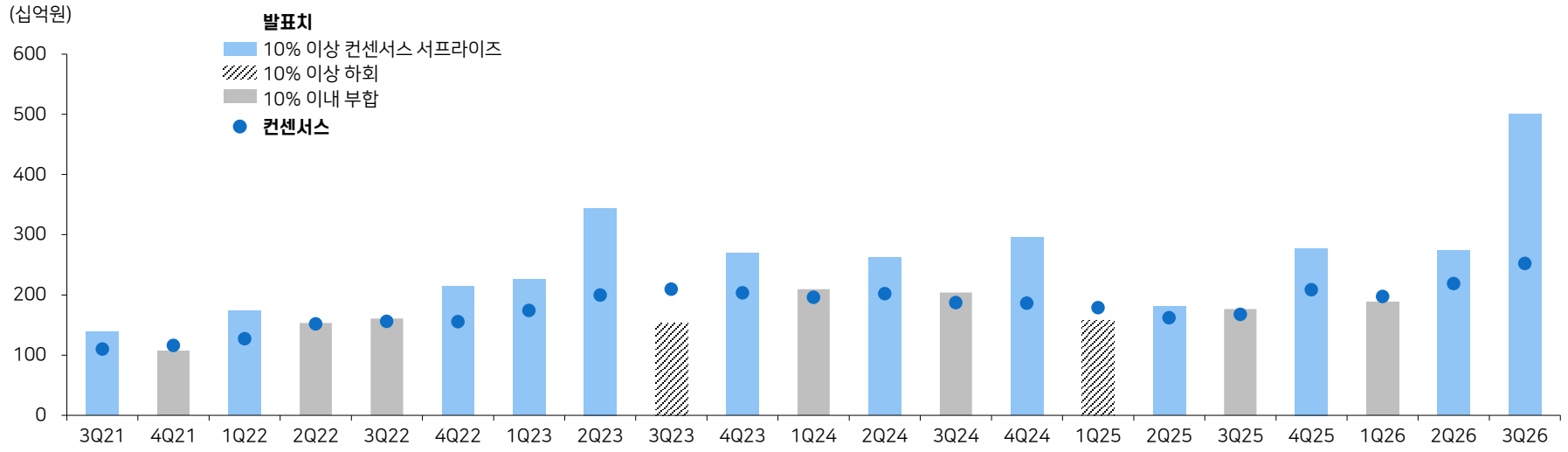


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성 E&A, 현 시점에서 가장 안정적인 실적 예상

- 삼성E&A는 건설 섹터 내의 리스크 요인인 비용 이슈를 회피할 수 있으면서, 성장을 기대할 수 있는 종목으로서 단기 Top-pick
- 지난 21개 분기 중 17개의 실적 발표에서 컨센서스를 상회. 이 중 12개는 10% 이상의 '어닝 서프라이즈'.
  화공, 첨단산업, New Energy 모두에서 예정된 사업비 대비 적은 예산에 프로젝트를 수행하면서 '일회성'이익이 '반복' 발생하는 역설
- 반복되는 일회성 이익은 일회성 이익이 아님. 이는 동사의 원가 관리 능력, 타이트해진 EPC 수급이 만들어낸 구조적인 개선.
  특히 AI를 활용한 설계, 시공 효율화 측면에서 타 시공사 대비 앞서 나가고 있다는 평가

삼성E&A, 최근 20개 분기 실적 컨센서스 vs 실제치 비교



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

건설 현장에서 AI가 얼마나 도움이 될까?

- AI는 건설 현장에서 복잡한 공정의 작업 순서와 자원 배분을 최적화화고, 설계 단계에서 불필요한 비용을 제거
- 한 예로, 글로벌 반도체 제조사는 공장 증설 프로젝트에서 AI로 500개 이상의 기계·전기·배관(MEP) 설계 사양을 검토하고 최적화해, 초기 계획 대비 프로젝트 비용을 15~20% 절감
- 삼성E&A 역시 팔란티어 기반 AI 디지털 트윈으로 실제 건설현장을 가상공간에 구현해 공정을 관리. 현장 데이터를 통합해 공정 지연과 오류를 조기에 파악하기 용이. 실제 3분기 때 설계 최적화로 발주처 CAPEX를 절감해 계약상 인센티브를 수령하기도 함

AI와 드론 등을 활용해 건설 현장을 관리하는 모습



자료: IPARK현대산업개발, 뉴스1, 메리츠증권 리서치센터

AI를 활용한 건설 프로젝트 공기, 비용 절감 사례

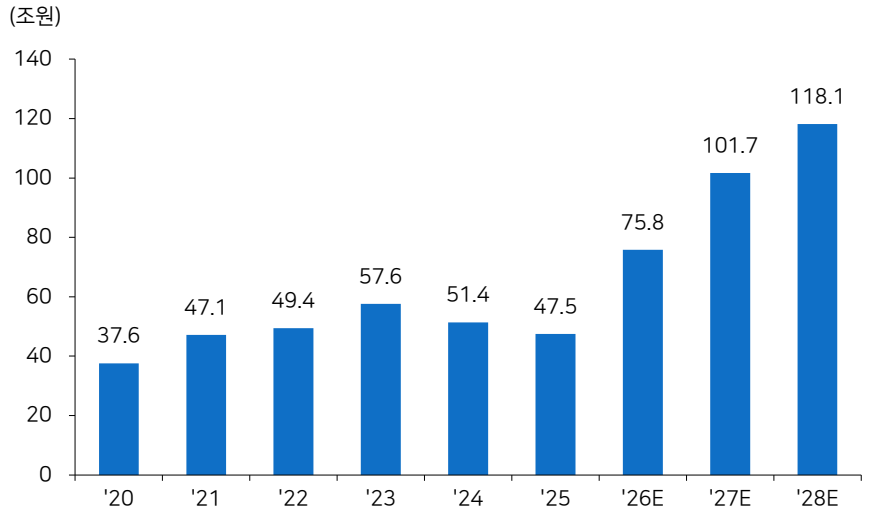
프로젝트 (적용 공정)	공기 단축	비용 절감	AI 활용 방식
고가철도 건설 (토목 · 구조물)	20% (13개월)	약 25% (8,000만 달러)	수백 개의 시공 순서 및 위험 시나리오 분석으로 공정 최적화
글로벌 반도체 공장 증설 (MEP 설비공사)	-	15~20%	AI 에이전트로 500개 이상 설계 사양 검토 및 가치공학 적용
북미 반도체 공장 (건설공정 전반)	10% (2개월)	12%	90개 이상 공정 개선 기회 발굴, 인력 · 장비 배분 최적화
글로벌 데이터센터 (기본 건축공사)	약 40% (계획 대비)	-	13개 공정 개선 기회 발굴, 표준 공정표 최적화
20MW 데이터센터 (골조 · 외장 및 내부공사)	약 10% (계획 대비)	-	작업 순서 재배치로 주공정 소요시간 단축
광산 항만 확장 (시공 · 자원 배분)	15% 이상	2,000만 달러 (인건비)	생성형 공정계획을 통한 시공 순서 · 자원 배분 최적화

자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

계열사 투자 본격화에 따른 수혜 기대

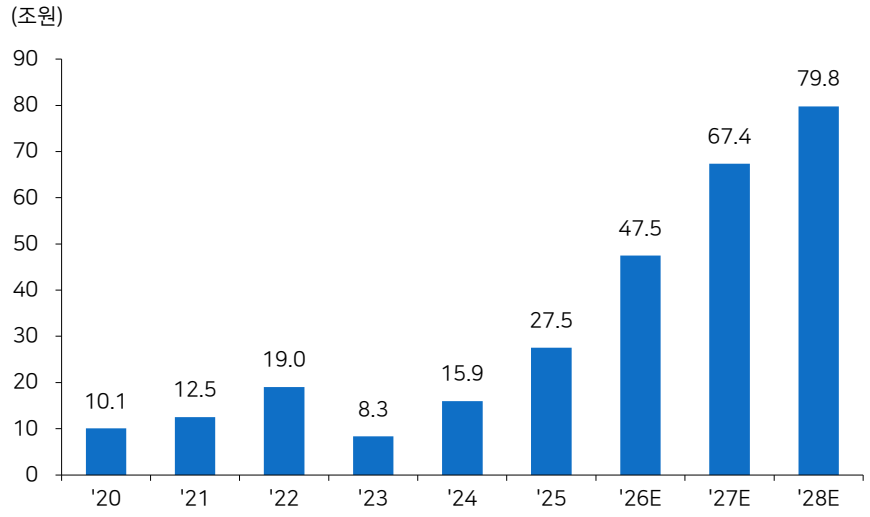
- 2026년 삼성E&A의 첨단 산업 수주는 8.26조원(+210% YoY)을 기록하며 반도체 호황에 따른 수주 성장을 현실화
- 4Q26~2027년 본격적인 투자가 진행되면서 동사의 첨단 산업 수주 성장 속도는 더 빨라질 전망
  - 삼성전자 평택 P5 잔여 페이즈와 P6(P5 팹2), 그리고 용인 국가산단 1기 팹이 중심
  - 삼성바이로직스 6공장, 삼성디스플레이 A7, 삼성전기 세종 수주 등

삼성전자 CAPEX 추이 및 전망



주: 추정치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 CAPEX 추이 및 전망

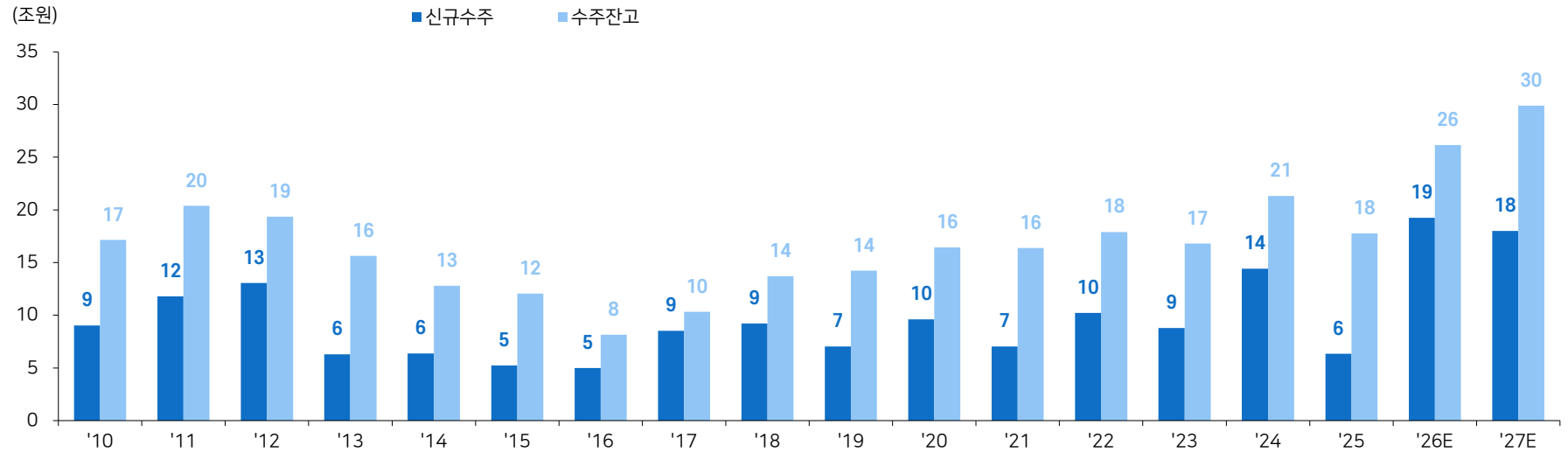


주: 추정치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재건을 비롯한 화공 수주 2027년에도 긍정적 전망

- 2026년 3분기 쿠웨이트 정유 시설 재건 수주를 시작으로 2027년 재건을 비롯한 중동 수주 본격화 전망
- 전쟁 이후에도 리스크 프리미엄 남을 것. 유가 및 가스 가격 상승에 따른 IOC, NOC의 수익성 개선과 잔존 수명 축소는 실물 자산 투자를 촉진
- 삼성E&A는 2026년 19.3조원의 신규 수주를 기록하며 역대 최고 수준을 기록.
  2027년에도 추가 수주 성장 예상. 가파른 수주잔고 상승은 결국 매출액 상승으로 연결.
  그러나 2027E PER은 11.3배로 역사적 평균(9배)를 소폭 웃도는 수준에 불과

삼성E&A 신규 수주 및 수주잔고 추이: 절대적인 규모 & 성장의 기울기 모두 역대 최고

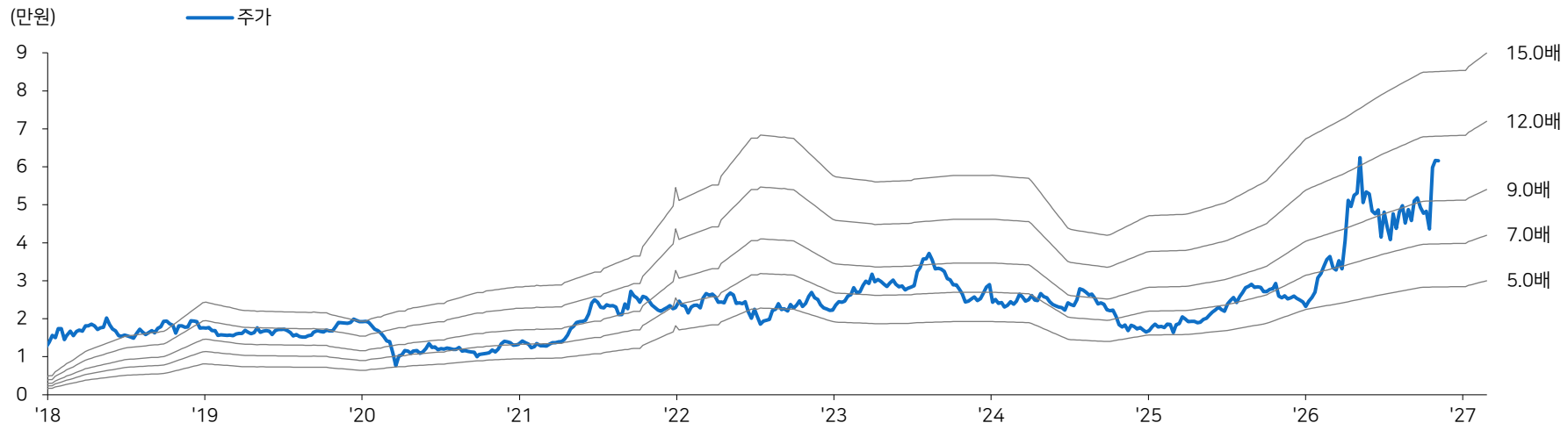


자료: 삼성E&A, 메리츠증권 리서치센터

성장성, 주주환원 고려해본다면 역사적 고점 도전해볼 만

- 2027E PER은 약 11.3배 수준으로, 역사적 평균 PER 9배를 웃돌지만 고점인 13~14배에 못미치는 수준.
  수주잔고 성장, 주주환원을 고려해본다면 역사적인 고점을 넘어볼만한 시점
- 2026년 말 기준 삼성E&A의 순현금은 약 3.0조원. 주주환원 정책의 개선을 기대해볼 수 있음.
  현 정책은 2024~2026년 동안 지배지분 순이익의 15~20%를 주주에게 환원하는 것.
  2027년 초 주주환원 정책이 본격 공개될 것으로 예상 → 중장기 ROE 개선 요인
- LNG 등 신시장에 대한 신규 수주는 추가적인 멀티플 확대 요인
- MSCI 편입 기대감 등 수급 요인도 긍정적

삼성E&A: 12개월 선행 PER 추이

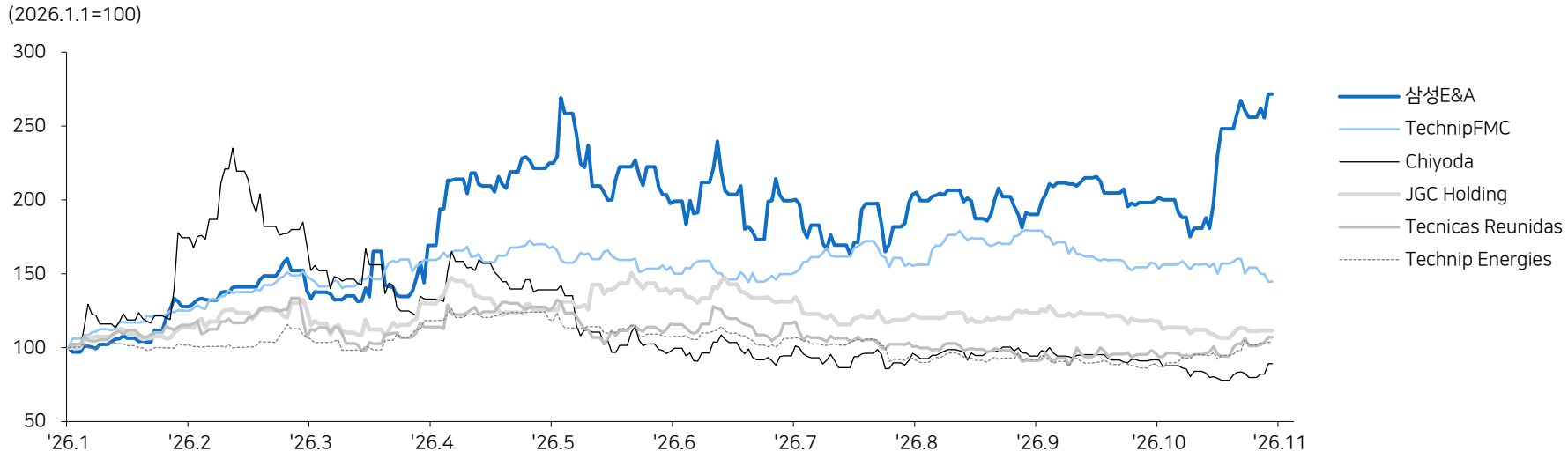


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

화공 EPC 산업 간 주가 차별화로 보는 Upside와 Downside

- 글로벌 EPC 기업의 주가 수익률은 2026년 들어 급격하게 차별화
- LNG 기반 기업들(Chiyoda, JGC, Technip Energies)은 이란 전쟁에 따른 비용 상승 우려로 주가 하락, Technip FMC는 해양 시추 성장성이 주목 받으며 견조한 흐름
- 삼성E&A는 안정적인 이익과 전방 시장 성장(반도체, 정유, 가스)이 주목받으며 가장 Outperform
- 이익과 전방 시장 상황은 2027년에도 주요 주가 변수로 작용할 전망. 삼성E&A의 Outperform이 지속될 거라 보는 이유

글로벌 화공 업체들 간의 주가 수익률 차별화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
두산에너빌리티 (034020)	Buy	109,000원
SK가스 (018670)	Buy	370,000원
한국전력 (015760)	Buy	46,000원
삼성E&A (028050)	Buy	83,000원
GS건설 (006360)	Buy	41,000원

09

두산에너빌리티 (034020) 정부 돈으로, 가장 먼저

Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	109,000원
현재주가 (11. 5)	49,300원
상승여력	121.1%

Top-down 리스크를 이겨낼 Bottom-up 모멘텀

- 2026년 주가 부진에는 Top-down 리스크가 크게 작용. 이익이 뒷받침되지 않는 상황에서 특히 금리 상승에 민감하게 반응
- 연말 ~ 연초 수주가 이를 이겨낼 수 있는 Bottom-up 모멘텀이 될 전망. 구체적으로는
  1) 가스 터빈: 현재 예약이 완료된 2030년 슬랏에 대한 주문이 임박,
  2) 대형원전: 주요 고객사인 Westinghouse는 미국 DOE(에너지부), DOC(상무부), 폴란드 정부와 협력하여 장납기 기자재 발주를 시작할 전망,
  3) SMR: Nuscale 향 모듈 수주 시작(10월 1기), 본격 양산 임박

원전 사업이 시작될 때, 가장 먼저 나가는 발주는 LLI(장납기 기자재)

- 2026년 원전 사업 진전이 시장 기대 대비 아쉬웠던 이유는 민간 업체들(Nuscale, Fermi 등)의 PPA 계약이 미뤄졌기 때문
- 연말~연초 수주는 정부 자금으로 진행되는 프로젝트라는 측면에서 고금리에도 불구하고 수주 가시성 높음
- 미국, 유럽 내 대형원전 착공은 2028년 이후가 되겠으나, 그 이전 LLI(장납기 기자재) 발주는 선행 필요. 2027년에는 LLI를 포함한 주기기 전체를 제작하는 동사에게 수혜가 집중될 것으로 보는 이유

현 기대치, 2027년 이후의 수주 잔고 성장 기대감이 반영되지 않은 수준

- 투자의견 Buy, 적정주가 109,000원을 유지. 에너지/유틸리티 업종 내 Top-pick으로 제시
- EV/수주잔고(12개월 선행) 지표는 1.0배. 원전 기대감이 없던 2022~2024년 평균과 비슷한 수준까지 하락. 2027년 이후에 성장이 가속화되는 점을 감안하면 저평가라는 판단
- 반면 같은 지표를 현 시점(3Q26) 수주잔고로 계산할 경우 1.5배. 따라서 바닥이냐, 아니냐는 2027년 수주에 따라 달려있음. 연말, 연초 신규 수주와 함께 2027년 수주 가이던스가 확인되면서 투자자들의 '살 이유'가 만들어질 전망

두산에너빌리티 실적 전망

(십억원)		1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주요 가정														
에너빌리티 수주		2,785.7	4,336.8	2,876.6	3,160.9	2,801.4	5,996.4	6,309.1	11,604.7	7,131.4	14,728.0	13,160.0	26,711.6	27,057.0
에너빌리티 수주잔고		24,134.3	26,350.9	26,580.5	29,058.9	29,879.5	33,542.8	37,945.2	43,602.1	17,122.3	23,047.2	29,058.9	43,602.1	58,210.9
실적 전망														
매출		**4,261.1**	**4,724.8**	**4,449.4**	**5,066.1**	**4,375.4**	**4,938.3**	**4,632.7**	**5,618.5**	**16,233.1**	**17,057.9**	**18,501.5**	**19,564.8**	**24,764.1**
	에너빌리티	1,895.9	2,233.0	1,824.9	2,670.7	1,980.9	2,333.1	1,906.7	2,790.4	7,366.8	7,881.3	8,624.5	9,011.1	13,536.4
	두산밥캣	2,247.4	2,419.3	2,463.5	2,265.8	2,247.4	2,419.3	2,463.5	2,495.8	8,501.8	8,829.2	9,395.9	9,625.9	10,038.0
	두산퓨얼셀	144.9	44.3	145.2	174.5	167.3	204.3	292.5	360.6	411.8	454.8	508.8	1,024.6	1,292.3
	기타 및 조정	-27.0	28.3	-36.7	-44.9	-20.1	-18.3	-30.0	-28.3	-47.3	-107.5	-80.3	-96.7	-102.5
매출 성장률(% YoY)		13.7	3.4	14.7	4.2	2.7	4.5	4.1	10.9	-7.7	5.1	8.5	5.7	26.6
영업이익		**233.5**	**314.3**	**261.2**	**284.3**	**282.7**	**389.1**	**286.3**	**310.2**	**1,017.6**	**762.7**	**1,093.2**	**1,268.3**	**2,229.6**
	에너빌리티	57.0	97.4	121.1	153.7	115.3	135.8	111.0	162.5	243.6	302.3	429.2	524.6	1,325.2
	두산밥캣	207.0	289.1	167.4	175.3	207.0	289.1	167.4	149.2	864.8	689.6	838.8	812.7	935.5
	두산퓨얼셀	-1.3	-50.9	-17.0	-16.7	-9.9	-14.1	18.3	27.2	-1.7	-105.7	-85.9	21.6	61.3
	기타 및 조정	-29.2	-21.3	-10.2	-28.1	-29.8	-21.7	-10.4	-28.6	-89.1	-123.5	-88.8	-90.6	-92.4
영업이익률(%)		5.5	6.7	5.9	5.6	6.5	7.9	6.2	5.5	6.3	4.5	5.9	6.5	9.0
영업이익 증가율(% YoY)		63.9	15.9	90.6	34.0	21.1	23.8	9.6	9.1	-30.6	-25.0	43.3	16.0	75.8
금융손익		-110.6	21.7	-137.3	-61.2	-57.4	-63.8	-64.7	-54.9	-181.3	-345.1	-287.4	-240.8	-197.4
기타손익		-17.2	-2.9	-42.6	0.0	-37.9	-13.2	-22.7	0.0	-199.1	-113.6	-62.8	-73.8	-68.6
종속, 지배, 관계기업 손익		13.8	14.9	-1.3	-20.9	7.4	13.7	6.2	-10.8	20.5	22.8	6.4	16.6	15.3
중단손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익		**119.5**	**347.9**	**80.1**	**202.1**	**194.7**	**325.9**	**205.1**	**244.5**	**657.8**	**326.8**	**749.5**	**970.3**	**1,978.9**
법인세비용		59.2	121.5	65.2	55.6	53.5	89.6	56.4	67.3	263.1	121.6	301.5	266.8	544.2
법인세율(%)		49.6	34.9	81.4	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	40.0	37.2	40.2	27.5	27.5
당기순이익		**60.2**	**226.4**	**14.9**	**146.5**	**141.1**	**236.3**	**148.7**	**177.3**	**394.7**	**205.2**	**448.0**	**703.5**	**1,434.7**
순이익률(%)		1.4	4.8	0.3	2.9	3.2	4.8	3.2	3.2	2.4	1.2	2.4	3.6	5.8
지배순이익		**0.8**	**157.6**	**-13.7**	**111.4**	**98.3**	**160.2**	**101.7**	**129.8**	**111.4**	**84.8**	**256.1**	**489.9**	**1,126.8**

자료: 두산에너빌리티, 메리츠증권 리서치센터

두산에너빌리티 (034020)

KOSPI	5,383.80pt
시가총액	315,797억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	68.89%
외국인비중	22.02%
52주 최고/최저가	136,400원/49,300원
평균거래대금	1,999.3억원

주요주주(%)

두산 외 28 인	30.68
국민연금공단	7.86

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-39.2	-61.2	-41.0
상대주가	-20.9	-50.1	-56.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	16,233.1	1,017.6	111.4	174	100.1	11,703	100.9	1.50	12.5	1.5	125.7
2025	17,057.9	762.7	84.8	132	-23.9	12,155	569.2	6.20	42.1	1.1	129.1
2026E	18,501.5	1,093.2	256.1	400	202.1	12,891	123.3	3.82	22.4	3.2	132.1
2027E	19,564.8	1,268.3	489.9	765	91.3	13,656	64.5	3.61	19.9	5.8	130.3
2028E	24,764.1	2,229.6	1,126.8	1,759	130.0	15,415	28.0	3.20	12.7	12.1	131.4

두산에너빌리티 (034020)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**16,233.1**	**17,057.9**	**18,501.5**	**19,564.8**	**24,764.1**
매출액증가율(%)	-7.7	5.1	8.5	5.7	26.6
매출원가	13,503.3	14,314.6	15,212.7	15,998.2	19,613.1
매출총이익	2,729.7	2,743.3	3,288.8	3,566.7	5,151.0
판매비와관리비	1,712.1	1,980.6	2,195.5	2,298.4	2,921.4
영업이익	**1,017.6**	**762.7**	**1,093.2**	**1,268.3**	**2,229.6**
영업이익률(%)	6.3	4.5	5.9	6.5	9.0
금융손익	-181.3	-345.1	-287.4	-240.8	-197.4
종속/관계기업관련손익	20.5	22.8	6.4	16.6	15.3
기타영업외손익	-199.1	-113.6	-62.8	-73.8	-68.6
세전계속사업이익	657.8	326.8	749.5	970.3	1,978.9
법인세비용	263.1	121.6	301.5	266.8	544.2
당기순이익	**394.7**	**205.2**	**448.0**	**703.5**	**1,434.7**
지배주주지분 순이익	111.4	84.8	256.1	489.9	1,126.8

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,049.0	10,771.7	12,963.6	14,209.6	17,425.6
현금및현금성자산	2,898.3	3,081.0	4,946.6	5,318.6	5,667.9
매출채권	1,290.3	1,616.7	1,685.3	1,869.1	2,471.7
재고자산	2,733.9	2,544.0	2,652.0	2,941.1	3,889.4
비유동자산	16,265.8	16,741.5	16,812.9	16,956.9	17,201.4
유형자산	5,703.1	5,776.6	5,969.7	6,112.4	6,161.2
무형자산	8,397.3	8,723.6	9,060.4	8,977.6	8,896.7
투자자산	1,182.0	1,209.7	773.2	857.5	1,134.0
자산총계	**26,314.8**	**27,513.2**	**29,776.4**	**31,166.6**	**34,627.0**
유동부채	8,945.8	10,107.1	11,923.7	12,563.7	15,074.3
매입채무	2,220.9	3,183.1	3,318.1	3,679.9	4,866.4
단기차입금	2,141.3	1,883.6	2,871.6	2,756.3	2,645.5
유동성장기부채	398.2	1,029.9	1,553.3	1,490.9	1,431.0
비유동부채	5,707.9	5,396.8	5,024.8	5,071.6	4,586.7
사채	906.8	499.1	223.6	114.9	-88.5
장기차입금	2,434.5	2,336.1	2,024.2	1,942.8	884.3
부채총계	**14,653.7**	**15,503.9**	**16,948.5**	**17,635.2**	**19,660.9**
자본금	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,572.1	1,441.6	1,441.0	1,441.0	1,441.0
기타포괄이익누계액	1,215.9	1,335.0	1,607.2	1,607.2	1,607.2
이익잉여금	1,394.5	1,696.3	1,971.8	2,461.8	3,588.5
비지배주주지분	4,164.5	4,223.6	4,570.6	4,784.1	5,092.0
자본총계	**11,661.1**	**12,009.4**	**12,827.9**	**13,531.4**	**14,966.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**242.2**	**751.8**	**1,059.0**	**1,519.4**	**2,678.8**
당기순이익(손실)	394.7	205.2	448.0	703.5	1,434.7
유형자산감가상각비	350.3	394.1	478.6	551.8	568.8
무형자산상각비	140.7	163.2	144.4	82.9	80.9
운전자본의 증감	-891.3	-415.9	-275.9	181.3	594.5
투자활동 현금흐름	**-821.4**	**-310.6**	**237.4**	**-803.3**	**-974.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-461.5	-403.1	-481.3	-694.4	-617.6
투자자산의 감소(증가)	-54.1	-16.1	470.9	-84.3	-276.5
재무활동 현금흐름	**608.4**	**-288.0**	**444.7**	**-344.1**	**-1,354.7**
차입금증감	1,281.7	-189.5	1,060.0	-344.1	-1,354.7
자본의증가	-140.7	-130.5	-0.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**278.1**	**182.7**	**1,865.6**	**372.0**	**349.3**
기초현금	2,620.2	2,898.3	3,081.0	4,946.6	5,318.6
기말현금	2,898.3	3,081.0	4,946.6	5,318.6	5,667.9

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	25,342	26,630	28,883	30,543	38,660
EPS(지배주주)	174	132	400	765	1,759
CFPS	2,715	2,597	2,901	2,881	4,412
EBITDAPS	2,355	2,061	2,679	2,971	4,495
BPS	11,703	12,155	12,891	13,656	15,415
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	100.9	569.2	123.3	64.5	28.0
PCR	6.5	29.0	17.0	17.1	11.2
PSR	0.7	2.8	1.7	1.6	1.3
PBR	1.50	6.20	3.82	3.61	3.20
EBITDA(십억원)	1,508.6	1,320.0	1,716.3	1,903.0	2,879.3
EV/EBITDA	12.5	42.1	22.4	19.9	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.5	1.1	3.2	5.8	12.1
EBITDA이익률	9.3	7.7	9.3	9.7	11.6
부채비율	125.7	129.1	132.1	130.3	131.4
금융비용부담률	2.0	1.9	1.9	1.8	1.2
이자보상배율(x)	3.1	2.3	3.1	3.6	7.3
매출채권회전율(x)	12.4	11.7	11.2	11.0	11.4
재고자산회전율(x)	6.2	6.5	7.1	7.0	7.3

SK가스 (018670) 드디어 열매를 맺는 옵셔널리티

Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	370,000원
현재주가 (11. 5)	225,000원
상승여력	64.4%

불안한 지정학 환경 속, 한국 주식 시장 내에서 귀한 천연가스 가격 상승 수혜주

- 유가, LPG 가격도 상승했지만 아시아(JKM), 유럽(TTF) 천연가스 가격 상승은 그 이상. LNG-LPG 스프레드는 약 10달러/mmbtu 으로 확대. 이 경우 동사에게 트레이딩 이익(옵셔널리티 발생). 울산GPS에 대체 연료로 LPG를 쓸 수 있기 때문
- 2020년 이후 가장 낮은 유럽 천연가스 재고 수준과 대체재인 디젤 가격 상승으로 천연가스 가격의 Upside는 열려 있음. 특히 다가오는 겨울철 급등 가능성에 대비 필요. 국내 주식 시장에서 직접적인 수혜주는 찾기 힘든 상황에서 동사가 대안

2026년 역대 최고의 실적 예상. 반면 2025년 하반기 이후 주가는 횡보 중

- 3Q26 누적 세전이익은 6,014억원(+92.3% YoY)을 기록하며 급성장. 파생상품 평가이익이 4Q26에 일부 환입되면서 성장률이 다소 둔화될 전망이나, 기존 역대 최고 세전이익(4,380억원)을 훌쩍 뛰어넘는 성과가 예상
- 기대 대비 울산GPS의 이익 개선이 느린 점은 아쉬움(3Q26 누적 영업이익 성장률 -0.8% YoY). SMP 상승률이 예상보다 낮았고, 3Q26 기저발전 가동률 상승으로 동사의 가동률은 하락했기 때문. 다만 트레이딩 이익이 더욱 중요

배당으로 만드는 바닥. 가스 가격과 전방 시장 확대가 만드는 업사이드

- SK그룹의 아시아 내 AI DC 사업 확대와 함께 LNG 수요 상승이 예상. 동사는 Downstream(발전소)보다는 Midstream(LNG 수입, 공급)에 집중하며 그룹 내 전력 수요 상승과 동행할 전망
- 북미 Upstream 투자, 북미산 에탄 도입 등 사업의 수평적, 수직적 확장 추진
- 투자의견 Buy, 적정주가 370,000원을 유지. 2026년 5%를 상회할 배당수익률과 연 300억원의 자사주 매입을 감안 시 바닥이 단단하며, 천연가스 가격 상승 및 그룹 전력 수요 상승이라는 Upside는 열려있음

SK가스 실적 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E	2028E
주요 가정												
LPG판매량(천톤)	2,279.0	1,627.0	1,710.0	1,724.3	2,304.6	1,647.5	1,730.8	1,751.6	7,449.0	7,340.3	7,434.5	7,531.8
LPG가격(달러/톤)	696.5	730.4	786.3	724.7	712.1	644.0	654.9	571.0	548.7	734.5	645.5	619.8
SMP(원/kWh)	107.3	118.1	133.6	110.3	130.3	136.3	132.8	87.9	112.7	117.3	121.8	101.8
실적												
매출액	**2,635.3**	**2,313.0**	**2,711.1**	**3,009.3**	**3,630.0**	**2,636.1**	**2,654.7**	**2,587.0**	**7,676.3**	**10,668.6**	**11,507.8**	**10,524.7**
매출 성장률(% YoY)	44.2	23.0	39.0	49.1	37.7	14.0	-2.1	-14.0	8.2	39.0	7.9	-8.5
LPG 판매, 저장	2,375.0	2,152.8	2,207.2	2,613.0	3,170.5	2,230.0	2,126.9	2,216.3	6,694.0	9,347.9	9,743.8	8,848.4
LNG 발전	260.3	177.0	243.9	175.0	250.4	168.0	262.6	145.0	760.1	856.2	825.9	719.4
SK어드밴스드	204.9	233.5	260.0	221.3	209.0	238.1	265.2	225.7	0.0	919.7	938.1	956.9
매출원가	2,316.8	2,262.9	2,479.0	2,795.3	3,275.8	2,516.5	2,376.5	2,425.4	6,889.0	9,853.9	10,594.1	9,675.2
매출원가율(%)	87.9	97.8	91.4	92.9	90.2	95.5	89.5	93.8	89.7	92.4	92.1	91.9
매출총이익	**318.5**	**50.1**	**232.1**	**214.1**	**354.2**	**119.7**	**278.2**	**161.6**	**787.3**	**814.7**	**913.6**	**849.5**
판관비	90.8	94.0	84.5	96.5	91.4	94.0	87.2	100.3	344.5	365.8	372.9	387.8
영업이익	**227.7**	**-43.9**	**147.7**	**117.5**	**262.9**	**25.7**	**191.0**	**61.2**	**442.8**	**448.9**	**540.7**	**461.7**
LPG 판매, 저장	162.1	-70.0	103.7	96.3	211.3	7.0	121.3	36.1	289.3	292.1	375.7	306.4
LNG 발전	65.6	26.1	44.0	26.3	50.1	16.8	65.6	21.7	153.6	161.9	154.3	136.1
SK어드밴스드	5.3	35.1	-14.0	-5.0	1.5	1.9	4.0	3.4	0.0	21.4	10.7	19.1
영업이익률(%)	8.6	-1.9	5.4	3.9	7.2	1.0	7.2	2.4	5.8	4.2	4.7	4.4
영업이익 증가율(% YoY)	101.7	적전	-14.9	228.4	15.4	흑전	29.3	-47.9	54.2	1.4	20.4	-14.6
금융손익	105.1	-50.7	113.5	-106.5	-7.5	-28.0	11.7	-26.2	-82.7	61.5	-50.1	33.2
기타손익	44.0	59.0	10.0	10.2	10.1	10.2	10.0	10.4	42.4	123.2	40.8	43.2
종속, 지배, 관계기업 손익	-18.7	-7.0	14.6	7.0	4.0	4.0	4.0	4.0	-88.3	-4.0	16.0	16.0
세전이익	**358.1**	**-42.6**	**285.8**	**28.3**	**269.5**	**11.9**	**216.6**	**49.4**	**314.2**	**629.6**	**547.4**	**554.1**
법인세	90.8	-9.6	56.9	7.1	67.4	3.0	54.2	12.3	80.4	145.2	136.8	138.5
법인세율(%)	25.3	22.5	19.9	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.6	23.1	25.0	25.0
당기순이익	**267.4**	**-33.0**	**228.8**	**21.2**	**202.1**	**8.9**	**162.5**	**37.0**	**233.8**	**484.4**	**410.5**	**415.6**
순이익률(%)	10.1	-1.4	8.4	0.7	5.6	0.3	6.1	1.4	3.0	4.5	3.6	3.9
순이익 성장률(% YoY)	188.5	적전	126.0	흑전	-24.4	흑전	-29.0	74.7	21.2	107.2	-15.2	1.2
지배순이익	259.8	-36.5	219.5	16.7	191.1	7.0	147.2	33.8	235.2	459.5	379.1	389.1

자료: SK가스, 메리츠증권 리서치센터

SK가스 (018670)

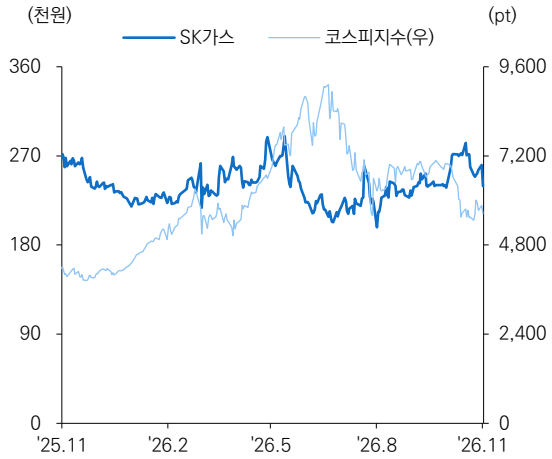
KOSPI	5,383.80pt
시가총액	20,856억원
발행주식수	927만주
유동주식비율	24.38%
외국인비중	5.57%
52주 최고/최저가	290,000원/198,000원
평균거래대금	30.8억원

주요주주(%)

SK디스커버리 외 1 인	72.15
국민연금공단	7.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-15.6	-13.0
상대주가	23.0	8.8	-35.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	7,095.9	287.2	194.0	21,020	-38.7	301,039	9.8	0.69	10.8	7.2	172.7
2025	7,676.3	442.8	235.3	25,453	21.1	316,711	8.8	0.71	7.5	8.2	155.4
2026E	10,668.6	448.9	459.5	49,619	94.9	564,330	4.5	0.40	5.0	11.3	106.5
2027E	11,507.8	540.8	379.1	40,899	-17.6	592,344	5.5	0.38	4.4	7.1	98.3
2028E	10,524.7	461.7	389.1	41,982	2.6	623,231	5.4	0.36	4.5	6.9	92.9

SK가스 (018670)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**7,095.9**	**7,676.3**	**10,668.6**	**11,507.8**	**10,524.7**
매출액증가율(%)	1.5	8.2	39.0	7.9	-8.5
매출원가	6,488.1	6,889.0	9,853.9	10,594.2	9,675.2
매출총이익	607.8	787.3	814.7	913.6	849.5
판매비와관리비	320.6	344.5	365.8	372.9	387.8
영업이익	**287.2**	**442.8**	**448.9**	**540.8**	**461.7**
영업이익률(%)	4.0	5.8	4.2	4.7	4.4
금융손익	12.5	-82.7	61.5	-50.1	33.2
종속/관계기업관련손익	-64.5	-88.3	-4.0	16.0	16.0
기타영업외손익	24.5	42.4	123.2	40.8	43.3
세전계속사업이익	259.7	314.2	629.6	547.4	554.1
법인세비용	66.7	80.4	145.2	136.8	138.5
당기순이익	**193.0**	**233.8**	**484.4**	**410.5**	**415.6**
지배주주지분 순이익	194.0	235.3	459.5	379.1	389.1

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,465.1	2,513.0	5,708.6	5,775.4	5,962.9
현금및현금성자산	584.5	625.9	2,554.1	2,775.0	2,935.8
매출채권	884.4	866.2	1,164.6	1,098.6	1,106.7
재고자산	495.8	501.7	529.3	522.6	536.9
비유동자산	5,139.1	5,518.9	6,125.8	6,169.3	6,256.2
유형자산	2,532.6	2,682.9	3,279.7	3,377.5	3,472.6
무형자산	124.6	117.4	114.5	104.9	96.2
투자자산	1,193.0	1,401.9	1,261.3	1,216.6	1,217.1
자산총계	**7,604.2**	**8,031.9**	**11,834.3**	**11,944.6**	**12,219.0**
유동부채	2,021.0	1,895.0	2,875.4	2,723.9	2,685.2
매입채무	366.2	373.5	556.8	478.6	479.6
단기차입금	531.9	580.1	1,022.0	982.0	942.0
유동성장기부채	598.7	559.5	821.1	821.1	821.1
비유동부채	2,795.2	2,992.3	3,227.0	3,197.7	3,198.0
사채	908.3	997.8	1,098.0	1,098.0	1,098.0
장기차입금	709.5	748.8	734.1	734.1	734.1
부채총계	**4,816.2**	**4,887.3**	**6,102.4**	**5,921.6**	**5,883.2**
자본금	46.2	46.2	46.3	46.3	46.3
자본잉여금	195.5	197.1	2,092.2	2,092.2	2,092.2
기타포괄이익누계액	63.8	44.9	76.5	76.5	76.5
이익잉여금	2,494.7	2,659.6	3,037.8	3,297.5	3,583.8
비지배주주지분	9.3	216.5	501.1	532.5	558.9
자본총계	**2,788.0**	**3,144.6**	**5,732.0**	**6,023.1**	**6,335.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**373.3**	**672.6**	**619.0**	**738.2**	**790.2**
당기순이익(손실)	193.0	233.8	484.4	410.5	415.6
유형자산감가상각비	155.0	249.6	254.1	238.9	248.4
무형자산상각비	8.5	12.4	10.8	9.6	8.7
운전자본의 증감	12.0	-24.2	-107.7	-64.2	-24.2
투자활동 현금흐름	**-163.0**	**-547.2**	**-974.7**	**-204.5**	**-337.1**
유형자산의 증가(CAPEX)	-351.1	-296.7	-330.1	-336.7	-343.5
투자자산의 감소(증가)	-312.8	-297.2	162.2	60.7	15.5
재무활동 현금흐름	**-146.6**	**-81.1**	**2,276.2**	**-312.7**	**-292.4**
차입금증감	981.2	111.0	875.7	-42.3	-40.0
자본의증가	0.0	1.7	1,895.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**90.8**	**41.4**	**1,928.2**	**221.0**	**160.7**
기초현금	493.8	584.5	625.9	2,554.1	2,775.0
기말현금	584.5	625.9	2,554.1	2,775.0	2,935.8

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	768,767	830,550	1,152,158	1,241,502	1,135,440
EPS(지배주주)	21,020	25,453	49,619	40,899	41,982
CFPS	44,917	81,166	83,045	87,461	88,463
EBITDAPS	48,825	76,264	77,090	85,150	77,541
BPS	301,039	316,711	564,330	592,344	623,231
DPS	8,000	9,000	13,429	11,386	11,526
배당수익률(%)	3.9	4.0	6.0	5.1	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	9.8	8.8	4.5	5.5	5.4
PCR	4.6	2.8	2.7	2.6	2.5
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.69	0.71	0.40	0.38	0.36
EBITDA(십억원)	450.7	704.9	713.8	789.3	718.8
EV/EBITDA	10.8	7.5	5.0	4.4	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.2	11.3	7.1	6.9
EBITDA이익률	6.4	9.2	6.7	6.9	6.8
부채비율	172.7	155.4	106.5	98.3	92.9
금융비용부담률	1.1	1.8	1.5	1.4	1.5
이자보상배율(x)	3.7	3.2	2.8	3.4	2.9
매출채권회전율(x)	8.9	8.8	10.5	10.2	9.5
재고자산회전율(x)	15.0	15.4	20.7	21.9	19.9

한국전력 (015760) 제일 힘든 구간은 지나가고 있다

Analyst **문경원, CFA**
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	46,000원
현재주가 (11. 5)	31,350원
상승여력	46.7%

기대했던 요금 인상 대신 정부 재정 지원

- 유가 상승으로 2027년 증익 폭은 제한적(영업이익 + 10.2%). 반면, 물가 상승 압력으로 연말 주택용 요금 인상 가능성은 하락
- 정부의 출자 5,000억원이 주는 희석 효과는 3% 미만. 그러나 인상 대신 선택한 방향이라는 점이 중요
- 한국전력 별도 투자비는 12.3조원(+10.3%)으로 증가 전망. 별도 EBITDA 13조원과 CAPEX+이자비용이 비슷한 수준

구조적인 원가 하락 압력은 긍정적

- 과거 LNG 수입 가격 – SMP 간 상관관계는 최근 약화. 유가 상승률보다 원가 상승률이 더 낮은 상황
- 기저 발전 비중 상승(석탄, 원전)과 재생에너지 확대, 중앙 급전 시장의 규제 환경 변화 등 구조적인 원인이 작용한 결과
- 지금은 순환적인 요인(유가 상승)으로 잘 드러나지 않지만, 동사의 고질적 문제인 이익 변동성이 둔화되는 흐름

적자 전환이 아니라면 PBR 0.3배는 Rock-bottom으로 인식

- 12개월 선행 PBR은 0.3~0.6배 사이에서 변동. 다만 적자 구간에는 BPS 하락 우려로 PBR이 0.2배 초반대까지 하락
- 현재 어려운 대외 환경이 어렵지만 적자와는 거리가 멀고, 따라서 만약 PBR 0.3배(약 26,000원) 이하 하락 시 절대적 매력 발생
- 대미 원전 투자는 2028년 가시화될 전망. 2028년 이후 체코 원전 수출 매출 상승세 & 추가 미국 수주 예상.
  다만 최근 이집트 엘다바, 체코 두코바니 프로젝트를 둘러싼 노이즈로 원전 수혜주로서의 위치가 애매해진 것은 사실
- 과거 ROE와의 상관관계와 일부 원전 프리미엄을 반영한 적정 PBR 0.52배를 적용, 적정주가는 46,000원으로 하향하지만
  투자의견은 Buy를 유지

한국전력 적정주가 산정

- 한국전력 적정주가는 46,000원으로 하향하지만 투자의견은 Buy를 유지
- 적용 PBR 0.52배는 과거 ROE와의 상관관계에 2027년 예상 ROE를 적용하여 산출. 여기에 원전 프리미엄을 10% 반영
- 이집트 엘다바, 체코 두코바니 사업에서의 노이즈로 수익성이 의문이 생긴 상태. 원전 Peer와의 직접적인 멀티플 비교는 어려움
- 유가에 따라 ROE 전망치는 바뀔 수 있고, 이에 따라 적정 PBR도 흔들릴 수 있음.
  다만 적자 구간이 아닌 이상 PBR 0.3배(26,000원) 이하 하락하기는 쉽지 않다는 판단

한국전력 적정주가 산출

구분	적용값 (십억원)	내용
예상 BPS (원)	88,825	2027년 말 BPS
적정 PBR (배)	0.52	1) 2011~2026년 중 흑자 구간 PBR-ROE 회귀분석식에 2027년 예상 ROE 10.7% 적용. 2) 원전 프리미엄 10% 반영
적정 주가 (원)	**46,000**	
현재 주가 (원)	31,350	
상승 여력 (%)	46.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국전력 실적 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E	2028E
주요 가정												
두바이유 가격(달러/배럴)	86.3	96.1	93.1	100.0	90.0	85.0	80.0	76.0	69.4	93.9	82.8	80.0
원/달러 환율	1,464.2	1,501.6	1,420.9	1,332.0	1,320.0	1,300.0	1,290.0	1,270.0	1,422.4	1,429.7	1,295.0	1,270.0
SMP(원/kWh)	107.3	118.1	133.6	110.3	130.3	136.3	132.8	87.9	112.7	117.3	121.8	101.8
석탄 발전단가(원/kWh)	72.7	83.8	95.5	96.0	98.8	90.9	82.2	76.5	71.3	87.0	87.1	71.3
LNG 발전단가(원/kWh)	165.8	174.8	203.6	180.3	200.3	206.3	202.8	157.9	185.7	181.1	191.8	171.8
원전이용률(%)	71.0	74.0	78.0	76.0	85.0	85.0	85.0	85.0	80.9	74.9	85.0	85.0
석탄이용률(%)	52.4	45.0	72.1	50.3	52.4	45.0	72.1	50.3	49.8	55.0	55.0	51.7
전력판매단가(원/kWh)	170.4	164.6	175.4	169.8	170.4	164.6	171.6	165.7	170.1	170.1	168.1	168.0
실적 전망												
연결 매출	**24,398.5**	**21,918.9**	**27,553.4**	**23,327.2**	**24,652.6**	**22,173.4**	**27,178.7**	**22,941.1**	**97,429.3**	**97,197.9**	**96,945.7**	**97,709.4**
매출액 증가율(% YoY)	0.7	-0.1	-0.1	-1.5	1.0	1.2	-1.4	-1.7	4.3	-0.2	-0.3	0.8
매출원가	19,898.3	20,006.5	23,711.6	21,397.0	21,544.0	20,131.5	22,148.6	18,563.1	80,704.8	85,013.3	82,387.2	76,509.4
연료비	5,217.7	4,925.2	7,119.1	5,415.2	6,155.3	4,946.3	6,183.7	4,381.6	19,436.4	22,677.2	21,667.0	18,274.8
구입전력비	8,720.3	8,486.6	10,058.1	7,882.5	9,139.4	8,332.5	9,262.1	5,872.4	34,052.7	35,147.5	32,606.4	29,258.0
감가상각비	3,289.5	3,389.3	3,478.4	3,498.6	3,525.1	3,583.2	3,585.8	3,616.4	13,467.6	13,655.9	14,310.5	14,897.1
인건비	1,454.2	1,495.3	1,451.8	1,829.2	1,483.3	1,525.2	1,480.8	1,865.8	6,069.5	6,230.5	6,355.1	6,482.2
수선비 및 기타	1,216.5	1,710.1	1,604.1	2,771.5	1,240.8	1,744.3	1,636.2	2,826.9	7,678.6	7,302.2	7,448.3	7,597.2
매출총이익	4,500.2	1,912.4	3,841.8	1,930.2	3,108.6	2,041.8	5,030.0	4,378.0	16,724.5	12,184.5	14,558.5	21,200.1
매출총이익률(%)	18.4	8.7	13.9	8.3	12.6	9.2	18.5	19.1	17.2	12.5	15.0	21.7
판관비	716.0	783.8	810.4	944.7	750.5	828.7	838.8	988.7	3,234.0	3,254.9	3,406.7	3,497.3
판관비율(%)	2.9	3.6	2.9	4.0	3.0	3.7	3.1	4.3	3.3	3.3	3.5	3.6
영업이익	**3,784.2**	**1,128.6**	**3,031.4**	**985.5**	**2,358.1**	**1,213.1**	**4,191.2**	**3,389.3**	**13,490.6**	**8,929.6**	**11,151.8**	**17,702.7**
영업이익 성장률(% YoY)	0.8	-47.2	-46.4	-49.4	-37.7	7.5	38.3	243.9	61.3	-33.8	24.9	58.7
영업이익률(%)	15.5	5.1	11.0	4.2	9.6	5.5	15.4	14.8	13.8	9.2	11.5	18.1
금융손익	-781.4	-929.6	-966.1	-937.1	-973.2	-1,001.4	-1,026.2	-987.8	-3,000.6	-3,614.2	-3,988.6	-3,978.4
기타손익	90.3	26.7	105.7	119.7	18.0	27.8	13.4	28.7	520.9	342.4	87.9	5.0
종속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	302.0	200.4	242.5	45.9	308.0	204.4	247.3	46.8	576.1	790.7	806.5	822.7
세전이익	**3,395.0**	**426.1**	**2,413.5**	**213.9**	**1,710.9**	**443.8**	**3,425.8**	**2,477.1**	**11,586.9**	**6,448.5**	**8,057.6**	**14,552.0**
연결 당기순이익	**2,519.0**	**277.5**	**1,749.8**	**155.1**	**1,240.4**	**321.8**	**2,483.7**	**1,795.9**	**8,666.7**	**4,701.4**	**5,841.8**	**10,550.2**
당기순이익률(%)	10.3	1.3	6.4	0.7	5.0	1.5	9.1	7.8	8.9	4.8	6.0	10.8
당기순이익 성장률(% YoY)	6.7	-76.4	-53.8	-88.4	-50.8	15.9	41.9	1,058.0	139.3	-45.8	24.3	80.6
지배주주 순이익	2,492.7	267.3	1,732.3	153.5	1,228.0	318.6	2,458.9	1,777.9	8,544.9	4,645.9	5,783.3	10,444.7

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

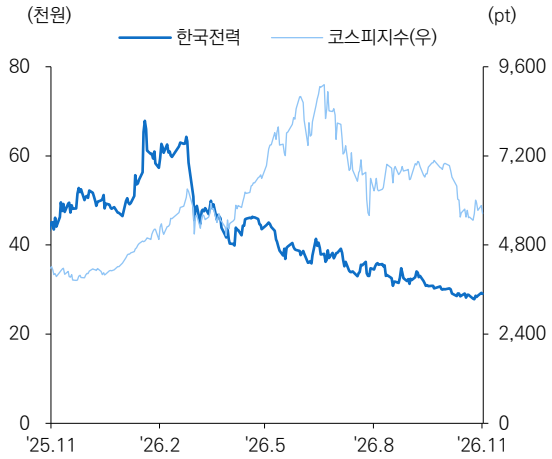
KOSPI	5,383.80pt
시가총액	201,256억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	44.83%
외국인비중	20.50%
52주 최고/최저가	67,900원/27,850원
평균거래대금	470.1억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 1 인	51.11
국민연금공단	6.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	-29.6	-27.9
상대주가	35.7	-9.2	-46.4

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	93,398.9	8,364.7	3,491.7	5,439	-172.4	62,177	3.7	0.32	6.5	9.2	496.7
2025	97,429.4	13,490.6	8,544.9	13,311	144.7	75,035	3.5	0.63	5.8	19.4	416.9
2026E	97,197.9	8,929.6	4,645.9	7,237	-45.6	81,876	4.3	0.38	6.5	9.2	390.7
2027E	96,945.7	11,151.8	5,783.4	9,009	24.5	88,825	3.5	0.35	5.8	10.6	351.1
2028E	97,709.5	17,702.7	10,444.7	16,270	80.6	103,145	1.9	0.30	4.4	17.0	303.0

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**93,398.9**	**97,429.4**	**97,197.9**	**96,945.7**	**97,709.5**
매출액증가율(%)	5.9	4.3	-0.2	-0.3	0.8
매출원가	81,964.2	80,704.8	85,013.4	82,387.2	76,509.4
매출총이익	11,434.7	16,724.5	12,184.5	14,558.5	21,200.1
판매비와관리비	3,070.0	3,234.0	3,254.9	3,406.7	3,497.3
영업이익	**8,364.7**	**13,490.6**	**8,929.6**	**11,151.8**	**17,702.7**
영업이익률(%)	9.0	13.8	9.2	11.5	18.1
금융손익	-4,087.1	-3,000.6	-3,614.2	-3,988.6	-3,978.4
종속/관계기업관련손익	882.3	576.1	790.7	806.5	822.7
기타영업외손익	96.6	520.9	342.4	87.9	5.0
세전계속사업이익	5,256.5	11,586.9	6,448.5	8,057.6	14,552.0
법인세비용	1,634.6	2,920.3	1,747.1	2,215.8	4,001.8
당기순이익	**3,622.0**	**8,666.7**	**4,701.4**	**5,841.8**	**10,550.2**
지배주주지분 순이익	3,491.7	8,544.9	4,645.9	5,783.4	10,444.7

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	29,255.2	30,715.4	34,369.4	28,930.4	31,263.2
현금및현금성자산	2,383.0	2,240.8	6,278.4	1,963.4	3,376.8
매출채권	11,099.2	11,624.9	11,490.0	11,299.9	11,657.5
재고자산	9,769.2	10,152.7	11,855.5	11,659.3	12,028.2
비유동자산	217,552.6	224,212.1	229,373.9	233,915.9	241,010.4
유형자산	182,982.8	187,751.5	192,996.9	197,664.0	204,100.1
무형자산	1,146.1	1,100.6	1,189.1	1,330.3	1,488.0
투자자산	16,232.1	17,929.4	17,693.0	17,426.7	17,927.5
자산총계	**246,807.8**	**254,927.5**	**263,743.3**	**262,846.3**	**272,273.6**
유동부채	63,968.8	67,107.3	74,189.0	71,428.0	71,208.6
매입채무	4,494.5	3,543.0	4,686.0	4,608.4	4,754.2
단기차입금	9,122.8	9,979.4	12,781.1	12,697.1	12,613.1
유동성장기부채	35,319.2	35,907.6	37,864.6	35,577.3	34,709.2
비유동부채	141,476.2	138,497.2	135,804.2	133,148.9	133,497.2
사채	84,972.7	80,607.6	78,419.7	76,112.7	75,077.7
장기차입금	3,118.8	3,274.8	3,270.8	3,403.6	3,541.8
부채총계	**205,445.0**	**205,604.5**	**209,993.2**	**204,576.9**	**204,705.8**
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,410.4	2,412.5	2,412.5	2,412.5
기타포괄이익누계액	1,424.0	1,340.6	1,932.2	1,932.2	1,932.2
이익잉여금	20,128.3	28,500.6	32,298.6	36,759.5	45,952.4
비지배주주지분	1,447.6	1,153.0	1,188.4	1,246.9	1,352.4
자본총계	**41,362.8**	**49,322.9**	**53,750.1**	**58,269.4**	**67,567.7**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**15,876.1**	**20,880.2**	**16,291.1**	**20,142.3**	**27,019.6**
당기순이익(손실)	3,622.0	8,666.7	4,701.4	5,841.8	10,550.2
유형자산감가상각비	13,833.8	13,630.2	13,866.6	14,569.4	15,166.6
무형자산상각비	163.6	158.6	143.3	151.8	171.3
운전자본의 증감	-3,790.5	-5,382.8	-2,327.4	-420.7	1,131.4
투자활동 현금흐름	**-14,093.1**	**-18,445.5**	**-12,829.6**	**-18,580.1**	**-22,522.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,216.0	-15,834.1	-17,273.2	-19,236.6	-21,602.7
투자자산의 감소(증가)	-3,023.2	-1,725.7	236.4	266.3	-500.8
재무활동 현금흐름	**-3,849.3**	**-2,634.6**	**510.5**	**-5,877.2**	**-3,083.5**
차입금증감	-1,374.3	-3,432.0	2,492.2	-4,554.7	-1,831.7
자본의증가	0.0	-34.2	2.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-1,959.9**	**-142.2**	**4,037.6**	**-4,315.0**	**1,413.4**
기초현금	4,342.9	2,383.0	2,240.8	6,278.4	1,963.4
기말현금	2,383.0	2,240.8	6,278.4	1,963.4	3,376.8

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	145,489	151,768	151,407	151,014	152,204
EPS(지배주주)	5,439	13,311	7,237	9,009	16,270
CFPS	38,559	49,316	38,502	41,715	52,757
EBITDAPS	34,834	42,494	35,733	40,303	51,468
BPS	62,177	75,035	81,876	88,825	103,145
DPS	213	1,542	2,060	1,950	1,950
배당수익률(%)	1.1	3.3	6.6	6.2	6.2
Valuation(Multiple)					
PER	3.7	3.5	4.3	3.5	1.9
PCR	0.5	1.0	0.8	0.8	0.6
PSR	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.32	0.63	0.38	0.35	0.30
EBITDA(십억원)	22,362.1	27,279.4	22,939.5	25,873.0	33,040.7
EV/EBITDA	6.5	5.8	6.5	5.8	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	19.4	9.2	10.6	17.0
EBITDA이익률	23.9	28.0	23.6	26.7	33.8
부채비율	496.7	416.9	390.7	351.1	303.0
금융비용부담률	5.0	4.5	4.4	4.4	4.3
이자보상배율(x)	1.8	3.1	2.1	2.6	4.2
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	8.4	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	10.0	9.8	8.8	8.2	8.2

삼성E&A (028050) 반복되는 것에는 이유가 있다

Analyst **문경원, CFA**
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	83,000원
현재주가 (11. 5)	64,300원
상승여력	29.1%

멀티플을 매출 성장 x 마진 서프라이즈 x 주주환원의 함수로 본다면, 세 요소 모두 개선되는 국면

- 최근 주가 상승에도 불구하고 2027년 PER은 당사 추정치 기준 11.3배에 불과. 역사적인 고점은 13~14배 수준이며, 2027년에는 고점을 뛰어넘는 수준의 주가 상승이 가능

1) 매출 성장성: 2026년 말 26.2조원의 역대 최고 수주잔고는 2028년까지 연간 20% 내외 매출 성장률을 담보. 2027년 추가 성장 가능. 역대 최고 수준의 정제 마진, 메모리 가격은 후행적으로 EPC 수주로 연결

2) 마진 서프라이즈: 2027년 영업이익률 컨센서스 9.5%는 동사의 '반복되는 일회성' 이익을 감안하지 못한 것

3) 주주환원: 2027년 1월 말 3개년(2027E~2029E) 주주환원정책이 발표. 순현금 3조원 기반으로 강화된 정책 기대

반복되는 것에는 이유가 있다

- 지난 21개 분기 실적 발표 중 12개 분기에서 어닝 서프라이즈 기록. 준공 정산, 인센티브 인식 등 '일회성' 이익이 주된 동인
- '일회성'이라고 이름 붙이긴 하나, 동사의 보수적인 원가 산정과 공사 수행 능력에서 비롯된 구조적인 개선. 동사의 Feed-to-EPC 비중 증가, 표준화 및 모듈화, 개선된 협상력(EPC 시장 구조조정), AI 활용 등이 주요 원인
- 2027년은 첨단 산업 매출 비중이 높아져 어닝 서프라이즈의 폭은 다소 낮아지겠으나, 안정성은 더욱 높아짐. 2027년 화공 매출의 주요 안건인 파드힐리는 '일정대로 진행 중(Aramco, 2026.8)'.

전방 시장에 따라 갈릴 EPC 업체들의 수익률

- 최근 글로벌 업체들의 EPC들의 수익률 차별화의 원인은 전쟁에 따른 실적 영향. 전방 시장에 따른 차별화는 관찰되지 않음
- 그러나 EPC 업체의 멀티플에서 가장 중요한 것은 전방시장의 성장률. 역대급 호황인 반도체, 정유를 전방으로 두는 동사에 대한 밸류에이션 프리미엄이 강화될 필요. 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 83,000원으로 상향

삼성E&A 적정주가 산정

- 삼성E&A 적정주가를 83,000원으로 상향, 투자의견을 Buy로 유지
- 적정주가에 적용된 PBR 3.09배는 ROE-COE를 감안한 적정 PBR 2.81배에 10%의 프리미엄을 적용.
  2028년 이후의 성장세를 반영하기 위한 프리미엄이며, 2028년 EPS 성장률이 20%를 상회하는 점 감안 시 보수적이라는 판단

삼성E&A 적정주가 테이블

구분	적용값 (십억원)	내용
순자산	5,274.6	2027년 연평균 지배주주 자본총계
적정 배수(배)	3.09	적정 PBR 2.81배에 10% 프리미엄 적용. 2028년 EPS 성장률 20%를 감안 시 보수적
적정 시가총액	16,309.7	
발행 주식수 (백만주)	196,000	기말 주식수
적정 주가 (원)	**83,000**	
현재 주가 (원)	64,300	
상승 여력 (%)	29.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성E&A 적정 PBR 산출

적정 P/B (배)	**2.81**
COE (%)	**7.6**
Risk Free (%)	3.7
MRP (%)	5.0
베타	0.79
12개월 선행 평균 ROE (%)	**20.8**
2026E	17.8
2027E	19.5
2028E	20.8
영구성장률 (%)	1.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성E&A 실적 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표												
수주	4,627.7	3,006.5	9,421.2	2,200.0	1,270.3	5,980.3	6,097.0	4,650.0	6,356.7	19,255.4	17,997.7	17,173.6
수주 잔고	20,623.7	22,675.6	27,156.1	26,156.0	24,408.4	26,959.5	29,439.1	29,908.8	17,756.2	26,156.0	29,908.8	30,374.8
실적 추정												
매출	**2,267.4**	**2,609.3**	**2,910.5**	**3,200.1**	**3,018.0**	**3,429.2**	**3,617.4**	**4,180.3**	**9,028.8**	**10,987.3**	**14,244.9**	**16,707.6**
매출 성장률(% YoY)	8.1	19.8	45.8	16.1	33.1	31.4	24.3	30.6	-9.4	21.7	29.6	17.3
화공	1,129.9	1,073.2	1,049.0	1,306.3	1,123.5	1,311.1	1,242.0	1,601.4	5,151.3	4,558.4	5,277.9	5,206.8
첨단산업	574.2	838.0	1,070.5	1,538.1	1,585.3	1,644.5	1,862.4	1,973.0	2,531.2	4,020.8	7,065.2	8,364.9
New Energy	563.3	698.1	791.0	355.8	309.3	473.6	513.0	605.9	1,346.3	2,408.2	1,901.8	3,135.9
매출원가	1,923.6	2,197.0	2,285.4	2,590.8	2,576.5	2,927.9	3,087.2	3,569.2	7,694.9	8,996.8	12,160.9	14,253.5
매출원가율(%)	84.8	84.2	78.5	81.0	85.4	85.4	85.3	85.4	85.2	81.9	85.4	85.3
화공(%)	84.0	85.1	73.8	78.0	86.0	86.0	86.0	86.0	85.6	80.2	86.0	86.0
첨단산업((%)	86.1	82.8	83.0	83.0	85.0	85.0	85.0	85.0	86.0	83.4	85.0	85.0
New Energy(%)	85.2	84.5	78.6	83.0	85.0	85.0	85.0	85.0	82.2	82.5	85.0	85.0
매출총이익	**343.8**	**412.3**	**625.1**	**609.3**	**441.5**	**501.3**	**530.2**	**611.0**	**1,333.9**	**1,990.5**	**2,084.0**	**2,454.1**
판관비	155.6	139.2	124.5	150.3	149.1	163.5	166.8	188.5	541.8	569.6	667.9	742.5
영업이익	**188.2**	**273.1**	**500.6**	**459.1**	**292.4**	**337.8**	**363.4**	**422.6**	**792.1**	**1,420.9**	**1,416.1**	**1,711.6**
영업이익률(%)	8.3	10.5	17.2	14.3	9.7	9.8	10.0	10.1	8.8	12.9	9.9	10.2
영업이익 증가율(% YoY)	19.6	51.0	183.6	65.5	55.4	23.7	-27.4	-8.0	-18.5	79.4	-0.3	20.9
금융손익	39.9	21.9	-19.8	3.1	11.5	12.9	14.2	17.5	106.5	45.1	56.2	87.1
기타손익	-13.6	-50.0	-184.2	-3.6	-3.1	-2.1	-0.4	-0.4	-87.0	-251.5	-6.0	-1.6
종속, 지배, 관계기업 손익	-5.7	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	18.8	-1.7	6.4	6.4
세전이익	**208.8**	**245.7**	**298.7**	**460.1**	**302.5**	**350.2**	**378.8**	**441.3**	**830.4**	**1,213.3**	**1,472.7**	**1,803.5**
법인세비용	45.5	63.2	82.0	126.5	83.2	96.3	104.2	121.4	182.1	317.3	405.0	496.0
법인세율(%)	21.8	25.7	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	21.9	26.1	27.5	27.5
당기순이익	**163.3**	**182.5**	**216.7**	**333.6**	**219.3**	**253.9**	**274.6**	**319.9**	**648.3**	**896.1**	**1,067.7**	**1,307.5**
순이익률(%)	7.2	7.0	7.4	10.4	7.3	7.4	7.6	7.7	7.2	8.2	7.5	7.8
순이익 증가율(% YoY)	3.9	28.8	37.7	73.7	34.3	39.1	26.7	-4.1	1.5	38.2	19.2	22.5
지배순이익	**155.6**	**181.3**	**214.2**	**330.2**	**217.1**	**251.3**	**271.9**	**316.7**	**617.5**	**881.3**	**1,057.0**	**1,294.4**

자료: 삼성E&A, 메리츠증권 리서치센터

삼성E&A (028050)

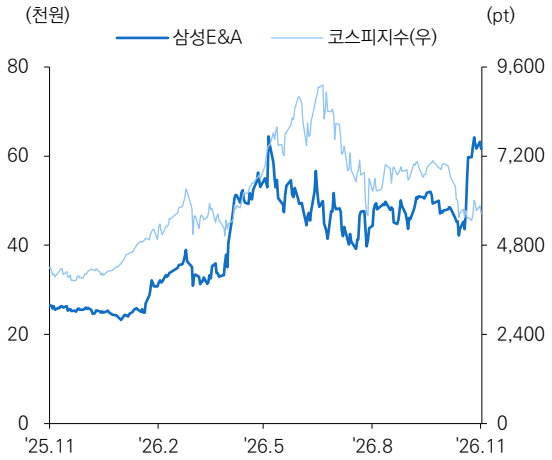
KOSPI	5,383.80pt
시가총액	126,028억원
발행주식수	19,600만주
유동주식비율	78.28%
외국인비중	41.71%
52주 최고/최저가	65,500원/23,250원
평균거래대금	1,142.3억원

주요주주(%)

삼성SDI 외 6 인	20.57
국민연금공단	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.7	16.9	148.7
상대주가	75.2	50.6	85.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	9,966.6	971.6	756.9	3,862	0.4	21,591	4.3	0.77	0.2	19.6	157.0
2025	9,028.8	792.1	617.5	3,150	-18.4	24,187	7.6	0.99	2.0	13.8	125.8
2026E	10,987.3	1,421.0	881.3	4,497	42.7	26,202	14.3	2.45	6.2	17.8	122.2
2027E	14,244.9	1,416.1	1,057.0	5,705	26.9	30,954	11.3	2.08	6.3	19.5	123.1
2028E	16,707.6	1,711.6	1,294.4	7,016	23.0	36,550	9.2	1.76	4.8	20.8	107.4

삼성E&A (028050)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**9,966.6**	**9,028.8**	**10,987.3**	**14,244.9**	**16,707.6**
매출액증가율(%)	-6.2	-9.4	21.7	29.6	17.3
매출원가	8,457.4	7,694.9	8,996.8	12,160.9	14,253.5
매출총이익	1,509.2	1,333.9	1,990.5	2,084.0	2,454.1
판매비와관리비	537.6	541.8	569.6	667.9	742.5
영업이익	**971.6**	**792.1**	**1,421.0**	**1,416.1**	**1,711.6**
영업이익률(%)	9.7	8.8	12.9	9.9	10.2
금융손익	162.5	106.5	45.1	56.2	87.1
종속/관계기업관련손익	6.9	18.8	-1.7	6.4	6.4
기타영업외손익	-237.2	-87.0	-251.5	-6.0	-1.6
세전계속사업이익	903.8	830.4	1,212.9	1,472.7	1,803.5
법인세비용	265.1	182.1	317.1	405.0	496.0
당기순이익	**638.7**	**648.3**	**895.7**	**1,067.7**	**1,307.5**
지배주주지분 순이익	756.9	617.5	881.3	1,057.0	1,294.4

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,941.9	7,659.2	8,426.4	9,785.4	11,089.8
현금및현금성자산	2,595.7	861.8	1,048.9	1,043.9	1,788.1
매출채권	3,504.8	2,918.3	3,294.5	4,303.6	4,676.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,071.5	2,380.4	2,354.3	2,345.1	2,352.8
유형자산	443.4	507.5	519.8	527.2	542.3
무형자산	98.9	107.6	91.6	62.1	42.1
투자자산	320.6	383.5	369.6	382.5	395.2
자산총계	**10,013.3**	**10,039.6**	**10,780.7**	**12,130.4**	**13,442.6**
유동부채	5,871.1	5,258.7	5,473.6	6,100.9	6,317.1
매입채무	800.0	1,010.3	1,172.6	1,531.8	1,664.6
단기차입금	103.6	0.0	68.7	63.3	58.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	246.5	334.7	456.4	592.8	643.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**6,117.6**	**5,593.4**	**5,930.0**	**6,693.7**	**6,960.3**
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	-21.9	-66.9	-66.9	-66.9	-66.9
기타포괄이익누계액	86.4	152.2	238.0	238.0	238.0
이익잉여금	3,187.3	3,675.4	4,404.5	4,559.8	5,592.3
비지배주주지분	-336.1	-294.5	-284.9	-274.2	-261.1
자본총계	**3,895.7**	**4,446.2**	**4,850.7**	**5,436.8**	**6,482.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**1,635.8**	**254.4**	**969.6**	**542.8**	**1,151.8**
당기순이익(손실)	638.7	648.3	895.7	1,067.7	1,307.5
유형자산감가상각비	43.4	47.2	50.8	52.3	53.5
무형자산상각비	25.9	35.0	38.9	29.5	20.0
운전자본의 증감	730.4	-516.9	-164.7	-606.7	-229.2
투자활동 현금흐름	**-49.7**	**-1,709.1**	**-278.2**	**-167.6**	**-180.2**
유형자산의 증가(CAPEX)	-43.0	-53.5	-51.8	-59.6	-68.6
투자자산의 감소(증가)	-50.5	-44.1	9.0	-12.9	-12.7
재무활동 현금흐름	**-29.6**	**-263.9**	**-554.5**	**-380.2**	**-227.4**
차입금증감	318.6	-141.1	103.2	101.4	34.6
자본의증가	0.0	-45.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**1,680.7**	**-1,733.9**	**187.1**	**-5.0**	**744.2**
기초현금	915.0	2,595.7	861.8	1,048.9	1,043.9
기말현금	2,595.7	861.8	1,048.9	1,043.9	1,788.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	50,850	46,065	56,058	76,883	90,556
EPS(지배주주)	3,862	3,150	4,497	5,705	7,016
CFPS	5,547	5,314	6,910	7,990	9,701
EBITDAPS	5,311	4,460	7,707	8,084	9,675
BPS	21,591	24,187	26,202	30,954	36,550
DPS	660	790	1,120	1,420	1,420
배당수익률(%)	4.0	3.3	1.7	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	4.3	7.6	14.3	11.3	9.2
PCR	3.0	4.5	9.3	8.0	6.6
PSR	0.3	0.5	1.1	0.8	0.7
PBR	0.77	0.99	2.45	2.08	1.76
EBITDA(십억원)	1,040.9	874.2	1,510.7	1,497.9	1,785.1
EV/EBITDA	0.2	2.0	6.2	6.3	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.6	13.8	17.8	19.5	20.8
EBITDA이익률	10.4	9.7	13.7	10.5	10.7
부채비율	157.0	125.8	122.2	123.1	107.4
금융비용부담률	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	68.9	479.6	78.5	35.4	36.7
매출채권회전율(x)	3.6	2.8	3.5	3.7	3.7
재고자산회전율(x)					

GS건설 (006360) 연초 매수 시 1년이 편안

Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	41,000원
현재주가 (11. 5)	27,950원
상승여력	46.7%

P, Q 모두 성장하는 2027년 분양 시장. 특히 P 상승 효과가 저평가되고 있음

- 2020년 이후 서울 정비 사업 평당 도급 금액은 2배 이상 증가. 특히 2026년의 상승 각도가 가팔랐음
- 2026년 건축/주택 매출 감소(-20.9% YoY)는 분양 물량 감소 효과가 반영된 결과.
  1Q~4Q 분기별로는 -29%, -28, -19%, -4%로 그 하락 폭을 줄여오는 중. 2027년에는 반등(+14.2%)할 것으로 예상
- 2026년 분양은 연간 가이던스(1.4만 세대)를 상회하는 1.67만 세대를 기록할 전망이며, 2027년에도 수도권 내 전반적인 매매가 상승을 바탕으로 분양 성장이 예상. 2027년은 Upcycle의 시작일 뿐, 2028년에 성장 폭이 더욱 강할 전망

데이터센터 연말 연초 착공 여부 중요. 2027년 매출 성장을 이끄는 또 다른 드라이버

- ㈜GS의 동해 데이터센터 Site 1(100MW 추정)이 4Q26~1Q27 내 착공 예정. 테넌트 확보 상황에 따라 Site 2 착공도 이어질 전망. 이외에 고양(80MW), 부산(40MW), 서울 구로구(10MW) 등이 수주 완료 후 연말~연초 착공을 앞두고 있음
- 2027년에는 데이터센터에서 1조원 이상 매출 기여 기대 가능. 2026년 주택이 Flat 하더라도 당사가 가정한 2027년 건축/주택 매출 성장(+8,800억원 YoY)이 가능 → 당사의 매출 전망은 보수적 추정치

4분기 실적 마지막 걸림돌. 2027년은 하반기로 갈수록 이익 모멘텀이 강할 전망

- 4Q26 영업이익은 771억원(-35.5% YoY)으로 컨센서스(1,234억원) 대비 부진할 전망.
  플랜트, 인프라 부문에서의 비용 불확실성, 대손충당금 반영 가능성을 반영한 결과.
  2027년으로 넘어가는 마지막 걸림돌로 해석
- 2027년 실적 개선은 연말로 갈수록 강해질 것. 연초 매수 이후 Buy & Hold 전략 추천
- 투자의견 Buy, 적정주가 41,000원 유지. PBR, PER 관점 모두에서 Peer 대비 저평가

GS건설 실적 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표												
수주	2,602.5	5,224.3	3,958.4	5,731.6	3,254.0	6,070.6	4,665.3	6,262.2	19,207.3	17,516.8	20,252.2	21,900.9
수주 잔고	72,130.6	75,395.4	71,703.0	74,541.5	75,186.7	78,431.3	80,250.2	83,349.7	70,553.3	74,541.5	83,349.7	92,022.2
실적 추정												
매출	**2,400.5**	**2,779.4**	**2,744.2**	**2,918.2**	**2,638.4**	**2,850.8**	**2,869.2**	**3,188.0**	**12,450.3**	**10,842.3**	**11,546.4**	**13,330.9**
매출 성장률(% YoY)	-21.6	-13.0	-14.5	-2.2	9.9	2.6	4.6	9.2	-3.2	-12.9	6.5	15.5
인프라	326.4	396.5	343.7	336.6	287.3	334.8	291.1	293.6	1,461.5	1,403.2	1,206.8	1,064.1
플랜트	253.6	402.0	457.0	424.1	360.6	365.4	369.5	404.3	1,320.2	1,536.7	1,499.8	1,540.6
신사업	371.0	420.7	422.6	428.0	422.3	420.4	417.2	437.5	1,778.8	1,642.3	1,697.3	1,734.6
건축주택	1,421.3	1,536.8	1,499.7	1,704.4	1,538.5	1,705.5	1,768.6	2,027.4	7,786.9	6,162.2	7,040.0	8,889.1
기타	28.3	23.9	21.2	25.0	29.6	24.8	22.8	25.2	102.5	98.4	102.5	102.4
매출원가	2,202	2,374	2,438	2,578	2,302	2,486	2,496	2,784	11,105	9,592	10,068	11,557
매출원가율(%)	91.7	85.4	88.8	88.3	87.3	87.2	87.0	87.3	89.2	88.5	87.2	86.7
인프라(%)	96.1	78.0	104.5	98.0	95.0	95.0	95.0	95.0	93.8	93.5	95.0	95.0
플랜트(%)	124.2	107.0	95.5	98.0	91.0	91.0	91.0	95.0	92.9	103.9	92.1	92.1
신사업(%)	81.7	80.6	83.4	88.0	90.0	90.0	90.0	90.0	95.4	83.5	90.0	90.0
건축주택(%)	87.6	82.4	84.4	84.0	84.0	84.0	84.0	84.0	86.1	84.5	84.0	84.0
매출총이익	**198.3**	**404.9**	**306.7**	**340.0**	**336.1**	**365.3**	**373.2**	**403.8**	**1,345.1**	**1,250.0**	**1,478.4**	**1,774.1**
판관비	124.8	313.6	211.2	263.0	201.5	185.0	187.1	250.5	907.3	912.5	824.0	916.7
영업이익	**73.5**	**91.4**	**95.5**	**77.1**	**134.6**	**180.3**	**186.1**	**153.3**	**437.8**	**337.4**	**654.4**	**857.5**
영업이익률(%)	3.1	3.3	3.5	2.6	5.1	6.3	6.5	4.8	3.5	3.1	5.7	6.4
영업이익 증가율(% YoY)	4.4	-43.6	-35.7	35.5	83.3	97.3	94.8	98.9	53.1	-22.9	93.9	31.0
금융손익	-94.0	-61.3	72.4	68.3	-20.0	-36.7	-19.9	-17.3	-217.3	-14.6	-94.0	-140.0
기타손익	80.7	15.9	-116.4	-8.2	-0.6	5.0	-13.1	-11.3	-83.0	-28.0	-20.1	-3.9
종속, 지배, 관계기업 손익	3.5	1.0	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	9.8	4.0	-0.9	-1.2
세전이익	**63.7**	**46.9**	**51.4**	**137.0**	**113.8**	**148.3**	**153.0**	**124.3**	**147.3**	**299.0**	**539.4**	**712.4**
법인세비용	53.0	32.5	-22.0	37.7	31.3	40.8	42.1	34.2	53.9	101.2	148.3	195.9
법인세율(%)	83.2	69.4	-42.9	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	36.6	33.8	27.5	27.5
당기순이익	**10.7**	**14.4**	**73.4**	**99.3**	**82.5**	**107.5**	**110.9**	**90.1**	**93.4**	**197.8**	**391.1**	**516.5**
순이익률(%)	0.4	0.5	2.7	3.4	3.1	3.8	3.9	2.8	0.8	1.8	3.4	3.9
순이익 증가율(% YoY)	-22.0	흑전	-39.8	122.3	670.8	648.2	51.0	-9.2	-64.6	111.8	97.7	32.1
지배순이익	**0.1**	**2.6**	**95.4**	**87.6**	**71.7**	**95.4**	**98.6**	**78.9**	**93.5**	**185.6**	**344.5**	**463.7**

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS건설 (006360)

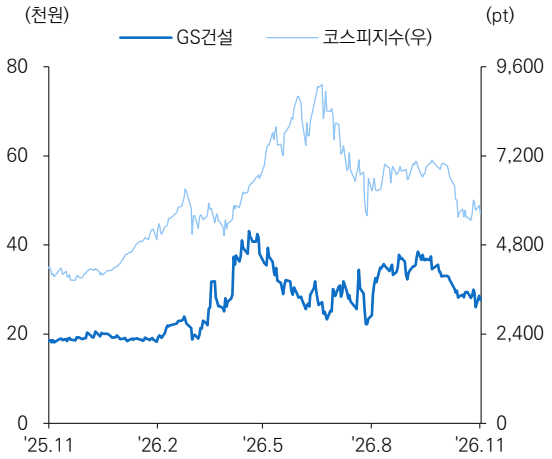
KOSPI	5,383.80pt
시가총액	23,920억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	75.73%
외국인비중	22.10%
52주 최고/최저가	43,100원/18,110원
평균거래대금	549.4억원

주요주주(%)

허창수 외 14 인	23.02
국민연금공단	12.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.4	-22.3	53.8
상대주가	10.0	0.2	14.4

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	12,863.8	286.0	245.6	2,869	-151.0	51,578	6.0	0.34	11.2	5.6	250.0
2025	12,450.4	437.8	93.5	1,093	-61.9	56,005	18.0	0.35	8.0	2.0	234.2
2026E	10,842.3	337.4	185.4	2,166	98.3	59,279	12.9	0.47	10.4	3.8	220.4
2027E	11,546.4	654.4	344.5	4,026	85.8	62,808	6.9	0.45	6.7	6.6	210.5
2028E	13,330.9	857.5	463.7	5,418	34.6	67,730	5.2	0.41	5.4	8.3	204.2

GS건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**12,863.8**	**12,450.4**	**10,842.3**	**11,546.4**	**13,330.9**
매출액증가율(%)	-4.3	-3.2	-12.9	6.5	15.5
매출원가	11,749.6	11,105.3	9,592.3	10,068.0	11,556.8
매출총이익	1,114.2	1,345.1	1,250.0	1,478.4	1,774.1
판매비와관리비	828.2	907.3	912.5	824.0	916.7
영업이익	**286.0**	**437.8**	**337.4**	**654.4**	**857.5**
영업이익률(%)	2.2	3.5	3.1	5.7	6.4
금융손익	-221.1	-217.3	-14.6	-94.0	-140.0
종속/관계기업관련손익	-7.2	9.8	4.0	-0.9	-1.2
기타영업외손익	383.9	-83.0	-28.0	-20.1	-3.9
세전계속사업이익	441.5	147.3	298.9	539.4	712.4
법인세비용	177.6	53.9	101.2	148.3	195.9
당기순이익	**263.9**	**93.4**	**197.7**	**391.1**	**516.5**
지배주주지분 순이익	245.6	93.5	185.4	344.5	463.7

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,666.6	9,074.2	9,105.8	9,332.2	10,006.2
현금및현금성자산	2,083.0	3,015.8	3,259.2	2,945.1	2,879.1
매출채권	7.4	62.4	61.1	66.7	74.4
재고자산	1,280.0	1,163.3	1,137.9	1,243.1	1,387.1
비유동자산	9,136.7	9,385.7	9,598.0	9,876.6	10,253.5
유형자산	2,638.6	1,626.0	1,737.5	1,766.3	1,794.2
무형자산	1,064.3	1,190.8	1,267.2	1,249.4	1,232.2
투자자산	3,032.3	3,259.7	3,220.7	3,488.2	3,854.4
자산총계	**17,803.3**	**18,459.8**	**18,703.9**	**19,208.8**	**20,259.7**
유동부채	9,031.9	7,832.1	9,049.8	9,142.1	9,631.4
매입채무	1,638.1	1,290.5	1,262.3	1,379.0	1,538.7
단기차입금	1,130.6	990.9	1,140.6	1,083.6	1,083.6
유동성장기부채	1,996.7	1,177.6	2,199.5	1,981.5	1,981.5
비유동부채	3,684.3	5,104.2	3,817.2	3,881.2	3,968.8
사채	351.5	438.6	404.1	404.1	404.1
장기차입금	2,151.5	3,461.2	2,218.5	2,218.5	2,218.5
부채총계	**12,716.2**	**12,936.3**	**12,867.0**	**13,023.3**	**13,600.2**
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	924.0	922.8	922.9	922.9	922.9
기타포괄이익누계액	-106.0	1.7	147.3	147.3	147.3
이익잉여금	3,266.5	3,342.1	3,476.6	3,778.7	4,199.9
비지배주주지분	673.0	730.6	763.7	810.3	863.1
자본총계	**5,087.1**	**5,523.6**	**5,836.9**	**6,185.5**	**6,659.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**267.8**	**591.5**	**783.8**	**553.7**	**649.0**
당기순이익(손실)	263.9	93.4	197.7	391.1	516.5
유형자산감가상각비	180.8	206.6	196.5	203.2	208.7
무형자산상각비	27.9	30.7	26.2	17.8	17.3
운전자본의 증감	-367.4	-114.1	313.0	-58.3	-93.4
투자활동 현금흐름	**-548.9**	**-247.0**	**-56.0**	**-559.9**	**-685.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-416.2	-226.0	-227.4	-232.0	-236.6
투자자산의 감소(증가)	-529.3	-227.4	39.0	-267.5	-366.2
재무활동 현금흐름	**76.6**	**573.7**	**-531.9**	**-307.9**	**-29.4**
차입금증감	438.3	459.3	-102.1	-265.5	13.1
자본의증가	-18.0	-1.2	0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-161.9**	**932.8**	**243.4**	**-314.1**	**-65.9**
기초현금	2,244.9	2,083.0	3,015.8	3,259.2	2,945.1
기말현금	2,083.0	3,015.8	3,259.2	2,945.1	2,879.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	150,311	145,479	126,690	134,917	155,768
EPS(지배주주)	2,869	1,093	2,166	4,026	5,418
CFPS	10,194	11,395	8,774	10,431	12,599
EBITDAPS	5,780	7,889	6,546	10,227	12,659
BPS	51,578	56,005	59,279	62,808	67,730
DPS	300	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.7	2.5	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	18.0	12.9	6.9	5.2
PCR	1.7	1.7	3.2	2.7	2.2
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.34	0.35	0.47	0.45	0.41
EBITDA(십억원)	494.7	675.1	560.2	875.3	1,083.4
EV/EBITDA	11.2	8.0	10.4	6.7	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	2.0	3.8	6.6	8.3
EBITDA이익률	3.8	5.4	5.2	7.6	8.1
부채비율	250.0	234.2	220.4	210.5	204.2
금융비용부담률	2.4	2.7	3.0	2.4	2.1
이자보상배율(x)	0.9	1.3	1.0	2.3	3.1
매출채권회전율(x)	318.2	356.5	175.6	180.8	188.9
재고자산회전율(x)	9.8	10.2	9.4	9.7	10.1

Compliance Notice

- 당사는 자료 공표일 현재 포스코인터내셔널의 이해관계인정법인입니다.
- 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	91.9%
중립	8.2%
매도	0.0%

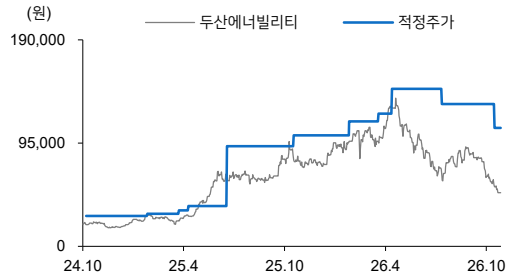
2026년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너빌리티(034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.11.01	산업분석	Buy	28,000	문경원	-25.8	0.7
2025.02.18	기업브리프	Buy	30,000	문경원	-14.8	1.0
2025.04.15	산업분석	Buy	33,000	문경원	-20.1	-12.3
2025.05.02	기업브리프	Buy	37,000	문경원	31.6	86.2
2025.07.10	기업분석	Buy	92,000	문경원	-26.1	4.8
2025.11.06	기업브리프	Buy	102,000	문경원	-18.8	-5.4
2026.02.13	기업브리프	Buy	115,000	문경원	-13.0	-4.7
2026.04.06	기업브리프	Buy	122,000	문경원	-9.3	5.9
2026.04.30	기업브리프	Buy	145,000	문경원	-34.0	-5.9
2026.07.28	기업브리프	Buy	131,000	문경원	-41.8	-30.0
2026.10.30	기업브리프	Buy	109,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

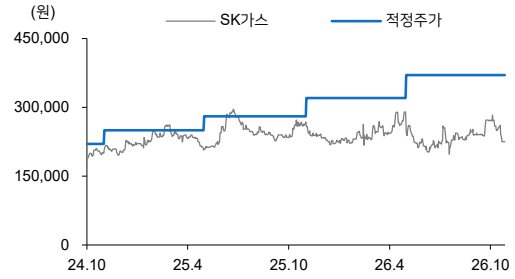


SK가스 (018670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.31	산업분석	Buy	220,000	문경원	-18.6	-4.5
2024.11.26	기업브리프	Buy	250,000	문경원	-9.1	4.8
2025.05.23	기업브리프	Buy	280,000	문경원	-11.1	5.7
2025.11.21	기업브리프	Buy	320,000	문경원	-24.6	-9.4
2026.05.18	기업브리프	Buy	370,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

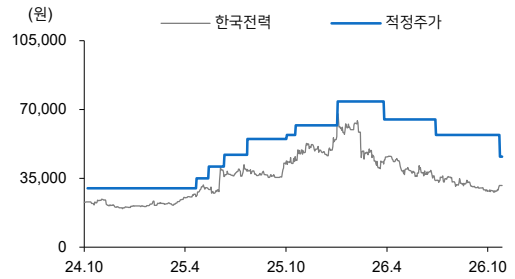


한국전력(015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.11.01	산업분석	Buy	30,000	문경원	-25.6	-10.2
2025.05.14	기업브리프	Buy	35,000	문경원	-16.2	-9.4
2025.06.05	산업분석	Buy	41,000	문경원	-22.1	-1.0
2025.07.03	산업브리프	Buy	47,000	문경원	-19.3	-10.6
2025.08.13	기업브리프	Buy	55,000	문경원	-31.6	-20.3
2025.10.22	기업브리프	Buy	57,000	문경원	-22.9	-19.1
2025.11.07	산업분석	Buy	62,000	문경원	-18.9	5.5
2026.01.21	산업브리프	Buy	74,000	문경원	-28.7	-8.2
2026.04.14	기업브리프	Buy	65,000	문경원	-38.3	-28.7
2026.07.15	기업브리프	Buy	57,000	문경원	-44.2	-36.5
2026.11.06	Indepth	Buy	46,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

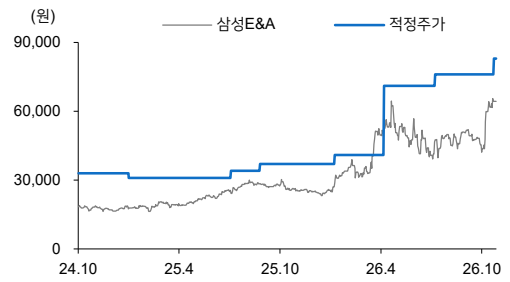


삼성E&A (028050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.10.25	기업브리프	Buy	33,000	문경원	-46.3	-42.8
2025.01.24	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-33.6	-16.8
2025.07.25	기업브리프	Buy	34,000	문경원	-18.6	-11.8
2025.09.15	산업분석	Buy	37,000	문경원	-29.2	-18.1
2026.01.26	기업브리프	Buy	41,000	문경원	-8.7	27.8
2026.04.24	기업브리프	Buy	71,000	문경원	-30.7	-9.3
2026.07.24	기업브리프	Buy	76,000	문경원	-34.5	-13.8
2026.11.06	Indepth	Buy	83,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



GS건설(006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.11.01	산업분석	Buy	23,000	문경원	-18.1	5.0
2025.07.30	기업브리프	Buy	26,000	문경원	-26.9	-20.8
2026.01.14	기업브리프	Buy	25,000	문경원	-10.7	27.4
2026.04.08	기업브리프	Buy	35,000	문경원	-8.8	23.1
2026.07.27	Indepth	Buy	41,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

