

유틸리티/건설 Neutral

# 원자력, 변화와 성장의 중심

2023.9.18



하나증권

2023년 9월 18일 | Equity Research

# 유틸리티/건설 Neutral

## 원자력, 변화와 성장의 중심

### Summary

- ✓ 대형 원전: 국내 원전 확대 정책과 그에 따른 모멘텀에 주목
- ✓ 설비 부족 우려 해소 방안과 중장기 원전 비중 변화 확인 필요
- ✓ SMR: 명실상부 차세대 에너지원

### Top Picks 및 관심종목

| 기업명           | 투자의견    | 목표주가(12M) | 현재주가(9월15일) |
|---------------|---------|-----------|-------------|
| 두산에너지(034020) | BUY(신규) | 23,000원   | 17,170원     |
| 한전기술(052690)  | BUY(신규) | 88,000원   | 62,500원     |
| 현대건설(000720)  | BUY     | 55,000원   | 37,300원     |

## 목차

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1. 2017년과 2021년이 전환점</b>           | <b>3</b>  |
| 1) 2016년 경주 지진과 월성 원전. 2017년 대선과 탈원전  | 3         |
| 2) 탈원전에서 탈탈원전으로의 전환이 시작된 2022년과 현재    | 4         |
| 3) 밸류에이션보다는 모멘텀. 국내 원전 확대 정책에 주목      | 5         |
| <b>2. 제11차 전력수급기본계획에 담길 수 있는 이야기들</b> | <b>6</b>  |
| 1) 전력설비 부족 우려                         | 6         |
| 2) 재생에너지 보급 속도 조절                     | 7         |
| 3) $2 + 4 = 6$                        | 8         |
| 4) $6 + a > 6$                        | 9         |
| <b>3. 해외 원전 수출. 기대와 우려 혼재</b>         | <b>10</b> |
| 1) 2009년 UAE                          | 10        |
| 2) 2017년 영국                           | 11        |
| 3) 2018년 사우디아라비아                      | 12        |
| 4) 2022년 폴란드                          | 13        |
| 5) 2024년 체코                           | 14        |
| <b>4. SMR에서 찾는 기회</b>                 | <b>15</b> |
| 1) SMR 개요: 소형화 및 모듈화 된 원자로            | 15        |
| 2) SMR 개발 현황                          | 17        |
| 3) SMR 건설 진행사항: 건설 인허가만 남음            | 19        |
| 4) 국내 기업 SMR 진행 사항                    | 20        |
| 5) 2021년부터 한국형 i-SMR 개발 중             | 21        |
| <b>기업분석</b>                           | <b>23</b> |
| 두산에너지빌리티(034020)                      | 23        |
| 한전기술(052690)                          | 27        |
| 현대건설(000720)                          | 31        |

2023년 9월 18일 | 산업분석\_Industry In-depth

Neutral

# 유틸리티/건설

## 원자력, 변화와 성장의 중심

### Top Picks 및 관심종목

\*CP 2023년 9월 15일

두산에너지빌리티(034020)

BUY(신규) | TP 23,000원 | CP 17,170원

한전기술(052690)

BUY(신규) | TP 88,000원 | CP 62,500원

현대건설(000720)

BUY | TP 55,000원 | CP 37,300원

### 대형 원전: 국내 원전 확대 정책과 그에 따른 모멘텀에 주목

전력 정책 가운데 발전설비와 관련된 부분은 인프라 산업 특성 상 실제 전력 Mix에 영향을 나타내기까지 시간이 오래 소요된다. 정책이 확정되면 반대 방향으로 변화가 다시 나타나기 쉽지 않다. 따라서 이번 정부 임기 내 제시될 제11차 전력수급기본계획과 제12차 계획에서 중장기 원자력 발전 비중 확대 및 신규 원전 추가 계획이 연이어 확정된다면 투자 모멘텀은 충분히 확보될 수 있다. 제11차 전기본에 신규 원전이 포함될 가능성은 이미 예상되는 사안이지만 관건은 얼마나 더 늘어날 수 있는지의 여부다. 만약 4기 이상 신규 원전이 정책으로 제시된다면 원전 설비 확대에 대한 기존 관점은 조금 달라질 여지가 존재한다.

### 설비 부족 우려 해소 방안과 중장기 원전 비중 변화 확인 필요

기후변화로 인한 냉방수요 증가, 다수 데이터센터 도입, 대규모 반도체 클러스터 구축 등 중장기적 발전설비 증가에 대한 정당성이 부여되는 환경이다. 용인 반도체 클러스터의 경우 2042년 11GW 가량의 공급이 필요할 것으로 예상되는 중이다. 인허가, 송배전 인프라 구축 소요 시기를 감안하면 빠른 공급이 가능한 LNG 발전설비가 단기 대응 방안으로 간주된다. 다만 이후 공급 방안은 정해지지 않았고 남은 시간과 정부의 선호도를 고려할 때 신규 원전 건설을 통한 공급을 선택할 가능성이 높다. 과거 제5차 전기본까지는 중장기 원자력 발전량 비중을 설비용량 36GW 기준 최대 48.7%까지 제시한 바 있다. 탄소중립에 대응하는 방안으로 RE100보다 CF100을 강조하는 방향을 볼 때 기존 제시되었던 중장기 원전 Mix가 추가 상향될 가능성도 대비할 필요가 있다.

### SMR: 명실상부 차세대 에너지원

SMR(Small Modular Reactor)은 모듈로 설치 가능한 일체형 원전이다. 기존 대형 원전보다 노심 출력은 작으나, 사고발생 위험이 그만큼 낮고 건설 입지가 자유롭다는 장점이 있다. 전력망 구축 비용이 많이 드는 지역 설치에 유리하며, 수소생산, 산업용 스팀 및 열 활용, 집단에너지, 담수화 등의 산업에 활용 가능한 에너지원이다. 현재 전세계적으로 80여개의 SMR이 개발되고 있으며, 그 중 국내 기업은 미국 Nuscale(두산에너지빌리티, 삼성물산), X-energy(두산에너지빌리티, DL이앤씨), Holtec(현대건설), UNSC(현대ENG), Terrapower(SK)에 투자, 사업협약, MOU 등을 맺으며 준비하고 있다. 상업운전 목표 시기가 빨라야 2028년으로, 언급하기에 시기상 이른 측면이 있지만 중장기적으로 비전이 뚜렷하다.

Analyst 유재선 Jaeseon.yoo@hanafn.com  
Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com  
RA 하민호 minhoha@hanafn.com

## 1. 2017년과 2021년이 전환점

### 1) 2016년 경주 지진과 월성 원전. 2017년 대선과 탈원전

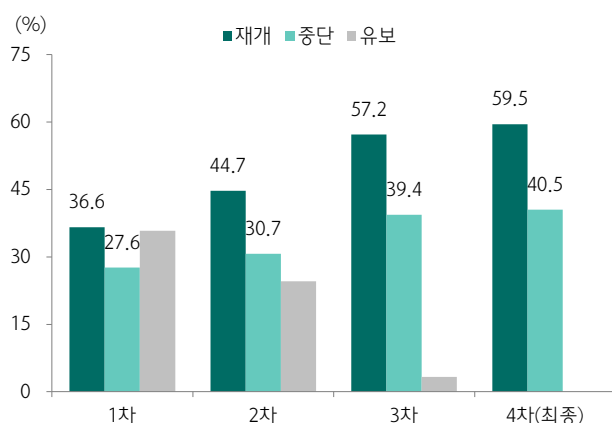
정책 이상의 위상을 갖게 된  
에너지 정책

원전에 대한 정부의 입장은 2017년 이전의 경우 상황에 따라 다소 유동적이었다. 2011년 일본 원전 사고 이후 제6차 전력수급기본계획에서 국민 수용성 저하를 이유로 2025년 이후 신규 반영 물량에 대해서는 판단을 유보한 바 있다. 그럼에도 불구하고 9.15 정전사태 이후 수급 불안정성 해결을 위해 중장기 원전 비중은 2024년까지 점진적으로 증가하는 것으로 제시되었다. 고리 1호기의 경우 2015년 6월부터 영구정지 권고가 결정되었고 연말 발표된 제7차 전력수급기본계획에서는 고리 1호기 수명만료 이후 폐지를 확정했다. 한편 노후 원전 폐로 결정과 함께 신규 원전 계획도 동반되었다. 기존 6차 계획에 제시된 신고리 7,8호기(2023년, 2024년) 물량을 활용한 천지 1,2호기(2026년, 2027년)를 건설한다는 계획과 신규 원전 2기를 추가로 반영해 대진(삼척) 1,2호기 또는 천지(영덕) 3,4호기 도입이 확정되었다.

2017년 대선에서 원전에 대한 정책이 공약을 통해 축소하는 방향으로 제시됨에 따라 해당 이슈는 빠르게 이목을 집중시켰다. 제19대 대선 당시 후보들마다 세부적인 내용은 상이하나 대부분 선거 공약으로 탈원전 개념을 구체적으로 제시했었다. 이는 2016년 9월 발생했던 경주 지진과 그에 따른 월성 원전 수동 정지로 인한 결과물로 보인다. 이후 탈원전 정책을 지지하는 정부가 들어섰고 공론화라는 이름의 숙의민주제를 통해 6차 계획에 제시된 신규 원전 포함 총 4기 원전 도입 계획이 백지화되고 신한울 3,4호기는 건설이 중단되었다.

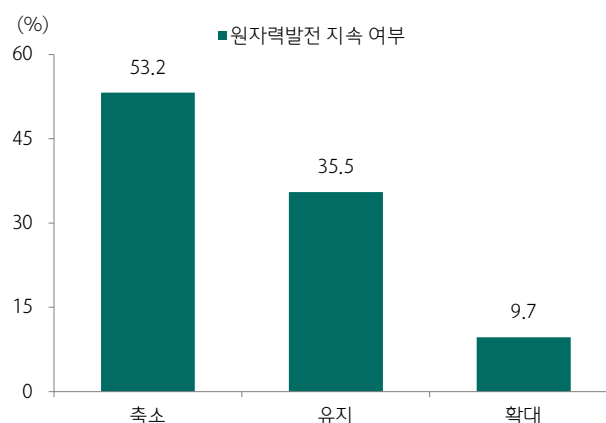
수명만료 이후 계속운전 중이던 월성 1호기 조기 폐쇄가 2018년 6월 결정된 이후 관심이 재차 부각되며 한국에서 원자력이라는 테마는 전력수급기본계획에서 증감이 정해지는 단순 이슈가 아닌 세간의 이목을 집중하게 만드는 소재로 빠르게 성장했다.

도표 1. 신고리 5,6호기 공론회 주요 결과 - 건설재개 여부



자료: 언론보도, 하나증권

도표 2. 신고리 5,6호기 공론회 주요 결과 - 원전 지속 여부



자료: 언론보도, 하나증권

## 2) 탈원전에서 탈탈원전으로의 전환이 시작된 2022년과 현재

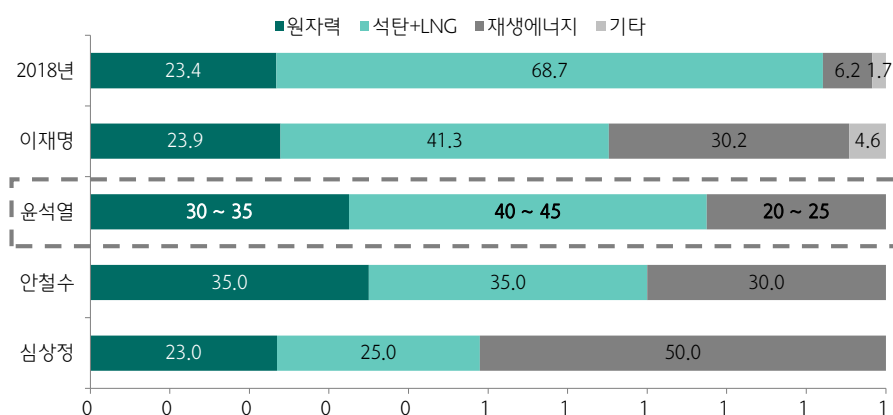
원전 밸류체인 멀티플 재평가는  
2021년부터 시작

2011년 일본 7등급 원전 사고, 2013년 부품 파동, 2016년 월성 원전 정지, 2017년 탈원전, 2022년 탈원전 폐지까지 크고 작은 변화가 지속되어온 가운데 원자력 발전소를 바라보는 시각은 기술적 접근보다는 호불호 또는 찬반이라는 극단으로 분화되어 왔다. 다만 현실의 정책 변화는 분명 존재해왔고 2021년을 기점으로 국내 원전 밸류체인의 재평가가 나타날 수 있는 계기가 확인되었다. 2021년 4월 서울시장 부산시장 선거 결과 이후 당시 정권 교체 가능성이 높게 점쳐지면서 원전이 새로운 정부의 정책 수혜주가 될 것이라는 테마가 형성된 바 있다.

이후 2022년 대선 당시 에너지 정책 공약으로 재생에너지와 원자력을 조화한 탄소중립을 추진하며 신한울 3,4호기 건설 재개, 가동원전 계속운전 등 기저전원으로서 원자력 발전의 비중 30%대 수준을 유지할 것을 명시했던 정부가 새롭게 들어섰다. 이후에 제시된 제10차 전력수급기본계획 실무안에서 기존 탈원전에서 탈탈원전으로의 변화를 재확인하였다. 해외 원전 수출의 경우 2022년 8월 이집트 엘다바 원전 2차측 수주 등 대형 계약 성공 사례가 있었던 가운데 폴란드 1차 물량 수주 실패 직후 이어진 2차 물량 LOI 체결 등 밸류체인에 긍정적인 소식이 연이어 확인되는 중이다.

도표 3. 제21대 대통령 선거 후보별 2030 에너지믹스

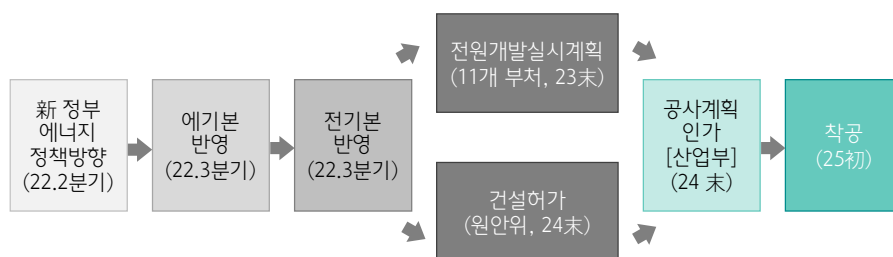
원자력 비중 30~35% 제시



자료: 한국에너지정책연구소, 하나증권

도표 4. 신한울 #3,4 관련 일정 예시 (2022년)

조기 사업 재개 추진



자료: 산업부, 하나증권

## 3) 밸류에이션보다는 모멘텀. 국내 원전 확대 정책에 주목

해외 불확실성 감안하더라도  
국내 설비 증가 확정적이라면  
모멘텀으로 작용할 여지 충분

국내 원전 밸류체인 종목들의 주가는 과거 2009년 UAE 수출 달성 직후 당시와 비슷한 수준까지 재평가되는 중이다. 물론 당시 대비 시간이 상당 부분 지난 점과 할인을 등을 고려한다면 다소 부족한 퍼포먼스일 수 있으나 적어도 멀티플 측면에서는 당시를 한참 뛰어넘는 수준을 내포하고 있다. 당시 국내에서 신규 원자력과 신규 석탄화력(500MW 표준화력)이 꾸준히 늘어나는 추세에 있었고 해외에서도 수주 모멘텀이 있었던 점을 감안하면 EPS보다 멀티플 중심으로 주가 재평가가 나타난 상황이다. 실적은 부진하지만 않으면 되는 상황이며 신한울 3,4호기 건설 재개 결정 이후 영업실적도 어느 정도 정상화된 모습으로 간주할 수 있다. 높아진 멀티플을 움직이게 하는 것은 오직 확장 가능성이며 남아있는 모멘텀이 어떤 것이냐에 따라 주가 동력을 판단할 수 있을 전망이다.

정책 결정 이후 실제 영향력이 나타나기까지 시간이 오래 소요될 수밖에 없는 인프라 영역이기 때문에 정당한 절차를 통해 정책이 확정되면 반대 방향으로의 변화가 다시 나타나는 쉽지 않다. 따라서 이번 정부 임기 내 제시될 제11차 전력수급기본계획과 제12차 계획에서 중장기 원자력 발전 비중 확대 및 신규 원전 추가 계획이 확정될 것으로 기대되는 부분을 고려한 투자 모멘텀은 충분히 나타날 수 있다고 판단된다.

연내 공개될 것으로 보이는 전력수급기본계획에 신규 원전이 포함될 가능성도 이미 충분히 인지 가능한 수준의 범위에서 존재한다. 관건은 얼마나 늘어날 수 있는지의 여부이며 4기 이상의 신규 원전이 정책으로 제시된다면 원전 확장을 바라보는 시각은 조금은 달라질 수 있다.

도표 5. 전력소비량 및 최대전력 전망 - 제10차 전력수급기본계획

|       | 전력소비량(TWh) | 최대전력(GW) |        |       |
|-------|------------|----------|--------|-------|
|       |            | 기준수요     | 수요관리   | 목표수요  |
| 2030년 | 572.8      | 119.8    | (10.5) | 109.3 |
| 2036년 | 597.4      | 135.6    | (17.7) | 118.0 |

주: 수요전망 대상을 '전력시장'에서 PPA 포함한 '전력계통 최대전력'으로 확대  
자료: 전력거래소, 하나증권

도표 6. 발전설비 계획 - 제10차 전력수급기본계획

|     | 2022년  | 2036년   | 비고                      |
|-----|--------|---------|-------------------------|
| 원전  | 24.7GW | 31.7GW  | 원전 계속운전 및 신규원전 준공 반영    |
| 석탄  | 38.1GW | 27.1GW  | 계획기간 중 노후석탄 28기 폐지      |
| LNG | 41.3GW | 64.6GW  | 신규 LNG 및 노후석탄 LNG 전환 반영 |
| 신재생 | 29.2GW | 108.3GW | 사업자 계획조사 등 현실적 보급전망 반영  |

자료: 전력거래소, 하나증권

도표 7. 전원별 발전량 비중 비교 - 제10차 전력수급기본계획

(단위: %)

|       | 원자력  | 석탄   | LNG  | 신재생  | 수소·암모니아 | 기타  | 계   |
|-------|------|------|------|------|---------|-----|-----|
| 2018년 | 23.4 | 41.9 | 26.8 | 6.2  | -       | 1.7 | 100 |
| 2030년 | 32.4 | 19.7 | 22.9 | 21.6 | 2.1     | 1.3 | 100 |
| 2036년 | 34.6 | 14.4 | 9.3  | 30.6 | 7.1     | 4.0 | 100 |

주: \* 태양광·풍력 출력제어 후 발전량 비중(출력제어 전 '30년 22.1%, '36년 33.0%)  
자료: 전력거래소, 하나증권

## 2. 제11차 전력수급기본계획에 담길 수 있는 이야기들

### 1) 전력설비 부족 우려

계절적 냉방수요 증가

데이터센터

반도체 클러스터

기후변화로 해마다 냉방수요가 증가하는 모습이다. 올해의 경우에도 BTM 태양광 기여도를 제외하면 100GW 이상의 최대전력을 기록했을 것으로 추정된다. 여기에 다수 데이터센터 도입 계획 및 대규모 반도체 클러스터 구축 등 전력수요가 늘어날 것으로 단정할 수 있는 여러 현안들이 존재한다. 특히 용인 반도체 클러스터 산업단지 조성 사업 예비타당성 조사 면제가 추진되는 등 대규모 발전설비의 필요성이 빠르게 부각되고 있다.

산업통상자원부에 따르면 정부는 제11차 전력수급기본계획 초안을 올해 말 확정할 것으로 보인다. 반도체 클러스터 등 첨단산업 신규투자 확대, 데이터센터 증설, 전기화 수요 확대, 온실가스 배출량 감축 등 전력 수급여건변화에 대응하기 위한 내용이 담길 예정이다.

삼성전자 반도체 공장이 건설 중인 고덕 현장에는 서해안 지역에서 이어지는 HVDC 설비를 통해 전력공급이 주로 이뤄지게 된다. 태안화력 등 서해안 지역에서 발생하는 송전제약을 해소하는 동시에 대규모 전력수요를 동시에 해결하는 수단이다. 한편 없었던 길을 뚫으면 문제가 해결될 수 있었던 해당 사례와 달리 용인 반도체 클러스터의 경우에는 신규 설비를 필요로 할 것으로 보인다. 2030년 말 가동 개시가 목표이며 공장들이 모두 가동될 2042년에는 현재 수도권 수요의 1/4 수준인 11GW 가량의 공급이 필요할 것으로 예상되고 있다.

언론에 따르면 2030년까지 0.4GW의 전력이 필요하다고 보고 있으며 용인에 LNG 발전소를 건설하는 방안을 검토하는 것으로 보인다. 인허가 및 송배전 인프라 구축에 소요되는 시기를 감안하면 빠른 공급이 가능한 별다른 선택지가 없다. 이후에는 동해안 송전제약 해소에 기여할 것으로 기대되는 북당진-신가평 HVDC에 더해 최근 새롭게 논의되는 서해안 HVDC 까지 감안하더라도 필요 설비에는 부족할 수 있다. 나머지 부분은 2042년까지 남은 시간과 정부의 선호도를 고려할 때 현실적으로 신규 원전 건설을 통한 전력공급 가능성이 높다.

도표 8. 수도권 투자 과밀 전력수급 현안

| 전력수요   | 집약도         | 진행 사항             | 전력 문제                          | 공통          |
|--------|-------------|-------------------|--------------------------------|-------------|
| 삼성전자   | 용인 반도체 투자   | 처인구 남사읍 일원 후보지 선정 | 전력 수급 방안 마련 위해 산업부 논의 중        | 수도권 전력 계통혼잡 |
| SK하이닉스 | 용인 반도체 투자   | 용수시설 인허가 해결       | 기존 이천, 청주 공장에 LNG발전소 허가 후 공사 중 |             |
| 데이터센터  | 수도권 전력수요 급증 | -                 |                                |             |

자료: 언론보도, 하나증권

도표 9. 데이터센터 전력수요 영향 전망 결과 - 제10차 전력수급기본계획

|             | 구분                  | 2023 | 2025 | 2030 | 2034 | 2036 |
|-------------|---------------------|------|------|------|------|------|
| 전력소비량(TWh)  | 2021년(7.9TWh) 대비 순증 | 6.4  | 11.2 | 11.5 | 11.1 | 10.6 |
|             | 전체                  | 14.3 | 19.1 | 19.4 | 19.0 | 18.5 |
| 하계 최대전력(GW) | 2021년(1.0GW) 대비 순증  | 0.8  | 1.5  | 1.5  | 1.4  | 1.4  |
|             | 전체                  | 1.8  | 2.5  | 2.5  | 2.4  | 2.4  |

자료: 산업부, 하나증권

## 2) 재생에너지 보급 속도 조절

### RPS 의무비율 하향 조정 소규모 태양광 FIT 제도 일몰

전력시장 참여자 수익은 철저하게 에너지 가격의 상대적 차이에서 기인한다. 재생에너지의 경우 변동비 비중이 극도로 낮고 초기 자금조달 조건 및 투자비 집행이 비용 대부분을 차지한다. 따라서 저금리와 고유가의 조합에서 수익이 극대화될 수 있으며 해당 매크로 환경이 펼쳐진 구간에서 설비 공급이 증가하는 경향이 강하다. 물론 정부 주도 보조금 등 지원책이 동반된다면 외부 환경이 미치는 영향력은 다소 줄어든 수 있다. 적어도 한국의 경우 보조금 의존도가 높을 수밖에 없고 정부 정책이 재생에너지 보급 속도를 결정하게 된다.

재생에너지 보급 속도를 조절하는 모습이 정책을 통해 확인되고 있다. RPS 의무비율을 시장 참여자가 감당 가능한 수준으로 낮추었다. 물론 RE100으로 신규 REC 수요와 RPS 시장으로 공급 감소가 동시에 발생하면서 REC 가격은 우상향 흐름을 기록 중이나 아직은 재생에너지 공급 증가 유인책으로 작동하기 어렵다. 태양광 출력과 접속제한 근거 확립, 향후 입찰시장 편입 등 중장기적 변화는 과거보다 참여 편의성을 낮추는 모습으로 작용하는 중이다.

해상풍력은 기존 계획과 다른 없이 진행될 수 있다. 물론 수익성 있는 입지는 제한적이고 내륙 송전설비 부족은 언제나 상수로 작용할 여지가 많기 때문에 확장 일변도로 생각하기 쉽지 않다. 결국 정부 정책 우선순위에 따라 자원 배분이 달라질 것이다. 재생에너지 보급 속도 조절은 예산안을 통해서 확인이 가능하다. 2024년 산업부 예산안에 따르면 전력기반 기금에서 태양광, 풍력 등 재생에너지와 수소, 연료전지 등 신에너지 예산 요구액이 감소했다. 신재생 핵심 기술 개발과 수소 연료전지 발전 클러스터 구축사업은 기존 대비 증가했고 공공주도 해상풍력단지 개발은 기존과 동일하다. 에너지특별회계에서는 상당수 수소 관련 예산요구액이 줄어든 가운데 일부 수소 관련 부문과 CCS 및 암모니아 관련 사업은 예산 요구액이 증가했다.

한편 원자력의 경우 우호적인 정책 지원 흐름이 확인된다. 원전 중소-중견기업 용자 지원 사업이 신설되었고 수주 활동 지원예산 확대, 원전 수출 중소-중견기업을 위한 수출 보증 보험 신설 등이 신규로 편성되었다. SMR R&D 예산도 크게 증액되었고 원전 해체 경쟁력 강화 기술 개발 사업 예산도 확대되었다.

도표 10. 10차 전력수급기본계획 신재생에너지 보급 계획 (발전량 기준)

(단위: TWh)

|     |       |      | 2023년 | 2026년 | 2030년 | 2033년 | 2036년 |
|-----|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 사업용 | 재생에너지 | 태양광  | 31.9  | 44.2  | 60.7  | 73.5  | 86.7  |
|     |       | 육상풍력 | 3.5   | 5.4   | 8.7   | 11.2  | 13.4  |
|     |       | 해상풍력 | 0.3   | 2.6   | 31.4  | 55.0  | 68.2  |
|     |       | 수력   | 4.0   | 4.1   | 4.2   | 4.4   | 4.6   |
|     |       | 해양   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
|     |       | 바이오  | 13.3  | 13.3  | 13.3  | 13.3  | 13.3  |
|     | 신에너지  | 연료전지 | 6.8   | 10.7  | 15.9  | 19.0  | 24.1  |
|     |       | IGCC | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.4   |
|     | 소계    |      | 62.7  | 83.2  | 137.1 | 179.3 | 213.2 |
| 자가용 |       |      | 5.1   | 6.6   | 9.0   | 10.8  | 12.6  |
| 합계  |       |      | 67.8  | 89.8  | 146.1 | 190.1 | 225.8 |

주: 재생에너지 풀력제한 전 기준

자료: 언론보도, 하나증권

## 3) 2 + 4 = 6

재개 원전(신한울 3,4호기)  
취소 원전 재개 가능(천지/대진)

현재 예상되는 신규 원전은 건설 재개가 확정된 신한울 3,4호기를 제외할 때 과거 계획이 백지화된 천지와 대진 각각 2기씩 총 4개 호기가 유력하게 여겨진다. 적어도 현재 시점에서 신한울 3,4호기 이후 후속 원전 도입에 대한 여력은 확보된 것으로 판단할 수 있다. 이전 정부에서 계획을 철회한 천지 1,2호기, 대진 1,2호기의 경우 부지매입 중단 및 매각절차가 진행 중이었으나 아직 모든 절차가 완료되지 않았고 일부 잔여 부지가 남아있는 상황이기 때문이다.

다만 수도권 등 주요 전력수요 발생 지역에서는 입지 확보가 어렵기 때문에 사실상 원전을 지을 수 있는 지역이 4개 단지로 좁혀져 있는 상황이다. 신규 부지 확보가 어렵기 때문에 인근 지역으로의 점진적 확장이 가장 현실적인 방법이다. 우려 중 다행은 지역 경제 활성화 등을 위해 일부 지자체에서 신규 원전 도입에 긍정적인 입장이라는 점이다. 원자력 발전소 유치 시 ‘발전소 주변지역 지원에 관한 법률’에서 명시된 내용처럼 전전년도 발전량에 비례하여 kWh당 0.25원 범위 내에서 지원금을 받을 수 있기 때문이다.

도표 11. 과거 6~7차 전력수급기본계획에 반영되었던 신규 원전 6기 현황

|           | 부지         | 원자로     | 설비용량        | 현황          |
|-----------|------------|---------|-------------|-------------|
| 신한울 3·4호기 | 경북 울진군 북면  | APR1400 | 1,400MW X 2 | 건설 보류 이후 재개 |
| 천지 1·2 호기 | 경북 영덕군 영덕읍 | APR+    | 1,500MW X 2 | 건설 계획 취소    |
| 대진 1·2 호기 | 강원 삼척시 근덕면 | APR+    | 1,500MW X 2 | 건설 계획 취소    |

자료: 전력거래소, 하나증권

도표 12. 신한울 1,2호기 인허가 취득

| 인허가명             | 신청       | 승인                | 관련법규    |
|------------------|----------|-------------------|---------|
| 전원개발사업실시계획승인, 고시 | 08.01.31 | 09.04.03          | 전원개발촉진법 |
| 전기사업(발전)허가       | 08.12.12 | 09.01.23          | 전기사업법   |
| 공사계획인가           | 12.04.05 | 12.05.15          | 전기사업법   |
| 건설허가             | 08.09.25 | 11.12.02          | 원자력안전법  |
| 운영허가(1호기/2호기)    | 14.12.01 | 21.07.09/23.09.07 | 원자력안전법  |

자료: 원자력안전위원회, 하나증권

도표 13. 발전원별 지원금 단가 및 설비용량 단가

| 발전원            | 원자력  | 유연탄화력 | 무연탄화력 | 유전소화력 | 가스화력 | 양수  | 수력  | 조력  | 신재생 |
|----------------|------|-------|-------|-------|------|-----|-----|-----|-----|
| 지원금 단가(원/kWh)  | 0.25 | 0.15  | 0.3   | 0.15  | 0.1  | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| 설비용량 단가(만원/MW) | -    | -     | -     | -     | -    | 50  | 500 | -   | -   |

자료: 산업부, 하나증권

도표 14. 발전소주변지역 지원에 관한 법률에 따른 지원금 - 기본지원금

(단위: 억원)

|     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 기장군 | 94   | 81   | 72   | 55   | 78   | 75   | 71   | 36   | 49   | 50   |
| 영광군 | 105  | 104  | 95   | 92   | 93   | 88   | 89   | 78   | 61   | 52   |

자료: 언론보도, 하나증권

#### 4) 6 + a > 6

##### 중장기 원자력 발전 비중 상향 여부 확인 필요

중장기 원자력 발전 비중의 변화도 확인이 필요하다. 연초 공개된 제11차 전력수급기본계획에서 중장기 원자력 발전량 비중은 2030년 32.4%, 2036년 34.6%로 제시되었다. 이는 9차 계획에서 제시된 2030년 25.0% 대비 상당히 상향된 수치다. 다만 장기 원전 비중을 30% 이상으로 유지하는 것을 가정하면 향후 늘어나는 전력수요와 비슷한 속도로 설비가 확대될 필요가 있다. 현재 가동 중인 원전이 모두 계속운전하고 신한울 3,4호기와 후속 원전들의 준공을 가정하더라도 전체 전력수요 성장을 감안한 원전의 발전 Mix는 30%를 넘지 않는 계산이 도출될 수 있기 때문이다.

중장기적인 원전 비중 축소가 반영된 8차 계획 이전 흐름을 살펴보면 과거 5차 계획에서 원자력 발전량 비중을 설비용량 36GW 기준 최대 48.7%까지 제시한 바 있다. 설비용량만 제시되었던 6차 이후 계획도 6차 36GW, 7차 38GW로 우상향 추세가 이어졌다. 10차 계획에서는 2036년 31.7GW로 제시했지만 11차 계획에서 전력수요전망 및 전력 Mix 조정 이후 기존 수치 대비 상향될 여지가 존재한다. 현실적인 계통 이슈들은 점차 해결될 수 있다고 가정한다면 현 시점에서 가장 중요하게 눈여겨볼 지점은 신규 원전의 개수가 될 것이다.

도표 15. 제1차~제5차 전력수급기본계획 중장기 원자력 발전량 및 비중

|      | 제1차(2002~2015) |       | 제2차(2004~2017) |       | 제3차(2006~2020) |       | 제4차(2008~2022) |       | 제5차(2010~2024) |       |
|------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|
|      | 발전량(GWh)       | 비중(%) | 발전량(GWh)       | 비중(%) | 발전량(GWh)       | 비중(%) | 발전량(GWh)       | 비중(%) | 발전량(GWh)       | 비중(%) |
| 2002 | 122,764        | 40.5  |                |       |                |       |                |       |                |       |
| 2003 | 122,913        | 38.4  |                |       |                |       |                |       |                |       |
| 2004 | 125,674        | 37.8  | 131,964        | 38.6  |                |       |                |       |                |       |
| 2005 | 134,083        | 38.8  | 140,493        | 39.1  |                |       |                |       |                |       |
| 2006 | 137,385        | 38.4  | 143,309        | 38.4  | 146,754        | 37.8  |                |       |                |       |
| 2007 | 136,672        | 37.1  | 143,331        | 37.3  | 146,756        | 35.9  |                |       |                |       |
| 2008 | 138,870        | 36.7  | 143,332        | 36.4  | 146,754        | 34.4  | 144,756        | 34.0  |                |       |
| 2009 | 149,601        | 38.6  | 143,336        | 35.5  | 146,754        | 33.2  | 144,324        | 32.3  |                |       |
| 2010 | 166,720        | 42.1  | 144,742        | 35.2  | 146,752        | 32.3  | 145,070        | 31.3  | 144,856        | 31.4  |
| 2011 | 183,379        | 45.3  | 160,443        | 38.3  | 156,804        | 33.7  | 153,053        | 32.0  | 157,008        | 32.7  |
| 2012 | 190,040        | 46.0  | 181,457        | 42.7  | 173,762        | 36.6  | 167,344        | 34.1  | 169,077        | 34.0  |
| 2013 | 183,307        | 43.5  | 190,045        | 44.1  | 183,312        | 38.0  | 179,043        | 35.8  | 181,299        | 35.4  |
| 2014 | 189,448        | 44.2  | 198,856        | 45.5  | 194,857        | 39.8  | 190,263        | 37.4  | 192,754        | 36.6  |
| 2015 | 201,258        | 46.1  | 209,841        | 46.9  | 203,099        | 41.0  | 199,726        | 38.6  | 201,089        | 37.2  |
| 2016 |                |       | 213,524        | 47.2  | 214,618        | 42.9  | 211,448        | 40.1  | 207,890        | 37.5  |
| 2017 |                |       | 213,559        | 46.7  | 225,968        | 44.7  | 220,879        | 41.5  | 218,692        | 38.7  |
| 2018 |                |       |                |       | 225,080        | 44.2  | 222,015        | 41.3  | 223,917        | 39.0  |
| 2019 |                |       |                |       | 225,055        | 43.8  | 233,148        | 43.0  | 235,557        | 40.5  |
| 2020 |                |       |                |       | 225,063        | 43.4  | 249,848        | 45.8  | 259,378        | 44.0  |
| 2021 |                |       |                |       |                |       | 260,028        | 47.3  | 270,078        | 45.5  |
| 2022 |                |       |                |       |                |       | 265,180        | 47.9  | 282,314        | 47.1  |
| 2023 |                |       |                |       |                |       |                |       | 294,402        | 48.7  |
| 2024 |                |       |                |       |                |       |                |       | 295,399        | 48.5  |

자료: 산업부, 하나증권

### 3. 해외 원전 수출. 기대와 우려 혼재

#### 1) 2009년 UAE

최초의 성공  
원전 수출국으로 격상

2009년 UAE 바라카 원전 수주는 한국을 6번째 원전 수출국으로 도약하는 계기를 만들었고 국내 원자력 밸류체인이 주가 상승 동력으로 작용한 바 있다. 아쉬운 부분은 이후 APR1400 기반 노형 수출이 이뤄지지 않은 것이고 다행인 지점은 주요 기기와 EPC 등의 수주는 계속 되고 있다는 것이다.

아래바 등 프랑스 컨소시엄, 일본 히타치와 미국 GE 컨소시엄 그리고 한국전력, 현대건설, 삼성건설, 두산중공업 컨소시엄이 후보로 압축된 이후 2009년 11월 UAE는 바라카 원자력 발전소 수주전에서 프랑스를 최종적으로 선택하겠다는 것을 공식화한 상황이었다. 하지만 이후 입찰 보류 과정을 거쳐 같은 해 12월에 재차 한국으로 변경되었다. UAE와 기존 관계가 상당히 좋았고 핵우산 제공 등 상당한 수준의 군사협력을 조건으로 제시했던 프랑스를 제칠 수 있었던 원전 외적인 이슈를 포함한 종합적인 패키지 제공으로 볼 수 있다.

당시 '형제'라는 키워드를 강조한 정부 주도의 세일즈는 긍정적인 결과를 이끌어냈고 UAE 입장에서 상당한 수준의 이득으로 여겨질 수 있는 군사적 협력이 이뤄진 이후 프랑스에서 한국으로 수주의 중심이 이동한 것으로 보인다. 당장 한국 원전의 장점으로 여겨지는 낮은 건설비용, 납기 준수 등 기본적인 사안 바깥에서 제공되는 것들이 원전 수주 여부를 결정할 수 있다는 내용의 해석도 가능할 것이다.

도표 16. UAE 원전사업 경쟁업체 비교 (2009년 12월)

|       | 한국 - 한국전력                                   | 프랑스 - AREVA                                                                      | 미국/일본 - GE-Hitachi                                            |
|-------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 원자로형  | APR1400<br>140만kW급<br>가압경수로(3세대)            | EPR1600<br>160만kW급<br>가압경수로(3세대)                                                 | ABWR<br>135만kW급<br>비등경수로(3세대)                                 |
| 건설 현황 | 4기 건설 중<br>신고리 3,4호기('07)<br>신울진 1,2호기('09) | 4기 건설 중<br>핀란드 Olkiluoto 3호기('05)<br>프랑스 Flamanville 3호기('07)<br>중국 Taishan('09) | 4기 건설 중<br>대만 룽먼 1,2호기('99)<br>일본 시마네 3호기('05)<br>일본 다이마('08) |

자료: 산업부, 하나증권

도표 17. UAE 원자력 발전소 현황

| Name      | Type | Status             | Location | Reference Unit Power(MW) | Gross Electrical Capacity(MW) | First Grid Connection |
|-----------|------|--------------------|----------|--------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| BARAKAH-1 | PWR  | Operational        | Ruwais   | 1,337                    | 1,417                         | 2020-08-19            |
| BARAKAH-2 | PWR  | Operational        | Ruwais   | 1,337                    | 1,417                         | 2021-09-14            |
| BARAKAH-3 | PWR  | Operational        | Ruwais   | 1,337                    | 1,417                         | 2022-10-08            |
| BARAKAH-4 | PWR  | Under Construction | Ruwais   | 1,310                    | 1,417                         | -                     |

자료: IAEA, 하나증권

## 2) 2017년 영국

### 무어사이드 우선협상대상자 선정 리스크 대비 낮은 기대수익률

2017년 12월 한국전력은 영국 무어사이드 지역에서 3GW 규모의 신규 원전 사업권을 갖고 있는 도시바의 자회사 뉴젠(NeGen) 매각의 우선협상대상자로 선정된 바 있다. 정부의 예비 타당성조사 및 영국 정부의 승인을 통과하고 도시바와의 주식매매계약을 체결하면 한전의 뉴젠 인수가 종결되는 건이었다. 영국에서 진행되던 여러 원전 수주전 가운데 한국전력은 무어사이드, 한수원은 월파 사업에 참여하고 있었다. 전자는 2018년 11월 도시바가 뉴젠의 매각이 2018년 내 어렵다는 판단 하에 청산 절차에 들어간 뒤 우선협상대상자 지위는 해제되었고 후자는 아직까지도 진행형이다.

당시 한국 정부는 국내 탈원전과 해외 수출확대 두 방향을 원전 정책의 큰 축으로 삼았다. 국내에서 원전을 늘리지 않고 해외 수출을 하는 것이 모순이라는 의견도 제시되었다. 물론 이는 당시 경쟁 대상이었던 미국과 일본 또한 마찬가지였기 때문에 불리한 조건으로 보기는 어렵다. 오히려 한국 내에서 이어진 연속적인 건설 및 준공 레코드를 갖고 있다는 점에서 우위를 점할 수 있었을 것이라고 판단된다. 다만 UAE와 다르게 EPC 중심이 아닌 자금조달 및 준공 후 수익 회수라는 다소 높은 리스크를 갖고 있었던 사업이었기 때문에 진행 과정이 순탄하지 못했다.

2018년 6월 영국 정부 주도로 기존 CfD(발전차액정산제도)가 아닌 RAB(규제자산기반) 방식 수익모델이 제시됨에 따라 기존 상반기 중으로 마무리될 것으로 기대된 협상은 지연되었다. 한전, 도시바, 뉴젠이 공동타당성연구를 진행했으나 RAB 모델 주요 내용에 대한 영국정부의 정보제공이 미흡한 상황에서 협상은 점차 늦어졌다. 이후 지속적인 협의에도 사업 리스크와 수익성 등 사업조건에서 만족할 합의안을 도출하지 않아 최종적으로 무산되었다.

도표 18. 영국 무어사이드 원전 개요 (2017년 말)

|        |                         |
|--------|-------------------------|
| 위치     | 영국 무어사이드                |
| 원전 개발사 | 뉴젠(도시바 지분 100%)         |
| 설비규모   | 3.8GW(원자로 3기)           |
| 원자로 종류 | AP1000(APR1400으로 교체 가능) |
| 공사비    | 150억파운드(약 21조원)         |
| 공사기간   | 2030년경 완공 예정            |

자료: 언론보도, 하나증권

도표 19. 영국 신규 원전 건설계획 (2017년 말)

| 프로젝트   | 규모 | 비고                    |
|--------|----|-----------------------|
| 무어사이드  | 3기 | 한국전력 우선협상대상자 선정       |
| 월파     | 2기 | 한수원 지분인수 추진 중         |
| 올드버리   | 2기 | 한수원 지분인수 추진 중         |
| 시즈웰    | 2기 | 프랑스 EDF, 중국 광허그룹(CGN) |
| 브래드웰   | 2기 | 프랑스 EDF, 중국 광허그룹(CGN) |
| 헝클리포인트 | 2기 | 프랑스 EDF, 중국 광허그룹(CGN) |

자료: 언론보도, 하나증권

### 3) 2018년 사우디아라비아

#### 1단계 입찰 참여국가 5개 국가 모두 예비사업자로 선정

사우디아라비아와의 원전 협력은 오히려 SMR쪽에서 활발하게 이뤄져왔다. 2000년대 들어 원전 선진국을 중심으로 활용도가 높은 중소형 원전 개발이 본격화되기 시작했고 한국 또한 일체형 원자로이자 SMR의 일종으로 볼 수 있는 SMART 사업을 추진한 바 있다. 한전기술은 원자력안전위원회로부터 2012년 7월 SMART 원전에 대한 표준설계인가를 취득했고 사우디아라비아와 건설 전 상세설계 협약에 따라 2018년 12월 SMART100 개발을 완료했다.

대형 원전의 경우 2030년까지 완공하는 것을 목적으로 한 상용 원전 프로젝트를 진행하고 있었고 2017년 말 한국을 포함하여 미국, 프랑스, 중국, 러시아 등 5개 국가가 입찰에 참여했다. 2018년 3~4월 정도 숏리스트 발표가 예정되어 있었고 늦어도 라마단 이전인 4월 말 쯤에는 공개될 것으로 예상되었으나 여러 차례 지연 이후 5월에 결과가 공개되었다. 다행히 원전 건설 예비사업자에 한국전력이 선정됐다. 아쉬운 부분은 나머지 4개 사업자도 동시에 포함되었고 이후 진척이 없다는 점이다. 숏리스트 결과를 볼 때 사우디의 고민은 상용 원전 보다는 이란과의 핵개발 경쟁이 주요 추진 사안이었던 것으로 판단된다. 미국과의 관계를 고려하면서도 자체 동력을 확보하고자 하는 최근 동향을 볼 때 일관성을 갖는다. 네오시티 같은 대규모 전력수요가 예상되는 프로젝트는 대규모 발전설비가 필요하겠지만 미국과 중국 사이에서 저울질을 하는 모습으로 보인다. 한국이 대형 원전 수출을 독자적으로 할 수 있을 것인지에 대한 부분은 한국, 미국, 사우디의 관계를 복합적으로 고민해볼 필요가 있다.

미국 기업이 사우디 원전 건설에 참여하려면 미국 원자력법 123조에 의거하여 정부와 국회 동의를 필요하며 무엇보다도 사우디가 IAEA 추가의정서에 가입해야 한다. 사우디는 우라늄 농축을 포기하지 않고 IAEA 추가의정서 가입을 미루고 있다. 만약 이란이 미국과의 협상을 통해 영구적인 핵개발 포기를 선언한다면 모르겠으나 단기적 가능성은 불투명하다. 한-미 정상회담에서 IAEA 추가의정서 가입 조건화를 기반으로 협력한다는 내용을 합의하여 공개한 바 있고 해당 정책에 동행할 수밖에 없다면 한국 원전 독자 수출 가능성은 높게 보기 쉽지 않다. APR1400이 미국 원전기술 기반으로 개발되었기 때문에 미국 원자력법에서 자유로울 수 없다는 점이 문제로 부각되는 가운데 UAE 당시와 달리 핵심 기술을 국산화했기 때문에 해당 법에 구속되지 않는다는 의견도 존재하지만 체코 원전 수출 신고서를 미국에 제출한 점에서 볼 때 아직 완전한 자유로움과는 다소 거리가 있는 상황으로 보인다.

도표 20. 사우디 원전 예비사업자에 한국 선정 - 2018년 7월 1일 산업부 보도자료

|             |                           |
|-------------|---------------------------|
| 발주처         | K.A.CARE(사우디 원자력재생에너지원)   |
| 내용          | 2030년까지 2.8GW 원전 2기 건설 예정 |
| 1단계 입찰 참여국가 | 한국, 미국, 프랑스, 중국, 러시아      |
| 예비사업자 선정 국가 | 한국, 미국, 프랑스, 중국, 러시아      |
| 최종 사업자 선정   | 2019년 경 선정 가능성            |

자료: 산업부, 하나증권

#### 4) 2022년 폴란드

##### 민간 업체와의 LOI 체결

최근 부각되는 원자력 발전소 관련 프로젝트들은 대부분 러시아-우크라이나 전쟁 이전부터 진행되어온 것들이 대부분이지만 지정학적 갈등과 탈세계화 과정에서 주요 에너지 원자재 가격 변동을 회피하기 위한 수단으로서 원자력의 가치는 이전보다 커지는 모습이다. 해당 흐름 가운데 웨스팅하우스의 해외 진출 시도도 이전 대비 활발하게 보이는 중이다.

2022년 10월 말 폴란드는 자국 신규 6기 원전 프로젝트의 최종 낙찰자로 웨스팅하우스를 선정했다. 한국, 미국, 프랑스 3개 국가가 참여 중이었다. 기본설계를 미국이 담당하는 등 가능성이 미국으로 집중되는 분위기였고 결과도 같은 방향으로 확인되었다. 국내 언론에서 강조하던 낮은 가격, 납기 준수 등 한국의 경쟁력 있는 포인트들은 여전히 작동할 수 있는 환경이었다. 폴란드 현지 언론 및 조사분석기관의 데이터를 기반으로 과거 UAE 수주 당시 대비 큰 차이가 없는 가격을 제안했다는 보도와 그에 대한 한수원의 보도해명자료 등 의혹 및 해명이 반복된 바 있다.

한편 이후 곧바로 폴란드 부총리 주도로 폴란드 민간업체와의 2단계 신규 원전 공급에 관한 LOI(공급의향서)가 체결되었다. 수주 실패와 LOI 이후에 나타난 국내 원자력 밸류체인 기업 주가 흐름은 상승이었다. 확실한 실패와 불확실한 성공 가능성 사이 수주 실패라는 결과는 시장에 걱정거리로 반영되지 않았다. 이런 사례를 통해 원전 관련주는 개별 기업의 역량과 이익체력보다는 테마에 보다 가깝다고 간주할 수 있을 것이다.

다소 불안한 지점은 폴란드 원전 프로젝트의 불확실성이다. 문제는 1단계 입찰 결과 발표 전부터 부각되고 있었다. 10월에 LOI 체결 가능성이 제기된 후 웨스팅하우스가 미국 법원에 ARP1400의 지적재산권 관련 수출통제법 위반 혐의로 소송을 제기했기 때문이다. 이는 체코 원전 수주전까지 영향을 미치는 것으로 보인다.

도표 21. 한국-폴란드 원전 협력 프로젝트 개요

2022년 8월부터 진행된 사안으로  
2개월만에 LOI와 MOU 체결



자료: 산업부, 하나증권

## 5) 2024년 체코

## 웨스팅하우스와의 갈등

2022년 말에 한수원이 미국 에너지부(DOE)에 체코 원전 수출을 신고했으나 반려된 것으로 언론을 통해 확인됐다. 이는 특정 원전 기술을 수출통제 대상으로 지정하여 외국에 이전할 경우 에너지부 허가를 받거나 신고할 의무를 부과한 미국 연방 규정 제10장 제810절 관련 사안이다. 반려 사유는 신고 주체가 미국(법)인이 아니라는 것이었다. 웨스팅하우스 소송과 연관이 있는 부분이다. APR1400 설계가 웨스팅하우스로부터 이전받은 기술로서 통제기술에 해당되며 수출통제 절차에 따라 DOE에 신고해야 한다. 다만 신고 주체가 'US Person'으로 규정되어 있다는 점이 문제의 핵심이다. 이후 진척 사항은 확인되지 않고 있다.

소송 진행과 합의 사이에서 미국 정부는 특별한 입장을 보이지 않는 가운데 웨스팅하우스의 최대 주주인 캐나다 사모펀드 브룩필드의 전략과 해당 상황을 연결하면서 해석하는 의견도 있었다. 당시 브룩필드는 웨스팅하우스 지분을 계열사와 우라늄 업체 카메코에 매각하기로 결정했는데 기업가치를 높이기 위해 로열티 수취를 목적으로 소송전을 진행한다는 것이다. 파이프라인을 갖고 있고 확장할 수 있다는 것을 보여주는 것이 가치 제고를 위한 더 나은 수단으로 볼 수도 있고 Capa 부족에 대해서는 다른 업체들과의 협업을 통해서 극복할 수 있다는 점에서 이견도 존재한다. 6월 대통령의 방미 일정 전후로 한미간 합의가 이루어질 수 있다는 기대가 국내 언론을 통해 여러차례 부각되었고 이미 합의가 거의 마무리되었다는 보도들도 제시되었지만 양국 정부의 공동발표문에는 변화를 가져올 수 있을 만한 결과물은 아쉽게도 없었고 지식재산권을 존중한다는 내용이 포함되었다.

결과가 확정된 상황은 아니기 때문에 부정적인 결과물을 단정할 필요는 없다. 아직 미국의 원전 시장 주도권 확보를 위한 행보가 확인되는 가운데 한국 고유 원전 노형 수출 가능성이 줄어들더라도 기자재 밸류체인에서의 협업은 아직 가능성을 일부 기대해볼 수 있다.

도표 22. 두코바니 원전 5호기 건설 개요

|            |                                          |                        |                |
|------------|------------------------------------------|------------------------|----------------|
| 규모         | 최대 1,200MWe 용량 원전 1기                     |                        |                |
| 사업비        | 1,600억 코루나(약 63.63억달러) 예상(2020년 기준 예상금액) |                        |                |
| 발주사        | 체코전력공사(CEZ) 자회사                          |                        |                |
| 참여자 및 제안모델 | 한국                                       | 미국                     | 프랑스            |
|            | 한국수력원자력<br>APR1000                       | Westinghouse<br>AP1000 | EDF<br>ERP1200 |
| 추진일정       | 2022년 - 3월 입찰 시작. 11월 입찰제안서 제출           |                        |                |
|            | 2024년 - 3월 공급사 선정. 12월 계약 체결             |                        |                |
|            | 2029년 착공                                 |                        |                |
|            | 2036년 시운전                                |                        |                |

자료: 대외경제정책연구원, 하나증권

도표 23. 한수원-웨스팅하우스 분쟁 일지

|               |                                 |
|---------------|---------------------------------|
| 2022년 10월 21일 | 웨스팅하우스, 미 연방법원에 한수원-한전 대상 소송    |
| 2022년 10월 25일 | 한수원-한전, 대한상사중재원 중재신청            |
| 2022년 12월 23일 | 한수원, 체코 원전 입찰 관련 정보 미국 에너지부에 안내 |
| 2023년 01월 19일 | 에너지부, 한수원 입찰 정보 반려              |
| 이후부터 현재       | 한수원-웨스팅하우스, 소송과 중재 진행 중         |

자료: 언론보도, 하나증권

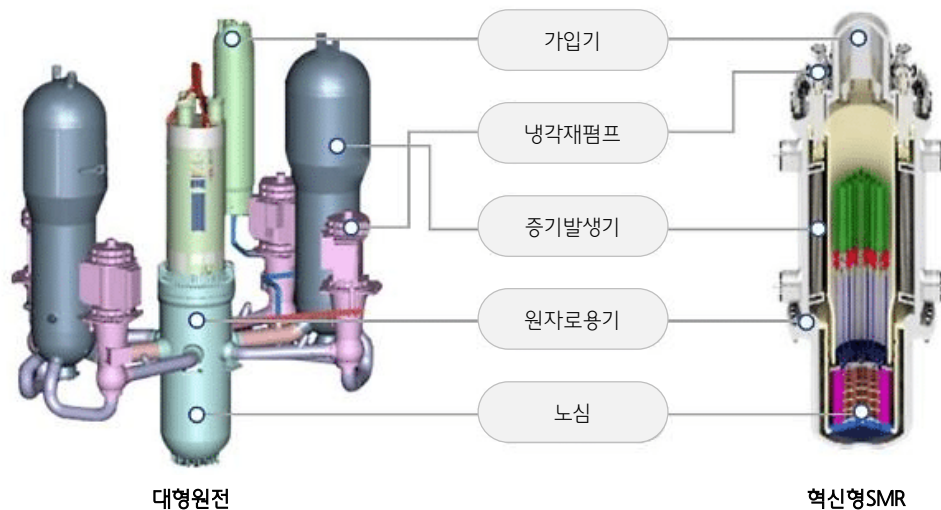
## 4. SMR에서 찾는 기회

### 1) SMR 개요: 소형화 및 모듈화 된 원자로

- 장점**
- 1) 짧은 공사기간
  - 2) 낮은 사고 위험성
  - 3) 입지의 자유로움

SMR(Small Modular Reactor)은 대형 원전에서 소형화, 모듈화를 원자로를 의미한다. 대형 원전의 경우 각 설비들이 연결된 방식이라면, SMR은 각 설비들을 하나에 담았다. 출력을 줄이고 설비들을 원자로 안에 통합시킴으로서 안정성을 높였다. 그리고 노심의 냉각도 자연대류만으로도 가능하게 설계함으로써, 설치 위치가 보다 자유로워졌다. 대형 원전처럼 바다와 강 인근에 설치하는 것이 아닌 도시나 산간에도 설치가 가능하다는 의미다. 그래서 기존 발전뿐 아니라 산업단지 스팀 및 열공급, 담수화시설, 수소 생산 등에도 폭넓게 사용이 가능하다. 발전단가는 규모의 경제로 인해 기존 대형 원전보다 비싸지만, 모듈화로 인해 건설기간 및 비용이 더 짧고, 부하추종이 가능해 백업전원으로도 활용이 가능한 장점이 있다.

도표 24. 대형 원전과 SMR 비교



자료: 한국수력원자력, 하나증권

도표 25. 대형 원전과 SMR 비교

| 구분     | 대형 원전      | SMR      |
|--------|------------|----------|
| 설계     | 기기 배관 연결   | 일체형      |
| 노심출력   | 1200~1600W | 100~300W |
| 부품수    | 100 만개     | 1 만개(모듈) |
| 비상대피구역 | 16km       | 300m     |
| 건설기간   | 48 개월      | 24 개월    |
| 건설비용   | 4~5 조원     | 1 조원     |
| 발전단가   | 3~4 센트     | 6~10 센트  |

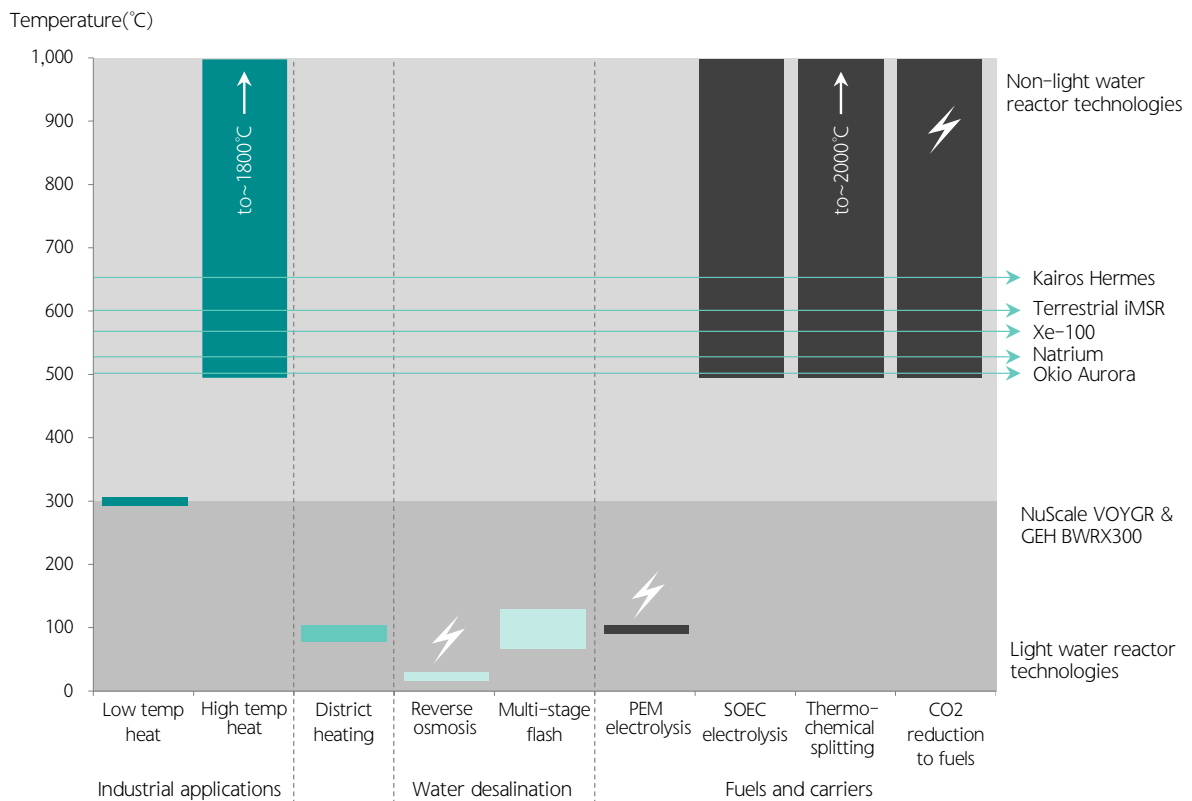
자료: 한국수력원자력, 하나증권

도표 26. SMR 장점과 활용

| 구분 | 내용                                                                                                         |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 장점 | <p>모듈화로 짧은 공사기간</p> <p>사고 발생위험 낮음(소형화, 피동형, 일체형)</p> <p>입지의 자유로움(수동냉각방식)</p> <p>부하추종 운전 가능(백업전원 활용 가능)</p> |
| 활용 | <p>전력망 구축 비용이 많이 드는 지역 설치 가능</p> <p>수소생산, 산업용 스팀 및 열 활용, 집단에너지, 담수화 등</p>                                  |

자료: 에너지경제연구원, 하나증권

도표 27. SMR 기기 열 발생 및 산업 활용(특히 수소 생산)

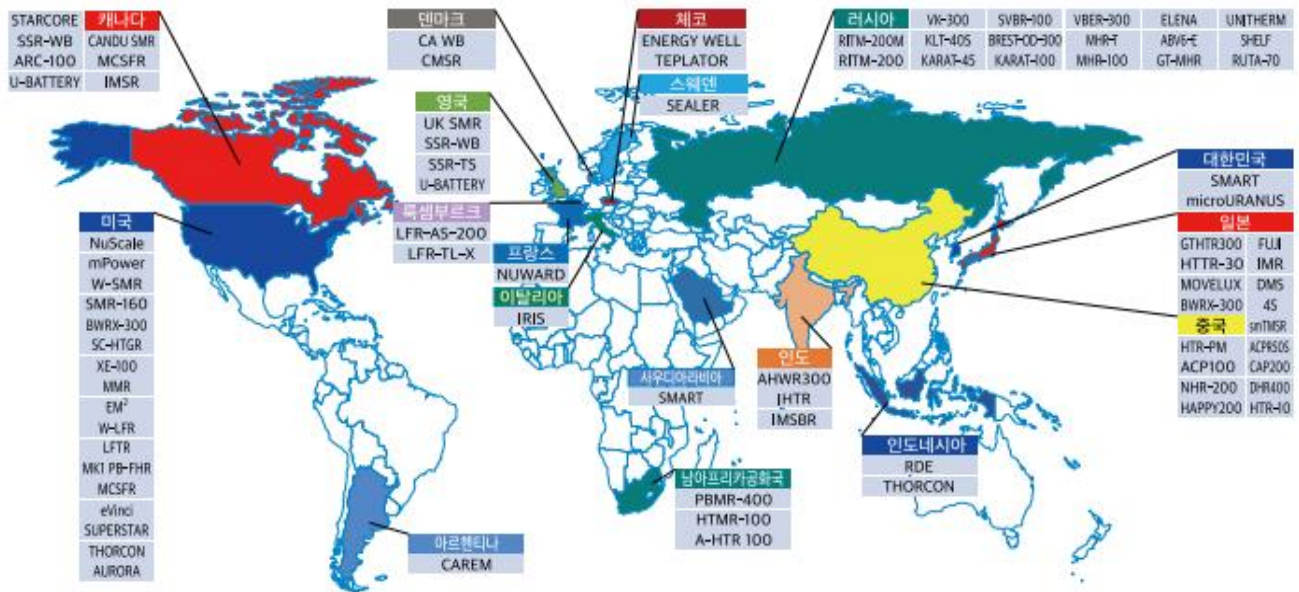


자료: 에너지경제연구원, Laying the Foundation for New and Advanced Nuclear Reactor in the United States, 하나증권

## 2) SMR 개발 현황

|         |                                                                                                                                                             |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 미국 18개  | 현재 글로벌 80여개가 개발 중이다. 미국이 가장 많고(18개), 그 다음이 러시아(17개), 중국(9개), 일본(8개) 순이다. 기존 대형 원전 강국에서 SMR 개발에 열을 올리는 중이며, 각 나라의 기업별로도 노심 출력과 방식이 다르다. 표준화되어있지 않지만 시간이 지날수록 |
| 러시아 17개 | 소수의 설계만 살아남을 것으로 전망한다. 개발 진행 중인 SMR 중 빠르면 2028년 상업운전을 목표로 진행 중이며, 대부분 2030년까지는 상업운전을 계획하고 있다.                                                               |
| 영국 4개   |                                                                                                                                                             |
| 일본 8개   |                                                                                                                                                             |
| 한국 2개   |                                                                                                                                                             |

도표 28. 글로벌 SMR 개발 개요



자료: 에너지경제연구원, IAEA, 하나증권

도표 29. SMR 글로벌 개발 수

| 노형      | 미국 | 캐나다 | 러시아 | 영국 | 프랑스 | 중국 | 일본 | 한국 | 기타 | 합계 |
|---------|----|-----|-----|----|-----|----|----|----|----|----|
| 경수형     | 5  |     | 12  | 1  | 1   | 6  | 3  | 1  | 4  | 33 |
| 중수형     |    | 1   |     |    |     |    |    |    | 1  | 2  |
| 액체금속냉각로 | 3  | 1   | 2   |    |     |    | 1  | 1  | 3  | 11 |
| 용융염로형   | 5  | 3   |     | 2  |     | 1  | 1  |    | 5  | 17 |
| 고온가스로형  | 2  | 1   | 3   |    |     | 2  | 2  |    | 4  | 14 |
| 초소형원자로  | 3  | 1   |     | 1  |     |    | 1  |    | 1  | 7  |
| 합계      | 18 | 7   | 17  | 4  | 1   | 9  | 8  | 2  | 18 | 84 |

자료: 에너지경제연구원, IAEA, 하나증권

도표 30. SMR 글로벌 개발 현황

| 개발사                           | 노형           | 용량         | Type          | 최초 상업운전 |
|-------------------------------|--------------|------------|---------------|---------|
| Nuscale Power, 미국             | NuScale      | 77MWe × 12 | 경수로           | 2029    |
| Rolls Royce, 영국               | Rolls Royce  | 470MWe     | 경수로           | 2030    |
| OKBM, 러시아                     | KLT-40S      | 35MWe × 2  | 경수로           | 2020    |
| CNEA & INVAP, 아르헨티나           | CAREM-25     | 25MWe      | 경수로           |         |
| Holtec International, 미국      | SMR-160      | 160MWe × 2 | 경수로           | 2029    |
| EDF Consortium, 프랑스           | NUWARD       | 170MWe × 2 | 경수로           | 2033    |
| CNNC, 중국                      | ACP100       | 126MWe     | 경수로           |         |
| 한국전력기술, 한국                    | BANDI-60     | 60MWe      | 경수로           |         |
| 한국원자력연구원, 한국                  | SMART        | 100MWe     | 경수로           |         |
| GE-Hitachi Nuclear Energy, 미국 | BWRX-300     | 300MWe     | 경수로           | 2028    |
| Westinghouse, 미국              | AP300        | 300MWe     | 경수로           |         |
| X-energy, 미국                  | Xe-100       | 80MWe × 4  | 고온로           | 2028    |
| 칭화대, 중국                       | HTR-PM       | 210MWe × 2 | 고온로           |         |
| USNC, 미국                      | MMR          | 5MWe × 2   | 고온로           | 2026    |
| Terrestrial Energy, 캐나다       | IMSR         | 190MWe     | 용융염원자로        | 2031    |
| Kairos Power, 미국              | KP-FHR       | 140MWe     | 용융염원자로        |         |
| TerraPower, 미국                | Sodium       | 345MWe     | 용융염원자로        | 2030    |
| Seaborg, 덴마크                  | Seaborg      | 100MWe × 2 | 용융염원자로        |         |
| ThorCon, 미국                   | ThorCon      | 250MWe × 2 | 용융염원자로        |         |
| UNIST, 한국                     | MicroURANUS  | 20MWe      | 납냉각고속로        |         |
| NIKIET, 러시아                   | BREST-OD-300 | 300MWe     | 납냉각고속로        |         |
| Westinghouse, 미국              | eVinc        | 5MWe       | Heat Pipe 원자로 |         |

자료: 에너지경제연구원, 산업은행, 언론종합, 하나증권

### 3) SMR 건설 진행사항: 건설 인허가만 남음

도입부지는 거의 완료  
자금조달도 사실상 완료  
남은 건 건설 인허가

SMR 건설 진행사항을 살펴보면 사실상 건설 인허가만 남았다. 주요 SMR 진행사항을 보면, SMR을 도입할 부지는 거의 선정 완료됐다. 자금조달도 사실상 거의 완료됐으며, 공급망도 이미 컨소시엄을 구성하여 밸류체인이 완성됐다. 연료도 기존 대형 원전 연료와 동일하거나 공급망을 체결해서 연료 수급도 끝낸 상황이다. 남은 건 건설 인허가뿐이며, 가장 빠른 SMR이 NuScale이 진행하고 있는 현장이다. 이미 미국으로부터 표준 설계 인증을 받았으며, 남은 건 건설 허가다. 2028년 상업운전을 목표로 하고있으며, 이를 위해 2025년에는 착공 진행될 것으로 전망한다.

도표 31. 주요 SMR 업체 개발 현황

| 회사                 | 이름              | 인허가    | 부지    | 자금조달             | 공급망   | 지역참여    | 연료     |
|--------------------|-----------------|--------|-------|------------------|-------|---------|--------|
| GE/Hitachi         | BWRX-300        | 신청서 제출 | 도입 발표 | 최초호기 조달          | 컨소 구성 | 7 개 이상  | 동일 원료  |
| Kairos Power       | Hermes          | 신청서 제출 | 도입 발표 | 최초호기 조달          | 컨소 구성 | 3 개 이상  | 공급망 체결 |
| NuScale            | VOYGR           | 표준설계인증 | 도입 발표 | 10 개/5 억달러 이상 계획 | 컨소 구성 | 10 개 이상 | 동일 원료  |
| OKLO               | Aurora          | 사전인허가  | 도입 발표 | 5 개/1 억달러 이상 계획  | MOU   | 1 개이상   | 개발중    |
| TerraPower         | Natrium         | 사전인허가  | 도입 발표 | 10 개/5 억달러 이상 계획 | 컨소 구성 | 3 개 이상  | 공급망 체결 |
| Ultra Safe Nuclear | MMR             | 사전인허가  | 도입 발표 | 1 개이상 계획         | 컨소 구성 | 1 개이상   | 공급망 체결 |
| Westinghouse       | eVinci          | 사전인허가  | MOU   | 5 개/1 억달러 이상 계획  | MOU   | 3 개 이상  | 개발중    |
| X-energy           | XE-100          | 사전인허가  | 도입 후보 | 10 개/5 억달러 이상 계획 | 컨소 구성 | 10 개 이상 | 공급망 체결 |
| Rolls-Royce SMR    | Rolls-Royce SMR | 사전인허가  | 도입 후보 | 10 개/5 억달러 이상 계획 | 컨소 구성 | 7 개 이상  | 동일 원료  |
| EDF                | Nuward          | 사전인허가  | MOU   | 10 개/5 억달러 이상 계획 | 컨소 구성 | 5 개 이상  | 동일 원료  |

자료: 에너지경제연구원, OECD, 하나증권

#### 4) 국내 기업 SMR 진행 사항

해외 SMR 개발사에  
투자 및 개발 협력  
한국형 i-SMR은 28년 목표

국내에는 주요 대형 원전 관련 기업과 에너지 기업이 해외SMR 기업에 투자 및 협업을 진행 중이다. 주기기를 제작할 수 있는 두산에너지빌리티의 경우 Nuscale과 X-energy와 협업하여 주기기 제작 예정이다. EPC로 삼성물산, 현대건설, DL이앤씨, 현대ENG이 각각의 SMR 개발사와 협업을 맺었다. 에너지 기업인 SK그룹은 테라파워에 투자했다.

한국 개발사항으로, 기존 SMR 개발 모델인 SMART는 과거 모델로, 지금은 차세대 원전으로 i-SMR 개발 사업을 준비 중이다. 2023년 과제를 착수하여, 2028년 표준설계 인가 획득을 목표로 하고 있다. 경쟁노형인 Nuscale은 미국 표준설계인가를 획득한 상황으로, 국내 개발 현황은 약 5년 정도 뒤쳐진 상황이다.

도표 32. 국내 기업 SMR 투자 및 협업 현황

| 기업명      | 시기     | SMR 개발사    | 내용                                         |
|----------|--------|------------|--------------------------------------------|
| 두산에너지빌리티 | '19.08 | NuScale    | 지분투자 및 2023년 주요 기자재 제작 착수 예정               |
|          | '21.08 | X-Energy   | 주기기 제작설계 계약 체결                             |
| 삼성물산     | 22~23  | Nuscale    | 0.7억달러 투자                                  |
| DL 이앤씨   | '22.06 | 테레스트리얼     | 개발과 EPC MOU                                |
|          | '23.01 | X-Energy   | 0.2억달러 투자                                  |
| 현대건설     | '21.11 | 홀텍         | 사업협력 및 SMR-160 EPC 독점권                     |
| 현대 ENG   | '22.06 | UNSC       | 캐나다 초크리버 MMR 실증사업 상세설계 계약<br>(26년 상업운전 목표) |
| SK 그룹    | '22.08 | TerraPower | 2.5억달러 투자<br>SMR 실증 및 상용화 추진               |

자료: 에너지경제연구원, OECD, 하나증권

## 5) 2021년부터 한국형 i-SMR 개발 중

## 2030년대 초반 준공 목표

SMR에 대한 관심이 지속적으로 커지고 있다. 규모의 경제를 역행하기 때문에 초기 경제성 이슈가 발생하더라도 계통 경직성을 해결하고 입지 제약을 극복할 수 있는 수단으로 부각될 수 있기 때문이다. 한국도 1997년부터 사업을 추진해왔고 2012년 7월 표준설계인가 취득, 2018년 12월 피동형 SMART100 개발을 완료했다. 용량은 100MW이며 발전, 해수담수화, 열병합 등의 용도로 활용될 수 있다. 다만 개발을 완료한 SMART의 경우 사우디아와의 PPE가 무산되면서 상용화되지 못했지만 개발 동력은 여전히 한국형 i-SMR로 이어지는 중이다. 한국에서 SMR을 언제 볼 수 있을지는 기술개발 달성 여부에 달렸다. 기존 계획대로 2028년까지 개발을 완료한 뒤 인허가 및 준공 일정 등을 감안하면 2030년대 초중반 경에 실물을 확인할 수 있을 전망이다. 외국에서는 보다 빠른 사례들이 진행되고 있지만 국산화 및 수출 가능성을 포기하면서 국내로 도입할 가능성은 크지 않다. 무엇보다 주기기 제작 밸류체인이 국내 업체로 존재하기 때문에 오히려 활성화될 여지에 무게를 둘 수 있을 것이다.

도표 33. SMART100 주요 특징

| 항목    | SMART           | 한국형 표준원전   |
|-------|-----------------|------------|
| 열출력   | 330MWt          | 2,8525MWt  |
| 전기출력  | 100MW           | 1,000MW    |
| 원자로유형 | 가압경수로(일체형, 관류형) | 가압경수로(분리형) |
| 터빈형식  | Single Casing   | TC6F       |
| 열사이클  | 랭킨사이클           | 재열재생사이클    |
| 담수용량  | 4만톤/일           | -          |

자료: 한전기술, 하나증권

도표 34. 혁신형 소형모듈원자로(i-SMR) 추진 계획

| 구분      | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 비고     |
|---------|----|----|----|----|----|----|----|----|--------|
| 개념/기본설계 |    |    |    |    |    |    |    |    | 한수원    |
| 표준설계    |    |    |    |    |    |    |    |    | 정부+한수원 |
| 요소기술개발  |    |    |    |    |    |    |    |    | 정부     |
| 인허가     |    |    |    |    |    |    |    |    | 정부+한수원 |

자료: 과학기술정보통신부, 언론보도, 하나증권

도표 35. 원자로 기술개발 현황 및 향후 추진전략(안) - 현황분석 및 향후 추진방향 (2021년)

| 현황 및 전망                             | 역량                                     | 방향                                      |
|-------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------|
| 소형모듈원자로(SMR) 중심으로 세계 원전 시장의 재편 시작   | 대형원전 자체설계·개발 가능<br>소형원전 분야에서도 역량 축적    | 既개발된 SMART원전의 실증으로<br>SMR 신(新)시장에 적기 진입 |
| SMR 시장의 확대를 예상한 주요국 개발 참여로 경쟁 심화    | 풍부한 설계·건설·운영 경험(산)과<br>혁신기술 개발 경험(학·연) | 산·학·연 협력을 통해<br>『혁신소형모듈원자로』 개발 추진       |
| 미래자원개발, 광산·극지 등의 개발 수요 등 에너지 수요 다변화 | 다목적 활용이 가능한 선진원자력<br>시스템 기술 지속 개발      | 선진원자력 시스템 기술을 응용한<br>다양한 SMR기술 개발 추진    |

자료: 산업부 보도자료, 하나증권

## 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| 두산에너지빌리티(034020) | 23 |
| 한전기술(052690)     | 27 |
| 현대건설(000720)     | 31 |

2023년 9월 18일 | 기업분석

BUY(신규)

목표주가(12M) 23,000원

현재주가(9.15) 17,170원

## Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,601.28      |
| 52주 최고/최저(원)     | 19,300/12,600 |
| 시가총액(십억원)        | 10,998.4      |
| 시가총액비중(%)        | 0.53          |
| 발행주식수(천주)        | 640,561.1     |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 4,875.5       |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 85.5          |
| 외국인지분율(%)        | 13.23         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 두산 외 26 인        | 30.67         |
| 국민연금공단           | 6.55          |

## Consensus Data

|           | 2023     | 2024     |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)  | 18,145.0 | 16,952.0 |
| 영업이익(십억원) | 1,185.0  | 1,145.0  |
| 순이익(십억원)  | 708.4    | 688.2    |
| EPS(원)    | 830      | 806      |
| BPS(원)    | 11,937   | 12,742   |

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 10,990.9 | 15,421.1 | 18,301.9 | 19,821.9 |
| 영업이익      | 869.4    | 1,106.1  | 1,803.8  | 2,068.3  |
| 세전이익      | 563.9    | (186.5)  | 1,517.2  | 1,808.3  |
| 순이익       | 495.3    | (772.5)  | 388.7    | 470.2    |
| EPS       | 1,026    | (1,247)  | 607      | 734      |
| 증감율       | 흑전       | 적전       | 흑전       | 20.92    |
| PER       | 19.88    | (12.35)  | 28.04    | 23.19    |
| PBR       | 1.84     | 1.38     | 1.43     | 1.34     |
| EV/EBITDA | 13.11    | 10.52    | 7.69     | 6.73     |
| ROE       | 10.67    | (11.70)  | 5.27     | 5.97     |
| BPS       | 11,097   | 11,147   | 11,932   | 12,666   |
| DPS       | 0        | 0        | 0        | 0        |



Analyst 유재선 Jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

## 두산에너지(034020)

## 원전 이슈에 대응하는 안정적인 선택지

## 목표주가 23,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

두산에너지 목표주가 23,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 에너지 부문 예상 EBITDA에 배수 20배를 적용하여 산출했다. 과거 발전 부문의 포트폴리오 완성 과정에서 재무부담이 확대되었고 국내외 원자력 및 석탄 발전설비의 성장 둔화로 불확실성도 커졌다. 하지만 국내 에너지 정책 변화에 맞춰 풍력, 연료전지, LNG 가스터빈 등 신규 성장 동력이 추가되는 가운데 지속된 구조조정과 재무구조 개선으로 이익 체력 정상화가 빠르게 확인되는 중이다. 최근 정부의 전력 정책도 기업 영업활동에 순방향으로 작용하고 있어 긍정적이다. 2023년 기준 PER 28.0배, PBR 1.4배다.

## 2023년 연간 영업이익 1.8조원(YoY +63.1%) 전망

2023년 연간 매출액은 전년대비 18.7% 증가한 18.3조원으로 예상된다. 자회사 두산밥캣의 실적 호조에 더해 에너지 부문도 늘어난 수주잔고를 기반으로 개선 추세가 이어질 전망이다. 에너지 부문의 상반기 신규 수주는 5.2조원으로 전년대비 63.6%, 수주잔고는 16.4조원으로 17.0% 증가했다. 최근 380MW급 발전용 가스터빈 수주에 성공하였고 남은 하반기에도 가스터빈 실증, SMR, EPC 등 추가 수주가 기대되고 있어 연간 수주목표 8.6조원 달성 가능성이 높다. 연간 영업이익은 1.8조원으로 전년대비 63.1% 증가할 전망이다. 주요 자회사 실적이 꾸준히 개선되는 가운데 에너지 부문도 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 순이익은 지난해 말 발생했던 일회성 비용의 기저효과 등으로 흑자전환이 예상된다.

## APR1400과 AP1000의 교집합. 풍력 터빈과 SMR 등 추가 성장 여력 존재

국내 원전 확장 기조가 본업의 회복 사이클을 이끌어내는 모습이다. 한국 APR1400에 더해 과거 미국 AP1000 원전 프로젝트에 주기기 공급 이력을 갖고 있는 기자재 밸류체인으로서 APR1400 해외 진출의 일부 불확실성을 해소할 교집합의 가치가 부각될 수 있다. 국내 대형 해상풍력에서 유의미한 점유율 달성이 기대되는 가운데 LNG 가스터빈 국산화로 인한 신규 및 교체 수요도 지속적으로 발생할 가능성이 높다. 주요 SMR 프로젝트 중 가시성 높은 NuScale과 X-Energy향으로 주기기 공급이 가능한 점을 감안하면 대형 원전 이외 분야의 성장 여력 또한 충분하다고 판단된다.

## 원전 이슈에 대응하는 안정적인 선택지

목표주가 23,000원

투자의견 매수

두산에너지빌리티 목표주가 23,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 에너지빌리티 부문 예상 EBITDA에 배수 20배를 적용하여 산출했다.

과거 발전 부문의 포트폴리오 완성 과정에서 재무부담이 확대되었고 국내외 원자력 및 석탄 발전설비의 성장 둔화로 불확실성도 커졌었다. 하지만 국내 에너지 정책 변화에 맞춰 풍력, 연료전지, LNG 가스터빈 등 신규 성장 동력이 추가된 가운데 지속된 구조조정과 재무구조 개선으로 이익 체력 정상화가 빠르게 확인되는 중이다. 최근 정부의 전력 정책도 기업 영업 활동에 순방향으로 작용하고 있어 긍정적이다.

2023년 기준 PER 10.4배, PBR 1.0배다.

도표 1. 두산에너지빌리티 목표주가 산정

| 구분              |         | 비고                          |        |
|-----------------|---------|-----------------------------|--------|
| (A) 영업가치(억원)    | 161,916 | 에너지빌리티 부문 EBITDA(25F)       | 8,096  |
|                 |         | 한전기술 최근 5년 EV/EBITDA 50% 할인 | 20     |
| (B) 지분가치(억원)    | 35,440  | 두산밥캣/두산퓨얼셀/기타               | 35,440 |
| (C) 기업가치(억원)    | 197,355 |                             |        |
| (D) 순차입금(억원)    | 27,028  | 2Q23 기준                     |        |
| (E) NAV(억원)     | 144,165 | 할인률(WACC)                   | 8%     |
| (F) 주당 순자산가치(원) | 22,506  | 목표주가(원)                     | 23,000 |
| 상승여력(%)         | 33.8    | 현재주가(원)                     | 17,190 |

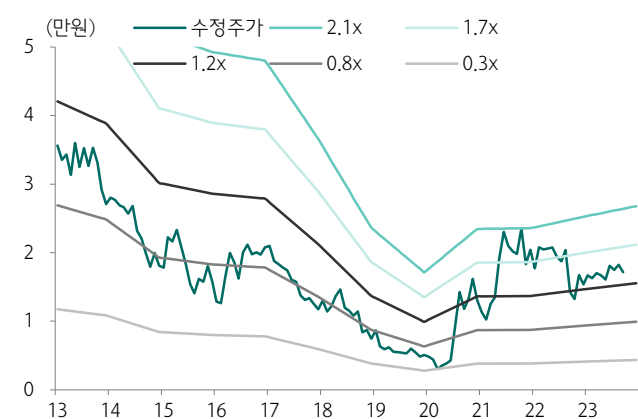
자료: 하나증권

도표 2. 두산에너지빌리티 12M Fwd PER 추이



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 3. 두산에너지빌리티 12M Fwd PBR 추이



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

## 2023년 연간 영업이익 1.8조원(YoY +63.1%) 전망

2023년 연간 실적 전망  
매출액 18.3조원(YoY +18.7%)  
영업이익 1.8조원(YoY +63.1%)

2023년 연간 매출액은 전년대비 18.7% 증가한 18.3조원으로 예상된다. 자회사 두산밥캣의 실적 호조에 더해 에너지빌리티 부문도 늘어난 수주잔고를 기반으로 개선 추세가 이어질 전망이다. 에너지빌리티 부문의 상반기 신규 수주는 5.2조원으로 전년대비 63.6%, 수주잔고는 16.4조원으로 17.0% 증가했다. 최근 380MW급 발전용 가스터빈 수주에 성공하였고 남은 하반기에도 가스터빈 실증, SMR, EPC 등 추가 수주가 기대되고 있어 연간 수주목표 8.6조원 달성 가능성이 높다. 연간 영업이익은 1.8조원으로 전년대비 63.1% 증가할 전망이다. 주요 자회사 실적이 꾸준히 개선되는 가운데 에너지빌리티 부문도 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 순이익은 지난해 말 발생했던 일회성 비용의 기저효과 등으로 흑자전환이 예상된다.

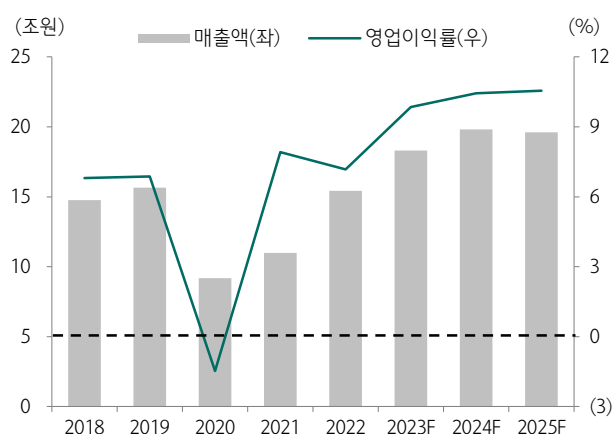
도표 4. 두산에너지빌리티 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|          | 2022   |         |        |         | 2023F  |        |        |        | 3Q23 증감률(%) |       |
|----------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|
|          | 1Q     | 2Q      | 3Q     | 4Q      | 1Q     | 2Q     | 3QF    | 4QF    | YoY         | QoQ   |
| 매출액      | 30,713 | 37,677  | 39,603 | 46,218  | 40,410 | 45,394 | 46,040 | 51,175 | 16.3        | 1.4   |
| 영업이익     | 1,921  | 3,277   | 3,146  | 2,717   | 3,646  | 4,947  | 4,833  | 4,612  | 53.6        | (2.3) |
| 세전이익     | 610    | 1,498   | 1,769  | (5,742) | 2,876  | 4,151  | 4,183  | 3,962  | 136.5       | 0.8   |
| 순이익      | (383)  | (1,937) | 861    | (6,266) | 695    | 1,074  | 1,088  | 1,030  | 26.3        | 1.3   |
| 영업이익률(%) | 6.3    | 8.7     | 7.9    | 5.9     | 9.0    | 10.9   | 10.5   | 9.0    | -           | -     |
| 세전이익률(%) | 2.0    | 4.0     | 4.5    | (12.4)  | 7.1    | 9.1    | 9.1    | 7.7    | -           | -     |
| 순이익률(%)  | (1.2)  | (5.1)   | 2.2    | (13.6)  | 1.7    | 2.4    | 2.4    | 2.0    | -           | -     |

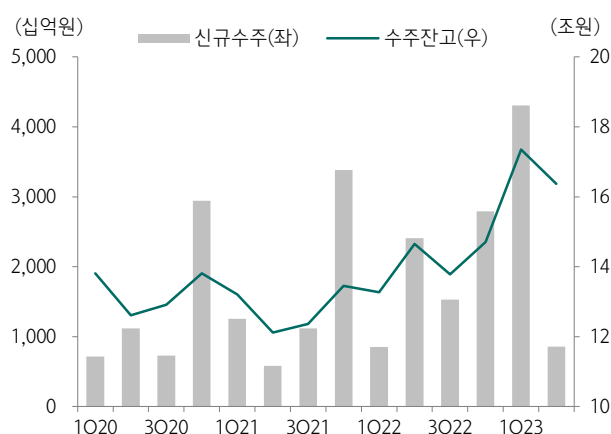
자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 5. 두산에너지빌리티 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

도표 6. 두산에너지빌리티 분기별 수주 추이



자료: 두산에너지빌리티, 하나증권

## 추정 재무제표

## 손익계산서

(단위:십억원)

|              | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    | 2025F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 10,990.9 | 15,421.1 | 18,301.9 | 19,821.9 | 19,608.1 |
| 매출원가         | 9,157.1  | 12,865.2 | 14,869.8 | 15,993.3 | 15,762.9 |
| 매출총이익        | 1,833.8  | 2,555.9  | 3,432.1  | 3,828.6  | 3,845.2  |
| 판매비          | 964.4    | 1,449.8  | 1,628.4  | 1,760.2  | 1,777.7  |
| 영업이익         | 869.4    | 1,106.1  | 1,803.8  | 2,068.3  | 2,067.5  |
| 금융손익         | (280.0)  | (477.6)  | (212.1)  | (200.0)  | (200.0)  |
| 종속/관계기업손익    | 20.1     | (230.5)  | 66.6     | 60.0     | 60.0     |
| 기타영업외손익      | (45.5)   | (584.5)  | (141.1)  | (120.0)  | (120.0)  |
| 세전이익         | 563.9    | (186.5)  | 1,517.2  | 1,808.3  | 1,807.5  |
| 법인세          | 94.6     | 147.0    | 554.3    | 632.9    | 632.6    |
| 계속사업이익       | 469.4    | (333.5)  | 963.0    | 1,175.4  | 1,174.9  |
| 중단사업이익       | 176.5    | (119.7)  | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 645.8    | (453.1)  | 963.0    | 1,175.4  | 1,174.9  |
| 비지배주주지분 순이익  | 150.5    | 319.3    | 574.2    | 705.3    | 704.9    |
| 지배주주순이익      | 495.3    | (772.5)  | 388.7    | 470.2    | 469.9    |
| 지배주주지분포괄이익   | 819.8    | (554.5)  | 481.1    | 376.1    | 375.9    |
| NOPAT        | 723.6    | 1,978.1  | 1,144.8  | 1,344.4  | 1,343.9  |
| EBITDA       | 1,406.3  | 1,577.5  | 2,260.4  | 2,532.2  | 2,535.8  |
| 성장성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 19.84    | 40.31    | 18.68    | 8.31     | (1.08)   |
| NOPAT증가율     | 흑전       | 173.37   | (42.13)  | 17.44    | (0.04)   |
| EBITDA증가율    | 223.88   | 12.17    | 43.29    | 12.02    | 0.14     |
| 영업이익증가율      | 흑전       | 27.23    | 63.08    | 14.66    | (0.04)   |
| (지배주주)순이익증가율 | 흑전       | 적전       | 흑전       | 20.97    | (0.06)   |
| EPS증가율       | 흑전       | 적전       | 흑전       | 20.92    | 0.00     |
| 수익성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 16.68    | 16.57    | 18.75    | 19.32    | 19.61    |
| EBITDA이익률    | 12.80    | 10.23    | 12.35    | 12.77    | 12.93    |
| 영업이익률        | 7.91     | 7.17     | 9.86     | 10.43    | 10.54    |
| 계속사업이익률      | 4.27     | (2.16)   | 5.26     | 5.93     | 5.99     |

## 투자지표

|           | 2021   | 2022    | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |         |        |        |        |
| EPS       | 1,026  | (1,247) | 607    | 734    | 734    |
| BPS       | 11,097 | 11,147  | 11,932 | 12,666 | 13,400 |
| CFPS      | 4,209  | 3,113   | 3,605  | 3,869  | 3,801  |
| EBITDAPS  | 2,914  | 2,546   | 3,532  | 3,953  | 3,959  |
| SPS       | 22,776 | 24,889  | 28,596 | 30,945 | 30,611 |
| DPS       | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 주가지표(배)   |        |         |        |        |        |
| PER       | 19.88  | (12.35) | 28.04  | 23.19  | 23.19  |
| PBR       | 1.84   | 1.38    | 1.43   | 1.34   | 1.27   |
| PCR       | 4.85   | 4.95    | 4.72   | 4.40   | 4.48   |
| EV/EBITDA | 13.11  | 10.52   | 7.69   | 6.73   | 6.59   |
| PSR       | 0.90   | 0.62    | 0.60   | 0.55   | 0.56   |
| 재무비율(%)   |        |         |        |        |        |
| ROE       | 10.67  | (11.70) | 5.27   | 5.97   | 5.63   |
| ROA       | 2.01   | (3.30)  | 1.62   | 1.84   | 1.78   |
| ROIC      | 4.76   | 12.89   | 7.38   | 8.38   | 8.27   |
| 부채비율      | 169.32 | 128.66  | 116.67 | 105.16 | 91.71  |
| 순부채비율     | 57.83  | 37.63   | 22.47  | 12.13  | 3.61   |
| 이자보상배율(배) | 3.07   | 4.25    | 5.57   | 6.94   | 7.85   |

자료: 하나증권

## 대차대조표

(단위:십억원)

|           | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    | 2025F    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산      | 8,417.6  | 8,098.9  | 9,682.2  | 10,572.4 | 10,984.7 |
| 금융자산      | 2,765.5  | 1,729.0  | 2,619.9  | 3,085.5  | 3,526.9  |
| 현금성자산     | 1,908.6  | 1,395.8  | 2,277.4  | 2,722.3  | 3,165.1  |
| 매출채권      | 921.1    | 1,619.6  | 1,793.3  | 1,901.4  | 1,894.0  |
| 재고자산      | 1,788.4  | 2,459.0  | 2,722.8  | 2,886.9  | 2,875.6  |
| 기타유동자산    | 2,942.6  | 2,291.3  | 2,546.2  | 2,698.6  | 2,688.2  |
| 비유동자산     | 15,302.9 | 14,950.9 | 15,357.9 | 15,548.8 | 15,676.7 |
| 투자자산      | 1,351.0  | 1,142.7  | 909.8    | 964.6    | 960.8    |
| 금융자산      | 768.9    | 786.8    | 515.6    | 546.7    | 544.6    |
| 유형자산      | 5,437.0  | 5,022.1  | 5,205.8  | 5,468.2  | 5,720.6  |
| 무형자산      | 8,016.0  | 7,772.7  | 7,997.7  | 7,871.4  | 7,750.7  |
| 기타비유동자산   | 498.9    | 1,013.4  | 1,244.6  | 1,244.6  | 1,244.6  |
| 자산총계      | 23,720.5 | 23,049.8 | 25,040.0 | 26,121.2 | 26,661.4 |
| 유동부채      | 10,125.8 | 8,059.5  | 8,851.7  | 8,838.2  | 8,411.7  |
| 금융부채      | 5,134.0  | 2,399.8  | 2,565.1  | 2,178.2  | 1,777.3  |
| 매입채무      | 1,880.7  | 2,518.7  | 2,788.9  | 2,956.9  | 2,945.4  |
| 기타유동부채    | 3,111.1  | 3,141.0  | 3,497.7  | 3,703.1  | 3,689.0  |
| 비유동부채     | 4,787.2  | 4,910.0  | 4,631.4  | 4,550.7  | 4,342.5  |
| 금융부채      | 2,724.9  | 3,122.3  | 2,651.9  | 2,451.9  | 2,251.9  |
| 기타비유동부채   | 2,062.3  | 1,787.7  | 1,979.5  | 2,098.8  | 2,090.6  |
| 부채총계      | 14,912.9 | 12,969.5 | 13,483.1 | 13,388.8 | 12,754.2 |
| 지배주주지분    | 6,091.4  | 7,113.3  | 7,641.3  | 8,111.4  | 8,581.3  |
| 자본금       | 2,675.6  | 3,256.1  | 3,267.3  | 3,267.3  | 3,267.3  |
| 자본잉여금     | 1,865.1  | 2,870.1  | 1,712.7  | 1,712.7  | 1,712.7  |
| 자본조정      | 46.2     | 45.7     | 45.8     | 45.8     | 45.8     |
| 기타포괄이익누계액 | 731.3    | 882.7    | 1,014.0  | 1,014.0  | 1,014.0  |
| 이익잉여금     | 773.2    | 58.8     | 1,601.5  | 2,071.7  | 2,541.6  |
| 비지배주주지분   | 2,716.2  | 2,967.0  | 3,915.7  | 4,621.0  | 5,325.9  |
| 자본총계      | 8,807.6  | 10,080.3 | 11,557.0 | 12,732.4 | 13,907.2 |
| 순금융부채     | 5,093.5  | 3,793.1  | 2,597.1  | 1,544.5  | 502.3    |

## 현금흐름표

(단위:십억원)

|                | 2021      | 2022      | 2023F     | 2024F   | 2025F   |
|----------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | 1,027.7   | 625.1     | 1,431.8   | 1,647.4 | 1,642.6 |
| 당기순이익          | 645.8     | (453.1)   | 963.0     | 1,175.4 | 1,174.9 |
| 조정             | 875.1     | 1,824.9   | 595.7     | 463.9   | 468.3   |
| 감가상각비          | 537.0     | 471.4     | 456.7     | 463.9   | 468.3   |
| 외환거래손익         | 77.7      | 153.1     | 22.1      | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | (19.9)    | 342.6     | (36.6)    | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 280.3     | 857.8     | 153.5     | 0.0     | 0.0     |
| 영업활동 자산부채변동    | (493.2)   | (746.7)   | (126.9)   | 8.1     | (0.6)   |
| 투자활동 현금흐름      | (1,265.7) | (71.1)    | (612.3)   | (675.5) | (594.8) |
| 투자자산감소(증가)     | 538.6     | 455.2     | 254.2     | (54.8)  | 3.8     |
| 자본증가(감소)       | (249.3)   | (337.9)   | (467.6)   | (600.0) | (600.0) |
| 기타             | (1,555.0) | (188.4)   | (398.9)   | (20.7)  | 1.4     |
| 재무활동 현금흐름      | (308.4)   | (1,132.5) | (219.2)   | (587.0) | (600.9) |
| 금융부채증가(감소)     | (2,605.0) | (2,336.9) | (305.1)   | (587.0) | (600.9) |
| 자본증가(감소)       | (59.2)    | 1,585.4   | (1,146.1) | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | 2,356.5   | (292.7)   | 1,232.0   | 0.0     | 0.0     |
| 배당지급           | (0.7)     | (88.3)    | 0.0       | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | (428.2)   | (512.8)   | 927.9     | 444.9   | 442.8   |
| Unlevered CFO  | 2,031.2   | 1,928.9   | 2,307.2   | 2,478.4 | 2,434.5 |
| Free Cash Flow | 743.0     | 276.4     | 959.3     | 1,047.4 | 1,042.6 |

2023년 9월 18일 | 기업분석

# 한전기술(052690)

## 국내 원전 증설은 확실한 모멘텀

**BUY(신규)**

목표주가(12M) **88,000원**  
현재주가(9.15) **62,500원**

### Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,601.28      |
| 52주 최고/최저(원)     | 84,200/48,900 |
| 시가총액(십억원)        | 2,388.8       |
| 시가총액비중(%)        | 0.12          |
| 발행주식수(천주)        | 38,220.0      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 200.4         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 14.2          |
| 외국인지분율(%)        | 3.63          |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 한국전력공사 외 1인      | 67.83         |
| 국민연금공단           | 7.47          |

### Consensus Data

|           | 2023   | 2024   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 574.8  | 656.0  |
| 영업이익(십억원) | 41.6   | 51.3   |
| 순이익(십억원)  | 39.5   | 45.7   |
| EPS(원)    | 1,032  | 1,196  |
| BPS(원)    | 15,513 | 16,643 |

### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2021    | 2022   | 2023F  | 2024F  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 433.1   | 505.3  | 547.9  | 599.0  |
| 영업이익      | 10.1    | 13.9   | 52.0   | 56.1   |
| 세전이익      | 17.7    | 25.7   | 61.9   | 65.6   |
| 순이익       | 16.5    | 18.0   | 46.8   | 49.9   |
| EPS       | 430     | 470    | 1,226  | 1,304  |
| 증감율       | (18.41) | 9.30   | 160.85 | 6.36   |
| PER       | 197.67  | 116.17 | 55.30  | 51.99  |
| PBR       | 6.20    | 3.77   | 4.45   | 4.29   |
| EV/EBITDA | 91.84   | 55.05  | 32.02  | 30.77  |
| ROE       | 3.25    | 3.40   | 8.40   | 8.54   |
| BPS       | 13,704  | 14,488 | 15,249 | 15,821 |
| DPS       | 238     | 283    | 736    | 782    |

### 목표주가 88,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

한전기술 목표주가 88,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 BPS에 목표 PBR 5.0배를 적용했다. 과거 2011년 9.15 순환정전이 국내 기저발전설비 성장을 견인했던 사건이었다면 2017년 대선 이후 탈원전 및 탈석탄 정책은 중장기적 설비 공급 억제로 전환되는 기점이었다. 최근 주가는 10여년 이전 과거 2010년~2012년 당시와 비슷한 수준이지만 실적 규모는 분명한 차이가 있다. 다만 현재 멀티플은 정책 전환에 따른 회복 기대감이 반영된 것이며 시장 눈높이 이상 규모의 기저전원 확대 특히 원전 중심 증설 계획이 제시된다면 추가로 재평가될 여지가 있다. 2023년 기준 PER 55.3배, PBR 4.5배다.

### 2023년 연간 영업이익 520억원(YoY +275.2%) 전망

2023년 연간 매출액은 전년대비 8.5% 증가한 5,479억원으로 예상된다. 과거에 중단되었던 신한울 3,4호기 사업이 재개되면서 수주잔고의 질적 개선이 이루어졌고 점진적인 매출 확대 흐름이 확인되는 중이다. 기존 가동원전 관련 O&M 수주 등에 더해 신규 대형 원전과 복합 화력의 설계 및 용역 수주가 중장기적 성장 동력으로 작동할 전망이다. 연간 영업이익은 520억원으로 전년대비 275.2% 증가할 것으로 기대된다. 상대적으로 마진이 높은 원자력 및 원자로 부문 매출 기여도가 상승함에 따라 이익률이 안정화되는 추세에 접어든 것으로 판단된다. 앞으로 국내외 대형 원전 수주가 늘어날 개연성이 높은 상황인 점을 감안한다면 향후에도 매출과 마진 개선이 이어질 수 있으며 시간은 다소 소요되겠지만 i-SMR 개발이 완료된 이후 이어지는 국내외 수주 가능성에도 관심을 기울일 필요가 있다.

### 일부 불확실성은 국내 원전 정책으로 극복될 수 있을 것

2011년 이후는 국내에서 원전과 석탄화력 설비가 늘어나는 동시에 해외 원전 수출도 성공했던 시기다. 지금은 국내외 대형 원전과 i-SMR에 대한 중장기 기대감이 석탄의 빈 공간을 채우고 있다. 최근 주가는 한국형 원전 해외 수출 기대감을 선제적으로 반영한 가운데 일부 부정적 외부 이슈와 한국전력의 추가 지분매각 여지가 부각되면서 일시적 약세 구간에 진입했다. 하지만 2022년 10~11월 폴란드 1차 원전 수주 실패에도 불구하고 직후 이뤄진 2차 원전 LOI로 인해 상승했던 사례를 복기해볼 때 남아있는 이슈가 현실화될 경우 즉각 반응이 나타난다는 점에서 선제적인 대응이 요구되는 영역으로 간주된다.



Analyst 유재선 Jaeseon.yoo@hanafn.com  
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

## 국내 원전 증설은 확실한 모멘텀

목표주가 88,000원

투자의견 매수

한전기술 목표주가 88,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 BPS에 목표 PBR 5.0배를 적용했다.

과거 2011년 9.15 순환정전이 국내 기저발전 설비 성장을 견인했던 사건이었다면 2017년 대선 이후 탈원전 및 탈석탄 정책은 중장기적 설비 공급 억제로 전환되는 기점이었다. 최근 주가는 10여년 이전 과거 2010년~2012년 당시와 비슷한 수준이지만 실적 규모는 분명한 차이가 있다. 다만 현재 멀티플은 정책 전환에 따른 회복 기대감이 반영된 것이며 시장의 눈높이 이상 규모의 기저전원 확대 특히 원전 중심 증설 계획이 제시되면 추가로 재평가될 여지가 있다.

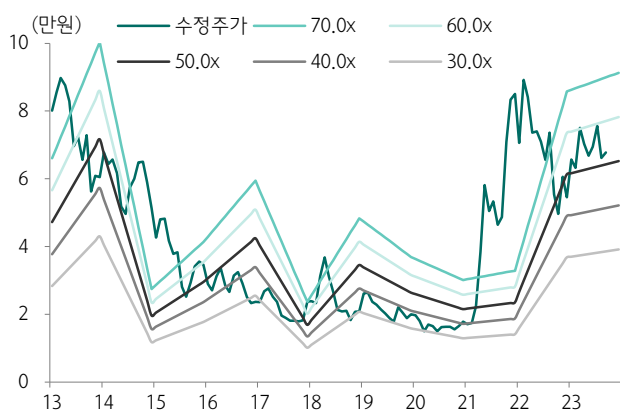
2023년 기준 PER 10.4배, PBR 1.0배다.

도표 1. 한전기술 목표주가 산정

| 구분                 |        | 비고              |         |
|--------------------|--------|-----------------|---------|
| (A)ROE(%)          | 8.8    | 2025년 추정        |         |
| (B)주당순자산(원)        | 17,443 | 2025년 추정        |         |
| (C)베타              | 1.2    | KOSPI 52주 주간 베타 |         |
| (D)시장 기대수익률(%)     | 2.1    | 하나증권 추정         |         |
| (E)무위험 시장수익률(%)    | 3.9    | 국고채 3년          |         |
| (F)자기자본비용(% E+FXG) | 1.7    |                 |         |
| (G)적정PBR(배, A/B)   | 5.0    |                 |         |
| 목표주가 산정(원)         | 87,914 | 목표주가(원)         | 88,000원 |
| 상승여력(%)            | 40.8   | 현재주가(원)         | 62,500원 |

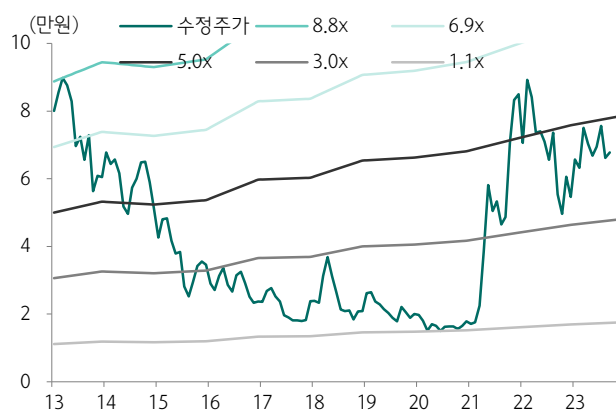
자료: 하나증권

도표 2. 한전기술 12M Fwd PER 추이



자료: 한전기술, 하나증권

도표 3. 한전기술 12M Fwd PBR 추이



자료: 한전기술, 하나증권

## 2023년 연간 영업이익 520억원(YoY +275%) 전망

2023년 연간 실적 전망  
매출액 5,479억원(YoY +8.5%)  
영업이익 520억원(YoY +275%)

2023년 연간 매출액은 전년대비 8.5% 증가한 5,479억원으로 예상된다. 과거에 중단되었던 신한울 3,4호기 사업이 재개되면서 수주잔고의 질적 개선이 이루어졌고 점진적인 매출 확대 흐름이 확인되는 중이다. 기존 가동원전 관련 O&M 수주 등에 더해 신규 대형 원전과 복합 화력의 설계 및 용역 수주가 중장기적 성장 동력으로 작동할 전망이다. 연간 영업이익은 520억원으로 전년대비 275.2% 증가할 것으로 기대된다. 상대적으로 마진이 높은 원자력 및 원자로 부문 매출 기여도가 상승함에 따라 이익률이 안정화되는 추세에 접어든 것으로 판단된다. 앞으로 국내외 대형 원전 수주가 늘어날 개연성이 높은 상황인 점을 감안한다면 향후에도 매출과 마진 개선이 이어질 수 있으며 시간은 다소 소요되겠지만 i-SMR 개발이 완료된 이후 이어지는 국내외 수주 가능성에도 관심을 기울일 필요가 있다.

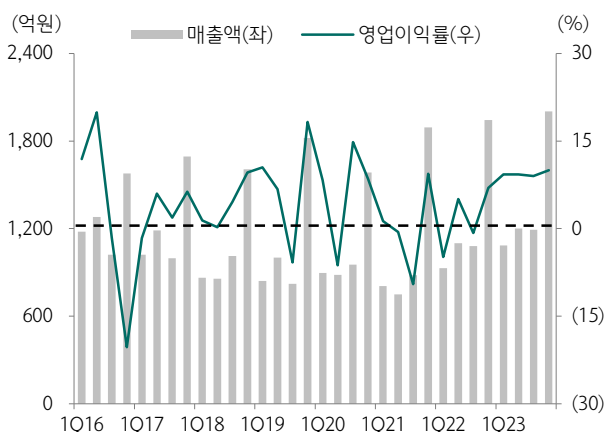
도표 4. 한전기술 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|          | 2022  |       |       |       | 2023F |       |       |       | 3Q23 증감률(%) |        |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|
|          | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3QF   | 4QF   | YoY         | QoQ    |
| 매출액      | 929   | 1,100 | 1,080 | 1,943 | 1,084 | 1,201 | 1,192 | 2,002 | 10.4        | (0.7)  |
| 원자력      | 435   | 522   | 569   | 1,187 | 500   | 605   | 634   | 1,066 | 11.5        | 4.9    |
| 에너지신사업   | 348   | 411   | 346   | 506   | 343   | 401   | 375   | 635   | 8.5         | (6.5)  |
| 원자로      | 146   | 167   | 165   | 250   | 242   | 195   | 182   | 301   | 10.5        | (6.3)  |
| 영업이익     | (45)  | 56    | (8)   | 136   | 100   | 112   | 107   | 200   | 흑전          | (3.9)  |
| 세전이익     | (23)  | 67    | 8     | 205   | 119   | 153   | 113   | 234   | 1,324.1     | (25.8) |
| 순이익      | (17)  | 51    | 6     | 139   | 89    | 116   | 86    | 178   | 1,450.7     | (26.0) |
| 영업이익률(%) | (4.9) | 5.1   | (0.8) | 7.0   | 9.3   | 9.3   | 9.0   | 10.0  | -           | -      |
| 세전이익률(%) | (2.5) | 6.1   | 0.7   | 10.5  | 11.0  | 12.7  | 9.5   | 11.7  | -           | -      |
| 순이익률(%)  | (1.8) | 4.7   | 0.5   | 7.2   | 8.2   | 9.7   | 7.2   | 8.9   | -           | -      |

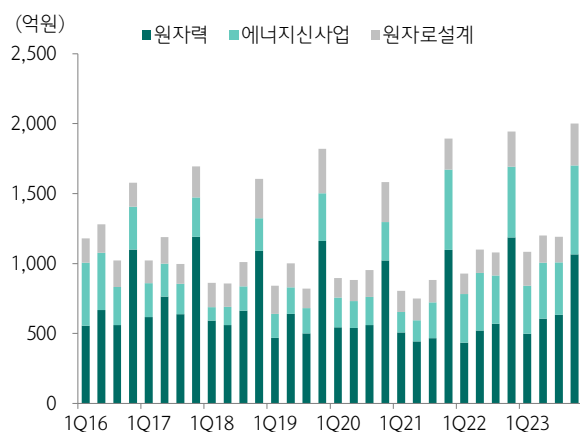
자료: 한전기술, 하나증권

도표 5. 한전기술 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 한전기술, 하나증권

도표 6. 한전기술 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한전기술, 하나증권

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |       |        |       |       |
|--------------|----------|-------|--------|-------|-------|
|              | 2021     | 2022  | 2023F  | 2024F | 2025F |
| 매출액          | 433.1    | 505.3 | 547.9  | 599.0 | 673.8 |
| 매출원가         | 326.2    | 394.3 | 393.3  | 420.2 | 478.7 |
| 매출총이익        | 106.9    | 111.0 | 154.6  | 178.8 | 195.1 |
| 판매비          | 96.8     | 97.0  | 102.7  | 122.7 | 132.2 |
| 영업이익         | 10.1     | 13.9  | 52.0   | 56.1  | 62.9  |
| 금융손익         | 1.9      | 2.8   | 3.7    | 2.6   | 2.7   |
| 종속/관계기업손익    | 0.5      | 0.5   | 0.0    | 0.3   | 0.3   |
| 기타영업외손익      | 5.2      | 8.6   | 6.2    | 6.7   | 7.2   |
| 세전이익         | 17.7     | 25.7  | 61.9   | 65.6  | 73.1  |
| 법인세          | 1.3      | 7.8   | 15.0   | 15.7  | 17.5  |
| 계속사업이익       | 16.5     | 18.0  | 46.8   | 49.9  | 55.6  |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| 당기순이익        | 16.5     | 18.0  | 46.8   | 49.9  | 55.6  |
| 비지배주주지분 손이익  | 0.0      | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| 지배주주순이익      | 16.5     | 18.0  | 46.8   | 49.9  | 55.6  |
| 지배주주지분포괄이익   | 25.1     | 39.0  | 39.9   | 49.9  | 55.6  |
| NOPAT        | 9.4      | 9.7   | 39.3   | 42.6  | 47.8  |
| EBITDA       | 35.0     | 37.0  | 73.3   | 76.0  | 81.5  |
| 성장성(%)       |          |       |        |       |       |
| 매출액증가율       | 0.32     | 16.67 | 8.43   | 9.33  | 12.49 |
| NOPAT증가율     | (58.22)  | 3.19  | 305.15 | 8.40  | 12.21 |
| EBITDA증가율    | (35.19)  | 5.71  | 98.11  | 3.68  | 7.24  |
| 영업이익증가율      | (65.88)  | 37.62 | 274.10 | 7.88  | 12.12 |
| (지배주주)순이익증가율 | (18.32)  | 9.09  | 160.00 | 6.62  | 11.42 |
| EPS증가율       | (18.41)  | 9.30  | 160.85 | 6.36  | 11.50 |
| 수익성(%)       |          |       |        |       |       |
| 매출총이익률       | 24.68    | 21.97 | 28.22  | 29.85 | 28.96 |
| EBITDA이익률    | 8.08     | 7.32  | 13.38  | 12.69 | 12.10 |
| 영업이익률        | 2.33     | 2.75  | 9.49   | 9.37  | 9.34  |
| 계속사업이익률      | 3.81     | 3.56  | 8.54   | 8.33  | 8.25  |

| 투자지표      | 2021   | 2022   | 2023F   | 2024F   | 2025F   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |        |        |         |         |         |
| EPS       | 430    | 470    | 1,226   | 1,304   | 1,454   |
| BPS       | 13,704 | 14,488 | 15,249  | 15,821  | 16,496  |
| CFPS      | 2,427  | 2,692  | 2,652   | 2,068   | 2,204   |
| EBITDAPS  | 916    | 969    | 1,918   | 1,989   | 2,132   |
| SPS       | 11,332 | 13,221 | 14,336  | 15,673  | 17,629  |
| DPS       | 238    | 283    | 736     | 782     | 872     |
| 주기지표(배)   |        |        |         |         |         |
| PER       | 197.67 | 116.17 | 55.30   | 51.99   | 46.63   |
| PBR       | 6.20   | 3.77   | 4.45    | 4.29    | 4.11    |
| PCFR      | 35.02  | 20.28  | 25.57   | 32.79   | 30.76   |
| EV/EBITDA | 91.84  | 55.05  | 32.02   | 30.77   | 28.57   |
| PSR       | 7.50   | 4.13   | 4.73    | 4.33    | 3.85    |
| 재무비율(%)   |        |        |         |         |         |
| ROE       | 3.25   | 3.40   | 8.40    | 8.54    | 9.15    |
| ROA       | 2.34   | 2.36   | 5.62    | 5.71    | 6.08    |
| ROIC      | 2.34   | 2.06   | 8.48    | 9.72    | 10.52   |
| 부채비율      | 37.41  | 50.25  | 48.81   | 50.43   | 50.32   |
| 순부채비율     | (6.27) | (8.91) | (17.21) | (17.91) | (19.07) |
| 이자보상배율(배) | 251.61 | 40.52  | 172.39  | 150.77  | 167.26  |

자료: 하나증권

| 대차대조표     | (단위:십억원) |        |        |         |         |
|-----------|----------|--------|--------|---------|---------|
|           | 2021     | 2022   | 2023F  | 2024F   | 2025F   |
| 유동자산      | 256.4    | 376.4  | 436.0  | 484.9   | 529.7   |
| 금융자산      | 34.0     | 49.4   | 99.6   | 107.6   | 119.4   |
| 현금성자산     | 30.2     | 45.3   | 37.8   | 45.6    | 57.3    |
| 매출채권      | 12.7     | 32.6   | 33.6   | 36.4    | 38.1    |
| 재고자산      | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산    | 209.7    | 294.4  | 302.8  | 340.9   | 372.2   |
| 비유동자산     | 449.1    | 440.1  | 416.0  | 409.2   | 402.5   |
| 투자자산      | 39.4     | 38.2   | 39.4   | 42.6    | 44.5    |
| 금융자산      | 35.1     | 33.8   | 34.9   | 37.7    | 39.4    |
| 유형자산      | 270.4    | 257.3  | 253.6  | 248.3   | 243.4   |
| 무형자산      | 33.3     | 26.9   | 22.2   | 17.5    | 13.9    |
| 기타비유동자산   | 106.0    | 117.7  | 100.8  | 100.8   | 100.7   |
| 자산총계      | 705.5    | 816.5  | 852.0  | 894.1   | 932.2   |
| 유동부채      | 183.6    | 244.8  | 250.2  | 268.1   | 278.9   |
| 금융부채      | 1.1      | 0.8    | 0.8    | 0.9     | 1.0     |
| 매입채무      | 41.5     | 65.4   | 67.4   | 73.1    | 76.5    |
| 기타유동부채    | 141.0    | 178.6  | 182.0  | 194.1   | 201.4   |
| 비유동부채     | 8.5      | 28.3   | 29.2   | 31.7    | 33.1    |
| 금융부채      | 0.7      | 0.2    | 0.2    | 0.2     | 0.2     |
| 기타비유동부채   | 7.8      | 28.1   | 29.0   | 31.5    | 32.9    |
| 부채총계      | 192.1    | 273.1  | 279.5  | 299.8   | 312.0   |
| 지배주주지분    | 513.5    | 543.4  | 572.5  | 594.4   | 620.2   |
| 자본금       | 7.6      | 7.6    | 7.6    | 7.6     | 7.6     |
| 자본잉여금     | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 자본조정      | (10.3)   | (10.3) | (10.3) | (10.3)  | (10.3)  |
| 기타포괄이익누계액 | (0.4)    | (0.4)  | (0.4)  | (0.4)   | (0.4)   |
| 이익잉여금     | 516.5    | 546.5  | 575.5  | 597.4   | 623.2   |
| 비지배주주지분   | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 513.5    | 543.4  | 572.5  | 594.4   | 620.2   |
| 순금융부채     | (32.2)   | (48.4) | (98.5) | (106.5) | (118.3) |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |        |        |        |        |
|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2021     | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
| 영업활동 현금흐름      | (15.8)   | 6.8    | 73.5   | 46.2   | 51.8   |
| 당기순이익          | 16.5     | 18.0   | 46.8   | 49.9   | 55.6   |
| 조정             | 80.5     | 86.7   | 50.0   | 19.9   | 18.6   |
| 감가상각비          | 24.9     | 23.1   | 21.3   | 19.9   | 18.6   |
| 외환거래손익         | (0.3)    | (0.2)  | (0.0)  | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | (0.5)    | (0.5)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 56.4     | 64.3   | 28.7   | 0.0    | 0.0    |
| 영업활동 자산부채변동    | (112.8)  | (97.9) | (23.3) | (23.6) | (22.4) |
| 투자활동 현금흐름      | 19.0     | 18.7   | (61.2) | (13.4) | (12.1) |
| 투자자산감소(증가)     | 1.0      | 1.6    | (1.2)  | (3.2)  | (1.9)  |
| 자본증가(감소)       | (1.6)    | (1.3)  | (10.8) | (10.0) | (10.0) |
| 기타             | 19.6     | 18.4   | (49.2) | (0.2)  | (0.2)  |
| 재무활동 현금흐름      | (12.1)   | (10.3) | (11.2) | (27.9) | (29.7) |
| 금융부채증가(감소)     | 0.2      | (0.8)  | 0.1    | 0.1    | 0.0    |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (1.6)    | (0.4)  | (0.5)  | 0.0    | 0.1    |
| 배당지급           | (10.7)   | (9.1)  | (10.8) | (28.0) | (29.8) |
| 현금의 증감         | (8.9)    | 15.1   | (7.6)  | 7.7    | 11.7   |
| Unlevered CFO  | 92.8     | 102.9  | 101.4  | 79.0   | 84.2   |
| Free Cash Flow | (17.4)   | 5.4    | 62.7   | 36.2   | 41.8   |

2023년 9월 18일 | 기업분석

BUY(유지)

목표주가(12M) 55,000원  
현재주가(9.15) 37,300원

## Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,601.28      |
| 52주 최고/최저(원)     | 44,550/33,500 |
| 시가총액(십억원)        | 4,153.6       |
| 시가총액비중(%)        | 0.20          |
| 발행주식수(천주)        | 111,355.8     |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 870.8         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 32.9          |
| 외국인지분율(%)        | 22.82         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 현대자동차 외 5인       | 34.92         |
| 국민연금공단           | 8.89          |

## Consensus Data

|           | 2023     | 2024     |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)  | 26,695.0 | 27,055.9 |
| 영업이익(십억원) | 814.0    | 954.2    |
| 순이익(십억원)  | 665.3    | 758.6    |
| EPS(원)    | 4,725    | 5,300    |
| BPS(원)    | 72,934   | 78,137   |

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 18,065.5 | 21,239.1 | 26,835.0 | 27,357.8 |
| 영업이익      | 753.5    | 574.9    | 785.4    | 890.8    |
| 세전이익      | 854.1    | 753.8    | 861.7    | 900.4    |
| 순이익       | 407.5    | 408.9    | 523.3    | 519.3    |
| EPS       | 3,651    | 3,637    | 4,655    | 4,620    |
| 증감율       | 232.82   | (0.38)   | 27.99    | (0.75)   |
| PER       | 12.17    | 9.60     | 7.85     | 7.91     |
| PBR       | 0.69     | 0.51     | 0.50     | 0.47     |
| EV/EBITDA | 3.73     | 3.54     | 2.74     | 2.07     |
| ROE       | 5.89     | 5.49     | 6.56     | 6.12     |
| BPS       | 64,200   | 68,380   | 73,468   | 77,487   |
| DPS       | 600      | 600      | 600      | 600      |



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com  
RA 하민호 minhoha@hanafn.com

## 현대건설(000720)

## 국내/해외 대형 원전, SMR을 두 손에

## 국내 대형 원전: 6+a

국내 신한울 3,4호기 발주가 재개되었으며, 대진 원전 등 총 4개 원전도 추가로 나올 가능성이 있다. 여기에 향후 원전 비중이 늘어날 가능성을 고려하면 6개 이상의 국내 대형 원전의 수주 여지가 있다. 현재 신한울 3,4호기 주설비공사 발주(약 3.5조원)가 나왔으며, 삼성물산, 현대건설, 대우건설이 각각 컨소시엄을 구성하여 참여할 예정이다(11/30 개찰 예정). 현대건설은 55% 지분으로 두산에너지(35%), 포스코E&C(10%)와 컨소시엄을 구성했다.

## 해외 대형 원전: 미국 웨스팅하우스 AP1000과 함께

2022년 5월에 미국 웨스팅하우스와 AP1000의 글로벌 공동참여 전략적 협약을 체결했다. 이에 따라 향후 프로젝트 계약 시 차세대 원전사업의 상호 독점적 협력 및 EPC 분야 우선 참여 협상권을 확보했다. 쉽게 말해 웨스팅하우스가 AP1000으로 대형 원전 프로젝트를 진행할 때 EPC 협상을 현대건설과 가장 먼저 할 수 있는 권리를 얻은 것이다. 미국의 폴란드 대형 원전이나 사우디 원전 등 참여 여부를 결정할 수 있다.

## 해외 SMR: 홀텍 SMR160과 함께

2021년 홀텍과 SMR 개발 및 사업동반 진출을 위한 협약(TA)을 체결하여 SMR160의 EPC 독점 권한을 확보했다. 현재 표준모델 상세 설계에 직접 참여하고 있으며, 향후 오이스터크릭 원전 해체 부지에 설치할 예정이다(24년 설계, 29년 완공 목표). 이외에도 우크라이나, 베트남, 필리핀, 인도네시아, 체코 등의 국가에 SMR160을 설치하는 MOU, 업무협약 등을 맺고 있다. 표준설계인증이 완료되고 본격적으로 상용화가 가능한 시점(2025년 목표)부터 본격화 될 전망이다. 우크라이나의 경우 홀텍이 공장이 있어, 20기 설치를 고려하고 있다.

## 원전 해체: 홀텍에서 배워 국내 적용

홀텍과는 원전 해체와 관한 업무 협약도 진행했다. 홀텍이 현재 진행하고 있는 인디언포인트 현장의 해체 작업을 같이 진행하며 배우고 있다. 2Q22부터 3Q25까지로 5명이 PM용역으로 파견됐다. 향후 고리1호기(2024년), 월성1호기(2026년) 해체 수주를 계획하고 있다.

## 추정 재무제표

## 손익계산서

(단위:십억원)

|              | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    | 2025F    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 18,065.5 | 21,239.1 | 26,835.0 | 27,357.8 | 27,501.7 |
| 매출원가         | 16,268.3 | 19,726.3 | 25,149.5 | 25,421.1 | 25,596.9 |
| 매출총이익        | 1,797.2  | 1,512.8  | 1,685.5  | 1,936.7  | 1,904.8  |
| 판매비          | 1,043.7  | 937.8    | 900.1    | 1,045.9  | 1,043.5  |
| 영업이익         | 753.5    | 574.9    | 785.4    | 890.8    | 861.3    |
| 금융손익         | 98.9     | 224.7    | 178.9    | 179.8    | 205.0    |
| 중속/관계기업손익    | (10.6)   | (12.7)   | (1.1)    | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익      | 12.2     | (33.1)   | (101.5)  | (170.2)  | (195.4)  |
| 세전이익         | 854.1    | 753.8    | 861.7    | 900.4    | 870.9    |
| 법인세          | 299.7    | 282.9    | 206.4    | 233.9    | 226.2    |
| 계속사업이익       | 554.4    | 470.9    | 654.6    | 665.8    | 643.7    |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | 554.4    | 470.9    | 654.6    | 665.8    | 643.7    |
| 비배주주지분 순이익   | 146.9    | 62.0     | 131.4    | 146.5    | 141.6    |
| 지배주주순이익      | 407.5    | 408.9    | 523.3    | 519.3    | 502.1    |
| 지배주주지분포괄이익   | 568.1    | 537.4    | 719.6    | 624.3    | 603.6    |
| NOPAT        | 489.1    | 359.1    | 597.3    | 659.3    | 637.6    |
| EBITDA       | 925.0    | 756.6    | 972.0    | 1,050.4  | 998.1    |
| 성장성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 6.45     | 17.57    | 26.35    | 1.95     | 0.53     |
| NOPAT증가율     | 54.78    | (26.58)  | 66.33    | 10.38    | (3.29)   |
| EBITDA증가율    | 28.37    | (18.21)  | 28.47    | 8.07     | (4.98)   |
| 영업이익증가율      | 37.25    | (23.70)  | 36.62    | 13.42    | (3.31)   |
| (지배주주)순이익증가율 | 233.20   | 0.34     | 27.98    | (0.76)   | (3.31)   |
| EPS증가율       | 232.82   | (0.38)   | 27.99    | (0.75)   | (3.31)   |
| 수익성(%)       |          |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 9.95     | 7.12     | 6.28     | 7.08     | 6.93     |
| EBITDA이익률    | 5.12     | 3.56     | 3.62     | 3.84     | 3.63     |
| 영업이익률        | 4.17     | 2.71     | 2.93     | 3.26     | 3.13     |
| 계속사업이익률      | 3.07     | 2.22     | 2.44     | 2.43     | 2.34     |

## 투자지표

|           | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   | 2025F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 3,651   | 3,637   | 4,655   | 4,620   | 4,467   |
| BPS       | 64,200  | 68,380  | 73,468  | 77,487  | 81,354  |
| CFPS      | 11,476  | 8,367   | 8,796   | 7,955   | 7,263   |
| EBITDAPS  | 8,286   | 6,731   | 8,647   | 9,344   | 8,879   |
| SPS       | 161,835 | 188,942 | 238,724 | 243,374 | 244,654 |
| DPS       | 600     | 600     | 600     | 600     | 600     |
| 주기지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 12.17   | 9.60    | 7.85    | 7.91    | 8.18    |
| PBR       | 0.69    | 0.51    | 0.50    | 0.47    | 0.45    |
| PCFR      | 3.87    | 4.17    | 4.16    | 4.59    | 5.03    |
| EV/EBITDA | 3.73    | 3.54    | 2.74    | 2.07    | 1.54    |
| PSR       | 0.27    | 0.18    | 0.15    | 0.15    | 0.15    |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 5.89    | 5.49    | 6.56    | 6.12    | 5.62    |
| ROA       | 2.17    | 2.02    | 2.39    | 2.22    | 2.08    |
| ROIC      | 7.28    | 4.82    | 7.27    | 7.68    | 7.49    |
| 부채비율      | 108.26  | 110.71  | 115.70  | 114.23  | 106.31  |
| 순부채비율     | (40.24) | (35.33) | (36.89) | (40.55) | (45.18) |
| 이자보상배율(배) | 12.98   | 13.15   | 16.39   | 18.55   | 17.93   |

자료: 하나증권

## 대차대조표

(단위:십억원)

|           | 2021      | 2022      | 2023F     | 2024F     | 2025F     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 유동자산      | 14,526.4  | 15,516.7  | 17,341.4  | 18,567.0  | 19,037.7  |
| 금융자산      | 6,200.4   | 5,502.7   | 5,922.8   | 6,556.0   | 7,333.6   |
| 현금성자산     | 2,926.9   | 3,973.9   | 4,182.9   | 4,726.9   | 5,550.8   |
| 매출채권      | 22.8      | 4.9       | 5.6       | 5.9       | 5.7       |
| 재고자산      | 718.2     | 855.4     | 975.4     | 1,026.0   | 999.8     |
| 기타유동자산    | 7,585.0   | 9,153.7   | 10,437.6  | 10,979.1  | 10,698.6  |
| 비유동자산     | 5,110.9   | 5,395.0   | 5,516.9   | 5,417.2   | 5,249.3   |
| 투자자산      | 1,378.0   | 1,557.3   | 1,702.5   | 1,762.4   | 1,731.3   |
| 금융자산      | 1,290.8   | 1,468.3   | 1,601.0   | 1,655.7   | 1,627.4   |
| 유형자산      | 1,012.1   | 1,048.8   | 990.0     | 840.1     | 712.9     |
| 무형자산      | 718.3     | 720.6     | 716.4     | 706.6     | 697.0     |
| 기타비유동자산   | 2,002.5   | 2,068.3   | 2,108.0   | 2,108.1   | 2,108.1   |
| 자산총계      | 19,637.3  | 20,911.7  | 22,858.3  | 23,984.2  | 24,287.0  |
| 유동부채      | 7,613.2   | 8,757.4   | 9,831.6   | 10,307.4  | 10,060.9  |
| 금융부채      | 658.2     | 644.3     | 585.0     | 587.5     | 586.2     |
| 매입채무      | 2,166.8   | 2,598.8   | 2,963.3   | 3,117.1   | 3,037.4   |
| 기타유동부채    | 4,788.2   | 5,514.3   | 6,283.3   | 6,602.8   | 6,437.3   |
| 비유동부채     | 2,594.8   | 2,230.0   | 2,429.3   | 2,481.2   | 2,454.3   |
| 금융부채      | 1,748.3   | 1,352.5   | 1,428.7   | 1,428.7   | 1,428.7   |
| 기타비유동부채   | 846.5     | 877.5     | 1,000.6   | 1,052.5   | 1,025.6   |
| 부채총계      | 10,208.0  | 10,987.4  | 12,260.9  | 12,788.6  | 12,515.2  |
| 지배주주지분    | 7,216.7   | 7,686.7   | 8,258.5   | 8,710.4   | 9,145.0   |
| 자본금       | 562.1     | 562.1     | 562.1     | 562.1     | 562.1     |
| 자본잉여금     | 1,098.2   | 1,095.3   | 1,095.3   | 1,095.3   | 1,095.3   |
| 자본조정      | (5.7)     | (5.7)     | (5.7)     | (5.7)     | (5.7)     |
| 기타포괄이익누계액 | (77.7)    | 25.9      | 142.4     | 142.4     | 142.4     |
| 이익잉여금     | 5,640.0   | 6,009.1   | 6,464.6   | 6,916.4   | 7,351.0   |
| 비지배주주지분   | 2,212.6   | 2,237.6   | 2,338.8   | 2,485.2   | 2,626.8   |
| 자본총계      | 9,429.3   | 9,924.3   | 10,597.3  | 11,195.6  | 11,771.8  |
| 순금융부채     | (3,793.9) | (3,505.9) | (3,909.1) | (4,539.9) | (5,318.8) |

## 현금흐름표

(단위:십억원)

|                | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   | 2025F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 1,009.4 | (143.5) | 683.7   | 604.7   | 894.9  |
| 당기순이익          | 554.4   | 470.9   | 654.6   | 665.8   | 643.7  |
| 조정             | 617.5   | 212.7   | 282.5   | 159.6   | 136.9  |
| 감가상각비          | 171.5   | 181.7   | 186.5   | 159.6   | 136.8  |
| 외환거래손익         | (160.3) | (77.2)  | (16.3)  | 0.0     | 0.0    |
| 지분법손익          | 10.6    | 3.2     | 1.1     | 0.0     | 0.0    |
| 기타             | 595.7   | 105.0   | 111.2   | 0.0     | 0.1    |
| 영업활동 자산부채변동    | (162.5) | (827.1) | (253.4) | (220.7) | 114.3  |
| 투자활동 현금흐름      | (798.3) | 1,853.3 | (417.4) | (149.2) | 77.3   |
| 투자자산감소(증가)     | (348.1) | (164.3) | (144.1) | (60.0)  | 31.1   |
| 자본증가(감소)       | (76.7)  | (130.2) | (69.9)  | 0.0     | 0.0    |
| 기타             | (373.5) | 2,147.8 | (203.4) | (89.2)  | 46.2   |
| 재무활동 현금흐름      | (492.6) | (658.2) | (18.5)  | (65.0)  | (68.8) |
| 금융부채증가(감소)     | (323.6) | (409.7) | 16.9    | 2.5     | (1.3)  |
| 자본증가(감소)       | 83.8    | (2.8)   | 0.0     | 0.0     | 0.0    |
| 기타재무활동         | (121.0) | (130.7) | 32.1    | 0.0     | 0.0    |
| 배당지급           | (131.8) | (115.0) | (67.5)  | (67.5)  | (67.5) |
| 현금의 증감         | (260.0) | 1,047.0 | 224.5   | 544.0   | 823.9  |
| Unlevered CFO  | 1,281.1 | 940.5   | 988.8   | 894.2   | 816.5  |
| Free Cash Flow | 911.8   | (291.9) | 611.9   | 604.7   | 894.9  |

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

## 두산에너지빌리티



| 날짜       | 투자 의견     | 목표주가   | 과리율 |       |
|----------|-----------|--------|-----|-------|
|          |           |        | 평균  | 최고/최저 |
| 23.9.18  | BUY       | 23,000 |     |       |
| 21.7.15  | 담당자 변경    | -      | -   | -     |
| 20.10.22 | Not Rated | -      | -   | -     |

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

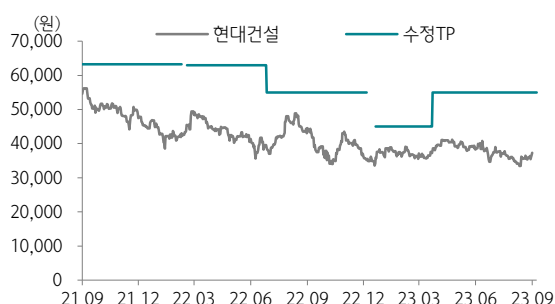
## 한전기술



| 날짜      | 투자 의견 | 목표주가   | 과리율    |         |
|---------|-------|--------|--------|---------|
|         |       |        | 평균     | 최고/최저   |
| 23.9.18 | BUY   | 88,000 |        |         |
| 22.5.20 | 1년 경과 | -      | -      | -       |
| 21.5.20 | BUY   | 54,000 | 29.19% | 109.26% |

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

## 현대건설



| 날짜       | 투자 의견  | 목표주가   | 과리율     |         |
|----------|--------|--------|---------|---------|
|          |        |        | 평균      | 최고/최저   |
| 23.4.6   | BUY    | 55,000 |         |         |
| 23.1.4   | BUY    | 45,000 | -17.69% | -13.11% |
| 22.12.20 | 담당자 변경 | -      | -       | -       |
| 22.7.11  | BUY    | 55,000 | -26.00% | -11.09% |
| 22.3.4   | BUY    | 63,000 | -31.08% | -21.51% |
| 21.5.16  | BUY    | 63,243 | -20.93% | -7.38%  |

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 9월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선, 김승준)는 2023년 9월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.06%  | 5.48%       | 0.46%      | 100% |

\* 기준일: 2023년 09월 15일