

After AI 시리즈 1

Meritz Research 2024. 3. 12

SMR Launch Detected

- Prologue After AI: 그 다음 주목할 AI 수혜주는
Part I AI는 전기를 얼마나 소모하나
Part II 궁극적인 해결책: 원전과 SMR
Part III 원전 산업 국제 정세와 미국의 정책 의지



After AI 시리즈 1

SMR Launch Detected

글로벌 투자전략-선진국

Analyst **황수욱**

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr



유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr



글로벌 기업

관심종목	투자판단	블룸버그 평균 TP
NuScale Power (SMR US)	Not Rated	6.58달러
Centrus Energy (LEU US)	Not Rated	71.00달러
BWX Technologies (BWXT US)	Not Rated	102.83달러
Constellation Energy(CEG US)	Not Rated	161.42달러

유틸리티/건설 Overweight/Neutral

Top Pick	투자판단	적정주가
두산에너빌리티 (034020)	Buy	24,000원
관심종목	투자판단	적정주가
현대건설 (000720)	Buy	53,000원
우리기술 (032820)	Not Rated	-
비에이치아이 (083650)	Not Rated	-

Contents

Prologue	After AI: 그 다음 주목할 AI 수혜주는	07
Part I	AI는 전기를 얼마나 소모하나	15
Part II	궁극적인 해결책: 원전과 SMR	31
Part III	원전 산업 국제 정세와 미국의 정책 의지	51

기업분석	NuScale Power (SMR US) SMR 대장주	66
	Centrus Energy (LEU US) 농축 우라늄 공급망 재편 수혜주	69
	BWX Technologies (BWXT US) 핵심 원자력 밸류체인 기업	72
	Constellation Energy (CEG US) IRA 수혜 원자력 전력공급 기업	75
	두산에너지빌리티 (034020) 대형 원전, SMR 둘 다 잘될 것 같다	78
	현대건설 (000720) SMR에 진심인 건설사	82
	우리기술 (032820) 힘든 시절 국산화한 노력이 빛을 발할 때	85
	비에이치아이 (083650) 원전+가스 투트랙	88



After AI 시리즈 1 SMR Launch Detected

I AI는 전기를 얼마나 소모하나

다양한 근거에 기반한 AI 전력 소모 전망

- Chat GPT는 구글 검색보다 전력을 10배 소모. 이미지 생성은 텍스트 생성보다 전력 60배를 소모. 향후 동영상 생성과 로봇틱스 등 다양한 적용 분야 확장, 그 이전 학습 과정까지 생각하면 전력 소비량 증가는 가능하기 힘들 정도
- 다만 반도체 공급이 이를 제한. 반도체 수급을 감안하면 10년 후(2033년) 데이터센터는 전체 전력의 10.8% 차지
- 데이터센터 전력은 성장률이 높을 뿐만 아니라 밀도가 아주 높음. 낡은 그리드로는 감당하기 어려운 상황
- 이제부터 데이터센터는 자체적인(On-Site) 전력원을 요구. 전력원 없이는 인허가 받기도 어려워지고 있음

II 궁극적인 해결책: 원전과 SMR

빅테크들의 SMR 투자 동향

- 대형 원전과 SMR은 높은 이용률, 작은 설치 면적이라는 장점 덕분에 데이터센터와 걸맞는 전력원
- MS, Amazon 등 빅테크들은 2023년 들어 대형 원전, SMR에 투자 시작. 특히 샘 올트만의 Oklo는 2024년 상장 예정
- 현재 원전 주식 투자자들은 한국, 유럽 시장을 주목하고 있지만, 사실 가장 큰 Upside는 미국 SMR에서 올 전망
- 미국 DOE에 따르면 SMR 확장에 있어 걸림돌은 1) 우라늄 조달, 변환, 농축, 2) 대형 단조를 비롯한 기자재 제작
- 단조에서 가공까지 이어지는 제조 능력을 가진 두산에너지빌리티와 같은 글로벌 파트너사가 필요

III 원전 산업 국제 정세와 미국의 정책 의지

지금 SMR에 주목해야 하는 이유

- 지금 당장 SMR 산업에 주목해야 하는 이유는 크게 두가지. 1) 원전 산업의 국제 정세와, 2) 올해 나타날 정책 모멘텀 때문
- 2010년대 이후 선진국 원전 산업이 정체하는 동안 중국, 러시아의 원전 산업은 약진. 특히 차세대 원자력 발전소에 필요한 농축 우라늄은 러시아가 독점. 미국의 의지는 에너지 독립을 위해 중국, 러시아 공급망으로부터 탈피하고자 함
- 미국의 원자력 산업에 대한 의지는 초당적. 특히 트럼프는 Agenda 47에서 원전 및 SMR 산업 지원에 대한 구체적인 공약 제시 중. 바이든도 IRA를 통해 원전 산업 세제 혜택 부여 중
- 2024년 2월 Atomic Energy Advanced Act 하원 통과. 초당적인 지지를 받으며 차세대 원자력 산업 약진을 위한 미국 정책 의지를 담음
- 정책 모멘텀에 단기적으로 가장 수혜를 볼 수 있는 기업은 NuScale Power(SMR US). 농축 우라늄 공급망 재편 수혜주는 Centrus Energy(LEU). SMR 제조 기업으로 잠재력 있는 BWX Technologies(BWXT US) 주목. 원자력 정책이 당장 실적에 반영될 기업은 2024년부터 개시된 IRA의 원자력 PTC 수혜주인 Constellation Energy(CEG US)

After AI 시리즈 1

이 보고서는 요약본입니다



2023년 이후 글로벌 증시 메인 드라이버는 AI

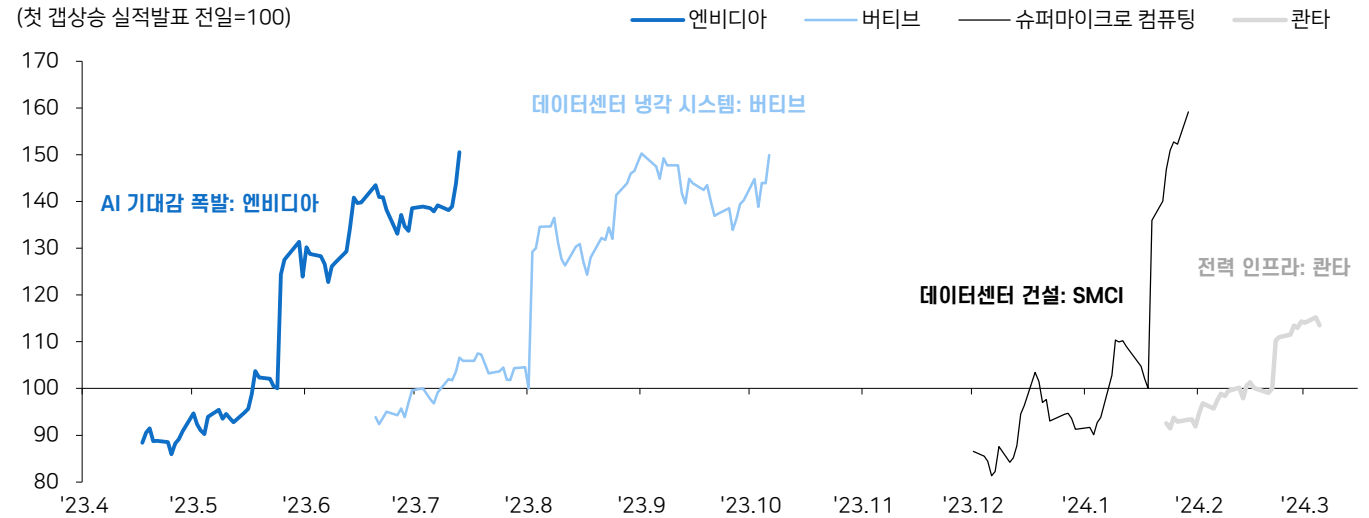
After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Prologue

- 2023년 이후 글로벌 증시 메인 드라이버는 AI 산업. 2023년 5월 엔비디아 실적발표 이후 본격화
- AI 확장에 수혜를 받을 수 있는 산업으로 관심이 확장. 다음 나온 물결은 데이터센터
 - 데이터센터의 효율적인 사용(버티브), 데이터센터의 양적 증가(SMCI)
- 데이터센터 다음 시장의 관심이 이동한 분야는 전력 공급
- 데이터센터가 늘면 전력인프라가 뒷받침되어야 한다는 것

미국 시장 주가 반응 시계열: AI 및 AI 서버 → 데이터센터 → 전력 인프라 → 그다음은?

(첫 갭상승 실적발표 전일=100)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

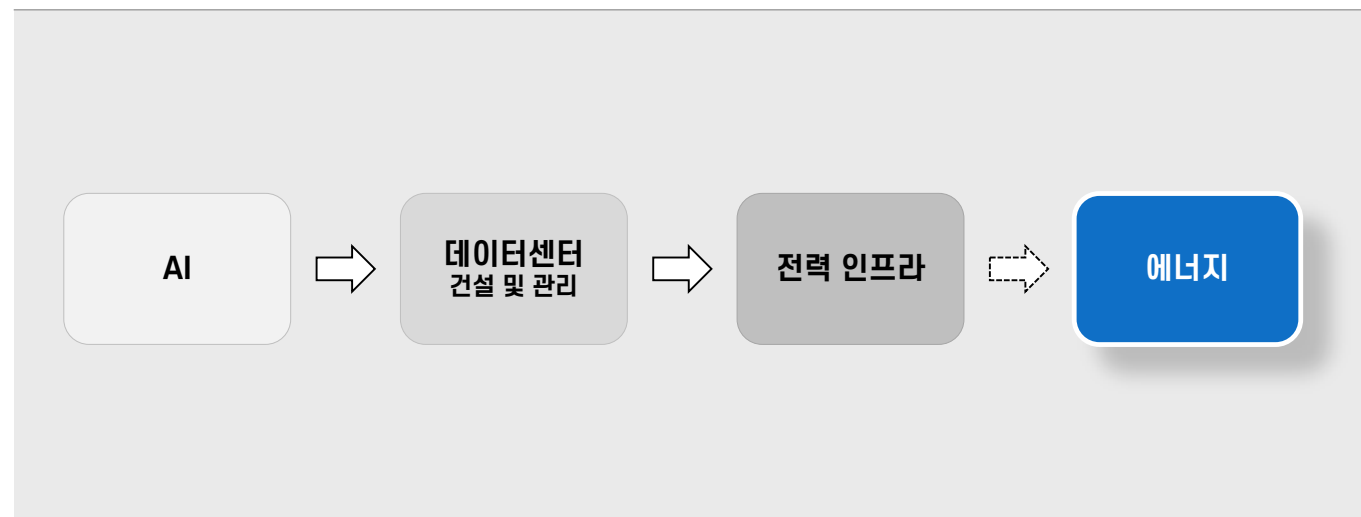
2024년은 Post AI 수혜주 찾기 예상. 다음 흐름은 에너지

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Prologue

- 2024년 흐름도 Post AI 수혜주 찾기 흐름 지속 예상
- AI, 데이터센터, 전력인프라 다음 물결은 '에너지'라는 생각
- AI가 늘고, 데이터센터가 늘고 전력 인프라가 확충되면, AI가 쓰는 에너지량 자체에 대해 관심이 쏠린다는 것

2023년 이후 AI 수혜주 흐름: 그다음은 에너지라는 생각



자료: 메리츠증권 리서치센터

반도체 생산 Bottleneck을 감안한 데이터센터 전력 수요 전망

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

TSMC CAPA 확장 가정에 따른 데이터센터 전력 수요 전망

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	비고
TSMC CoWoS 웨이퍼 생산량 (천장)	108.0	240.0	350.0	385.0	462.0	554.4	665.3	798.3	958.0	1,149.6	1,379.5	TSMC는 2022~2027년 AI GPU CAGR을 50%로 예상. 2024년 CoWoS CAPA를 2배 늘릴 계획. 2028년부터는 20%를 가정
성장률 (%)		122.2	45.8	10.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	
AI GPU 생산량 (백만개)	5.8	13.0	18.9	20.8	24.9	29.9	35.9	43.1	51.7	62.1	74.5	한 장 당 약 60개의 칩 생산. CoWoS CAPA 중 90%가 AI 칩 생산에 쓰인다고 가정
누적 생산량 (백만개)	5.8	18.8	37.7	58.5	83.4	113.4	149.3	192.4	244.1	306.2	380.7	
GPU 당 평균 최대 출력 (와트)	550.0	580.0	610.0	640.0	670.0	700.0	730.0	760.0	790.0	820.0	850.0	A100(400W), H100(700W), B200(1,000W) 등 신제품으로 갈수록 소비량이 높아지는 트렌드를 반영
GPU 당 평균 가동률 (%)	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	
GPU 전력 소비량 (TWh)	16.9	57.3	120.8	196.7	293.8	417.1	572.8	768.6	1,013.7	1,319.8	1,700.9	연간 1% 썩의 개선을 가정. 시작점인 1.55는 Uptime Institute의 전망
PUE (배)	1.55	1.53	1.52	1.50	1.49	1.47	1.46	1.44	1.43	1.42	1.40	
AI 전력 소비량 (TWh)	26.1	87.9	183.6	295.9	437.4	614.8	835.9	1,110.3	1,449.9	1,868.7	2,384.2	클라우드 서비스, 암호화폐 채굴용 등. IEA의 'Electricity 2024'를 참고하여 12.7%의 CAGR 적용
AI 전력 소비량 성장률 (%)		236.4	108.8	61.2	47.9	40.5	36.0	32.8	30.6	28.9	27.6	
기타 데이터센터 전력 소비량 (TWh)	510.7	575.5	648.6	731.0	823.8	928.5	1,046.4	1,179.3	1,329.0	1,497.8	1,688.0	
총 데이터센터 전력 소비량 (TWh)	536.8	663.4	832.2	1,026.9	1,261.3	1,543.3	1,882.3	2,289.6	2,778.9	3,366.5	4,072.3	
데이터센터 전력 소비량 성장률 (%)		23.6	25.4	23.4	22.8	22.4	22.0	21.6	21.4	21.1	21.0	2026년까지의 글로벌 전력 소비량은 IEA의 'Electricity 2024' 참고. 이후 3%의 성장률 가정
글로벌 전력 소비량 대비 (%)	1.9	2.3	2.8	3.4	4.0	4.8	5.6	6.6	7.8	9.2	10.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

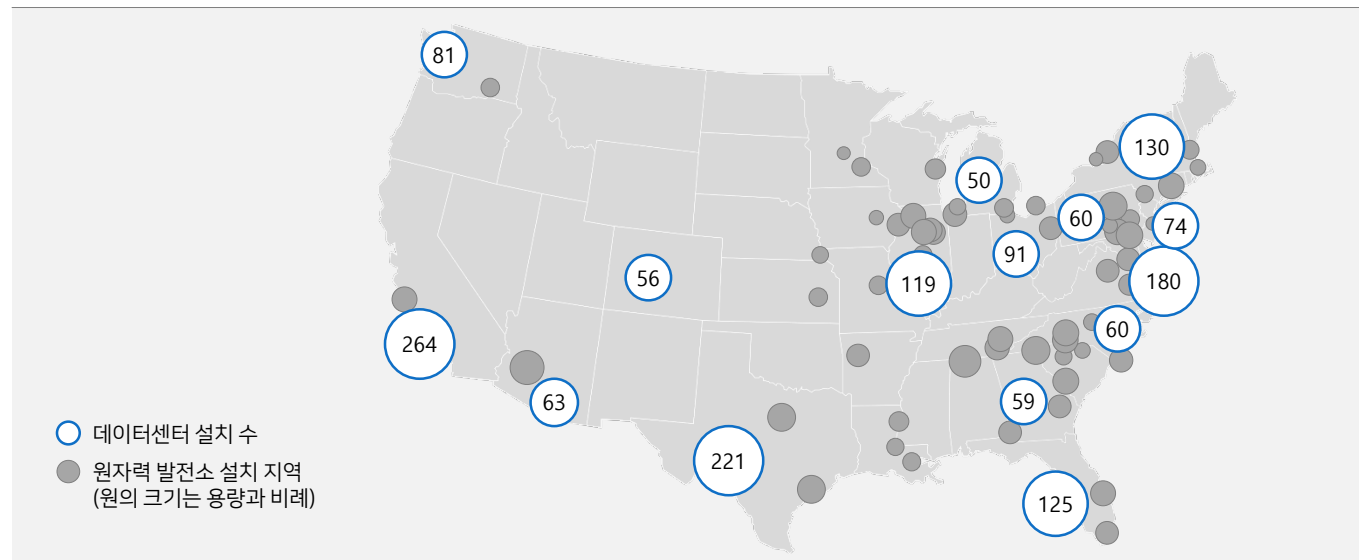
원전에 가까운 곳에 위치하고 있는 데이터센터들

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

둘의 궁합을 직관적으로
보여주는 입지 상 유사성

- 미국 내 데이터센터들의 위치를 보면, 원자력 발전소가 설치된 동부, 남부 지역에 집중적으로 설치.
원전과 데이터센터의 좋은 궁합을 입증하는 요소
- 데이터센터의 입지는 마케팅(고객 확보), 규제, 토지 가격, 광섬유 네트워크 접근성 등 다양한 요인에 의해 결정되지만, 전력원을 확보하는 것이 가장 큰 문제. 지역 원전 업체들에 의존하여 전력을 수급받을 수 있는 지역에 데이터센터를 건설하는 경향이 있음

미국 내 데이터센터와 원자력 발전소의 설치 위치는 비슷한 분포를 보임



주: 데이터센터는 50곳 이상이 건설된 곳만 표시
자료: 메리츠증권 리서치센터

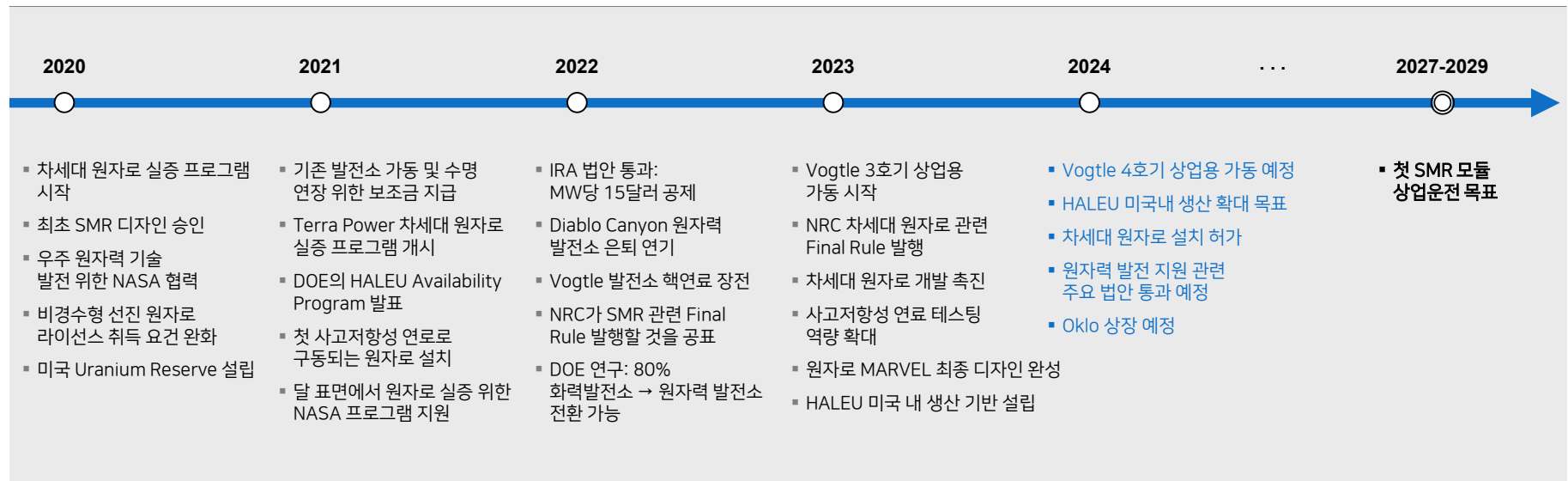
2024년 원자력 산업 관련 주요 이벤트 예정: 터닝 포인트 예상

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

미국의 원자력 발전 재도약 의지

- SMR 상업용 운영 시작 시점은 2029년이지만, 2024년에 투자해야 하는 이유
 - 2030년 SMR 상용화 목표 위해서는 2025년부터 SMR 수주가 나오기 시작해야 함
 - 2024년은 상용화 가속을 위한 법제 정비의 해. 수주 실적보다 앞선 정책 모멘텀 기대
 - Oklo 등 주요 SMR 기업 상장 예정. 정책 지원+빅테크 투자 기대 가시화되며 관심 집중 예상

미국 원자력 산업 관련 주요 이벤트 타임라인



자료: Energy.gov, 메리츠증권 리서치센터

After AI 시리즈 1

기업분석

글로벌

종목명	투자판단	블룸버그 평균 TP
NuScale Power (SMR US)	Not Rated	6.58달러
Centrus Energy (LEU US)	Not Rated	71.00달러
BWX Technologies (BWXT US)	Not Rated	102.83달러
Constellation Energy(CEG US)	Not Rated	161.42달러

국내

종목명	투자판단	적정주가
두산에너지빌리티 (034020)	Buy	24,000원
현대건설 (000720)	Buy	53,000원
우리기술 (032820)	Not Rated	-
비에이치아이 (083650)	Not Rated	-

NuScale Power (SMR US) SMR 대장주

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

블룸버그 평균 TP (12M) 6.58달러

현재주가 (3. 8) 5.49달러

상승여력 19.9%

NASDAQ 16,085.1pt

시가총액 1,270.0백만달러

유통주식비율 74.2%

52주 최고/최저가 9.85달러/1.81달러

주요주주(%)

DS Asset Management 10.3

Vanguard 7.4

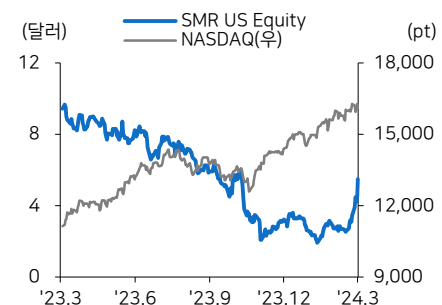
SV Acquisition Sponsor 7.0

주가상승률(%)

절대주가 103.3 7.3 -41.8

상대주가 102.7 -24.7 -87.5

주가그래프



미국 SMR 밸류체인 내 최대 기대주

- 미국 NRC로부터 설계 인증 받은 SMR 선두 주자
- 3Q23 실적발표: 매출 \$6.95mn(-63.74%) / 영업이익 -\$92.92mn(-160.3%) / 순이익 -\$19.22mn (+1.85%)

투자 포인트

- 미국 새 원자력 발전 지원법의 주요 내용(원자로 허가비용 축소, 설계 인센티브, 건설 장려) 수혜 기대
- 최근 주가 하락 배경은 에너지 구매자 축소 리스크였으나, 새 법안 통과시 관련 리스크 완화 예상

매출 비중 현황

- 품목별: 전력 설비 100%
- 지역별: 미국 100%

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	11.8	-230.0	-25.9	-0.5	-564.6%	0.5	n/a	20.3	n/a	-16.7	0
2023E	25.6	-206.7	-120.3	-0.7	-37.3%	0.3	n/a	19.6	n/a	-130.2	0
2024E	43.9	-106.7	-53.1	-0.5	35.7%	-0.1	n/a	n/a	n/a	-246.3	n/a
2025E	122.4	-80.3	-57.9	-0.5	-6.7%	-0.5	n/a	n/a	n/a	91.1	n/a

주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

터닝 포인트가 될 원자력 발전 법안 통과

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

NuScale Power

- ‘24.2.14, 미국 Atomic Energy Advancement Act가 초당적 합의로 하원 통과(찬성 365표, 반대 36표)
- 미국 원자로는 NRC의 규제를 받음. 원자력 발전소 설치 위해서는 NRC 허가 취득 필수, 길게는 10년 소요
- 허가 규제 완화를 통한 차세대 원자력 사업 추진 패스트 트랙 마련, 사업자 비용 부담 완화
- 재생에너지의 간헐성 보완(민주당), 원전 육성 통한 국가 경제 발전 및 에너지 안보 강화(공화당) 가능
- 차세대 원자로 허가 비용 감축, 기술 개발에 따른 인센티브 부여, 노후화 화력발전소에 원자로 건설 장려
- 주목하는 조항은 에너지부가 차세대 원자로와 에너지 공급 장기계약을 체결하는 파일럿 프로그램

Atomic Energy Advancement Act(2024.2.16 하원 통과)

조항	분야	내용
Section 102	원자로 허가 제도의 효율성 Nuclear Licensing Efficiency	차세대 원자로 설계에 대한 허가 절차 간소화 : 기존 및 인근 부지에 신규 시설 허가 발급 시, 기존 허가증의 정보 일부 활용 가능
Section 111	차세대 원자로 허가 비용 축소 Advanced Reactor Fee Reduction	차세대 원자로 허가 취득 시 신청자의 비용부담 축소: 허가 취득 비용 절반 수준으로 감축 예상
Section 112	차세대 원자로 설계 인센티브 Advanced Nuclear Reactor Prize	기술 개발에 따른 인센티브 부여 : 5개 분야에서 최초로 차세대 원전을 도입한 신청자의 허가 비용 전액 환원
Section 122	재개발지역 내 원자로 건설 장려 Nuclear for Brownfields Site Preparation	노후화된 석탄화력발전소 부지에 차세대 원자로 건설 장려
Section 201	차세대 원자로 배치 Advanced Nuclear Deployment	에너지부가 차세대 원자력 발전소와 장기 계약을 체결하는 프로그램의 파일럿 시행
Section 103, 123, 202, 203	기타 조항들	NRC 전문인력 확충, NRC 규정 및 관리감독 개선, 글로벌 원자력 협력 강화, 미국 원자력 경쟁력 강화 등

자료: U.S. House of Representatives, 메리츠증권 리서치센터

ADVANCE Act of 2023(2023.7.28 상원 통과)

조항	분야	내용
Section 101	국제 원자로 수출 및 혁신 Int'l Nuclear Reactor Export and Innovation Activities	NRC의 국제 원자력 사회 내 위상을 높여 차세대 원자로에 대한 국제 규범 설립 촉구
Section 104	국제 원자력 사회 관여 Coordinated Int'l Engagement	미 상무부와 에너지부 간 공동 이니셔티브를 설립해 차세대 원자력 기술 개발을 원하는 협력 국가에 지원
Section 201	차세대 원자로 허가 비용 Fees for Advanced Nuclear Reactor Application Review	차세대 원자로에 대해 신규로 허가를 발급받을 시 소요되는 비용부담 축소
Section 202	차세대 원자로 설계 인센티브 Advanced Nuclear Reactor Prizes	신규 원자력 기술 도입에 성공한 경우 인센티브 부여
Section 206	재개발지역 내 원자로 건설 Nuclear Facilities at Brownfield Sites	재개발 지역 내 원자력 시설 설립 시, 허가에 소요되는 기간 단축
Section 301, 406, 501, 502	기타 조항들	국제 원자력 투자 활성화, 차세대 원자로 제작 기술 명시 및 규명, 인력 충원, 정기적 원자로 점검 등

자료: U.S. Senate, 메리츠증권 리서치센터

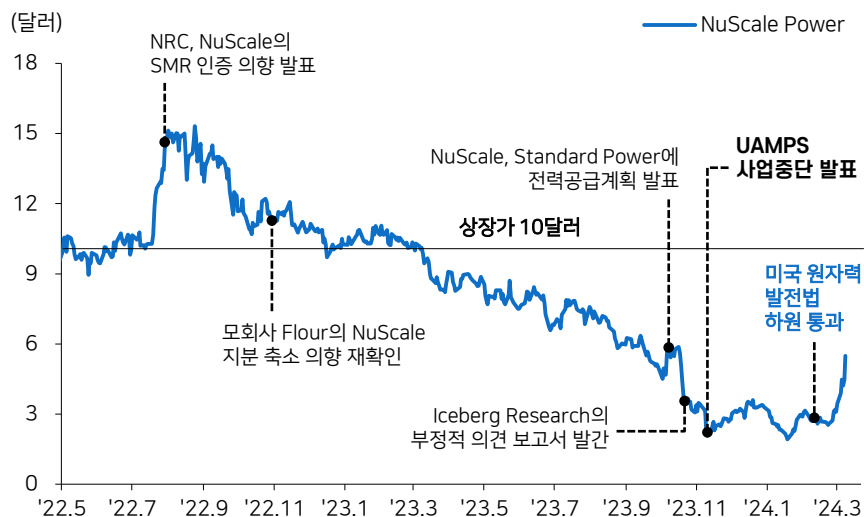
연내 법안 통과 이후 정책 수혜 기대

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

NuScale Power

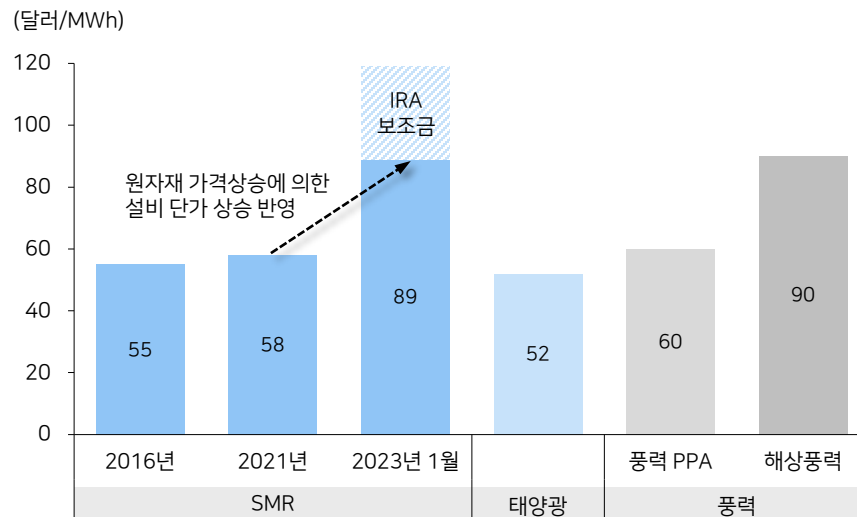
- 작년 하반기 이후 NuScale Power 주가가 부진했던 이유는 UAMPS 사업 중단 발표 때문
 - 전력 단가 상승으로 전력 구매 예정자였던 기존 프로젝트 참여자 일부가 이탈
 - 단가 상승의 배경은 인플레이션에 따른 원자재 및 설비 가격 상승이 배경
- 이 부분에 대해서 2월 하원 통과된 Atomic Energy Advancement Act의 실질적인 수혜 가능성 있음
 - 에너지부가 차세대 원자력 발전소와 장기계약 하는 파일럿 프로그램을 시행한다는 조항 포함
 - 여기에 NuScale Power 선정될 경우 UAMPS 사업 중단과 같은 리스크 반복되지 않을 것
- 실제로 법안 취지 중 하나가 NuScale Power와 같은 사례 재발을 방지하기 위해서임

NuScale Power 상장 이후 주가 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SMR vs 재생에너지 발전단가 비교



자료: CFPP VOYGR, 메리츠증권 리서치센터

Centrus Energy (LEU US) 농축 우라늄 공급망 재편 수혜주

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

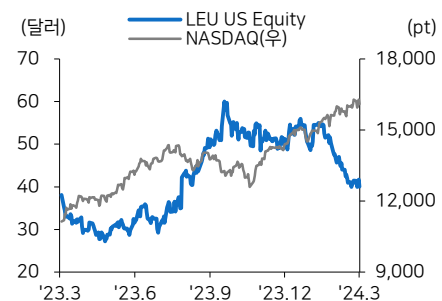
Not Rated

블룸버그 평균 TP (12M)	71.00달러
현재주가 (3. 8)	40.05달러
상승여력	77.3%
NASDAQ	16,085.1pt
시가총액	627백만달러
유통주식비율	54.3%
52주 최고/최저가	61.35달러/24.88달러

주요주주(%)	
Kulayba LLC	8.8
Blackrock	6.4
Mirae Asset Global Investment	5.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.3	-21.7	5.2
상대주가	-13.0	-39.1	-40.5

주가그래프



농축 우라늄 시장 공급망 재편 수혜 기업

- 미국 내 유일한 HALEU 생산 라이선스 취득 기업
- 4Q23 실적발표: 매출 \$103.6mn(+45.6%) / 영업이익 \$32.6mn(+248.0%) / 순이익 \$56.3mn(+378.47%)

투자 포인트

- 1) 2028년 이후 미국의 러시아산 HALEU 수입 금지, 자국 내 공급망 재편 노력의 최대 수혜 예상
- 2) 러우 전쟁 이후 LEU 농축 단가 상승, 본업인 LEU 농축 마진 개선 기대

매출 비중 현황

- 품목별: 저농축 우라늄(LEU) 핵연료 84.0% / 기술 솔루션 16.0%
- 지역별: 미국 87.9% / 그 외 12.1%

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	293.8	60.2	52.2	3.5	-0.7	-5.1	9.5	19.5	5.8	n/a	299.7
2023	320.2	56	84.4	5.4	0.6	2.1	9.7	26.4	12.6	n/a	75.5
2024E	336.7	51.1	43.6	2.8	-0.5	n/a	14.5	n/a	8.8	n/a	n/a
2025E	353.3	49.4	45.4	2.9	0.0	n/a	13.9	n/a	8.3	n/a	n/a

주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

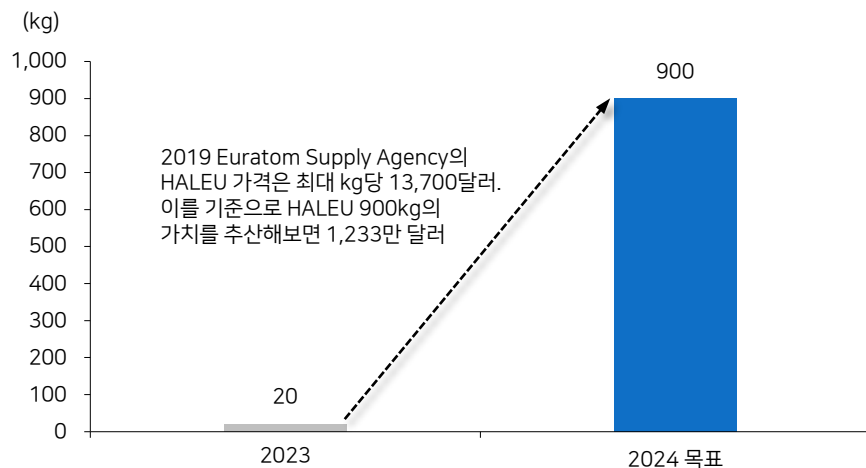
미국 내 유일한 HALEU 생산업체

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Centrus Energy

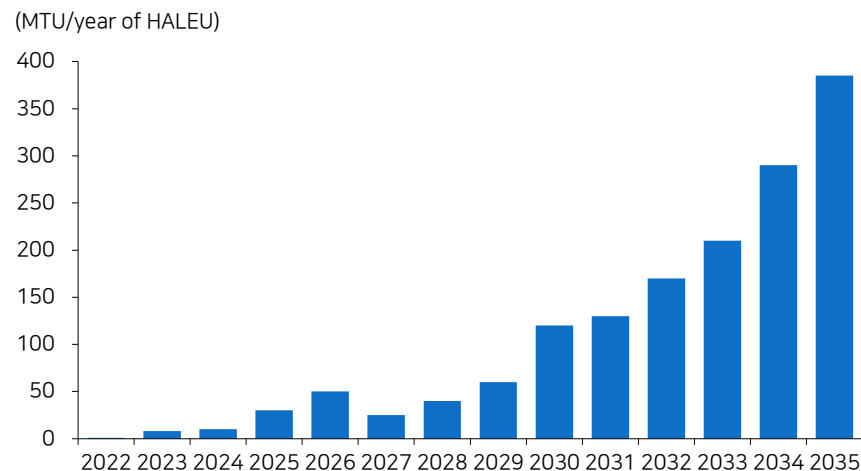
- 글로벌 상용 HALEU 생산은 러시아 Rosatom이 유일. 미국은 러시아로부터 농축 우라늄 공급망 독립 추구
- Centrus Energy는 미국 NRC(원자력규제위원회)로부터 유일하게 HALEU 생산 라이선스를 취득한 기업
- '23년 11월, 70년만에 미국 본토에서 20kg HALEU 생산, 2024년 900kg까지 생산량 확대 계획
 - 당장 사용처가 없더라도 DOE가 가격 지불하고 전량 구매 예정
 - 4Q23 실적발표에서 공급망 문제로 900kg 목표량 채우기 어렵다는 언급 있었으나, 일시적 차질일 가능성
- NEI 서베이를 토대로 미국 HALEU 시장 규모 전망하면 2030년 16억 달러, 2035년까지 53억 달러 예상
 - 2030년까지 2023년 Centrus 전체 매출의 50배 규모의 시장이 열리는 셈. 현재로서는 이 기업이 독점

Centrus Energy의 HALEU 2023년 생산량 vs 2024년 생산 목표



자료: Centrus Energy, 메리츠증권 리서치센터

NEI 서베이: 2035년까지 미국 선진 원자로에 필요한 잠재 HALEU 양은?



자료: Nuclear Energy Institute, 메리츠증권 리서치센터

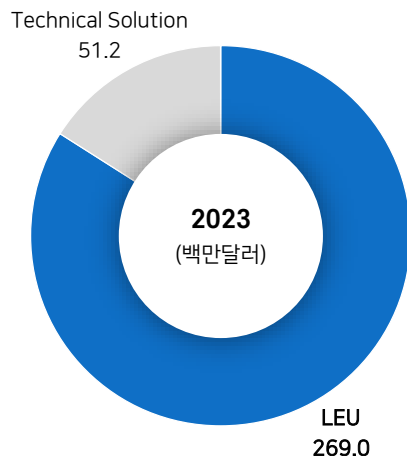
미국의 탈러시아 농축 우라늄 공급망 재편 수혜

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Centrus Energy

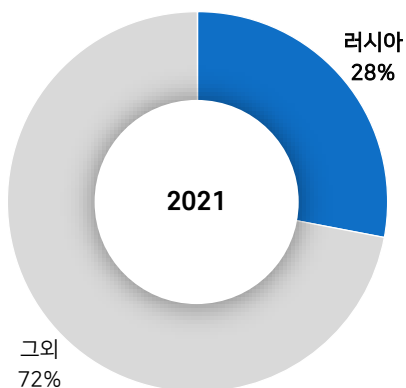
- ‘23.12 러시아산 농축우라늄 수입 금지법 통과.’28년 이후 금지, ’27년까지는 러시아산 수입 상한선 정함
 - 매년 미국이 러시아에서 수입하는 핵연료 규모는 10억 달러
 - 미국은 전체 농축 우라늄 수입의 1/3을 러시아에게 의존
 - 미국 내 연료 시장에서 그동안 부진했던 투자 활성화, 미국 공급망 강화 기대
- Centrus Energy 매출의 84%는 LEU(기존 원자로 연료) 농축, 우라늄 공급망 재편 수혜를 볼 수 있음
- 러시아 전쟁 이후 우라늄 농축 단가 상승 지속. 농축 서비스 제공하는 Centrus Energy 마진 개선 기회

Centrus Energy 매출 구성(2023)



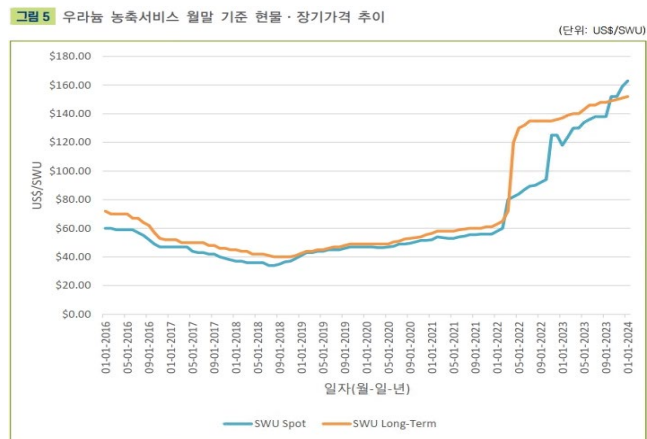
자료: Centrus Energy, 메리츠증권 리서치센터

미국 농축 우라늄 수입 중 28%가 러시아 (2021)



자료: Centrus Energy, 메리츠증권 리서치센터

러시아 전쟁 이후 우라늄 농축 단가 상승 지속



자료: UxC, 에너지경제연구원 재인용

BWX Technologies (BWXT US) 핵심 원자력 밸류체인 기업

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

블룸버그 평균 TP (12M) 102.83달러

현재주가 (3. 8) 103.19달러

상승여력 -0.3%

NASDAQ 16,085.1pt

시가총액 9,422백만달러

유동주식비율 104.0%

52주 최고/최저가 107.18달러/60.17달러

주요주주(%)

Blackrock 10.4

Vanguard 9.5

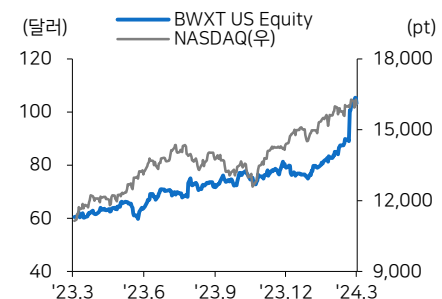
Blackrock Fund Advisors 6.8

주가상승률(%)

1개월 21.4 6개월 43.9 12개월 70.5

절대주가 20.7 26.5 24.9

주가그래프



SMR장비 생산 가능+HALEU 밸류체인 기여 가능

- 군사/안보 관련 원자력 장비를 중심으로 정부 관련 사업을 중심으로 하는 종합 원자력 엔지니어링 기업
- 4Q23 실적발표: 매출 \$725.5mn(+9.51%) / 영업이익 \$123.2mn(-2.3%) / 순이익 \$65.9mn(-22.8%) / 2024년 매출액 가이드스 \$2,600mn, EPS 가이드스 \$3.05~3.20

투자 포인트

- 1) 군사용 목적이 큰 HEU의 다운블렌딩 기술 보유, HEU → HALEU 다운블렌딩으로 관련 시장 참여 가능
- 2) 미국 내 거의 유일한 SMR 제조 기업(cf. NuScale Power는 SMR 개발 기업)으로 SMR 핵심 밸류체인

매출 비중 현황

- 품목별: 정부 사업 81.4% / 상업용 18.7%
- 지역별: 미국 82.8% / 그 외 17.3%

	매출액	영업이익	순이익	EPS (달러)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(백만달러)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(달러)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	2,232.8	371.1	238.2	2.6	0.0	8.2	20.8	7.1	15.5	34.4	172.2
2023	2,496.3	394.4	245.8	2.7	3.1	10.2	27.6	7.5	17.7	29.2	129.6
2024E	2,582.0	411.8	288.0	3.2	17.2	12.4	32.8	8.4	21.0	28.9	n/a
2025E	2,747.7	452.3	318.0	3.5	0.1	14.1	29.6	7.3	19.2	29.5	n/a

주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

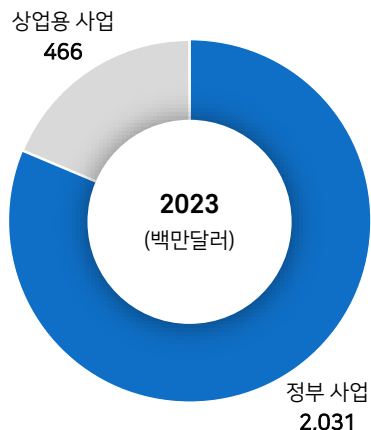
정부향 사업 비중 높으나, HALEU 밸류체인 참여 가능

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

BWX Technologies

- BWX Technologies는 정부 사업을 중심으로 영위하는 종합 원자력 기술 기업
 - 핵잠수함 등 원자력 추진 부품, 우라늄 농축, 우주/소형 원자로 기술 등 정부 사업 중심으로 관여
 - 상업용 사업으로는 SMR 장비 및 우라늄 연료 제조 서비스, 핵의학 관련 사업 영위
- BWX Technologies는 농축 우라늄의 다운블렌딩 기술 보유
 - 다운블렌딩이란 고농축 우라늄을 희석해서 저농축 우라늄으로 전환하는 것
 - 다운블렌딩을 통해 HEU를 HALEU로 전환, 관련 시장 참여 가능

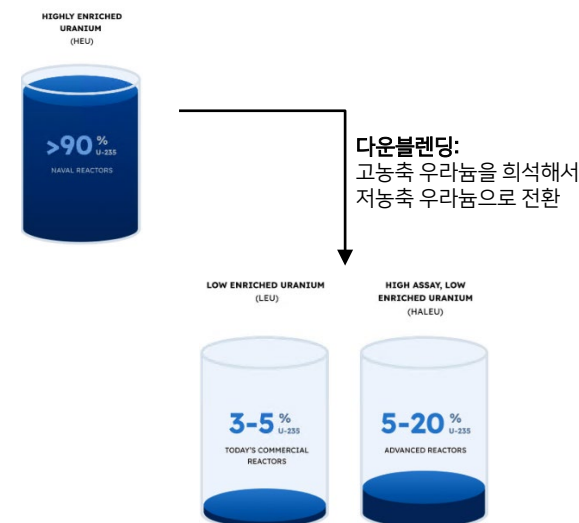
BWXT 매출 구성



BWXT 사업 구조

정부 사업	글로벌 안보	고차원으로 엔지니어링된 해군 원자력 추진 부품 제조
	특수 소재	다운블렌딩, 변환 및 정제를 포함한 우라늄 및 국가 안보 관련 소재
	우주/국방 소형 원자로	설계 및 프로토타입 생산 포함
	기술 서비스	원자력 환경 관리 서비스
상업용 사업	청정 에너지	고차원으로 엔지니어링된 상업용 원자력 부품 및 우라늄 연료 제조 및 서비스
	핵의학	진단 및 방사성 의약품에 사용되는 방사성 동위원소

다운블렌딩 기술로 HALEU 생산 가능



자료: BWX Technologies, 메리츠증권 리서치센터

자료: Centrus Energy, 메리츠증권 리서치센터

SMR 개발사 대비 희소한 SMR 제조사

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

BWX Technologies

- 글로벌 시장에서 SMR 개발을 시도하는 개발사는 많음
- 미국의 SMR, Oklo, X-Energy, Terra Power, GE-Hitachi 등
- 그런데 SMR을 제조할 수 있는 회사는 희소함. 한국, 미국, 프랑스, 스페인, 일본 등 일부 중공업 기업만 가능
- 미국의 SMR 설비 관련 자국 내 공급망 재편을 위한 노력의 최대 수혜주 예상

SMR 개발 기업 vs SMR 제조 기업

구분	SMR 개발사	구분	SMR 제조사
미국	NuScale Power, Terra Power, X-Energy, Oklo, Holtec, Westing House, GE-Hitachi, BWXT, ThorCon, ARC, USNC, 카이로스파워, 테레스트리얼에너지	한국	두산에너지빌리티
영국	롤스로이스, 유렌코, 몰텍스에너지	미국	BWXT
캐나다	SNC라발린, 스타코어뉴클리어	프랑스	프라마툼
프랑스	프라마툼	스페인	엔사
덴마크	시보그	일본	미쓰비시중공업, 이시카와지마중공업

자료: 국제원자력기구, 메리츠증권 리서치센터

최근 BWXT SMR 관련 상업적 성과

Recent Wins Highlight SMR Opportunity




Reactor Pressure Vessel Ontario Power Generation, Darlington SMR Unit 1

Completed engineering and design
Manufacturing the RPV for the first of 4 Units

VALUE PROPOSITION

Local manufacturing footprint
Experience with large reactor components
Customer relationships




Intermediate Heat Exchanger TerraPower Natrium Demonstration Project

Engineering and design for a highly technical FOAK heat exchanger

VALUE PROPOSITION

North American manufacturing footprint
Significant nuclear heat exchanger expertise
Technical capabilities

자료: BWX Technologies

Constellation Energy (CEG US) IRA 수혜 원자력 전력공급 기업

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

블룸버그 평균 TP (12M) 161.42달러

현재주가 (3.8) 170.57달러

상승여력 -5.4%

S&P 500 5,123.69pt

시가총액 54,014백만달러

유동주식비율 81.6%

52주 최고/최저가 185.85달러/71.16달러

주요주주(%)

Capital Group Companies 12.9

Vanguard 11.5

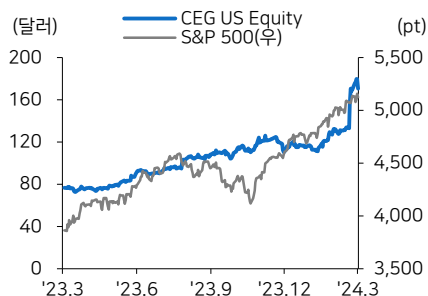
Blackrock 7.1

주가상승률(%)

절대주가 29.3 57.7 122.3

상대주가 27.4 41.9 89.6

주가그래프



미국의 전력 생산, 공급 업체

- 미국 내 전력 생산 및 공급 업체 중 원자력 발전 비중이 가장 높음
- 원자력 발전(67%), 화력 발전(26%), 신재생에너지(8%)
- 4Q23 실적발표: 매출 \$5.8bn(+2.3%) / 영업이익 -\$67.0mn(-100.5%) / 순이익 -\$37.0bn(-106.0%) / 2024년 EPS 가이드런스 \$7.23~8.03

투자 포인트

- IRA 법안 중 원자력 발전에 대한 PTC(생산세액 공제) 혜택을 가장 크게 누릴 수 있는 기업
- 천연가스 등 원자재 가격 하락에도 전력 가격 상승 지속, 이에 따른 수요측 마진 개선 기대

매출 비중 현황

- 품목별: 전력 80.5% / 천연가스 20.3%
- 지역별: 미국 100%

	매출액 (백만달러)	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	24,400.0	634.0	-160.0	-0.5	0.6	33.7	n/a	2.6	11.6	-1.4	50.7
2023	24,918.0	1,684.0	1,623.0	6.3	13.8	34.3	22.4	3.4	11.2	14.8	82.1
2024E	21,332.9	3,132.7	2,203.4	6.9	0.1	38.6	24.7	4.4	15.0	16.7	n/a
2025E	22,069.7	3,208.5	2,299.3	7.4	0.1	36.4	23.0	4.7	14.6	19.6	n/a

주: GAAP 기준, 12월 결산, 전망치는 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

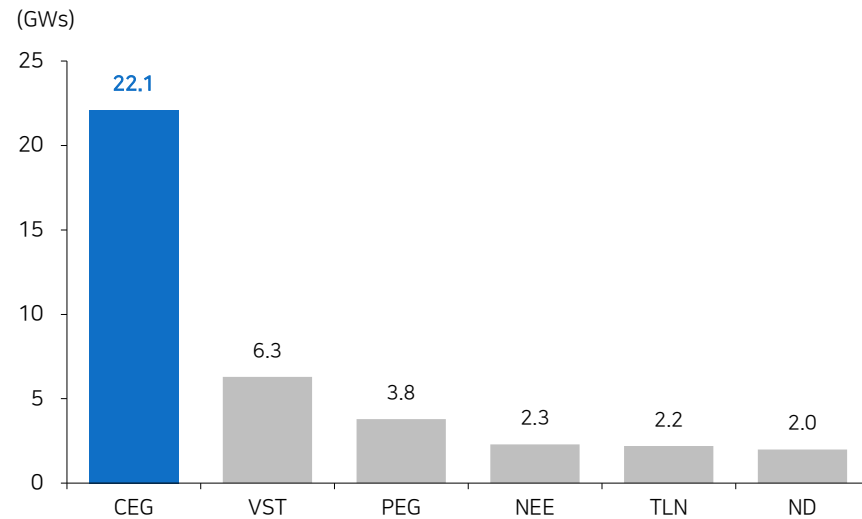
Peer 대비 원자력 발전 비중이 가장 높음

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Constellation Energy

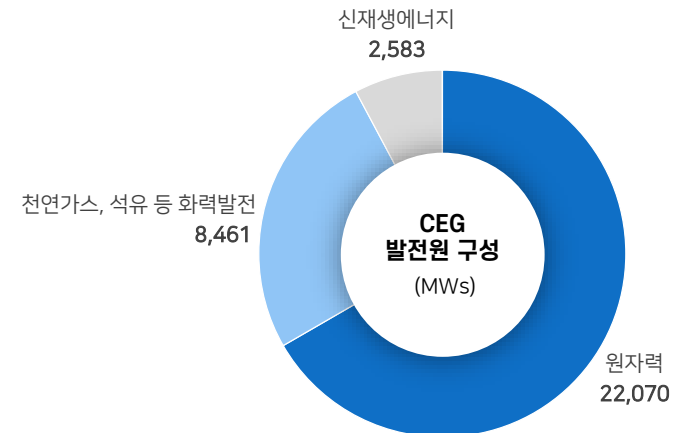
- Constellation Energy는 Peer 대비 원자력 발전 비중이 가장 높음
 - 전체 전력 발전의 3분의 2가 원자력 발전
- 원자력 발전 설비 규모도 Peer 대비 가장 큼
 - 2위인 VST에 약 3.5배에 해당하는 원자력 발전 설비 규모 보유 중

CEG는 미국 내 전력 생산 및 공급 기업 중 원자력 발전 설비 보유 1위 기업



자료: Constellation Energy, 메리츠증권 리서치센터

CEG의 발전원 구성: 원자력 발전 비중이 67%



자료: Constellation Energy, 메리츠증권 리서치센터

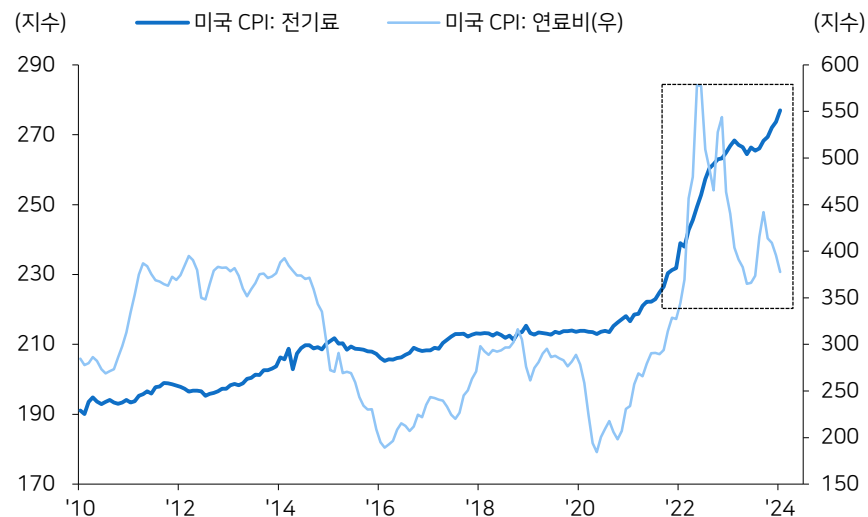
2024년 이후 IRA PTC 수혜로 실적 개선 가시화

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Constellation Energy

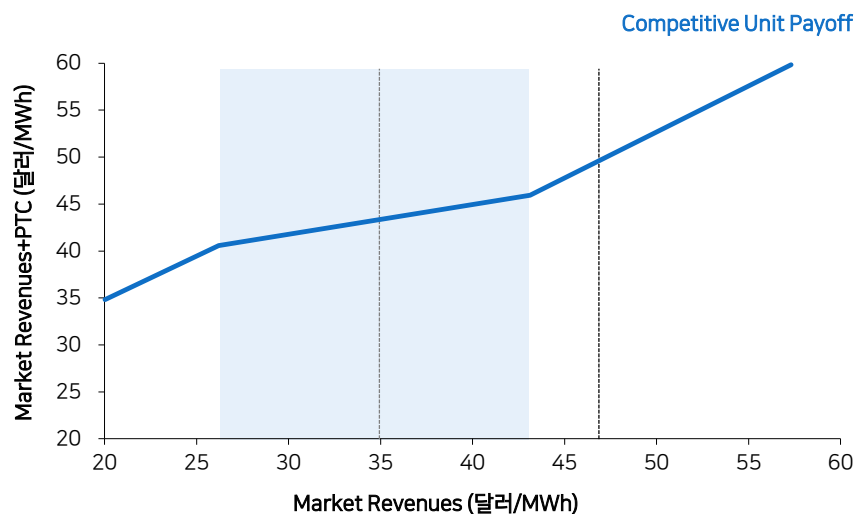
- 2024년부터 원자력 발전으로 전력을 생산할 경우 MWh당 최대 15달러 세제 혜택을 받음
- 전력 가격이 25달러/MWh~43.75달러/MWh일 경우, 세제 혜택을 통해 최소 40달러 이상 가격 보장
- 과거에는 전력 가격 변화에 따른 사업 불안정성을 줄이기 위해 장기 계약 체결 시 낮은 가격에 판매해왔음
- 그런데 세제 혜택을 받으면서 낮은 가격에 공급하더라도 세제 혜택을 통해 가격 보장받게 됨
- 따라서 발전 단가가 낮을수록 유리한데, 원자력 발전 단가가 낮기 때문에 더 경쟁력이 있는 것
- 최근 전기료 상승은 PTC에 따른 공급측 마진 개선에 더해 수요측 개선에도 유리하게 작용

미국 CPI: 연료비에 연동되어 움직이던 전기료의 추세 상승



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2024년 이후 원자력 발전 PTC 수혜 구조



자료: Constellation Energy, 메리츠증권 리서치센터

두산에너지 (034020) 대형 원전, SMR 둘 다 잘될 것 같다

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	24,000원
현재주가 (3. 11)	16,720원
상승여력	43.5%

KOSPI	2,659.84pt
시가총액	107,102억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	67.01%
외국인비중	15.98%
52주 최고/최저가	19,300원/13,420원
평균거래대금	398.8억원

주요주주(%)	
두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	-2.9	-6.5
상대주가	5.5	-6.7	-15.9

주가그래프



국내에서 실질적으로 SMR 사업 수혜볼 수 있는 종목

- Nuscale, X-Energy 등 미국 고객사들과의 지분 투자, 협약 등을 통해 SMR 산업 개화 시 가장 확실한 수혜를 볼 수 있는 기업. 2024년 연간 수주가이던스 중 4천억원의 SMR 수주 포함
- 가장 직접적인 파트너십을 맺고 있는 Nuscale의 CFPP 프로젝트 취소로 SMR 수주 예상보다 늦어졌으나 Nuscale은 후속 프로젝트인 미국 데이터센터 프로젝트(w/ Standard Power), 루마니아 프로젝트에서도 동사와 협력
- 미국 DOE는 2030년 내 SMR 수요는 13GW까지 늘어날 것으로 전망. 반면 미국 내 대형 단조 CAPA가 늘어나더라도 3GW에 그칠 것으로 전망. SMR 설계사 입장에서 동사와 같은 제조업 파트너사와의 협력이 필수적

11차 전기본 늦어지고 있으나 악재는 아님. 체코 프로젝트 수혜에 더 주목

- 연말 발표될 11차 전기본은 총선 후로 발표 지연될 전망. 더 많은 신규 원전을 반영하기 위해 논의가 길어지는 모양새로 해석. 진짜 중요한 건 체코 우협 선정(6월 말). EPC 경쟁력에 기반하여 한국의 수주 가능성 높다고 판단

리스크는 해소되고 관심도는 올라오는 시점

- 투자 걸림돌이던 금감원 감리 이슈 등은 이미 해소. 매크로 및 정치 환경 민감도도 낮음. 대형원전 관련 이벤트가 결실을 맺고, AI와 SMR에 대한 관심이 집중되는 2024년이 매수 적기. 고객사 Nuscale은 YTD 수익률 +75%
- 투자의견 Buy, 적정주가는 14% 상향한 24,000원을 제시. 에너지 섹터 내 Top-pick 의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	10,990.9	869.4	495.3	1,026	흑전	11,093	19.9	1.8	13.1	10.7	169.3
2022	15,421.1	1,106.1	-772.5	-1,247	적전	11,144	-12.4	1.4	10.5	-11.7	128.7
2023	17,589.9	1,467.3	177.1	277	흑전	11,636	57.5	1.4	8.8	2.4	129.3
2024E	17,221.9	1,243.1	220.9	345	-29.6	11,980	44.5	1.3	9.8	2.9	118.7
2025E	18,350.7	1,434.5	287.5	449	34.5	12,429	34.2	1.2	8.6	3.7	118.5

두산에너지실적 전망

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,275.5	1,317.8	1,312.9	1,320.1	1,325.0	1,300.0	1,310.0	1,315.0	1,143.5	1,289.1	1,306.6	1,312.5	1,300.0
에너지비율 수주	4,304.9	859.1	710.1	3,011.9	940.0	1,640.0	940.0	2,340.0	7,323.9	7,584.2	8,886.0	5,860.0	10,866.0
실적 전망													
매출	4,041.0	4,539.4	4,155.0	4,854.5	4,371.3	4,445.0	3,918.5	4,487.1	10,990.9	15,421.1	17,589.9	17,221.9	18,350.7
에너지비율	1,662.9	1,806.2	1,769.6	2,413.2	1,803.5	1,749.6	1,479.4	1,872.2	5,601.3	6,558.0	7,651.9	6,904.7	7,260.9
두산밥캣	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	2,458.1	2,634.2	2,331.0	2,425.1	3,307.8	8,621.9	9,758.9	9,713.1	10,046.1
두산퓨얼셀	49.9	49.2	45.6	116.2	130.1	67.6	119.1	196.8	309.4	312.2	260.9	513.6	1,082.4
기타 및 조정	-76.9	11.9	-26.3	9.5	-20.5	-6.3	-10.9	-7.1	-2,324.1	-71.0	-81.8	-44.8	-38.7
매출 성장률(% YoY)	31.6	20.5	4.9	5.0	8.2	-2.1	-5.7	-7.6	19.8	40.3	14.1	-2.1	6.6
영업이익	364.6	494.7	311.4	296.7	311.1	370.7	232.3	328.9	869.4	1,106.1	1,467.3	1,243.1	1,434.5
에너지비율	85.3	33.4	56.7	49.7	113.6	57.9	10.6	68.8	262.2	167.3	225.1	251.0	283.4
두산밥캣	369.7	466.6	297.6	256.1	283.0	327.3	261.1	239.0	284.0	1,071.6	1,389.9	1,100.2	1,182.8
두산퓨얼셀	3.2	0.5	0.7	-2.7	10.1	-8.6	5.0	27.6	17.7	7.2	1.7	34.1	123.7
기타 및 조정	-93.6	-5.8	-43.6	-6.4	-95.5	-5.9	-44.4	-6.5	305.5	-140.0	-149.3	-142.2	-155.4
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	7.1	8.3	5.9	7.3	7.9	7.2	8.3	7.2	7.8
영업이익 증가율(% YoY)	89.7	50.9	-1.0	9.2	-14.7	-25.0	-25.4	10.9	흑전	27.2	32.7	-15.3	15.4
금융손익	-58.0	-54.1	-76.4	-67.0	-62.0	0.0	-68.1	-57.4	-280.0	-477.6	-255.6	-187.4	-151.9
기타손익	-40.3	-40.8	-14.2	-391.8	-96.1	-120.8	-151.6	-190.1	-45.5	-584.5	-487.0	-558.6	-607.8
종속, 지배, 관계기업 손익	21.3	15.3	-23.8	0.5	0.5	1.4	2.1	2.2	20.1	-230.5	13.4	6.1	1.6
중단손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.6	-109.4	0.0	0.0	0.0
세전이익	287.6	415.1	197.0	-161.2	153.6	251.3	14.6	83.6	563.9	-186.5	738.5	503.2	676.5
법인세비용	116.9	152.3	76.6	-124.9	42.2	69.1	4.0	23.0	94.6	147.0	221.0	138.4	186.0
법인세율(%)	40.6	36.7	38.9	77.5	27.5	27.5	27.5	27.5	16.8	-78.8	29.9	27.5	27.5
당기순이익	170.7	262.8	120.4	-36.3	111.4	182.2	10.6	60.6	645.8	-453.1	517.5	364.8	490.5
순이익률(%)	4.2	5.8	2.9	-0.7	2.5	4.1	0.3	1.4	5.9	-2.9	2.9	2.1	2.7
지배순이익	69.5	107.4	21.7	-21.5	71.6	107.4	5.6	36.2	495.3	-772.5	177.2	220.9	287.5

자료: 두산에너지, 메리츠증권 리서치센터

멀다고 외면하기엔 너무 매력적인 그림

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

- 두산에너지빌리티의 적정주가를 24,000원으로 14% 상향
- 적정주가는 수출 원전과 신한울 3,4호기가 본격적으로 손익에 기여하기 시작하는 2027년의 실적을 기반으로 산출하되, 멀티플에서 기간 할인을 반영
- 2024년은 수주, 매출 감소. 2025년도 실적 측면에서 큰 기대를 걸만한 프로젝트가 없어보임. 그러나 주가 측면에서 중요한 것은 중장기적 수주 성장에 대한 확신. 대형원전과 SMR 모두 전환의 계기를 마련하는 2024년이 매우 적기

두산에너지빌리티 적정주가 계산

에너지빌리티 부문 (A)	EBITDA	멀티플	자산 가치	비고
	929.0	16.6	15,383.9	2027년 EBITDA에 16.2배 (아웃라이어 제외한 원전 확장 시기 2009~2011년 평균 멀티플 20.7배에 기간할인 20%) 적용
자회사 지분 (B)	적정가치	지분율(%)	자산 가치	비고
두산밥캣	5,042.5	51.1	1,287.1	시가총액*지분율*(1-추가 할인율 50%)
두산퓨얼셀	1,281.1	34.8	222.8	시가총액*지분율*(1-추가 할인율 50%)
두산건설, 큐백스			389.7	장부가에 할인율 20% 추가 적용
자회사 가치 합산			1,899.6	
기업 가치(A+B)			17,283.6	
순차입금(C)			1,905.9	에너지빌리티 부문 4Q23 말 기준 순차입금
적정 시가총액(A+B-C)			15,377.7	
적정주가(원)			24,000	
현재주가(원)			16,720	
상승여력(%)			43.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지(034020)

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	10,990.9	15,421.1	17,589.9	17,221.9	18,350.7
매출액증가율(%)	19.8	40.3	14.1	-2.1	6.6
매출원가	9,157.1	12,865.2	14,575.6	14,407.8	15,270.5
매출총이익	1,833.8	2,555.9	3,014.3	2,814.1	3,080.2
판매비와관리비	964.4	1,449.8	1,547.0	1,571.0	1,645.7
영업이익	869.4	1,106.1	1,467.3	1,243.1	1,434.5
영업이익률(%)	7.9	7.2	8.3	7.2	7.8
금융손익	-280.0	-477.6	-255.6	-187.4	-151.9
중속/관계기업관련손익	20.1	-230.5	13.4	6.1	1.6
기타영업외손익	-45.5	-584.5	-487.1	-558.6	-607.8
세전계속사업이익	563.9	-186.5	738.1	503.2	676.5
법인세비용	94.6	147.0	220.6	138.4	186.0
당기순이익	645.8	-453.2	517.4	364.8	490.5
지배주주지분 순이익	495.3	-772.5	177.1	220.9	287.5
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,417.6	8,098.9	9,915.5	9,605.1	10,492.7
현금및현금성자산	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8	2,344.3
매출채권	921.1	1,619.6	1,776.9	1,718.1	1,824.4
재고자산	1,788.4	2,459.0	2,918.0	2,821.4	2,995.9
비유동자산	15,302.9	14,950.9	15,588.7	15,527.1	15,680.3
유형자산	5,437.0	5,022.2	5,158.1	5,230.0	5,309.4
무형자산	8,016.0	7,772.7	8,146.3	8,097.0	8,048.4
투자자산	1,351.0	1,142.7	1,351.7	1,267.5	1,389.9
자산총계	23,720.6	23,049.8	25,504.2	25,132.1	26,173.0
유동부채	10,125.8	8,059.5	9,760.6	9,396.9	9,830.3
매입채무	1,880.8	2,518.7	2,479.9	2,397.8	2,546.1
단기차입금	3,908.5	1,433.6	1,237.9	1,114.1	1,114.1
유동성장기부채	938.9	771.0	1,275.3	1,275.3	1,275.3
비유동부채	4,787.2	4,910.0	4,618.8	4,245.6	4,362.5
사채	848.3	356.4	502.2	430.6	430.6
장기차입금	1,516.9	2,350.9	1,660.5	1,423.7	1,423.7
부채총계	14,913.0	12,969.5	14,379.3	13,642.4	14,192.8
자본금	2,675.6	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	1,865.1	2,870.1	1,712.8	1,712.8	1,712.8
기타포괄이익누계액	731.3	882.7	1,041.6	1,041.6	1,041.6
이익잉여금	773.2	58.8	1,385.6	1,606.5	1,894.0
비지배주주지분	2,716.2	2,967.0	3,671.7	3,815.6	4,018.6
자본총계	8,807.6	10,080.3	11,124.9	11,489.7	11,980.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,027.7	625.1	1,592.7	722.6	1,000.1
당기순이익(손실)	645.8	-453.2	517.4	364.8	490.5
유형자산감가상각비	361.7	314.8	327.3	357.8	371.8
무형자산상각비	175.2	156.6	114.4	49.4	48.5
운전자본의 증감	-493.2	-746.7	399.1	-49.4	89.3
투자활동 현금흐름	-1,265.7	-71.1	-909.9	-369.8	-604.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-284.7	-348.7	-409.3	-429.7	-451.2
투자자산의 감소(증가)	538.6	-5.8	-219.6	84.2	-122.4
재무활동 현금흐름	-308.4	-1,132.5	-140.5	-439.8	13.7
차입금증감	-2,605.0	-2,336.9	-116.8	-439.8	13.7
자본의증가	-59.2	1,585.4	-1,146.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-428.2	-512.8	626.1	-87.1	409.5
기초현금	2,336.8	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8
기말현금	1,908.6	1,395.8	2,021.9	1,934.8	2,344.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	22,776	24,889	27,484	26,886	28,648
EPS(지배주주)	1,026	-1,247	277	345	449
CFPS	4,209	3,113	2,491	1,730	1,996
EBITDAPS	2,914	2,546	2,983	2,576	2,896
BPS	11,093	11,144	11,636	11,980	12,429
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	-12.4	57.5	44.5	34.2
PCR	4.8	4.9	6.4	8.9	7.7
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,406.3	1,577.5	1,909.0	1,650.3	1,854.9
EV/EBITDA	13.1	10.5	8.8	9.8	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	-11.7	2.4	2.9	3.7
EBITDA이익률	12.8	10.2	10.9	9.6	10.1
부채비율	169.3	128.7	129.3	118.7	118.5
금융비용부담률	2.6	1.7	1.8	1.7	1.5
이자보상배율(x)	3.1	4.3	4.7	4.3	5.2
매출채권회전율(x)	7.4	12.1	10.4	9.9	10.4
재고자산회전율(x)	5.9	7.3	6.5	6.0	6.3

현대건설 (000720) SMR에 진심인 건설사

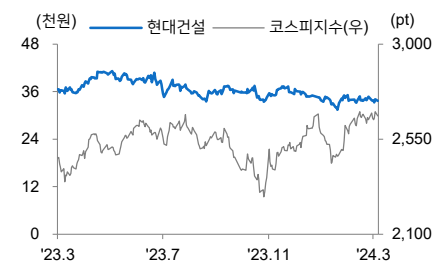
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (3. 11)	33,700원
상승여력	57.3%
KOSPI	2,659.84pt
시가총액	37,527억원
발행주식수	11,136만주
유동주식비율	65.08%
외국인비중	23.99%
52주 최고/최저가	41,150원/31,400원
평균거래대금	170.2억원
주요주주(%)	
현대자동차 외 5 인	34.92
국민연금공단	8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	-7.3	-7.3
상대주가	-2.2	-10.9	-16.5

주가그래프



SMR 사업은 시공을 넘어 설계까지

- SMR 설계 기업인 Holtec과 협력에 주목. 2021년 동반 진출 협약 체결. 이 당시 SMR-160 모델 EPC에 대한 독점 권한을 확보. 펠리세이드 프로젝트(2026년 SMR-300 2기 착공 목표)포함 미국에서 4개 프로젝트 협력 중. 영국 SMR 사업에서도 공동 참여 협약 체결(2029년 기술 선정). Holtec은 약 1조원(6천만 파운드) 투자하여 영국에 SMR 공장 건설 계획 발표
- 우크라이나 재건 상황에도 주목. 우크라이나 에너지부는 Holtec사의 SMR-160모델을 20기 건설하겠다고 언급
- SMR에서는 개발, 설계까지 공동으로 참여한다는 점에서 과거 화공 플랜트 사업과 차별화된 수익성 기대
- 2023년 12월 신한울 3,4호기(1.7조원) 이후 지속해서 대형 원전 수주 모멘텀이 부각되고 있음. 우선 불가리아 수주에 주목(4월 최종 발표). 사전심사(PQ)를 단독으로 통과. 총 사업비는 18조원, 미국 Westinghouse의 노형 사용. 단독 시공 시 5조원 이상의 수주를 예상. Westinghouse와는 2022년 글로벌 사업 공동참여 MOU를 체결

리스크는 리스크, 업사이드는 업사이드대로 인정해야

- PF 우발채무에 대한 우려가 건설사 전반에 대한 투자를 가로막고 있으나, 유동성 위기를 가져올 정도가 아니라면 원전과 SMR 등 신사업 기대감을 무시할 이유는 되지 않음. 동사는 PF 우발채무 5.3조원 중 서울 자체 사업이 2조원 이상으로 충분히 통제 가능. 신한울 3,4호기, 불가리아 이후에도 기대할만한 대형 원전 수출 프로젝트가 존재
- 투자의견 Buy, 적정주가 53,000원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	18,065.5	753.5	407.5	3,653	143.2	64,200	12.2	0.7	3.7	5.9	108.3
2022	21,239.1	574.9	408.9	3,666	-15.1	68,380	9.5	0.5	3.5	5.5	110.7
2023	29,651.4	785.4	535.9	4,807	39.0	73,887	7.3	0.5	3.2	6.7	143.7
2024E	30,224.9	923.4	534.9	4,798	7.8	78,045	6.7	0.4	1.9	6.3	126.5
2025E	26,597.8	1,018.7	567.8	5,093	5.1	82,495	6.3	0.4	1.1	6.3	110.2

현대건설 실적 전망

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표													
수주	5,936.7	14,790.3	4,942.3	9,537.6	9,723.2	7,493.4	5,379.4	8,455.2	30,269.0	35,425.7	35,206.9	31,051.1	30,933.1
수주 잔고	87,624.5	95,285.0	92,697.7	90,004.9	92,224.3	92,103.1	90,300.9	90,831.1	78,760.7	90,028.3	90,004.9	90,831.1	95,166.4
실적 추정													
매출	6,031.1	7,163.4	7,858.5	8,598.4	7,503.8	7,614.6	7,181.6	7,925.0	18,065.5	21,239.1	29,651.4	30,224.9	26,597.8
매출 성장률(% YoY)	45.5	28.4	44.7	41.3	24.4	6.3	-8.6	-7.8	6.5	17.6	39.6	1.9	-12.0
인프라	390.9	391.9	529.6	460.2	386.2	535.2	548.3	458.4	1,283.4	1,614.3	1,772.6	1,928.1	2,221.3
건축	2,318.7	2,736.3	2,681.8	2,984.2	2,550.3	2,581.0	2,242.7	2,452.7	6,694.5	7,844.1	10,721.0	9,826.8	8,210.9
플랜트	698.0	640.2	795.2	1,029.4	930.9	928.3	836.2	1,010.4	2,092.1	2,405.2	3,162.8	3,705.8	4,152.5
현대ENG	2,495.4	3,222.2	3,440.3	3,908.5	3,501.1	3,395.5	3,268.2	3,817.9	7,372.2	8,815.4	13,066.4	13,982.7	11,115.3
기타	128.1	172.7	411.6	216.2	135.2	174.6	286.2	185.5	623.3	560.1	928.6	781.6	897.8
매출원가	5,651	6,766	7,342	8,189	7,082	7,155	6,710	7,408	16,268	19,726	27,949	28,355	24,554
매출원가율(%)	93.7	94.4	93.4	95.2	94.4	94.0	93.4	93.5	90.1	92.9	94.3	93.8	92.3
인프라(%)	91.1	115.6	85.9	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	109.2	100.0	96.5	97.0	97.0
건축(%)	93.9	92.7	94.6	95.5	94.5	94.0	92.0	92.0	86.7	90.6	94.2	93.2	91.0
플랜트(%)	96.2	97.8	93.6	98.0	94.0	94.0	94.0	94.0	96.0	95.3	96.5	94.0	94.0
현대ENG(%)	94.9	94.8	95.7	94.9	95.0	95.0	95.0	94.0	89.6	93.6	95.1	94.7	93.0
매출총이익	379.9	397.6	516.1	409.2	421.9	459.5	471.5	516.7	1,797.2	1,512.7	1,702.8	1,869.6	2,043.7
판관비	206.4	174.0	272.3	264.7	207.1	224.6	230.4	284.0	1,043.7	937.8	917.4	946.2	1,025.0
영업이익	173.5	223.6	243.9	144.5	214.7	235.0	241.1	232.6	753.5	574.9	785.4	923.4	1,018.7
영업이익률(%)	2.9	3.1	3.1	1.7	2.9	3.1	3.4	2.9	4.2	2.7	2.6	3.1	3.8
영업이익 증가율(% YoY)	1.2	27.4	58.7	94.5	23.7	5.1	-1.1	61.0	37.3	-23.7	36.6	17.6	10.3
금융손익	62.4	30.8	57.6	21.8	-5.4	5.7	25.2	38.6	98.9	224.7	172.7	64.1	26.3
기타손익	-8.2	-11.1	-25.5	30.6	-2.9	-5.5	-5.0	-1.2	12.2	-33.1	-14.2	-14.5	-31.2
종속, 지배, 관계기업 손익	-1.1	-3.1	0.7	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-10.6	-12.7	-4.3	-0.2	8.1
세전이익	226.7	240.1	276.7	196.1	206.2	235.2	261.3	269.9	854.1	753.8	939.6	972.7	1,022.0
법인세비용	76.1	27.8	95.3	86.1	56.7	64.7	71.9	74.2	299.7	282.9	285.3	267.5	281.0
법인세율(%)	33.6	11.6	34.5	43.9	27.5	27.5	27.5	27.5	35.1	37.5	30.4	27.5	27.5
당기순이익	150.6	212.4	181.3	110.0	149.5	170.5	189.5	195.7	554.4	470.9	654.2	705.2	740.9
순이익률(%)	2.5	3.0	2.3	1.3	2.0	2.2	2.6	2.5	3.1	2.2	2.2	2.3	2.8
순이익 증가율(% YoY)	-17.8	-5.6	-22.8	흑전	-0.7	-19.7	4.5	77.9	143.5	-15.1	38.9	7.8	5.1
지배순이익	130.8	164.9	165.4	74.8	111.4	131.9	149.2	142.4	407.5	408.9	535.9	534.9	567.8

자료: 현대건설, 메리츠증권 리서치센터

현대건설(000720)

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	18,065.5	21,239.1	29,651.4	30,224.9	26,597.8
매출액증가율(%)	6.5	17.6	39.6	1.9	-12.0
매출원가	16,268.3	19,726.3	27,948.5	28,355.3	24,554.1
매출총이익	1,797.2	1,512.8	1,702.8	1,869.6	2,043.7
판매비와관리비	1,043.7	937.9	917.4	946.2	1,025.0
영업이익	753.5	574.9	785.4	923.4	1,018.7
영업이익률(%)	4.2	2.7	2.6	3.1	3.8
금융손익	99.0	224.7	172.7	64.1	26.3
중속/관계기업관련손익	-10.6	-12.7	-4.3	-0.2	8.1
기타영업외손익	12.2	-33.1	-14.2	-14.6	-31.2
세전계속사업이익	854.1	753.8	939.7	972.7	1,022.0
법인세비용	299.7	282.9	285.4	267.5	281.0
당기순이익	554.4	470.9	654.3	705.2	740.9
지배주주지분 순이익	407.5	408.9	535.9	534.9	567.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	14,526.4	15,516.7	19,820.1	19,564.4	19,242.8
현금및현금성자산	2,926.9	3,973.9	3,532.6	4,552.5	5,607.2
매출채권	22.8	4.9	6.9	6.4	5.8
재고자산	718.3	855.4	1,209.0	1,114.3	1,012.2
비유동자산	5,110.9	5,395.0	6,128.2	6,001.4	5,897.5
유형자산	1,012.1	1,048.8	1,157.3	1,151.8	1,177.8
무형자산	718.3	720.6	718.1	709.0	700.0
투자자산	1,378.0	1,557.3	1,992.2	1,880.0	1,759.0
자산총계	19,637.3	20,911.7	25,948.3	25,565.9	25,140.3
유동부채	7,613.2	8,757.4	12,173.5	11,268.1	10,291.4
매입채무	2,166.8	2,598.8	3,673.1	3,385.5	3,075.0
단기차입금	108.8	83.1	268.9	266.2	263.5
유동성장기부채	515.1	519.4	378.6	378.6	378.6
비유동부채	2,594.8	2,230.0	3,126.5	3,011.8	2,889.6
사채	1,446.2	1,017.7	1,194.8	1,182.9	1,171.1
장기차입금	163.9	193.5	564.1	558.5	552.9
부채총계	10,208.0	10,987.4	15,300.1	14,279.9	13,180.9
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
기타포괄이익누계액	-77.7	25.9	178.7	178.7	178.7
이익잉여금	5,640.0	6,009.1	6,475.2	6,942.7	7,442.9
비지배주주지분	2,212.6	2,237.6	2,342.6	2,512.9	2,686.1
자본총계	9,429.3	9,924.3	10,648.2	11,286.0	11,959.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,009.4	-143.5	504.0	1,065.5	1,113.2
당기순이익(손실)	554.4	470.9	654.3	705.2	740.9
유형자산감가상각비	162.0	172.3	210.7	237.8	241.1
무형자산상각비	9.5	9.4	9.5	9.1	9.0
운전자본의 증감	-162.5	-827.1	-575.8	113.3	122.2
투자활동 현금흐름	-798.3	1,853.3	-1,407.1	46.8	34.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-97.6	-148.4	-202.0	-232.3	-267.2
투자자산의 감소(증가)	-370.2	-192.0	-438.4	112.1	121.0
재무활동 현금흐름	-492.6	-658.2	417.2	-92.4	-92.6
차입금증감	-323.7	-409.7	595.9	-24.9	-25.1
자본의증가	83.8	-2.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-260.0	1,047.0	-441.3	1,019.9	1,054.7
기초현금	3,186.8	2,926.9	3,973.9	3,532.6	4,552.5
기말현금	2,926.9	3,973.9	3,532.6	4,552.5	5,607.2
Key Financial Data					
	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	162,233	190,732	266,276	271,426	238,854
EPS(지배주주)	3,653	3,666	4,807	4,798	5,093
CFPS	11,504	8,446	11,295	10,369	10,564
EBITDAPS	8,307	6,795	9,031	10,510	11,394
BPS	64,200	68,380	73,887	78,045	82,495
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.7	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.2	9.5	7.3	6.7	6.3
PCR	3.9	4.1	3.1	3.1	3.0
PSR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	925.0	756.6	1,005.6	1,170.4	1,268.8
EV/EBITDA	3.7	3.5	3.2	1.9	1.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.5	6.7	6.3	6.3
EBITDA이익률	5.1	3.6	3.4	3.9	4.8
부채비율	108.3	110.7	143.7	126.5	110.2
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	13.0	13.1	11.7	9.9	11.1
매출채권회전율(x)	979.3	1,536.6	5,033.2	4,558.8	4,383.1
재고자산회전율(x)	19.6	27.0	28.7	26.0	25.0

우리기술 (032820) 힘든 시절 국산화한 노력이 빛을 발할 때

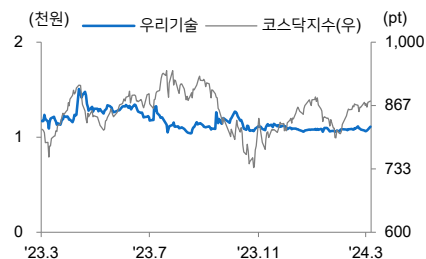
Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 11)	1,331원
상승여력	-
KOSDAQ	875.93pt
시가총액	2,047억원
발행주식수	15,382만주
유동주식비율	90.84%
외국인비중	1.82%
52주 최고/최저가	1,810원/1,248원
평균거래대금	14.3억원
주요주주(%)	
노갑선 외 3 인	9.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	-0.4	-6.9
상대주가	-3.5	3.7	-16.1

주가그래프



국내에서 실질적으로 SMR 사업 수혜볼 수 있는 종목

- 우리기술 매출 비중은 원전(38%), 철도/SOC(23%), 방산(33%) 등. 자회사 통해 해상풍력 사업도 영위. 다양한 사업 영위하고 있으나 이익 기여도와 성장성 측면에서 원전이 확실한 주력 사업부
- 원전 계측제어시스템인 MMIS(Man Machine Interface System)의 핵심 부품인 DCS(분산제어시스템, 원자로 냉각재 펌프를 감시제어)를 제작. 20156년 국산화에 성공한 이후 신한울 1,2,3,4호기, 새울 3,4호기 납품 중
- 한국 i-SMR 사업에 참여한 18개 중소기업 중 하나. 2012년 국산 SMR 'SMART원전' 사업화에 참여

2024년부터 시작되는 원전 매출 상승. 전사 이익 개선 이끌 전망

- 2024년, 2025년 국산화 성과(노후 원전의 부품을 Westinghouse에서 동사 제품으로 대체)가 나타나며 원전 매출액 각각 +30%, +34% 성장 전망. 전사 이익은 76%, 57% 성장 전망
- 신한울 3,4호기 매출액 반영 본격화되고, 경상정비 매출도 상승하는 2026년에는 또 한번의 점프업이 가능

앞으로 3년 간 원전 산업 내 증익 가장 가파른 종목

- 국내 중소형 원전주 중 주목해야하는 종목. 실적으로 설명이 되고(PER 2024년 기준 21배, 2025년 기준 14배), 구조적인 성장이 나타나고 있다는 점에서 단순 테마 플레이 이상을 기대

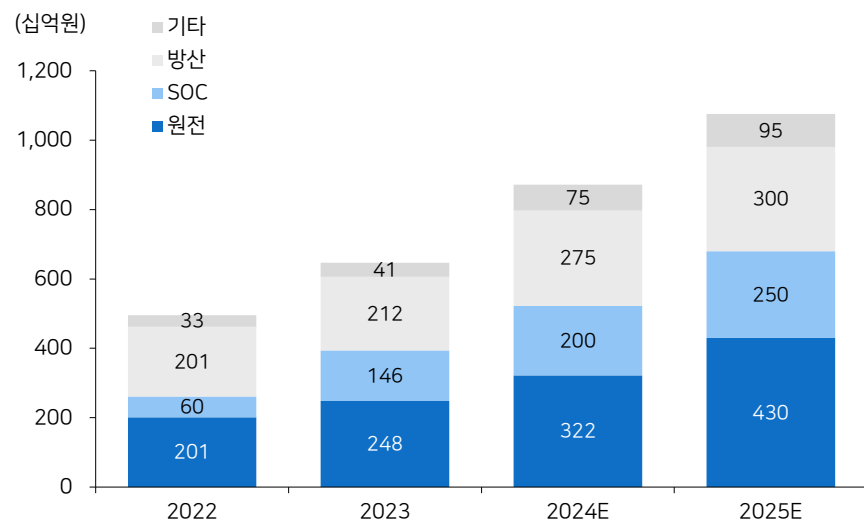
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	34.5	-7.6	-9.6	-103	적지	331	-9.5	3.0	-37.6	-29.2	221.6
2020	49.9	2.7	-1.2	-11	적지	404	-115.4	3.3	25.1	-2.4	132.1
2021	52.1	7.2	6.3	47	흑전	552	35.0	3.0	20.8	7.9	88.9
2022	49.5	4.8	3.4	23	-18.3	634	56.8	2.0	23.2	3.5	69.7
2023	63.2	6.7	4.6	30	32.9	646	42.4	2.0	21.6	4.7	80.4

2024년부터 시작되는 본격적인 원전 사업부 성장

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

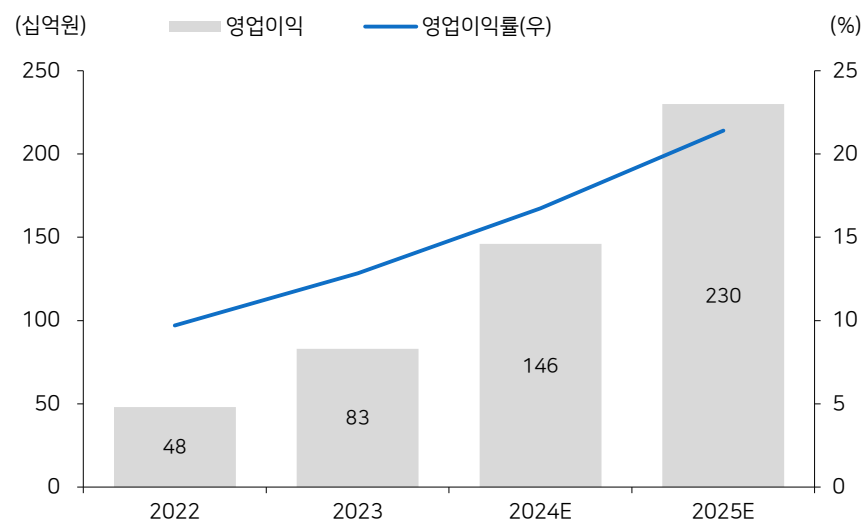
- 2024년, 특히 4Q24부터 본격적인 매출 성장에 주목
- 동사는 기존 노형의 Westinghouse 생산 부품을 대체해가고 있으며, 2024년부터 성과가 나타날 전망. 원전 사업부는 2024년 30%, 2025년 34%의 매출 성장을 기대
- 2026년부터는 성장폭이 더 가팔라질 수 있음. 신한울 3,4호기 부품 공급 및 경상정비 매출(MMIS에 대해 수행) 성장이 시작되기 때문. 체코 등 수출 프로젝트 참여도 잠재적으로 가능

우리기술 부문별 매출액 전망



자료: 우리기술, 메리츠증권 리서치센터

우리기술 영업이익 추이 및 전망



자료: 우리기술, 메리츠증권 리서치센터

우리기술(032820)

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	34.5	49.9	52.1	49.5	63.2
매출액증가율(%)	22.5	44.5	4.5	-5.1	27.6
매출원가	29.5	35.6	33.0	32.5	43.1
매출총이익	5.1	14.3	19.1	17.0	20.1
판매비와관리비	12.6	11.6	11.9	12.2	13.4
영업이익	-7.6	2.7	7.2	4.8	6.7
영업이익률(%)	-21.9	5.4	13.9	9.7	10.6
금융손익	-2.7	-1.6	-3.4	-1.1	-0.6
중속/관계기업관련손익	0.2	-0.7	-0.0	-1.1	-0.6
기타영업외손익	0.1	-2.0	-0.3	0.3	-1.1
세전계속사업이익	-9.9	-1.6	3.6	2.9	4.5
법인세비용	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.1
당기순이익	-9.8	-1.4	3.7	3.4	4.6
지배주주지분 순이익	-9.6	-1.2	6.3	3.4	4.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	31.6	50.0	61.9	65.8	60.7
현금및현금성자산	5.8	17.0	27.9	13.7	1.7
매출채권	5.0	3.1	4.1	6.2	7.1
재고자산	7.3	8.2	7.3	8.7	9.8
비유동자산	72.7	68.3	86.2	96.2	118.5
유형자산	13.2	14.1	14.7	22.7	42.6
무형자산	16.5	13.1	22.0	22.9	22.6
투자자산	10.8	9.9	18.9	20.4	23.3
자산총계	104.3	118.3	148.1	162.0	179.2
유동부채	58.4	50.7	44.1	50.5	43.5
매입채무	6.2	5.7	6.3	6.1	4.4
단기차입금	16.6	14.1	14.4	14.9	20.2
유동성장기부채	11.3	10.5	0.2	10.0	0.5
비유동부채	13.5	16.7	25.6	16.1	36.3
사채	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.5	1.1	11.2	2.4	21.0
부채총계	71.9	67.3	69.7	66.5	79.8
자본금	49.6	63.8	71.5	75.3	76.0
자본잉여금	28.4	34.2	47.5	54.9	56.0
기타포괄이익누계액	9.8	10.0	10.5	12.6	12.7
이익잉여금	-54.4	-55.8	-49.6	-46.2	-43.5
비지배주주지분	-0.3	-0.5	-0.5	0.0	0.0
자본총계	32.4	51.0	78.4	95.5	99.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	-10.0	0.8	8.8	1.6	6.4
당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6
유형자산감가상각비	2.0	2.5	3.0	2.4	2.2
무형자산상각비	2.1	2.1	1.4	1.6	1.6
운전자본의 증감	-6.3	-8.5	-3.6	-8.7	-3.5
투자활동 현금흐름	-4.3	-3.4	-18.3	-22.3	-31.2
유형자산의 증가(CAPEX)	0.5	1.9	0.6	8.6	-22.1
투자자산의 감소(증가)	8.0	-0.2	9.0	2.6	-3.4
재무활동 현금흐름	8.1	13.8	20.4	6.5	12.7
차입금증감	26.6	-2.2	-9.7	9.4	10.2
자본의증가	-16.1	2.9	8.9	-9.5	1.7
현금의증가(감소)	-6.3	11.2	10.9	-14.2	-12.0
기초현금	12.1	5.8	17.0	27.9	13.7
기말현금	5.8	17.0	27.9	13.7	1.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	372	459	394	335	416
EPS(지배주주)	-103	-11	47	23	30
CFPS	15	114	166	106	71
EBITDAPS	-38	67	88	59	68
BPS	331	404	552	634	646
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-9.5	-115.4	35.0	56.8	42.4
PCR	66.6	11.6	10.0	12.2	18.1
PSR	2.6	2.9	4.2	3.9	3.1
PBR	3.0	3.3	3.0	2.0	2.0
EBITDA	-3.5	7.3	11.6	8.8	10.4
EV/EBITDA	-37.6	25.1	20.8	23.2	21.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-29.2	-2.4	7.9	3.5	4.7
EBITDA이익률	-10.1	14.6	22.3	17.7	16.5
부채비율	221.6	132.1	88.9	69.7	80.4
금융비용부담률	8.7	4.6	5.1	6.1	3.5
이자보상배율(x)	-2.5	1.2	2.7	1.6	3.0
매출채권회전율(x)	9.1	12.4	14.5	9.6	9.5
재고자산회전율(x)	6.0	6.4	6.7	6.2	6.8

비에이치아이 (083650) 원전+가스 투트랙

Analyst 문경원 02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 11)	9,240원
상승여력	-
KOSDAQ	875.93pt
시가총액	2,859억원
발행주식수	3,094만주
유통주식비율	52.84%
외국인비중	4.29%
52주 최고/최저가	11,160원/5,870원
평균거래대금	26.0억원
주요주주(%)	
박은미 외 6 인	47.15
아이비케이캐피탈 외 1 인	12.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.8	28.5	44.8
상대주가	8.3	33.9	30.4



HRSG(가스복합) 수주 나오기 시작. 2011~2012년 전성기를 넘볼 수 있다

- 3월 5일 2,486억원(국내 475억원, 사우디 2,011억원)의 HRSG 수주 공시. HRSG는 가스복합 발전소의 필수적인 배열회수보일러로, 국내를 비롯한 아시아 지역의 탈석탄 과정에서 발주 확대가 예상됨
- 일본(2Q24, 사우디와 비슷한 규모를 예상)을 비롯한 해외 수주 모멘텀이 연내 남아있고, 국내에서도 상반기 내 2~3건 정도의 수주를 기대. 전사 차원에서의 2024년 연간 수주 규모는 6,000~8,000억원으로 예상. 주가 측면에서 전성기였던 2011~2012년에 필적

원전 관련해서 못 참여하는 사업이 없다. 국내 및 해외 대형 원전, SMR까지 참여

- 신한울 3,4호기 보조기기 발주는 다소 지연되면서 하반기 예정. 신한울 3,4호기 총 1,000억원 내외의 수주를 기대
- Westinghouse향으로도 대형 원전 수주 가능한 종목. 과거 Westinghouse, 도시바와 협력한 바 있음
- 국내 i-SMR 사업 개발에서 '핵연료 취급 계통(FHS)'과 '압력 방사는 저감계통 용기'를 준비 중
- 아직 구체적인 계약을 기대할 수 있는 시점은 아니나, Nuscale 사에도 보조기기(BOP) 벤더로 등록이 되어있음

마진 회복 눈으로 확인. 2024년 실적은 상저하고

- 원가율 안정화로 4Q23 영업이익률 13.9% 기록. 이익 개선에 접어들었다는 신호. 1H24 Mid-single 수준으로 안정화되겠지만, HRSG 신규 수주가 본격 인식되는 2H24에는 다시 상승할 전망

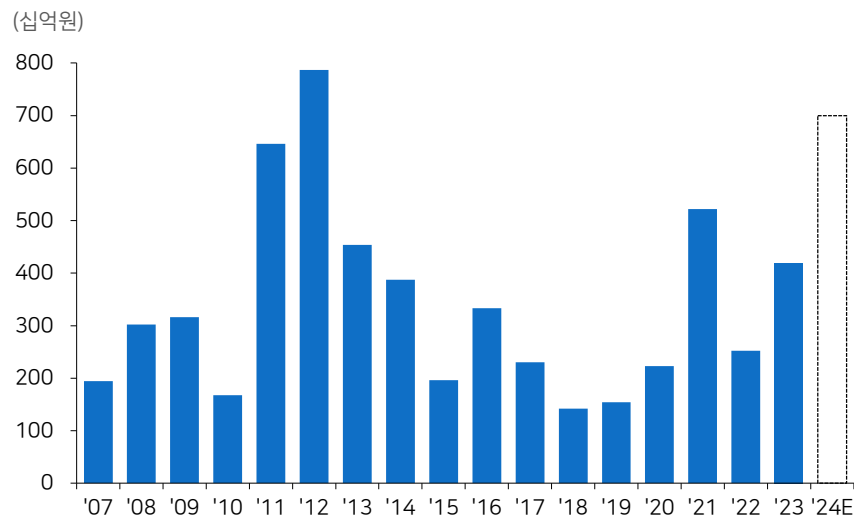
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	222.9	-12.5	-14.8	-569	적지	2,685	-3.7	0.8	-60.1	-21.2	429.9
2020	243.4	11.3	4.5	174	흑전	3,770	14.7	0.7	11.1	4.6	301.9
2021	234.9	-30.6	-34.6	-1,330	적전	2,474	-3.1	1.7	-14.4	-53.8	506.0
2022	330.2	8.1	-19.1	-735	적지	1,897	-8.8	3.4	19.1	-38.8	807.1
2023	367.4	15.1	5.0	177	흑전	2,325	45.8	3.5	16.4	8.2	481.2

2024년 수주, 황금기를 향해

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

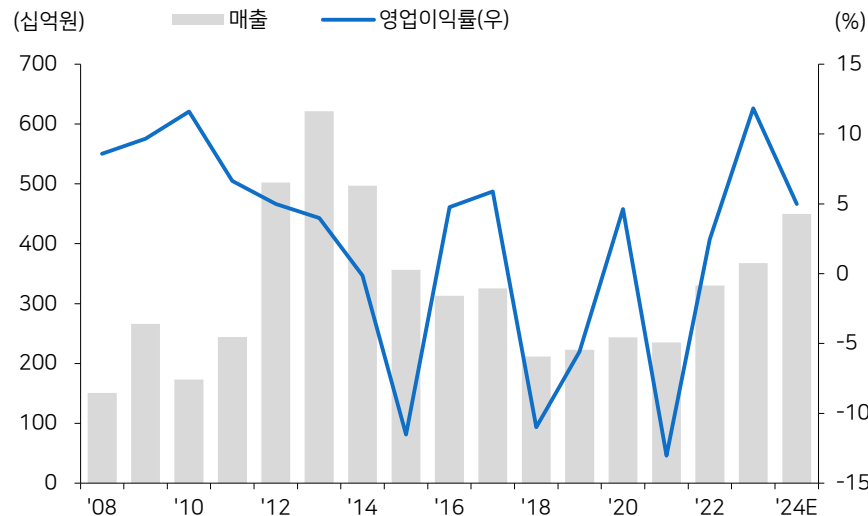
- 2024년 수주는 6,000~8,000억원 충분히 달성 가능. 3월 초까지 2,486억원의 수주를 공시했고, 상반기 내 국내 복합 수주 2~3건과 하반기 신한울 3,4호기까지 기대. 일본까지 수주에 성공한다면 조심스럽지만 역대 최대 수주 규모를 기대해볼 수도 있음
- 과거 주가는 수주 규모와 동행해왔으며, 2011~2012년 전성기 당시 고점이 14,000~16,000원 사이에서 형성된 점을 감안하면 주가 측면에서의 업사이드 충분

비에이치아이 수주 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, 메리츠증권 리서치센터

비에이치아이 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, 메리츠증권 리서치센터

비에이치아이(083650)

After AI 시리즈 1
SMR Launch Detected

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	222.9	243.4	234.9	330.2	367.4
매출액증가율(%)	5.2	9.2	-3.5	40.6	11.3
매출원가	214.3	209.4	241.3	295.3	324.5
매출총이익	8.5	34.1	-6.4	34.9	42.9
판매비와관리비	21.0	22.8	24.3	26.8	27.8
영업이익	-12.5	11.3	-30.6	8.1	15.1
영업이익률(%)	-5.6	4.6	-13.0	2.5	4.1
금융손익	-7.8	-9.6	-6.7	-29.0	-8.3
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.4	-0.7	-1.2	-0.7
기타영업외손익	4.6	3.3	3.5	1.3	-2.3
세전계속사업이익	-15.6	4.5	-34.5	-20.8	3.8
법인세비용	-0.9	-0.1	0.1	-1.7	-1.1
당기순이익	-14.8	4.6	-34.6	-19.1	4.9
지배주주지분 순이익	-14.8	4.5	-34.6	-19.1	5.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	140.7	134.9	135.2	202.2	169.4
현금및현금성자산	15.1	22.0	11.0	23.6	4.7
매출채권	20.2	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	5.0	4.6	3.6	4.4	4.0
비유동자산	229.4	259.4	255.1	247.1	249.8
유형자산	185.7	210.1	203.1	196.1	191.6
무형자산	20.4	21.6	21.5	18.8	17.3
투자자산	22.9	25.0	25.9	29.0	28.8
자산총계	370.2	394.3	390.2	449.4	419.2
유동부채	233.6	221.9	249.8	309.9	315.9
매입채무	90.9	85.1	89.6	147.2	30.5
단기차입금	99.6	99.6	123.1	148.4	127.7
유동성장기부채	35.8	34.9	25.4	6.1	44.8
비유동부채	66.7	74.3	76.1	89.9	31.2
사채	0.0	0.0	0.0	17.0	0.0
장기차입금	39.8	42.0	42.4	40.6	1.1
부채총계	300.3	296.2	325.8	399.8	347.1
자본금	13.0	13.0	13.0	13.0	15.5
자본잉여금	7.9	7.9	7.9	10.9	26.1
기타포괄이익누계액	36.7	59.9	60.2	60.1	60.5
이익잉여금	12.8	17.9	-16.1	-34.0	-29.5
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
자본총계	69.9	98.1	64.4	49.5	72.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	18.1	3.5	-17.6	15.2	3.1
당기순이익(손실)	-14.8	4.6	-34.6	-19.1	4.9
유형자산감가상각비	6.5	6.3	8.5	8.2	8.2
무형자산상각비	2.6	2.3	2.3	2.4	2.2
운전자본의 증감	21.1	-8.9	-2.0	6.0	-32.4
투자활동 현금흐름	-5.9	2.7	-6.6	-25.2	-2.3
유형자산의 증가(CAPEX)	0.2	0.3	1.0	1.5	-3.4
투자자산의 감소(증가)	1.8	2.0	0.9	3.1	0.1
재무활동 현금흐름	-2.6	1.3	13.0	22.5	-20.0
차입금증감	-36.3	-3.5	23.4	2.6	-38.4
자본의증가	35.8	4.3	7.7	6.5	17.7
현금의증가(감소)	8.6	6.9	-11.0	12.6	-19.0
기초현금	6.5	15.1	22.0	11.0	23.6
기말현금	15.1	22.0	11.0	23.6	4.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	8,571	9,363	9,034	12,700	13,046
EPS(지배주주)	-569	174	-1,330	-735	177
CFPS	625	1,487	43	1,665	997
EBITDAPS	-132	766	-763	718	909
BPS	2,685	3,770	2,474	1,897	2,325
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.7	14.7	-3.1	-8.8	45.8
PCR	3.4	1.7	95.6	3.9	8.1
PSR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6
PBR	0.8	0.7	1.7	3.4	3.5
EBITDA	-3.4	19.9	-19.8	18.7	25.6
EV/EBITDA	-60.1	11.1	-14.4	19.1	16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-21.2	4.6	-53.8	-38.8	8.2
EBITDA이익률	-1.5	8.2	-8.4	5.7	7.0
부채비율	429.9	301.9	506.0	807.1	481.2
금융비용부담률	4.1	3.6	2.9	2.8	3.2
이자보상배율(x)	-1.4	1.3	-4.4	0.9	1.3
매출채권회전율(x)	12.9	24.2			
재고자산회전율(x)	47.0	50.8	57.1	83.0	87.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

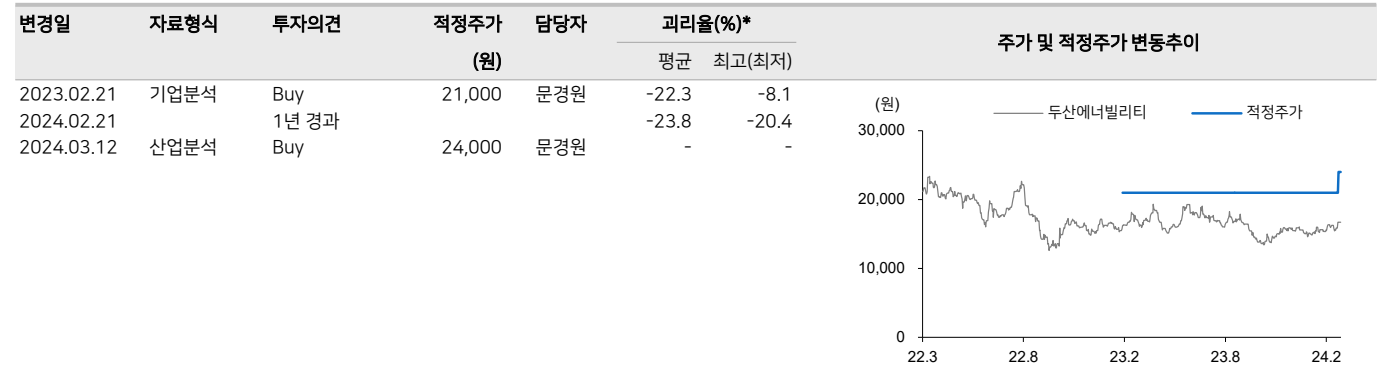
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산에너빌리티 (034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

