

2025년 전망 시리즈 6

유틸리티/건설

Meritz Research 2024. 11. 1

있는 모습 그대로

2025년 전망 시리즈 6

유틸리티/건설

있는 모습 그대로

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr



Contents



산업	기업
Part 1 Value Trap 어떻게 벗어날까? 09	한국전력 (015760) 62
Part 2 SMR과 해상풍력, 지속 가능할까? 17	두산에너빌리티 (034020) 66
Part 3 유틸리티, 요금 인상 다음은? 37	포스코인터내셔널 (047050) 70
Part 4 건설, 선행지표 개선을 바라볼 시점일까? 49	GS건설 (006360) 73



있는 모습 그대로

1 Value Trap 어떻게 벗어날까?

이익 개선대비 아쉬웠던 주가 상승 폭

- 2024년 유틸리티, 원전, ESS가 전체 시장을 Outperform하는 성과 기록. 다만 실적 개선 대비 주가 상승 폭이 아쉬움. 재생에너지, 건설 역시 실적 악화보다 주가 하락 폭이 더 컸음. 낮은 밸류에이션이 더 낮아지는 국면
- 결국 Value Trap을 해소하기 위해서는 주주환원 개선, 이익의 불확실성 제거, 수주의 지속성 확보가 핵심

2 SMR과 해상풍력, 지속 가능할까?

SMR 이제 시작. 풍력은 종목 선별이 중요

- SMR에 대한 폭발적 관심에도 불구하고 국내 관련주 상승 폭 아쉬움. 그 원인이었던 두산에너지빌리티 지배구조 이슈가 12월 주총 이후 해소될 것으로 기대. SMR 산업 자체에 대한 의문도 저평가 원인. 그러나 이제 SMR 시장은 시작 단계
- SMR의 시장 규모 계산 현 시점에서 어렵지만, 전방 산업인 데이터센터 성장 생각했을 때 연 20GW(모듈 20조원)는 충분
- 2024년 해상풍력 수주 Q 확장 아쉬웠음. 유럽은 2026년부터, 한국 및 아시아는 2025년부터 수주 확대 전망. 국내 해상풍력 개화 이후 가장 주목해야 할 업체는 SK오션플랜트

3 유틸리티, 요금 인상 다음은?

배당 재개된다면 Re-rating 가능

- 전기, 가스 요금은 각각 2024년 요금 인상에 성공. 각각 한번씩의 추가 인상은 가능해보이나 근 시일은 아님
- 달라진 이익 체력 대비 주가 상승 폭 아쉬운데, 결국 배당 재개가 호황기 밸류에이션 회복의 Key. 배당 가능성 긍정적
- 포스코인터내셔널도 현금흐름 개선 기반으로 주주환원 기대할 수 있으며, 대왕고래 역시 무시하기에 너무 큰 Risk

4 건설, 선행지표 개선을 바라볼 시점일까?

누적된 미분양 관련 비용이 두려운 시점

- PF 우발채무 우려가 잦아들었음에도 불구하고 2025년 상반기까지는 준공 후 미분양에 대한 우려 여전
- 특히 재무구조가 좋지 않고, 지방 현장 비중이 높으며, 책임준공 비중이 높은 종목을 조심
- 미분양 관련 비용을 털어낸 이후가 이익 불확실성 개선 시점. 공사비 하락으로 2025년 하반기부터는 이익 반등 가능

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
한국전력 (015760)	Buy	30,000원
두산에너빌리티 (034020)	Buy	28,000원
포스코인터내셔널 (047050)	Buy	73,000원
GS건설 (006360)	Buy	23,000원

한국전력 (015760) 10년 전과 같은 점과 다른 점

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (10. 31)	23,100원
상승여력	29.9%

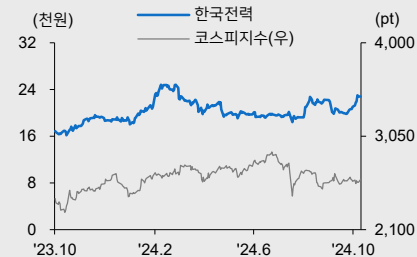
KOSPI	2,556.15pt
시가총액	148,294억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	45.75%
외국인비중	15.30%
52주 최고/최저가	24,850원/16,190원
평균거래대금	471.6억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.4	9.2	36.5
상대주가	14.0	15.0	21.7

주가그래프



요금 인상 + 유가 하락 + 금리 하락, 판은 갖춰졌다

- 10월 23일 산업용 요금을 16.1원/kWh 인상. 유가 하락과 겹쳐지면서 2025년 영업이익은 13.4조원(+71.4% YoY)로 성장할 전망. 주택용 등 추가 요금 인상은 2025년 하반기부터 기대
- 차입금 감소 및 금리 안정화로 금융손익은 2025년, 2026년 각각 4,376억원, 3,984억원 개선

이익 개선이 주가에 반영되기까지, 배당이라는 연결 고리가 필요

- 2025~2026년 평균 ROE 17.1%는 10년 전(2015~2016년) 호황기 수준. 다만 10년 전과 달리 재무구조 악화로 인해 배당 여부가 불확실하다는 점이 변수로 작용
- 별도 순이익의 40% 배당이 가이드라인이나, 한전채 발행 한도 등 배당을 하지 않을 명분도 충분
- 우선 3Q24 별도 순이익을 확인함으로써 배당 가능 이익이 있는지 살펴봐야 하고, 이후 2025년 3월 이사회 결정 및 그 이전 기재부의 스탠스를 관찰할 필요가 있음

배당이 있다면 급격한 Re-rating, 없다면 BPS 상승에 따른 점진적 우상향 전망

- 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 30,000원으로 +11% 상향. 배당 재개가 관찰될 시 추가적인 적정주가 상향 가능. 만약 배당 재개되지 않더라도 2025~2026E BPS 상승률 15~20%에 대응하는 주가 수익률은 기대 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023	88,219.5	-4,541.7	-4,822.6	-7,512	적지	55,837	-2.5	0.3	17.0	-12.6	543.3
2024E	93,941.7	7,781.7	3,590.4	5,593	흑전	61,970	4.1	0.4	6.5	9.5	496.0
2025E	99,443.4	13,338.7	8,776.8	13,672	139.3	75,642	1.7	0.3	4.9	19.9	403.7
2026E	100,661.0	12,721.3	7,551.5	11,763	-14.0	87,405	2.0	0.3	4.7	14.4	348.0

한국전력 적정주가 상향

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

- 한국전력의 적정주가를 3.0만원으로 11% 상향. BPS 추정치 상향에 기인한 부분이 큼
- 타겟 멀티플은 2015~2016년 호황기 평균 0.48배에 10% 할인. 당시와 ROE는 비슷하나 배당에 대한 불확실성을 반영하여 10% 할인을 적용
- 배당을 예상보다 빠른 시일 내에 재개 시 할인율 제거와 함께 적정주가 추가 상향이 가능

한국전력 적정주가 산출

구분	적용값	내용
예상 BPS(원)	69,674	선행 12개월 평균 BPS
적정 배수(배)	0.43	2015~2016년 호황기 평균 0.48배에 10% 할인. 해당 기간 평균 ROE는 16.1%로 2025~2026년 예상 ROE 7.5%와 유사. 10% 할인은 배당 불확실성에 따른 것
적정 주가(원)	30,000	
현재 주가(원)	23,100	
상승 여력(%)	29.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국전력 실적 전망

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정													
두바이유 가격(달러/배럴)	80.3	77.8	86.6	83.5	81.3	85.3	78.3	75.0	96.4	82.1	80.0	77.0	78.0
원/달러 환율	1,274.6	1,315.0	1,311.4	1,321.7	1,328.7	1,371.1	1,357.4	1,370.0	1,291.5	1,305.7	1,356.8	1,345.0	1,340.0
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	126.1	140.1	140.5	196.8	166.4	134.4	125.9	133.6
석탄 발전단가(원/kWh)	109.1	98.7	84.8	77.5	80.0	64.8	70.0	75.0	113.0	92.5	72.4	77.0	77.0
LNG 발전단가(원/kWh)	300.4	196.3	182.1	184.8	206.7	183.8	185.1	185.5	242.6	215.9	190.3	170.9	178.6
원전이용률(%)	85.0	79.8	85.8	86.6	85.0	80.4	83.3	84.0	86.0	84.3	83.2	84.0	84.0
석탄이용률(%)	54.8	47.2	58.8	50.7	52.2	48.8	58.0	46.7	57.6	52.9	51.4	50.7	50.7
전력판매단가(원/kWh)	146.5	145.5	160.5	158.3	160.9	155.7	167.0	167.2	120.5	152.7	162.7	170.6	171.6
실적 전망													
연결 매출	21,594.0	19,622.5	24,470.0	22,533.0	23,292.7	20,473.7	26,414.5	23,760.7	71,257.9	88,219.5	93,941.7	99,443.4	100,661.0
매출액 증가율(%)	31.2	26.4	23.8	15.6	7.9	4.3	7.9	5.4	17.4	23.8	6.5	5.9	1.2
매출원가	27,080.0	21,169.1	21,731.4	19,719.0	21,303.2	18,460.8	22,182.5	21,061.6	100,903.6	89,699.5	83,008.1	82,842.6	84,572.5
연료비	9,083.0	6,048.8	6,541.8	5,304.7	6,160.1	4,756.3	6,377.8	5,192.0	34,669.0	26,978.3	22,486.3	21,934.6	22,032.3
구입전력비	12,170.9	8,917.8	9,255.3	7,960.3	9,202.9	7,969.7	9,505.9	8,671.2	41,917.1	38,304.3	35,349.7	35,313.1	36,758.2
감가상각비	3,165.1	3,162.1	3,265.3	3,109.6	3,473.6	3,390.8	3,544.5	3,546.1	12,131.1	12,702.1	13,955.0	14,163.0	14,129.6
인건비	1,317.3	1,219.7	1,316.4	1,486.0	1,351.0	1,396.8	1,342.7	1,515.7	5,383.5	5,339.3	5,606.2	5,718.4	5,832.7
수선비 및 기타	1,343.7	1,820.7	1,352.7	1,858.5	1,115.6	947.1	1,411.6	2,136.7	6,802.9	6,375.5	5,610.9	5,713.6	5,819.6
매출총이익	-5,486.0	-1,546.6	2,738.5	2,813.9	1,989.6	2,012.9	4,232.0	2,699.1	-29,645.7	-1,480.1	10,933.6	16,600.8	16,088.5
매출총이익률(%)	-25.4	-7.9	11.2	12.5	8.5	9.8	16.0	11.4	-41.6	-1.7	11.6	16.7	16.0
판관비	691.6	725.8	742.0	902.2	690.2	762.7	758.0	940.9	3,009.4	3,061.6	3,151.8	3,262.0	3,367.3
판관비율(%)	3.2	3.7	3.0	4.0	3.0	3.7	2.9	4.0	4.2	3.5	3.4	3.3	3.3
영업이익	-6,177.6	-2,272.4	1,996.6	1,911.7	1,299.3	1,250.3	3,474.0	1,758.2	-32,655.2	-4,541.6	7,781.7	13,338.7	12,721.3
영업이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	74.0	-8.0	적축	적축	흑전	71.4	-4.6
영업이익률(%)	-28.6	-11.6	8.2	8.5	5.6	6.1	13.2	7.4	-45.8	-5.1	8.3	13.4	12.6
금융손익	-1,000.6	-943.0	-1,020.1	-958.3	-1,014.0	-1,055.9	-1,027.1	-898.2	-2,913.5	-3,922.0	-3,995.3	-3,557.7	-3,159.3
기타손익	81.9	16.3	157.3	41.1	47.9	59.2	166.5	-143.3	414.6	296.6	130.4	370.4	10.0
중속, 공동지배, 관계기업 관련 손익	241.4	244.1	113.6	14.0	404.5	95.5	218.2	194.0	1,310.4	613.0	912.2	930.5	949.1
세전이익	-6,854.8	-2,955.1	1,247.3	1,008.6	737.8	349.0	2,831.6	910.7	-33,843.6	-7,554.0	4,829.1	11,081.9	10,521.1
연결 당기순이익	-4,911.2	-1,904.4	833.3	1,266.2	595.9	114.4	2,265.3	728.5	-24,429.1	-4,716.1	3,704.1	8,865.5	7,627.8
당기순이익률(%)	-22.7	-9.7	3.4	5.6	2.6	0.6	8.6	3.1	-34.3	-5.3	3.9	8.9	7.6
당기순이익 성장률(%)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	171.8	-42.5	적축	적축	흑전	139.3	-14.0
지배주주 순이익	-4,946.5	-1,902.8	793.9	1,232.8	561.5	65.1	2,242.6	721.3	-24,466.9	-4,822.5	3,590.4	8,776.8	7,551.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	71,257.9	88,219.5	93,941.7	99,443.4	100,661.0
매출액증가율(%)	17.4	23.8	6.5	5.9	1.2
매출원가	100,903.6	89,699.5	83,008.1	82,842.6	84,572.5
매출총이익	-29,645.7	-1,480.1	10,933.6	16,600.8	16,088.5
판매비와관리비	3,009.4	3,061.6	3,151.8	3,262.0	3,367.3
영업이익	-32,655.2	-4,541.7	7,781.7	13,338.7	12,721.3
영업이익률(%)	-45.8	-5.1	8.3	13.4	12.6
금융손익	-2,913.5	-3,922.0	-3,995.3	-3,557.7	-3,159.3
중속/관계기업관련손익	1,310.4	613.0	912.2	930.5	949.1
기타영업외손익	414.6	296.6	130.4	370.4	10.0
세전계속사업이익	-33,843.6	-7,554.0	4,829.1	11,081.9	10,521.1
법인세비용	-9,414.5	-2,837.8	1,124.9	2,216.4	2,893.3
당기순이익	-24,429.1	-4,716.1	3,704.1	8,865.5	7,627.8
지배주주지분 순이익	-24,466.9	-4,822.6	3,590.4	8,776.8	7,551.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	29,750.6	29,536.2	32,654.1	39,206.4	45,543.8
현금및현금성자산	3,234.8	4,342.9	6,317.5	13,486.8	18,753.6
매출채권	9,504.1	11,009.5	11,248.4	11,579.2	11,726.1
재고자산	9,930.7	8,875.6	11,158.2	11,486.5	11,632.2
비유동자산	205,054.5	210,178.8	213,235.5	213,221.0	213,168.6
유형자산	177,865.3	179,875.5	181,598.3	181,167.4	180,910.2
무형자산	1,056.8	1,133.1	1,193.3	1,236.2	1,275.2
투자자산	12,328.9	13,208.8	14,029.4	14,402.9	14,568.6
자산총계	234,805.0	239,715.0	245,889.6	252,427.4	258,712.4
유동부채	44,518.6	61,248.4	73,282.9	70,529.6	69,300.3
매입채무	7,529.9	4,341.5	4,706.5	4,844.9	4,906.4
단기차입금	8,820.4	10,667.3	10,006.7	12,706.7	14,143.7
유동성장기부채	13,838.6	30,454.0	39,526.5	36,340.0	33,401.2
비유동부채	148,286.2	141,201.8	131,353.1	131,778.7	131,665.2
사채	94,984.0	89,117.7	78,728.8	77,693.8	76,658.8
장기차입금	2,962.3	3,392.8	2,120.5	2,206.6	2,296.2
부채총계	192,804.7	202,450.2	204,636.0	202,308.3	200,965.5
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,112.3	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
기타포괄이익누계액	497.0	557.4	1,083.8	1,083.8	1,083.8
이익잉여금	21,431.3	16,338.3	20,335.9	29,112.7	36,664.3
비지배주주지분	1,454.9	1,419.7	1,471.0	1,559.6	1,635.9
자본총계	42,000.3	37,264.8	41,253.6	50,119.1	57,746.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-23,477.5	1,522.2	17,959.8	21,804.3	22,949.6
당기순이익(손실)	-24,429.1	-4,716.1	3,704.1	8,865.5	7,627.8
유형자산감가상각비	12,305.3	12,869.1	14,153.7	14,405.8	14,371.9
무형자산상각비	156.2	163.2	164.4	169.9	176.0
운전자본의 증감	-3,512.6	-5,141.7	-192.4	-1,636.8	773.9
투자활동 현금흐름	-14,953.8	-13,073.8	-11,389.7	-13,219.2	-15,244.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,346.9	-13,908.4	-13,946.4	-13,974.9	-14,114.7
투자자산의 감소(증가)	-1,979.8	-880.5	-820.5	-373.5	-165.8
재무활동 현금흐름	38,997.9	12,661.9	-4,728.3	-1,415.8	-2,438.5
차입금증감	40,183.2	12,690.7	-3,519.3	-1,415.8	-2,438.5
자본의증가	37.5	332.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	599.5	1,108.1	1,974.6	7,169.3	5,266.8
기초현금	2,635.2	3,234.8	4,342.9	6,317.5	13,486.8
기말현금	3,234.8	4,342.9	6,317.5	13,486.8	18,753.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	111,000	137,421	146,335	154,905	156,802
EPS(지배주주)	-38,113	-7,512	5,593	13,672	11,763
CFPS	-26,867	17,323	36,434	45,329	43,972
EBITDAPS	-31,456	13,226	34,425	43,483	42,478
BPS	63,158	55,837	61,970	75,642	87,405
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-0.6	-2.5	4.1	1.7	2.0
PCR	-0.8	1.1	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDA	-20,193.7	8,490.6	22,099.8	27,914.4	27,269.1
EV/EBITDA	-6.6	17.0	6.5	4.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-46.9	-12.6	9.5	19.9	14.4
EBITDA이익률	-28.3	9.6	23.5	28.1	27.1
부채비율	459.1	543.3	496.0	403.7	348.0
금융비용부담률	4.0	5.0	4.7	4.4	4.2
이자보상배율(x)	-11.6	-1.0	1.8	3.1	3.0
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	8.4	8.7	8.6
재고자산회전율(x)	8.1	9.4	9.4	8.8	8.7

두산에너지빌리티 (034020) SMR, 기대가 앞서가지만 기대보다 크다

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	28,000원
현재주가 (10. 31)	20,050원
상승여력	39.7%

KOSPI	2,556.15pt
시가총액	128,433억원
발행주식수	64,056만주
유동주식비율	67.01%
외국인비중	22.86%
52주 최고/최저가	22,250원/13,420원
평균거래대금	1,059.3억원

주요주주(%)

두산 외 26 인	30.67
국민연금공단	6.85

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.9	19.3	49.4
상대주가	13.6	25.7	33.1

주가그래프



자회사가 아쉬웠던 3Q24 실적. 4Q24에는 마진 회복과 수주 확대를 기대

- 3Q24 영업이익은 1,148억원(-63.1% YoY)을 기록하며 컨센서스(2,915억원)하회. 밥캣 이익 하락과 자회사의 해외 프로젝트 원가 상승에 따른 일회성 비용 영향이며 연간 영업이익률 목표인 3.5% 달성은 가능. 4Q24에는 해외 복합 등 수주도 기대

SMR, 기대보다 크게 성장할 시장

- SMR 초기 프로젝트의 본격적인 착공이 2026년 경이기 때문에 2025년 투자, 수주 소식 활발할 전망. 특히 2025년 7월까지 Nuscale의 SDA(표준설계승인) 획득 여부에 주목. Nuscale의 빅테크향 수주 성공 시 동사의 직접적인 수혜 가능
- 동사는 Nuscale, X-Energy 외에도 연말~연초 두 곳의 추가적인 글로벌 SMR 고객사 확보할 전망. 대형 단조 및 용접 분야에서의 독보적 경쟁력을 감안했을 때 향후에도 추가 고객사 확보 가능성 높음. 파워 모듈 뿐만 아니라 스팀 터빈 확장도 기대
- 현재 SMR CAPA는 연 10기 수준이나, 신규 설비 투자가 계획대로 이뤄진다면 3배 이상으로 확장할 전망

12월~3월까지 풍부한 주가 상승 트리거. 선제적인 매수 전략 필요

- 주요 주가 상승 트리거로 12월 12일 주주총회, 연말 루마니아 SMR 수주, 추가 고객사 확보, 빅테크들의 SMR 투자를 제시. 2025년 3월 예정된 체코 본계약과 그 이전 지속될 Westinghouse과의 협의, UAE 원전 수주(1H25) 기대감에도 주목
- 투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 28,000원으로 +8% 상향

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
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	55.6	87	흑전	11,111	183.0	1.4	8.4	0.8	127.3
2024E	15,544.8	1,006.7	335.5	524	20.7	11,935	40.9	1.8	14.4	4.5	118.2
2025E	16,378.2	1,224.5	490.7	766	24.7	12,701	27.9	1.7	12.4	6.2	111.9
2026E	17,908.1	1,525.9	691.5	1,080	31.7	13,780	19.8	1.6	10.1	8.2	103.2

두산에너지빌리티 적정주가 상향

2025년 전망 시리즈 6

유틸리티/건설

- 두산에너지빌리티의 적정주가를 28,000만원으로 +8% 상향. 실적 추정치 소폭 상향과 기간 할인 폭 조정 등을 반영한 수치
- 2027년을 기준년도로 삼은 이유는 2023년 이후 턴어라운드 하기 시작한 원전 수주가 본격적으로 매출화되는 시기이기 때문
- 현재 주요 주가 트리거인 SMR이 본격적으로 매출액에 기여하기 시작하는 시점은 2030년도 이후. 장기적 성장성을 반영해줄 수 있는 구체적인 수주가 나온다면 멀티플 추가 상향 가능할 전망

두산에너지빌리티 적정주가 계산

(십억원)

에너지빌리티 부문 (A)	EBITDA	멀티플 (배)	자산 가치	비고
	1,028.8	17.6	18,107.8	2027년 EBITDA에 원전 확장 시기인 '09~'10년 평균 멀티플(아웃라이어 제외) 20.7배에 15% 기간 할인 적용
자회사 지분 (B)	시가총액	지분율 (%)	자산 가치	비고
두산밥캣	3,854.6	46.1	1,777.4	시가총액 × 지분율
두산퓨얼셀	1,135.0	30.3	172.0	당사 추정 적정가치 × 지분율 × 50%
두산건설, 큐백스			489.7	장부가에 할인을 40% 추가 적용
자회사 가치 합산			2,439.0	
기업 가치 (A+B)			20,546.8	
순차입금 (C)			2,619.5	에너지빌리티 부문 4Q24 말 예상 순차입금
적정 시가총액 (A+B-C)			17,927.3	
적정주가 (원)			28,000	
현재주가 (원)			20,050	
상승여력 (%)			39.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산에너지빌리티 실적 전망

2025년 전망 시리즈 6

유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정													
환율(원/달러)	1,275.5	1,317.8	1,312.9	1,320.1	1,329.2	1,370.4	1,376.0	1,350.0	1,289.1	1,306.6	1,356.4	1,345.0	1,340.0
에너지빌리티 수주	4,304.9	859.1	710.1	3,011.9	633.6	1,263.5	1,283.1	3,200.0	7,584.2	8,886.0	6,380.2	9,167.0	14,161.3
실적 전망													
매출	4,041.0	4,539.4	4,155.0	4,854.5	4,097.9	4,150.5	3,395.6	3,900.9	15,421.1	17,589.9	15,544.8	16,378.2	17,908.1
에너지빌리티	1,662.9	1,806.2	1,769.6	2,413.2	1,700.1	1,814.4	1,611.5	1,862.2	6,558.0	7,651.9	6,988.2	6,985.5	8,138.6
두산밥캣	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	2,394.6	2,236.6	1,777.7	1,880.3	8,621.9	9,758.9	8,386.3	8,670.7	8,931.2
두산퓨얼셀	49.9	49.2	45.6	116.2	31.7	86.5	32.0	166.4	312.2	260.9	316.6	766.6	882.7
기타 및 조정	-76.9	11.9	-26.3	9.5	-28.5	13.0	-25.7	-7.9	-71.0	-81.8	-49.1	-44.5	-44.5
매출 성장률(% YoY)	31.6	20.5	4.9	5.0	1.4	-8.6	-18.3	-19.6	40.3	14.1	-11.6	5.4	9.3
영업이익	364.6	494.7	311.4	296.7	358.1	309.8	114.8	224.1	1,106.1	1,467.3	1,006.7	1,224.5	1,525.9
에너지빌리티	85.3	33.4	56.7	49.7	74.1	72.1	34.4	69.8	167.3	225.1	250.4	345.5	575.5
두산밥캣	369.7	466.6	297.6	256.1	326.0	239.5	125.7	148.3	1,071.6	1,389.9	853.8	898.3	947.2
두산퓨얼셀	3.2	0.5	0.7	-2.7	1.7	2.2	-3.0	12.5	7.2	1.7	13.3	79.1	103.6
기타 및 조정	-93.6	-5.8	-43.6	-6.4	-43.6	-4.0	-42.3	-6.5	-140.0	-149.3	-110.8	-98.4	-100.4
영업이익률(%)	9.0	10.9	7.5	6.1	8.7	7.5	3.4	5.7	7.2	8.3	6.5	7.5	8.5
영업이익 증가율(% YoY)	89.7	50.9	-1.0	9.2	-1.8	-37.4	-63.1	-24.5	27.2	32.7	-31.4	21.6	24.6
금융손익	-58.0	-54.1	-76.4	-79.4	-14.7	-41.6	-65.9	-1.3	-477.6	-268.0	-123.6	-170.2	-146.2
기타손익	-40.3	-40.8	-14.2	-327.0	18.9	27.6	10.6	12.7	-584.5	-422.2	69.8	38.3	38.9
종속, 지배, 관계기업 손익	21.3	15.3	-23.8	-51.5	6.5	20.9	-1.2	-1.6	-230.5	-38.7	24.7	-18.5	-4.5
중단손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-130.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	287.6	415.1	197.0	-161.2	368.8	316.7	38.6	234.0	-186.5	738.5	958.1	1,074.6	1,414.8
법인세비용	116.9	152.3	76.6	-124.9	107.8	95.9	65.0	64.4	147.0	221.0	333.1	295.5	389.1
법인세율(%)	40.6	36.7	38.9	77.5	29.2	30.3	168.6	27.5	-78.8	29.9	34.8	27.5	27.5
당기순이익	170.7	262.8	120.4	-36.3	261.1	220.8	-26.5	169.7	-453.1	517.5	625.0	779.1	1,025.7
순이익률(%)	4.2	5.8	2.9	-0.7	6.4	5.3	-0.8	4.3	-2.9	2.9	4.0	4.8	5.7
지배순이익	69.5	107.4	21.7	-143.1	144.2	136.2	-55.0	110.3	-772.5	55.6	335.6	490.7	691.5

자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

두산에너지(034020)

2025년 전망 시리즈 6

유틸리티/건설

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	15,421.1	17,589.9	15,544.8	16,378.2	17,908.1
매출액증가율(%)	40.3	14.1	-11.6	5.4	9.3
매출원가	12,865.2	14,572.9	13,038.5	13,643.8	14,692.2
매출총이익	2,555.9	3,017.0	2,506.4	2,734.4	3,215.9
판매비와관리비	1,449.8	1,549.7	1,499.7	1,509.9	1,689.9
영업이익	1,106.1	1,467.3	1,006.7	1,224.5	1,525.9
영업이익률(%)	7.2	8.3	6.5	7.5	8.5
금융손익	-477.6	-268.0	-123.4	-169.7	-145.6
중속/관계기업관련손익	-230.5	-38.7	24.7	-18.5	-4.5
기타영업외손익	-584.5	-422.2	50.2	38.3	38.9
세전계속사업이익	-186.5	738.5	958.2	1,074.6	1,414.8
법인세비용	147.0	221.0	333.2	295.5	389.1
당기순이익	-453.2	517.5	625.0	779.1	1,025.7
지배주주지분 순이익	-772.5	55.6	335.5	490.7	691.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,098.9	9,641.6	10,006.5	10,791.1	11,625.5
현금및현금성자산	1,395.8	2,620.2	2,443.1	2,605.4	2,682.6
매출채권	1,619.6	1,333.4	1,357.5	1,467.1	1,598.6
재고자산	2,459.0	2,539.0	2,978.8	3,219.2	3,508.0
비유동자산	14,950.9	14,999.3	15,745.9	15,871.7	16,024.0
유형자산	5,022.2	5,225.2	5,415.2	5,502.4	5,595.6
무형자산	7,772.7	7,893.0	8,241.2	8,187.4	8,134.6
투자자산	1,142.7	1,014.6	997.6	1,089.9	1,201.9
자산총계	23,049.8	24,640.8	25,752.4	26,662.8	27,649.5
유동부채	8,059.5	9,596.8	9,181.2	9,567.7	9,953.8
매입채무	2,518.7	2,434.1	2,228.8	2,408.6	2,624.6
단기차입금	1,433.6	1,186.6	1,532.2	1,379.0	1,117.0
유동성장기부채	771.0	1,576.4	961.7	961.7	961.7
비유동부채	4,910.0	4,202.6	4,770.3	4,515.1	4,090.0
사채	356.4	493.9	634.5	572.7	544.0
장기차입금	2,350.9	1,457.8	1,850.5	1,507.2	930.7
부채총계	12,969.5	13,799.3	13,951.5	14,082.8	14,043.9
자본금	3,256.1	3,267.3	3,267.3	3,267.3	3,267.3
자본잉여금	2,870.1	1,712.8	1,563.8	1,563.8	1,563.8
기타포괄이익누계액	882.7	906.7	1,089.3	1,089.3	1,089.3
이익잉여금	58.8	1,184.5	1,678.2	2,168.9	2,860.4
비지배주주지분	2,967.0	3,724.1	4,156.0	4,444.3	4,778.5
자본총계	10,080.3	10,841.5	11,800.9	12,580.0	13,605.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	625.1	2,070.6	193.0	1,280.1	1,558.5
당기순이익(손실)	-453.2	517.5	625.0	779.1	1,025.7
유형자산감가상각비	314.8	322.5	344.7	368.6	385.4
무형자산상각비	156.6	144.1	96.7	53.8	52.8
운전자본의 증감	-746.7	644.6	-861.5	78.7	94.5
투자활동 현금흐름	-71.1	-816.6	-502.1	-579.4	-638.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-348.7	-395.6	-434.0	-455.8	-478.5
투자자산의 감소(증가)	-5.8	61.6	93.4	-92.3	-112.0
재무활동 현금흐름	-1,132.5	-52.9	10.1	-538.4	-843.3
차입금증감	-2,336.9	-179.5	310.3	-538.4	-843.3
자본의증가	1,585.4	-1,146.0	-149.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-512.8	1,224.4	-177.1	162.3	77.1
기초현금	1,908.6	1,395.8	2,620.2	2,443.1	2,605.4
기말현금	1,395.8	2,620.2	2,443.1	2,605.4	2,682.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	24,889	27,483	24,268	25,569	27,957
EPS(지배주주)	-1,247	87	524	766	1,080
CFPS	3,113	3,226	2,540	2,633	3,120
EBITDAPS	2,546	3,022	2,261	2,571	3,066
BPS	11,144	11,111	11,935	12,701	13,780
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-12.4	183.0	38.3	26.2	18.6
PCR	4.9	4.9	7.9	7.6	6.4
PSR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR	1.4	1.4	1.7	1.6	1.5
EBITDA	1,577.5	1,934.0	1,448.2	1,646.8	1,964.1
EV/EBITDA	10.5	8.4	13.8	11.9	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.7	0.8	4.5	6.2	8.2
EBITDA이익률	10.2	11.0	9.3	10.1	11.0
부채비율	128.7	127.3	118.2	111.9	103.2
금융비용부담률	1.7	1.8	2.1	1.8	1.5
이자보상배율(x)	4.3	4.6	3.1	4.1	5.8
매출채권회전율(x)	12.1	11.9	11.6	11.6	11.7
재고자산회전율(x)	7.3	7.0	5.6	5.3	5.3

포스코인터내셔널 (047050) 이벤트가 아닌 펀더로 접근해야 할 종목

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	73,000원
현재주가 (10. 31)	52,300원
상승여력	39.6%

KOSPI	2,556.15pt
시가총액	92,008억원
발행주식수	17,592만주
유동주식비율	26.08%
외국인비중	6.88%
52주 최고/최저가	68,400원/42,000원
평균거래대금	422.6억원

주요주주(%)

포스코홀딩스 외 3 인	70.77
국민연금공단	5.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	13.0	4.4
상대주가	-7.1	19.0	-7.0

주가그래프



3Q24 실적, 이익에 대한 믿음을 또 한번 주다

- 3Q24 연결 영업이익은 3,572억원 (+14.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(3,200억원) 상회. 발전 부문의 이용률 상승과 터미널 사업의 정산 이익이 주요 원인. 사업 전반적으로 4Q24 이익은 감소할 전망이나 연간 이익은 연초 기대를 상회하는 모습

대왕고래는 플러스 알파, 2026년까지의 실적 성장과 이에 따른 주주환원 기대감에 주목

- 2025년 상반기 중 동해 심해가스전에 대한 투자 의사 결정 예정. 멀티플 측면에서 큰 Upside Risk
- SENEX의 판매량 확대에 힘입어 이익 성장의 기울기는 2026년 가팔라질 전망. 2025년은 유가 하락 영향(미안마 판가 하락, 가스 발전 SMP 하락)으로 상반기 이익 성장 정체될 전망이나 하반기 이후 가스 발전 부문의 스프레드 및 이용률 개선 전망
- 현재 목표 배당성향은 연결순이익 기준 25%. 현금흐름 개선을 기반으로 연말 배당성향 확대 전망. 자사주 3.1% 활용 여부도 주목. 2021~2024년 공격적 투자를 진행했다면, 2025년 이후는 뿌린 씨앗을 거두는 시기

글로벌 가스 밸류체인들의 멀티플 상승 중. 동사의 이익 체력을 감안하면 현 밸류에이션은 편안한 수준

- 이벤트 플레이가 아닌 Buy&Hold 전략이 적합. 선행 PER 12.0배는 2020년 이후 평균 8.3배에 비해 높지만, 1)글로벌 Peer 평균이 14.0배인 점과 상대적으로 강한 이익 성장, 2)포스코에너지 합병 이후 높아진 이익 안정성을 감안하면 상승 여력 풍부
- 투자의견 Buy, 적정주가 73,000원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	37,989.6	902.5	589.8	4,780	69.7	32,283	4.7	0.7	5.0	15.8	184.6
2023	33,132.8	1,163.1	673.9	3,834	-21.1	34,693	16.3	1.8	9.6	13.4	150.8
2024E	32,575.6	1,214.5	728.2	4,139	9.1	38,336	12.8	1.4	8.3	11.3	140.8
2025E	34,542.9	1,300.3	782.2	4,447	9.5	41,726	11.9	1.3	7.8	11.1	132.6
2026E	37,206.6	1,566.5	933.6	5,307	25.1	45,876	10.0	1.2	6.6	12.1	124.0

포스코인터내셔널 실적 전망

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	80.2	77.6	86.7	83.0	83.0	86.6	79.7	75.0	81.9	81.1	77.0	78.0
SMP(원/kWh)	236.8	151.9	147.3	129.7	130.7	126.1	140.1	140.5	166.4	134.4	128.1	135.5
실적 요약												
매출액	8,306.6	8,870.9	8,045.9	7,909.4	7,760.5	8,282.3	8,355.8	8,177.0	33,132.8	32,575.6	34,542.9	37,206.6
가스 E&P	238.8	266.3	272.8	304.1	220.8	281.3	249.2	268.0	1,082.0	1,019.3	1,360.8	1,698.3
가스 터미널/공급	121.8	142.5	101.2	251.8	183.1	251.0	162.9	267.1	617.3	864.1	1,162.7	1,472.7
가스 발전	919.7	544.6	575.3	557.3	594.1	574.0	692.7	575.5	2,596.9	2,436.3	2,596.3	2,765.7
철강/친환경	4,938.6	6,004.9	5,174.1	4,984.8	4,922.1	4,835.3	5,205.1	5,034.6	21,102.4	19,997.1	20,397.1	20,805.0
식량/바이오	1,002.2	828.7	778.3	918.5	896.7	1,114.9	903.8	936.9	3,527.7	3,852.3	3,929.3	4,007.9
무역 사업	2,723.4	3,224.1	2,955.9	2,827.3	3,153.9	3,500.9	3,235.9	3,053.5	11,730.7	12,944.2	13,203.1	13,467.1
투자 법인	656.9	650.6	636.2	600.4	607.9	604.1	546.2	636.9	2,544.1	2,395.1	3,116.2	4,436.9
기타 및 연결 조정	-2,294.8	-2,790.8	-2,447.9	-2,534.8	-2,818.1	-2,879.2	-2,640.0	-2,595.5	-10,068.3	-10,932.8	-11,222.6	-11,447.1
매출 성장률(% YoY)	-16.2	-19.9	-11.0	-0.7	-6.6	-6.6	3.9	3.4	-12.8	-1.7	6.0	7.7
매출원가	7,856.5	8,338.9	7,571.6	7,526.2	7,301.6	7,760.3	7,826.4	7,737.6	31,293.3	30,625.9	32,501.5	34,865.1
판매비	170.5	174.8	162.5	168.6	193.5	172.2	172.2	197.2	676.4	735.2	741.1	775.0
영업이익	279.6	357.2	311.7	214.6	265.4	349.7	357.2	242.2	1,163.1	1,214.5	1,300.3	1,566.5
가스 E&P	84.3	123.7	121.8	72.9	66.5	141.7	107.6	93.7	402.7	409.5	478.3	631.5
가스 터미널/공급	8.5	11.4	4.0	19.9	11.8	10.5	23.2	17.0	43.8	62.5	75.6	97.1
가스 발전	53.8	45.7	52.0	36.6	60.0	47.0	63.5	37.4	188.1	207.9	247.3	276.6
철강/친환경	80.1	122.3	91.5	63.2	78.9	76.1	76.9	54.2	357.1	286.1	283.0	288.7
식량/바이오	6.0	4.6	3.1	0.1	1.5	3.7	8.7	1.9	13.8	15.8	7.9	8.0
무역 사업	31.2	36.6	41.8	21.6	32.8	37.7	68.0	24.4	131.2	162.9	132.0	134.7
투자 법인	30.2	-5.6	-12.9	-4.3	12.4	19.5	4.8	5.1	7.4	41.8	58.4	113.4
기타 및 연결 조정	-14.5	18.5	10.4	4.6	1.5	13.5	4.5	8.4	19.0	27.9	17.7	16.6
영업이익률(%)	3.4	4.0	3.9	2.7	3.4	4.2	4.3	3.0	3.5	3.7	3.8	4.2
영업이익 성장률(% YoY)	29.4	11.4	58.2	27.1	-5.1	-2.1	14.6	12.9	28.9	4.4	7.1	20.5
금융손익	-74.3	-63.2	-64.1	-88.2	-40.4	-83.6	-65.2	-69.5	-289.8	-258.6	-230.9	-216.5
기타손익	3.4	-6.2	-6.8	-40.4	-2.2	-26.9	-1.2	-12.8	-50.0	-43.1	-48.9	-52.8
종속, 지배, 관계기업 손익	26.8	25.2	20.3	19.0	22.6	27.9	23.1	23.9	91.3	97.5	101.8	106.5
세전이익	235.4	313.1	261.1	105.0	245.5	267.1	313.9	183.8	914.6	1,010.3	1,122.3	1,403.6
법인세비용	44.1	92.5	65.9	31.6	62.7	77.5	76.4	50.6	234.2	267.1	308.6	386.0
법인세율(%)	18.7	29.6	25.3	30.1	25.5	29.0	24.3	27.5	25.6	26.4	27.5	27.5
당기순이익	191.3	220.5	195.2	73.4	182.8	189.6	237.5	133.3	680.4	743.2	813.6	1,017.6
당기순이익률(%)	2.3	2.5	2.4	0.9	2.4	2.3	2.8	1.6	2.1	2.3	2.4	2.7
당기순이익 성장률(% YoY)	17.3	-6.5	73.1	-21.1	-4.4	-14.0	21.7	81.6	12.5	9.2	9.5	25.1
지배순이익	180.7	223.7	200.6	68.8	176.3	190.5	238.9	129.6	673.9	735.3	782.2	933.6

주: SENEX는 가스 E&P에 포함. 모빌리티솔루션과 인니팜은 투자 법인에 포함
자료: 포스코인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

포스코인터내셔널(047050)

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	37,989.6	33,132.8	32,575.6	34,542.9	37,206.6
매출액증가율(%)	11.9	-12.8	-1.7	6.0	7.7
매출원가	36,422.0	31,293.3	30,625.9	32,501.5	34,865.1
매출총이익	1,567.6	1,839.5	1,949.7	2,041.3	2,341.5
판매비와관리비	665.1	676.4	735.2	741.1	775.0
영업이익	902.5	1,163.1	1,214.5	1,300.3	1,566.5
영업이익률(%)	2.4	3.5	3.7	3.8	4.2
금융손익	-166.7	-289.8	-258.6	-231.0	-216.5
중속/관계기업관련손익	74.9	91.3	97.5	101.8	106.5
기타영업외손익	-68.6	-50.0	-43.1	-48.9	-52.8
세전계속사업이익	742.2	914.6	1,010.4	1,122.3	1,403.6
법인세비용	137.2	234.2	267.1	308.6	386.0
당기순이익	604.9	680.4	743.3	813.6	1,017.6
지배주주지분 순이익	589.8	673.9	735.3	782.2	933.6
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,319.5	8,077.3	8,844.9	9,655.2	10,707.5
현금및현금성자산	1,297.7	1,136.9	1,540.4	1,946.8	2,428.3
매출채권	3,480.0	4,112.8	4,321.1	4,564.3	4,907.9
재고자산	1,758.2	1,958.8	2,026.2	2,140.2	2,301.3
비유동자산	5,196.9	8,540.5	8,886.9	8,932.4	9,016.4
유형자산	1,560.8	3,704.9	4,021.8	4,219.5	4,413.1
무형자산	2,236.3	2,331.9	2,340.3	2,130.3	1,939.2
투자자산	486.3	1,055.4	1,086.2	1,143.9	1,225.4
자산총계	12,516.3	16,617.8	17,731.8	18,587.6	19,724.0
유동부채	5,487.4	6,275.5	7,053.7	7,265.3	7,564.3
매입채무	2,070.9	2,423.1	2,505.1	2,646.1	2,845.3
단기차입금	1,875.4	1,584.8	1,766.3	1,766.3	1,766.3
유동성장기부채	589.1	1,196.8	1,527.3	1,527.3	1,527.3
비유동부채	2,630.8	3,717.5	3,313.8	3,330.3	3,353.5
사채	1,363.6	1,864.1	1,350.7	1,350.7	1,350.7
장기차입금	792.6	1,214.9	1,309.4	1,309.4	1,309.4
부채총계	8,118.2	9,993.0	10,367.5	10,595.6	10,917.8
자본금	616.9	879.6	879.6	879.6	879.6
자본잉여금	540.5	1,826.2	1,836.0	1,836.0	1,836.0
기타포괄이익누계액	17.0	85.7	175.5	175.5	175.5
이익잉여금	2,808.1	3,336.7	3,900.6	4,496.9	5,227.1
비지배주주지분	415.3	521.5	613.0	644.4	728.4
자본총계	4,398.1	6,624.8	7,364.3	7,992.0	8,806.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,233.3	1,076.4	1,196.3	1,156.5	1,286.8
당기순이익(손실)	604.9	680.4	743.3	813.6	1,017.6
유형자산감가상각비	149.3	278.2	285.1	299.8	313.9
무형자산상각비	251.3	259.9	230.4	210.0	191.1
운전자본의 증감	265.9	-286.4	-203.0	-166.9	-235.8
투자활동 현금흐름	-1,465.7	-27.1	-638.3	-566.9	-605.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-262.8	-462.4	-552.8	-497.5	-507.5
투자자산의 감소(증가)	-60.7	-569.1	-30.8	-57.7	-81.5
재무활동 현금흐름	978.8	-1,225.4	-181.5	-183.3	-199.8
차입금증감	967.3	1,339.3	100.6	2.6	3.7
자본의증가	-17.7	1,548.4	9.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	776.6	-160.8	403.6	406.3	481.6
기초현금	521.2	1,297.7	1,136.9	1,540.4	1,946.8
기말현금	1,297.7	1,136.9	1,540.4	1,946.8	2,428.3
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	307,919	188,492	185,170	196,353	211,494
EPS(지배주주)	4,780	3,834	4,180	4,447	5,307
CFPS	10,421	10,066	10,280	10,594	12,084
EBITDAPS	10,562	9,678	9,834	10,289	11,775
BPS	32,283	34,693	38,376	41,766	45,917
DPS	1,000	1,000	1,090	1,194	1,493
배당수익률(%)	4.4	1.6	2.1	2.3	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	4.7	16.3	12.5	11.8	9.9
PCR	2.2	6.2	5.1	4.9	4.3
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.7	1.8	1.4	1.3	1.1
EBITDA	1,303.1	1,701.2	1,730.0	1,810.0	2,071.5
EV/EBITDA	5.0	9.6	8.3	7.7	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.8	13.4	11.4	11.1	12.1
EBITDA이익률	3.4	5.1	5.3	5.2	5.6
부채비율	184.6	150.8	140.8	132.6	124.0
금융비용부담률	0.4	0.9	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	6.2	4.1	4.2	4.4	5.2
매출채권회전율(x)	10.1	8.7	7.7	7.8	7.9
재고자산회전율(x)	20.7	17.8	16.3	16.6	16.8

GS건설 (006360) 현금흐름 개선과 긍정적 플러스 알파를 확인

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (10. 31)	17,770원
상승여력	29.4%

KOSPI	2,556.15pt
시가총액	15,208억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	22.26%
52주 최고/최저가	21,550원/13,160원
평균거래대금	137.1억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	9.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	7.8	35.0
상대주가	-1.7	13.6	20.3

주가그래프



영업 외로 인식됐지만 시행 이익에서 긍정적인 플러스 알파를 확인

- 3Q24 연결 영업이익은 818억원 (+36.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(845억원) 부합. 주택원가율 상반기 대비 소폭 상승했으나, 플랜트, 인프라 등 비주택 부문 매출 성장, 판관비 하락이 긍정적
- 영업외에서 동탄 임대주택의 일부 지분 유통화를 하는 등 주택 매각 이익 약 1,277억원 인식. 시행 이익은 향후에도 플러스 알파

현금흐름 개선과 미분양 물량 감소, 불안했던 마음을 달래기에 충분

- 1H24까지 악화 일로였던 현금흐름이 3Q24 상승 반전. 순차입금이 약 6,600억원 QoQ 감소. 주택매각이익 외에도 영업현금흐름이 개선. 준공 물량이 집중되는 2025년 현금흐름 개선이 더욱 본격화
- 대구, 송도, 충청권 등에서의 미분양 물량이 감소하고 있는 것으로 파악
- 언론에 따르면 GS이니마 매각 계약은 2025년 초 체결이 가능(2조원 기업가치)하며 이후 건전한 재무구조로 전환

건설 업종 반등 기간 동안 Outperform 예상

- 현금흐름 개선 등을 근거로 미분양 비용 반영 우려가 상대적으로 낮은 반면 주택 시장 반등 시 탄력적인 수혜가 가능
- 미착공 PF 지급보증액은 1.9조원으로 아직 높지만 PF 시장이 점차 활기를 되찾으면서 큰 문제가 되지 않는 상황
- 투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가는 23,000원으로 약 +28% 상향. 건설업종 내 Top-pick으로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	2.5	56,457	5.3	0.4	5.6	7.2	216.4
2023	13,436.7	-388.0	-481.9	-5,631	적전	50,414	-2.7	0.3	-22.4	-10.5	262.5
2024E	12,787.6	301.5	275.2	3,215	흑전	51,555	5.5	0.3	10.5	6.3	242.2
2025E	12,949.7	541.2	312.3	3,649	19.4	53,915	4.9	0.3	6.2	6.9	229.2
2026E	13,538.5	714.2	502.8	5,876	52.3	58,501	3.0	0.3	4.7	10.5	212.2

GS건설 적정주가 상향

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

- 투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 23,000원으로 +28% 상향
- 현금흐름 개선에 따른 이자 비용 감소와 시행 이익 등으로 인한 영업외 이익 개선을 반영
- COE 하락과 주택부문 이익 전망치 상향 등을 반영
- 현금흐름 개선과 미분양 물량 감소 추세를 근거로 판단해봤을 때, 미분양 현장에 대한 대손상각비 리스크가 낮은 종목으로 판단

GS건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,555.4	2025년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치 에 PF 지급보증액의 약 절반을 차감(우발채무 발생 가능성 감안)
적정 배수(배)	0.56	적정 PBR 0.93배(2025년 예상 ROE 6.9%, COE 7.5%, 영구성장률 0%)에 역사적인 평균 할인율 40% 적용(2018년 이후 평균)
적정 시가총액(십억원)	1,979.0	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정 주가(원)	23,000	
현재 주가(원)	17,770	
상승 여력(%)	29.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

GS건설 실적 전망

2025년 전망 시리즈 6
유틸리티/건설

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표												
수주	3,301.7	5,044.8	4,614.3	3,579.7	2,222.0	5,568.6	5,077.0	3,314.7	16,075.0	10,184.0	16,540.5	16,182.3
수주 잔고	54,570.0	57,701.9	59,250.6	59,548.2	58,744.7	61,055.6	62,955.0	62,891.7	56,400.0	54,199.0	59,548.2	62,891.7
실적 추정												
매출	3,070.9	3,297.2	3,109.2	3,310.3	3,057.9	3,283.5	3,202.0	3,406.2	12,299.2	13,436.7	12,787.6	12,949.7
매출 성장률(% YoY)	-12.6	-5.7	0.1	-0.3	-0.4	-0.4	3.0	2.9	36.1	9.2	-4.8	1.3
인프라	263.0	259.1	312.9	205.0	235.0	230.6	291.2	191.5	1,061.0	1,105.0	1,040.0	948.3
플랜트	101.5	129.5	175.4	215.6	224.0	232.0	269.6	275.7	771.0	573.0	622.0	1,001.3
신사업	287.4	350.3	361.0	461.3	454.5	475.7	535.0	552.3	1,025.0	1,414.0	1,460.0	2,017.5
건축주택	2,386.6	2,532.7	2,236.8	2,400.2	2,112.2	2,319.4	2,081.7	2,358.5	9,335.0	10,237.0	9,556.3	8,871.7
기타	32.4	25.6	23.1	28.2	32.3	25.8	24.5	28.2	107.1	108.0	109.3	110.8
매출원가	2,795	3,023	2,853	3,057	2,794	2,954	2,882	3,067	11,013	13,174	11,728	11,697
매출원가율(%)	91.0	91.7	91.7	92.3	91.4	90.0	90.0	90.1	89.5	98.0	91.7	90.3
인프라(%)	97.6	112.6	89.5	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	92.7	97.8	98.4	95.0
플랜트(%)	87.5	145.5	91.3	99.0	93.0	93.0	93.0	97.0	115.8	105.5	102.9	94.1
신사업(%)	83.4	83.4	89.5	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0	86.0	82.8	85.4	85.0
건축주택(%)	91.2	89.0	92.7	93.0	92.0	90.0	90.0	90.0	87.3	100.3	91.4	90.5
매출총이익	275.4	274.3	256.6	253.4	263.9	329.7	320.2	338.8	1,286.6	262.2	1,059.7	1,252.6
판관비	204.9	180.9	174.8	197.7	198.9	173.8	171.5	167.2	731.8	650.1	758.3	711.4
영업이익	70.5	93.4	81.8	55.7	65.1	155.9	148.7	171.6	554.8	-387.9	301.5	541.2
영업이익률(%)	2.3	2.8	2.6	1.7	2.1	4.7	4.6	5.0	4.5	-2.9	2.4	4.2
영업이익 증가율(% YoY)	-55.6	흑전	36.0	흑전	-7.7	66.8	81.7	208.0	-14.2	적전	흑전	79.5
금융손익	-100.2	-97.9	-25.9	-54.9	-12.7	-32.3	-19.7	-27.3	-98.7	-206.5	-279.0	-92.0
기타손익	207.5	61.1	122.6	31.8	-8.2	23.5	8.5	24.7	190.5	37.0	423.0	48.5
종속, 지배, 관계기업 손익	0.9	-1.1	2.7	3.1	18.1	4.1	4.4	4.6	18.3	39.9	5.6	31.3
세전이익	178.8	55.5	181.2	35.7	62.3	151.2	141.8	173.6	664.9	-517.5	451.2	529.0
법인세비용	39.4	20.3	60.4	9.8	17.1	41.6	39.0	47.8	223.7	-98.0	129.9	145.5
법인세율(%)	22.0	36.6	33.3	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	33.6	18.9	28.8	27.5
당기순이익	139.4	35.2	120.8	25.9	45.1	109.6	102.8	125.9	441.2	-419.5	321.3	383.5
순이익률(%)	4.5	1.1	3.9	0.8	1.5	3.3	3.2	3.7	3.6	-3.1	2.5	3.0
순이익 증가율(% YoY)	-14.7	흑전	939.6	흑전	-67.6	211.4	-14.9	386.8	2.9	적전	흑전	19.4
지배순이익	134.9	26.9	101.8	11.6	29.9	91.2	84.7	106.6	339.3	-481.9	275.2	312.3

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,299.2	13,436.7	12,787.6	12,949.7	13,538.5
매출액증가율(%)	36.1	9.2	-4.8	1.3	4.5
매출원가	11,012.6	13,174.5	11,727.8	11,697.1	12,080.7
매출총이익	1,286.6	262.2	1,059.8	1,252.6	1,457.8
판매비와관리비	731.8	650.1	758.3	711.4	743.6
영업이익	554.8	-388.0	301.5	541.2	714.2
영업이익률(%)	4.5	-2.9	2.4	4.2	5.3
금융손익	-98.7	-206.5	-279.0	-92.0	-76.2
중속/관계기업관련손익	18.3	39.9	5.6	31.3	38.9
기타영업외손익	190.5	37.0	423.0	48.6	128.7
세전계속사업이익	664.9	-517.5	451.2	529.0	805.6
법인세비용	223.7	-98.0	129.9	145.5	221.5
당기순이익	441.2	-419.5	321.3	383.5	584.0
지배주주지분 순이익	339.3	-481.9	275.2	312.3	502.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,411.6	9,482.0	9,204.4	9,247.1	9,606.4
현금및현금성자산	2,023.7	2,244.9	1,846.1	2,218.5	2,296.1
매출채권	81.6	73.4	73.2	75.3	78.3
재고자산	1,499.9	1,338.7	1,334.2	1,372.8	1,427.8
비유동자산	7,535.0	8,225.3	8,394.3	8,583.6	8,780.5
유형자산	1,819.8	2,256.2	2,513.0	2,648.8	2,764.7
무형자산	888.3	961.0	970.1	958.9	947.9
투자자산	2,189.0	2,503.0	2,456.3	2,521.0	2,613.0
자산총계	16,946.6	17,707.3	17,598.8	17,830.8	18,386.9
유동부채	8,205.5	8,796.2	8,521.2	8,599.3	8,785.5
매입채무	1,682.4	1,606.3	1,600.9	1,647.3	1,713.3
단기차입금	879.1	1,286.2	1,100.6	1,045.6	1,045.6
유동성장기부채	1,272.5	1,051.5	1,418.4	1,418.4	1,418.4
비유동부채	3,384.9	4,025.9	3,934.1	3,814.8	3,711.1
사채	386.1	443.1	308.1	292.7	278.1
장기차입금	1,847.9	2,467.3	2,479.9	2,355.9	2,238.1
부채총계	11,590.4	12,822.1	12,455.3	12,414.1	12,496.6
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	942.7	942.0	904.7	904.7	904.7
기타포괄이익누계액	-162.0	-65.0	-143.7	-143.7	-143.7
이익잉여금	3,659.8	3,046.4	3,321.5	3,523.5	3,915.9
비지배주주지분	524.6	570.7	731.4	802.5	883.7
자본총계	5,356.2	4,885.2	5,143.5	5,416.6	5,890.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-7.3	469.8	13.8	1,118.4	807.1
당기순이익(손실)	441.2	-419.5	321.3	383.5	584.0
유형자산감가상각비	158.6	167.3	180.9	214.5	241.5
무형자산상각비	55.7	26.1	19.4	11.2	10.9
운전자본의 증감	-783.3	27.5	-380.6	509.2	-29.4
투자활동 현금흐름	-1,311.2	-763.1	-348.2	-444.5	-491.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-295.5	-476.2	-343.5	-350.3	-357.4
투자자산의 감소(증가)	-299.8	-313.9	46.6	-64.7	-92.0
재무활동 현금흐름	624.7	496.5	-88.0	-301.6	-238.2
차입금증감	976.1	818.7	91.4	-191.2	-127.8
자본의증가	-8.6	-0.7	-37.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-694.7	221.2	-398.8	372.4	77.6
기초현금	2,718.4	2,023.7	2,244.9	1,846.1	2,218.5
기말현금	2,023.7	2,244.9	1,846.1	2,218.5	2,296.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	143,713	157,005	149,420	151,314	158,195
EPS(지배주주)	3,964	-5,631	3,215	3,649	5,876
CFPS	12,729	7,983	8,506	10,314	13,253
EBITDAPS	8,987	-2,273	5,862	8,961	11,295
BPS	56,457	50,414	51,555	53,915	58,501
DPS	1,300	0	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	6.1	0.0	7.3	7.3	7.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.3	-2.7	5.5	4.9	3.0
PCR	1.7	1.9	2.1	1.7	1.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	769.1	-194.5	501.7	766.9	966.6
EV/EBITDA	5.6	-22.4	10.5	6.2	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	-10.5	6.3	6.9	10.5
EBITDA이익률	6.3	-1.4	3.9	5.9	7.1
부채비용	216.4	262.5	242.2	229.2	212.2
금융비용부담률	1.2	2.3	2.5	1.8	1.5
이자보상배율(x)	3.7	-1.3	1.0	2.3	3.5
매출채권회전율(x)	197.6	173.3	174.5	174.4	176.3
재고자산회전율(x)	8.3	9.5	9.6	9.6	9.7

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 포스코인터내셔널의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 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	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

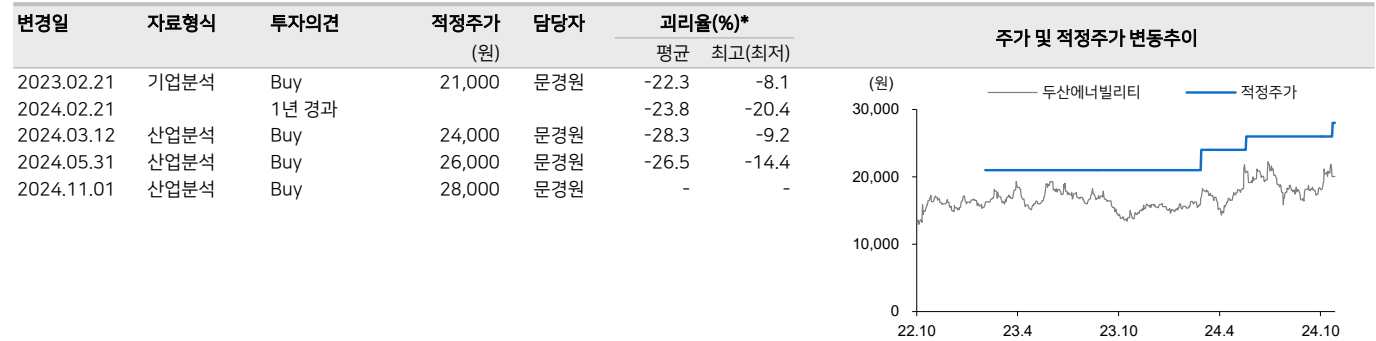
한국전력(015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.12	기업브리프	Buy	28,000	문경원	-32.5	-19.8	
2023.10.12		1년 경과			-32.9	-15.9	
2024.02.25	기업브리프	Buy	31,000	문경원	-28.0	-19.8	
2024.05.12	기업브리프	Buy	27,000	문경원	-24.7	-14.4	
2024.11.01	산업분석	Buy	30,000	문경원	-	-	

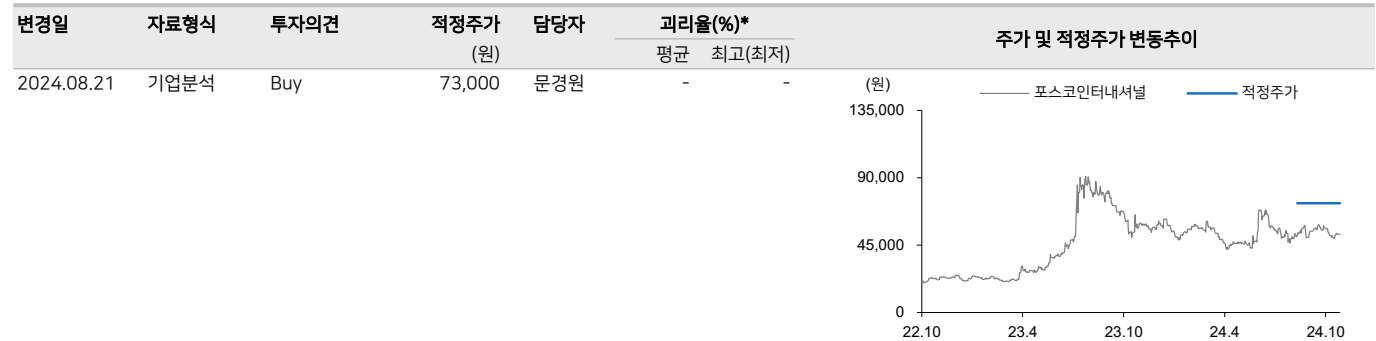
두산에너지(034020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



포스코인터내셔널(047050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



GS건설(006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

