

Utility & Green Energy

2025 실적 전망

Research Center

허민호 수석 연구위원

 02-769-2692

 minho.hur@daishin.com

한국전력 : 투자의견 '매수', 목표주가 81,000원

- 4Q25 연결기준 매출액 24.68조원(+2%, 이하 YoY), 영업이익 2.91조원(+21%) 전망. 환율 상승에도 불구하고 LNG 및 석탄가격, SMP(2025.10.1~11.13 평균 101 원/kWh, -12%) 하락 등으로 실적 개선세가 지속될 전망
- 2026년 영업이익은 18.18조원(+26%, YoY)으로 실적 개선 지속 기대. 이는 전기요금 미인상, 환율 상승(2026년 1,450원/달러, +25원/달러로 가정) 등에도 불구하고, 2025년 하반기 유가 하락에 따른 2026년 LNG 수입가격(유가에 5~6개월 후행) 하락, 4Q26 동해안 HVDC 1차 프로젝트 준공에 따른 계통제약 4GW 해소(동해안 원전 및 석탄발전소 가동률 상승 가능) 등이 예상되기 때문
- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 70,000원(2026F BPS 90,318원 기준 PBR 0.77배). 국내 전력사업 가치 32.7조원(2026F 평균 자본총계 57.9조원 x PBR 0.56배), 해외 원전 EPC 사업 가치 12.1조원을 합한 적정가치 44.7조원에 해당
- 1) 올해 전기요금 인상을 기대하기 쉽지 않지만, 중장기 우호적인 요금 정책 기대, 실적 개선으로 자본 증대 지속 예상. 여전히 높은 부채비율 속에서도 점진적 배당성향 상승 등을 감안해 국내 전력사업의 적정 PBR으로 2014~16년 최고 PBR 최대치 평균 0.56배
- 2) 25년 별도기준 순이익은 6.86조원, 배당성향 20%(24년 16.4%) 가정 시, DPS는 2,140원, 현재주가 기준 배당수익률은 4.3% 예상
- 3) 미국 원전건설 시장 진출이 기대되고 있는 상황이며, 진출 성공 시 해외 원전 EPC 사업가치 재평가 가능. Westinghouse의 미국 내 AP1000 건설에 한수원이 참여하고, 체코 두코바니 5,6호기 APR1000의 순공사비와 세부 사업비 구조 추정치(대신증권 추정) 유사하다고 가정할 경우, 순공사비는 2기당 207억달러(\$9,285/kW), 한수원의 EPC(원자로 EP는 제외) 수주금액은 174억달러(순공사비 대비 84%), 이익률 4.5%로 추정됨. 또한 한수원은 북미 4세대 SMR 업체(X-energy, Oklo, TerraPower, ARC 등)와 사업제휴 MOU, 일부 지분 등을 통해 4세대 SMR 사업 진출을 모색 중인 점도 긍정적

한국전력의 영업실적 및 투자지표

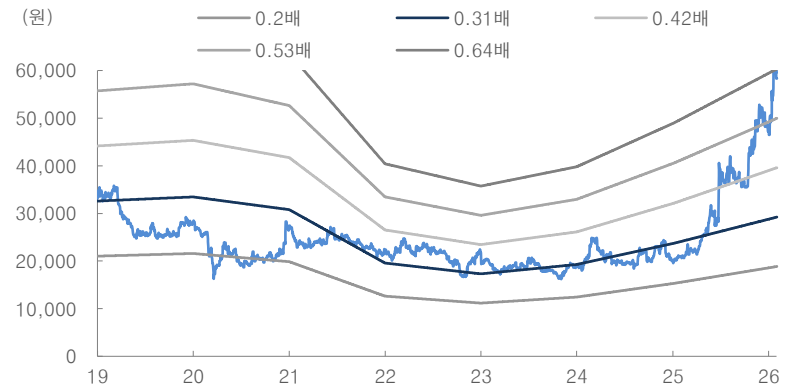
(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	98,161	98,467	99,397
영업이익	-4,542	8,365	15,209	20,165	21,247
세전이익	-7,554	5,257	12,928	16,505	17,554
총당기순이익	-4,716	3,622	9,366	12,544	13,341
지배지분순이익	-4,823	3,492	9,228	12,356	13,141
EPS	-7,512	5,439	14,374	19,247	20,470
PER	-2.5	3.7	4.1	3.1	2.9
BPS	55,837	62,177	76,338	92,835	109,585
PBR	0.3	0.3	0.8	0.6	0.5
ROE	-12.6	9.2	20.8	22.8	20.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

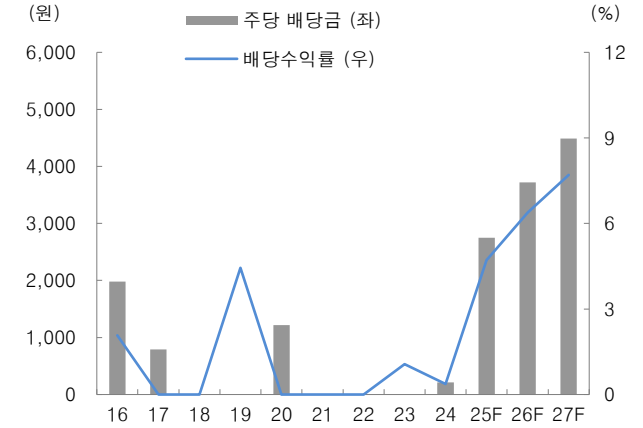
한국전력의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

	Value	비고
국내 전력사업 가치	33,605	
26F 평균 자본총계(지배지분)	59,597	요금 규제 완화, 재무구조 개선 시기인 2014 ~ 16년 최고 PBR 평균 0.56배 적용
적정 PBR	0.56	향후 실적 개선으로 자본 증가, 점진적 배당성향 상승, 중장기 전기요금 인상 가능성 존재 등을 감안
해외 원전 EPC사업 가치	18,543	2035년 예상 해외 원전사업 순이익 0.89조원
2035년 해외 원전EPC 순이익	1,656	
적정 PER	11	해외 원전사업 적정 PER 11배: 글로벌 원자력/발전/산업 플랜트 EPC인 Flour의 2026F PER 16배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
한국전력 적정가치	52,148	
적정 PBR	0.88	
총 사업 적정주가	81,000	2026F DPS 3720원(별도기준 배당성향 30%), 목표주가는 배당수익률 4.6%
현재주가	58,300	현재주가는 26F PBR 0.64배(27F PBR 0.54배), 26F 배당수익률 6.3%
상승여력	38.9	

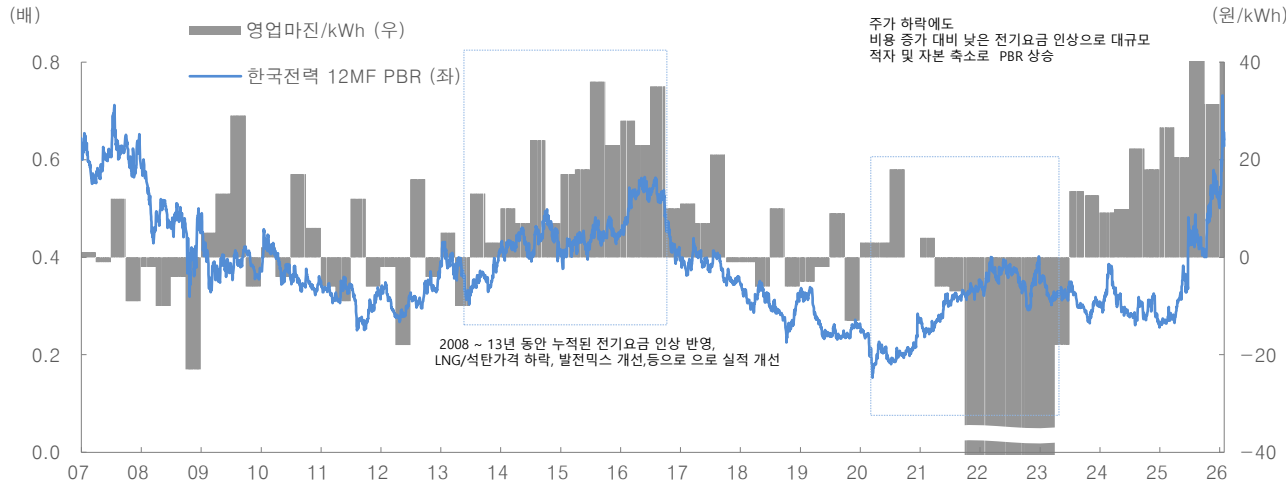
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력의 주당 배당금, 배당수익률 전망



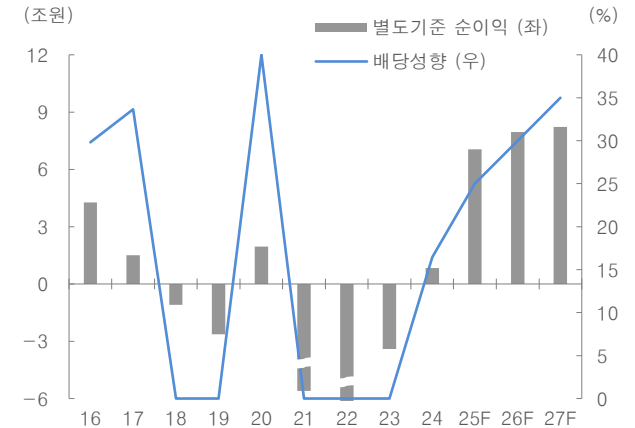
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center
주: 2025년 이후 예상 배당수익률은 현재 주가 기준

한국전력의 12MF PBR, 영업마진/전기판매량 추이 및 전망



자료: FnGuide, 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 순이익, 배당성향 전망



자료: FnGuide, 한국전력, 대신증권 Research Center

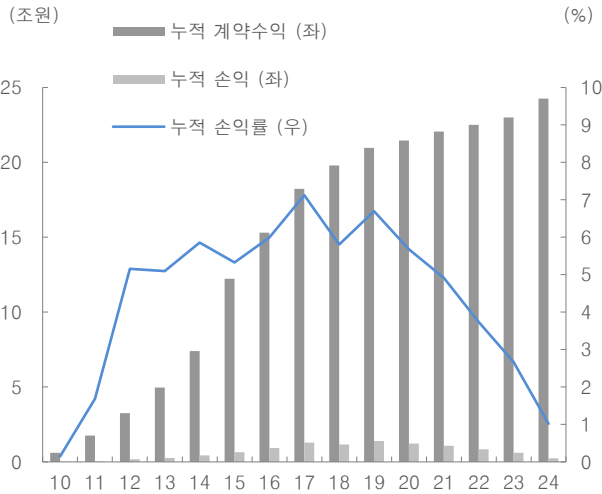
시나리오별 해외 원전 건설사업 실적(2035년 이후) 및 밸류에이션 추정

(단위: 십억원)

	Bear_2	Bear_1	Base	Bull_1	Bull_2	(Base 시나리오) 실적 및 밸류에이션 가정
원전 EPC 수주 기수 (2년 평균)	4	5	12	18	24	
APR 1000/1400	1	2	2	2	2	2년 평균 1개 프로젝트(2기) 수주
K-SMR(i-SMR 등)	2	2	4	6	8	2년 평균 1개 프로젝트(4기)
미국 AP1000	1	1	2	2	2	2년 평균 1개 프로젝트(2기)
해외 SMR 80MW	0	0	4	8	12	연평균 1개 프로젝트(4기)
2050년까지 수주 설비용량 (GW)	19.4	27.8	41.9	48.2	54.5	
APR 1000/1400	8.4	16.8	16.8	16.8	16.8	
K-SMR	3.2	3.2	6.5	9.7	12.9	
미국 AP1000	7.8	7.8	15.6	15.6	15.6	
해외 SMR 80MW	0.0	0.0	3.0	6.1	9.1	
2050년까지 합산 점유율	2.3%	3.2%	4.9%	5.6%	6.3%	
K-원전	1.4%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%	
해외 원전	0.9%	0.9%	2.2%	2.5%	2.9%	
매출액	15,375	21,874	33,515	39,062	44,608	환율 1,400원/달러
APR 1000/1400	6,500	12,999	12,999	12,999	12,999	수주금액 2기당 186억달러
K-SMR	2,782	2,782	5,563	8,345	11,127	수주금액 2기당 4억달러
미국 AP1000	6,094	6,094	12,187	12,187	12,187	수주금액 2기당 174억달러
해외 SMR	0	0	2,765	5,530	8,295	수주금액 2기당 20억달러
공헌이익	999	1,422	2,178	2,539	2,900	이익률 6.5%(기대 이익률 6 ~ 7%)
순이익	760	1,081	1,656	1,930	2,204	법인세율 24%
목표 PER	11	11	11	11	11	적정 PER 11배: Flour(글로벌 원자력 등 플랜트 EPC)의 2026F PER 16배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
사업가치	8,507	12,103	18,543	21,612	24,681	

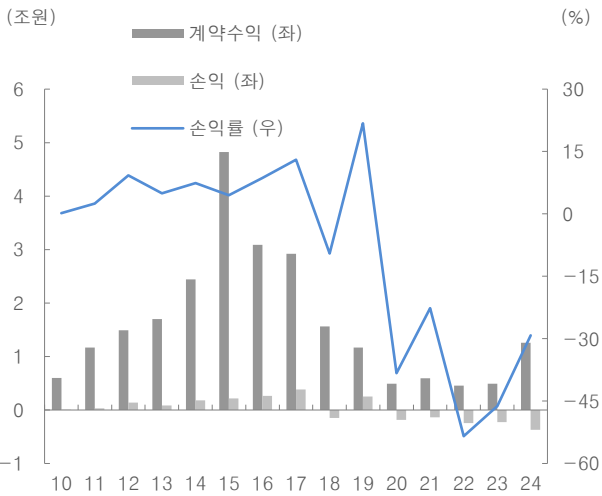
자료: 대신증권 리서치센터

한국전력의 해외 원전사업 누적 손익 추이



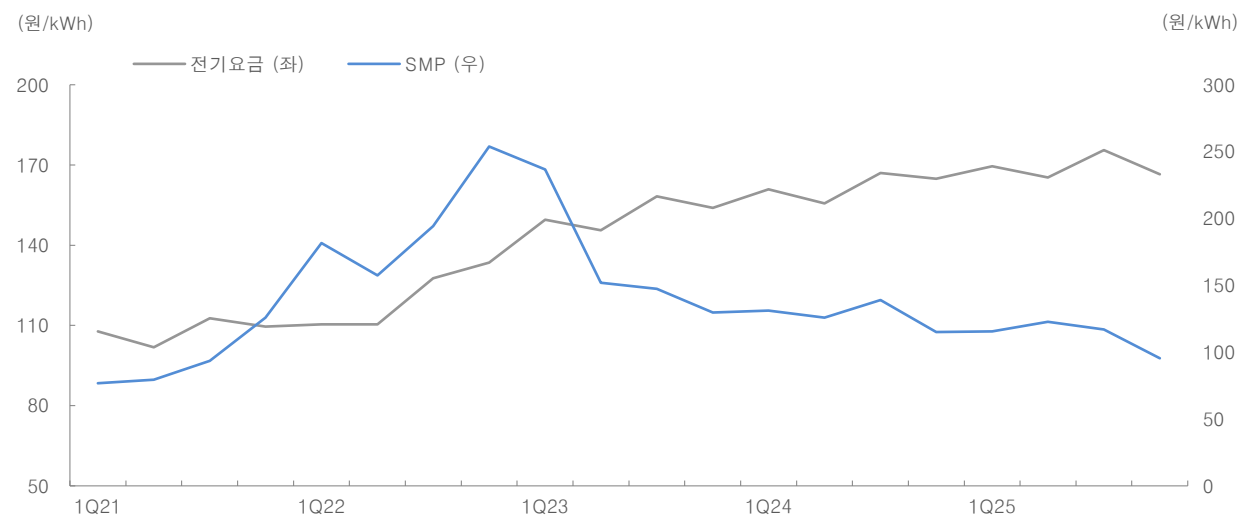
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 해외 원전사업 연간 손익 추이



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

국내 전기요금, SMP 추이 및 전망



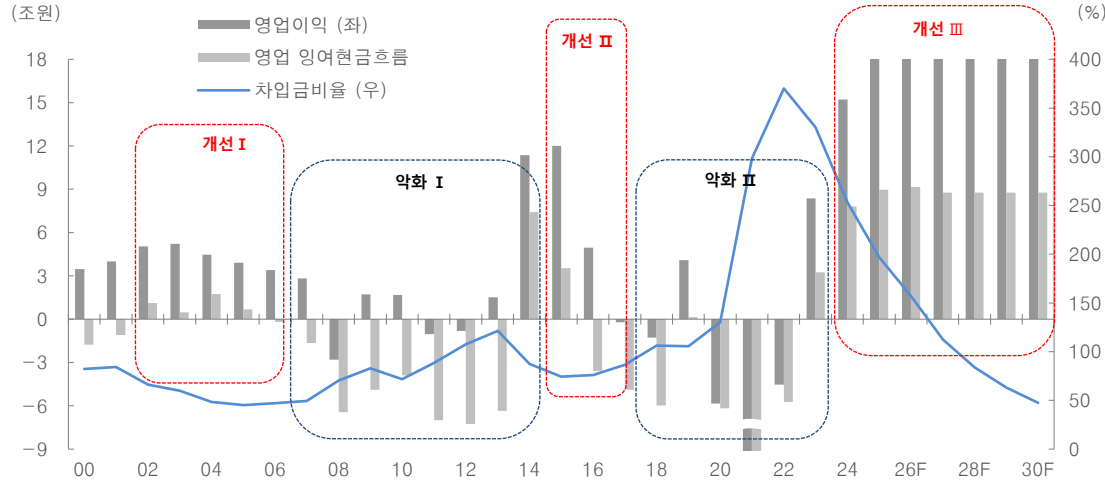
자료: 한국전력, EPSIS, 대신증권 Research Center

한국전력의 시기별 영업실적 변동 요인, 전기요금 인상

	I	II	III	IV	V	VI
시기	2008 ~ 2012	2013 ~ 3Q16	4Q16 ~ 2018	2019 ~ 1Q22	2Q22 ~ 2023	2024 ~
한국전력 영업실적	악화	개선	악화			개선
LNG/석탄가격 (원화 기준)	급등	하락	상승	(전)하락 (후)급등	급등	하향 안정화
발전믹스	전력수급 악화	원전 확대	탈원전/탈석탄 신재생 확대		탈석탄 원전/신재생 확대	
IPP 발전비중	7% → 13%	→ 20%	→ 27%	→ 31%	→ 33%	→ 26F 34%
전기요금	7회 총 +39%	13년 11월 +5.4%	유지		6회('23.11 포함) 총 +43%	'24.10 5%

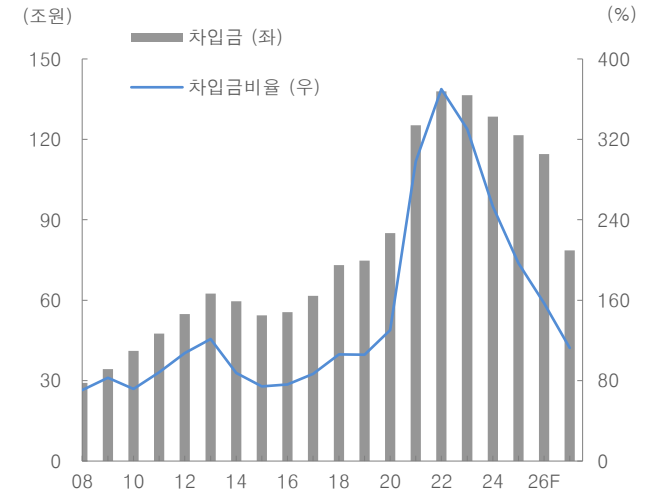
주: 2023년 11월 전기요금 4% 인상은 당시 산업용만 10.6원/kWh 인상, 2024년 10월 산업용 요금 9.7%인상을 전체 요금 기준으로 환산한 것임
자료: 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 영업이익, 차입금비율 추이 및 전망



주: 잉여 영업현금흐름은 '순이익 + 감가상각비/감모상각비 14조원 - 설비투자자금액 14조원 - 배당지급'로 산출
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결기준 차입금 및 차입금 비율 전망



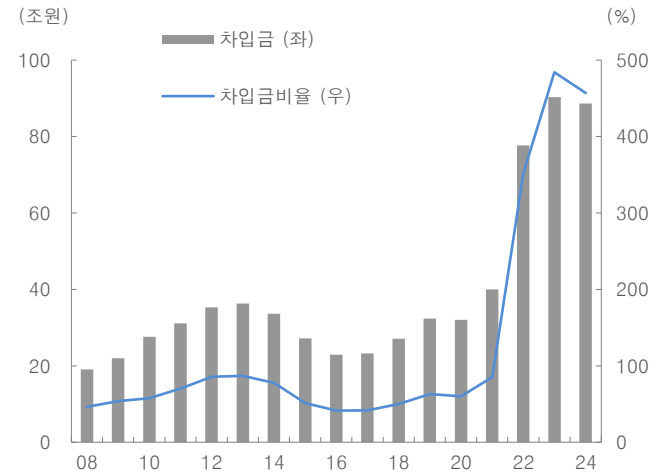
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 시기별 재무구조 변화 추이 및 전망

	시기	기간	차입금 비율 변화
개선 I	2002 ~ 06년	개선 4년 / 유지 2년	01년 84% → 06년 45%
악화 I	2007 ~ 13년	6년	07년 47% → 13년 121%
개선 II	2014 ~ 17년	개선 3년 / 유지 1년	14년 117% → 17년 76%
악화 II	2018 ~ 23년	6년	18년 87% → 23년 370%
개선 III	2024 ~ 28년	5년	24F 310% → 28F 111%

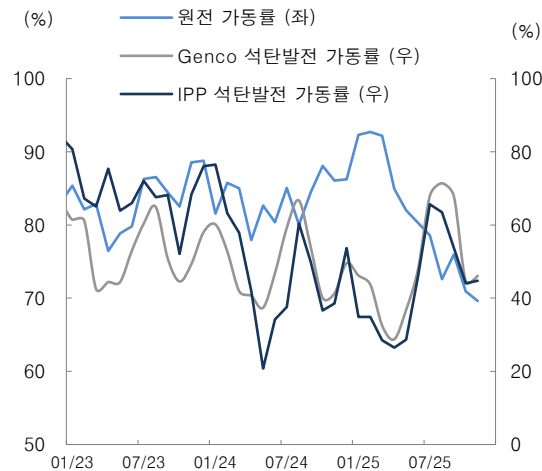
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 차입금 및 차입금 비율 추이



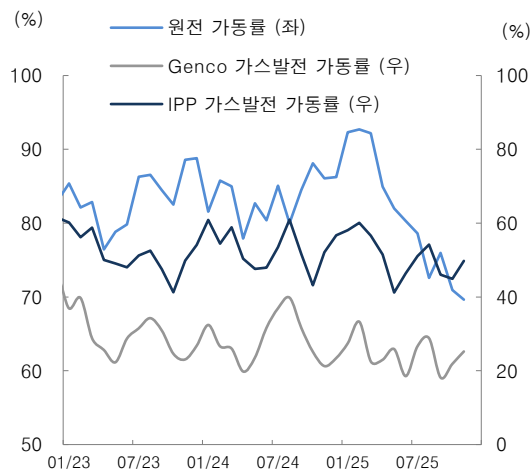
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

원전 및 GENCO/IPP 석탄발전 가동률 추이



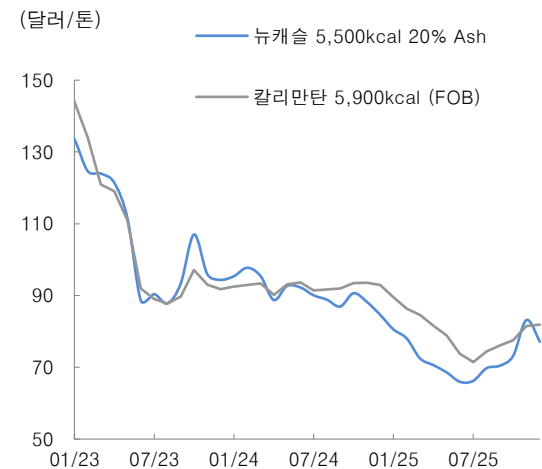
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

원전 및 GENCO/IPP 가스발전 가동률 추이



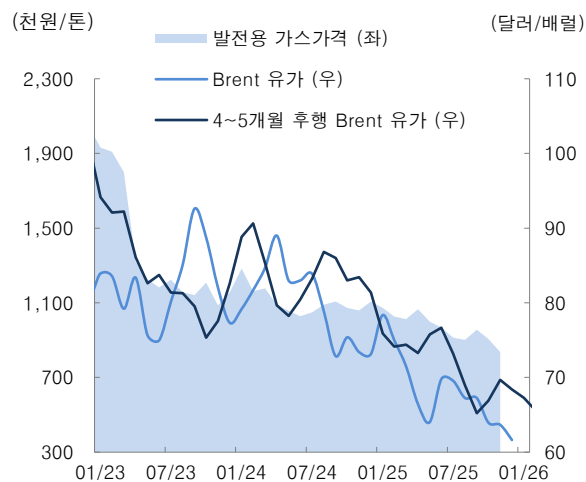
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

뉴캐슬, 칼리만탄 연료탄 가격 추이



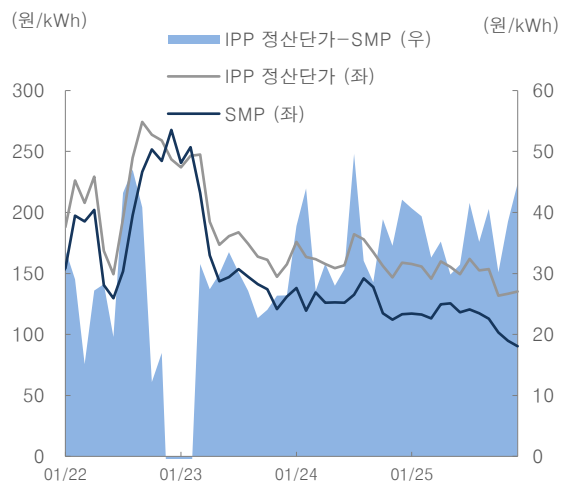
자료: KORES, 대신증권 Research Center

Brent 유가(월평균) 및 발전용 가스가격 추이



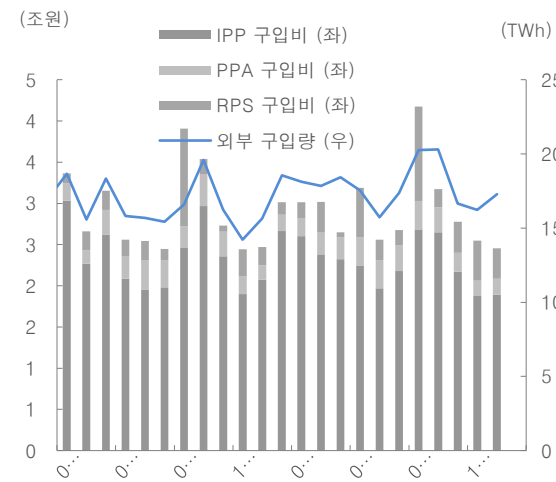
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

IPP(민간발전회사) '정산단가 - SMP' 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

한국전력의 외부전력구입비 추이



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 실적 전망 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
환율 (원/달러)	1,453	1,402	1,383	1,449	1,440	1,430	1,430	1,420	1,306	1,364	1,422	1,430	1,430
뉴캐슬 연료탄 5,500kcal (달러/톤)	77	68	69	78	78	74	70	70	107	91	73	73	68
Brent 유가 (달러/배럴)	75	67	68	63	65	65	65	65	82	80	68	65	65
LNG 적용 유가 (달러/배럴)	75	75	69	68	66	62	65	65	84	84	72	65	65
발전용 가스가격 (천원/톤)	1,038	1,013	920	862	910	869	912	907	1,363	1,108	958	900	919
SMP (원/KWh)	115	123	117	95	104	98	103	101	167	128	112	100	98
전기판매가격 (원/KWh)	170	165	176	166	169	164	173	166	152	162	169	169	169
전기판매량 (TWh)	141	127	152	132	142	128	153	134	549	552	552	557	563
민간 전력구입량 (TWh)	54	51	57	53	54	50	57	46	194	200	216	212	221
국가 발전믹스 (%)													
원전	34.7	34.1	26.4	30.1	32.8	36.5	33.3	40.8	30.7	31.7	31.2	35.7	37.1
석탄	23.2	24.2	37.3	29.1	25.9	23.3	30.2	27.2	32.0	28.7	28.8	26.8	26.7
LNG	30.5	27.0	24.8	28.7	29.1	24.4	24.1	19.3	26.9	28.0	27.7	24.3	22.1
유류	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.0)
신재생	11.6	14.6	11.4	12.0	12.2	15.7	12.3	12.7	10.3	11.5	12.3	13.2	14.1
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	92.4	82.4	75.7	74.0	85.1	84.3	91.5	93.0	83.6	83.6	81.1	88.6	88.8
석탄발전 가동률	40.7	37.8	69.1	45.5	46.6	36.6	55.0	41.7	52.9	49.2	48.4	45.0	44.0

자료: KORES, Bloomberg, EPISIS, 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결기준 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	24,224	21,950	27,572	24,414	24,367	22,009	27,555	24,537	88,205	94,001	98,161	98,467	99,397
전기판매 수익	23,211	20,946	26,474	22,543	23,336	20,987	26,434	22,626	82,955	88,890	93,175	93,383	94,214
기타	1,013	1,004	1,098	1,871	1,031	1,022	1,120	1,910	5,250	5,112	4,986	5,084	5,183
영업비용	20,470	19,814	21,921	20,746	19,845	18,101	20,467	19,889	92,950	85,652	82,951	78,301	78,150
연료비	5,010	4,315	5,501	4,337	4,664	3,780	5,177	3,789	27,155	22,538	19,163	17,410	16,268
전력구입비	8,766	8,601	9,240	7,494	8,225	7,361	8,399	6,830	38,304	34,660	34,101	30,816	30,792
기타	6,695	6,898	7,180	8,915	6,956	6,960	6,891	9,269	27,492	28,455	29,687	30,076	31,090
영업이익	3,754	2,136	5,652	3,668	4,521	3,908	7,087	4,648	-4,745	8,349	15,209	20,165	21,247
금융손익	-818	-678	-834	-1,196	-1,384	-1,161	-1,154	-1,037	-3,922	-4,131	-3,526	-4,736	-4,775
지분법손익	125	168	238	171	129	173	245	176	787	922	702	723	745
기타영업외손익	172	39	294	38	79	58	146	69	305	151	542	353	337
세전이익	3,232	1,665	5,349	2,681	3,346	2,978	6,324	3,857	-7,400	5,290	12,928	16,505	17,554
지배지분순이익	2,328	1,137	3,756	2,007	2,505	2,230	4,734	2,887	-4,762	3,619	9,228	12,356	13,141
영업이익률	15.5	9.7	20.5	15.0	18.6	17.8	25.7	18.9	-5.4	8.9	15.5	20.5	21.4

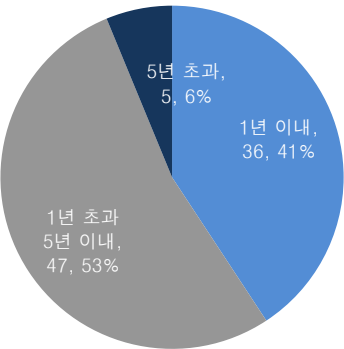
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 실적 민감도 분석

(십억원)		2025F	2026F			2025F	2026F
유가	연료비 증감	-58	-54	원자력	연료비 증감	24	26
1달러/배럴	전력구입비 증감	-252	-249	가동률	전력구입비 증감	-256	-241
하락	영업이익 증감	309	303	1% 상승	영업이익 증감	232	215
석탄	연료비 증감	-79	-72	원자력	연료비 증감	64	64
1달러/톤	전력구입비 증감	0	0	발전비중	전력구입비 증감	-667	-597
하락	영업이익 증감	79	72	1% 상승	영업이익 증감	603	532
환율	연료비 증감	-111	-98	석탄발전	연료비 증감	-255	-238
10원/달러	전력구입비 증감	-170	-147	가동률	전력구입비 증감	406	351
하락	영업이익 증감	281	245	1% 하락	영업이익 증감	-151	-113
SMP	연료비 증감	0	0	석탄발전	연료비 증감	-419	-405
1원/kWh	전력구입비 증감	-216	-212	발전비중	전력구입비 증감	667	597
하락	영업이익 증감	216	212	1% 하락	영업이익 증감	-248	-192

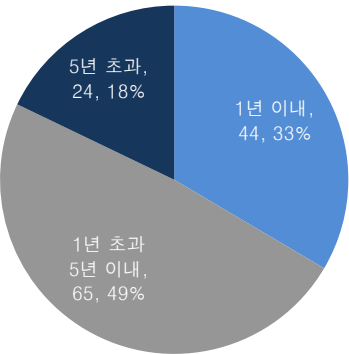
자료: 대신증권 Research Center

별도기준 한국전력의 만기도래별 총차입금 및 비중 현황
(2024년 88조원 기준, 조원, %)



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

연결기준 한국전력의 만기도래별 총차입금 및 비중 현황
(2024년 133조원 기준, 조원, %)



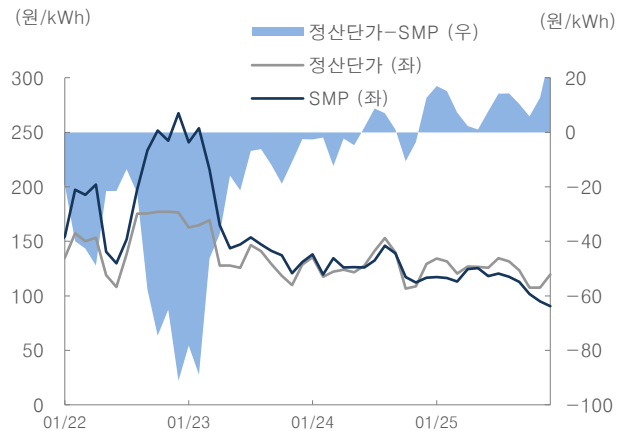
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 실적 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	23,862	21,600	27,007	23,394	23,996	21,652	26,977	23,494	85,826	91,661	95,863	96,119	96,998
전기판매 수익	23,517	21,238	26,686	22,833	23,641	21,279	26,646	22,916	84,057	90,033	94,274	94,482	95,313
기타 매출	345	362	321	562	355	373	330	579	1,768	1,628	1,589	1,637	1,686
영업비용	21,961	20,643	24,328	19,864	20,386	18,202	21,584	18,238	92,330	88,486	86,796	78,411	78,997
전력구입비	19,671	18,095	21,807	16,564	18,045	15,597	19,006	14,867	82,036	78,075	76,136	67,515	67,860
기타	2,290	2,549	2,522	3,300	2,341	2,605	2,578	3,371	10,293	10,410	10,660	10,895	11,137
영업이익	1,901	957	2,679	3,530	3,610	3,449	5,393	5,256	-6,504	3,175	9,066	17,708	18,002
기타영업외손익	82	-4	328	147	82	-4	328	147	688	336	554	553	553
금융손익	1,229	-572	-528	-733	-203	-520	-501	-6,132	675	-2,481	-604	-7,356	-7,280
세전이익	3,212	381	2,479	2,944	3,489	2,925	5,220	-729	-5,141	1,030	9,016	10,905	11,274
순이익	2,824	261	1,818	2,149	2,547	2,135	3,811	-532	-3,415	836	7,052	7,960	8,230
DPS (원)									0	214	2,750	3,720	4,490
배당성향 (%)									0.0	16.4	25.0	30.0	35.0
배당수익률 (%)									1.1	0.4	4.7	6.4	7.7

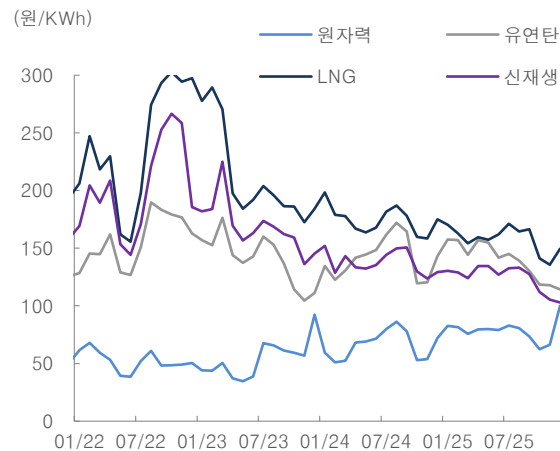
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

총 발전회사의 정산단가, SMP, '정산단가-SMP' 차이 추이



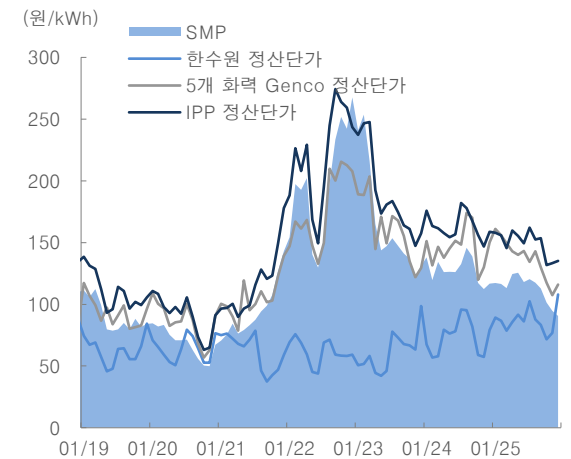
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전원별 정산단가 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전회사별 정산단가, SMP 추이

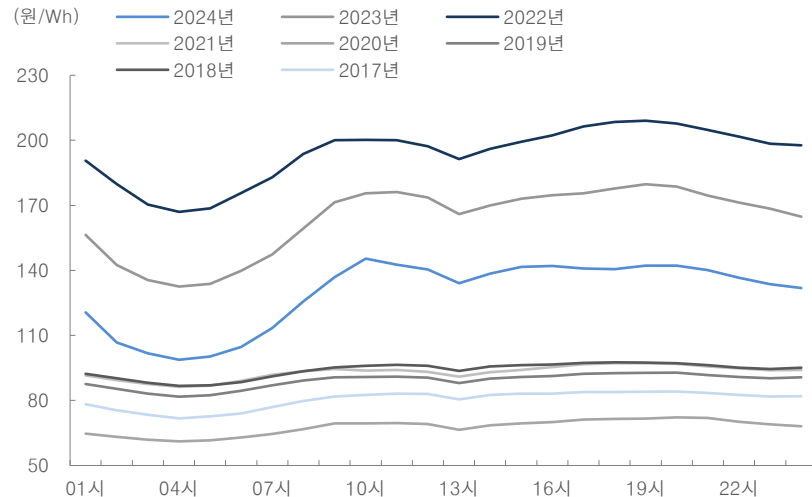


자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

▲ 한국판 LMP(Locational Marginal Pricing)

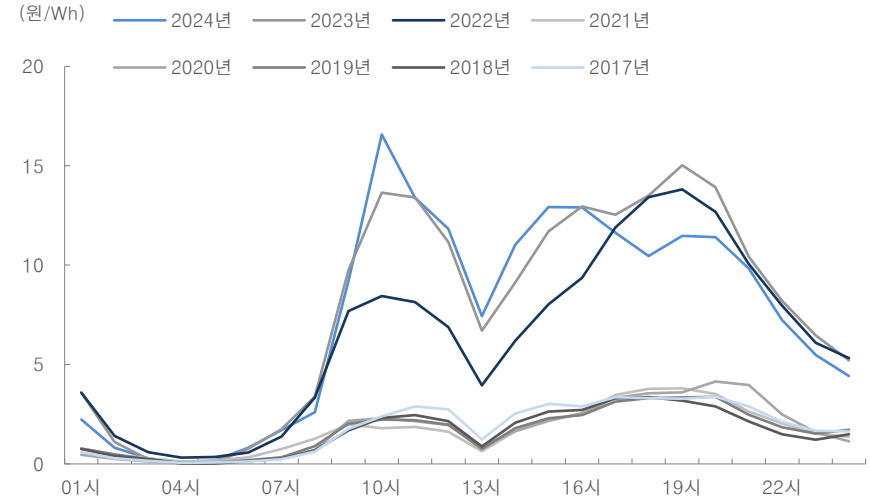
- 지역별 가격 = 전력량 가격(Energy = SMP) + 송전혼잡 가격(Congestion) + 송전손실 가격(Loss)
- 송전제약 발생 시만 수도권과 비수도권 SMP 차별화 예정
- 현재 동해안-수도권 송전제약으로 높은 연료비의 수도권 LNG발전소 가동으로 SMP 상승 → 비수도권 발전소 초과 수익 발생
- 동해안-수도권 송전제약(송전용량 11GW)은 2022년 2GW, 2023년 5.4GW, 2024년 6.8GW
- 송전제약 및 혼잡비용 축소: 1) 비수도권으로 수요 이전, 2) 수도권으로 재생에너지 설치 이전, 3) 송전망 구축, 4) 비수도권 ESS 설치(필요 송전용량 감소 효과)
- 목적 중 1, 2)는 실현되기 쉽지 않음. 그러나 3), 4) 중장기적으로 송전망 구축, 비수도권 ESS는 FTM(Front of The Meter) 시장이 열릴 것(미국)
- 2023년 연간 전기소비량 GWh 기준: 수도권 39%, 비수도권 61% vs. 여름철 최대 수요 GW 기준: 수도권 41%, 비수도권 59%
- 2023년 발전량: 수도권 19 비수도권 81% vs. 전력거래량 비중: 수도권 25%, 비수도권 75%
- 2025년 LMP 도입 시, 한국전력의 전력구입비 감소(비수도권 발전소 초과 수익 흡수)
- 향후 지역별 소매요금 도입(2026년 예정이지만 쉽지 않음) 또는 송전혼잡 축소 시, 감소할 수 있음

시간별 SMP 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

'시간별 SMP- 일평균 SMP 차이 추이 (참고: (-)는 '0' 으로 처리)



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

▲ 효과 추정

- 언론보도(거래소의 외주용역 결과)에 따르면, SMP 차이는 10 ~ 15원/kWh 발생
- '(시간별 SMP - 일평균 SMP) > 10 인 SMP 차이'가 발생한 시간: 2021년 이전은 없음, 2022년 5시간, 2023년 10시간, 2024년 10시간
- 정확한 수도권 및 비수도권 SMP 자료가 없으므로, 보수적으로 접근한 것임(비수도권 SMP는 일평균 SMP보다 낮을 가능성이 높음, 평균 SMP에는 수도권을 기반영)
- 2025년 한국전력의 전력구입비 감소 예상금액: 별도기준(전체 발전회사 전력구입비 감소) 1.28조원, 연결기준(IPP 전력구입비 감소) 0.34조원
- 동해안-수도권의 송전용량 11GW이지만, 최근 동해안의 대규모 원전 및 석탄발전소 증설로 송전제약이 2022년 2GW, 2023년 5.4GW, 2024년 6.8GW가 발생



그림 1. 수도권-비수도권 SMP 차이 10 원/kWh을 초과한 가격, 시간, 일수

	수치	비중 (%)
D. SMP 차이 평균 (원/kWh)	12.4	
E. 시간 (시간)	10	42
F. 평일 (일)	245	67
G. 연간 거래량 (TWh)	103	19

주: 2024년 9월 누계 기준임

자료: 전력거래소, 대신증권 리서치센터

그림 1. 2023 년 거래량 기준 한국전력의 전력구입비 감소

	비수도권	수도권	Genco	IPP	전체	비중 (%)			
						비수도권	수도권	Genco	IPP
전력거래금액 (거래소 기준, 십억원)	50,908	27,093	45,384	32,663	78,047	65	35	58	42
A. 전력거래량 (거래소 기준, GWh)	407,827	136,844	372,047	172,435	544,482	75	25	68	32
B. RPS_계약거래량(지역/사업자는 가정치)	-39,061	-5,837	-7,108	-37,789	-44,898	87	13	16	84
C. 전체 - 계약 RPS_거래량 (A - B)	368,766	131,007	364,939	134,646	499,773	74	26	73	27
G. 전체 발전회사 전력구입비 감소 (십억원)	1,275	(C x D x E 비중 x F 비중)							
H. IPP 전력구입비 감소 (십억원)	343	(G x C 의 IPP 비중)							

주: 전체 전력거래량 중 기존 RPS 계약거래량은 장기간 'SMP + (REC x 가중치)'의 고정가격으로 계약되어 있으므로, LMP의 영향을 받지 않음

자료: 전력거래소, 대신증권 리서치센터

한국가스공사 : 투자의견 '매수', 목표주가 52,000원

▲ 2025년 영업이익은 2.31조원(-25%, YoY)으로 정상적 실적 예상

- 1) 가스도매 1.89조원(-25%, 적정투자보수 1.32조원, 미수금 금융비용 0.5조원 등, 단, 적정원가 정산은 추정 불가능), 해외 자원개발 0.42조원(-17%) 등으로 추정
- 2) 적정투자보수는 요금기저 감소, 적정투자보수율 하락(금리 하락 영향)으로 전년 대비 860억원 감소, 미수금 금융비용 2024/25년 평균 미수금 감소, 이자율 하락 등으로 전년 대비 1,070억원 감소
- 3) 해외 자원개발사업: 가스가격 하락 등에도 2024년 모잠비크 KGM, 2H25F 캐나다 LNG 생산 본격화(2025년 13만톤, 2026년 50만톤, 2027년 67.6만톤) → 2026년부터 캐나다 LNG 실적 턴어라운드로 해외사업 실적 개선 가능

▲ 투자 전략: 1) 2H25 민수용 미수금 회수 시작, 2) 2H25 가스요금 인상을 통한 민수용 미수금 회수속도 가속화

- 1) 민수용 미수금은 2Q25부터 소폭 감소, 3Q25부터 본격적으로 감소 시작(유가 -1달러/bbl 당 810억원 미수금 감소, 환율 -10원/달러 당 420억원 감소) → 2025년 연간 0.52조원, 2026년 1.2조원 미수금 감소 기대(미수금 금융비용도 미수금에 반영). 1Q25 민수용 미수금 14.1조원. 여전히 부족한 미수금 축소 속도 → 2H25 민수용 가스요금 인상 필요
- 2) 유가 하향 안정화 따른 자원개발 사업 이익 축소 우려는 26년 이후 캐나다 LNG의 생산량 증대로 상쇄 가능하며, 유가가 크게 하락할 경우, 자원개발 이익 감소보다 미수금 회수속도가 더 빨라질 것임. 25F PBR 0.34배는 과거 평균 0.57배 대비 저평가
- 3) 기말환율 10원 상승 시 환평가손실: 별도기준 250억원(25억달러), 연결 30억원(3억달러), 2024년 기말환율 1,473원/달러 → 환율 하락 시 별도기준 순이익 증가 가능
→ 2025년 예상 DPS 1,440원(현재 주가 기준 배당수익률 3.6%, 기말 환율 1,453원/달러 가정)
- 4) 알래스카 LNG 투자 시 요금기저 및 적정투자보수 증가 가능

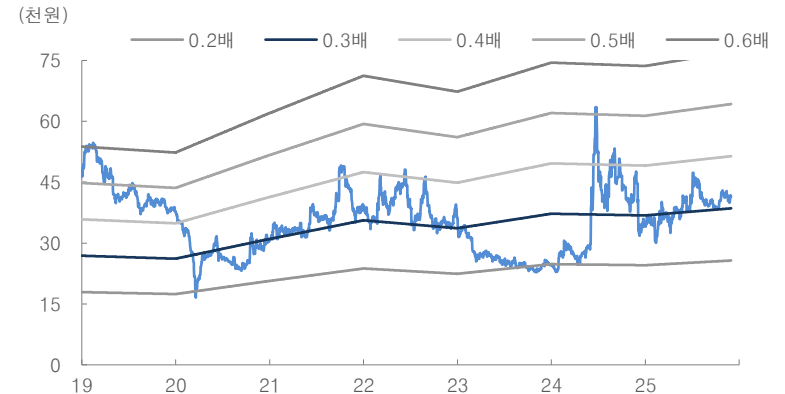
한국가스공사의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	44,556	38,389	35,836	34,582	34,959
영업이익	1,553	3,003	2,309	2,276	2,319
세전이익	-862	1,638	851	1,021	1,135
총당기순이익	-747	1,149	623	716	796
지배지분순이익	-761	1,147	625	711	794
EPS	-8,246	12,422	6,771	7,705	8,601
PER	-3.0	2.8	6.0	5.3	4.7
BPS	104,286	117,308	122,704	129,047	135,814
PBR	0.2	0.3	0.33	0.31	0.30
ROE	-7.7	11.2	5.6	6.1	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 12MF PBR 밴드



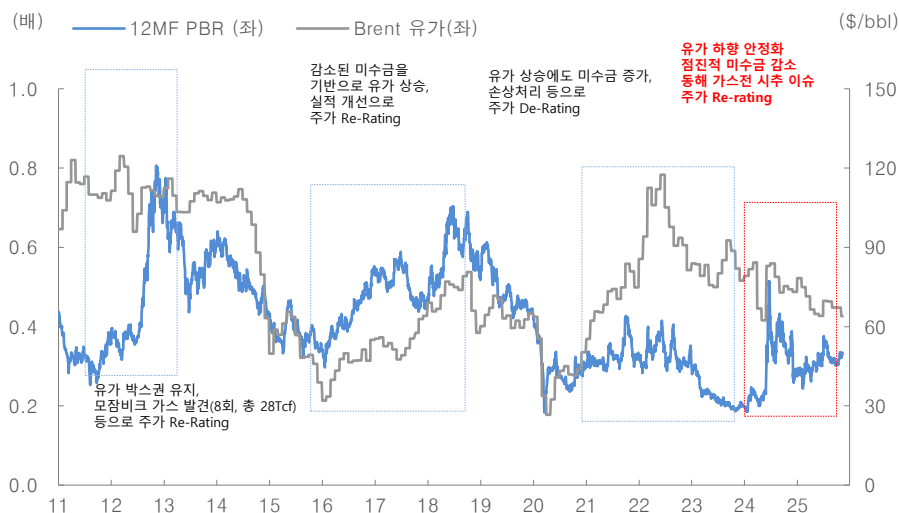
자료: 대신증권 Research Center

< Historical PBR Valuation >

(단위: 배, %, 원)

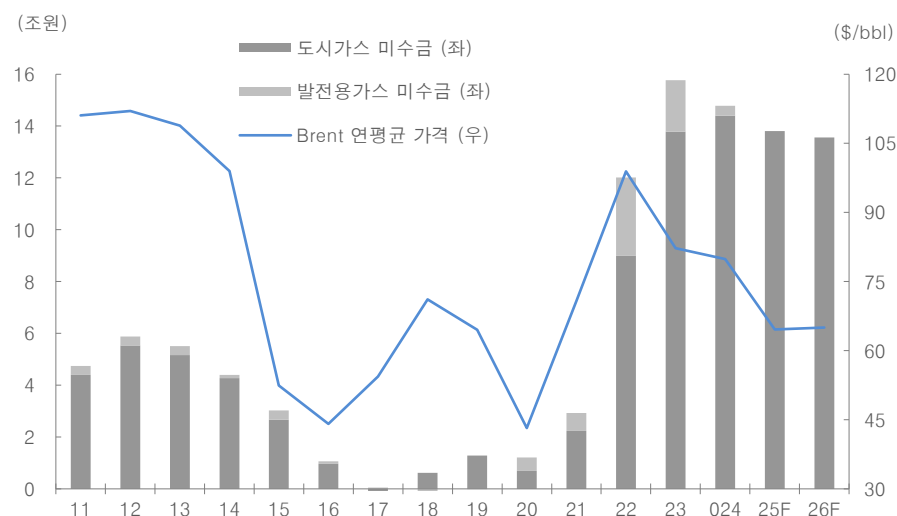
	Value	비고
2007 ~ 2024년 평균 PBR (배)	0.57	2007 ~ 2023년 유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등이 반영된 전체 시기의 PBR
할인율 (%)	30	할인율 적용: 1) 배당 불확실성, 2) 더딘 미수금 회수 속도, 1Q25 미수금 14.4조원
목표 PBR (배)	0.40	
BPS (2025F)	129,047	
목표주가 (원)	52,000	목표주가 기준 배당수익률 2.8%(2025F DPS 1440원)
현재주가 (원)	41,500	현재주가 기준 배당수익률 3.5%
상승여력 (%)	25.3	

한국가스공사의 12MF PBR, Brent 유가 추이



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 미수금, 유가 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 2025년 이후 민수용 도시가스요금 미인상 가정

	2024	2025F	변동	2025년 전망 대비			
미수금 이자율 (%)	4.0	3.5	(0.5)	유가 민감도	변동	환율 민감도	변동
총 이자율 (%)	4.0	3.8	(0.2)				
연평균 환율 (1개월 전, 원/\$)	1,364	1,453	89	1,453	0	1,443	-10
연평균 LNG 적용 유가(4~5개월 전, \$/bbl)	80	72	-8	71	-1	72	0
2024.08 기준 LNG 수입 적용 환율	1,350	1,453	103	1,453	0	1,443	-10
2024.08 기준 LNG 수입 적용 유가	87	72	-15	71	-1	72	0
LNG 가격 (\$/t)_2024.08 기준	547	453	-94	446	-100	453	0
LNG 가격 (천원/t)_2024.08 기준	738	658	-81	649	-90	653	-5
LNG 가격(원/MJ)_2024.08 기준	13.5	12.0	(1.5)	11.9	(1.6)	11.9	(0.1)
민수용 도시가스 판매량 (천t)	9,318	9,318	0	9,318	0	9,318	0
a) 민수용 도시가스 원재료 구입비 (십억원)	6,878	6,127	-750	6,043	-84	6,085	-42
b) 미수금 이자비용 (미수금 증가 요인)	612	505	-107	505	0	505	0
c) 민수용 도시가스 미수금	14,048	13,802	-246	13,718	-84	13,760	-42
d) 유가/환율 변동에 따른 해외사업 이익	634	440	-194	430	-11	437	-3
해외사업 영업이익	498	382	-115	374	-9	380	-3
해외사업 지분법이익	137	58	-78	56	-2	58	-0
e) 금리 변동에 따른 이익	995	1,059	65	1,059	0	1,059	0
가스도매 영업이익	2,501	2,394	-107	2,394	0	2,394	0
이자손익 (단기+장기차입금)	-1,506	-1,334	172	-1,334	0	-1,334	0
f) 세전이익 순효과 (d + e)	1,629	1,500	-129	1,489	-11	1,497	-3
현금흐름 개선 (c + f)			117		73		39
총차입금(1년 초과 회사채/차입금 21.6조원)	37,597	35,166	-2,431	35,239	73	35,205	39

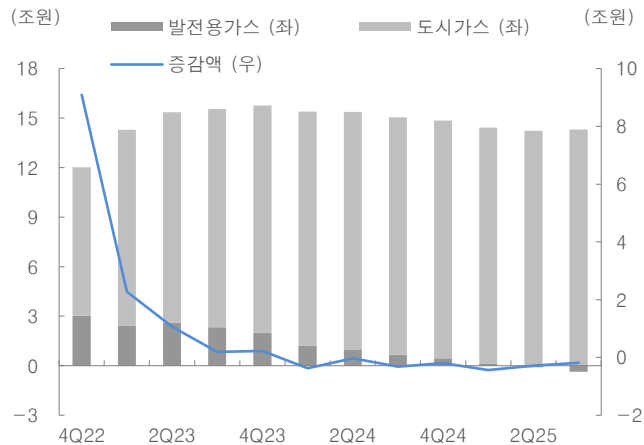
주1: 2024.08 민수용 도시가스 요금은 7월 16.67원/MJ에서 17.71원/MJ으로 1.04원/MJ 인상

주2: 도시가스 미수금 변동금액(-5,7600억원) = a 변동 (1.08조원) + b 이자비용 발생분 (+5,090억원)

주3: 2025년 가스도매 영업이익은 민감도 계산을 위해서 미수금 이자비용 감소분 1,040억원만 반영한 것임. 실제 예상 영업이익은 1.96조원임(기타 정산분 반영)

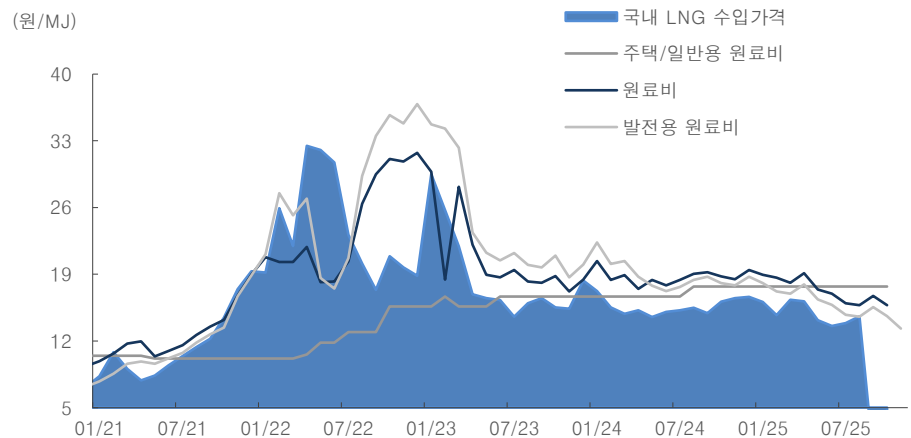
주4: 이자비용은 전년도와 당해년도의 평균 차입금(미수금)의 이자비용임

한국가스공사의 분야별 미수금 추이



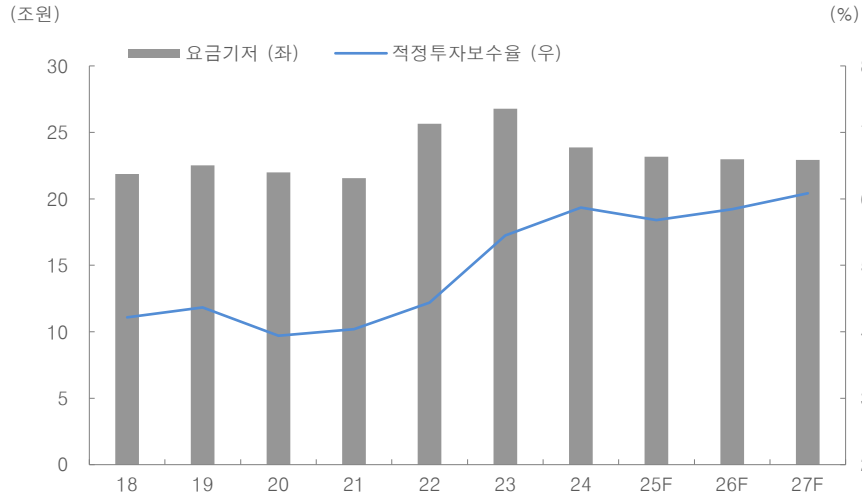
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 가스요금별 원료비, LNG 수입가격 추이



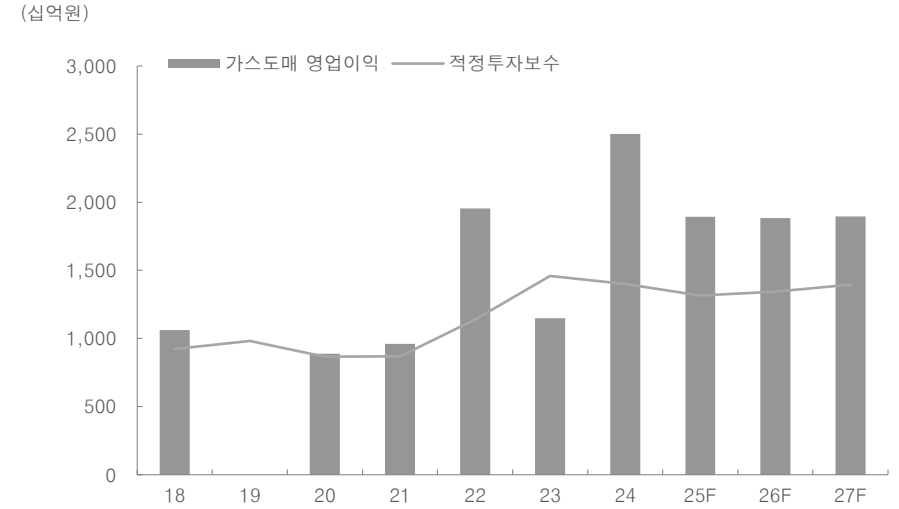
자료: 한국가스공사, K-STAT, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 요금기저 및 적정투자보수를 추이 및 전망



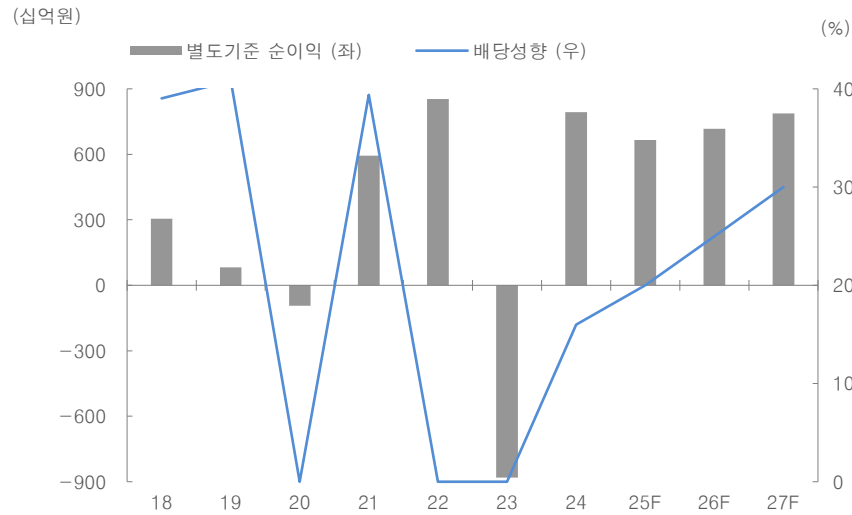
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 적정투자보수, 가스도매 영업이익 추이 및 전망



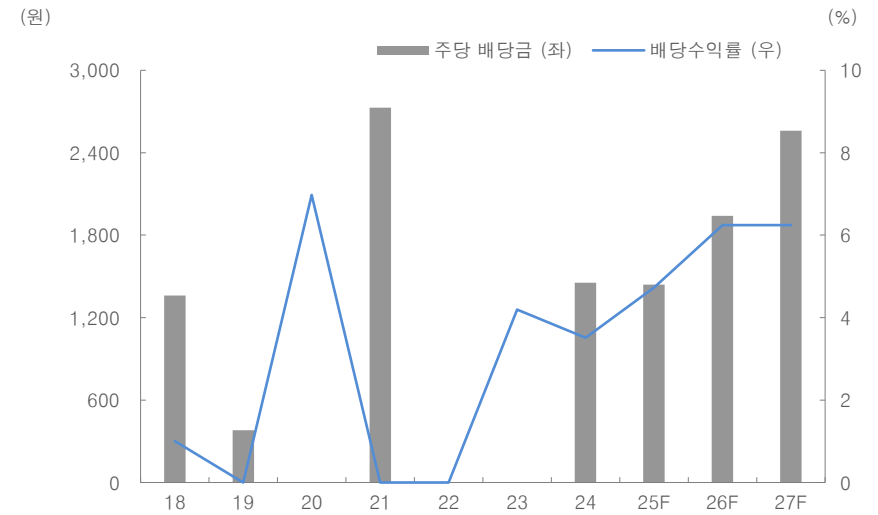
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 별도기준 순이익, 배당성향



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 주당 배당금, 배당수익률



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 실적 전망 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
환율 (원/달러)	1,329	1,372	1,358	1,399	1,462	1,450	1,450	1,450	1,306	1,364	1,453	1,450	1,450
Brent 유가 (\$/bbl)	82	85	79	74	63	65	65	65	82	80	65	65	65
LNG 적용 유가(\$/bbl)	88	79	74	79	75	75	69	68	84	80	72	65	65
발전용 가스 가격 (천원/t)	1,200	1,051	1,012	1,163	1,118	1,145	1,076	1,064	1,405	1,103	991	1,018	1,022
도시가스 가격 (천원/t)	993	971	1,008	1,064	1,052	1,055	979	969	1,052	1,012	991	938	937
가스 판매량 (백만톤)	11.4	6.9	7.4	8.5	11.9	7.0	6.5	8.6	34.6	34.2	34.0	33.3	33.5
발전용	4.3	3.5	4.7	3.2	4.4	3.6	3.7	2.8	16.3	15.7	14.6	14.0	14.0
도시가스용	7.1	3.3	2.7	5.3	7.4	3.5	2.7	5.8	18.3	18.5	19.4	19.3	19.5

자료: Bloomberg, 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,811	7,490	8,109	9,979	12,733	7,630	6,372	9,101	44,556	38,389	35,836	34,582	34,959
국내 가스	12,222	6,954	7,514	9,331	12,184	7,039	5,836	8,646	42,208	36,021	33,704	32,356	32,570
해외사업	627	549	527	686	576	549	494	493	2,217	2,389	2,112	2,206	2,369
기타	-39	-13	9	-38	-28	43	9	-39	131	-81	19	20	20
영업이익	922	466	440	1,176	834	405	389	681	1,553	3,003	2,309	2,276	2,319
국내 가스	801	402	325	974	709	323	272	590	1,150	2,501	1,894	1,884	1,896
해외사업	121	17	159	200	113	80	103	87	380	498	382	373	398
기타	-0	47	-44	2	13	2	14	4	23	5	33	19	26
기타손익	8	0	80	-220	-20	-15	-15	-160	-927	-132	-210	-132	-132
금융손익	-385	-318	-323	-345	-333	-274	-259	-441	-1,593	-1,371	-1,307	-1,236	-1,177
지분법이익	88	49	-6	6	1	23	-6	40	105	137	58	113	112
세전이익	632	196	192	618	483	138	110	120	-862	1,637	844	1,021	1,122
순이익(지배지분)	405	253	155	332	367	85	87	85	-761	1,146	620	711	785
영업이익률	7.2	6.2	5.4	11.8	6.5	5.3	6.1	7.5	3.5	7.8	6.4	6.6	6.6
국내 가스	6.6	5.8	4.3	10.4	5.8	4.6	4.7	6.8	2.7	6.9	5.6	5.8	5.8
해외사업	19.3	3.1	30.2	29.1	19.5	14.5	20.9	17.7	17.2	20.8	18.1	16.9	16.8

자료: Bloomberg, 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 해외사업 실적 전망 가정

(단위: 십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
해외 영업이익	121	17	159	200	113	80	103	87	380	498	382	373	398
미얀마 A1/A3	11	19	16	12	16				51	59			
호주 GLNG	51	25	31	49	9				174	155			
호주 Prelude	37	9	29	40	27				95	114			
이라크 주바이르	18	20	21	25	30				53	84			
모잠비크 KGM	2	-48	58	75	31				-38	87			
캐나다 BC LNG	0	0	0	0	0				-9	0			
이라크 바드라	2	-8	4	0	0				54	-2			
해외 자본법이익	88	49	-6	6	1	23	-6	40	105	137	58	113	112
수르길	5	14	9	-20	-28				49	7			
RASGAS	29	21	-18	-12	7				40	20			
OLNG	6	7	5	4	2				25	21			
DSLNG	30	-12	11	5	8				24	34			
기타	19	19	-13	30	13				-33	54			
해외 이익 총계	209	66	154	206	114	102	97	127	485	634	440	486	510

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 해외사업 현황

	지역	프로젝트	생산물	지분율	상업 가동	생산량	지분 생산량	(생산단위)
총속 기업	이라크	주바이르	원유	23.8%	1Q11	46	11	(만bbl/d)
	이라크	바드라	원유	22.5%	1Q14	2.5	1	(만bbl/d)
	미얀마	A-1/A-3	PNG	8.5%	4Q13	35	3	(만톤)
	호주	GLNG	LNG	15.0%	4Q15	780	117	(만톤)
	호주	Prelude	LNG	10.0%	2Q19	360	36	(만톤)
	모잠비크	Coral S-FLNG	LNG	10.0%	4Q22	336	34	(만톤)
	캐나다	BC-LNG	LNG	5.0%	2H25	1,400	70	(만톤)
관계 기업	카타르	RASGAS	LNG(국내도입)	3.0%	1999	660	20	(만톤)
	오만	OLNG	LNG(국내도입)	1.2%	2000	650	8	(만톤)
	인도네시아	DSLNG	LNG(국내도입)	15.0%	2017	730	110	(만톤)
	우즈벡	수르길	가스+화학제품	22.5%	2016	NA	NA	

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

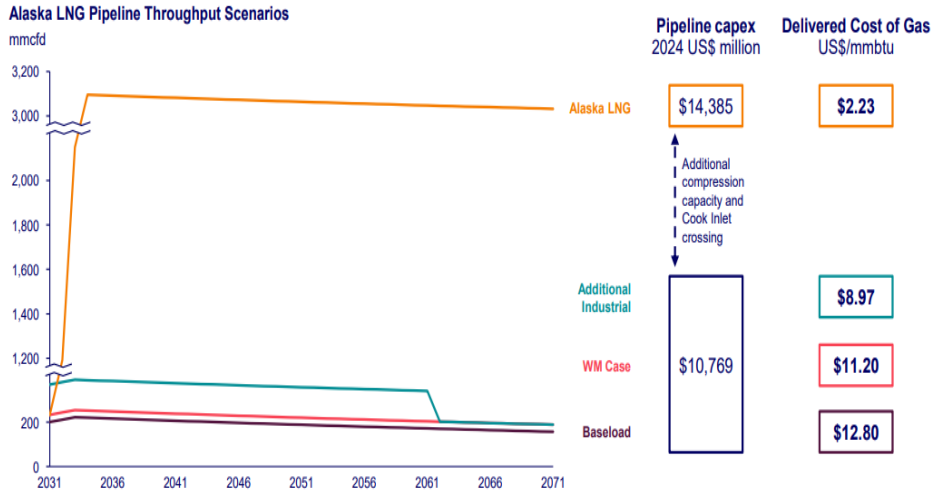
알래스카 LNG 프로젝트

미국 알래스카 LNG 가스관 사업



자료: AGDC(Alaska Gasline Development Corp), 언론보도, 대신증권 Research Center

시나리오별 알래스카 LNG 파이프라인 투자비, 가스비용 추정



자료: Wood Mackenzie(2024.10), 언론보도, 대신증권 Research Center

주1: 가스비용은 원료비(1.0달러/Mmbtu), 운송비, 저장비, 부대비용 등을 포함, 알래스카 내수 공급 (220mmcf) 및 LNG 2,000만톤(2,550mmcf) 생산을 위한 가스 파이프라인 구축 시 규모의 경제 효과 발생으로 가스비용 하락

주2: 가정: 자기자본 25%, 타인자본 75%, 자기자본 요구수익률 10%, 이자율 6.25%(연방정부 보증 효과 반영), 재산세(알래스카 주정부) 0.2%로 인하, 내용연수 30년

알래스카 LNG 프로젝트 투자비의 단순 추정치 비교

	2015	2025 물가보정치	민감도(주요 변수)
Gas Treatment Plant & CCS	5.9	8.3	CO ₂ 30% → +0.3B\$/1%p
Mainline Pipeline (807 mi·42")	7.6	10.7~14.4	X80 강재 10% ↑ → +0.8B\$, 추가 압축설비 등
Liquefaction + Marine (3 × 6.7 MTPA)	12.8	18.8	모듈 지연 3개월 → +0.4B\$
Owner's Cost (PMT·IDC 등)	6.4	9.0	금리 +1%p → +0.6B\$
Contingency (30%)	10.0	17.9	초과비용 +10%p → +4.4B\$
총액	42.7~44	66	

자료: AGDC, Anchorage Daily News(by Lois Epstein), Wood Mackenzie, 대신증권 리서치센터

한국가스공사의 해외사업 현황

운송 경로	항해 거리 (해리)	편도 운항일수	파나마운하 통과	LNG 해상운임 (추정)
알래스카 Nikiski → 일본	약 2,500	8~10일	불필요	\$0.8~1.0/MMBtu
미국 걸프 → 일본 (파나마 경유)	약 9,000	~20일	필요	\$1.5~1.8/MMBtu
미국 걸프 → 일본 (우회 항로)	13,000+	30일 이상	불필요	\$2.0~3.0/MMBtu (경로 연장 및 운임상승)

자료: AGDC, Qilak LNG, EIA, 대신증권 리서치센터

두산에너지빌리티: 투자의견 '매수', 목표주가 123,000원

- 2025년 실적 가이드는 매출액 7.4~7.8조원, 영업이익 3,100~3,300억원으로 기존 대비 매출액은 14~20% 상향, 영업이익은 12~17% 하향함. 영업이익을 하향하는 이유는 주식으로 지급되는 임원을 장기성과급이 연간 500~600억원, 장기근속 임직원에게 지급되는 금의 헛징 비용 등 일회성 비용 발생 때문으로 우려 요소는 아님
- 회사 측은 연간 수주목표 금액을 기존 10.7조원에서 13 ~ 14조원으로 상향함. 기존 계획이었던 원자력 4.9(체코항 APR1400 핵증기공급계통 및 터빈/발전기 3.8조원 등), 가스/수소 1.6조원(미국 및 국내 가스터빈 수주 포함), 신재생 0.8조원 이외에도 0.7 ~ 1.7조원의 추가 수주도 기대하고 있음
- 2026년에는 1분기 NuScale의 미국 TVA 프로젝트(총 6GW, SMR 72개 모듈) 중 SMR 12 ~ 24기 주기기 기자재(대신 추정치는 12기당 1조원 수준)를 시작으로 웨스팅하우스의 AP1000 원전의 불가리아 2기, 폴란드 3기, 미국 Fermi America 2기향 원자력 압력용기 및 증기발생기(1기당 7,000억원 내외, APR1400/1000의 핵증기공급계통 수주금액 대비 20%로 가정) 등 원자력 관련 수주가 예상되며, 가스터빈도 연간 8기 수주가 가능할 것으로 기대됨
- 회사측은 2028년 1분기까지(1Q26 착공) SMR 20~30기, 대형 가스터빈 12기(2025년 6기)와 중소형 가스터빈(90MW)을 증설하기로 밝힘. 기존에 알려져 있던 NuScale, X-Energy, Terra Power 이외에도 GEH의 BWRX-300, Rolls Royce의 SMR향 기자재 공급도 논의 중이라고 밝힘. 참고로 BWRX-300(300MW), Rolls Royce SMR(470MW)은 Loop 타입의 PWR 기반 SMR로 기존 밸류체인을 이용할 수 있어 현재 SMR 중 가장 빠르게 건설 계획이 확산되고 있음. 동사의 기존 대형 원전 공장에서도 제작이 가능해 공급 성공 시 기존 공장의 가동률, 효율성 재고가 기대됨
- 4Q25를 시작으로 원자력 수주 본격화, 해외 가스터빈 수주 확대 예상. 멀지 않은 시간 내에 MANUGA 관련 구체적인 내용이 밝혀지면, 한국의 국 원전 건설 프로젝트 참여가 본격화될 것으로 기대. 특히 한수원의 웨스팅하우스 원전 건설 참여 시, 계약 상황에 따라 터빈, 발전기, 다른 주기기 내 기자재 등도 추가 공급할 가능성도 존재함
- SMR 생산능력을 2028년 20기 2030~2035년 30기, 가스터빈 생산능력을 2028년 12기, 2030~2035년 16기로 증가, 가스터빈 판매가격 상승 등을 반영한 것임. 에너지빌리티부문의 2035년 매출액 24.39조원, 영업이익 3.06조원, EBITDA 3.27조원으로 추정함. 2035년 실적 기준 목표 EV/EBITDA는 18배를 적용함

두산에너지빌리티의 영업실적 및 투자지표

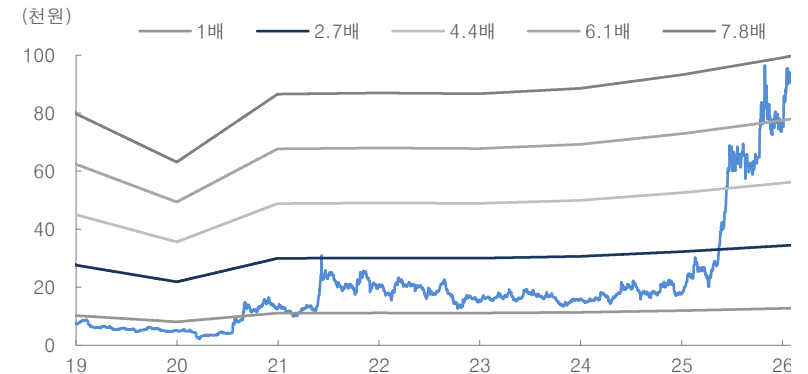
(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	16,845	18,783	20,948
영업이익	1,467	1,018	792	1,091	1,438
세전이익	738	658	549	601	1,000
총당기순이익	518	395	306	450	769
지배지분순이익	56	111	155	166	485
EPS	87	174	242	259	757
PER	183.0	100.9	379.8	354.8	121.5
BPS	11,120	11,703	11,983	12,281	13,078
PBR	1.4	1.5	7.7	7.5	7.0
ROE	0.8	1.5	2.0	2.1	6.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

(단위 : 십억원)	2035F	2030F	2025F	분할합병 반영	분할합병 반영	비고
				2030F	2025F	
(A) 영업가치	64,927	75,757	78,836	77,501	78,473	에너지빌리티 부문의 2030F EBITDA, 체코, UAE, UAE, 국내 신규 대형원전, SMR(2025년 수주분의 준공)
수정 EBITDA	3,403	2,821	355	2,821	355	매출을 모두 반영, 2030년 예상 EBITDA 1.38조원 - 두산밥캣 배당금 750억원 제외
EV/EBITDA (배)	19	27	222	27	221	미국 원자력(SMR 제외), 가스/풍력터빈 Peer의 2026F EV/EBITDA 26배 대비 시간가치 30% 할인(4% = WACC 6% - 물가상승률 2%)
(B) 지분가치	3,733	3,733	3,733	820	820	미국 원전 Peer는 우라늄 채굴, 군수용원자로/민간 핵부품/서비스, 원자력 발전 업체임, 동사의 중장기 성장성이 더 큼
두산밥캣	2,598	2,598	2,598	0	0	두산밥캣 시가총액 x 지분율 46.1% (EBITDA에서 두산밥캣 배당금 750억원을 제외했으므로 할인하지 않음)
두산퓨얼셀	337	337	337	472	472	두산퓨얼셀 시가총액 x 지분율 30.3% x 할인을 50%
비상장 자회사	798	798	798	348	348	비상장 자회사 장부가치
(C) 기업가치	68,661	79,490	82,569	78,320	79,293	
(D) 순차입금	-10,128	701	3,780	-469	2,600	2035F 순차입금은 두산에너지빌리티 부문 기준
(E) 주주가치 (C) - (D)	78,789	78,789	78,789	78,789	76,693	에너지빌리티 주주가치는 (E) = (A) + (B) + (C) - (D)
(F) 목표주가 (원)	123,000	123,000	123,000	123,000	123,000	
현재주가 (원)	90,600	90,600		28,950		
상승여력 (%)	35.8	35.8		324.9		

에너지빌리티 부문의 사업분야별 제품 및 역무 현황

	원자력		가스/수소	신재생	기타 단품 / 서비스
제품	대형원전 주기기 (NSSS , T/G)	원자로, 증기발생기 가압기, 냉각재펌프 터빈/발전기 계측제어시스템 기타 주기기/보조기기	· 가스 터빈 (최대 380MW 생산) · 수소혼소 터빈 (300MW 개발중) · 수소전소 터빈 (400MW 개발 계획)	· 양수 터빈/발전기 · 육상 풍력터빈(최대 3.3MW) · 해상 풍력터빈(5.5MW, 8MW) · 풍력 실적: 국내 340MW(97기) · 풍력 점유율: 용량 기준 20%	· 발전/선박/제철기계 등의 주조/단조 소재 제작 · 신사업: 3D부품, 리튬회수
	SMR	VOYGR(미국 NuScale)			
	NSSS	Xe-100(미국 X-Energy) i-SMR(한국 혁신형 SMR)			
EPC	대형원전 주기기 시공		가스/수소 발전소 시공	양수/풍력/연료전지 발전소 시공	건설(도로, 철도, 항만, 산업단지)

주1: NSSS(Nuclear Steam Supply System, 핵증기공급계통): 원자로, 증기발생기, 가압기, 냉각재 펌프, 계측제어시스템으로 구성

주2: T/G(TBN/GEN System, 터빈발전기계통)

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지부문의 2035년 이후 원자력, 가스/수소터빈 생산량, 점유율 가정

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
생산량(생산능력) (기)	LWR	5	5	5	5	5
	K-LMR	1	1	1	1	1
	WH-LMR	4	4	4	4	4
	SMR	6	20	20	30	60
	가스/수소 터빈	6	12	12	16	20
가동률	LWR	100%	100%	100%	100%	100%
	SMR	100%	100%	100%	100%	100%
2050년까지 GW기준	전체	16%	20%	20%	26%	43%
누적 점유율	LWR	25%	25%	25%	38%	47%
	SMR	5%	14%	14%	26%	38%

자료: 대신증권 Research Center

에너지부문의 Base 시나리오 기준 원자력 수주 기수, 설비용량, 점유율 가정

	수주 기수 (기)			총 설비용량	점유율 (%)	
수주시기	2025~ 2027년	2028년 이후	2030 ~ 2050	용량	점유율	
공급시기	2030~2034	2035~2050	2035~2050	(GW)	신규 건설 목표	건설 계획+목표
LMR	9	80	89	101.1	33.9%	24.8%
APR1000/1400	4	16	20	24.0	8.0%	5.9%
AP1000	5	64	69	77.1	25.8%	18.9%
SMR	80	320	400	54.2	14.4%	14.4%
해외 SMR_1	80	206	286	22.9	6.1%	6.1%
해외 SMR_2		91	91	27.4	7.3%	7.3%
i-SMR		23	23	3.9	1.0%	1.0%
총계	89	400	489	155.2	23.1%	19.8%

자료: 대신증권 Research Center

시나리오별 에너지부문의 2035년 실적 전망 및 밸류에이션

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
	2030F	2035F	2035F	2035F	2035F	2035F
매출액 (십억원)	26,550	21,491	25,608	26,138	29,188	34,837
원자력 기자재	6,163	6,677	8,455	8,984	10,474	14,564
APR	2,469	2,820	2,820	2,820	2,820	2,820
AP1000	1,363	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
SMR	1,548	977	2,755	3,284	4,774	8,864
원자력 Service, I&C	784	908	908	908	908	908
가스/수소/양수발전 기자재 및 서비스	8,037	2,630	4,970	4,970	6,530	8,090
가스/수소발전 주기기	7,324	1,800	3,600	3,600	4,800	6,000
LTSA	331	540	900	900	1,140	1,380
양수발전 주기기, 단품 등	382	290	470	470	590	710
풍력발전 기자재	741	741	741	741	741	741
EPC	11,609	11,609	11,609	11,609	11,609	11,609
영업이익	2,689	2,393	3,080	3,194	3,717	4,800
EBITDA	2,896	2,602	3,289	3,403	3,952	5,059
이자손익	-98	75	101	112	145	162
영업외손익	-100	-100	-100	-100	-100	-100
세전이익	2,491	2,367	3,081	3,206	3,763	4,862
순이익	1,893	1,799	2,341	2,436	2,860	3,695
NOPLAT	2,100	2,009	2,551	2,646	3,094	3,955
순부채	701	-8,536	-9,891	-10,128	-10,749	-12,400
유지보수 CAPEX	207	207	207	207	207	207
영업이익률 (%)	10.1%	11.1%	12.0%	12.2%	12.7%	13.8%
EBITDA마진율 (%)	10.9%	12.1%	12.8%	13.0%	13.5%	14.5%
EV/EBITDA		19	19	19	19	19
사업가치		49,878	63,052	65,234	75,753	96,987
지분가치		3,781	3,781	3,781	3,781	3,781
순차입금		-8,536	-9,891	-10,128	-10,749	-12,400
주주가치 (십억원)		62,194	76,723	79,143	90,283	113,169
목표주가 (원)		97,000	120,000	124,000	141,000	177,000
상승여력 (%)		5.4%	30.4%	34.8%	53.3%	92.4%

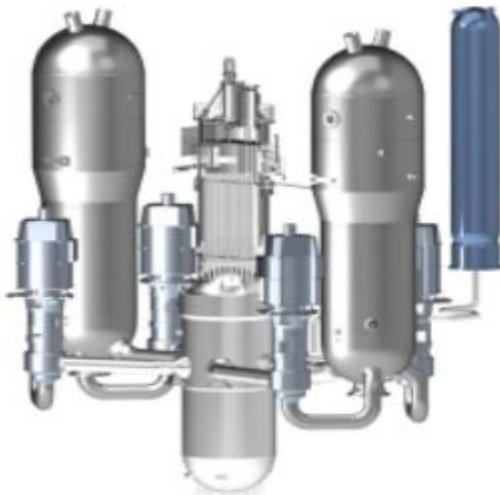
세계 4번째 H-Class 가스터빈 자체 개발 성공

- K-원전: NSSS,(원자로, 증기발생기, 가압기, 냉각펌프, 계통제어시스템 등), T/G 이외 BOP, I&C, 서비스(교체, 유지/보수, 업그레이드 등)
- 웨스팅하우스 AP1000: 원자로, 증기발생기
- 지금까지 총 34기의 원자로, 124기의 증기발생기 제작/공급

원자력 사업의 주요 제품 및 서비스

Nuclear Steam Supply System

- Reactor Vessel and Internals
- Steam Generator
- Reactor Coolant Pump
- Control Element Drive Mechanism
- Pressurizer
- Integrated Head Assembly
- Fuel Handling System



Turbine & Generator System

- Turbine
- Generator
- Moisture Separator & Reheater, etc.



I&C

- NPP I&C total Package
 - Safety / Non-Safety System
 - Cable Assembly, etc.
- Upgrade of I&C in operating NPPs
 - I&C Digital Upgrade
 - Control Rod Control System



Balance of Plant

- Containment Post-tensioning Sys.
- Containment Liner Plates
- Stainless Steel Liner Plates
- Condenser and Heat Exchangers
- Pressure Vessels & Tanks
- Gas Stripper, Boric Acid Concentrator
- New and Spent Fuel Racks
- Spent Fuel Transportation Cask



Nuclear Service

- Replacement Service
 - RSG, RRVCH, RPZR
- Repair & NDE Service
 - RVCH, SG, PZR
- Maintenance
 - RCP Internal & Refueling System
- Upgrade & Modification
 - FHS, IHA, High Density Fuel Rack
- Technical Advisory Service

세계 4번째 H-Class 가스터빈 자체 개발 성공

- 대형 H-Class (1,650° C)급 가스터빈 공급사는 GE · 지멘스 · MHI · 두산 4개사 뿐
- 2023년 7월 김포열병합 발전소(가스터빈 270MW, 플랜트 500MW) 상업운전, 2023 ~ 2024년 국내 가스복합발전 주기기 5기 수주(가스터빈 380MW, 플랜트 550MW)에 성공
- 복합가스발전 기자재 패키지(주기기/스팀터빈/HRSG/제너레이터) 2,600~3,000억원(3 ~ 3.4년) + LTSA(장기서비스) 870 ~ 1,200억원(10년) 매출 인식

두산에너지빌리티의 가스터빈 개발 및 공급 현황



가스터빈: 시간을 팔다!

- 사우디가 2029년까지 글로벌 가스터빈 20GW(AI DC 수요 미포함)의 부킹피 지불. GE · 지멘스 · MHI 생산능력은 2029년까지 포화 상태
- 미국 빅테크는 레퍼런스 없이도 두산 제품을 검토 중. AIDC 필요 전력용량의 4.5배(가스터빈, 재생에너지, ESS)의 발전설비를 구축해서 전력 안정성을 확보하려고 함(가스터빈 가동률 70% 가정)

글로벌 가스터빈 시장 전망

시장 환경

"Global 가스터빈 지속 성장 전망"

- 전기화 수요, AI 산업 수요 등 증가하는 전력수요에 대한 안정적 전력 공급원으로 가스터빈은 Globally 지속 성장 전망

"대규모 Data Center 수요 급격한 증대 전망"

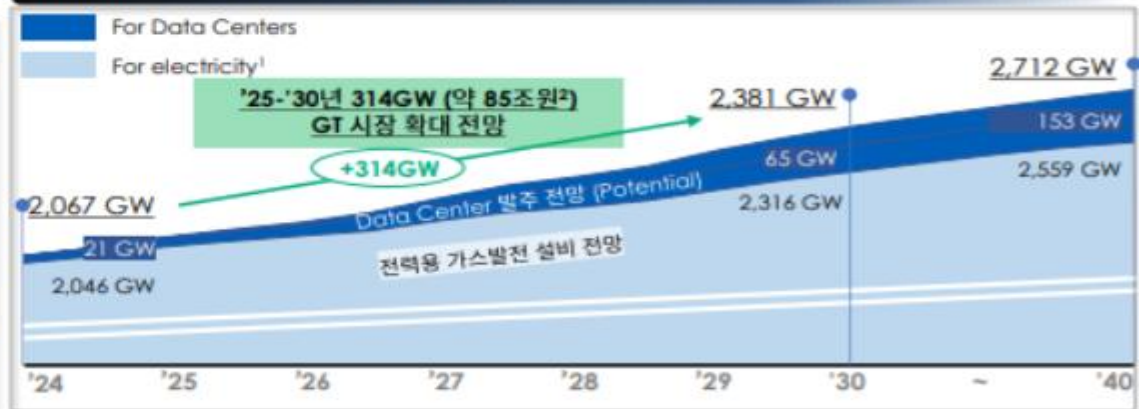
- Data Center용 전력 수요 증대(~'30년 약 65GW 추정)에 따른 가스터빈 건설 계획 증대
- SMR의 상용화 시점인 '30년도 이전시점은 가스터빈이 전력생산을 담당할 것으로 전망

"두산 가스터빈 성공적 시장진입 달성"

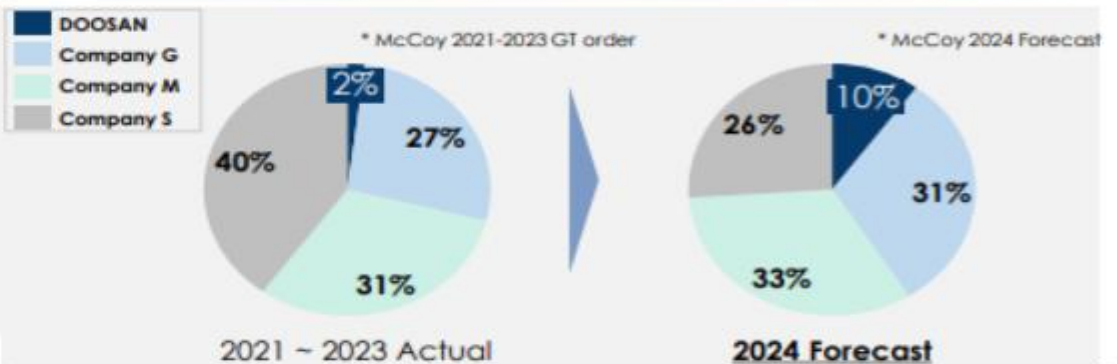
- Doosan은 H급 가스터빈 초기시장 진입 성공하였으며, 사업 확대 추진 중
- '23년 실증완료 후 '24년부터 본격적 H급 가스터빈 판매를 통해 시장점유율 10% 달성 (국내시장 기준 67% 달성)

1. S&P Global Commodity Insights 가스터빈설치용량 (installed, 누적)
2. GT World 2024 H급 GT 시장 평균가 193\$/kW 적용

Global 가스터빈 설비 전망 (GW, Acc.)



H급 가스터빈 시장 점유율 현황 (60Hz)



대형 원전 및 SMR, 가스터빈 생산능력

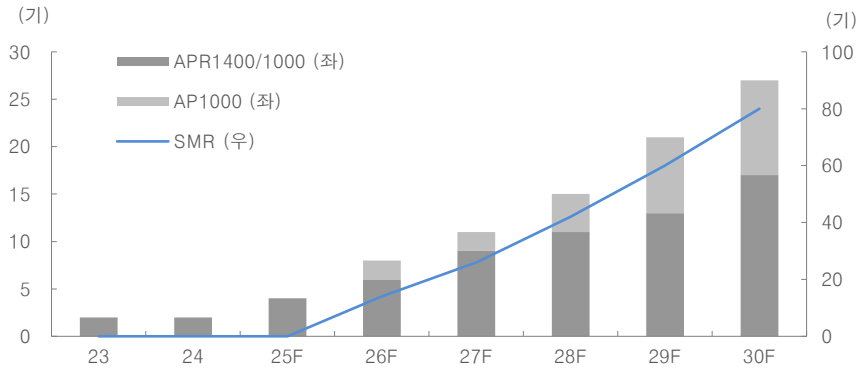
1) 대형 원전: '25년 10대/년

2) 가스터빈 양산 능력: '25년 6대/년 → ' 26년 8대/년 → AI 데이터센터 수요에 따라 보틀넥 해소 투자 12대/년, 증설 투자 16 · 20대/년 고려 중

3) SMR: 기존 원전 공장 내 연간 8기 모듈 생산 가능 → 전용 공장 건설 시 연 20기까지 확대를 검토 중임 (단일 라인당 10기), 전용 공장 건설 기간은 1년 6개월

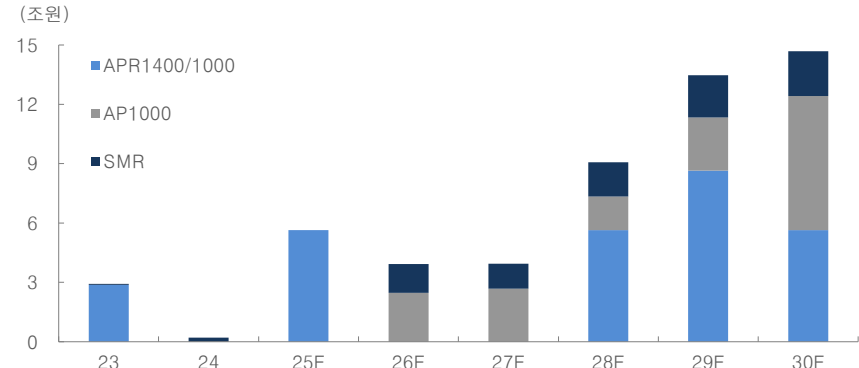
4) 2025년 총 투자규모: 1.3조 원(기존 7천억 원 + 추가 6천억 원)

에너지빌리티 부문의 원자력 수주 누적 호기수 전망



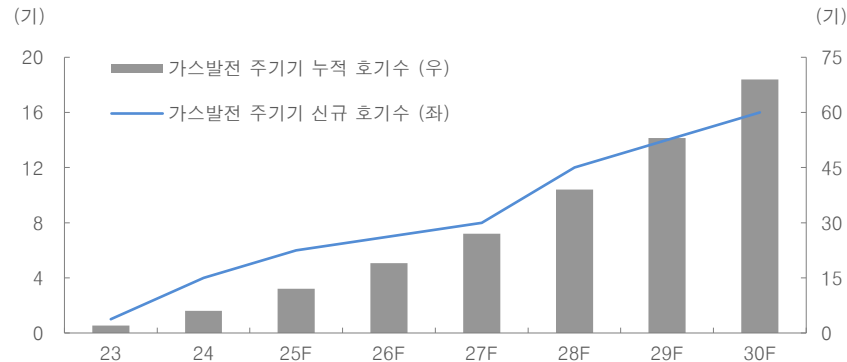
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 원자력 수주금액 전망



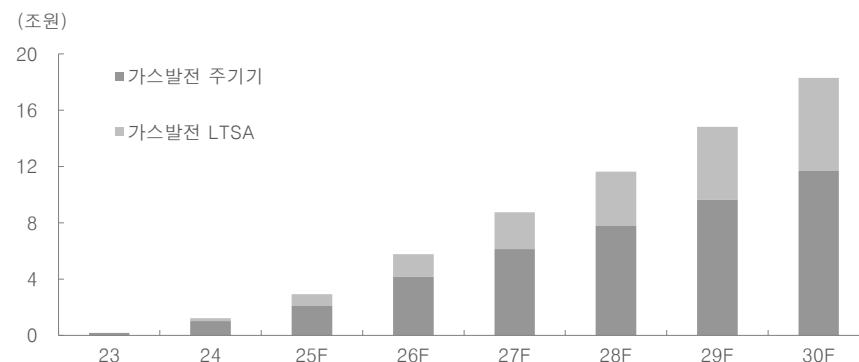
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주 호기수 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주금액 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지부문의 중장기 실적 전망

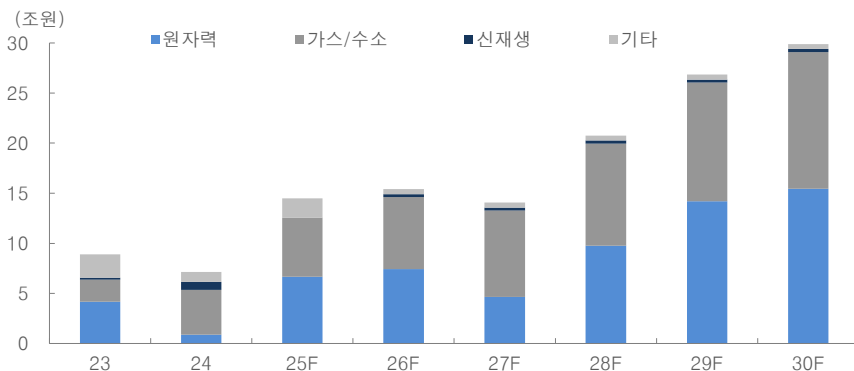
(단위: 십억원, %)

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2035F
수주금액	7,135	14,486	15,416	14,072	20,756	26,839	26,804	26,804
원자력	870	6,650	7,425	4,641	9,774	14,187	8,984	8,984
가스/수소	4,470	5,936	7,191	8,631	10,182	11,852	17,020	17,020
신재생	800	0	300	300	300	300	300	300
기타	995	1,900	500	500	500	500	500	500
수주잔고	15,888	23,342	29,498	32,664	39,980	48,238	48,491	51,821
매출액	7,367	7,692	9,260	10,906	13,440	18,581	26,550	26,138
원자력 기자재	829	1,203	1,764	2,699	3,552	4,719	6,163	8,984
APR	144	514	713	1,165	1,446	1,874	2,469	2,820
AP1000	0	0	74	204	481	857	1,363	1,972
SMR	52	50	332	585	858	1,213	1,548	3,284
단품 등	633	639	646	746	768	776	784	908
가스발전 기자재 및 서비스	598	1,194	2,211	3,523	5,167	6,532	8,037	4,970
주기기설비	215	803	1,810	3,080	4,658	5,933	7,324	3,600
LTSA	3	10	20	62	127	216	331	900
단품 등	380	380	381	381	381	382	382	470
EPC/기타	5,940	5,296	5,285	4,684	4,721	7,330	12,350	12,350
영업이익	244	279	436	783	1,197	1,798	2,689	3,194
EBITDA	379	430	597	950	1,404	2,005	2,896	3,403
당기순이익	-115	-34	29	348	660	1,154	1,893	2,436
기자재/서비스 매출비중 추정	19.4	31.2	42.9	57.1	64.9	60.5	53.5	53.4
원자력	11.2	15.6	19.1	24.7	26.4	25.4	23.2	34.4
가스발전	8.1	15.5	23.9	32.3	38.4	35.2	30.3	19.0
영업이익률	3.3	3.6	4.7	7.2	8.9	9.7	10.1	12.2
EBITDA 마진율	5.2	5.6	6.5	8.7	10.4	10.8	10.9	13.0

주1. 기타는 국내외 자회사, 토목/건축, 주단, 방산 등, EPC는 원자력, 가스/수소, 신재생, 기타

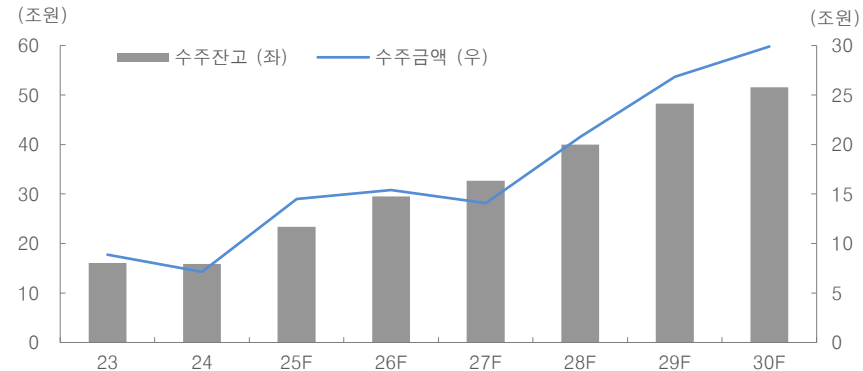
주 2. 실적 추정에는 두산밥캣으로부터 배당금 750억원 포함

에너지부문의 분야별 수주금액 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 수주금액, 수주잔고 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

[두산에너지(주)의 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수주금액	1,721	2,037	1,633	9,095	40,768	49,879	44,544	52,643	8,886	7,135	14,486	15,416	14,072
수주잔고	16,149	16,012	16,417	23,342	18,025	25,756	22,125	26,696	16,050	15,888	23,342	29,498	32,664
매출액	3,749	4,569	3,880	4,647	21,793	22,865	21,203	24,356	17,590	16,233	16,845	18,783	20,948
에너지비	1,576	2,268	1,678	2,170	1,196	1,541	1,570	1,615	7,652	7,367	7,692	9,260	10,906
발전	2,098	2,201	2,041	2,345	-247	-283	-355	-24	9,759	8,551	8,686	9,022	9,438
판매	100	128	131	135	9	9	15	13	261	412	494	592	694
기타	-25	-29	-36	-3	14	14	32	23	-82	-97	-92	-90	-88
영업이익	142	271	137	242	4	4	4	4	1,467	1,018	792	1,091	1,438
에너지비	-1	92	43	145	20	20	20	20	225	244	279	436	783
발전	200	204	163	119	-1	-1	-1	-8	1,390	871	686	773	773
판매	-12	-2	-8	-17	2,842	3,443	2,187	2,433	2	-2	-39	-2	-2
기타	-45	-24	-43	-6	1,038	1,383	781	1,154	-149	-96	-116	-116	-116
세전이익	30	311	-65	273	2,253	2,299	1,831	1,345	738	658	549	601	1,000
당기순이익	-21	198	-24	153	-5	-1	-3	-7	518	395	306	450	769
당기순이익(지배)	-69	131	-56	150	-443	-239	-422	-58	56	111	155	166	485
에너지비	-78	100	-83	28	99	27	60	1	-269	-115	-34	29	348
발전	5	56	59	73	-7,511	50	80	-20	425	260	194	250	250
판매	-3	-1	-1	-7	13	13	13	13	-3	-3	-12	-4	-4
기타	7	-24	-31	56	-96	-96	-96	-96	-98	-30	8	-109	-109
영업이익률 (%)	3.8	5.9	3.5	5.2	(0.7)	1.3	(0.7)	5.4	8.3	6.3	4.7	5.8	6.9
에너지비	(0.1)	4.1	2.6	6.7	7.0	6.9	4.9	4.6	2.9	3.3	3.6	4.7	7.2
발전	9.5	9.3	8.0	5.1	5.8	5.4	3.5	4.3	14.2	10.2	7.9	8.6	8.2
판매	(11.6)	(1.5)	(6.0)	(12.8)	10.3	10.1	8.6	5.5	0.6	(0.4)	(7.8)	(0.3)	(0.2)
지배지분율(%)	325.5	66.2	234.4	97.8	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.4)	10.7	28.2	50.8	36.9	63.1

주1. 수주금액과 수주잔고는 두산에너지(주) 부문 기준임

주2. 기타는 두산큐백스 등의 실적 이외에 배당수익(중간지주회사인 에너지(주) 부문이 발전, 판매 등으로 받는 배당수익) 등의 내부거래가 제거된 것임

자료: 두산에너지(주), 대신증권 추정

[부문별 실적 비중]

(단위: %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출 비중													
에너지비	42.0	49.6	43.3	46.7	5.5	6.7	7.4	6.6	43.5	45.4	45.7	49.3	52.1
발전	56.0	48.2	52.6	50.5	(1.1)	(1.2)	(1.7)	(0.1)	55.5	52.7	51.6	48.0	45.1
판매	2.7	2.8	3.4	2.9	0.0	0.0	0.1	0.1	1.5	2.5	2.9	3.2	3.3
기타	(0.7)	(0.6)	(0.9)	(0.1)	0.1	0.1	0.2	0.1	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.4)
영업이익 비중													
에너지비	(1.0)	34.1	31.7	60.0	515.4	515.4	515.4	515.4	15.3	23.9	35.3	39.9	54.5
발전	140.4	75.3	118.7	49.4	(20.8)	(18.1)	(14.5)	(201.4)	94.7	85.6	86.6	70.9	53.7
판매	(8.1)	(0.7)	(5.7)	(7.1)	73,476.4	89,008.9	56,536.0	62,905.4	0.1	(0.2)	(4.9)	(0.1)	(0.1)
기타	(31.3)	(8.7)	(31.0)	(2.3)	26,821.3	35,762.1	20,202.1	29,825.5	(10.2)	(9.4)	(14.7)	(10.7)	(8.1)
지배지분 순이익 비중													
에너지비	113.6	76.1	147.5	18.4	(22.5)	(11.3)	(14.1)	(1.3)	(483.5)	(103.1)	(22.2)	17.5	71.8
발전	(7.6)	42.9	(104.7)	49.0	1,694.9	(20.8)	(19.0)	34.9	764.2	233.3	124.9	150.5	51.5
판매	4.5	(0.6)	2.3	(4.8)	(2.8)	(5.3)	(3.0)	(21.6)	(4.6)	(2.9)	(7.9)	(2.2)	(0.7)
기타	(10.4)	(18.4)	54.9	37.4	21.7	40.2	22.7	164.7	(176.1)	(27.3)	5.1	(65.9)	(22.6)

한전기술: 투자의견 '매수', 목표주가 200,000원

- 4Q25 체코 원전 관련 1.1~1.2조원(부가가치세 등 반영, 12년간 매출 인식은 0.98조원) 수주 예상. 이 경우 이미 용역을 수행하고 체코 원전 ATP(사전착수지시) 250억원 이상이 4Q25에 정산 매출로 인식될 것으로 기대. 이에 따라 4Q25 매출액 1,948억원(+1%, 이하 YoY), 영업이익 278억원(+3%) 예상. 일시적 호실적을 기록했던 4Q24와 유사한 수준의 영업이익 발생 기대
- 2026년 매출액 5,315억원(+5%, 이하 YoY), 영업이익 495억원(+35%)을 전망. 체코 원전 관련 매출이 추가되며 실적 성장 본격화 예상. 또한 2026년부터는 판관비로 인식되고 있는 정부과제 관련 비용이 영업외손익으로 변경 회계처리되어 영업손익의 혼동 효과가 사라질 가능성 존재. 이는 현재 실적 추정치에 미반영되어 있음
- 현재 주가는 한수원의 미국 대형원전 건설 및 4세대 SMR 개발/건설 사업협력, 그에 따른 한전기술의 설계 용역 수행에 대한 가치는 미반영된 것으로 추정. 향후 한국과 미국의 투자 협정 관련 팩트시트 공개, 원자력협정 개정, 한수원의 미국 원전 사업 진출 본격화 시, 동 사업가치가 반영될 것으로 예상
- Westinghouse의 미국 내 AP1000 건설에 한수원이 참여하고, 체코 두코바니 5,6호기 APR1000의 순공사비와 세부 사업비 구조 추정치(대신증권 추정) 유사하다고 가정할 경우, 순공사비는 2기당 207억달러(9,285/kW), 한전기술의 종합설계 용역은 최대 5.8억달러(순공사비 대비 3.1%)로 추정가능
- 다만, 미국 내 엔지니어링 업체와 협업 등 보수적으로 접근해 3.9억달러(순공사비 대비 1.9%)로 추정. 또한 한수원은 북미 4세대 SMR 업체(X-energy, Oklo, TerraPower, ARC 등)와 사업제휴 MOU, 일본 지분 등을 통해 4세대 SMR 사업 진출도 모색 중임. 한전기술은 상기 4세대 SMR의 상업화 설계 과정에도 참여할 수 있을 것으로 기대

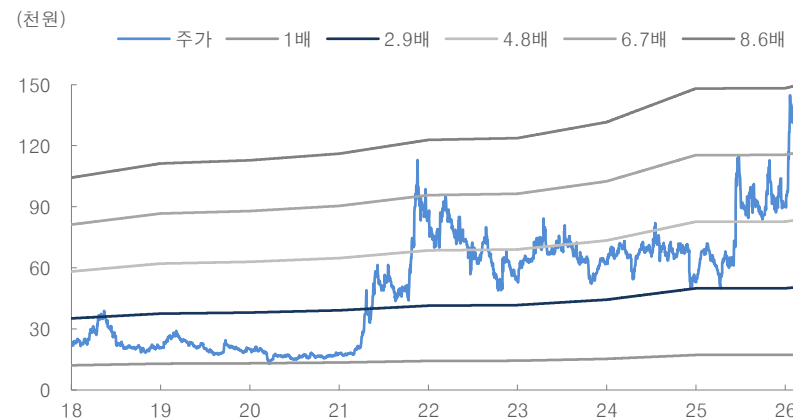
한전기술의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	545	553	536	579	720
영업이익	29	55	55	61	100
세전이익	44	76	144	73	112
총당기순이익	33	59	111	56	86
지배지분순이익	33	59	111	56	86
EPS	854	1,531	2,911	1,468	2,260
PER	72.7	34.6	46.0	91.2	59.2
BPS	14,320	15,109	17,026	17,342	18,651
PBR	4.34	3.51	7.86	7.72	7.18
ROE	6.0	10.4	18.1	8.5	12.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한전기술의 12MF PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한전기술의 중장기 실적 전망

(단위: 억원, %)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	545	553	536	579	720	928	1,140	1,319
원자력/원자로	377	431	460	507	653	865	1,081	1,260
설계	270	330	360	403	548	759	974	1,152
O&M	107	101	101	104	105	106	107	108
에너지신사업	168	122	76	72	67	63	60	59
설계	63	44	38	31	25	20	16	15
O&M	6	12	7	7	7	7	7	7
기타	99	66	30	33	35	36	37	37
매출총이익	128	167	175	183	226	295	361	408
영업이익	29	55	55	61	100	165	228	271
금융손익	6	8	7	8	8	8	8	8
기타영업외손익	9	13	82	5	5	5	5	5
지분법손익	0	0	-1	-1	-1	-1	0	0
세전이익	44	76	143	73	112	177	240	284
당기순이익	33	59	111	56	86	137	186	220
사업별 매출비중								
원자력/원자로	69	78	86	88	91	93	95	96
에너지신사업	31	22	14	12	9	7	5	4
영업이익률	5.2	9.9	10.3	10.6	13.9	17.8	20.0	20.5
EBITA 마진율	9.2	13.9	14.4	14.4	17.0	20.2	21.9	22.2

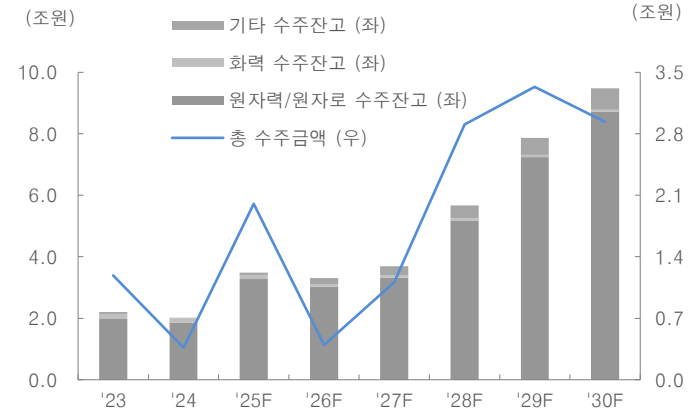
〈 한전기술의 실적추이 및 전망 〉

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	96	102	115	223	116	113	130	220
원자력/원자로	75	83	104	198	95	96	118	197
설계	59	64	78	159	78	77	90	157
O&M	17	18	27	39	17	19	28	40
에너지신사업	21	19	10	25	21	17	12	22
설계	7	10	6	14	6	8	5	12
O&M	1	3	0	4	1	2	2	2
기타	13	6	4	8	14	7	4	8
매출총이익	26	23	37	89	35	36	42	71
영업이익	1	-4	12	46	9	7	17	27
금융손익	2	1	2	2	2	2	2	2
기타영업외손익	82	4	1	-5	1	1	0	3
지분법손익	0	-1	0	0	0	0	0	0
세전이익	85	0	15	43	12	10	19	32
당기순이익	66	0	11	33	9	8	15	24
활동별 매출비중								
원자력/원자로	78	81	91	89	82	85	91	90
에너지신사업	22	19	9	11	18	15	9	10
영업이익률	1.2	-4.3	10.7	20.8	8.1	6.6	13.3	12.4
EBITA 마진율	7.1	1.2	15.4	23.2	12.8	11.5	17.5	14.9

주: 1) 원자력 부문은 원전 종합설계, 2) 원자로 부문은 원자로설계, 에너지신사업의 설계/O&M은 화력, 3) 기타 부문은 신재생, 환경 등임

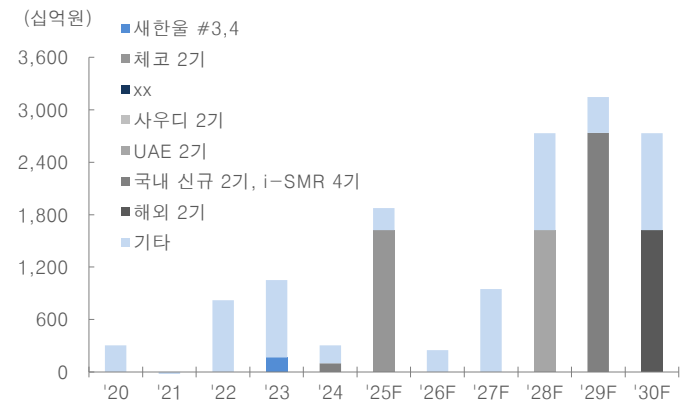
자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

한전기술의 분야별 수주잔고, 총 수주금액 추이 및 전망



자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

한전기술의 원자력/원자로 분야 수주금액 추이 및 전망



자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

시나리오별 한전기술의 2035년 실적 전망 및 밸류에이션

(원, 배, %)	Value			비고
	2026F	2027F	2035F	
영업가치 (십억원)	6,510	6,510	6,510	2035F EBITDA 적용 미국 원자력(SMR 제외), 가스/풍력터빈 Peer의 2026F EV/EBITDA 26배 대비 시간가치 30% 할인 (4% = WACC 6% - 물가상승률 2%)
EBITDA	83	122	344	
목표 EV/EBITDA (배)	78	53	19	
순차입금 (십억원)	-249	-295	-1,148	
주주가치 (십억원)	7,658	7,658	7,658	
목표주가 (원)			200,000	발행주식수는 38.2백만주, 목표주가는 2035F 실적 기준 PER 20배에 해당
현재주가 (원)			131,400	
상승여력 (%)			52.2	

	2030	Bear-2 2035F	Bear-1 2035F	Base 2035F	Bull-1 2035F	Bull-2 2035F
매출액 (십억원)	1,319	1,014	1,595	1,768	2,259	2,750
원자력/원자로	1,260	955	1,536	1,710	2,200	2,691
설계	1,152	847	1,428	1,602	2,092	2,583
O&M	108	108	108	108	108	108
에너지신사업	59	59	59	59	59	59
설계	15	15	15	15	15	15
O&M	7	7	7	7	7	7
기타	37	37	37	37	37	37
영업이익	271	154	280	317	424	530
EBITDA	293	181	307	344	451	557
이자손익	8	94	105	132	146	159
영업외손익	5	5	5	5	5	5
세전이익	284	252	390	454	575	694
순이익	220	192	296	345	437	527
NOPLAT	242	219	323	372	464	554
순부채	-636	-1,015	-1,106	-1,148	-1,228	-1,306
유지보수 CAPEX	10	10	10	10	10	10
영업이익률 (%)	20.5%	15.2%	17.5%	18.0%	18.8%	19.3%
EBITDA마진율 (%)		17.8%	19.2%	19.5%	20.0%	20.3%
EV/EBITDA		19	19	19	19	19
사업가치		3,415	5,797	6,510	8,522	10,535
순차입금		-1,015	-1,106	-1,148	-1,228	-1,306
주주가치 (십억원)		4,431	6,903	7,658	9,750	11,841
목표주가 (원)		116,000	181,000	200,000	255,000	310,000
상승여력 (%)		-11.7%	37.7%	52.2%	94.1%	135.9%

한전KPS: 투자의견 '매수', 목표주가 65,000원

▲ 4Q25 매출액 4,535억원(+5% YoY), 영업이익 613억원(+50%) 예상

4Q25 매출액 4,535억원(+5.2%, 이하 YoY), 영업이익 613억원(+49.9%) 예상. 화력발전 계획예방정비 호기수 감소(4Q24 20기 → 5Q25 16기) 등에도 원전 계획예방정비 호기수 증가(4Q24 5기 → 5Q25 13기) 등으로 매출 증가. 2025년 경영평가등급 하락(A → B)으로 전년동기 성과급 감소 등으로 수익성 개선 기대. 영업이익률은 13.5%로 전년동기 대비 4.0%p 개선 예상

▲ '26년 매출액 1.62조원(+2% YoY), 영업이익 1,929억원(+6%) 전망

2026년 매출액 1.62조원(+2.1%, 이하 YoY), 영업이익 1,929억원(+5.8%) 전망. 1Q26 새울 3호기, 4Q26 새울 4호기 상업 가동, 원전 수명연장을 위한 성능개선 정비 확대 등으로 원전 정비 매출 확대 예상. 화력은 계획예방정비 호기수 감소, 석탄발전소 폐기 등으로 감소 예상. 송전선 정비 증가 기대. 2025년 경영평가등급 하락(A → B)에 따른 총당부채 감소 영향은 20억원 내외로 추정. 부문별 매출액은 원자력/양수 7,173억원(+10.9%), 화력 4,996억원(−7.3%), 송전선 1,246억원(+7.3%), 해외 1,644억원(+5.3%), 대외 1,168억원(−11.0%)로 추정

▲ 투자의견 '매수', 목표주가 65,000원 유지, '25F 배당수익률 4.3%

1) '25년 예상 주당 배당금 2,280원(배당성향 65%), 배당수익률 4.3%로 배당매력 존재, 2) '25년에 수주한 루마니아 체르나보다 1호기 원자로 압력관교체 및 설비개선 공사 수주분 (4,850억원, '27년 9월~ '30년 6월)은 4Q26부터 사전작업 매출이 발생하기 시작할 것으로 예상, '26년 체코 두코바니 5,6호기 정비 수주 기대(매출은 '28~'29년부터 발생 시작 기대), 향후 글로벌 노후 원전 성능개선정비 시장 진출 확대, K-원전(APR 1000/1400, i-SMR 등)의 해외 수주 등으로 해외 원전 정비 시장 진출 확대는 긍정적. 3) 중장기적으로 국내 석탄발전소의 폐기 및 LNG발전소로 전환 등에 따른 화력정비 매출 감소(호기당 정비 매출: 석탄발전 > LNG 발전) 우려 존재하지만, 이는 해외 원전정비 매출 확대를 통해 상쇄가 가능할 것

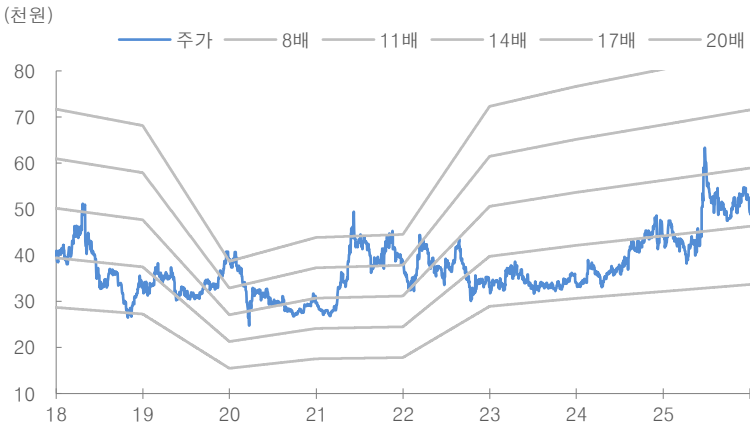
한전KPS의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,534	1,557	1,589	1,623	1,734
영업이익	199	209	182	193	207
세전이익	211	225	196	203	216
총당기순이익	163	172	158	155	166
지배지분순이익	163	172	158	155	166
EPS	3,615	3,832	3,505	3,450	3,680
PER	9.4	11.5	14.8	15.1	14.1
BPS	28,280	29,520	30,465	31,983	32,093
PBR	1.2	1.5	1.7	1.7	1.6
ROE	13.1	13.3	11.7	11.0	11.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한전KPS의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

한전KPS의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

	Value	비고
(A) 현재사업 가치 (십억원)	2,280	
순이익	155	2026년 예상 순이익 적용, 적정 PER 13배는 '09 ~ '24년 평균 PER 17배 대비 25% 할인
적정 PER (배)	15	할인이유: 국내 탈석탄 정책으로 중장기 화력정비 매출 감소, 민간 발전사항 정비 성장 부진
(B) 해외 원전 프로젝트 17개 정비사업 가치	629	67년(시운전/가동전 및 가동후 정비)간 실적, WACC 6%로 현재가치 산정 (물가상승률 미반영)
체코 원전 프로젝트 (2기)	52	총 수주금액 1.6조원(EPC 금액 대비 6%), 5년간 연평균 매출액 240억원, 영업이익률 13%
기타 해외 원전 프로젝트 16개	577	튀르키예, UAE, 베트남 등에서 2050년까지 총 16개 프로젝트, 추가 시간가치 할인을 30%
(C) 주주가치 (= A + B)	2,909	
발행주식수 (천주)	45,000	
목표주가	65,000	
목표 PER	19	목표주가는 2026F 실적 기준 PER 19배에 해당
현재주가	52,800	2025F DPS 2,280원, 현재주가 기준 배당수익률 4.3%, 목표주가 기준 배당수익률 3.5%
상승여력	23.1	

자료: 대신증권 Research Center

해외 원전정비사업 프로젝트당 수주금액, 실적, 밸류 추정

(단위: 십억원)

	UAE Barakah 1,2,3,4		체코 두코바니 2기		사우디 2기	
	계약기간	APR1400	수주시점	APR1000	수주시점	APR1400
사업비(순공사비, 예비비, 금융비용 등)		27,391		29,987		29,987
순공사비 추정(사업비 중 순공사비 비중 가정 85%)		22,901		25,070		25,070
시운전/가동전 정비	'13/09~'24.05	478	2028 ~ 2029F	523	2029 ~ 2030F	523
설비정비/LTMS 1회	'17/06~'25.12	121	2032 ~ 2033F	132	2033 ~ 2034F	132
설비정비/LTMS 7회	2026~2078F	844		924		924
총 수주금액		1,443		1,580		1,580
시운전/가동전 정비		46		48		48
설비정비/LTMS		14		16		16
순공사비 대비	시운전/가동전 정비	2.1%		2.1%		2.1%
	설비정비/LTMS	0.5%		0.5%		0.5%
	설비정비/LTMS 예상	3.7%		3.7%		3.7%
	총계	6.3%		6.3%		6.3%
연평균 실적	매출액	22		24		24
	영업이익(OPM 13%)	3		3		3
해외 원전 정비 현재가치				52		52

자료: 대신증권 리서치센터

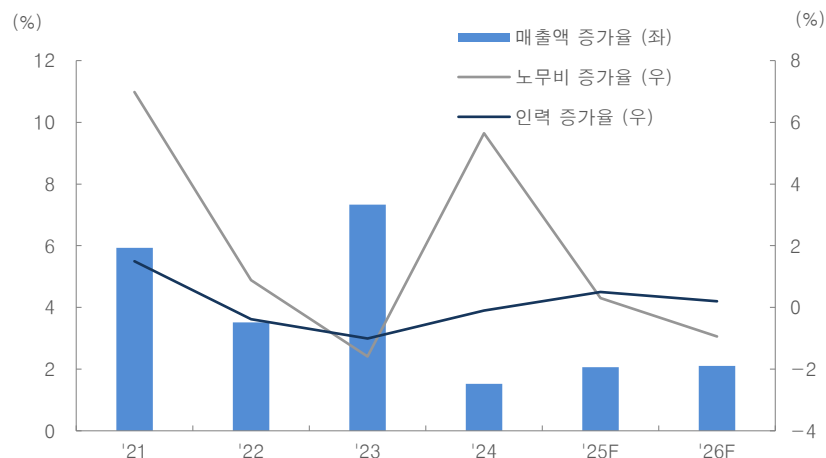
한전KPS의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	343	429	355	431	288	454	394	454	1,534	1,557	1,589	1,623	1,734
화력	104	152	101	152	115	186	108	131	561	509	539	500	490
원자력/양수	147	169	158	176	103	150	177	217	536	650	647	717	739
송변전	24	29	28	31	26	28	30	32	100	112	116	125	135
해외	50	50	35	43	31	36	46	43	196	178	156	164	254
대외	18	29	32	30	13	54	34	31	142	108	131	117	118
영업비용	291	354	312	390	280	388	346	392	1,335	1,348	1,407	1,430	1,528
재료비	15	26	24	27	13	39	22	33	101	92	105	114	138
노무비	138	144	134	179	141	151	142	163	563	595	597	591	598
기타	138	184	154	184	127	199	183	197	670	661	705	725	792
영업이익	52	74	42	41	8	66	48	61	199	210	182	193	207
세전이익	57	78	44	47	16	65	52	64	211	226	196	203	216
순이익	44	60	34	35	11	51	43	53	163	172	158	155	166
영업이익률	15.2	17.4	11.8	9.5	2.7	14.4	12.1	13.5	13.0	13.5	11.5	11.9	11.9
세전이익률	16.6	18.2	12.4	10.9	5.4	14.3	13.1	14.1	13.8	14.5	12.3	12.5	12.5
순이익률	12.7	13.9	9.6	8.2	3.9	11.2	10.8	11.7	10.6	11.1	9.9	9.6	9.5

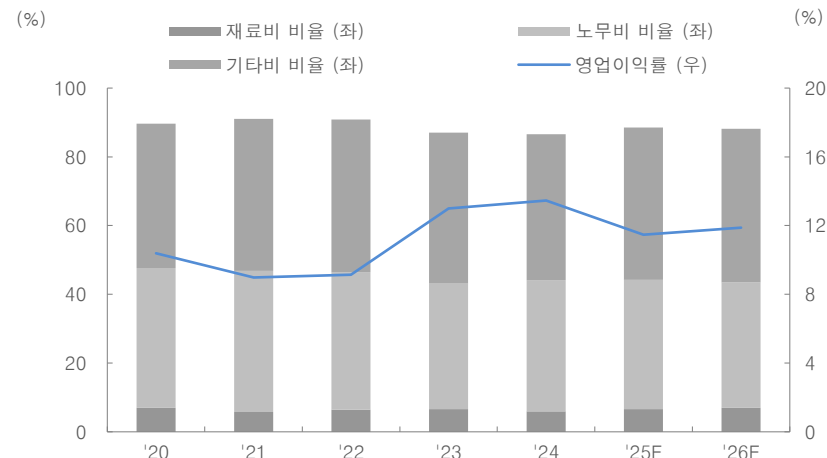
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 매출액, 노무비, 인력수 증가율 추이 및 전망



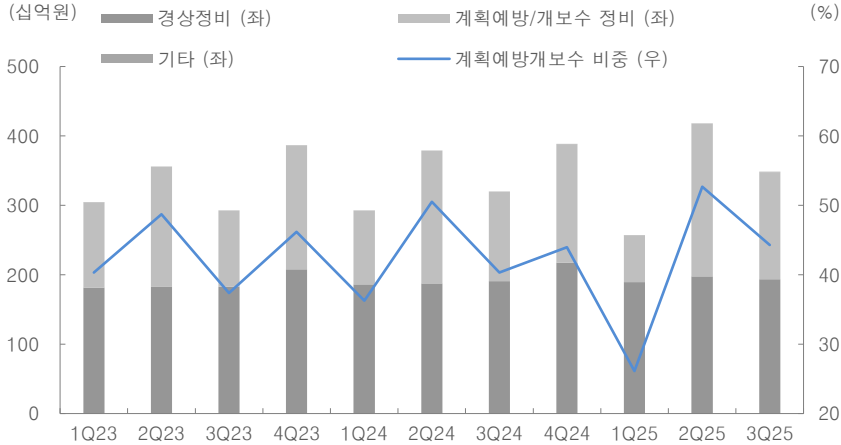
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 영업이익률, 분야별 영업비용 비율 추이 및 전망



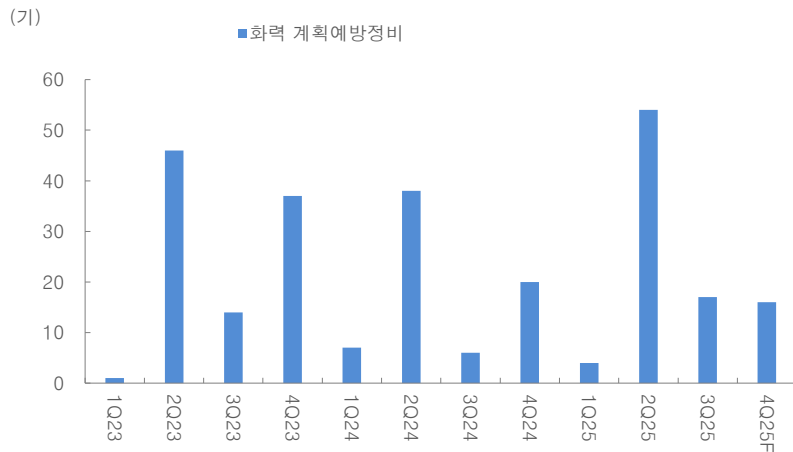
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 국내 사업의 경상, 계획예방/개보수 정비 매출액 추이 및 전망



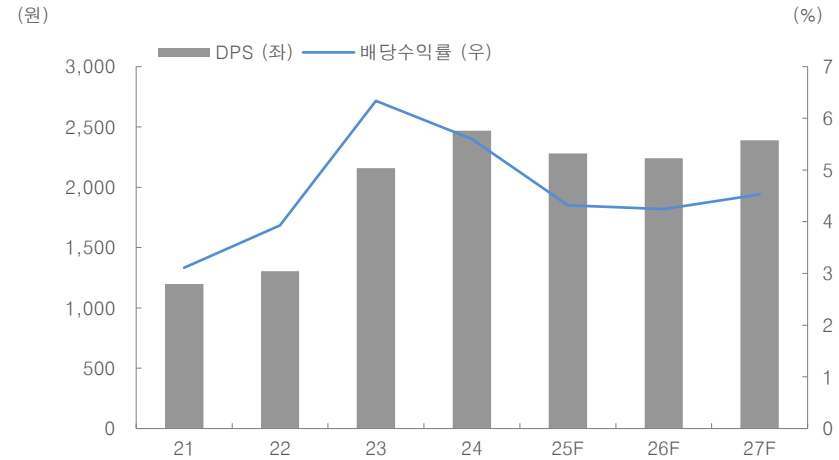
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 화력 계획예방정비 기수 추이 및 전망



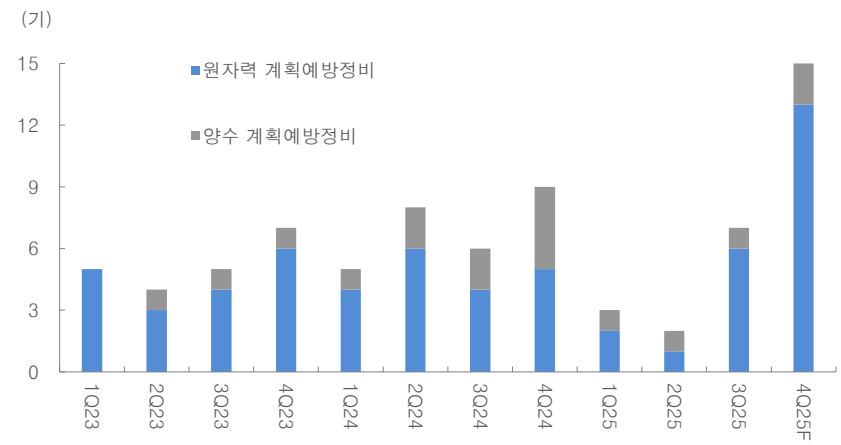
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 DPS, 배당수익률 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 원자력/양수 발전 계획예방정비 기수 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

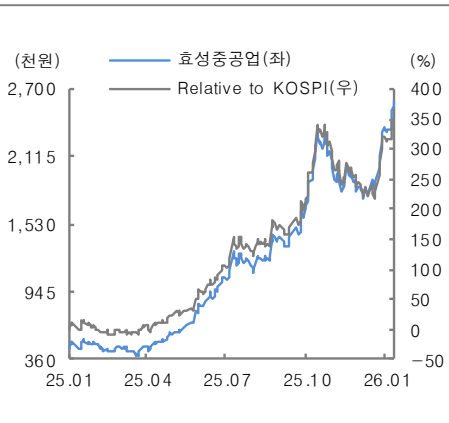
아직도 보여줄 것이 많이 남았다.

투자 의견	BUY
	매수
목표주가	3,300,000원
	상향
현재주가 (26.01.30)	2,603,000원

KOSPI	5224.36
시가총액	24,272십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	2,603,000원 / 382,500원
120일 평균 거래대금	1,168억원
외국인지분율	26.37%
주요주주	효성외 12인 43.97%
	국민연금공단 10.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.2	24.0	109.8	412.4
상대수익률	17.9	-3.0	30.7	148.8

- 목표주가를 3,300,000원(2028년 예상 EPS x PER 23.6배)으로 상향(기존 대비 +19%). 이는 2026년 및 중장기 실적 전망치 상향을 반영한 것임. 북미 및 유럽, 호주 등의 초고압 변압기 수요 증가 지속, 재생에너지 확대에 따른 전력망 불안정성 해결을 위한 안정화 전력기기 등으로 중장기 실적 성장에 대한 가시성이 2025년보다 커지고 있음. 2026년 매출액 7.11조원(+19%, 이하 YoY), 영업이익 1.06조원(+42%), 영업이익률 14.9%(+2.4%p)을 전망
- 4Q25 매출액 1.74조원(+11%, 이하 YoY), 영업이익 2,605억원(+97%), 영업이익률 14.9%(+6.5%p)으로 어닝 서프라이즈 기록. 중공업 부문은 매출액 121조원(+14%), 영업이익 2,445억원(+112%)을 시현. 영업이익률은 20.2%(+9.4%p)로, 고마진의 북미 매출비중 37%(3Q25 26%, 4Q24 28%)로 상승 등으로 큰 폭의 수익성 개선에 성공. 과거 상대적으로 낮은 가격에 수주했던 북미향 장기 재고가 매출로 인식됨에 따라 일시적으로 북미향 매출액 및 매출비중이 과도하게 상승한 부분을 감안하더라도 고수익성의 북미향 매출 비중 확대 지속되고 있음. 관세는 환입 없이 100억원 비용 반영. 건설부문은 매출액 5,294억원(+4%, 이하 YoY), 영업이익 158억원(-7%), 영업이익률 3.0%을 기록. 진흥기업의 충당금 250억 발생 등에도 양호한 수익성 기록한 점도 긍정적 요소
- 4Q25 중공업 부문의 수주금액은 4Q25 1.97조원(+152%, 이하 YoY), 수주잔고 11.96조원(+30%)을 시현했음. 지역별 수주 비중은 북미 38%, 유럽 21%, 중동 10%, 호주 7% 등임. 북미, 유럽, 호주를 중심으로 수주금액이 큰 폭으로 증가하고 있음. 북미는 기존 초고압 변압기 이외에도 장거리 초초고압 송전망(765kV) 투자 확대, 태양광 확대에 따른 전력망 불안정성 해결을 위한 리액터 및 스태콤 수요 확대, AI 데이터센터의 온사이트 전력설비 부지 효율성 향상을 위한 GIS 수요 증가 등 추가 전력기기 수요 확대 수혜 전망



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,969	7,115	8,076
영업이익	258	362	747	1,058	1,474
세전이익	170	224	702	1,017	1,434
총당기순이익	132	223	547	791	1,116
지배지분순이익	116	223	546	781	1,105
EPS	12,438	23,876	58,590	83,724	118,465
PER	13.0	16.5	44.4	31.1	22.0
BPS	115,857	204,677	258,273	329,478	429,810
PBR	1.4	1.9	10.1	7.9	6.1
ROE	11.3	14.9	25.3	28.5	31.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

아직도 보여줄 것이 많이 남았다.

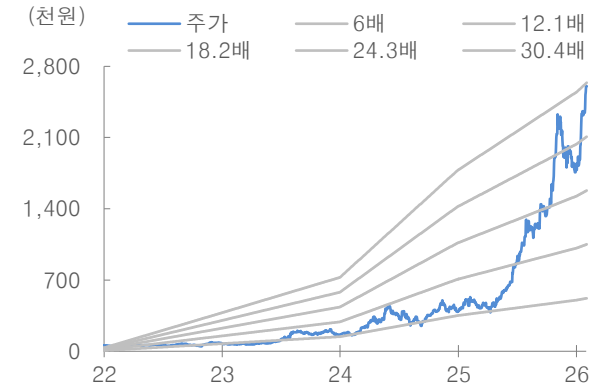
- 유럽에서는 2026년 1월 '함부르크 선언'을 통해 2050년까지 북해 해상풍력 100GW 및 국가간 전력망 연계를 위한 공동 협력 프로젝트를 진행하기로 합의함. 이는 2050년까지 북해 해상풍력 300GW 구축 계획의 일환으로 러시아 및 미국의 LNG 수입 의존도를 줄이기 위한 에너지 안보 전략인 것으로 해석됨. 따라서 북미와 달리 유럽은 국가 차원의 재정적, 법률적 지원(2026년 유럽 해양법 제정 추진 등)을 통해 중장기적으로 해상풍력 확대가 지속될 전망. 해상풍력 연계 전력망 투자 확대에 안정화 관련 전력기기 수요가 급증할 것으로 예상. 효성중공업은 친환경 변압기 및 GIS, 리액터, 스택콤 등 해상풍력용 전력기기 패키지를 구축하고 있으며, 오랜 기간 유럽 내 관련 레퍼런스를 확보하고 있음. 유럽향 전력기기 수주도 지속적으로 확대될 것으로 기대

효성중공업의 Valuation

	2025F	2026F	2027F	2028F	비고
EPS (원)	58,590	83,724	118,465	139,840	2028년 EPS(3Q25 이후 수주금액이 반영되는 시점) x 목표 PER 22.6배
목표 PER	56.3	39.4	27.9	23.6	
중공업 PER				24.3	목표 PER은 2028년 예상 EPS에 영업이익 비중 (중공업 96%, 건설 4%)으로 가중평균
건설 PER				3.6	글로벌 전력기기업체의 2026F 평균 PER 27배, 국내 건설사 2026F 평균 PER 4배
목표주가				3,300,000	시간가치 할인율 10%(WACC 6% 기준) 적용
현재주가 (원)				2,603,000	
상승여력 (%)				26.8	

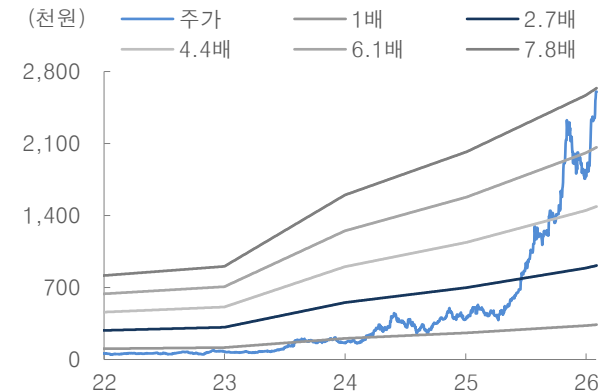
자료: 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PBR 밴드



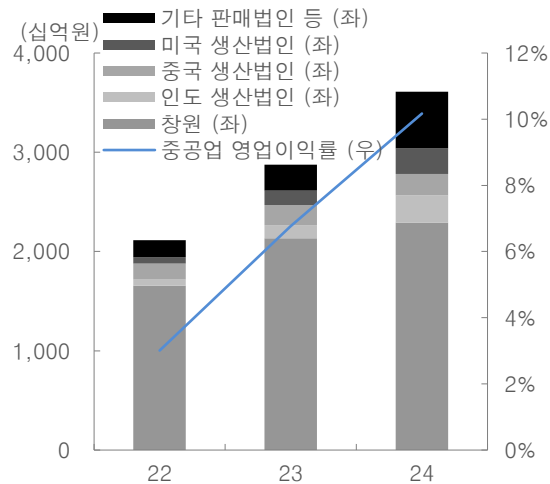
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

높은 가격 및 고수익성의 미국, 유럽, 인도 수주금액 및 비중 확대 → 2025년 이후 외형 성장 및 수익성 개선 지속

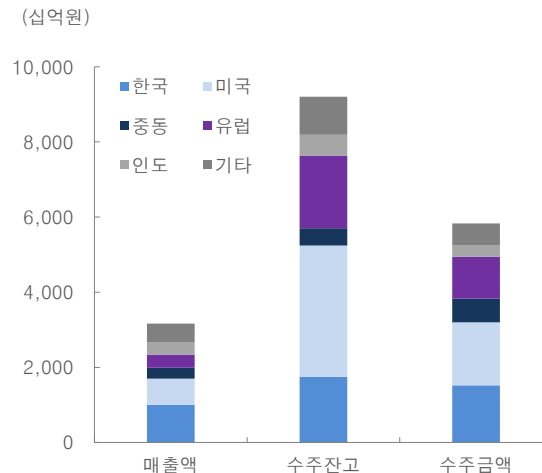
- 2023년 중공업 사업의 주요 제품 매출 비중은 초고압/고압 변압기 47%, 초고압/고압 차단기/개폐기(GIS, ESS, PCS, FACTS, STATOM 등) 13%, 배전반 20%, 회전기기 20% 등. 2024년 중공업 매출액 3.1조원(20.2% YoY) 중 생산법인별 매출 비중은 국내 창원 63.4%, 인도 7.6%, 미국 7.1%중국 6.0%, 기타 판매법인 15.8%
- 2024년말 수주잔고는 9.2조원(+57% YoY), 2024년말 수주잔고 중 70% 이상이 2025 ~ 2026년에 매출 인식 예상. 2H24 이후 수주 물량의 리드 타임은 2.5 ~ 3년으로 증가한 점을 감안 시, 매출 인식은 2026년 50%, 2027년 50%로 나누어 인식 기대
- 국내 및 해외(미국, 중국) 변압기 생산능력은 2024년 1.24조원에서 2025년 1.29조원(+4%, 24년 변압기 생산능력 대비), 2026년 1.38조원(+11%), 2028년 1.4조원(33%)으로 확대 예상. 이는 회사 측 증설 계획에 따른 증설 규모, Lamp-up 속도만 반영한 것으로 가격 인상 효과 등은 반영되지 않음. 2024년 중공업 총 매출액 3.1조원 대비 증설에 따른 매출 성장은 2025년 +4%, 2026년 +7%, 2027년 9%, 2028년 13%로 추정
- 국내 변압기 생산능력은 2024년 7,000억원. 2Q25 1,800억원 증설. 병목 현상 제거를 위한 증설로 빠른 Lamp-up 가능. 2026년 100% 가동 예상. 2026년 8,800억원으로 확대. 미국 변압기 생산능력은 2024년 2,700억원, 4Q26 2,700억원(2억달러 x 환율 1,350원/달러) 증설 예정. 신규 생산능력의 가동률은 2027년 50%, 2028년 100% 기대. 2028년 5,400억원으로 확대

효성중공업의 중공업사업 국내/해외 매출액, 영업이익률 추이



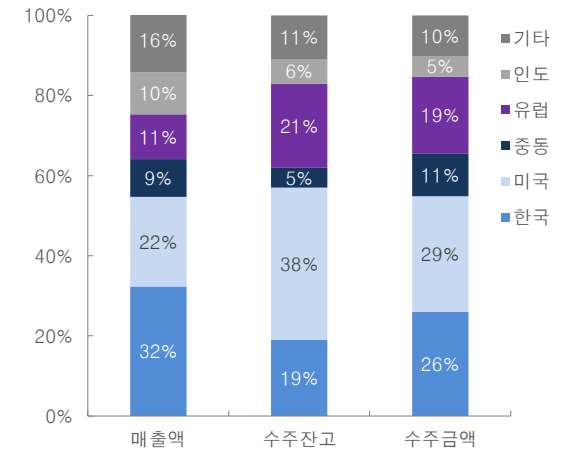
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업사업 매출액, 수주잔고, 수주금액 (2024년 기준)



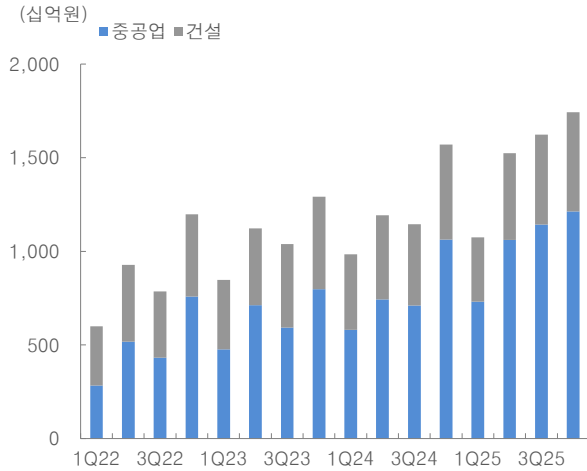
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 중공업사업 지역별 매출액, 수주잔고, 수주금액 비중 (2024년 기준)



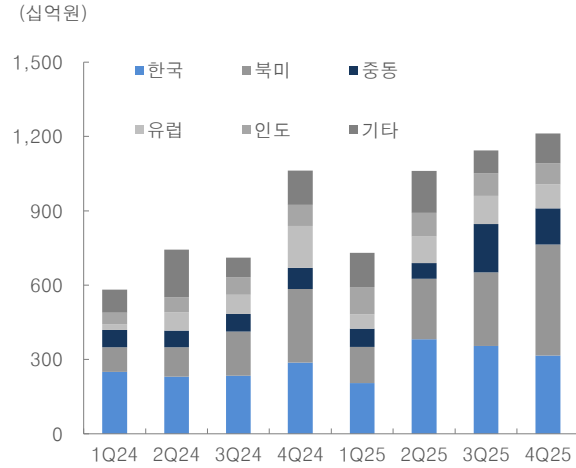
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 사업부문별 매출액 추이



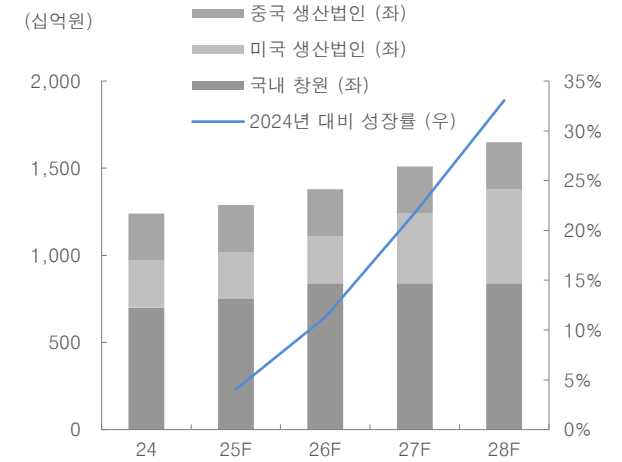
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 매출액 추이



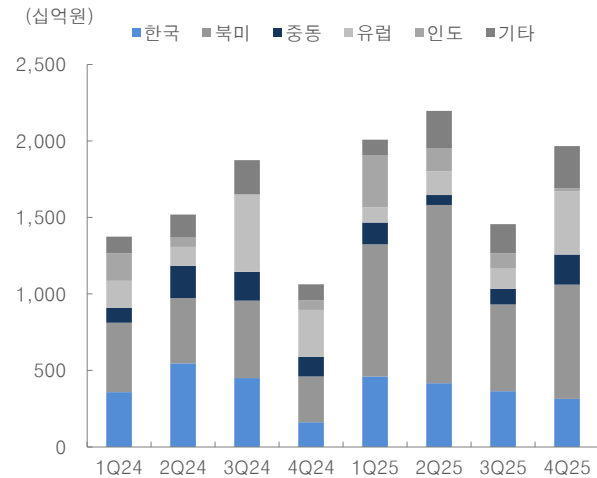
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 변압기 생산능력 전망



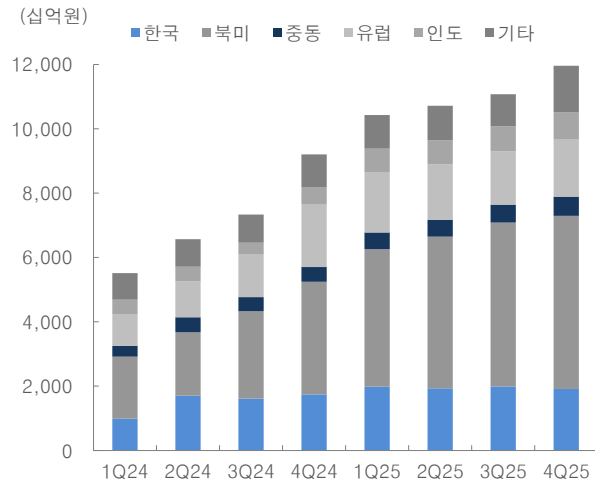
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 수주금액 추이



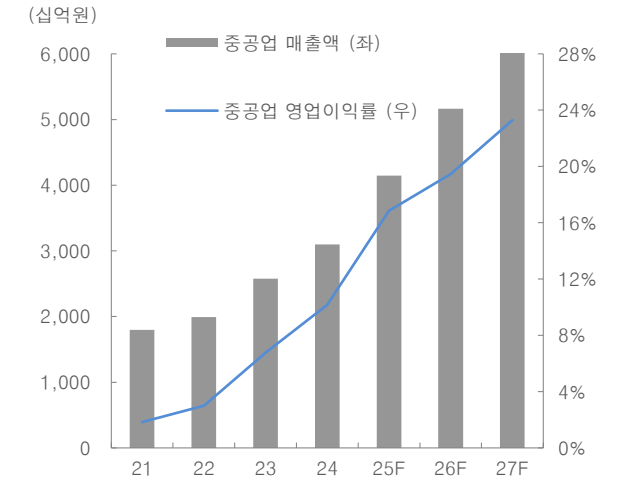
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 중공업 매출액, 수주금액, 수주잔고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

효성중공업의 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
평균환율 (원/달러)	1,453	1,399	1,383	1,449	1,450	1,450	1,450	1,450	1,306	1,364	1,421	1,450	1,450	1,450
수주금액 (십억원)	2,190	2,671	1,739	3,044	2,451	2,774	2,221	3,283	5,304	8,731	9,645	10,729	11,884	13,196
중공업	2,009	2,197	1,456	1,966	2,258	2,383	1,936	2,201	3,614	5,834	7,627	8,777	9,987	11,313
건설	182	474	283	1,079	193	391	285	1,083	1,691	2,897	2,018	1,951	1,897	1,884
수주잔고 (십억원)	18,980	19,294	19,471	21,005	22,141	23,155	23,522	24,624	13,487	17,907	21,005	24,624	28,437	32,805
중공업	10,429	10,718	11,079	11,957	13,295	14,410	14,990	15,572	5,847	9,205	11,957	15,572	19,474	23,979
건설	8,552	8,576	8,392	9,049	8,846	8,745	8,532	9,052	7,640	8,702	9,049	9,052	8,963	8,826
매출액	1,076	1,525	1,624	1,743	1,316	1,760	1,855	2,183	4,301	4,895	5,969	7,115	8,076	8,834
중공업	731	1,061	1,144	1,213	919	1,268	1,356	1,619	2,578	3,099	4,148	5,162	6,084	6,808
건설	344	463	479	529	396	491	498	563	1,720	1,793	1,816	1,948	1,986	2,021
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	2	4	4	4	5	5
영업이익	102	164	220	261	154	216	283	405	258	363	747	1,058	1,474	1,712
중공업	90	169	196	245	140	210	264	391	175	315	699	1,005	1,417	1,654
건설	12	-4	24	16	14	5	19	14	83	47	48	53	56	57
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
세전이익	130	107	196	269	178	178	250	411	170	224	702	1,017	1,434	1,676
당기순이익	104	87	152	205	138	139	194	320	132	223	547	791	1,116	1,304
지배주주순이익	102	93	150	201	135	138	190	317	116	223	546	781	1,105	1,304
영업이익률 (%)	9.5	10.8	13.5	14.9	11.7	12.2	15.3	18.6	6.0	7.4	12.5	14.9	18.2	19.4
중공업	12.3	15.9	17.1	20.2	15.2	16.6	19.5	24.1	6.8	10.2	16.8	19.5	23.3	24.3
건설	3.5	-0.9	5.0	3.0	3.6	1.1	3.8	2.6	4.8	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주:기타는 기타 종속기업 및 연결조정

효성중공업(298040)

효성중공업의 미국 매출 및 수출 비중, 미국 관세에 따른 2025/26년 영업이익 전망치 민감도 분석

(십억원)	2024	2025F	2026F		2024	2025F (운송기간 반영 관세 적용 기간 7개월)					2026F (관세 적용 기간 12개월)				
						수출업자 부담율					수출업자 부담율				
북미매출 비중	14.2%	19.0%	23.5%	25%	0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
북미수출 비중	4.8%	8.7%	10.6%	관세	0	0	23	38	53	76	0	56	94	132	188
총 매출액	4,895	5,969	7,115	매출액	4,895	5,969	5,969	5,969	5,969	5,969	7,115	7,115	7,115	7,115	7,115
북미 매출액	693	1,136	1,671	영업이익	363	770	747	732	717	694	1,114	1,058	1,020	983	926
북미 수출금액	233	521	752	영업이익률	7.4%	12.9%	12.5%	12.3%	12.0%	11.6%	15.7%	14.9%	14.3%	13.8%	13.0%
북미수출/북미매출	33.7%	45.8%	45.0%	중공업											
				매출액	3,099	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148	5,162	5,162	5,162	5,162	5,162
				영업이익	315	722	699	684	668	646	1,061	1,005	967	930	873
				영업이익률	10.2%	17.4%	16.8%	16.5%	16.1%	15.6%	20.6%	19.5%	18.7%	18.0%	16.9%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

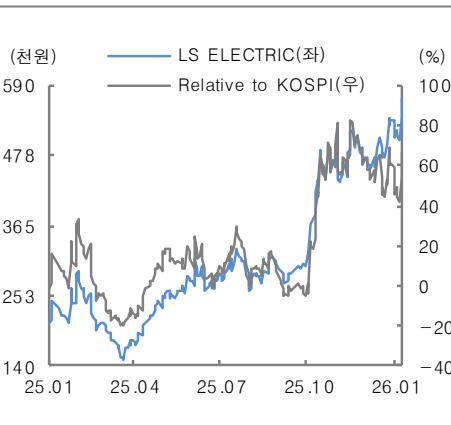
2026년 성장판이 활짝 열린다.

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	750,000원
현재주가 (26.01.28)	572,000원

KOSPI	5170.81
시가총액	17,160십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	150십억원
52주 최고/최저	572,000원 / 149,100원
120일 평균 거래대금	899억원
외국인지분율	22.36%
주요주주	LS외 3인 48.47% 국민연금공단 8.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.7	48.8	95.9	134.4
상대수익률	0.4	15.4	21.6	15.0

- [26년 수주 가이드스] 4Q25 수주금액은 1.57조원, 2025년 연간 수주금액은 3.7조원(+30% YoY)을 시현. 분야별로는 초고압변압기 1.6조원, 배전반 0.8조원, 기타 전력인프라 1.2조원 등을 기록. 2026년에는 4조원(초고압 2조원, 배전반 1.5조원 등) 이상 기대. 현재 논의 중인 프로젝트를 모두 반영하면, 가이드스 상회 가능. 상반기 중 기존 미국 빅테크(2025년 0.5조원 수주) 이외에도 신규 빅테크향 수주가 기대되는 등 국내 및 미국향 데이터센터용 전력기기 수주는 1.5조원(2025년 1조원, 국내 0.2조원, 미국 0.8조원) 기대. 빅테크에게 고압 배전반 및 배전용 변압기 뿐만 아니라 고압 배전기기도 공급 확대될 수 있을 것으로 예상. 배전기기는 계약 후 6개월 ~ 1년 내 공급하는 것으로 수주금액에는 반영되지 않지만, 점진적으로 계약 금액이 커지며 중장기적으로 반복적인 매출이 발생 가능할 것으로 예상
- [미국향 매출 확대] 연결기준 미국향 전력기기 매출은 2025년 1조원에서 2030년까지 3조원으로 확대 목표. 이를 위해 초고압 변압기 및 빅테크향 수주 확대 이외에도 탭티어 유통사용 커스터마이징 제품(산업, 상업용) 개발 및 공급을 통한 미국 배전기기 시장 점유율 상승 전략도 추진 중임. 2026년 청주 고압 배전기기 증설(매출액 기준 0.1조원 수준) 진행중이며, 미국 배전기기/배전반 생산능력을 매출액 기준으로 2028년 0.4조원, 2029년 0.7조원 이상으로 확대할 예정



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	4,230	4,552	4,962	6,110	7,096
영업이익	325	390	427	683	911
세전이익	264	333	376	639	882
총당기순이익	208	242	277	485	671
지배지분순이익	206	239	276	472	652
EPS	6,865	7,957	9,216	15,727	21,732
PER	10.7	20.2	62.1	36.4	26.3
BPS	57,092	61,292	67,637	79,942	95,730
PBR	1.3	2.6	8.5	7.2	6.0
ROE	12.6	13.4	14.3	21.3	24.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

2026년 성장판이 활짝 열린다.

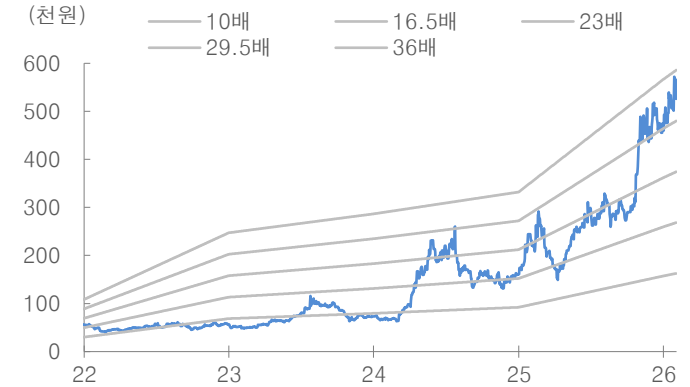
- [직류 전력기기] 2025년 직류 기반 전력기기는 국내 배터리업체향 ESS용 0.35조원, 미국 연료전지업체향 0.15조원 등을 계약했음. 2026년에도 ESS 및 연료전지 업체향 호조를 감안 시, 직류 기반 전력기기의 계약금액 확대가 이어질 것으로 예상. HVDC CTR(초고압 직류 변압기) 매출액은 누적으로 0.1조원이 발생했으며, 2026년 상반기 동해안 1차 전류형 HVDC 0.1조원 이외 2차 HVDC용 매출도 일부 발생도 기대(HVDC 수주잔고 0.65조원). 향후 국내 전압용 HVDC 시장 확대를 대비해 GEV와 조인트벤처 설립 등을 논의 중이며, 미국 800V DC 등 MV/LV DC(중저압 직류) 시장 개화를 대비해 SST(반도체 변압기) 등도 개발 중
- [사업 재편] 저성장/저마진 사업 매각, 미국 전력기기 시장 진출 속도 가속화를 위한 소규모 M&A 건을 검토하는 등 전사 차원에서 자원 효율화를 위해 노력 중
- 목표주가를 750,000원('28년 예상 EPS x PER 27배)으로 상향. 이는 2026년 및 중장기 실적 전망치 상향을 반영한 것임. 배전기기 시장의 다수의 업체가 존재하는 경쟁이 치열한 시장으로 여겨지지만, 산업 및 AI데이터센터용 배전기기는 소수의 업체가 과점하고 있는 시장임. 특히 AI데이터센터용 배전기기는 공급 부족이 심해지고 있음. 당사는 Top tier 대비 가격경쟁력 및 빠른 납기, 공급 후 빠른 애프터서비스 대응 등의 경쟁력을 바탕으로 2025년부터 의미 있는 수준의 미국향 배전기기 수주가 시작되었으며, 2026년에는 본격적인 확장 궤도에 올라설 전망
- 2026년 매출액 6.1조원(+23%, 이하 YoY), 영업이익 6,827억원(+29.9%), 영업이익률 11.2%(+2.6%p)을 예상

LS ELECTRIC의 Valuation

	2026F	2027F	2028F	비고
EPS (원)	15,727	21,732	27,752	2028년 예상 EPS 평균 x 목표 PER 27배(미국/유럽 전력기기업체의 2026F 평균 PER 27배) 미국의 중국 전력기기 수입 제한 등 공급망 부족 상황 지속. 1) 2025.12 국내 초고압 변압기 2배 증설, 2) 2025년 미국 배전기기 유통업체 Top tier 20개 확보, 3) 2Q25 미국 빅테크향 배전반 공급 본격화, 4) 2025년 미국 법인의 배전반 생산능력 2.8배 증설 완료, 2030년까지 2.4억달러 투자 등 전력기기 증설
목표 PER (배)	48	35	27	
목표주가 (원)			750,000	
현재주가 (원)			572,000	
상승여력 (%)			31.1	

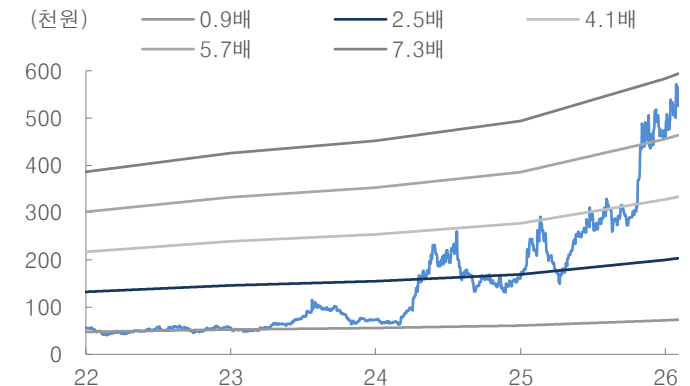
자료: 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 12MF PER 밴드



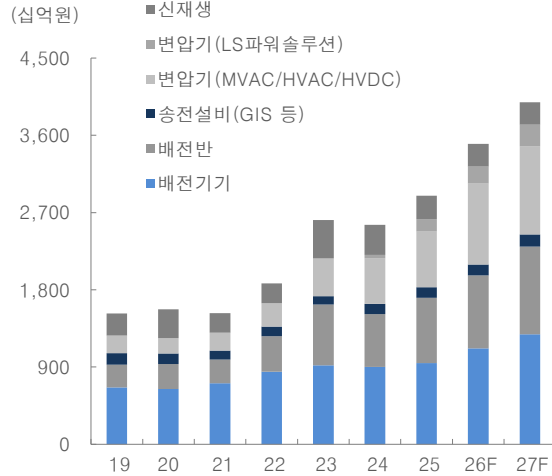
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 12MF PBR 밴드



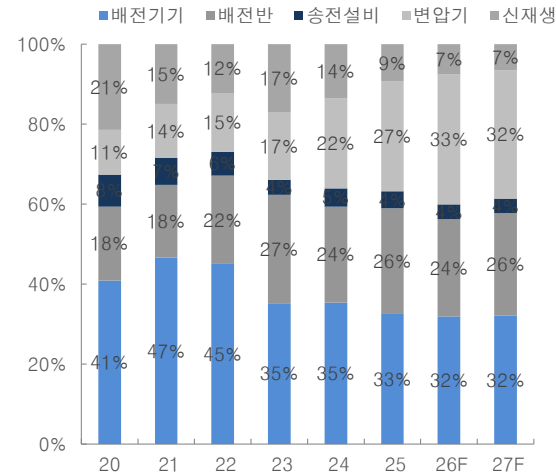
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭 전력사업의 제품별 매출 전망



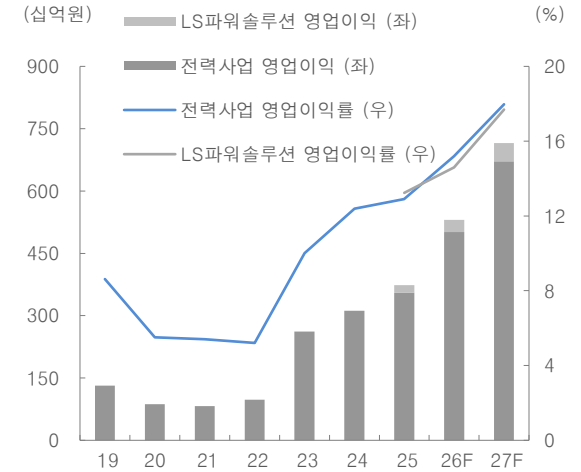
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭 전력사업 제품별 매출비중 전망



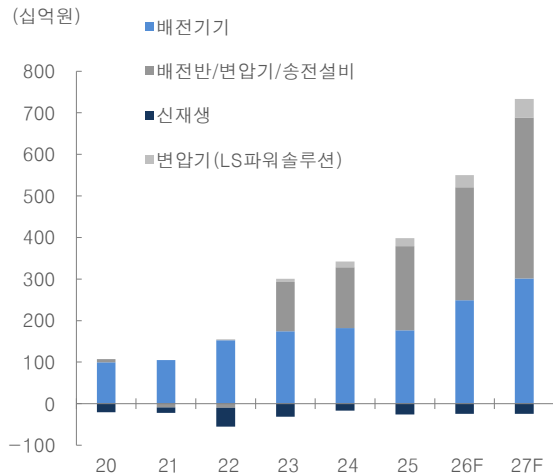
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 전력사업 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



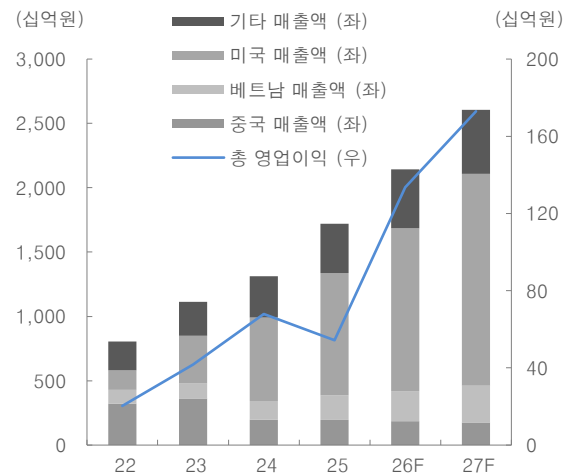
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 전력사업 제품별 영업이익 전망



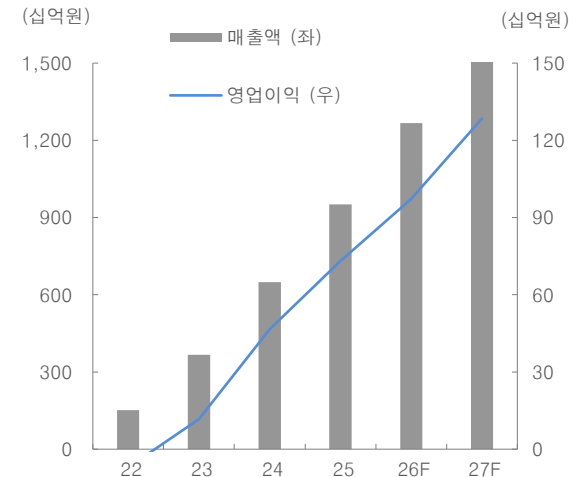
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 해외 종속기업의 실적 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 미국 법인 실적 추이 및 전망

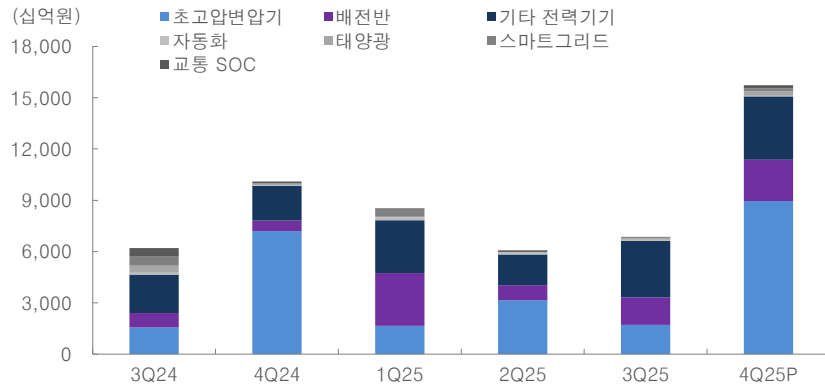


자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

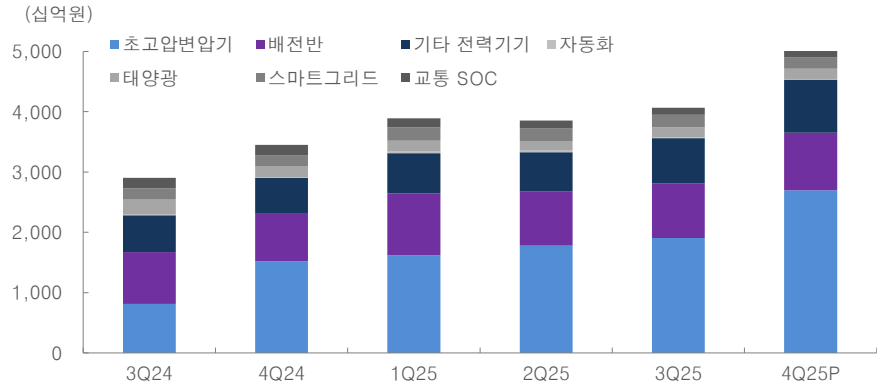
전력사업 생산능력 증설 + 국내 HVDC용 변압기 수주 성공, 미국 초고압 변압기 및 빅테크향 배전용 전력기기 수주 확대

LS일렉트릭의 수주금액 추이



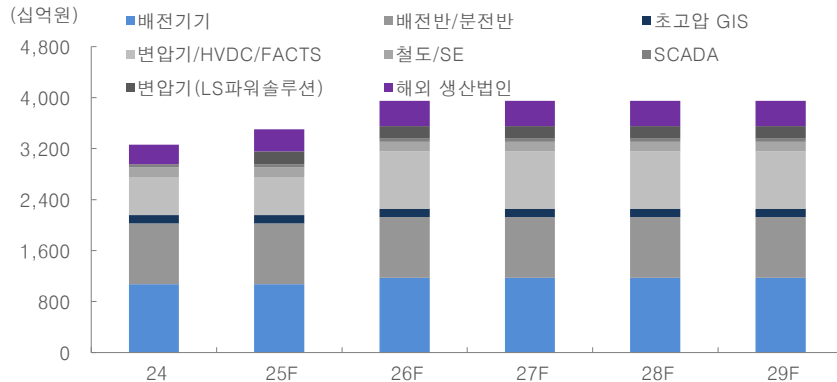
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 수주잔고 추이



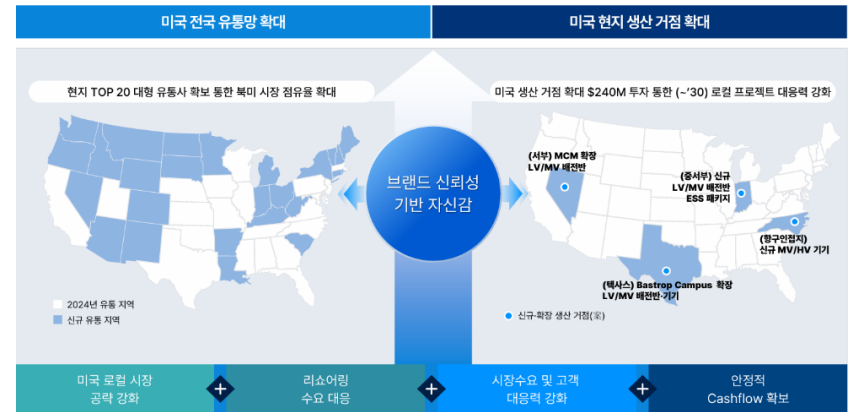
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 전력사업 국내/해외 생산능력 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 미국 유통망 및 생산 거점 확대



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 실적 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025P	2026F	2027F	2028F
평균 환율 (원/달러)	1,453	1,399	1,383	1,449	1,455	1,455	1,455	1,455	1,306	1,364	1,421	1,455	1,455	1,455
별도 해외매출 비중(%)	43	49	44	41	45	50	49	47	40	42	45	48	53	57
연결 해외매출 비중(%)	57	61	59	55	59	62	62	59	52	55	58	61	64	66
매출액	1,032	1,193	1,216	1,521	1,338	1,540	1,508	1,723	4,231	4,552	4,962	6,110	7,096	8,284
전력사업	661	812	737	919	819	961	918	1,075	2,612	2,765	3,129	3,773	4,417	5,187
배전기기(차단기 등)	231	241	232	242	274	284	279	280	921	903	947	1,117	1,283	1,493
배전반/변압기/송전설비	373	506	459	573	491	614	594	695	1,245	1,514	1,911	2,394	2,873	3,432
신재생	57	65	46	104	55	63	45	100	446	348	271	262	262	262
자동차사업	77	86	88	82	82	90	93	89	392	343	334	354	376	406
국내 종속기업	280	277	275	353	299	310	308	388	827	1,034	1,185	1,304	1,420	1,579
해외 종속기업	334	457	469	460	438	546	566	593	1,113	1,313	1,721	2,142	2,606	3,168
연결조정	-320	-440	-353	-294	-300	-367	-375	-421	-714	-904	-1,407	-1,463	-1,724	-2,056
영업이익	87	109	101	130	135	179	169	200	325	390	427	683	911	1,153
전력사업	71	91	74	117	101	134	119	143	261	312	353	496	665	815
자동차사업	3	5	2	-1	3	4	3	2	17	1	10	12	17	19
국내 종속기업	-3	3	-2	12	5	9	7	18	6	3	10	39	56	95
해외 종속기업	20	16	27	-9	26	31	37	39	42	68	54	134	173	223
연결조정	-3	-6	-1	11	0	1	3	-3	-1	7	1	1	1	1
금융손익	-9	-12	-2	9	-8	-8	-7	11	-22	-16	-14	-12	-1	-2
기타 영업외손익	5	8	-4	-46	6	1	-3	-36	-39	-40	-37	-32	-29	-26
지분법이익	0	-0	0	0	0	0	0	0	-0	-0	-0	0	0	0
세전이익	83	104	92	93	133	173	158	174	264	333	372	639	881	1,125
순이익	67	67	66	71	101	131	120	132	208	242	271	485	670	855
지배지분 순이익	70	67	66	67	99	128	118	127	206	239	270	472	651	833
영업이익률	8.5	9.1	8.3	8.6	10.1	11.7	11.2	11.6	7.7	8.6	8.6	11.2	12.8	13.9
전력사업	10.7	11.2	10.0	12.7	12.3	13.9	12.9	13.3	10.0	11.3	11.3	13.2	15.0	15.7
자동차사업	4.4	5.2	2.7	-0.9	3.3	5.0	3.0	2.8	4.3	0.2	2.9	3.5	4.4	4.6
국내 종속기업	-1.2	1.0	-0.7	3.5	1.6	3.0	2.4	4.7	0.7	0.2	0.8	3.0	4.0	6.0
해외 종속기업	5.9	3.6	5.8	-2.0	6.0	5.7	6.5	6.6	3.8	5.2	3.2	6.2	6.6	7.0

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 미국 매출 및 수출 비중, 미국 관세에 따른 2025/26년 영업이익 전망치 민감도 분석

(십억원)	2024	2025F	2026F	관세율	2024	2025F(운송기간 반영 관세 적용 기간 4개월)					2026F(관세 적용 기간 12개월)				
						수출업자 부담율					수출업자 부담율				
북미매출 비중	24.1%	28.2%	29.9%	25%	0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
북미수출 비중	12.9%	17.7%	19.1%	관세	0	0	38	64	90	128	0	88	146	205	292
총 매출액	4,552	4,962	6,110	매출액	4,552	4,962	4,962	4,962	4,962	4,962	6,110	6,110	6,110	6,110	6,110
북미 매출액	1,097	1,400	1,825	영업이익	390	427	388	363	337	299	683	595	537	478	390
북미 수출금액	589	878.8	1,169	영업이익률	8.6%	8.6%	7.8%	7.3%	6.8%	6.0%	11.2%	9.7%	8.8%	7.8%	6.4%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 미국 매출액은 내부거래전 매출액 1.30조원, 매출비중 24.1% 기준으로 역산하여 추산

HD현대일렉트릭(267260)

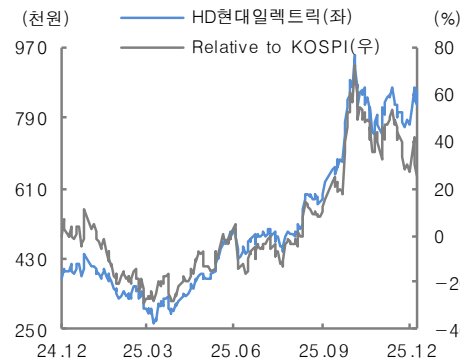
2026년에도 수주 및 매출액 가이드스 상회 전망

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	1,100,000원
현재주가 (26.01.08)	862,000원

KOSPI	4552.37
시가총액	31,073십억원
시가총액비중	0.93%
자본금(보통주)	180십억원
52주 최고/최저	949,000원 / 265,000원
120일 평균 거래대금	1,153억원
외국인지분율	36.57%
주요주주	에이치디현대 외 3인 37.40% 국민연금공단 8.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	37.9	91.1	115.5
상대수익률	-6.6	7.5	30.8	19.3

- 목표주가를 1,100,000원('28년 예상 EPS x PER 24배)으로 상향('28년 실적 전망치 상향 반영). '26년 매출액 컨센서스 4.78조원 대비 낮은 가이드스 4.35조원을 공시함에 따라 주가가 조정을 받은 바 있음. 가이드스 가정 환율은 1,350원/달러 기준으로 현재 환율 1,451원/달러보다 낮은 등 보수적인 것으로 판단됨에도 주가 조정이 컸던 이유는 동사 주가는 '26년 컨센서스 예상 실적 기준 PER 31배로 글로벌 전력기기 Peer 평균 25배 대비 프리미엄을 받고 있어서 약간의 노이즈에도 민감하게 반영했던 것으로 판단
- 1) 전력기기 중 가장 공급 병목 현상이 심한 분야는 초고압/고압 변압기임. 글로벌 초고압 전력기기 업체들의 증설에도 불구하고, 여전히 공급이 중장기 수요를 따라가지 못할 것으로 예상됨. 4Q25 DOE의 FERC에게 20MW 초과 대형부하(AI 데이터센터 등)의 계통 연계 절차 신속·체제화 지시 등을 감안 시, 공급 부족이 심한 고압/초고압 전력기기를 미리 확보하기 위한 발주가 기존 예상보다 빨라질 것으로 예상됨. 특히 국내 초고압 전력기기 업체들이 2025년 해외에서 처음으로 수주한 765kV 급 변압기 및 차단기는 2026년 이후 수주 확대 본격화될 것으로 기대되며, 이는 국내 초고압 전력기기 업체들의 고마진 제품 수주 확대로 이어지며, 주가 프리미엄도 정당화될 수 있음
- 동사의 2026년 수주 가이드스는 42.2억 달러이지만, 최근 병목현상이 발생하기 시작한 원재료를 선제적으로 확보하기 위해 유틸리티 고객사로부터의 기존 예약된 수주 스케줄을 앞당기고 있는 등 실제 수주금액은 가이드스를 상회할 것으로 예상



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,703	3,322	4,047	4,803	5,737
영업이익	315	669	952	1,207	1,591
세전이익	311	650	895	1,194	1,583
총당기순이익	259	498	804	931	1,235
지배지분순이익	259	502	805	931	1,235
EPS	7,189	13,914	22,327	25,834	34,254
PER	11.4	27.5	34.7	30.0	22.6
BPS	29,077	41,662	59,988	79,095	106,036
PBR	2.8	9.2	14.4	10.9	8.1
ROE	27.7	39.3	43.9	37.1	37.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭(267260)

2026년에도 수주 및 매출액 가이드스 상회 전망

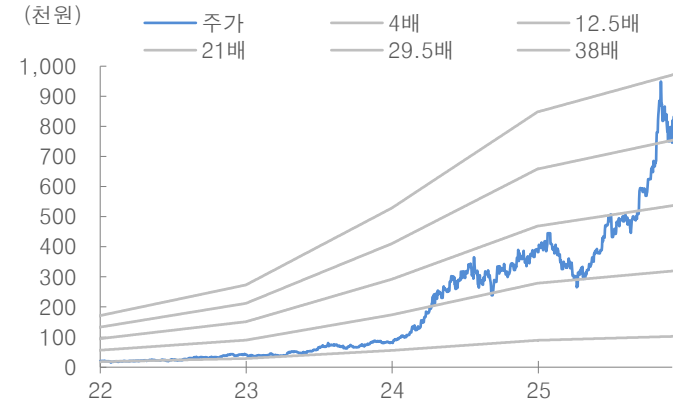
- 2) 또한 초고압/고압 변압기 대비 납기가 짧은 GIS, 회전기기, 중압 변압기, 중저압 차단기 업황 호조 지속, 미국 전력인프라 이외 유럽, 한국 등지의 전력 인프라 투자 확대 본격화, 국내 조선사의 선박 납품 확대, LNG 플랜트 증설 지속 등을 감안 시, 2026년 매출액 4.80조원(+19%, 이하 YoY)으로 가이드스를 초과할 것으로 기대되며, 영업이익률은 25.1%(+1.6%p)로 미국 수출항 관세 발생에도 불구하고, 고마진 지역 및 제품 매출 비중 확대, 원/달러 환율 상승으로 수익성 개선 지속 기대
- 4Q25 매출액 1.31조원(+39%, 이하 YoY), 영업이익 2,778억원(+67%) 예상. 미국 유통법인의 고객사로의 제품 배송 확대 등으로 실적 개선 기대

HD현대일렉트릭의 Valuation

	2025F	2026F	2027F	2028F	비고
EPS (원)	22,327	25,834	34,254	46,027	2028년 EPS(3Q25 이후 수주금액 반영되는 시점) x 목표 PER 23배, 목표PER은
목표 PER (배)	49	43	32	24	전력기기업체의 '26F 평균 PER 26배에 시간가치 할인율 12%(WACC 6.5%) 적용
목표주가 (원)				1,100,000	1) 초고압 전력기기의 높은 제조 경쟁력,
현재주가 (원)				862,000	2) 25~30개월 이후 매출인식 가능 수주
상승여력 (%)				27.6	3) 글로벌 전력망 및 시데이터센터 온사이트 자가발전 확대 등으로 공급 심화 및 협상력 강화 등을 통해 중장기 성장성 및 수익성 확보 가능

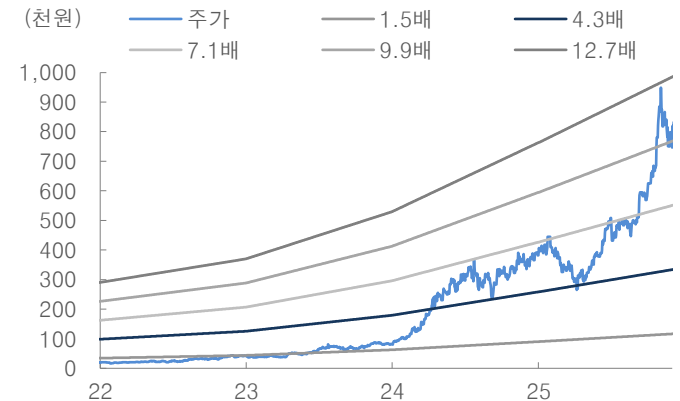
자료: 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 12MF PBR 밴드



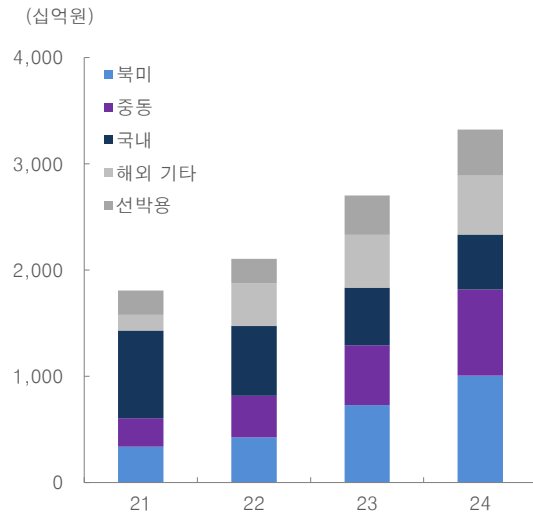
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭(267260)

미국 초고압 변압기 매출 비중 확대로 수익성 개선 지속, 유럽향 공급 확대 가능성도 존재

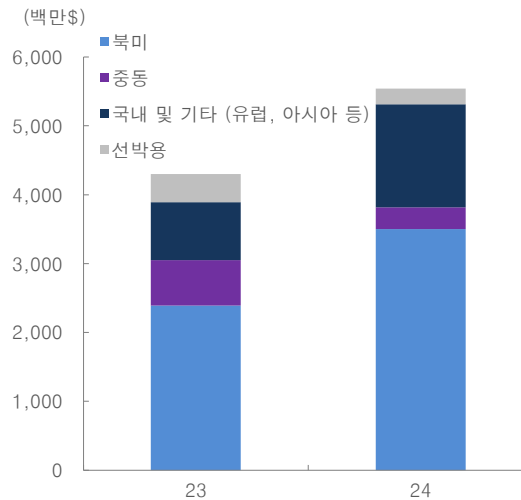
- 2024년 매출액 3.3조원(+23% YoY) 중 지역별 및 주요 수요처의 매출 비중은 미국 30%, 한국 29%, 중동 24%, 해외 기타 4%, 선박용 13%
- 2024년말 수주잔고는 5.5조원(+29% YoY) 중 지역별 비중은 미국 63%, 한국 및 해외 기타 22%, 중동 6%, 선박용 9%임. 2024년말 수주잔고 중 70% 이상이 2025 ~ 2026년에 매출 인식 예상. 2024년 수주금액은 3.8조원(+7% YoY) 중 지역별 비중은 미국 46%, 중동 14%, 한국 및 해외 기타 30%, 선박용 9%임. 2H24 이후 수주 물량의 리드 타임은 2.5 ~ 3년으로 증가한 점을 감안 시, 매출 인식은 2026년 50%, 2027년 50%로 나누어 인식 기대
- 즉, 높은 가격 및 고수익성의 미국 수주잔고의 2025년 이후 매출로 인식. 국내 전력기기 3사 중 가장 미국 전력기기 매출 비중 확대 예상. 회사측에서 유럽 비중은 밝히지 않아 알 수 없지만, 유럽의 초고압 변압기 수입 확대 상황 속에서 동사의 동제품군의 경쟁력 감안 시, 향후 유럽발 변압기 공급 확대도 기대
- 20%의 높은 영업이익률 시현 중임에도 2025 ~ 2026년 점진적 수익성 개선 지속 예상: 전력기기 대비 회전기기, 배전기기 부문의 마진율은 낮은 점, 전력기기 부문의 이미 높은 마진율 등을 감안하더라도 높은 가격 및 고수익성의 미국 변압기 매출 비중 확대로 수익성 개선 지속

HD현대일렉트릭의 지역별 매출액 추이



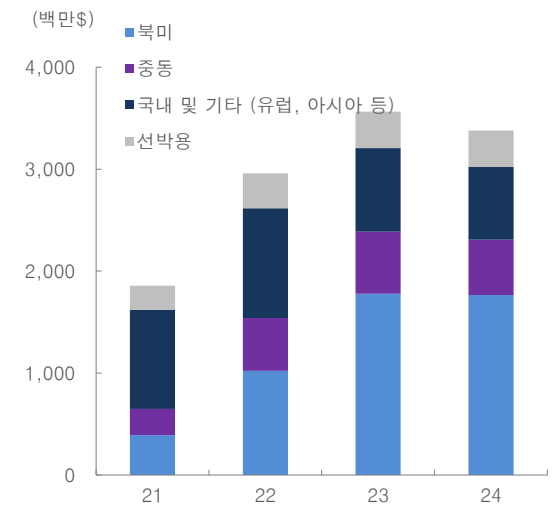
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수주잔고 추이



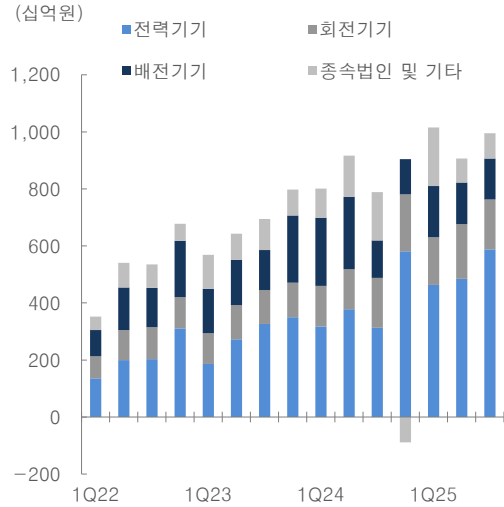
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수주금액 추이



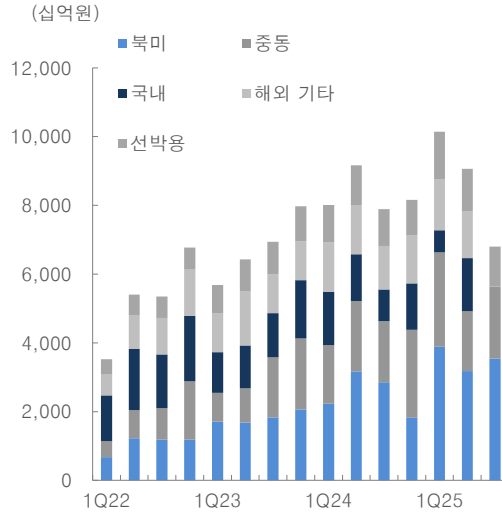
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 사업부문별 매출액 추이



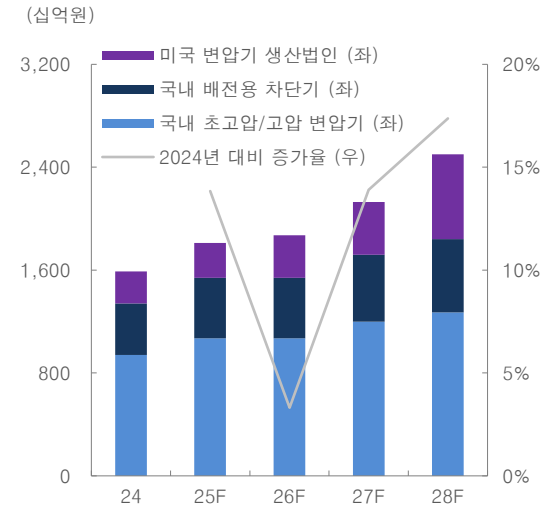
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 매출액 추이



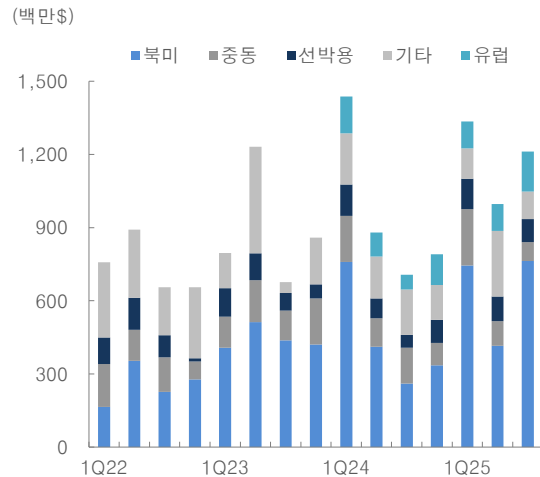
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 변압기 생산능력 전망



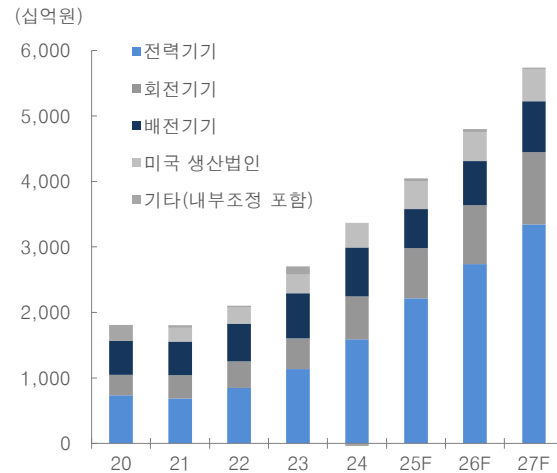
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 수주금액 추이



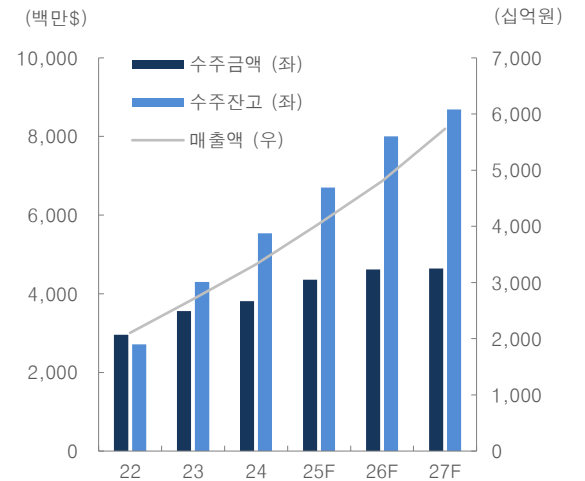
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 사업부문별 매출액 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 매출액, 수주금액, 수주잔고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭(267260)

HD현대일렉트릭의 실적 전망

(단위 : 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
평균환율 (원/달러)	801	917	789	816	1,015	906	995	1,131	2,703	3,322	4,047	4,803	5,737	7,097
수주금액 (백만달러)	317	378	313	581	464	484	588	681	1,135	1,589	2,216	2,740	3,342	3,509
수주잔고 (백만달러)	143	140	175	200	167	192	175	230	469	658	764	898	1,106	1,139
매출액	239	254	131	123	179	146	143	128	690	747	597	672	775	798
전력기기	103	145	169	-88	205	84	89	92	410	329	470	493	514	529
회전기기	129	210	164	166	218	209	247	278	315	669	952	1,207	1,591	2,131
배전기기	123	209	153	165	208	182	250	255	311	650	895	1,194	1,583	2,127
종속법인 및 기타	93	161	117	127	153	142	191	199	259	498	685	931	1,235	1,659
영업이익	94	161	117	129	154	142	191	199	259	502	686	931	1,235	1,659
금융손익														
기타영업외손익	40.9	42.7	13.6	2.3	26.7	(1.2)	26.2	38.7	28.4	22.9	21.8	18.7	19.5	23.7
지분법손익	178.1	257.0	91.8	33.4	69.4	(0.5)	50.8	67.1	137.0	112.2	42.3	26.8	31.8	33.9
세전이익	16.1	22.9	20.8	20.4	21.5	23.1	24.8	24.6	11.7	20.1	23.5	25.1	27.7	30.0
당기순이익	801	917	789	816	1,015	906	995	1,131	2,703	3,322	4,047	4,803	5,737	7,097
지배주주순이익	317	378	313	581	464	484	588	681	1,135	1,589	2,216	2,740	3,342	3,509
YoY (%)	143	140	175	200	167	192	175	230	469	658	764	898	1,106	1,139
매출액	239	254	131	123	179	146	143	128	690	747	597	672	775	798
영업이익	103	145	169	-88	205	84	89	92	410	329	470	493	514	529
영업이익률 (%)	129	210	164	166	218	209	247	278	315	669	952	1,207	1,591	2,131

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 기타는 기타 종속기업 및 연결조정

HD현대일렉트릭(267260)

미국 관세 영향: 영업이익률 '25년 -0.8%, '26년 -1.7% 우려 존재, 기존 수주잔고의 공급 지연 및 신규 수주 감소 우려는 제한적

- '25년 미국향 매출액 1.5조원(38.1%, 이하 매출비중), 미국향 수출금액은 0.69조원(17.2%), 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사 부담율은 관세의 30% 기대
- 관세 적용 실적 반영 기간은 4개월(9월 ~ 12월, 운송 및 고객 인도 기간 1.5 ~ 2개월). 향후 정부간 협상으로 관세 인하 시 실적 전망치 상향 가능
- 관세 부과에 따른 2025/26년 영업이익률 하락 효과는 각각 0.8%, 1.7%: 1) 미국 관세 25% 중 국내 전력기기 업체의 부담율은 관세의 50% 이하 기대. 기존 계약 시 일정 수준의 에스컬레이션 조항 포함, 미국의 심각한 전력기기 숏티지 상황, 모든 경쟁국 관세 동시 인상, 한국 업체의 전력기기의 상대적으로 짧은 리드타임 및 납기 준수 경쟁력 등으로 미국 수입업체의 부담율이 더 클 것, 2) 이 경우 여전히 미국향 수출이 타 지역 대비 수익성 높을 것으로 예상. 3) 또한 병목 현상 확산으로 미국 이외 지역에서 수익성 향상 중
- 기존 수주잔고의 공급 지연 우려는 제한적. 신규 수주 지연 가능성은 존재: 1) 미국의 AI 인프라 투자 지속, 기존 허가 및 계약된 재생에너지의 IRA 지속, 노후 전력망의 재해에 따른 시급성, 향후 법인세 세액공제 등을 감안 시 기 발주된 프로젝트 투자 지연 우려는 크지 않을 것. 2) 관세에 따른 비용 증가, 경기 둔화 우려 등으로 신규 프로젝트 발주 지연 가능성은 존재. 그러나 3) 유럽, 중국, 한국 등지의 AI 및 전력 인프라 투자 확대 본격화 등으로 미국 외 지역의 수주 증대 및 글로벌 공급자 우위 시장 지속 기대

HD현대일렉트릭의 미국 매출 및 수출 비중, 미국 관세에 따른 2025/26년 영업이익 전망치 민감도 분석

(십억원)	2024	2025F	2026F	관세율	2024	2025F(관세 적용 기간 7개월)					2026F(관세 적용 기간 12개월)				
						수출업자 부담율					수출업자 부담율				
북미매출 비중	30.3%	38.1%	46.0%	20%	0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
북미수출 비중	13.6%	17.2%	20.7%	관세	0%	0%	24%	41%	57%	81%	0%	60%	99%	139%	199%
총 매출액	3,322	4,047	4,803	매출액	3,322	4,047	4,047	4,047	4,047	4,047	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
북미 매출액	1,006	1,544	2,209	영업이익	669	977	952	936	920	895	1,267	1,207	1,168	1,128	1,068
북미 수출금액	453	695	994	영업이익률	20.1%	24.1%	23.5%	23.1%	22.7%	22.1%	26.4%	25.1%	24.3%	23.5%	22.2%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center
2024년 미국 수출금액은 미국 매출액 대비 40 ~ 50% 수준인 점을 반영해 추산

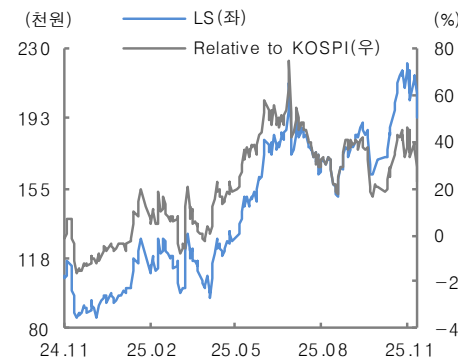
2026년 글로벌 전력 인프라 고도화 수혜 본격화

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	255,000원 상향
현재주가 (25.11.17)	193,100원

KOSPI	4011.57
시가총액	6,121십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	159십억원
52주 최고/최저	222,500원 / 85,200원
120일 평균 거래대금	425억원
외국인지분율	18.16%
주요주주	구자열 외 44인 32.60% 국민연금공단 13.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.8	16.7	28.7	97.8
상대수익률	-2.5	-6.2	-15.3	19.3

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 255,000원으로 상향(기존 대비 +6%). 목표주가는 순자산가치(NAV) 16.22조 원 대비 37% 할인한 목표 시가총액 8.07조원에 해당
- 2026년 이후 주요 자회사들의 실적 개선 본격화 및 기업가치 증대가 예상됨. 특히 LS ELECTRIC, LS전선, 아이앤디 등은 글로벌 전력망 및 AIDC 전력/통신인프라 투자 가속화, 직류 전력 인프라로의 전환, 해저케이블 투자 확대 등에 따른 수혜로 실적 성장을 견인할 것으로 기대
- 3Q25 LS전선의 수주잔고는 6.2조원(해저 2.7조원, 지중 2.9조원 등)으로 전년동기 대비 22% 증가했음. 특히 미 빅테크 기업과 버스덕트 5,000억달러 이상의 3년 프레임 계약을 체결한 점은 긍정적인 점. LS M&M은 T/C(제련수수료) 하락에도 불구하고 전기동 프리미엄 상승, 귀금속(금, 은) 가격 상승, 황산 판매 증가 등으로 수익성이 개선되었음. 아이앤디도 EV용 권선 수요 둔화에도 불구하고 에너지(변압기 등)용 권선, 소재사업 성장으로 수익성 개선에 성공했음



	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	24,481	27,545	30,987	33,127	34,796
영업이익	900	1,073	1,105	1,443	1,778
세전이익	641	566	824	1,186	1,794
총당기순이익	571	392	603	898	1,360
지배지분순이익	436	237	364	596	891
EPS	13,539	7,371	11,366	18,800	28,095
PER	6.9	12.8	17.0	10.3	6.9
BPS	147,008	142,604	168,425	186,791	211,784
PBR	0.6	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE	9.6	5.1	7.3	10.5	14.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: LS, 대신증권 Research Center

순자산가치(NAV) 대비 60% 이상 할인된 절대 저평가 구간

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 255,000원으로 상향(기준 대비 +6%). 목표주가는 순자산가치(NAV) 16.22조원 대비 37% 할인한 목표 시가총액 8.07조원에 해당하며, 이는 2026년 예상 BPS 186,791원 기준 PBR 1.37배임. 순자산가치 대비 목표 할인율은 2021년 이후 할인율 최저 수준에 해당하는 것으로, 최근 주가 상승에도 현재주가는 순자산가치 대비 52% 할인(2021년 이후 평균 수준)되어 거래되는 등 여전히 저평가되어 있음

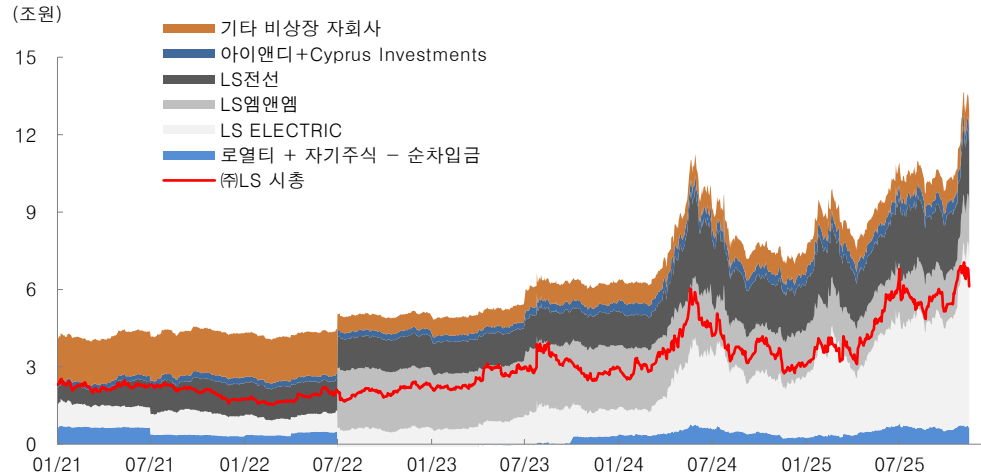
LS의 Valuation

(단위: 십억원)	상장	현재 NAV	적정 기업가치	지분을	할인을	적정 지분가치	비고 (적정 NAV 산정 방식)
(+) 로열티 수익		457			0%	457	향후 2024년 로열티 수익 506억원 x 법인세율 24% x WACC 8.4%
(+) 투자자산가치		12,263				8,236	
LS Electric	상장	6,591	15,600	48.5%	70%	2,270	현재 NA는 현재 시가총액, 적정 NAV는 적정 기업가치 기준
LS전선	K-OTC	2,471	4,677	92.3%	30%	3,022	29F 자본총계 2.36조원 x 목표 PBR 2.1배
LS MnM	상장 가능	1,864	2,164	75.1%	30%	1,138	27F 자본총계 2.44조원 x 목표 PBR 1배
LS아이앤디	상장 가능	238	1,073	95.1%	30%	714	26F 자본총계 0.52조원 x 목표 PBR 2.0배
LS엠트론	비상장	518	511	100.0%	0%	511	25F 자본총계 0.51조원 x 목표 PBR 1배
기타	비상장	582	582	100.0%	0%	582	1H25 장부가액
(+) 자사주		766	6,121	12.5%	100%	0	
(-) 순차입금		619				619	3Q25 별도 기준 순차입금
기업가치		12,867				8,074	
발행주식수 (천주)		31,700				31,700	
목표 주가 (원)		406,000				255,000	목표주가는 적정 NAV 대비 50%, 현재 NAV 대비 37% 할인
현재 주가 (원)						193,100	현재주가는 적정 NAV 대비 62%, 현재 NAV 대비 52% 할인
상승여력 (%)						32.1%	목표 PBR은 2026년 예상 BPS 대비 1.37배, 현재 PBR은 1.03배

2026년 실적 개선 본격화, NAV 대비 저평가 해소

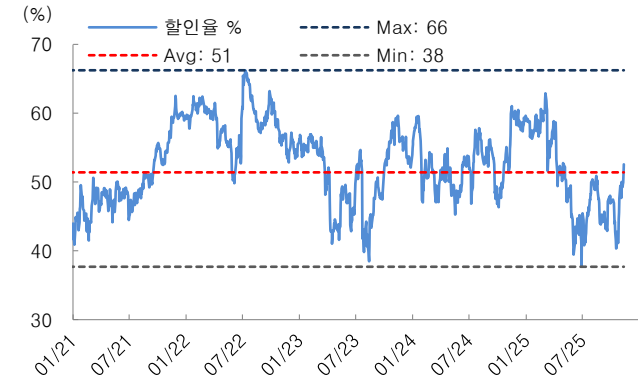
- 2026년 매출액 33.13조원(+7%, 이하 YoY), 영업이익 1.44조원(+32%), 영업이익률 4.4%(+0.9p)으로 전망
- 1) LS ELECTRIC는 4Q25 초고압/HVDC용 변압기 증설 완료, 미국 AIDC향 전력기기, 국내 2차전지업체향 ESS용 전력기기, 한국 제조업체의 미국 공장 증설용 전력기기의 수주 및 매출 확대 등이 예상. 2) LS전선은 지중케이블 및 버스덕트 매출 확대 지속과 함께, 2H26부터 유럽향 해저케이블(HVDC) 매출 본격화 등 고마진의 전력케이블 매출 확대 및 수익성 개선 예상
- 3) 아이앤디도 변압기용 권선 매출 확대, 통신용 광케이블 매출 증가 기대. 4) LS M&M은 2026년에도 낮은 제련수수료로 인해 실적 개선은 쉽지 않지만, 높은 금속가격 및 반도체 업황 호조에 따른 황산 판매 수익성 개선, 전기동 프리미엄 상승 등으로 추가적인 실적 감소 가능성은 낮을 것으로 기대

LS의 부문별 NAV, 시가총액 추이



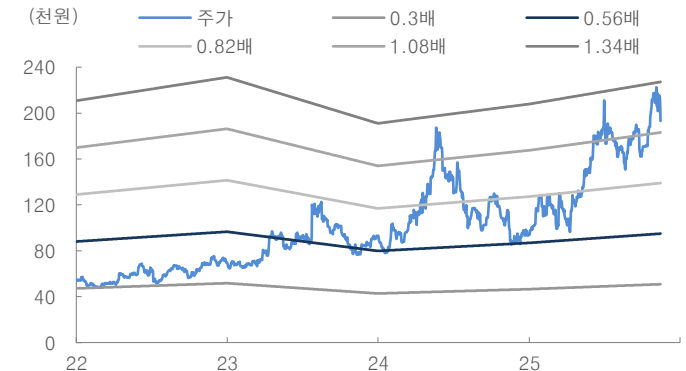
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS 시가총액의 NAV 대비 할인율 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS의 12MF PBR 밴드

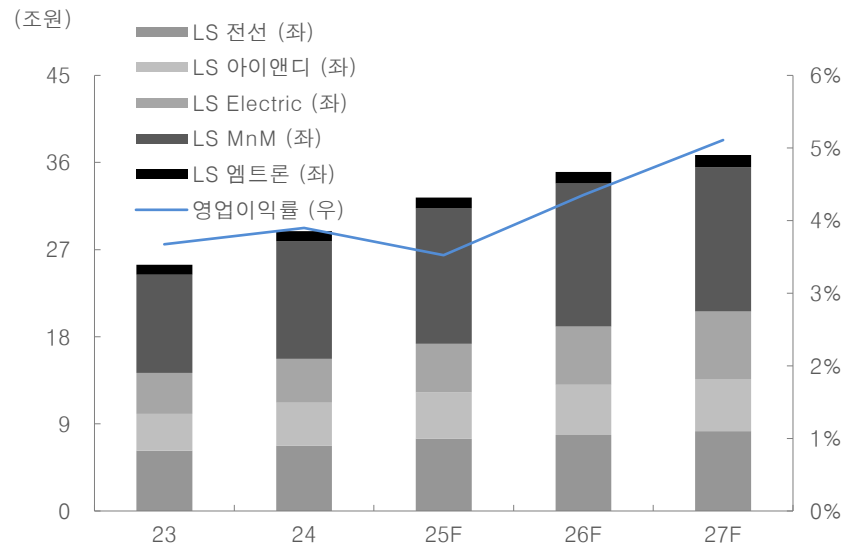


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

1Q26 LS Electric, 2H26 LS전선, '27년 LS MnM, LS 아이앤디 순서의 실적 성장 스토리 시작

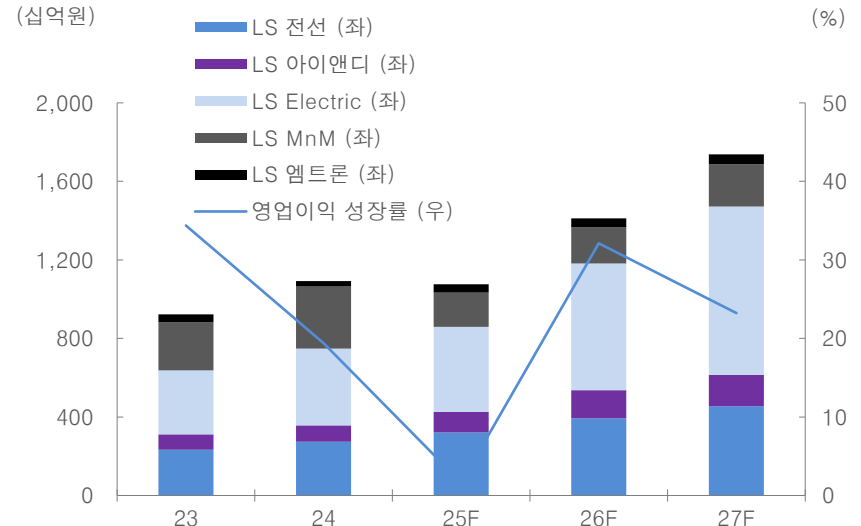
- 지주회사 LS의 주요 자회사는 LS전선(지중/해저 전력케이블), LS Electric(전력기기·자동차), LS MnM(전기동 제련), LS엠트론(산업기계), 아이앤디(부동산, 복미 권선 및 통신선) 등이며, 2024년 영업이익 1.74조원 중 LS Electric 36.3%, LS전선 25.6%, LS MnM 29.5%의 3개 자회사가 91.4%를 차지하고 있음
- LS Electric은 국내 1위 배전기기 제조사로, 중저압 전력기기에서 높은 레퍼런스 및 경쟁력 보유. 지난 10여년간 초고압/고압(발전/송전) 부문과 신재생에너지 관련 R&D 및 사업 확대, 동남아시아를 중심으로 글로벌화를 진행. 2024년부터는 미국향 초고압/고압 전력기기, 중저압 전력기기 매출 확대 시작, 2Q25년부터 가속화 전망
- LS MnM은 글로벌 2위 전기동 제련사로, 부산물로 금·은 등 귀금속과 희유금속 생산도 병행. 제련 TC, 구리, 귀금속 가격에 따라 이익 변동성 존재. 2027년 이후 제련 TC 회복, 반도체용 고순도 황산, 2차전지용 고순도 황산니켈, 전구체 등의 생산 본격화 등으로 실적 개선 및 중장기 성장동력 확보 확인 가능
- LS 아이앤디의 주요 사업인 복미 권선 및 통신선 사업은 그 동안 구리 가격 변동에 따른 재고평가이익 변동으로 실적 변동이 컸으나, 2027년 이후 실적 Level-up 예상. 권선 사업은 저마진의 일반 권선에서 고부가가치의 변압기 및 EV 구동모터용 특수 권선으로 사업 확대, 미국 BEAD 프로그램 시행으로 광통신 케이블 매출 증대 등 기대

LS의 주요 종속기업별 매출액, 총 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center
주: 기타 및 연결조정 제외

LS의 주요 종속기업별 영업이익 추이 및 전망

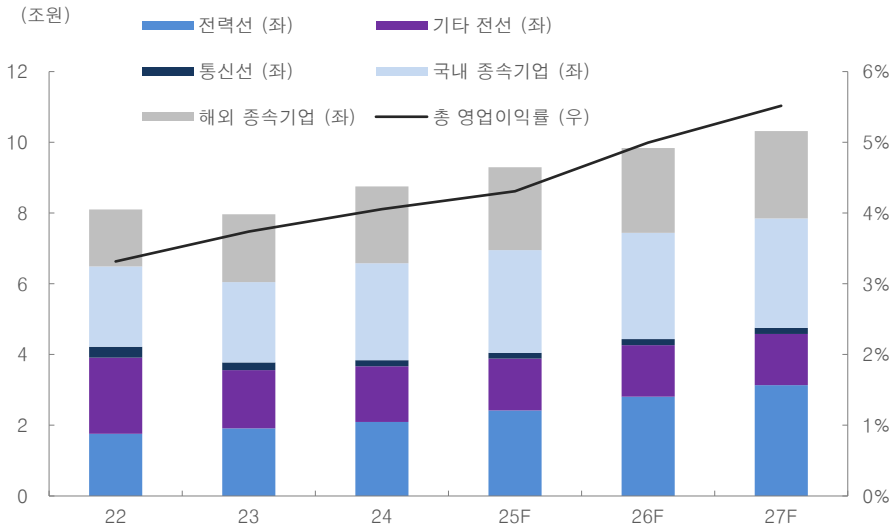


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 총 영업이익은 기타 및 연결조정 제외한 영업이익

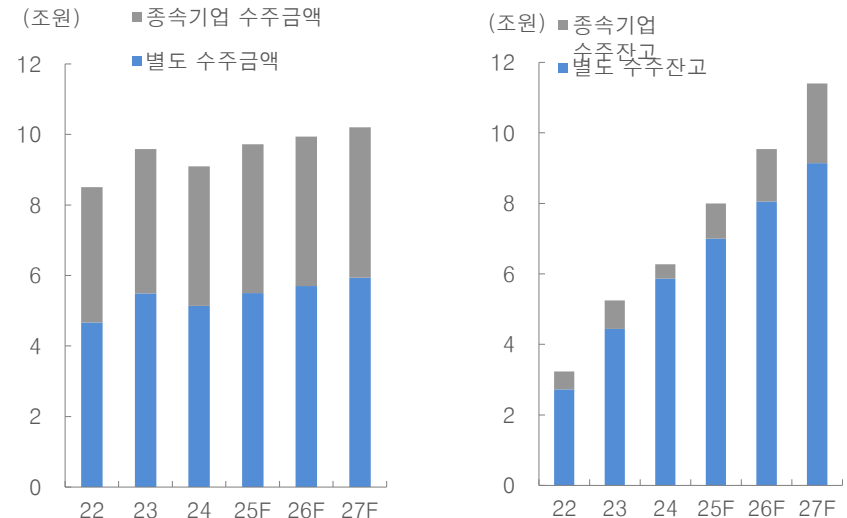
㉮LS를 매수하고 싶게 하는 가장 큰 이유: LS전선의 글로벌 전력 케이블 업체로 도약

- LS전선은 국내 1위 전력 케이블 업체로, 전력 및 통신 케이블을 공급 중. 1) 글로벌 전력망 및 AI데이터센터 투자 등으로 전력 케이블(지중 케이블, 해저 케이블, 부스덕트)의 마진율은 점진적으로 상승 중, 2) 한국, 대만, 베트남, 유럽의 해상풍력용 해저케이블, 중동 및 북미 지상/해저 케이블 수주 확대 등 업황 호조 지속. 3) 2H26 고마진 해저케이블의 유럽향 매출 본격화, 2028년 미국 해저케이블 공장 가동 등으로 외형성장 및 수익성 개선, 실적 성장 가속화 예상
- LS전선(연결기준)의 2025년 매출액은 7.88조원(+16.4%, 이하 YoY), 영업이익은 3,270억원(+15.2%), 영업이익률 4.0% 전망
- 2027년 매출액은 8.68조원(+28.3%, 이하 2024년 대비), 영업이익은 4,263억원(+55.3%), 영업이익률 4.9%(+0.8%p) 기대. 단, 구리가격 가격이 가정보다 더 많이 상승할 경우, 전력 케이블의 단위 수주 가격 상승, 추가 실적 개선도 가능
- 2024년 수주금액은 별도기준 9.58조원, 연결기준 14.34조원, 수주잔고는 별도기준 5.87조원, 연결기준 6.27조원을 기록. 전력 케이블 수주 확대 지속 기대

LS전선의 제품별 및 국내/해외 종속기업 매출액, 영업이익률 전망



LS전선의 별도/종속기업 수주금액, 수주잔고 추이 및 전망



LS전선(별도 및 미국법인)의 해저 케이블 매출액: '24/25년 0.5조원, '27 1.1조원, '29년 1.6조원으로 증가

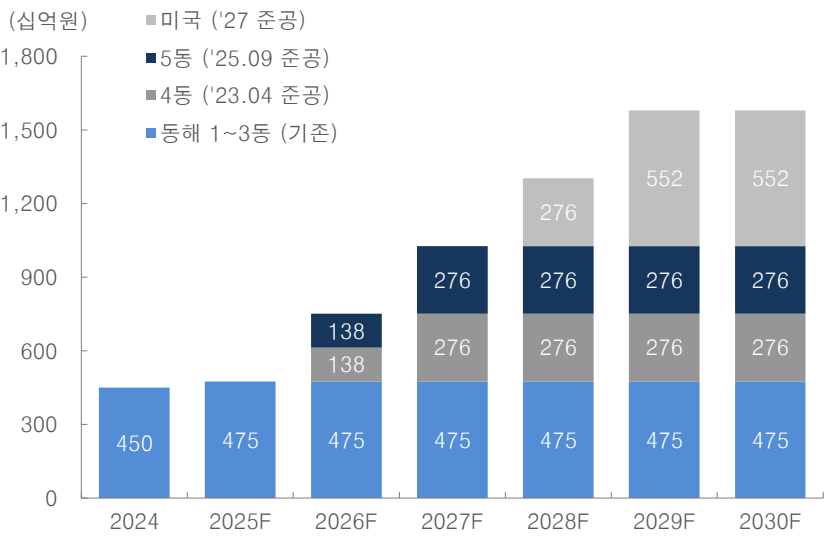
- LS전선은 계열사인 LS 에코에너지, 가온전선, LS 그린링크, LS 마린솔루션을 통해 해저 케이블의 제품, 사업, 지역별 확장 속도를 가속화하고 있음
- 별도기준 LS전선은 국내 동해 해저케이블 1 ~ 3 동 생산능력 5,000억원을 통해 한국, 대만, 미국 등지에서의 해저 케이블 수요 증가에 대응 중. 동해 4, 5동 생산능력 6,000억원(2023년 4월 4동, 2025년 9월 5동 가동, 각각 생산능력 3,000억원) 확충을 통해 유럽으로 해저케이블 공급 예정. 실제 매출 발생은 2H26부터 발생할 전망
- LS 그린링크(북미법인 해저케이블 생산법인)는 버지니아주 해저 케이블 공장에 총 9,418억원을 투자하여 2027년까지 1동 생산능력 6,000억원, 추후 2동 생산능력 3,000억원을 확보할 예정. 2028년부터 북미 및 유럽 지역으로 공급하며 매출 발생 예상
- 해저 케이블 매출은 2024 ~ 2025년 5,000억원 수준에서 2026년 7,760억원, 2027년 1.1조원, 2028년 1.3조원, 2029년 1.6조원으로 확대될 것으로 예상됨. 해저 케이블 영업이익률은 국내 공장 10%, 미국 공장 15% 내외로 기대

LS전선 및 계열사의 해저케이블 Value Chain

기업	사업내용	내/외부망	사업지역
LS전선	생산 및 사업 총괄	내/외부	한국, 대만, 미국, 유럽
LS에코에너지 (지분율 63.4%)	생산	외부	베트남, 유럽
가온전선 (지분율 81.6%)	생산	내부	한국 (초기), 글로벌 (향후)
LS 그린링크 (지분율 100%)	생산	내/외부	미국, 유럽
LS마린솔루션 (지분율 66.7%)	시공 및 유지보수	내/외부	한국 (초기), 글로벌 (향후)

자료: 회사 자료, 언론보도, 대신증권 Research Center

LS전선(별도 및 미국법인)의 해저 케이블 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

'22년 이후 LS전선의 한국, 대만, 유럽, 미국 등에서 HVDC 해저 케이블 수주 급증

- 2022년 이후 글로벌 해저 케이블 수주 및 예약 계약(우협 선정 등) 급증. 향후 한국, 대만, 유럽 등의 해상풍력 프로젝트, 미국의 초고압 송전망 관련 수주 확대 전망
- 2022년 이후 수주 및 예약 금액은 5.5조원: 한국 0.4조원, 대만 0.3조원, 유럽(독일, 영국 등) 4.3조원, 미국 0.9조원

LS전선의 해저 케이블 수주 현황

계약시기	국가	고객사	프로젝트	계약기간	계약금액 (억원)	생산공장	비고
2019.12	한국	한국전력	북당진-고덕 2단계 HVDC 지중송전선	2019.12 ~ 2024.11	1,090		
2020.12	한국	한국전력	완도-제주 #3HVDC	2020.12 ~ 2025.12	2,348	동해 1~3	
2024.12	한국	-	안마해상풍력(532MW), 태안해상풍력(500MW)	2024 ~ 2027	4,000	동해 1~3	입찰 최종 선정, 계약금액은 미확정
2023.05	대만	Orsted	CHW	2023.05 ~ 2025.10	1,981	동해 1~3	
2024.03	대만	CIP	대만 Fengmiao (500MW)	2026 ~ 2027	1,300	동해 1~3	우선협상대상자 선정
2022.12	영국	Vattenfall	Norfolk West & East	2022.12 ~ 2028.09	4,013	동해 4~5	2027/28년 공급
2023.07	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - LanWin1	2023.12 ~ 2030.09	8,247	동해 4~5	1차 본계약, 26년 이후 공급
2023.07	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - BalWin4	2023.12 ~ 2030.09	8,617	동해 4~5	2차 본계약, 26년 이후 공급
2024.12	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - LanWin5	2024.12 ~ 2031.09	9,073	동해 4~5	3차 본계약, 26년 이후 공급
2024.12	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - BalWin5	3Q26 예정	약 1조원	미국	예약계약, Framework 상의 PJT 4건과 별개
2024.06	벨기에	ELIA ASSET NV/SA	Lot 2 Project	2024.06 ~ 2029.04	2,821	동해 1~3	
2025.03	영국	National Grid	HVDC 케이블 공급 및 포설	2025 ~ 2033	-		PJT 총액 40조원, 6개사 참여 프레임워크
2022.01	미국	Orsted	Ocean Wind	2022.01 ~ 2025.02	3,547	동해 1~3	2026년 공급 예정
2024.07	미국	LS Power Grid California	캘리포니아주 북부 송전 프로젝트	-	1,000	미국	수주잔고 미반영
2024.12	미국	Atlantic Shores Offshore Wind	북미 동부 해상 풍력 단지 275kV	-	2,500	미국	예약계약, 수주잔고 미반영
2024.12	미국	NY Transco	북미 동부 변전소 연결 345kV	-	1,900	미국	예약계약, 수주잔고 미반영

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

2026년 매출액 33.13조원(+7%, 이하 YoY), 영업이익 1.44조원(+32%) 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,945	7,414	7,086	7,101	6,514	7,988	8,206	8,279	24,481	27,545	30,987	33,127	34,796
LS 전선	1,446	1,919	1,729	1,672	1,944	1,889	1,887	1,724	6,217	6,766	7,444	7,857	8,239
LS 아이앤디	972	1,160	1,182	1,100	1,168	1,250	1,203	1,191	3,827	4,413	4,813	5,177	5,387
LS Electric	1,039	1,132	1,021	1,360	1,032	1,193	1,216	1,587	4,230	4,552	5,029	6,013	6,999
LS MnM	2,522	3,188	3,280	3,127	2,431	3,796	4,021	4,009	10,155	12,116	13,958	14,781	14,900
LS 엠트론	286	291	256	223	348	312	239	228	1,019	1,055	1,127	1,187	1,252
기타 및 연결조정	-319	-275	-382	-381	-409	-453	-448	-462	-967	-1,357	-1,772	-1,888	-1,981
영업이익	244	374	157	299	305	236	257	295	900	1,074	1,092	1,443	1,778
LS 전선	73	82	73	47	83	83	80	75	233	275	321	393	454
LS 아이앤디	14	60	-5	14	33	28	23	22	79	83	105	144	160
LS Electric	94	110	66	120	87	109	101	137	325	390	433	646	857
LS MnM	45	119	29	124	75	-5	43	62	246	317	174	183	215
LS 엠트론	18	12	4	-6	27	19	1	-4	39	28	44	47	51
기타 및 연결조정	0	-7	-11	0	0	3	10	3	-22	-18	15	30	40
세전이익	108	320	103	36	195	229	125	162	641	567	712	1,186	1,542
당기순이익	90	232	72	3	141	163	105	123	571	397	532	898	1,169
지배주주순이익	40	181	45	-27	87	100	55	78	436	238	321	596	766
평균환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,453	1,400	1,350	1,320	1,306	1,364	1,381	1,350	1,350
구리 가격 (달러/톤)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,453	1,402	1,383	1,462	1,306	1,364	1,425	1,450	1,450
제련 TC (달러/톤)	8,526	9,837	9,356	9,257	9,457	9,471	9,858	10,738	7,020	9,244	9,881	9,894	9,957
금 가격 (달러/oz)	79	64	59	61	21	23	25	26	86	66	24	27	44
은 가격 (달러/oz)	2,031	2,269	2,399	2,637	2,762	3,188	3,357	3,923	1,920	2,334	3,307	4,035	4,035
LS전선 수주금액 (연결)	23	27	29	31	31	33	37	47	23	28	37	46	46
LS전선 수주잔고 (연결)	1,996	2,336	2,517	2,875	2,040	2,407	2,592	2,898	9,588	9,097	9,724	9,937	10,200
LS전선 수주금액 (별도)	5,185	5,622	5,707	6,274	6,353	6,220	6,602	7,998	5,243	6,274	7,998	9,543	11,406
LS전선 수주잔고 (별도)	785	1,120	1,531	2,061	815	1,183	1,609	2,098	5,490	5,143	5,497	5,705	5,941

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 제련 TC는 계약 70%+스팟 30%