

Utility & Green Energy

2026 실적 전망

Research Center

허민호 수석 연구위원

☎ 02-769-2692

✉ minho.hur@daishin.com

한국전력 : 투자의견 '매수', 목표주가 54,000원

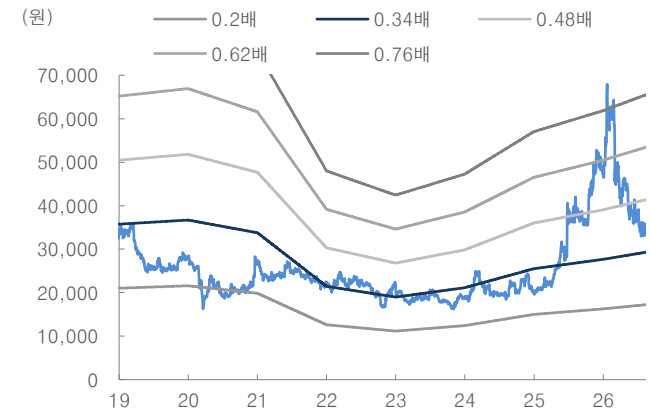
- 1) 현재 미국과 이란과의 종전 시기 이외에도 종전 이후에도 중동지역의 석유와 LNG 인프라 복구까지 상당한 시간 소요에 대한 우려 존재. 한편, UAE의 OPEC+ 탈퇴, 북미 및 베네수엘라의 석유 증산, 이란의 석유 수출 재개 등의 중장기 석유 및 수급 개선 및 가격 하락 요소도 존재하는 점을 감안 시, 향후 추이를 지켜봐야 함
- 2) 전기요금 인상 및 그 수준임. 정부의 과거 요금 결정 사이클을 보면, 유가 및 LNG 급등 시기에는 물가 상승 우려를 감안해 인상 제한해왔으며, 하향 안정화 시기에 적극적인 전기요금 인상을 단행해 왔음. 따라서 재무구조 개선 가능한 수준의 전기요금 인상 시기는 4Q27에 가능할 수 있음
- 3) 다만, 이를 선반영했음. 이제 실적 모멘텀보다는 해외 원전 모멘텀에 더 집중해야 할때
- 6월 18일 대미투자특별법 발효, '한미전략투자공사' 출범 이후 대미 투자 협력 구체화 기대. 웨스팅하우스와의 협상 과정이 조금 더 오래 걸릴 수 있지만, 미국은 대형원전이 필요한 상황. 총 투자금액 3,500억달러 중 2,000억달러(연간 최대 200억달러)는 한국정부 주도로 원전(SMR, 대형원전), 전력망, AI데이터센터, 핵심광물 등의 프로젝트에 지분을 투자할 계획. 지분을 투자하는 프로젝트의 경우, 한전그룹은 미국형 원전 프로젝트에서도 핵심역할을 수행할 것으로 예상
- 관건은 미국 및 제3국 AP1000 건설 참여 시 역할 범위임, 한국형 원전의 미국 진출 여부 등에 따라 해외 원전 건설 사업의 가치가 달라질 수 있음. 1) AP1000의 원자로 및 터빈 빌딩 시공 + 보조기기 EPC(18.8조원, 65%, 이하 수주금액, 예상 순공사비 29조 원 대비, 환율 1,400원/달러 가정), 2) 원자로 빌딩 시공 + 터빈 빌딩 및 보조기기 EPC(23.1조원, 80%) 3) 한국형 원전의 미국 진출(29조원) 순으로 수주금액 및 이익 창출력이 높아질 수 있음
- 한국형 원전도 미국에 진출할 가능성 존재. 2027년 이후에는 베트남, 튀르키예, 사우디, UAE 2차, 체코 2차 등 미국 이외 지역에서도 한국형 원전 프로젝트가 수주 논의가 가시화될 것으로 기대

한국전력의 영업실적 및 투자지표

[단위: 십억원, 원, %]	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	97,343	97,964	98,992
영업이익	8,365	13,491	8,755	9,340	11,334
세전순이익	5,257	11,587	6,594	7,265	9,494
충당기순이익	3,622	8,667	4,904	5,403	7,061
지배지분순이익	3,492	8,545	4,836	5,322	6,955
EPS	5,439	13,311	7,532	8,290	10,834
PER	3.7	3.5	4.5	4.1	3.1
BPS	62,177	75,035	81,026	88,036	97,550
PBR	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3
ROE	9.2	19.4	9.7	9.8	11.7

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

한국전력의 12MF PBR 밴드

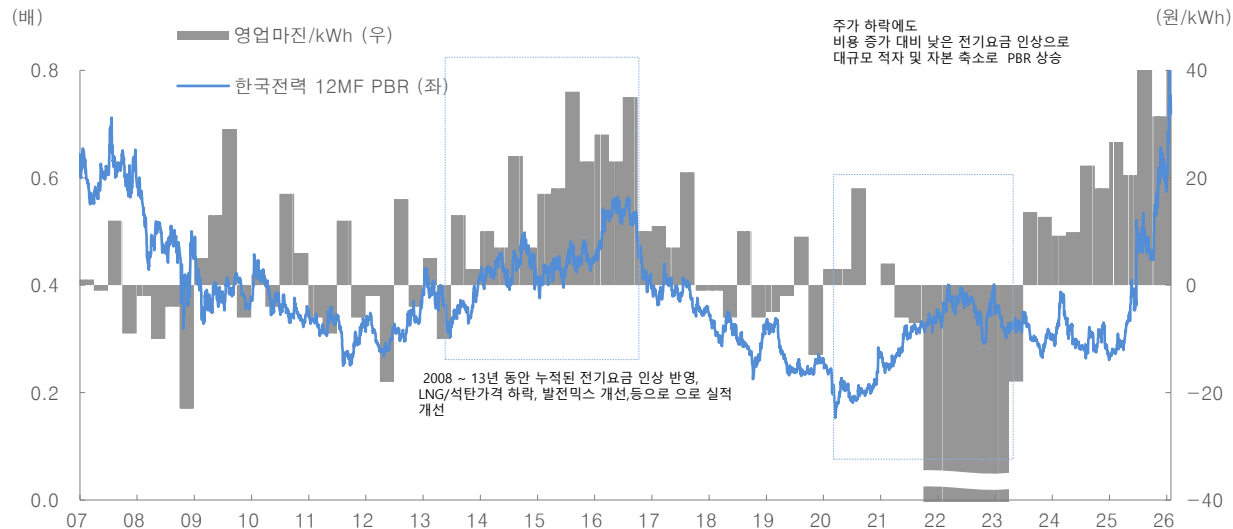


자료: 대신증권 Research Center

한국전력의 Valuation

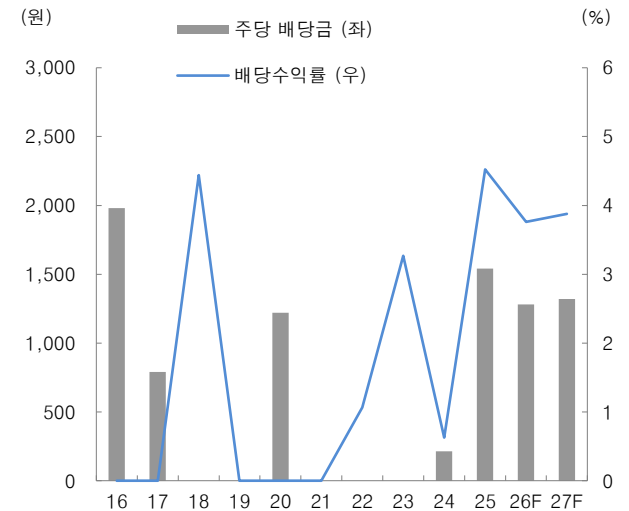
(단위: 배, %, 원)	Value	비고
국내 전력사업 가치	15,934	
26F 평균 자본총계(지배지분)	56,516	요금 규제 완화, 재무구조 개선 시기인 2014 ~ 16년 최고 PBR 평균 0.56배에 35% 할인
적정 PBR	0.28	향후 실적 개선으로 자본 증가, 점진적 배당성향 상승, 중장기 전기요금 인상 가능성 존재 등을 감안
해외 원전 EPC사업 가치	18,543	2035년 예상 해외 원전사업 순이익 0.89조원
2035년 해외 원전EPC 순이익	1,656	
적정 PER	11	해외 원전사업 적정 PER 11배: 글로벌 원자력/발전/산업 플랜트 EPC인 Flour의 2026F PER 16배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
한국전력 적정가치	34,477	
적정 PBR	0.61	
총 사업 적정주가	54,000	2026F DPS 1280원(별도기준 배당성향 20%), 목표주가는 배당수익률 2.4%
현재주가	34,050	현재주가는 26F PBR 0.39배(27F PBR 0.35배), 26F 배당수익률 3.9%
상승여력	58.6	

한국전력의 12MF PBR, 영업마진/전기판매량 추이 및 전망



자료: FnGuide, 한국전력, 대신증권 Research Center

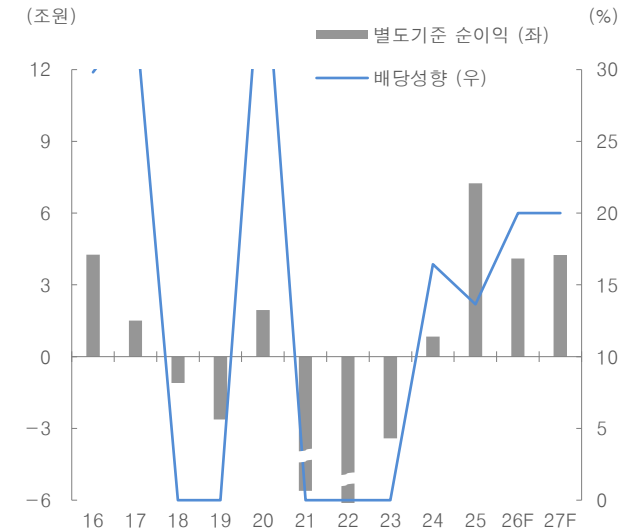
전력사업 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

주: 2025년 이후 예상 배당수익률은 현재 주가 기준

한국전력의 별도기준 순이익, 배당성향 전망

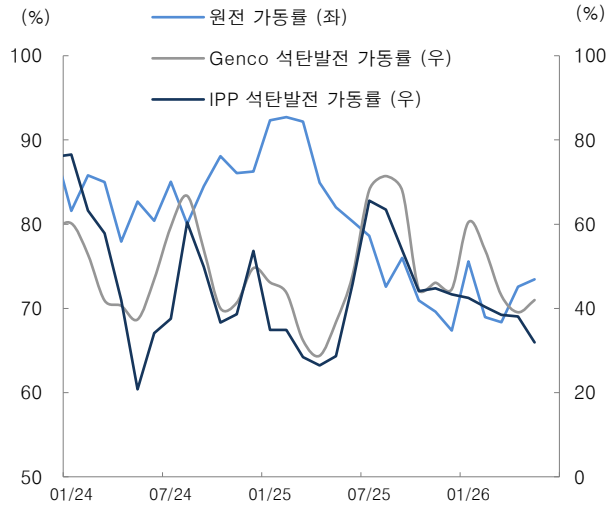


자료: FnGuide, 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 시나리오별 2035년 해외 원전 실적 전망

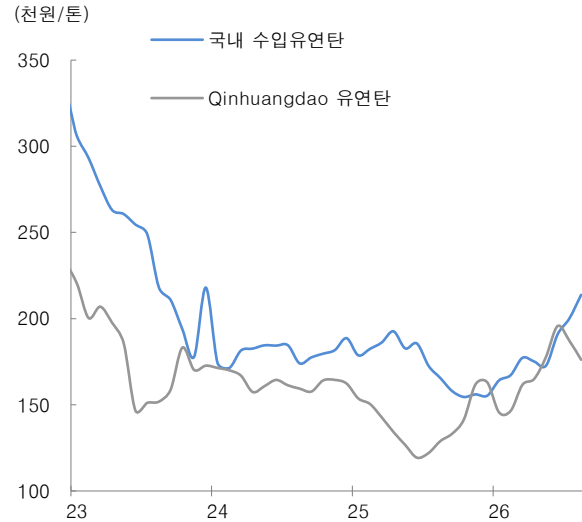
(단위: 십억원)	Bear_2	Bear_1	Base	Bull_1	Bull_2	(Base시나리오) 실적 및 밸류에이션 가정
원전 EPC 수주 기수 (2년 평균)	4	5	12	18	24	
APR 1000/1400	1	2	2	2	2	22년 평균 1개 프로젝트(2기) 수주
K-SMR(i-SMR 등)	2	2	4	6	6	82년 평균 1개 프로젝트(4기)
미국 AP1000	1	1	2	2	2	22년 평균 1개 프로젝트(2기)
해외 SMR 80MW	0	0	4	8	8	12년평균 1개 프로젝트(4기)
2050년까지 수주 설비용량 (GW)	19.4	27.8	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	

원전 및 GENCO/IPP 석탄발전 가동률 추이



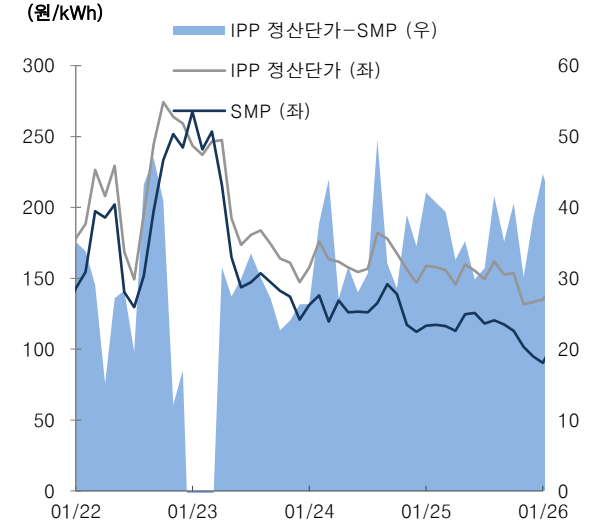
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

뉴캐슬, 칼리만탄 연료탄 가격 추이



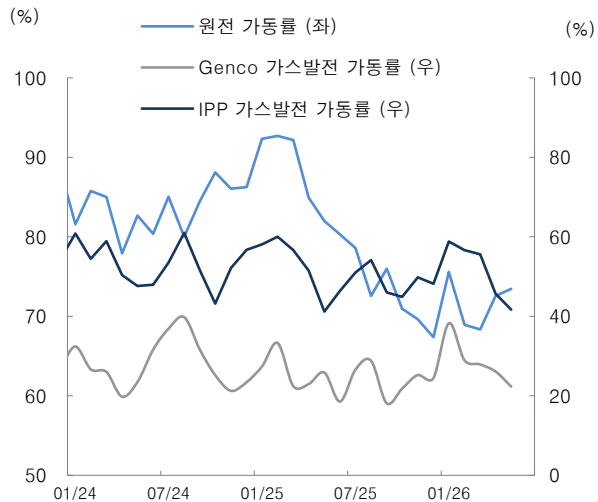
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

IPP(민간발전회사) '정산단가-SMP' 추이



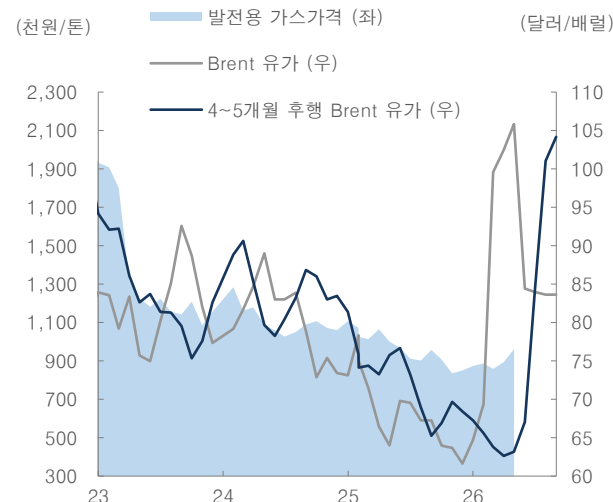
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

원전 및 GENCO/IPP 가스발전 가동률 추이



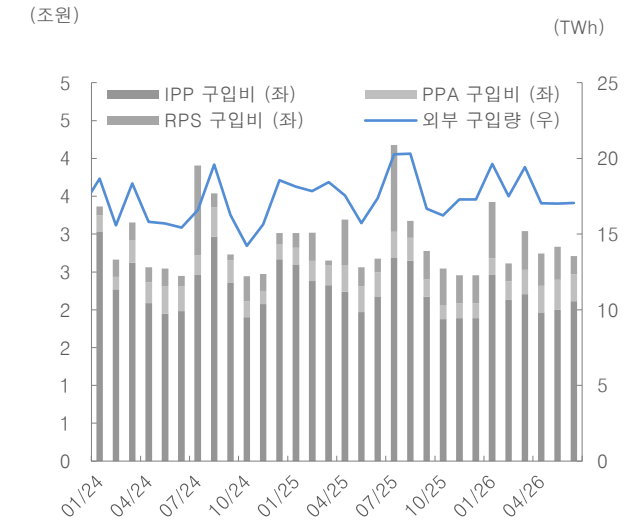
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

Brent 유가(월평균) 및 발전용 가스가격 추이



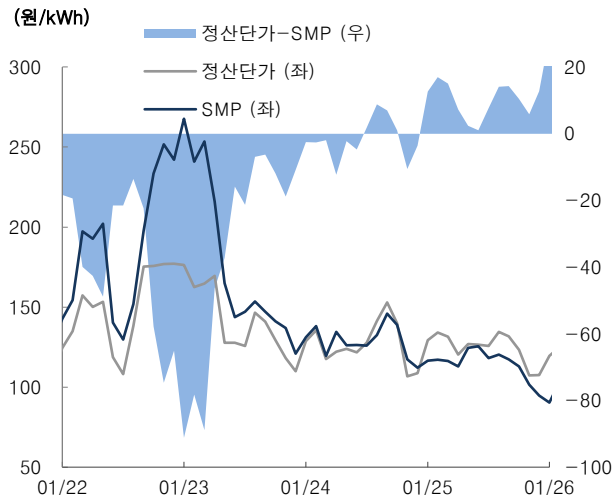
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

한국전력의 외부전력구입비 추이



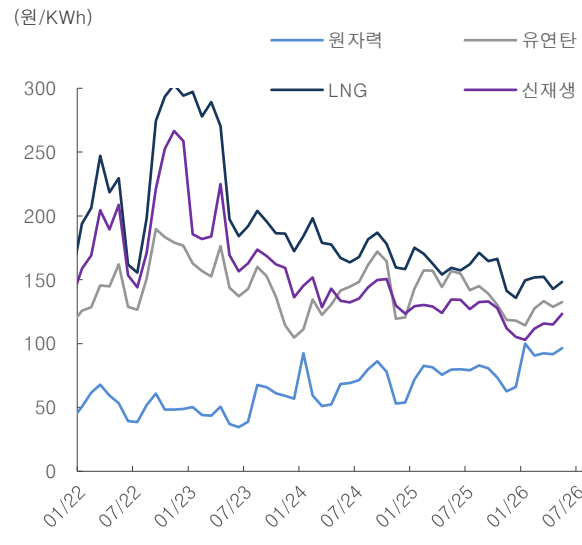
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

총 발전회사의 정산단가, SMP, '정산단가-SMP' 차이 추이



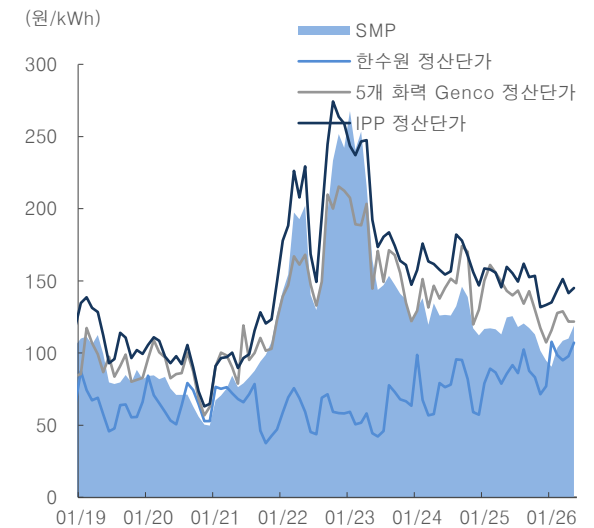
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전원별 정산단가 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전회사별 정산단가, SMP 추이



자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 실적 민감도 분석

(십억원)		2025F	2026F			2025F	2026F
유가	연료비 증감	-56	29	원자력	연료비 증감	25	-63
1달러/배럴	전력구입비 증감	-249	-248	가동률	전력구입비 증감	-257	-292
하락	영업이익 증감	305	219	1% 상승	영업이익 증감	232	355
석탄	연료비 증감	-82	-1	원자력	연료비 증감	64	-27
1달러/톤	전력구입비 증감	0	0	발전비중	전력구입비 증감	-664	-746
하락	영업이익 증감	82	1	1% 상승	영업이익 증감	600	773
환율	연료비 증감	-111	-43	석탄발전	연료비 증감	-262	-216
10원/달러	전력구입비 증감	-169	-180	가동률	전력구입비 증감	408	454
하락	영업이익 증감	280	222	1% 하락	영업이익 증감	-145	-238
SMP	연료비 증감	0	86	석탄발전	연료비 증감	-427	-409
1원/kWh	전력구입비 증감	-213	-207	발전비중	전력구입비 증감	664	746
하락	영업이익 증감	213	121	1% 하락	영업이익 증감	-237	-337

자료: 대신증권 Research Center

한국전력의 실적 전망 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
환율 (원/달러)	1,453	1,402	1,386	1,450	1,464	1,502	1,448	1,420	1,364	1,422	1,458	1,420	1,420
뉴캐슬 연료탄 5,500kcal (달러/톤)	126	133	119	107	116	120	145	143	132	121	131	140	134
Brent 유가 (달러/배럴)	75	67	68	63	78	98	84	85	80	68	86	81	78
LNG 적용 유가 (달러/배럴)	75	75	69	68	66	64	97	88	84	72	79	83	78
발전용 가스 가격 (천원/톤)	1,038	1,013	920	862	873	1,013	1,333	1,201	1,108	958	1,105	1,152	1,098
SMP (원/Kwh)	115	123	117	95	107	118	150	139	128	113	127	127	116
전기판매가격 (원/Kwh)	170	165	176	170	170	165	175	169	162	170	170	170	170
전기판매량 (Twh)	141	127	152	130	140	127	151	130	552	549	547	553	558
민간 전력구입량 (Twh)	54	51	57	51	57	51	55	42	200	213	207	208	214
국가 발전믹스 (%)													
원전	34.7	34.1	26.4	29.2	26.8	30.6	29.6	37.1	31.7	31.0	30.9	33.4	33.3
석탄	23.2	24.2	37.3	29.9	29.5	28.3	34.9	31.4	28.7	28.9	31.1	32.4	30.9
LNG	30.5	27.0	24.8	28.4	31.4	25.6	22.9	18.3	28.0	27.6	24.6	20.7	22.2
유류	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)
신재생	11.6	14.6	11.4	12.5	12.2	15.4	12.5	13.2	11.5	12.4	13.3	13.6	13.7
한전 발전 가동률 (%)													
원전 가동률	92.4	82.4	75.7	69.3	71.0	74.0	84.5	85.2	83.6	79.9	78.8	82.1	82.5
석탄발전 가동률	40.7	37.8	69.1	45.1	52.4	45.0	62.5	46.2	49.2	48.2	51.6	51.6	51.6

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

한국전력의 연결기준 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	24,224	21,950	27,572	23,688	24,399	21,919	27,394	23,632	94,001	97,435	97,343	97,964	98,992
전기판매 수익	23,211	20,946	26,474	22,373	23,223	20,741	26,274	22,289	88,890	93,005	92,527	93,055	93,936
기타	1,013	1,004	1,098	1,315	1,175	1,178	1,120	1,343	5,112	4,430	4,816	4,909	5,056
영업비용	20,470	19,814	21,921	21,705	20,614	20,790	25,023	22,160	85,652	83,910	88,588	88,624	87,658
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	7,029	5,096	22,538	19,436	22,267	21,462	21,128
전력구입비	8,766	8,601	9,240	7,446	8,720	8,487	10,703	8,139	34,660	34,053	36,048	36,020	34,541
기타	6,695	6,898	7,180	9,648	6,676	7,379	7,292	8,926	28,455	30,421	30,273	31,142	31,989
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,983	3,784	1,129	2,371	1,471	8,349	13,525	8,755	9,340	11,334
금융손익	-818	-678	-834	-670	-781	-930	-883	-812	-4,131	-3,000	-3,406	-3,344	-3,143
지분법손익	125	168	238	168	302	201	245	173	922	700	921	948	977
기타영업외손익	172	39	294	3	90	27	146	61	151	507	324	322	326
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,485	3,395	426	1,878	894	5,290	11,731	6,594	7,265	9,494
지배지분순이익	2,328	1,137	3,756	1,396	2,493	267	1,406	669	3,619	8,617	4,836	5,439	7,107
영업이익률	15.5	9.7	20.5	8.4	15.5	5.1	8.7	6.2	8.9	13.9	9.0	9.5	11.4

자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국가스공사 : 투자의견 '매수', 목표주가 42,000원

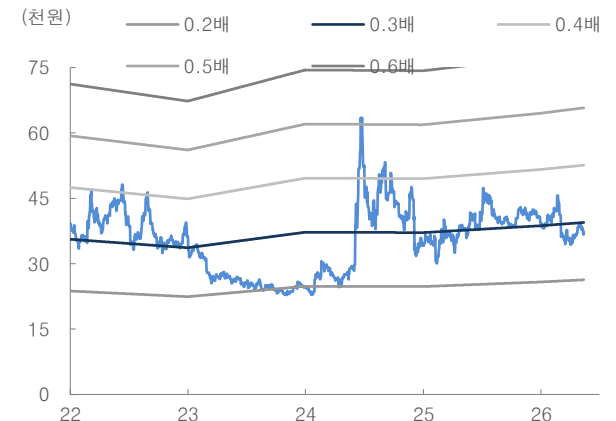
- 목표주가 42,000원. 2026년 예상 BPS 기준 PBR 0.34를 적용
- 2007 ~ 2023년 유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등이 반영된 전체 시기의 평균 PBR 0.57배 대비 40% 할인. 3Q26 이후 LNG 가격 급등 등에 따른 미수금 확대 재개, 7월 미수금 축소가 가능한 수준의 도시가스요금 인상 여부 불확실성, 현금흐름이 악화되는 시기에서 큰 폭의 배당 증가 불확실성 등을 반영. 현재 주가는 과거 평균 PBR 대비 50% 할인된 수준임. 길게 보면 결국 미수금 축소되어야 하는 점을 감안하면, 장기적 관점에서 접근 필요
- 관건 1) 유가 하락 시기 및 하락폭임. 현재 미국과 이란과의 종전 시기 이외에도 종전 이후에도 중동지역의 석유와 LNG 인프라 복구까지 상당한 시간 소요에 대한 우려 존재. 한편, UAE의 OPEC+ 탈퇴, 북미 및 베네수엘라의 석유 증산, 이란의 석유 수출 재개 등의 중장기 석유 및 수급 개선 및 가격 하락 요소도 존재하는 점을 감안 시, 향후 추이를 지켜봐야 함
- 관건 2) 요금 인상 및 그 수준. 정부의 과거 요금 결정 사이클을 보면, 유가 및 LNG 급등 시기에는 물가 상승 우려를 감안해 인상 제한해왔으며, 하향 안정화 시기에 적극적인 도시가스 요금 인상을 단행해 왔음. 따라서 미수금을 축소할 수 있는 의미있는 도시가스요금 인상 시기는 2027년 하반기에 가능할 수 있음
- 2026년 연간 매출액은 39.85조원(+12%, 이하 YoY), 영업이익 2.28조원(+8%) 전망. 가스도매사업의 적정투자보수 감소에도, 해외사업 실적 개선으로 영업이익 개선 가능. 해외사업 영업이익은 4,847억원(+37% YoY) 예상. 이는 유가 및 LNG 상승, 캐나다 LNG 프로젝트의 운영 안정화 등에 따른 영향임

한국가스공사의 영업실적 및 투자지표

[단위: 십억원, 원, %]	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	38,389	35,727	39,852	43,129	40,852
영업이익	3,003	2,101	2,275	2,366	2,359
세전순이익	1,638	396	998	1,096	1,090
총당기순이익	1,149	132	745	769	764
지배지분순이익	1,147	133	742	768	763
EPS	12,422	1,441	8,041	8,314	8,269
PER	2.8	27.3	4.7	4.6	4.6
BPS	117,308	117,020	123,970	131,140	137,990
PBR	0.3	0.3	0.31	0.29	0.28
ROE	11.2	1.2	6.7	6.5	6.1

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

한국가스공사의 12MF PBR 밴드



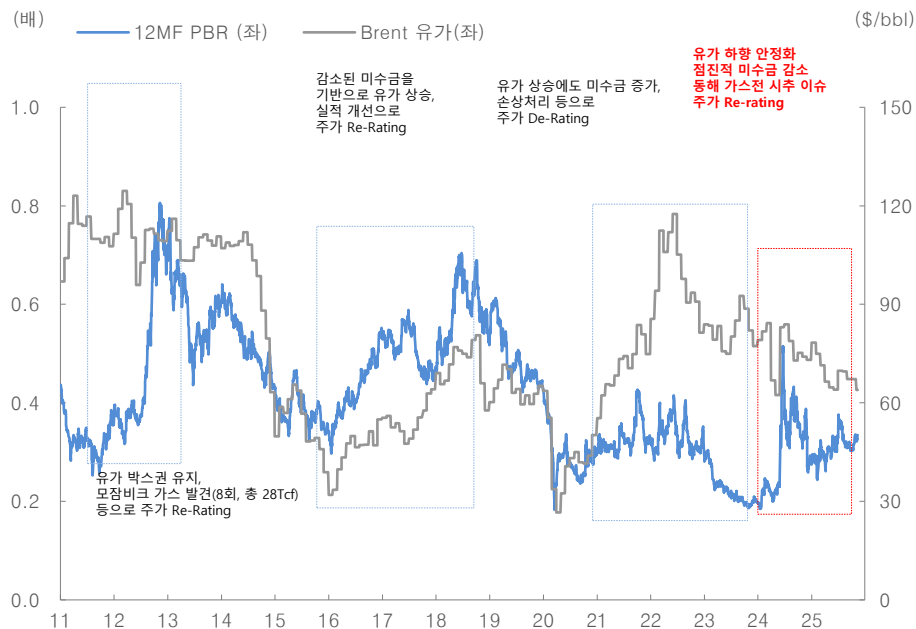
자료: 대신증권 Research Center

한국가스공사의 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 (%)	40	할인율 적용: 1) LH26 미수금 증가 우려 재개, 2) 배당 불확실성
목표 PBR (배)	0.34	
BPS (2025F)	123,970	
목표주가 (원)	42,000	목표주가 기준 배당수익률 2.9%(2026F DPS 1210원)
현재주가 (원)	38,100	현재주가 기준 배당수익률 3.2%
상승여력 (%)	10.2	

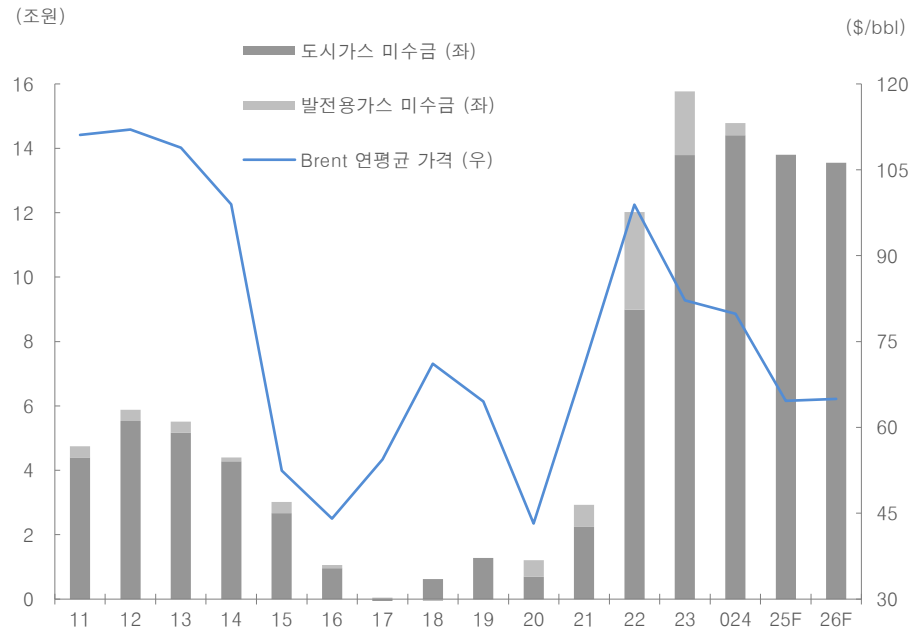
자료: 대신증권 Research Center

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

한국가스공사의 민감도 분석

	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

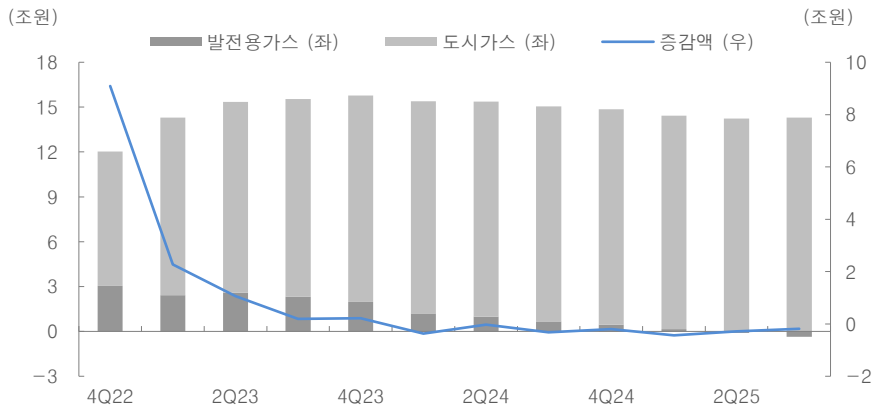
주1: 2024.08 민수용 도시가스 요금은 7월 16.67원/MJ에서 17.71원/MJ으로 1.04원/MJ 인상

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)

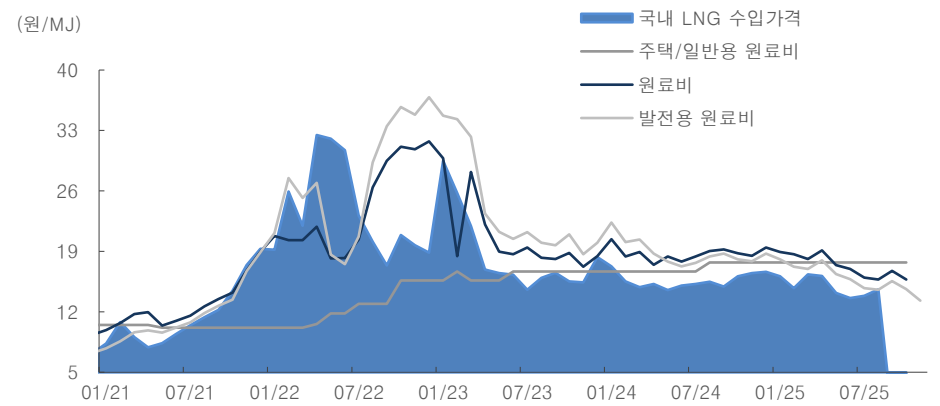
주4: 이자비용은 전년도와 당해년도의 평균 차입금(미수금)의 이자비용임

한국가스공사의 분야별 미수금 추이



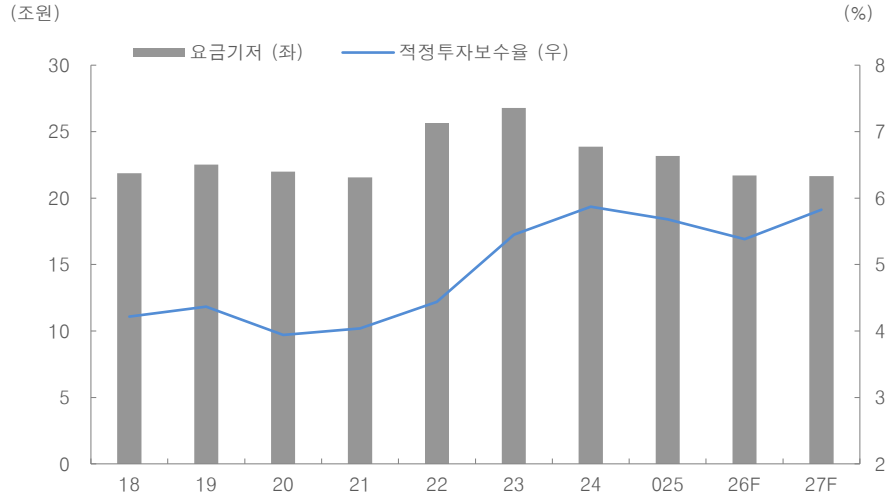
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 가스요금별 원료비, LNG 수입가격 추이



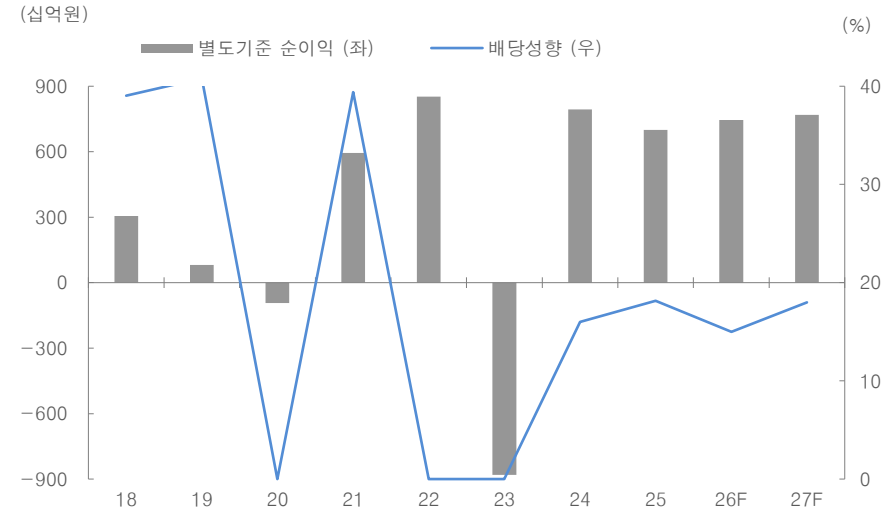
자료: 한국가스공사, K-STAT, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 요금기저 및 적정투자보수율 추이 및 전망



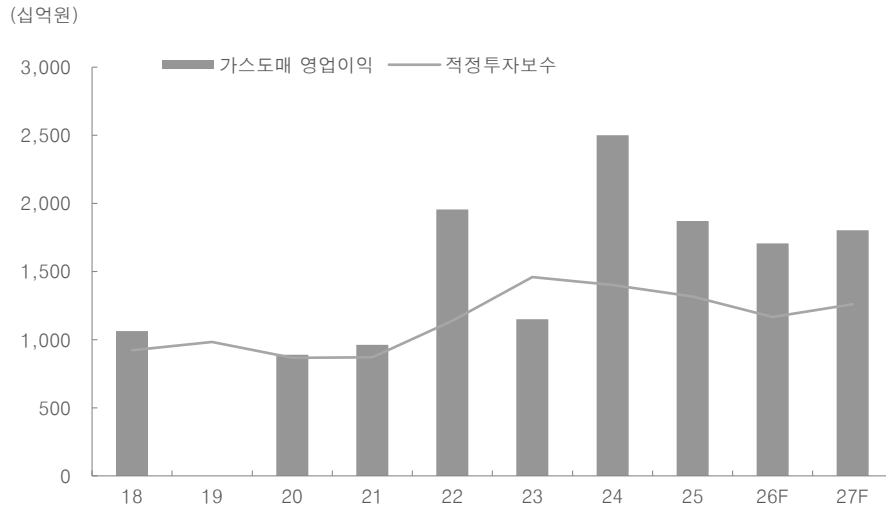
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 별도기준 순이익, 배당성향



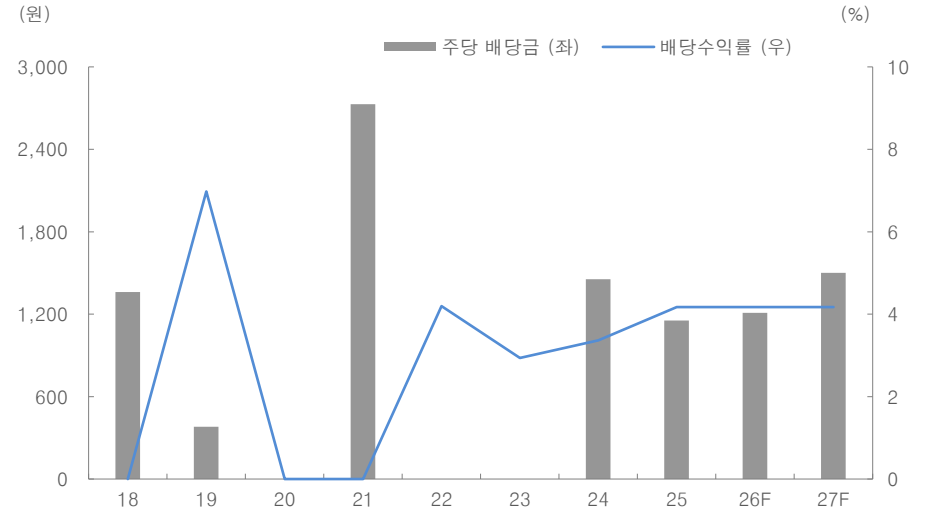
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 적정투자보수, 가스도매 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 주당 배당금, 배당수익률



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 실적 전망 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
환율 (원/달러)	1,453	1,402	1,383	1,451	1,464	1,475	1,465	1,465	1,364	1,422	1,467	1,465	1,465
Brent 유가 (\$/bbl)	75	67	68	63	78	103	88	88	80	68	89	81	78
LNG 적용 유가(\$/bbl)	75	75	69	68	66	64	83	99	84	72	78	85	78
발전용 가스 가격 (천원/t)	1,069	1,071	996	1,026	959	986	1,243	1,439	1,103	908	1,102	1,255	1,173
도시가스 가격 (천원/t)	1,007	986	905	934	908	904	1,129	1,312	1,012	892	1,082	1,151	1,075
가스 판매량 (백만톤)	11.9	7.0	6.5	11.9	12.2	6.3	6.9	8.6	34.2	37.2	34.1	33.5	33.7
발전용	4.4	3.6	3.7	4.4	4.9	2.9	4.1	2.8	15.7	16.1	14.8	14.0	14.0
도시가스용	7.4	3.5	2.7	7.4	7.3	3.4	2.8	5.9	18.5	21.1	19.4	19.5	19.7

자료: Bloomberg, 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	12,733	7,630	6,372	8,992	11,802	6,581	9,029	12,439	38,389	35,727	39,852	43,129	40,852
국내 가스	12,184	7,039	5,836	8,406	11,284	5,971	8,307	11,648	36,021	33,464	37,210	40,010	37,586
해외사업	576	549	544	656	512	567	729	862	2,389	2,325	2,670	3,183	3,332
기타	-28	43	9	-70	-29	44	9	-71	-81	-62	-63	-65	-66
영업이익	834	405	389	474	910	445	383	536	3,003	2,101	2,275	2,366	2,359
국내 가스	709	323	280	414	767	328	282	394	2,501	1,725	1,771	1,813	1,801
해외사업	113	80	102	60	130	93	120	142	498	354	485	533	538
기타	13	2	7	-0	12	25	-18	1	5	22	19	21	20
기타손익	-20	-15	-15	-519	32	-10	-15	-120	-132	-569	-114	-112	-112
금융손익	-333	-274	-259	-368	-292	-310	-328	-369	-1,371	-1,233	-1,299	-1,303	-1,291
지분법이익	1	23	-6	80	69	18	23	27	137	98	136	145	133
세전이익	483	138	110	-334	718	143	63	74	1,637	396	998	1,096	1,090
순이익(지배지분)	367	85	87	-407	549	100	43	51	1,146	133	742	768	763
영업이익률	6.5	5.3	6.1	5.3	7.7	6.8	4.2	4.3	7.8	5.9	5.7	5.5	5.8
국내 가스	5.8	4.6	4.8	4.9	6.8	5.5	3.4	3.4	6.9	5.2	4.8	4.5	4.8
해외사업	19.5	14.5	18.8	9.1	25.5	16.4	16.4	16.4	20.8	15.2	18.2	16.7	16.2

자료: Bloomberg, 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 해외사업 실적 전망 가정

[단위: 십억원, %]	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
해외 영업이익	113	80	102	60	130	93	120	142	498	354	485	533	538
미얀마 A1/A3	16	21	16	14	16				59	67			
호주 GLNG	9	2	-2	-1	-12				155	8			
호주 Prelude	27	19	33	27	5				114	106			
이라크 주바이르	30	19	14	6	28				84	69			
모잠비크 KGM	31	18	36	13	22				87	99			
캐나다 BC LNG	0	0	6	0	71				0	6			
이라크 바드라	0	0	0	0	0				-2	0			
해외 지분법이익	1	23	-6	80	69	18	23	27	137	98	136	145	133
수르길	-28	10	2	23	51				7	0			
RASGAS	7	-12	-22	48	-6				20	0			
OLNG	2	3	1	16	1				21	0			
DSLNG	8	9	10	7	9				34	0			
기타	13	12	4	-14	15				54	98			
해외 이익 총계	114	102	96	140	199	111	143	169	634	452	621	678	672

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 해외사업 현황

	지역	프로젝트	생산물	지분율	상업 가동	생산량	지분 생산량	[생산단위]
종속	이라크	주바이르	원유	23.8%	1Q11	46	11	[만bbl/d]
기업	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	카타르	RASGAS	LNG(국내도입)	3.0%	1999	660	20	[만톤]
기업	오만	OLNG	LNG(국내도입)	1.2%	2000	650	8	[만톤]
	인도네시아	DSLNG	LNG(국내도입)	15.0%	2017	730	110	[만톤]
	우즈베크	수르길	가스+화학제품	22.5%	2016	NA	NA	

자료: 한국 가스공사, 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티: 투자의견 '매수', 목표주가 110,000원

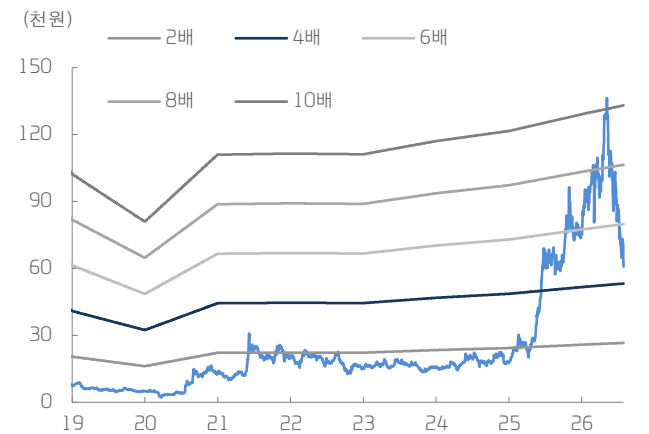
- 목표주가 110,000원으로 하향(2035F EV/EBITDA 17배). 이는 1) 미국 빅테크의 FCF(-) 등에 따른 AI데이터센터 인프라 투자 성장 속도의 불확실성 고조, 2) 기존 기대보다 해외 원전 주기기 수주 모멘텀 지연, 3) 한국은행의 금리인상, 4) 6개월 내 목표주가 현실화 등을 반영했기 때문.
- 다만 글로벌 SMR 및 대형 원전 건설 프로젝트는 제도, 자금조달, 이해관계 등의 문제로 지연되고 있을 뿐 취소·축소 된 것은 아님. 하반기 TVA의 SMR 관련 PPA 계약, 한미원자력협정 등은 미국 원전 진출의 트리거가 될 전망
- '12차 전기본'에서 반영될 추가 원전 건설 규모도 성장 모멘텀. 설비예비율 22% 가정 시 '3대 메가프로젝트' 반영 후 '40년까지 신규 발전설비 용량은 31.3GW(신재생 유효용량 13.6% 제외)로 추정되며, 늘어나는 유효 발전용량의 대부분은 동사의 캡티브 잠재 시장
- 1) 에너지빌리티 부문은 상반기 수주 7.1조원에도 연간 가이드언스는 13.3조원 유지. 당사는 추가 가스터빈 수주, 체코 원전 주기기 공사금액 증가 등을 감안 시 초과 달성을 기대. 2) 하반기 TVA-ENTRA1 전력구매계약(PPA)이 이루어질 경우, 동사와 NuScale의 SMR 주기기 계약도 연내 체결 목표. 3) 2026년 미국 DOE는 '30년까지 10기 착공을 목표로 5개 SPV이 각 2기씩 추진, 총 175억 달러의 조건부 대출 지원 계획 발표. SPV 설립 후 원자로, 증기발생기 등 롬리드 부품의 선발 주 가능. 웨스팅하우스도 7개의 잠재파트너사와 공식의향서에 서명하는 등 미국 대형 원전 사업도 점진적 가시화 가능
- 상반기 TerraPower와 3종 주기기 부품(원자로보호용기, 원자로지지구조물, 노심동체구조물) 공급계약을 체결, 현재 Rolls-Royce와도 주기기 공급을 논의 중
- 현재 동사의 가스터빈 연간 생산능력은 6~8기, '28년 12기로 확대 계획. "29년 인도 슬롯은 전량 수주 마감되었으며, 발주체와 '30~'32년 공급 물량에 대해 협의 중. 하반기 미국 유틸리티향 추가 수주 가능성도 존재. 이는 발주처 다변화, 인지도 확대의 초석이 될 것으로 기대

두산에너지빌리티의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	16,233	17,058	17,742	18,626	21,672
영업이익	1,018	763	1,060	1,484	1,959
세전이익	658	327	689	1,027	1,510
총당기순이익	395	205	700	772	1,129
지배지분순이익	111	85	419	416	753
EPS	174	132	655	649	1,176
PER	100.9	569.1	108.3	109.3	60.3
BPS	11,703	12,155	12,851	13,542	14,761
PBR	1.5	6.2	4.7	4.5	4.1
ROE	1.5	1.1	5.2	4.9	8.3

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

두산에너지빌리티의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티의 Valuation

(단위: 십억원)	2035F	비고
(A) 영업가치	59,130	에너지빌리티 부문의 2035F EBITDA 미국 원전, 터빈/전력기기 Peer의 '26F EV/EBITDA 33배 대비 시간가치, 불확실성 등 할인율 50% 적용
수정 EBITDA	3,534	
EV/EBITDA (배)	17	
(B) 지분가치	3,201	두산밥캣 시가총액 × 지분율 46.1% × 할인율 30% 두산퓨얼셀 시가총액 × 지분율 30.3% × 할인율 30% 비상장 자회사 장부가치
두산밥캣	1,986	
두산퓨얼셀	417	
비상장 자회사	798	
(C) 기업가치	62,331	
(D) 순차입금	-8,131	2035F 순차입금은 두산에너지빌리티 부문 기준
(E) 주주가치 (C) - (D)	70,462	에너지빌리티 주주가치는 (E) = (C) - (D)
(F) 목표주가 (원)	110,000	
현재주가 (원)	60,800	
상승여력 (%)	80.9	

자료: 대신증권 Research Center

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 NSSS	VOYGR(미국 NuScale) 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 + Long Lead	5	5	5	5	5
	K-LMR	1	1	1	1.5	2
	WH-LMR	4	4	4	3.5	3
	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 누적 점유율	전체	16%	20%	20%	26%	43%
	LWR	25%	25%	25%	38%	47%
	SMR	5%	14%	14%	26%	38%

자료: 대신증권 Research Center

에너지부문의 사업분야별 제품 및 역무 현황

수주시기 공급시기	수주 기수 (기)			총 설비용량	점유율 (%)	
	2025~2027년	2028년 이후	2030~2050	용량	신규 건설 목표	건설 계획+목표
	2030~2034	2035~2050	2035~2050	(GW)		
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%

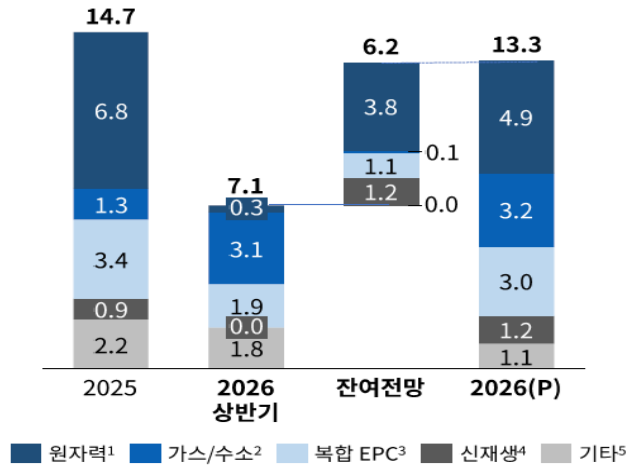
자료: 대신증권 Research Center

시나리오별 에너지빌리티 부문의 2035년 실적 전망 및 밸류에이션

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
	2030F	2035F	2035F	2035F	2035F	2035F
매출액 (십억원)	15,296	14,575	18,888	22,182	25,448	36,637
원자력 기자재	6,056	6,950	8,923	9,494	12,363	18,091
APR	2,443	2,820	2,820	2,820	4,230	5,640
AP1000	1,118	1,774	1,774	1,774	1,553	1,331
SMR	1,711	1,093	3,066	3,638	5,318	9,858
원자력 Service, I&C	784	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
가스/수소/양수발전 기자재 및 서비스	4,079	2,630	4,970	7,250	8,090	13,550
가스/수소발전 주기기	3,084	1,800	3,600	4,800	6,000	10,200
L TSA	442	540	900	1,140	1,380	2,220
양수발전 주기기, 단품 등	553	290	470	1,310	710	1,130
풍력발전 기자재	741	741	741	741	741	741
EPC	4,421	4,421	4,421	4,863	4,421	4,421
영업이익	2,084	2,157	2,899	3,324	4,066	6,043
EBITDA	2,291	2,367	3,109	3,534	4,300	6,302
이자손익	-142	75	101	112	145	162
영업외손익	-100	-100	-100	-100	-100	-100
세전이익	1,841	2,132	2,900	3,336	4,111	6,105
순이익	1,399	1,620	2,204	2,535	3,124	4,640
NOPLAT	1,607	1,830	2,414	2,745	3,359	4,899
순부채	1,714	-5,843	-7,303	-8,131	-9,166	-12,516
유지보수 CAPEX	207	207	207	207	207	207
영업이익률 (%)	13.6%	14.8%	15.4%	15.0%	16.0%	16.5%
EBITDA마진율 (%)	15.0%	16.2%	16.5%	15.9%	16.9%	17.2%
EV/EBITDA		17	17	17	17	17
사업가치		41,587	54,628	62,087	75,556	110,733
지분가치		3,201	3,201	3,201	3,201	3,201
순차입금		-5,843	-7,303	-8,131	-9,166	-12,516
주주가치 (십억원)		50,630	65,131	73,418	87,923	126,450
목표주가 (원)		76,000	97,000	110,000	131,000	189,000
상승여력 (%)		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2

에너지부문의 수주 실적 및 '26년 전망

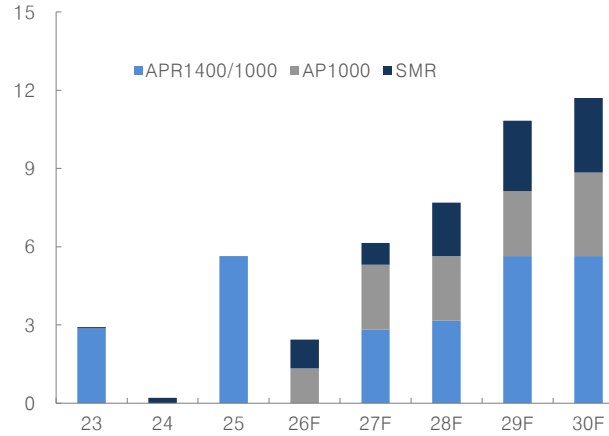
(단위: 조원)



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 원전 기자재 수주금액 전망

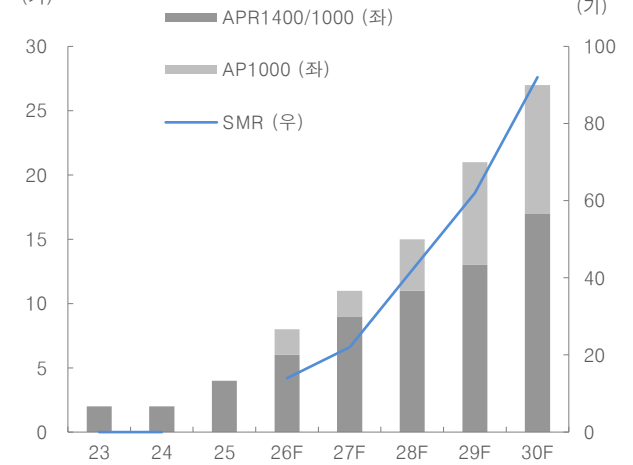
(조원)



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 원전 주기기 수주 누적 호기수 추이 및 전망

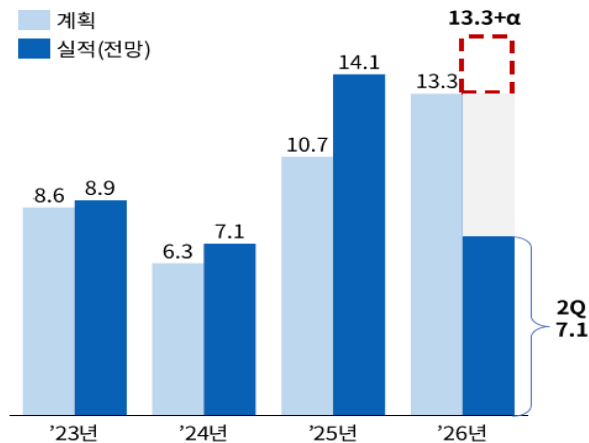
(기)



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 '26년 잔여기간 수주 프로젝트

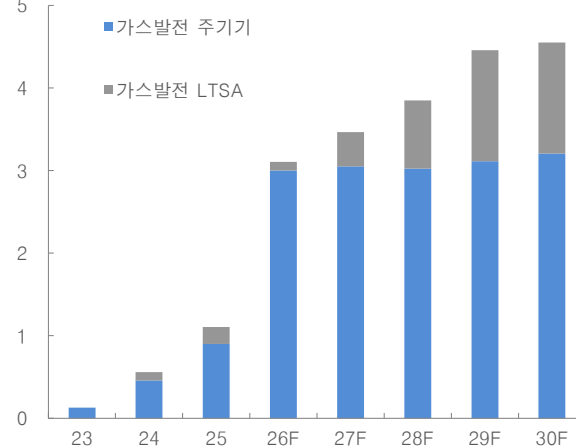
[단위: 조원]



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 가스발전 기자재 수주금액 전망

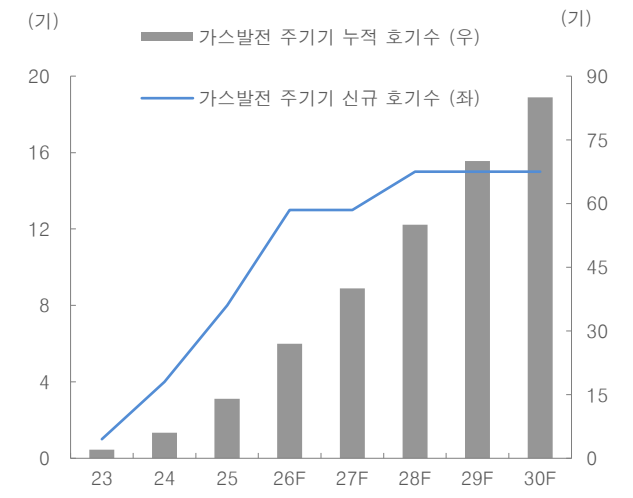
(조원)



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 가스발전 주기기 수주 누적 호기수 추이 및 전망

(기)



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 중장기 실적 전망

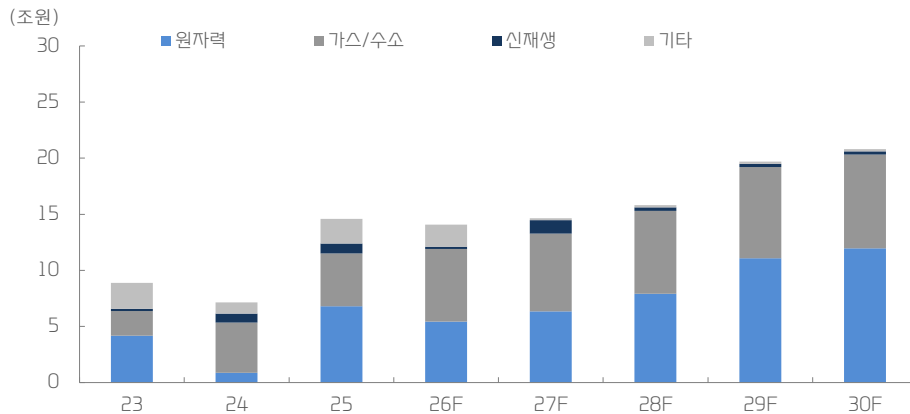
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2035F
수주금액	7,135	14,728	14,081	14,652	15,812	19,696	20,816	20,816
원자력	870	6,800	5,431	6,342	7,904	11,070	11,962	11,962
가스/수소	4,470	4,700	6,490	6,930	7,407	8,127	8,354	8,354
신재생	800	900	200	1,200	300	300	300	300
기타	995	2,328	1,960	180	200	200	200	200
수주잔고	15,888	23,047	29,705	36,491	41,931	48,893	56,145	57,975
매출액	7,367	7,881	7,733	7,866	10,371	12,735	15,296	22,182
원자력 기자재	829	1,203	1,658	2,564	3,420	4,742	6,056	9,494
APR	144	514	713	1,249	1,512	1,997	2,443	2,820
AP1000	0	0	40	141	359	697	1,118	1,774
SMR	52	50	260	427	781	1,272	1,711	3,638
단품 등	633	639	646	746	768	776	784	1,262
가스발전 기자재 및 서비스	598	568	1,269	2,341	3,554	3,806	4,079	7,250
주기기설비	215	368	1,030	1,959	3,022	3,053	3,084	4,800
LTS	3	10	20	62	149	292	442	1,140
단품 등	380	189	218	320	384	461	553	1,310
EPC/기타	5,940	6,111	4,807	2,961	3,397	4,186	5,162	5,604
영업이익	244	302	378	616	1,043	1,555	2,084	3,324
EBITDA	379	446	540	783	1,250	1,762	2,291	3,534
당기순이익	-115	403	200	208	530	949	1,399	2,535
기자재/서비스매출비중 추정	19.4	22.5	37.8	62.4	67.2	67.1	66.3	75.5
원자력	11.2	15.3	21.4	32.6	33.0	37.2	39.6	42.8
가스발전	8.1	7.2	16.4	29.8	34.3	29.9	26.7	32.7
영업이익률	3.3	3.8	4.9	7.8	10.1	12.2	13.6	15.0
EBITDA마진율	5.2	5.7	7.0	10.0	12.1	13.8	15.0	15.9

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

주2. 실적 추정에는 두산밥캣으로부터 배당금 750억원 포함

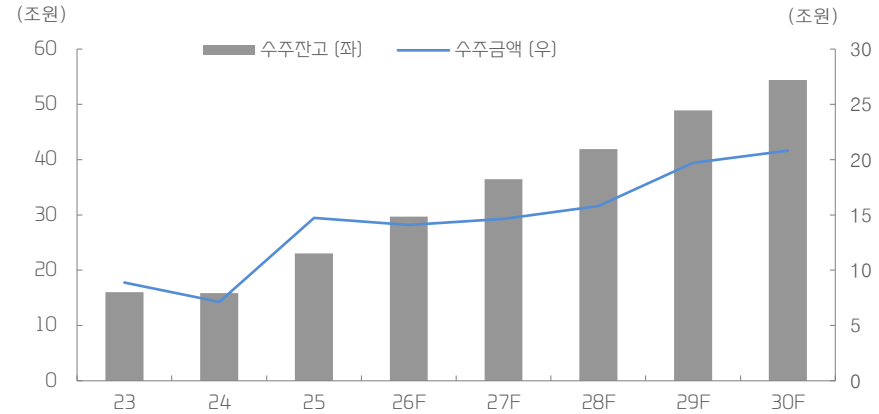
주3. 원자력, 가스/수소/양수발전 기자재/서비스매출액 및 매출비중은 대신증권 추정치

에너지부문의 분야별 수주금액 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 수주금액, 수주잔고 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

두산에너지(중간지주)의 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수주금액	1,721	2,037	1,633	9,338	2,786	4,337	3,830	3,129	7,135	14,728	14,081	14,652	15,812
수주잔고	16,149	16,012	16,066	23,047	24,134	26,351	28,513	29,705	15,888	23,047	29,705	36,491	41,931
매출액	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,135	4,621	16,233	17,058	17,742	18,626	21,672
에너지빌리티	1,576	2,268	1,678	2,360	1,896	2,233	1,668	1,936	7,367	7,881	7,733	7,866	10,371
밥캣	2,054	2,245	2,115	2,377	2,247	2,448	2,365	2,483	8,551	8,792	9,500	9,994	10,494
퓨얼셀	100	128	91	136	145	44	106	215	412	455	574	809	849
기타	19	-73	-4	-13	-27	-0	-4	-12	-97	-70	-68	-66	-64
영업이익	142	271	137	212	234	314	195	317	1,018	763	1,060	1,484	1,959
에너지빌리티	-1	92	43	168	57	97	61	163	244	302	378	616	1,043
밥캣	196	208	134	148	207	292	173	177	871	686	828	930	976
퓨얼셀	-12	-2	-16	-77	-1	-51	-15	4	-2	-106	-28	43	45
기타	-40	-28	-24	-27	-29	-24	-24	-28	-96	-120	-105	-105	-105
세전이익	30	311	-18	4	119	348	40	182	658	327	689	1,027	1,510
당기순이익	-21	198	-24	53	60	226	98	194	395	205	579	772	1,129
당기순이익(지배)	-69	131	-50	73	1	58	54	234	111	85	347	416	753
에너지빌리티	-78	100	-83	464	-38	92	-33	48	-115	403	69	208	530
밥캣	51	57	38	39	61	92	52	50	260	186	255	301	316
퓨얼셀	-3	-1	-5	-31	-4	-17	-5	-1	-3	-40	-27	4	5
기타	-39	-25	1	-400	-18	-109	40	136	-30	-463	49	-98	-98
영업이익률 (%)	3.8	5.9	3.5	4.4	5.5	6.7	4.7	6.9	6.3	4.5	6.0	8.0	9.0
에너지빌리티	(0.1)	4.1	2.6	7.1	3.0	4.4	3.6	8.4	3.3	3.8	4.9	7.8	10.1
밥캣	9.5	9.3	6.3	6.2	9.2	11.9	7.3	7.1	10.2	7.8	8.7	9.3	9.3
퓨얼셀	(11.6)	(1.5)	(17.2)	(56.4)	(0.9)	(115.0)	(13.8)	2.0	(0.4)	(23.2)	(4.8)	5.3	5.3
지배지분율 (%)	325.5	66.2	207.8	138.4	1.3	25.5	55.1	120.5	28.2	41.3	59.9	53.8	66.7

주1. 수주금액과 수주잔고는 두산에너지빌리티 부문 기준임

주2. 기타는 두산큐백스 등의 실적 이외에 배당수익(중간지주회사인 에너지빌리티 부문이 밥캣, 퓨얼셀 등으로 받는 배당수익) 등의 내부거래가 제거된 것임

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

한전기술: 투자의견 '매수', 목표주가 215,000원

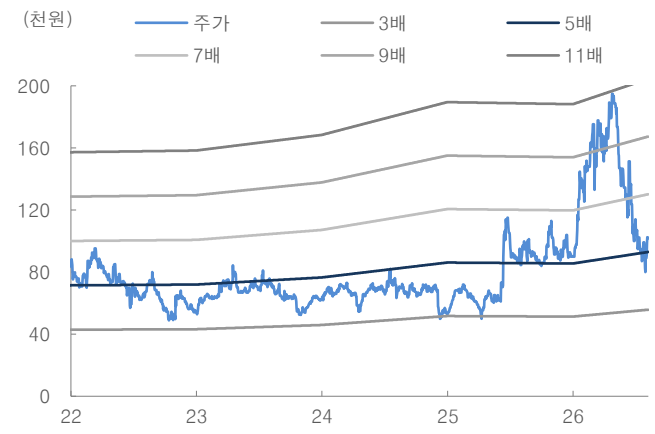
- 목표주가 160,000원으로 하향(기존 대비 -18%, 2035F EV/EBITDA 15배). 이는 단기 모멘텀 부족, 6개월 목표주가 현실화 등을 반영했기 때문. 한미전략투자공사의 초기 대미투자 프로젝트의 원전 포함 여부, 포함 시 대형 원전·SMR 여부는 미확정. 미국 SMR 사업 참여 여부도 불확실
- 중장기 성장성에 대한 긍정적 의견 유효. 12차 전기본에서 국내 원전 추가 건설 반영 예상. 한미 원자력 협정 체결 후 한미전략투자공사의 미국 대형 원전 프로젝트 참여, 한국 원전 기업의 EPC·기자재 수주 기대. '27년 이후 베트남을 시작으로 아시아·중동에서 한국형 노형(APR1400, APR1000 등) 수출 확대도 예상
- 2Q26 매출액 1,033억원(-8.9% QoQ), 영업이익 30억원(-78.6% QoQ, 흑자전환 YoY)으로 컨센서스 140억원 하회. 부진은 수요가 아닌 매출 인식 시점, 인력 투입 비용 정산 등 일시적 요인. 고마진 원전 설계 매출이 전분기 대비 100억원 이상 감소, 원가 상승. 체코 두코바니는 APR1000 첫 적용 사업으로 인력 선투입 중이나 매출 인식 저조. 향후 인력 선투입 비용 정산 매출 발생 기대. 가동원전은 1Q26 이례적 호조의 역기저효과 발생
- '3대 메가프로젝트'에 따른 11차 대비 전력 수요 증가분은 30GW로 추정. 설비예비율 22% 가정 시 '40년까지 원전·LNG·양수의 신규 설비 필요 용량은 31.3GW(신재생 유효용량 13.6% 제외). 대형 원전 4기 이외 SMR 추가 증설 가능성 존재
- 또한 완도금일 해상풍력 600MW, 전북 서남권 등 공공주도 해상풍력의 EP(설계·조달) 참여 확대 기대. EP 사업의 영업이익률은 1~2%에 불과하나, 사업규모가 큰 만큼 외형 확대·고정비 부담 경감에 기여 기대. 아직 실적 추정에는 미반영

한전기술의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	569	519	576	717	924
영업이익	71	35	63	105	170
세전이익	76	109	67	109	175
총당기순이익	59	85	52	85	136
지배지분순이익	59	85	52	85	136
EPS	1,531	2,234	1,369	2,233	3,571
PER	34.6	40.3	74.4	45.6	28.5
BPS	15,109	16,352	16,380	17,731	19,852
PBR	3.5	5.5	6.2	5.7	5.1
ROE	10.4	14.2	8.4	13.1	19.0

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한전기술의 12MF PBR 밴드



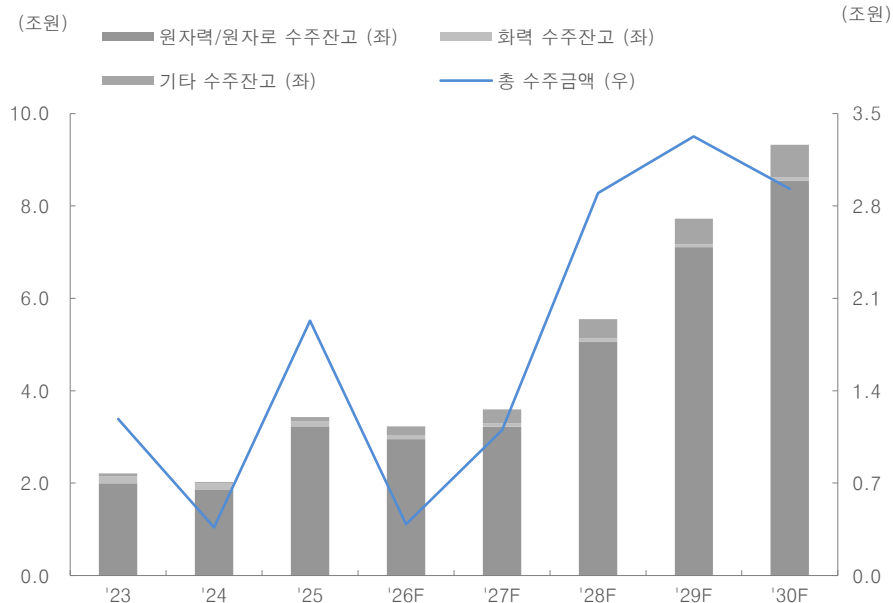
자료: 대신증권 Research Center

한전기술의 Valuation

(단위: 원, 배, %)	2026F	2027F	2035F	비고
영업가치 (십억원)	4,925	4,925	4,925	2035F EBITDA 적용 미국 원자력(SMR 제외), 가스/풍력터빈 Peer의 2026F EV/EBITDA
EBITDA	82	124	324	
목표 EV/EBITDA (배)	60	40	15	
순차입금 (십억원)	-251	-354	-1,194	25배 대비 시간가치 40% 할인(4% = WACC 6% - 물가상승률 2%)
주주가치 (십억원)	6,120	6,120	6,120	
목표주가 (원)	160,000			발행주식수는 38.2백만주, 목표주가는 2035F 영업가치 4,925 / EBITDA 324 = EV/EBITDA 15배 기준
현재주가 (원)	101,900			
상승여력 (%)	57.0			

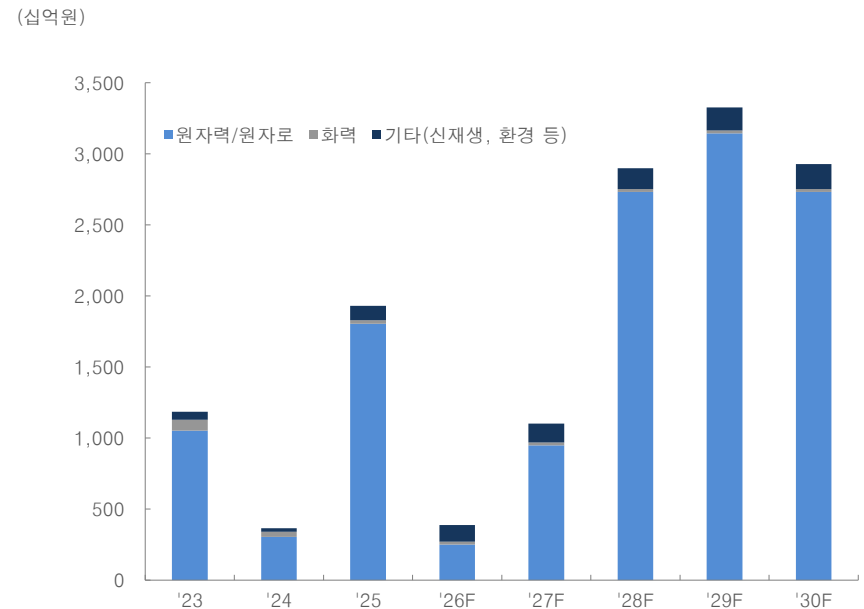
자료: 대신증권 Research Center

한전기술의 총수주금액, 분야별 수주잔고 전망



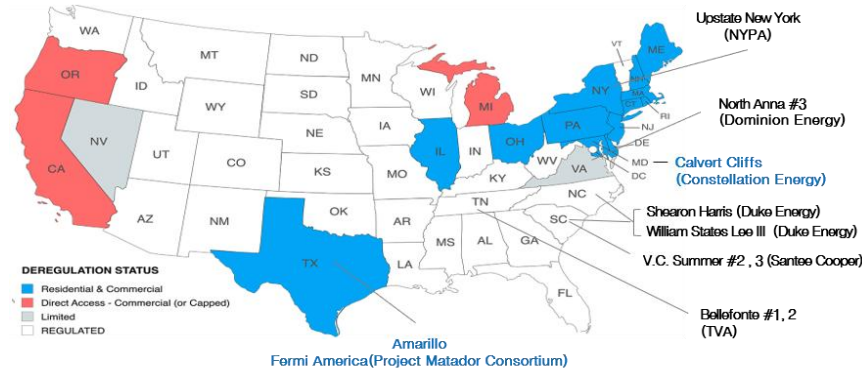
자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

한전기술의 분야별 수주금액 추이 및 전망



자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

미국 전력시장 규제/비규제 지역 내 대형 원전(AP1000) 프로젝트



자료: Electric Choice, 언론보도, 대신증권 Research Center

주1: 규제 지역 (Vertically Integrated States): 전통적인 유틸리티가 발전-송전-배전-판매를 모두 독점

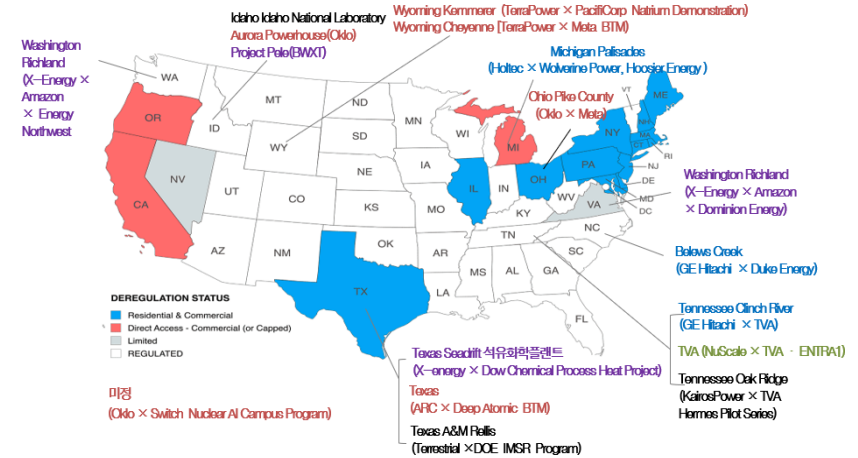
주2: 비규제 지역 (Restructured States): 발전과 판매가 분리되어 경쟁하며, 소비자가 전력 회사를 선택.

송/배전망은 유틸리티가 관리

주3: VA (Virginia)는 규제 유틸리티 지역이지만, 소비자는 제한적 선택권 보유

주4: MI (Michigan)는 규제 유틸리티 지역이지만 상업용 소비자 대상 10%의 상한 판매 제한 존재

미국 FERC Show Cause의 대상 도켓과 개혁 범주 (2026.6.18)



자료: Electric Choice, 언론보도, 대신증권 Research Center

한전기술 시나리오별 2035년 설계용역 수주 가정

(단위: 기, GW, %)	Bear_2	Bear_1	Base	Bull_1	Bull_2	2기당 수주금액 가정
설계용역 수주 기수 (2년 평균)	4	5	12	18	24	
APR 1000/1400	1	2	2	2	2	1.12조원(순공사비 대비 4.3%)
K-SMR (i-SMR 등)	2	2	4	6	8	0.24조원(순공사비 대비 4.3%)
미국 AP1000	1	1	2	2	2	0.55조원(순공사비 대비 1.9%)
해외 SMR 80MW	0	0	4	8	12	0.06조원(순공사비 대비 1.9%)
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 (i-SMR 등)	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%	

자료: 대신증권 Research Center

주: 해외 SMR 80MW은 X-energy, Oklo, TerraPower, ARC 등 북미 4세대 SMR 업체

대한민국 대도약 3대 메가프로젝트 반영 전후 발전설비 유효용량 추정

	신규 대형 원전 4기 발전 설비용량	신규 대형 원전 4기 + SMR 8기 발전 설비용량
한전 발전자회사의 석탄발전 폐쇄 설비용량		
11차 전기본 (2024 ~ 2038년)	-19.0	-19.0
(+) 2039년 이후	0.0	0.0
12차 전기본 (2024 ~ 2040년)	-19.0	-19.0
신규 발전설비 유효용량 (신재생에너지 등 비중 13.6% 제외)		
11차 전기본 (2024~2038년)	37.2	37.2
대형원전+SMR	7.7	7.7
LNG	23.8	23.8
양수	5.7	5.7
(+) 신규 발전설비 유효용량 [설비예비율 22% 반영]	31.3	31.3
대형원전+SMR	5.6	11.2
LNG	25.7	20.1
양수	0.0	0.0
12차 전기본	68.5	68.5
대형원전/SMR	13.3	18.9
LNG	49.5	43.9
양수	5.7	5.7
국내 발전 정비 순증 잠재시장		
11차 전기본	18.2	18.2
대형원전+SMR	7.7	7.7
LNG - 석탄	4.8	4.8
양수	5.7	5.7
12차 전기본	49.5	49.5
대형원전+SMR	13.3	18.9
LNG - 석탄	30.5	24.9
양수	5.7	5.7

한전기술의 시나리오별 2035년 실적 전망 및 밸류에이션

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
	2030	2035F	2035F	2035F	2035F	2035F
매출액 (십억원)	1,314	1,009	1,590	1,764	2,254	2,745
원자력/원자로	1,271	966	1,546	1,720	2,211	2,702
설계	1,154	849	1,429	1,603	2,094	2,585
O&M	117	117	117	117	117	117
에너지신사업	43	43	43	43	43	43
설계	16	16	16	16	16	16
O&M	4	4	4	4	4	4
기타	23	23	23	23	23	23
영업이익	293	126	260	300	414	527
EBITDA	312	150	284	324	438	551
이자손익	7	94	105	132	146	159
영업외손익	-1	-1	-1	-1	-1	-1
세전이익	299	219	364	431	559	684
순이익	233	166	277	327	425	520
NOPLAT	252	190	301	351	449	544
순부채	-701	-1,055	-1,150	-1,194	-1,279	-1,361
유지보수 CAPEX	10	10	10	10	10	10
영업이익률 (%)	22.3%	12.5%	16.4%	17.0%	18.4%	19.2%
EBITDA마진율 (%)		14.9%	17.9%	18.4%	19.4%	20.1%
EV/EBITDA		15	15	15	15	15
사업가치		2,280	4,316	4,925	6,646	8,367
순차입금		-1,055	-1,150	-1,194	-1,279	-1,361
주주가치 (십억원)		3,334	5,466	6,120	7,925	9,728
목표주가 (원)		87,000	143,000	160,000	207,000	255,000
상승여력 (%)		-14.6%	40.3%	57.0%	103.1%	150.2%

자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

주: 1) 12차 전기본 (~2040년) 신규 발전설비 유효용량 = 신규 전력수요 29.7GW × (100%+설비예비율 22%)

2) 11차 전기본 기준 신재생에너지(재생에너지, ESS, 수소터빈, 연료전지 등)의 2038년 유효용량 비중은 13.6%

자료: 대신증권 Research Center

한전기술의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	100	106	118	194	113	103	143	216	569	519	576	717	924
원자력/원자로	78	87	108	168	104	89	132	191	431	441	516	663	876
설계	59	71	71	129	80	74	96	153	330	330	403	549	761
O&M	20	15	37	39	23	15	36	38	101	111	113	114	115
에너지신사업	22	20	11	26	10	14	12	25	139	78	60	54	49
설계	7	11	6	16	7	10	5	14	44	40	36	29	23
O&M	1	1	1	1	1	0	2	1	12	5	4	4	4
기타	13	7	4	8	1	4	5	11	82	32	20	21	22
매출총이익	20	17	32	44	29	22	46	68	150	113	164	209	278
영업이익	5	-1	16	15	14	3	18	28	71	35	63	105	170
금융손익	2	1	2	1	1	1	2	2	8	6	6	6	7
기타영업외손익	78	0	-3	-9	2	-2	-5	3	-3	67	-1	-1	-1
지분법손익	0	-1	0	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0
세전이익	85	0	14	9	18	2	15	32	76	109	67	109	175
당기순이익	66	0	11	8	14	3	11	24	59	85	52	85	137
사업별 매출비중													
원자력/원자로	78	81	91	87	91	87	92	88	76	85	90	92	95
에너지신사업	22	19	9	13	9	13	8	12	24	15	10	8	5
영업이익률	4.8	-0.5	13.5	7.9	12.4	2.9	12.5	12.8	12.5	6.8	10.9	14.6	18.4
EBITDA 마진율	9.5	3.9	17.4	10.2	16.7	7.6	15.9	15.0	16.4	10.4	14.2	17.3	20.5

자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

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

한전KPS: 투자의견 '매수', 목표주가 64,000원

- 2Q26 예상보다 부진한 실적 기록. 그러나 1) 3Q26 이후 실적 개선, 2) '12차 전기본'의 원전·LNG·양수·송전망 증설 반영, 3) 한국형 원전 노형의 베트남·중동 진출, 4) 배당 매력(2026F DPS 2,300원, 현재주가 기준 배당수익률 5.0%) 등 기대
- 2026년 연내 체코 두코바니 5·6호기 정비 수주('28~'29년 매출 발생), 루마니아 체르나보다 1호기 설비개선 공사(4,850억원, '27년 9월~'30년 6월) 사전작업 매출 발생 등 긍정적
- 2Q26 매출액 4,379억원(-3.5%, 이하 YoY), 영업이익 436억원(-33.5%), 영업이익률 10.0%(-4.5%p) 기록. 컨센서스 620억원 하회. 원전 계획예방정비 매출 부진, 고정비 부담, 단기노무원 채용 등 수익성 하락
- 원전정비는 계속운전 심사 호기 수 증가로 계획예방정비 매출인식 분산(3개월에서 1년 이상). 대외정비는 동두천 드림파워 정비 종료·포스코 포항 성능개선 공사 중단, 해외정비는 화력발전 변동공사 매출 감소
- 3Q26 매출액 3,994억원(+1.5%, 이하 YoY), 영업이익 505억원(+6.3%), 영업이익률 12.6%(+0.6%p), 4Q26 매출액 4,580억원(+3.9%), 영업이익 571억원(+197.6%), 영업이익률 12.5%(+8.1%p) 전망
- 3Q26부터 원전 계획예방정비 배치 마무리, 4Q26 새울 3호기 가동(4호기는 2Q27)에 따른 시운전정비·경상정비 매출 등 고마진 원전정비 회복. 4Q25 기저효과 등 매출 증가·수익성 개선 기대

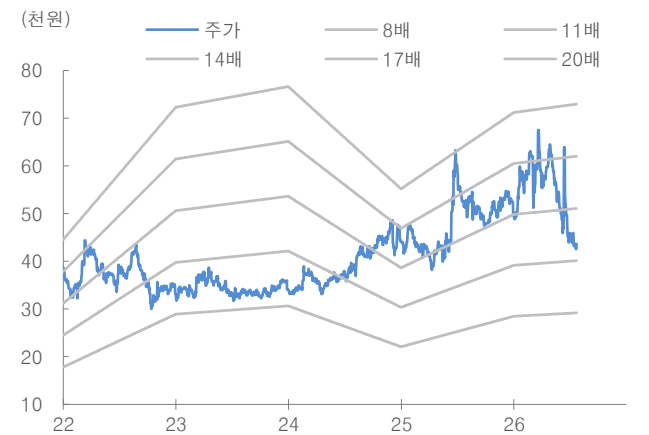
한전KPS의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,557	1,577	1,648	1,747	1,785
영업이익	209	140	188	202	213
세전이익	225	156	207	220	231
총당기순이익	172	124	159	169	178
지배지분순이익	172	124	159	169	178
EPS	3,832	2,761	3,543	3,765	3,959
PER	11.5	17.9	11.2	11.9	10.7
BPS	29,520	29,906	31,815	33,308	34,862
PBR	1.5	1.7	1.2	1.3	1.3
ROE	13.3	9.3	11.5	11.6	11.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한전KPS의 12MF PER 밴드



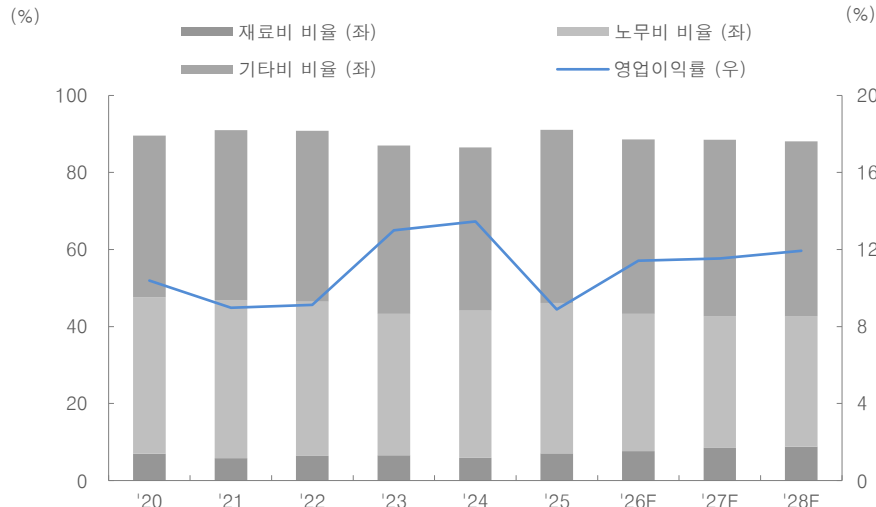
자료: 대신증권 Research Center

한전KPS의 Valuation

	Value	비고
(A) 현재사업 가치 (십억원)	1,990	
순이익	173	2026년 예상 순이익 적용, 적정 PER 12배는 2011 ~ 2025년 평균 PER 17배 대비 25% 할인
적정 PER (배)	12	할인이유: 국내 탈석탄 정책으로 중장기 화력정비 매출 감소, 민간 발전사향 정비 성장 부진
(B) 해외 원전 프로젝트 17개 정비사업 가치	877	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%), 65년간 연평균 매출액 240억원, 영업이익률 13%
기타 해외 원전 프로젝트 16개	826	베트남, 튀르키예, UAE 등에서 2050년까지 총 16개 프로젝트, 추가 시간가치 할인율 30%
(C) 주주가치 (= A + B)	2,867	
발행주식수 (천주)	45,000	
목표주가	64,000	
목표 PER	17	목표주가는 2011 ~ 2025년 평균 PER 17배
현재주가	46,100	2026F DPS 2,300원, 현재주가 기준 배당수익률 5.0%, 목표주가 기준 배당수익률 3.6%
상승여력	38.8	

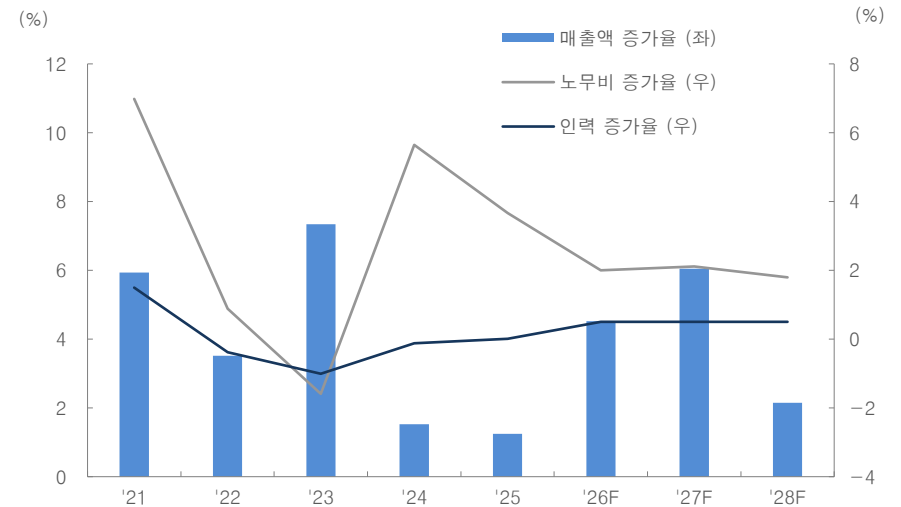
자료: 대신증권 Research Center

한전KPS의 영업이익률, 매출액 대비 영업비용 비율 추이 및 전망



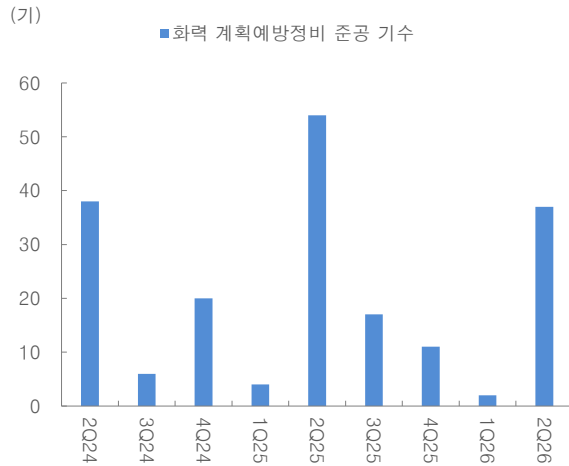
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 매출액, 노무비, 인력수 증가율 추이 및 전망



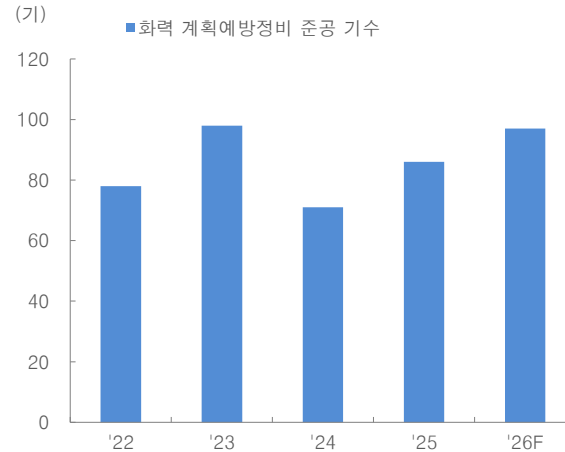
주: 2024년 경영성과 총당금 200억원 반영
 자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 화력 계획예방정비 기수 추이



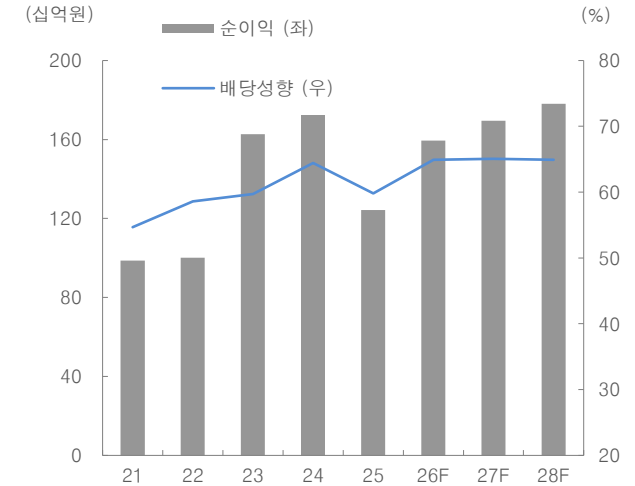
한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 화력 계획예방정비 기수 추이 및 전망 (연간)



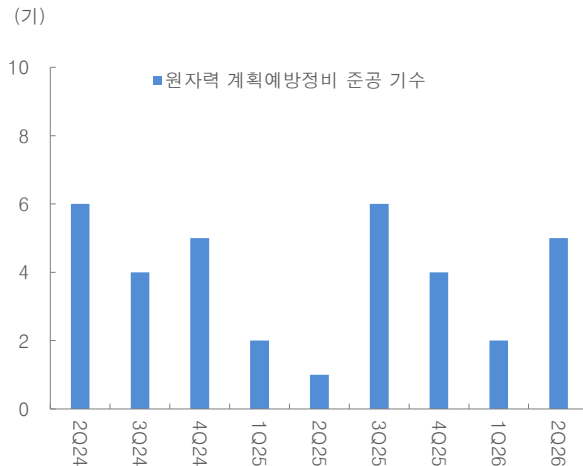
한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 순이익, 배당성향 추이 및 전망



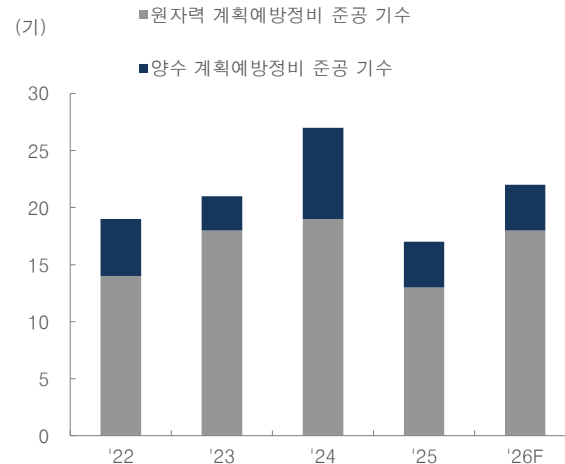
자료: FnGuide, 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 원전 계획예방정비 기수 추이



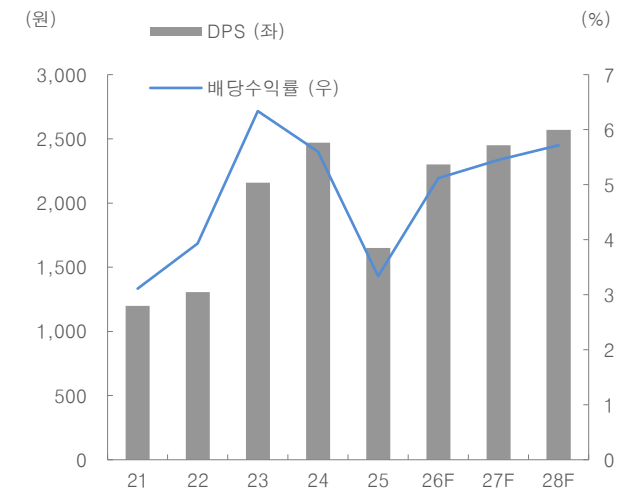
한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 원자력/양수 발전 계획예방정비 기수 추이 및 전망 (연간)



한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 DPS, 배당수익률 추이 및 전망



자료: FnGuide, 한전KPS, 대신증권 Research Center

해외 원전정비사업 프로젝트당 수주금액, 실적, 밸류 추정

	UAE Barakah 1,2,3,4		체코 두코바니2기	
	계약기간	APR1400	수주시점	APR1000
사업비(순공사비, 예비비, 금융비용 등)		27,391		29,987
순공사비 추정(사업비 중 순공사비 비중 가정 85%)		22,901		25,070
시운전/가동전 정비	'13/09~'24.05	478	2028 ~ 2029F	523
설비정비/LTMS 1회	'17/06~'25.12	121	2032 ~ 2033F	132
설비정비/LTMS 7회	2026~2078F	844		924
총 수주금액		1,443		1,580
시운전/가동전 정비		46		48
설비정비/LTMS		14		16
순공사비 대비	2.1%		2.1%	2.1%
	0.5%		0.5%	0.5%
	3.7%		3.7%	3.7%
	6.3%		6.3%	6.3%
연평균 실적	22		24	24
	3		3	3
해외 원전 정비 현재가치				52

자료: 대신증권 Research Center

대한민국 대도약 3대 메가프로젝트 반영 전후 발전설비 유효용량, 한전KPS의 정비 용량 추정

	신규 대형 원전 4기		신규 대형 원전 4기 + SMR 8기	
	발전 설비용량	한전KPS	발전 설비용량	한전KPS
한전 발전자회사의 석탄발전 폐쇄 설비용량				
11차 전기본 (2023 ~ 2038년)	-19.0	-9.3	-19.0	-9.3
(+) 2039년 이후	0.0	0.0	0.0	0.0
12차 전기본 (2023 ~ 2040년)	-19.0	-9.3	-19.0	-9.3
신규 발전설비 유효용량 (신재생에너지 등 비중 13.6% 제외)				
11차 전기본 (2023~2038년)	37.2	20.3	37.2	20.3
대형원전+SMR	7.7	5.2	7.7	5.2
LNG	23.8	11.6	23.8	11.6
양수	5.7	3.5	5.7	3.5
(+) 신규 발전설비 유효용량 (설비예비율 22% 반영)	31.3	16.4	31.3	17.4
대형원전+SMR	5.6	3.8	11.2	7.6
LNG	25.7	12.5	20.1	9.8
양수	0.0	0.0	0.0	0.0
12차 전기본	68.5	36.7	68.5	37.7
대형원전/SMR	13.3	9.0	18.9	12.9
LNG	49.5	24.2	43.9	21.4
양수	5.7	3.5	5.7	3.5
국내 발전 정비 순증 잠재시장				
11차 전기본	18.2	11.0	18.2	11.0
대형원전+SMR	7.7	5.2	7.7	5.2
LNG - 석탄	4.8	2.3	4.8	2.3
양수	5.7	3.5	5.7	3.5
12차 전기본	49.5	27.4	49.5	28.4
대형원전+SMR	13.3	9.0	18.9	12.9
LNG - 석탄	30.5	14.9	24.9	12.1
양수	5.7	3.5	5.7	3.5

자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

주: 1) 12차 전기본(~2040년) 신규 발전설비 유효용량 = 신규 전력수요 29.7GW x (100%+설비예비율 22%) 2) 11차 전기본 기준 신재생에너지(재생에너지, ESS, 수소터빈, 연료전지 등)의 2038년 유효용량 비중은 13.6%. 한전KPS는 신재생에너지의 O&M은 하지 않는다고 가정

2025년 한전 발전자회사의 발전설비용량 및 한전KPS의 정비 수행분, 점유율, 매출액,

	2025년 한전 발전자회사의	2025년 한전KPS			
	발전 설비용량 (MW, C-km)	정비수행분 (MW, C-km)	점유율 (%)	매출액(십억원)	비중(%)
화력(한전 발전자회사)	50,946	24,538	48.8%	539	34.2%
원자력(한전 발전자회사)	26,050	17,702	68.0%	631	40.0%
양수(한전 발전자회사)	4,700	2,850	60.6%		
화력(민간)_추정	27,402	7,525	27.5%	165	10.5%
송변전	30,647	30,647	100.0%	112	7.1%
해외	-	-	-	129	8.2%
총계	-	52,615	-	1,577	100.0%

자료: 한전KPS, 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

주: 한전KPS의 민간 화력발전 정비 수행분 및 점유율은 대신증권 추정치임

한전KPS의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	288	454	394	441	352	438	399	458	1,557	1,577	1,648	1,747	1,785
화력	115	186	108	131	109	201	105	132	509	539	547	536	525
원자력/양수	103	150	177	200	150	147	186	210	650	631	693	714	735
송변전	26	28	30	28	28	29	31	34	112	112	121	131	141
해외	31	36	46	52	36	32	47	51	178	165	166	256	272
대외	13	54	34	29	30	30	30	30	108	129	121	111	112
영업비용	280	388	346	422	315	394	349	401	1,348	1,436	1,460	1,546	1,572
재료비	13	39	22	38	31	30	27	37	92	111	125	149	157
노무비	141	151	142	183	141	147	142	158	595	617	588	597	605
기타	127	199	183	201	144	218	180	205	661	709	746	800	809
영업이익	8	66	48	19	37	44	50	57	210	140	188	202	213
세전이익	16	65	52	24	39	49	56	63	226	156	207	220	231
순이익	11	51	43	20	29	38	43	49	172	125	159	169	178
영업이익률	2.7	14.4	12.1	4.4	10.5	10.0	12.6	12.5	13.5	8.9	11.4	11.5	11.9
세전이익률	5.4	14.3	13.1	5.5	11.1	11.1	13.9	13.9	14.5	9.9	12.6	12.6	13.0
순이익률	3.9	11.2	10.8	4.5	8.3	8.7	10.7	10.7	11.1	7.9	9.7	9.7	10.0

자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

효성중공업: 투자의견 '매수', 목표주가 4,200,000원

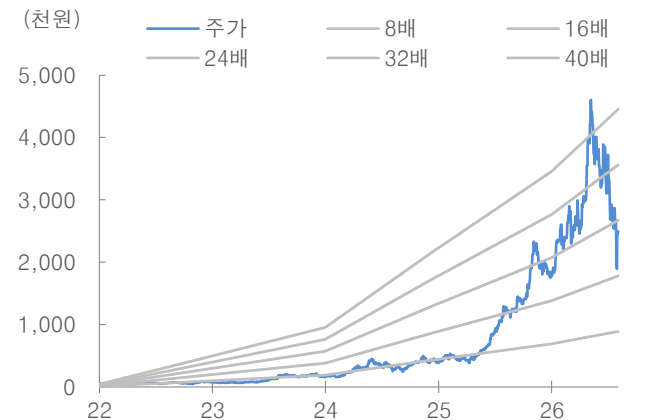
- 목표주가 4,200,000원으로 하향(2029F 목표 PER 19.5배). 이는 금리 인상, 6개월 내 목표주가 현실화 등을 반영했기 때문. 오히려 2026년 총 매출액 7.33조 원, 영업이익 1.18조원으로 기존 대비 10% 이상 상향하며, 중공업 부문 수주금액도 14.08조원으로 상향. 동사의 미국 전력기기 업황 호조세 강화 기대
- 2025년 11월 AEP와 Quanta Services는 전력 인프라 장기 전략협약 체결. AEP는 데이터센터·하이퍼스케일러용 전력 공급 등을 위해 '26~'30년 720억달러 투자 예정, Quanta Services는 초고압 변압기·차단기 등 미국 제조능력 확장을 통해 전력기기 공급. 최근 동사는 Quanta Services와 미국 GCB 생산 JV 설립 결정. 미국에서 초고압 변압기·차단기 동시 생산이 가능해 GIS, 스택콤, 변압기 등으로 협력 확장 가능
- 2026년 7월 현재 대형부하 전용 요금제는 미국 24개 주 승인, 6개 주 심의 중임. 6월 FERC는 Show Cause로 6개 계통운영기관에 대형부하 접속 규칙 제정 절차 검토, 8월까지 답변 예정. 승인 시 2027년부터 시행 가능성 높음.
- 핵심 쟁점은 전력망 연결 신청 시 예치금·담보금 부담, 고객접속설비 원인자 부담 등임. 이 경우 1) 유틸리티는 자본투자비 부담 및 심사 기간 축소, 가수요 슬롯의 확정 수요 전환 가속화 등 115kV, 138kV, 230kV 이상 고압·초고압 변압기 및 차단기 계약 시기를 앞당길 수 있음, 2) 공급 부족을 감안 시 자금력이 풍부한 AI 데이터센터의 높은 가격 지불 가능성 확대
- 2Q26 중공업 매출 1.7조원 중 미국향 비중 38%, 수주(3.3조원) 63%, 수주잔고(17.5조원) 57%임. 반덤핑으로 지연된 창원 공장의 초고압 변압기 미국 수출도 하반기 본격화. 2026년 중공업 수주 가이드는 8.45조원에서 12조원(+58%, YoY), 매출 성장률은 15%에서 25%, 영업이익률은 10%대 중후반에서 10%대 후반으로 상향. 이는 GIS, GCB 수주·매출 확대 반영
- 4Q26 가동 예정인 쿼타 JV항 725~800kV급 GCB 물량은 미반영으로 추가 상향 가능성 존재. 국내 생산 반제품을 JV에 공급, JV가 조립·생산, 동사 미국 법인이 판매·설치 담당 예정. 한국 수출 물량 포함 '30년 미국 내 GCB 점유율 25% 이상 목표

효성중공업의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,895	5,969	7,333	8,762	10,512
영업이익	362	747	1,182	1,682	2,156
세전순이익	224	626	1,098	1,614	2,090
충당기순이익	223	503	832	1,256	1,626
지배지분순이익	223	520	806	1,200	1,570
EPS	23,876	55,755	86,415	128,679	168,421
PER	16.5	31.9	28.9	19.4	14.8
BPS	204,677	252,208	331,134	447,330	597,276
PBR	1.9	7.1	7.5	5.6	4.2
ROE	14.9	24.4	29.6	33.1	32.2

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

효성중공업의 12MF PER 밴드



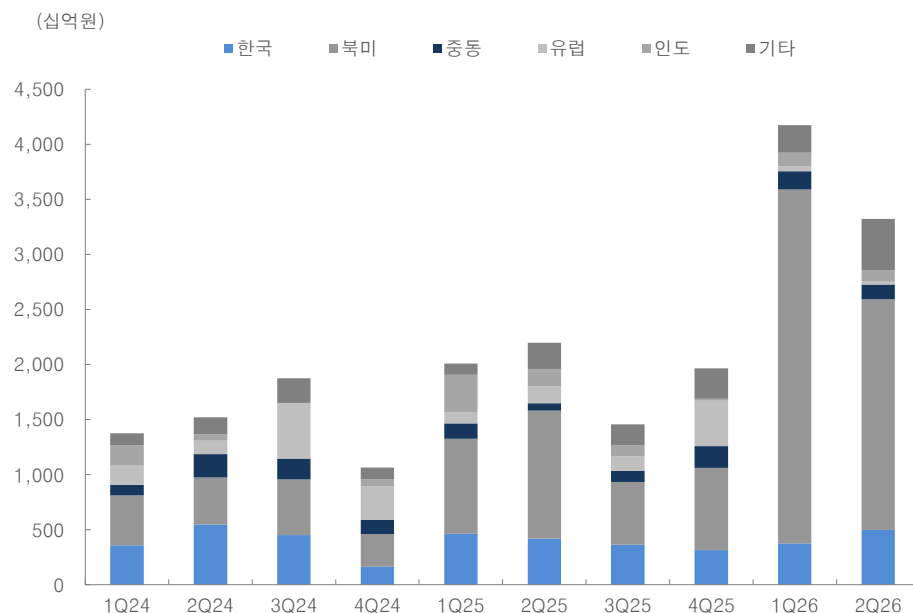
자료: 대신증권 Research Center

효성중공업의 Valuation

	2026F	2027F	2028F	2029F	비고
EPS (원)	86,415	128,679	168,421	215,203	2029년 EPS(2026년 수주금액이 반영되는 시점) × 목표 PER 19.5배
목표 PER (배)	48.6	32.6	24.9	19.5	목표 PER은 사업부별 PER을 2029년 예상 영업이익의 비중(중공업 96%, 건설 4%)으로 가중
중공업 PER				20.1	글로벌 전력기기업체의 2026F 평균 PER 33배 대비 40% 할인
건설 PER				5.2	국내 주택 건설사 2026F 평균 PER 8배 대비 35% 할인
목표주가 (원)				4,200,000	
현재주가 (원)				2,495,000	
상승여력 (%)				68.3	

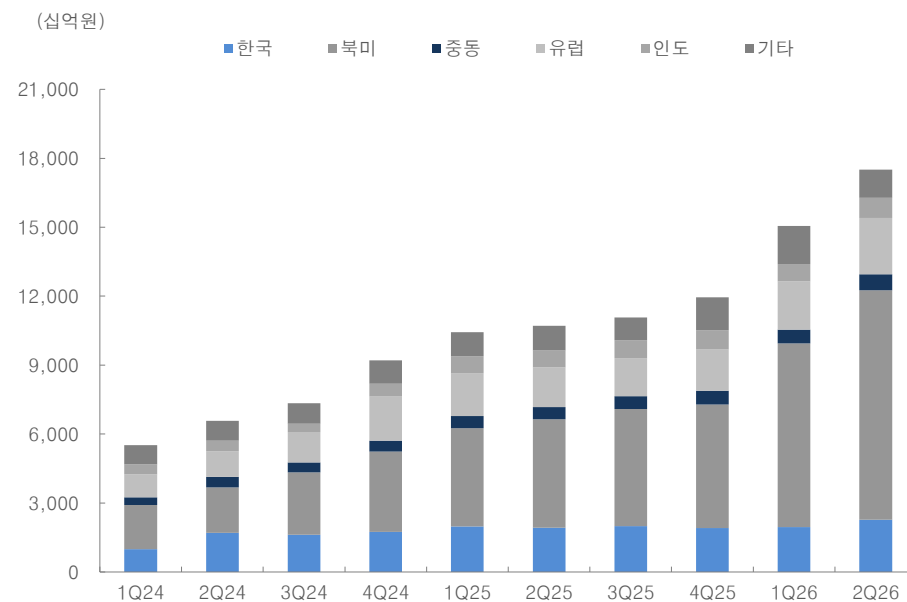
자료: 대신증권 Research Center

효성중공업(중공업사업) 지역별 수주금액



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

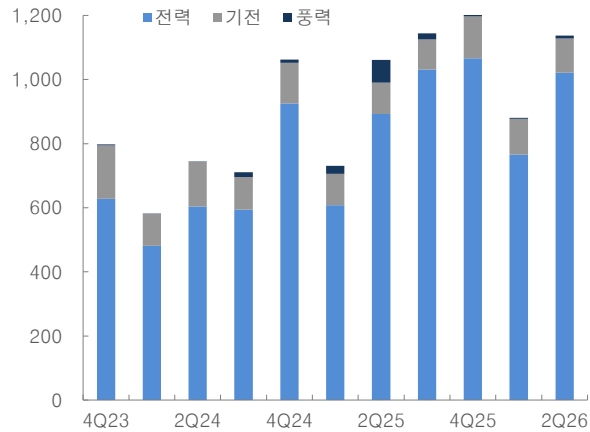
효성중공업(중공업사업) 지역별 수주잔고



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

중공업사업의 제품군별 매출액 추이

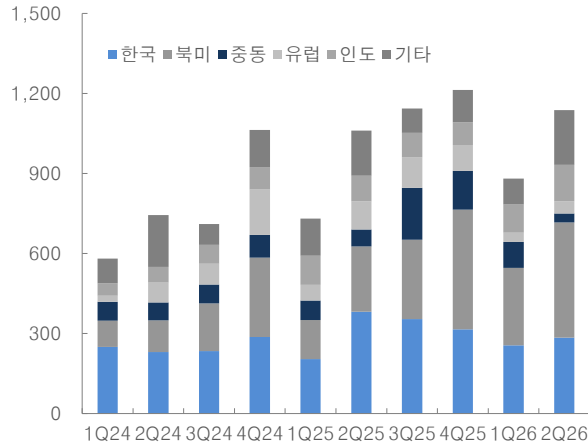
(십억원)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

중공업사업의 지역별 매출액 추이

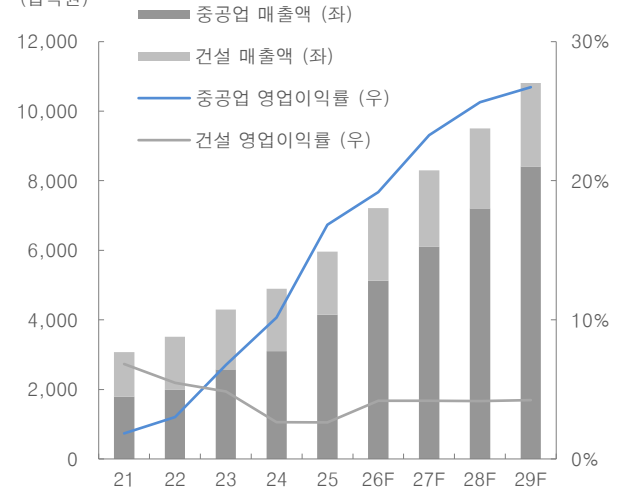
(십억원)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

효성중공업의 사업부별 실적 추이 및 전망

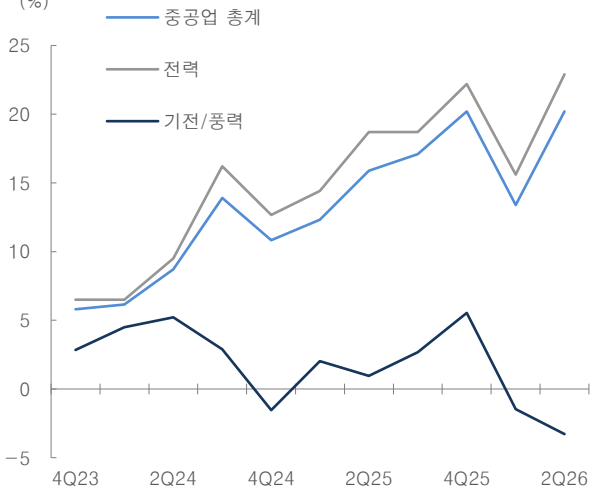
(십억원)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

중공업사업의 제품군별 영업이익률 추이

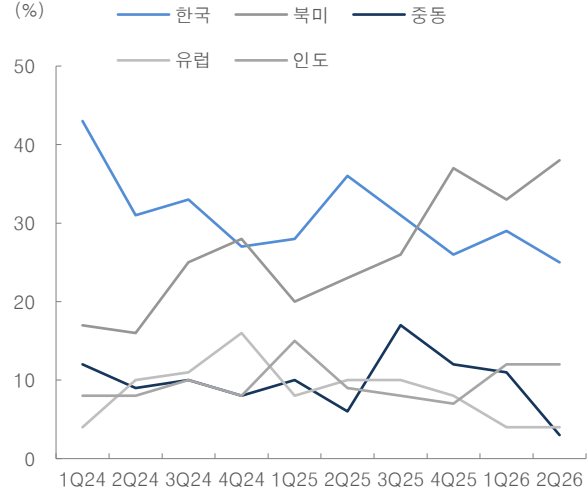
(%)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

중공업사업의 지역별 매출비중 추이

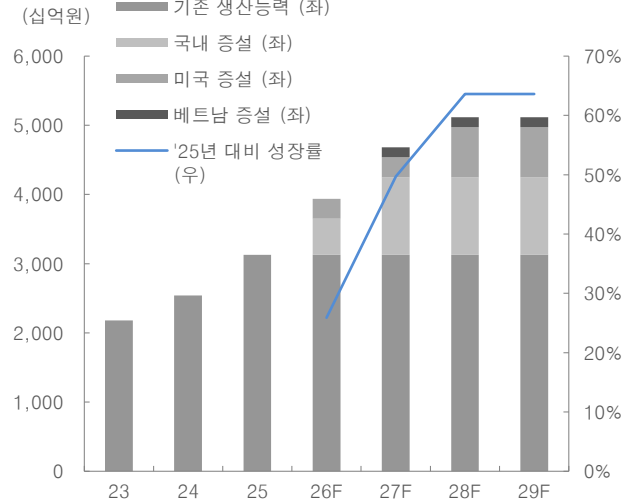
(%)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

효성중공업 변압기 생산능력 전망

(십억원)



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

미국 대형부하 접속 제도의 변화



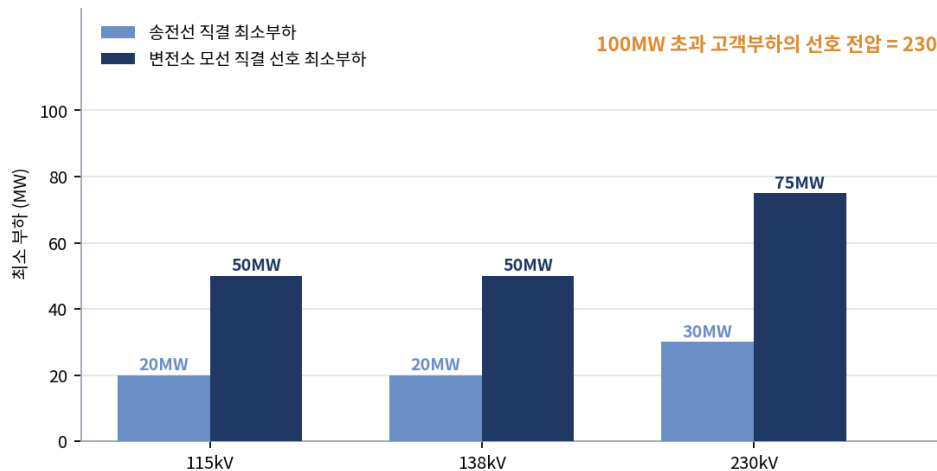
자료: FERC, SPP, 펜실베이니아, 대신증권 Research Center

미국 FERC Show Cause의 대상 도켓과 개혁 범주 (2026.6.18)

구분	내용
근거 조항	연방전력법 §206(현행 요금제도의 부당성 지목, 입증 책임 전환)
대상 도켓	PJM, SPP, NYISO, MISO, CAISO, ISO-NE
개혁 범주 ①	효율적 송전서비스 신청·검토 절차(대체 송전기술 고려 포함)
개혁 범주 ②	비용 전가 방지와 송전비용 투명성 — 이 파트의 직접 근거
개혁 범주 ③	병설(co-location) 계약과 자가발전 수용
개혁 범주 ④	유연 대형부하용 신규 송전서비스
개혁 범주 ⑤	전기적으로 인접한 대형부하·병설부하를 공급하는 발전설비 검토 절차
응답 기한	타리프 정당화 또는 개정 신청 60일(2026.8.17) 발전력 확보 계획 정보보고서 30일 (F-007)
현 상태	2026.8.1 기준 미도래

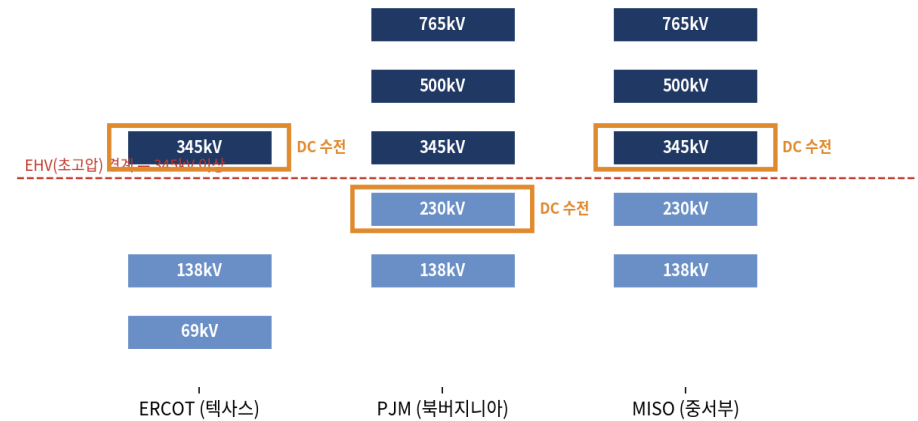
자료: FERC, 대신증권 Research Center

미국 Dominion Energy Virginia의 전압별 대형부하 직접 접속 기준



자료: Dominion Energy Virginia, 대신증권 Research Center

미국 주요 계통운영기관의 송전 전압 체계와 초고압(EHV) 구간



자료: ECROT, PJM, MISO, 대신증권 Research Center

효성중공업의 실적 추이 및 전망

[단위: 십억원, %]	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
평균환율 (원/달러)	1,453	1,399	1,383	1,449	1,465	1,502	1,470	1,470	1,364	1,421	1,477	1,470	1,470	1,470
수주금액	2,190	2,671	1,739	3,044	4,901	4,243	3,011	5,222	8,731	9,645	17,377	18,801	20,322	21,766
중공업	2,009	2,197	1,456	1,966	4,175	3,324	2,593	3,990	5,834	7,627	14,082	15,473	16,975	18,407
건설	182	474	283	1,079	726	919	417	1,232	2,897	2,018	3,295	3,328	3,347	3,358
수주잔고	18,980	19,294	19,471	21,005	24,354	26,631	27,593	30,578	17,907	21,005	30,578	40,622	50,438	59,598
중공업	10,429	10,718	11,079	11,957	15,062	17,507	18,564	20,885	9,205	11,957	20,885	29,814	38,588	46,761
건설	8,552	8,576	8,392	9,049	9,293	9,124	9,029	9,693	8,702	9,049	9,693	10,808	11,850	12,837
매출액	1,076	1,525	1,624	1,743	1,358	1,687	2,049	2,238	4,895	5,969	7,333	8,762	10,512	12,613
중공업	731	1,061	1,144	1,213	881	1,137	1,536	1,669	3,099	4,148	5,223	6,544	8,201	10,235
건설	344	463	479	529	477	549	512	568	1,793	1,816	2,106	2,213	2,306	2,371
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	5	6	7
영업이익	102	164	220	261	152	264	361	404	362	747	1,182	1,682	2,156	2,721
중공업	90	169	196	245	118	230	340	392	315	699	1,080	1,579	2,050	2,612
건설	12	-4	24	16	34	34	22	12	47	48	102	102	105	108
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
세전이익	130	107	196	193	129	237	345	387	224	626	1,098	1,614	2,090	2,653
당기순이익	104	87	152	160	91	172	268	301	223	503	832	1,256	1,626	2,064
지배주주순이익	102	93	150	175	87	173	257	289	223	520	806	1,200	1,570	2,007
YoY [%]														
매출액	9.3	27.8	41.8	10.9	26.2	10.6	26.2	28.4	13.8	21.9	22.9	19.5	20.0	20.0
영업이익	82.2	161.9	97.3	97.0	48.7	61.0	64.4	55.2	40.6	106.0	58.3	42.3	28.2	26.2
영업이익률 [%]	9.5	10.8	13.5	14.9	11.2	15.7	17.6	18.1	7.4	12.5	16.1	19.2	20.5	21.6
중공업	12.3	15.9	17.1	20.2	13.4	20.2	22.1	23.5	10.2	16.8	20.7	24.1	25.0	25.5
건설	3.5	-0.9	5.0	3.0	7.2	6.3	4.2	2.0	2.6	2.6	4.8	4.6	4.5	4.5

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭: 투자의견 '매수', 목표주가 1,150,000원

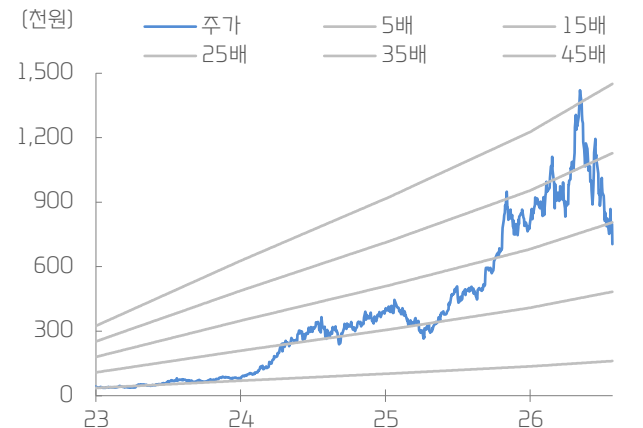
- 목표주가 1,150,000원으로 하향(2026F PER 42배, 2029F PER 24배). 이는 1) 미국 빅테크의 FCF(-) 등에 따른 AI 데이터센터 인프라 투자 성장 속도의 불확실성 고조, 2) 글로벌 Peer의 밸류에이션 하락, 3) 한국은행의 금리 인상, 4) 6개월 내 목표주가 현실화 등을 반영했기 때문.
- 그러나 2분기 양호한 실적, AI 데이터센터향 직접 공급 수주 현황 및 계획 발표, 배전 제품 매출 성장 기반 확대, 미국·유럽 유틸리티의 전력인프라 투자 승인 속도 가속화 등을 감안 시, 우려는 과도하다고 판단됨
- 신규수주는 14.4억달러(+45%), 수주잔고는 84.9억달러(+30%) 달성. 전력기기(+11%)·해외법인(+156%) 이외에도 배전기기 매출이 20% 성장한 점도 긍정적. 저마진인 배전기기 매출비중 증가로 전체 영업이익률 상승 폭은 크지 않았으나, 배전기기 사업은 국내 반도체 배전반 매출 증가, 규모의 경제 효과 등으로 수익성 개선. 2H26에는 납기 지연된 고마진 전력기기의 매출 증가 속도 개선, 중저압 차단기 판가 인상에 따른 배전기기 사업의 추가 수익성 개선 등 영업이익률 개선 지속 예상
- 전력기기 부문 신규 수주금액 내 데이터센터향 비중을 '25년 1.8%에서 '26년 6.3%, '27년 16.0%로 확대할 계획이며, 초고압 변압기(154~345kV)의 표준화·생산성 향상으로 현재 증설 중인 생산능력으로 공급 가능하다고 밝힘.
- 그러나 당사는 유틸리티 물량 증가, 데이터센터향 수주 비중 확대를 감안 시 빠른 시간 내 추가 증설이 불가피할 것으로 예상. 또한 당사는 최근 빅테크 A사와 약 1.1조원 규모의 전력·배전 변압기 장기공급계약을 체결, '27~'28년 납품 예정이며 '29~'30년 후속 계약 체결도 기대. 다른 빅테크사와도 전력·배전 패키지 공급 계약을 협의 중. 미국 배전기기의 공급 부족 심화, 초고압 변압기와의 시너지 효과 등을 감안 시, 하이엔드 시장 진입이 기존 기대보다 빨라지고 있는 점도 긍정적인

HD현대일렉트릭의 영업실적 및 투자지표

[단위: 십억원, 원, %]	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,322	4,079	4,857	6,144	6,909
영업이익	669	995	1,282	1,669	1,922
세전순이익	650	956	1,302	1,690	1,946
총당기순이익	498	732	981	1,296	1,492
지배지분순이익	502	733	982	1,296	1,492
EPS	13,914	20,324	27,229	35,962	41,401
PER	27.5	38.1	25.9	19.6	17.0
BPS	41,662	56,281	77,057	101,222	124,434
PBR	9.2	13.8	9.1	7.0	5.7
ROE	39.3	41.5	40.8	40.3	36.7

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

HD현대일렉트릭의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

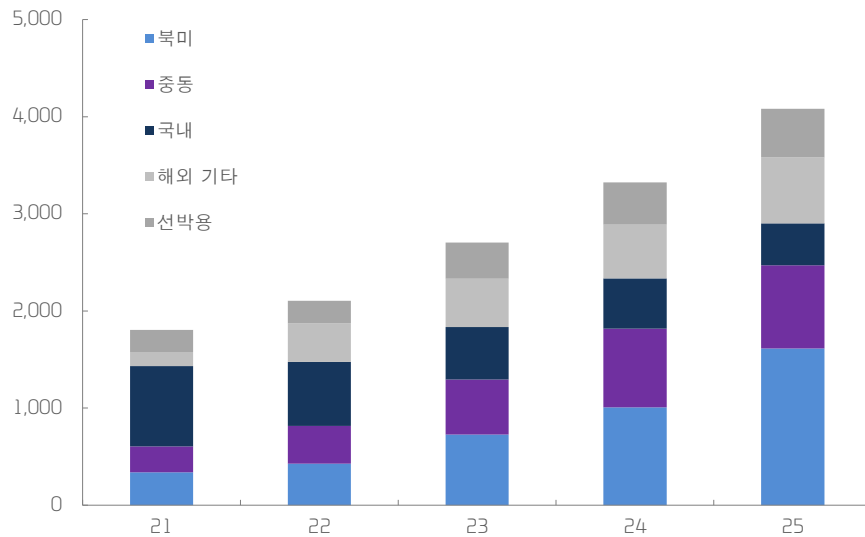
HD현대일렉트릭의 Valuation

	2026F	2027F	2028F	2029F	비고
EPS (원)	27,229	35,962	41,401	48,470	'29년 EPS(1Q26 이후 수주금액이 반영되는 시점) × 목표 PER 24배, 목표 PER 은 전력기기업체의 '26F 평균 PER 34배에 시간가치, 배전기기 부문 인지도 부족 등 할인율 30% 적용 2026년 실적 대비 목표주가는 41배로 글로벌 Peer 대비 25% 할증 글로벌 Peer보다 높은 성장성을 보유하고 있는 점을 감안 시 할증 가능
목표 PER (배)	42	31	27	24	
목표주가 (원)				1,150,000	
현재주가 (원)				705,000	
상승여력 (%)				63.1	

자료: 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 수주잔고 추이

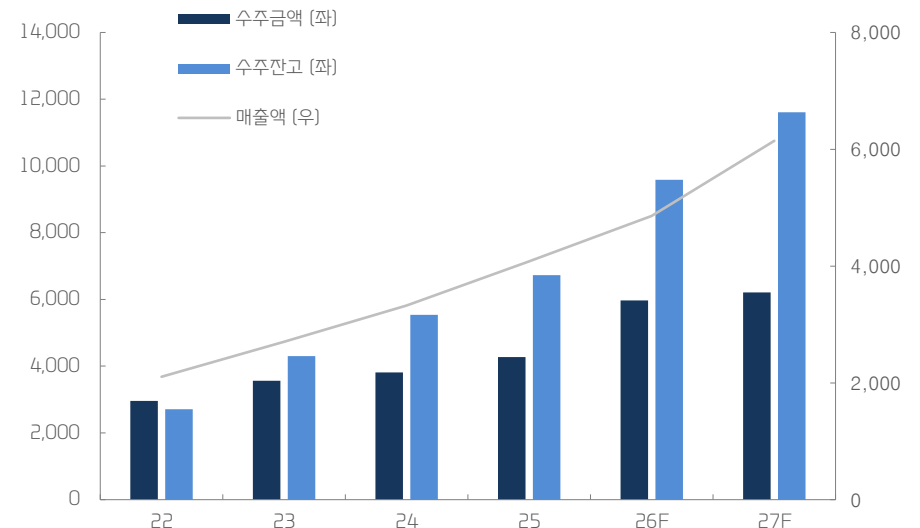
(십억원)



자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

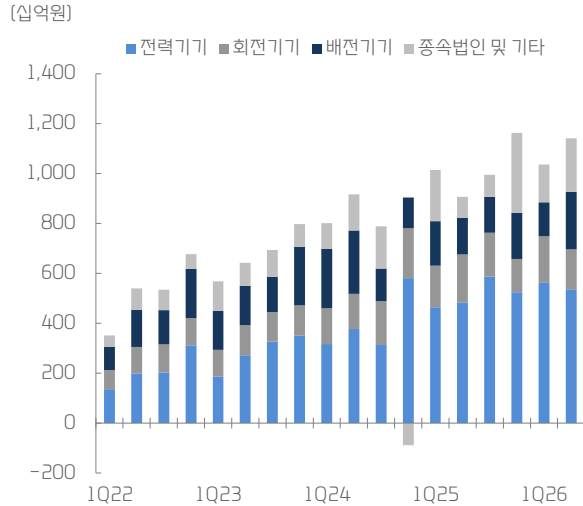
HD현대일렉트릭의 수주잔고, 수주금액 추이 및 전망

(백만\$)



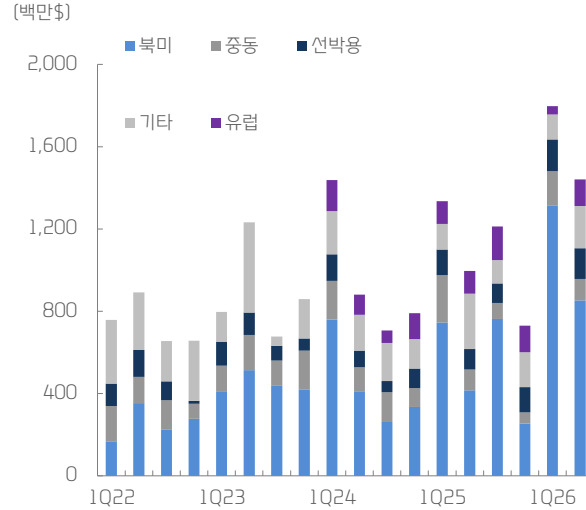
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 사업부문별 매출액 추이



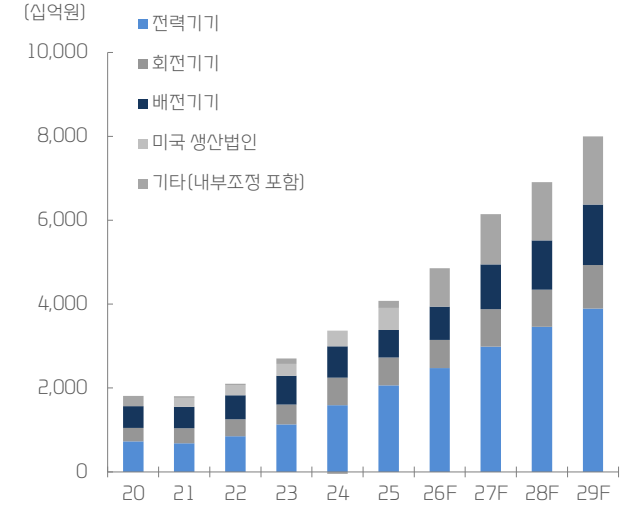
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 수주금액 추이



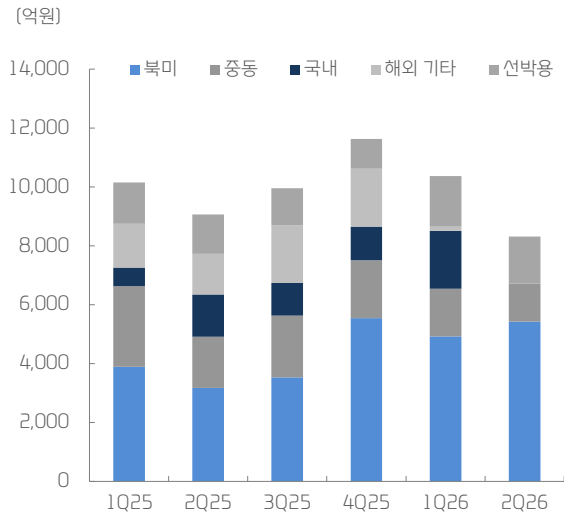
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 사업부문별 매출액 전망



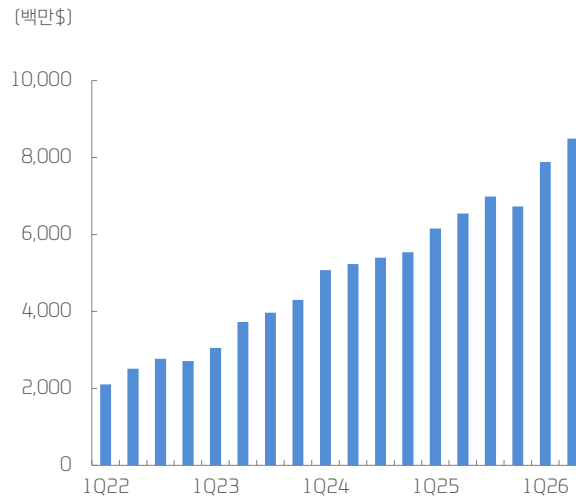
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수요처별 매출액 추이



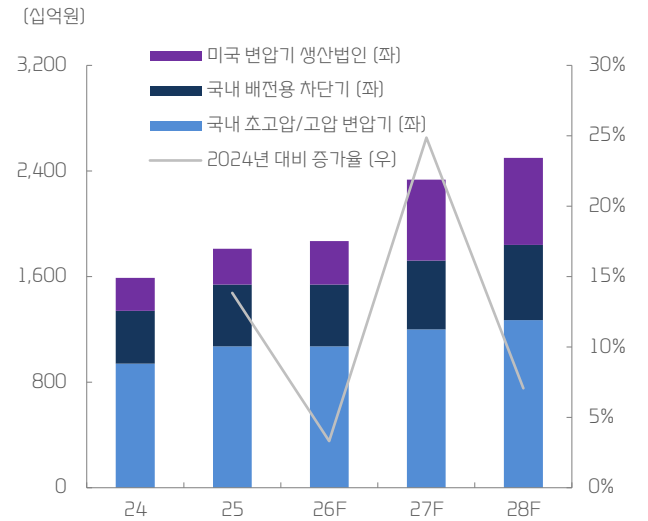
자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수주잔고 추이



자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

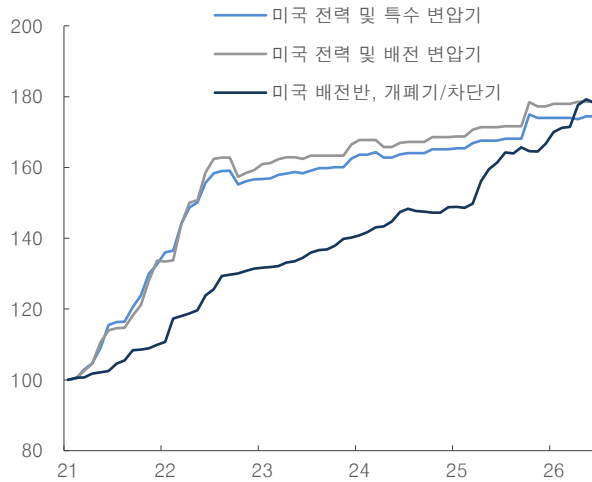
HD현대일렉트릭의 변압기 생산능력 전망



자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

미국의 전력기기 PPI

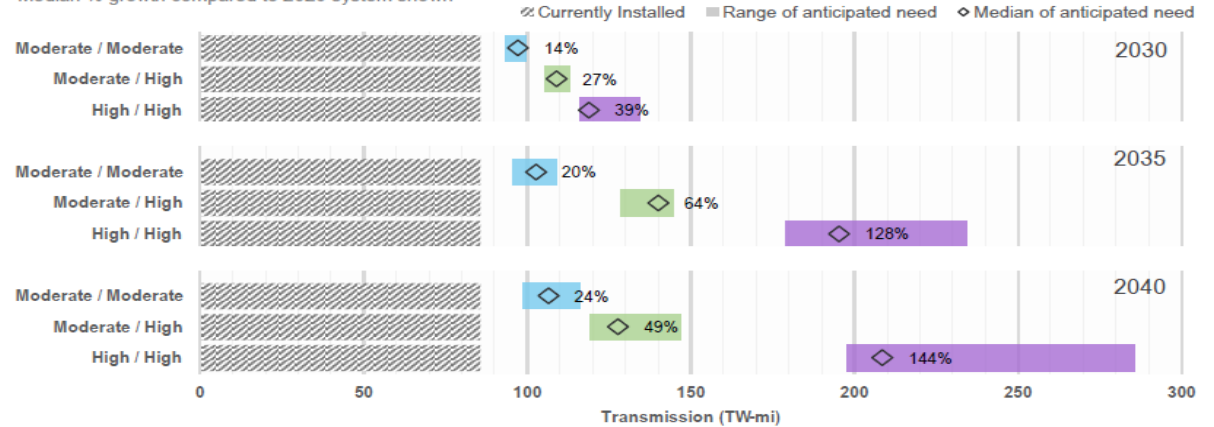
(2021.01 = 100)



자료: FRED, 대신증권 Research Center

미국의 2035/2040년까지 지역(주) 내 송전용량 요구치 전망

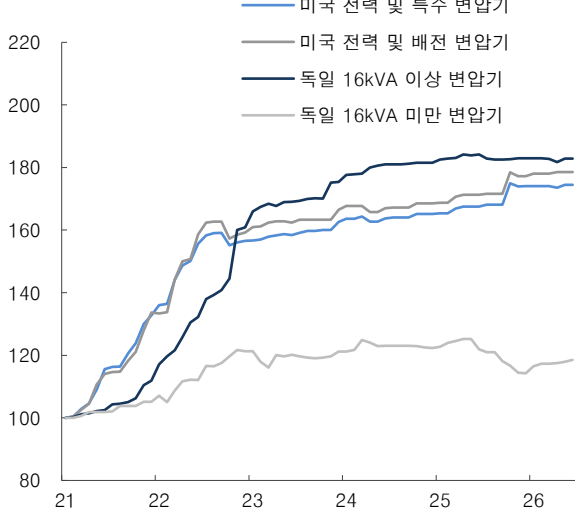
Median % growth compared to 2020 system shown



자료: DOE(2023.10), 대신증권 Research Center

미국과 유럽(독일)의 전력기기 PPI

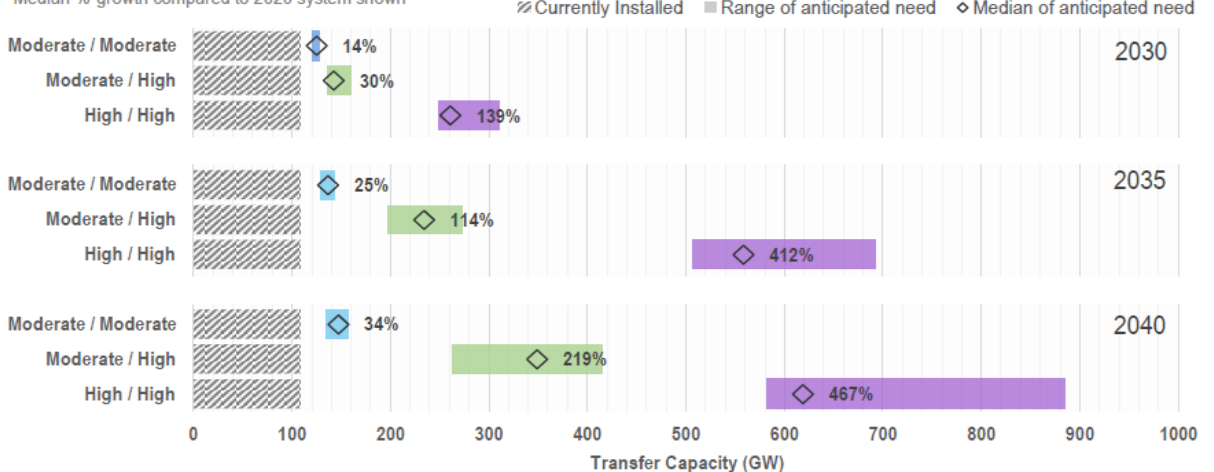
(2021.01 = 100)



자료: FRED, Destatis, 대신증권 Research Center

미국의 2035/2040년까지 지역(주) 간 송전용량 요구치 전망

Median % growth compared to 2020 system shown



자료: DOE(2023.10), 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
평균 환율 (원/달러)	1,453	1,399	1,383	1,449	1,465	1,502	1,470	1,470	1,364	1,421	1,477	1,470	1,470	1,470
수주금액 (백만달러)	1,335	996	1,212	730	1,797	1,440	1,753	980	3,816	4,273	5,970	6,209	6,406	6,626
수주잔고 (백만달러)	6,155	6,550	6,983	6,731	7,888	8,490	9,557	9,584	5,541	6,731	9,584	11,613	13,319	14,502
매출액	1,015	906	995	1,163	1,037	1,142	1,277	1,402	3,322	4,080	4,857	6,144	6,909	8,002
전력기기	464	484	588	525	564	536	736	640	1,589	2,061	2,476	2,985	3,457	3,895
배전기기	179	192	175	185	136	231	238	226	868	732	831	1,129	1,251	1,540
회전기기	167	146	143	133	185	160	125	162	537	589	631	838	811	936
종속법인 및 기타	205	84	89	320	152	215	178	374	329	698	919	1,193	1,390	1,631
영업이익	218	209	247	321	258	287	341	396	669	995	1,282	1,669	1,922	2,255
세전이익	208	182	250	316	284	279	341	398	650	956	1,302	1,690	1,946	2,278
당기순이익	153	142	191	245	208	206	262	305	498	732	981	1,296	1,492	1,747
지배주주순이익	154	142	191	245	208	207	262	305	502	732	982	1,296	1,492	1,747
YoY (%)														
매출액	26.7	(1.2)	26.2	42.6	2.1	26.0	28.2	20.5	22.9	22.8	19.1	26.5	12.4	15.8
영업이익	69.4	(0.5)	50.8	93.0	18.4	37.3	37.9	23.4	112.2	48.8	28.8	30.2	15.2	17.3
영업이익률 (%)	21.5	23.1	24.8	27.6	24.9	25.1	26.7	28.2	20.1	24.4	26.4	27.2	27.8	28.2

자료: HD현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

LS : 투자의견 '매수', 목표주가 630,000원

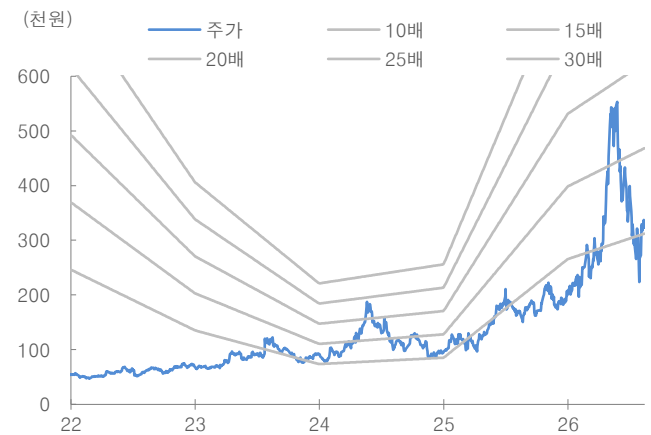
- 목표주가 630,000원 유지(적정 NAV 43.5조원 대비 55% 할인). 이는 1) 2Q26까지 2개 분기 연속 어닝 서프라이즈로 주요 자회사의 전력망·AI 데이터센터향 성장 스토리가 실적으로 확인, 2) 자사주 11% 소각, 중복상장 규제에 따른 자회사 할인을 축소 기대, 3) 현재주가는 적정 NAV 대비 77% 할인 수준
- [전선]은 전력케이블·통신케이블 수익성 개선과 함께 2H26 미국 빅테크향 부스덕트, 4Q26 유럽 TenneT향 해저케이블 매출 본격화 예상. 빅테크 등과 총 5.3조원 이상 장기 프레임 계약 체결. 2026년말 부스덕트 3배 증설(2025년 0.5조원 → 1.5~2조원), '27년말 미국 지중·해저 전력케이블 공장 준공 등 고마진 제품군 확대 예상
- [아이앤디]는 HEV·초고압변압기용 특수권선 증설, 미국 프리폼 확보로 광케이블 매출 확대·수익성 개선. [ELECTRIC]은 미국 AI 데이터센터·첨단산업향 고마진 배전반·배전기기 매출 확대, 미국 배전반 증설('27년 매출 0.3조원, '30년 0.7조원 이상), 국내 초고압 변압기 증설 등임
- 단, [MnM]은 EVBM(황산니켈·황산코발트, 니켈 금속 기준 2.4만톤/년, 온산공장)의 2차전지 고객사 확보로 '27년 이후 황산가격 하락 우려, 전기동 부진 등을 상쇄할 수 있는지는 점검 요소임
- 2Q26 매출액 11.0조원(+40%, 이하 YoY), 영업이익 5,956억원(+153%), 영업이익률 5.4%(+2.4%p) 기록. 영업이익 컨센서스 4,750억원을 25% 상회. 자회사별 영업이익은 전선 1,413억원(+71%), 아이앤디 740억원(+165%), ELECTRIC 1,785억원(+64%), MnM 1,757억원(흑자전환). 전선은 고마진 제품군 매출 확대·마진 개선, 통신케이블 3년 만에 흑자 전환. MnM은 황산·PSA·귀금속 가격 상승으로 개선
- 2H26 매출액 20.8조원(+22%), 영업이익 1.06조원(+106%), 영업이익률 5.1%(+2.1%p) 전망. 2026년 추정치 기준 대비 매출액 7%, 영업이익 26% 상향. 자회사별 영업이익 전선 2,942억원(+158%), 아이앤디 999억원(+123%), ELECTRIC 4,848억원(+110%), MnM 1,853억원(+20%) 예상

LS의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	27,545	31,870	41,336	45,529	50,252
영업이익	1,073	1,053	2,133	2,556	3,120
세전순이익	566	682	1,668	2,191	2,750
충당기순이익	392	485	1,250	1,665	2,089
지배지분순이익	237	271	831	1,064	1,321
EPS	7,371	8,458	26,554	34,088	42,345
PER	12.8	23.6	10.3	8.0	6.4
BPS	142,604	156,261	177,631	209,907	249,973
PBR	0.7	1.3	1.8	1.5	1.3
ROE	5.1	5.6	15.7	17.6	18.4

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

LS의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS의 Valuation

(단위:십억원)	현재 NAV	적정 기업가치	지분율	적정 NAV	할인율	적정 지분가치	비고 (적정 NAV산정 방식)
(+) 로열티 수익	457			457	0%	457	로열티 수익 506억원 x (1 -법인세율 24%) x 현재가치 (WACC 8.4%)
(+) 투자자산가치	21,621			42,491		18,706	
LS Electric	15,023	48,000	48.5%	23,280	70%	6,984	현재 NAV는 현재 시가총액, 적정 NAV는 적정 기업가치 기준
LS전선	3,130	11,232	92.5%	10,391	47%	5,548	26F 자본총계 1.87조원 x 목표 PBR 6.0배 (대한전선 시총 5.9조원), 상장 손자회사 할인율 추가
LS MnM	2,100	6,820	76.8%	5,239	30%	3,667	26F 자본총계 2.77조원 x 목표 PBR 2.5배
LS아이앤디	528	2,854	95.1%	2,714	30%	1,900	26F 자본총계 0.48조원 x 목표 PBR 6.0배
LS엠트론	495	521	100.0%	521	30%	365	26F 자본총계 0.52조원 x 목표 PBR 1.0배
기타	345	345	100.0%	345	30%	242	2025년말 장부가액 (LS엘앤에프배터리솔루션 55%, LS글로벌인코퍼레이티드 100%, LS이링크 50% 등)
(+) 자사주	1,121	10,093	11.1%	1,121	0%	1,121	현재 자사주(3,465,097주) 가치는 시가총액, 소각 가능한 점을 반영
(-) 순차입금	619			619		619	2025년 별도 기준 순차입금
기업가치	22,580			43,450		19,665	
발행주식수 (천주)	31,200			31,200		31,200	
목표 주가 (원)	724,000			1,393,000		630,000	목표주가는 적정 NAV 대비 55%, 현재 NAV 대비 13% 할인
현재 주가 (원)						323,500	현재주가는 적정 NAV 대비 77%, 현재 NAV 대비 55% 할인
상승여력 (%)						94.7%	목표 PBR은 2026년 예상 BPS 대비 3.5배, 현재 PBR은 1.8배

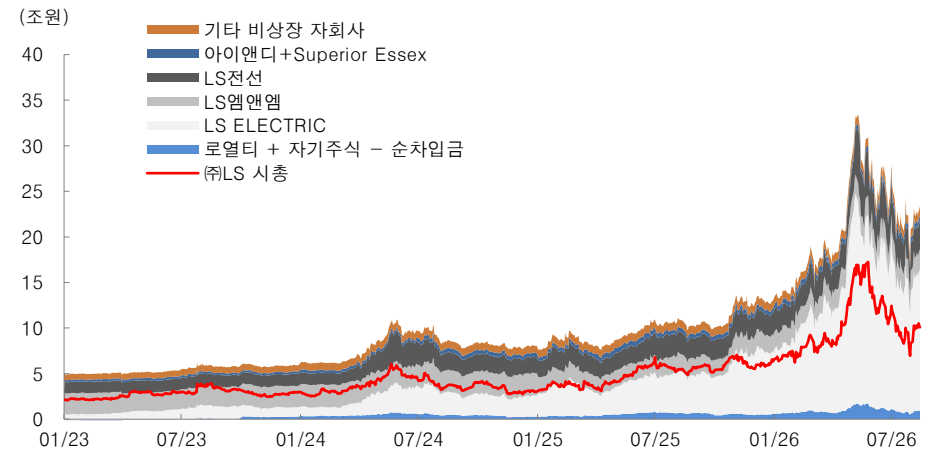
자료: LS, 대신증권 Research Center

LS 시가총액의 NAV 대비 할인율 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS의 부문별 NAV, 시가총액 추이



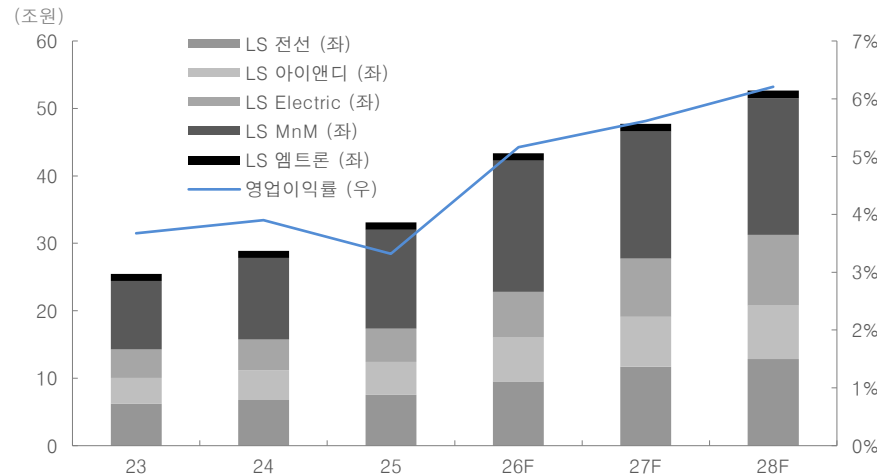
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,914	7,854	8,073	8,984	9,504	11,024	10,213	10,594	27,545	31,870	41,336	45,529	50,252
LS 전선	1,944	1,889	1,887	1,823	2,044	2,479	2,421	2,558	6,766	7,543	9,502	11,723	12,835
LS 아이앤디	1,168	1,250	1,203	1,237	1,492	1,740	1,626	1,658	4,413	4,859	6,517	7,374	7,940
LS Electric	1,032	1,193	1,216	1,521	1,377	1,577	1,764	2,061	4,552	4,962	6,779	8,657	10,469
LS MnM	2,831	3,663	3,888	4,561	4,784	5,452	4,630	4,589	12,116	14,943	19,455	18,834	20,255
LS 엠트론	348	312	239	219	305	308	252	231	1,055	1,118	1,097	1,130	1,163
기타 및 연결조정	-409	-453	-361	-376	-498	-533	-480	-503	-1,357	-1,555	-2,014	-2,189	-2,411
영업이익	305	236	257	259	476	596	470	591	1,074	1,053	2,133	2,556	3,120
LS 전선	83	83	80	34	97	141	140	154	275	280	533	733	878
LS 아이앤디	33	28	23	22	43	74	50	50	83	105	217	259	294
LS Electric	87	109	101	130	127	179	186	299	390	427	790	1,168	1,532
LS MnM	75	-5	43	112	190	176	89	96	317	223	551	350	368
LS 엠트론	27	19	1	-4	25	12	4	-4	28	44	36	37	36
기타 및 연결조정	0	3	10	-35	-5	14	0	-3	-18	-26	7	10	12
세전이익	195	229	125	133	305	425	375	565	566	682	1,668	2,191	2,750
당기순이익	141	163	105	76	242	297	284	428	392	485	1,251	1,665	2,089
지배주주순이익	87	100	66	18	156	188	197	290	237	271	831	1,064	1,321

자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

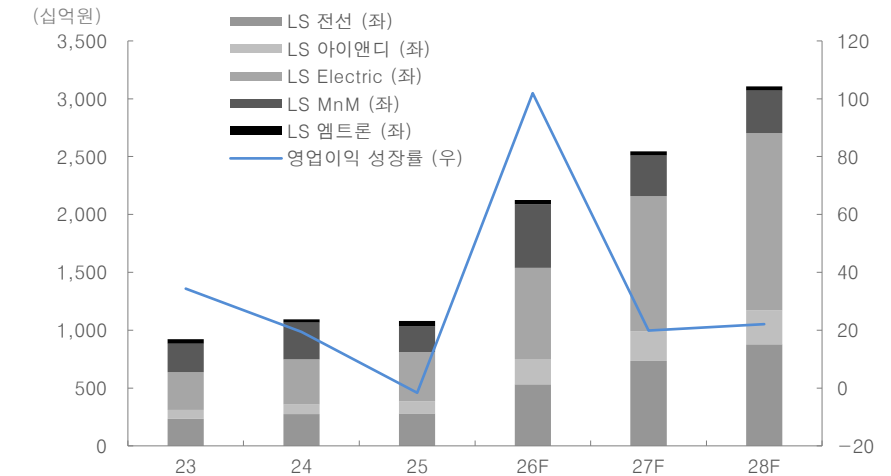
LS의 주요 종속기업별 매출액, 총 영업이익 추이 및 전망



자료: LS, 대신증권 Research Center

주: 기타 및 연결조정 제외

LS의 주요 종속기업별 영업이익 추이 및 전망



자료: LS, 대신증권 Research Center

주: 총 영업이익은 기타 및 연결조정 제외한 영업이익

LS의 실적 전망 가정치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
평균 환율 (원/달러)	1,453	1,402	1,383	1,449	1,464	1,502	1,448	1,420	1,364	1,422	1,458	1,420	1,420
구리 가격 (달러/톤)	9,457	9,502	9,878	11,151	12,899	13,392	13,383	13,424	9,271	9,997	13,275	13,515	13,663
제련(계약+스팟) TC (달러/톤)	21	23	24	26	22	23	24	26	66	24	24	29	48
금 가격 (달러/oz)	2,893	3,296	3,489	4,154	4,874	4,511	4,561	4,570	2,395	3,458	4,629	4,601	4,652
은 가격 (달러/oz)	32	34	40	55	84	73	75	75	28	40	77	75	76
LS전선 수주금액 (연결)	3,380	5,568	3,237	654	3,444	5,776	3,366	686	9,097	10,045	12,838	13,271	13,617
LS전선 수주잔고 (연결)	6,353	6,220	6,602	7,630	8,509	9,554	9,289	10,713	6,274	7,630	10,713	12,334	14,219
LS전선 수주금액 (별도)	1,742	2,113	1,908	727	1,778	2,237	2,021	773	5,143	5,265	6,490	6,808	7,083
LS전선 수주잔고 (별도)	5,566	5,646	6,184	6,952	7,526	7,834	8,076	9,057	5,868	6,952	9,057	9,942	10,732

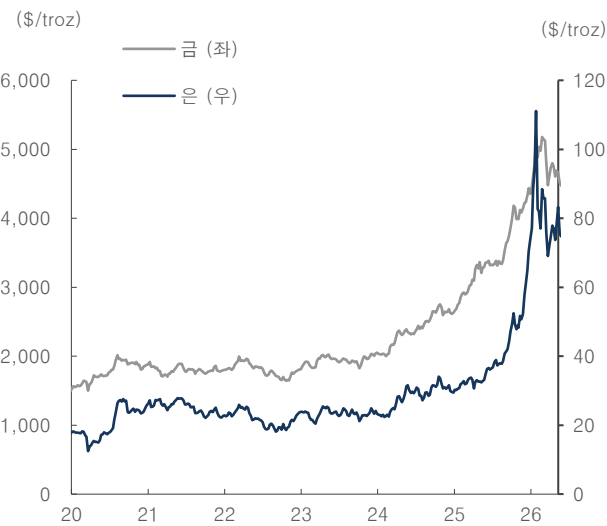
자료: LS, 대신증권 Research Center

LME 3개월 구리 가격 추이



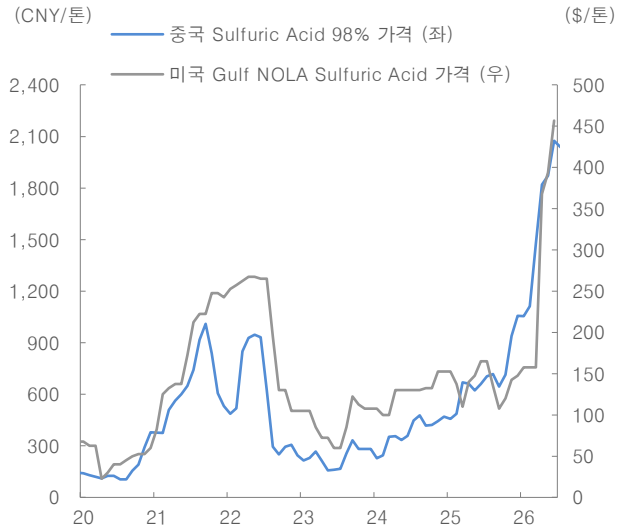
자료: KOMIS, 대신증권 Research Center

국제 금, 은 현물가격 추이



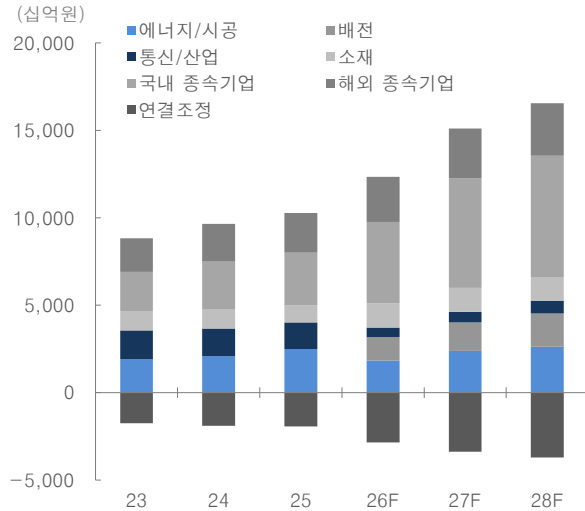
주: 런던 LBMA PM 고시가 기준
자료: KOMIS, 대신증권 Research Center

황산 국제 가격 추이



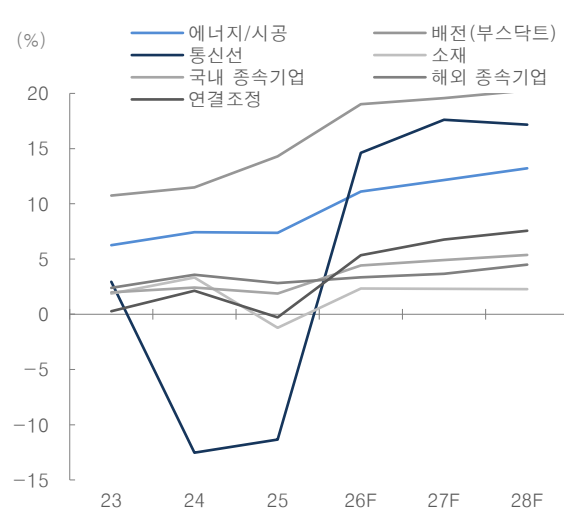
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LS전선(연결)의 부문별 매출액 추이 및 전망



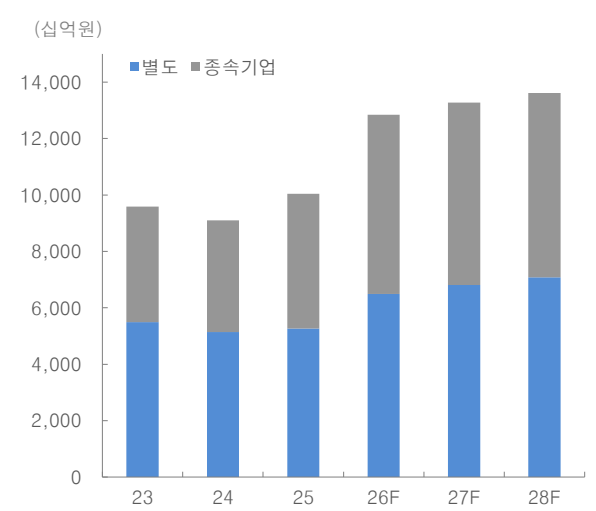
자료: LS, 대신증권 Research Center

LS전선(연결)의 부문별 영업이익률 전망



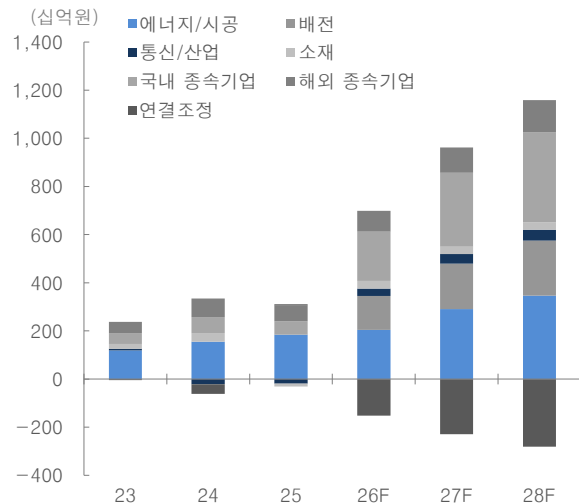
자료: LS, 대신증권 Research Center

LS전선(연결)의 수주금액 추이 및 전망



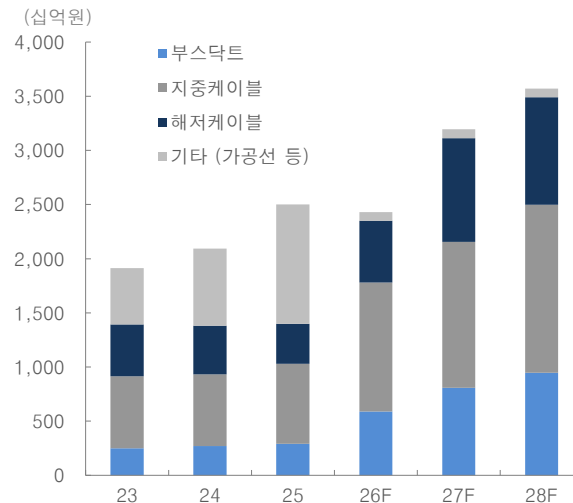
자료: LS, 대신증권 Research Center

전선(연결)의 부문별 영업이익 추이 및 전망



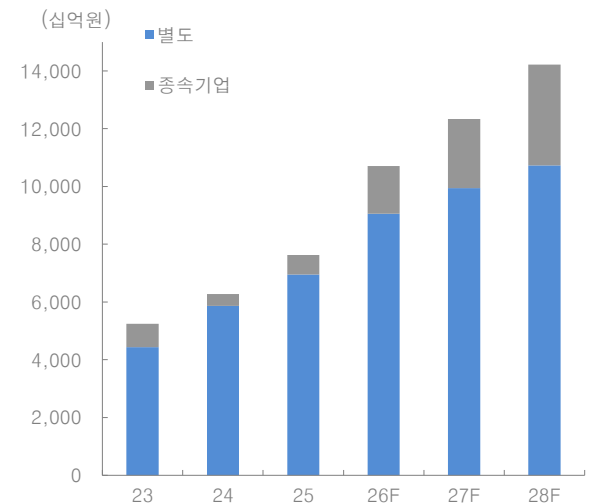
주: 기타 및 연결조정 제외
자료: LS, 대신증권 Research Center

LS전선(별도)의 제품군별 매출액 추이 및 전망



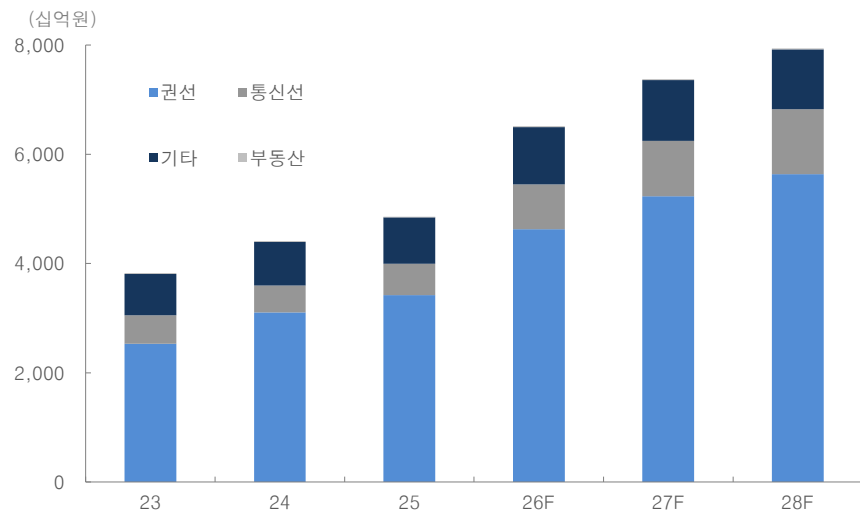
자료: LS, 대신증권 Research Center

LS전선(연결)의 수주잔고 추이 및 전망



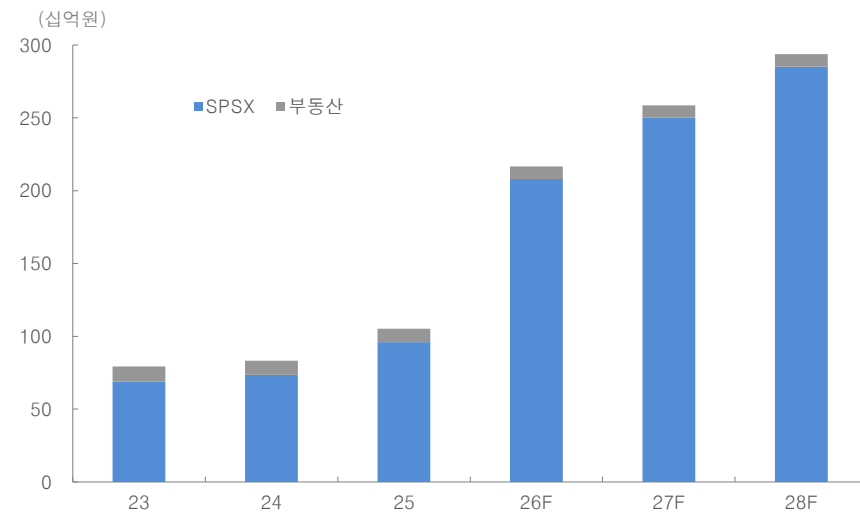
자료: LS, 대신증권 Research Center

아이앤디의 부문별 매출액 추이 및 전망



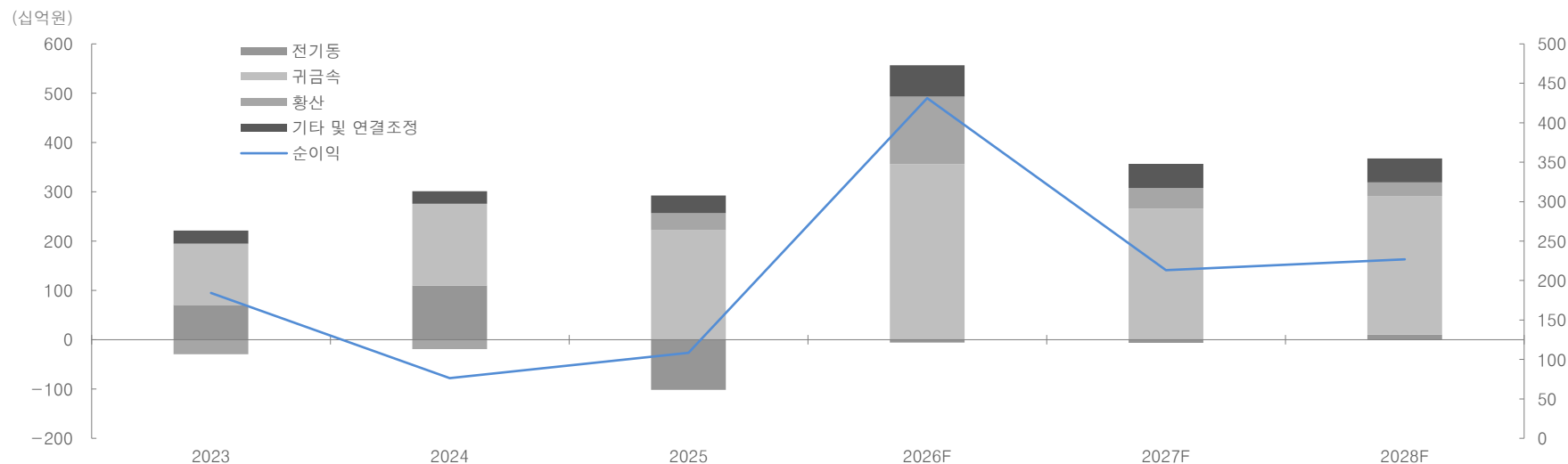
자료: LS, 대신증권 Research Center

아이앤디의 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: LS, 대신증권 Research Center

LS MnM의 부문별 영업이익, 순이익 추이 및 전망



자료: LS, 대신증권 Research Center



**TELUK METAL
INDUSTRY**

PT TMI

투자 내용

- 대상 제련소 : PT TMI (Teluk Metal Industry) Ni Smelter 지분 78%
- 제련 Capa. : 67,000 NiT/년
- 생산 제품 : MHP(Mixed Hydroxide Precipitate)
※ Ni Ore를 황산으로 녹인 Ni 약 40% 농축 침전물
- 양산 시점: 27년 1분기 예정

* 2026년 3월 기준



기대효과

“구리” 기반 전력 소재 + “니켈” 기반 이차전지소재

- 해당 사업 확대를 통해 LS MnM은 동제련 단일 사업 포트폴리오 기업에서 2개의 '현금창출 동력'을 확보한 사업구조 고도화를 달성할 수 있을 것입니다.

LS ELECTRIC: 투자의견 '매수', 목표주가 330,000원

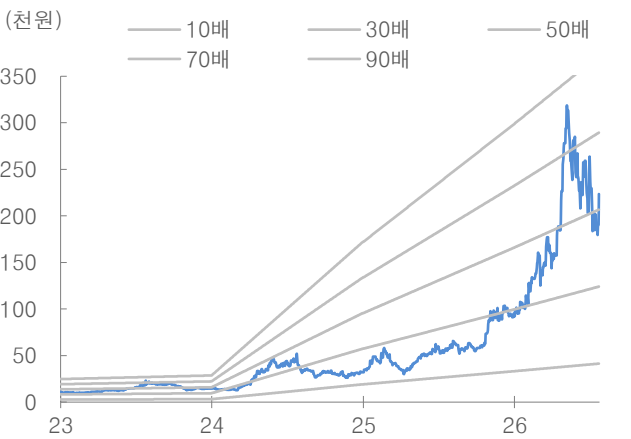
- 목표주가 330,000원으로 상향(2028F EPS 평균 x 목표 PER 43배). 이는 1) 미국 빅테크향 배전반 수주 2Q25 본격화, 2026년 고성장 진입, 2) 미국 배전기기 유통업체 50개 확보 등 하이엔드 고객사향 배전반·배전기기 시장 진입 성공, 3) 한국·미국·베트남에서 배전반·배전기기·초고압 변압기의 빠른 증설로 공급 부족 수혜 극대화 등으로 글로벌 Peer 대비 중장기 높은 실적 성장세 예상. 높은 밸류에이션 정당화 가능
- 특히 배전기기는 공급물량 확보 시 자동화에 유리하며, 배전반은 초고압 전력기기 대비 노동 투입비중이 작아 빠른 증설과 램프업이 가능함. 또한 배전기기는 교체 수요가 꾸준히 발생해 높은 진입장벽 통과 시 반복 매출이 발생하는 등 산업 특성도 구조적인 밸류에이션 정당화 요인임
- 미국 초고압 변압기 PPI와 달리, 배전반·개폐기·차단기 PPI는 2025년 들어 가파르게 상승 중. 21년 이후 상승률은 78%로 동기간 초고압 변압기 74%를 능가하기 시작함. 미국 AI 데이터센터·최첨단 제조업 증설로 배전용 전력기기의 공급 부족, 제품가격 상승, 리드타임 증가 심화. 동사는 높은 제품 품질력, 빅테크향 레퍼런스, 빠른 납기 준수(리드타임 2년 vs 빅테크 요구 10개월) 경쟁력을 보유. 이는 동사의 산업 내 지위가 레벨업되는 기회로 작용할 전망
- 미국향 전력기기 매출 증가 이외에도 국내외 반도체 증설 등으로 전력사업·자동화사업 모두 외형 성장 및 수익성 개선에 성공, 신재생에너지 적자도 축소. 2Q26 수주금액은 2.1조원(1Q26 1.08조원) 달성. 26년 수주 가이드스를 기존 4조원에서 6조원으로 상향했으며, 자회사 LS파워솔루션의 초고압 변압기도 추가 증설하기로 함. 미국 배전반 증설은 3Q27 준공 예정으로 2028년 매출 3,300억원, 2030년 7,000억원 목표. 국내 배전기기 공장의 빅테크 전용 라인 증설도 검토 중
- 2026년 매출액 6.78조원(+37%, 이하 YoY), 영업이익 7,900억원(+85%), 영업이익률 11.7%(+3.1%p) 전망. 상반기 수주금액 3.2조원 중 6~12개월 내 매출 인식되는 배전반·분전반이 1.48조원. 2025년말 초고압 변압기 증설분 온기 반영, 전력 인프라·반도체 증설 수혜, 하반기 고마진 미국향 배전기기 공급 확대 등을 반영해 전망치 상향

LS ELECTRIC의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,552	4,966	6,779	8,657	10,469
영업이익	390	426	790	1,168	1,532
세전순이익	333	410	789	1,175	1,542
총당기순이익	242	284	598	893	1,172
지배지분순이익	239	287	592	870	1,143
EPS	1,591	1,911	3,944	5,802	7,622
PER	20.2	48.1	56.7	38.5	29.3
BPS	12,258	13,798	17,147	21,560	26,992
PBR	2.6	6.7	13.0	10.4	8.3
ROE	13.4	14.7	25.5	30.0	31.4

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

LS ELECTRIC의 12MF PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

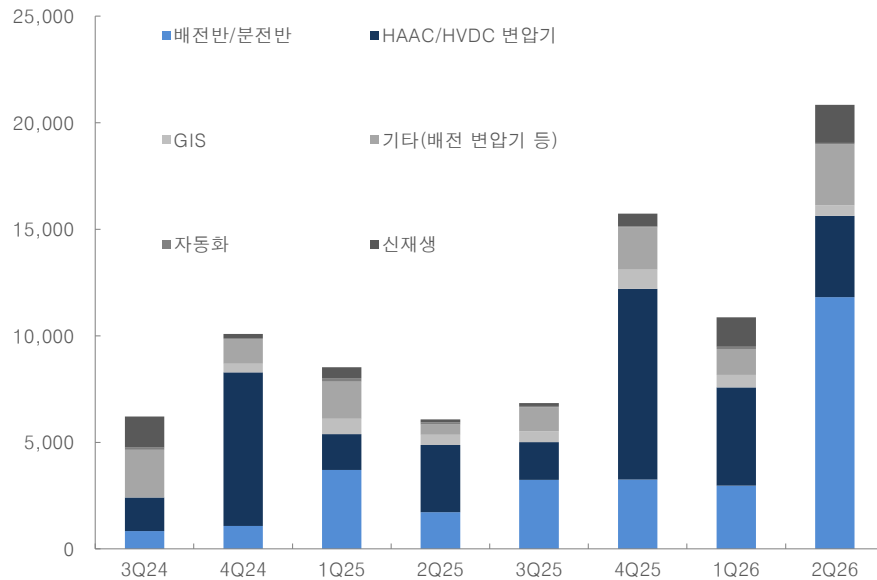
LS ELECTRIC의 Valuation

	2026F	2027F	2028F	비고
EPS (원)	3,944	5,802	7,622	'29년 EPS(1Q26 이후 수주금액이 반영되는 시점) × 목표 PER 24배, 목표 PER 은 전력기기업체의 '26F 평균 PER 34배에 시간가치, 배전기기 부문 인지도 부족 등 할인율 30% 적용
목표 PER (배)	84	57	43	
목표주가 (원)			330,000	
현재주가 (원)			223,500	2026년 실적 대비 목표주가는 41배로 글로벌 Peer 대비 25% 할증
상승여력 (%)			47.7	글로벌 Peer보다 높은 성장성을 보유하고 있는 점을 감안 시 할증 가능

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 수주금액 추이

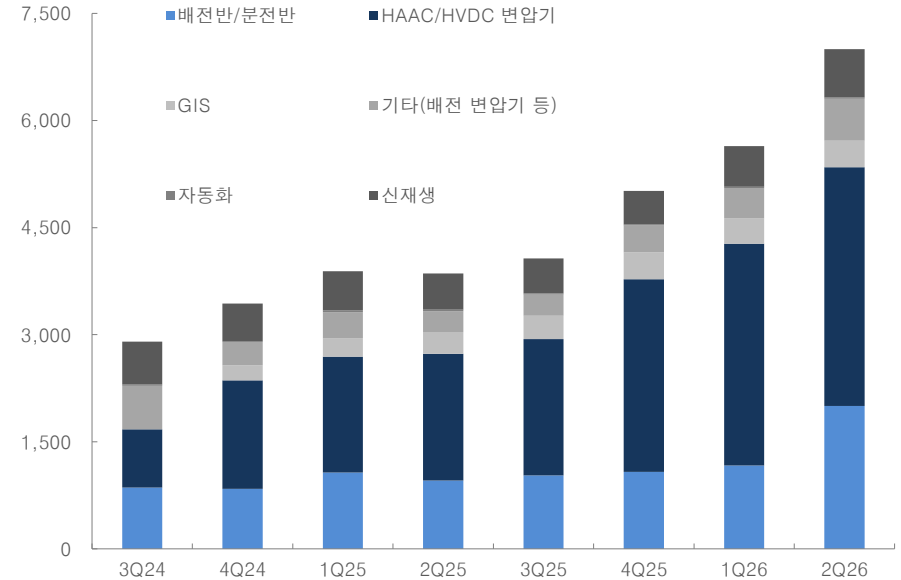
(십억원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

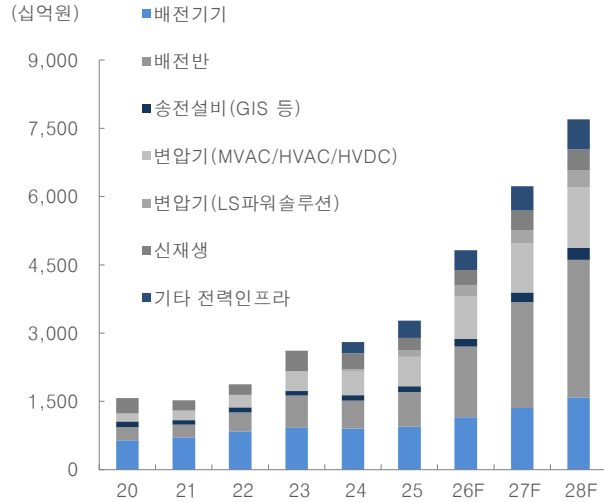
LS ELECTRIC의 수주금액 추이

(십억원)



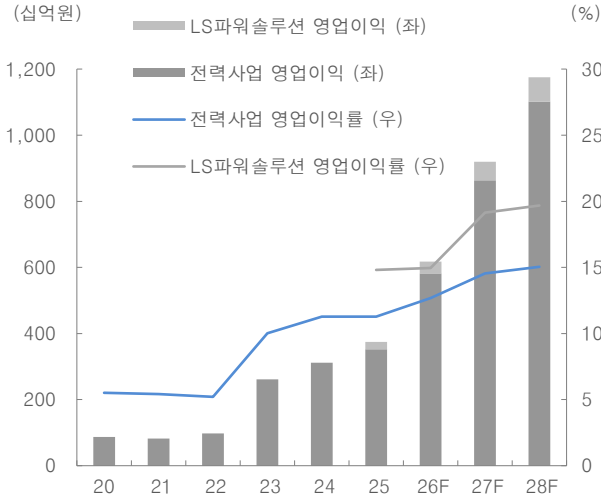
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

전력사업의 제품별 매출 추이



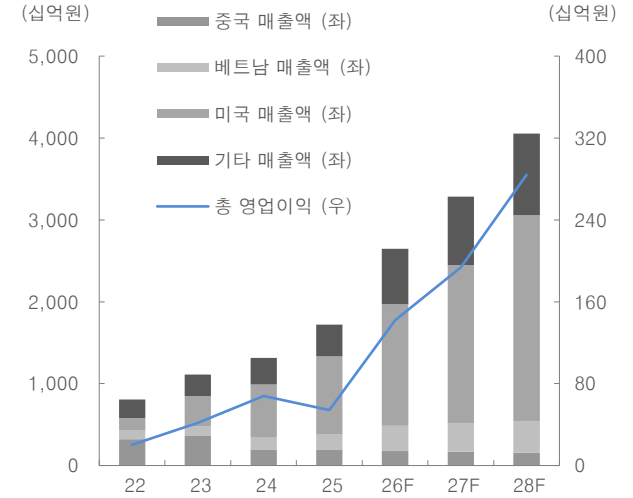
주: 4Q24 이후 KOC전기 인수에 따른 변압기 실적 반영
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

전력사업 영업이익 추이 및 전망



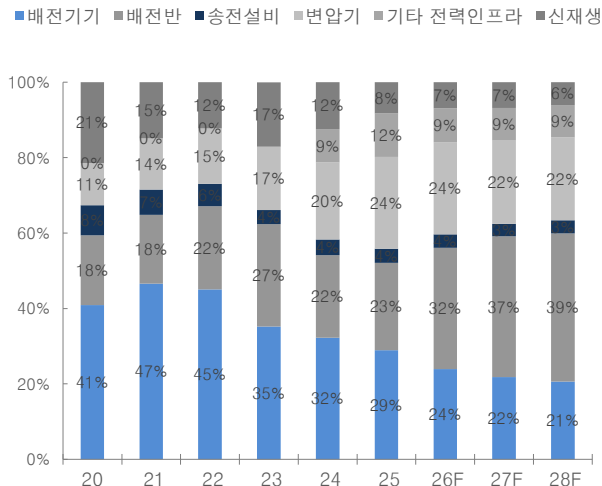
주: 4Q24 이후 LS파워솔루션 인수에 따른 변압기 실적 반영
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

전력사업 영업이익 추이 및 전망



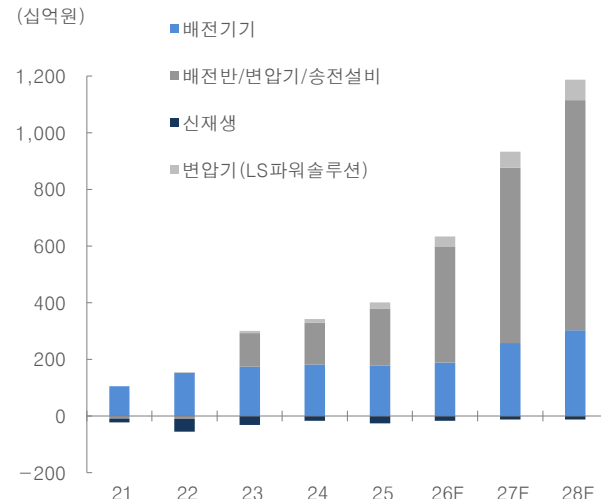
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

전력사업 제품별 매출비중 전망



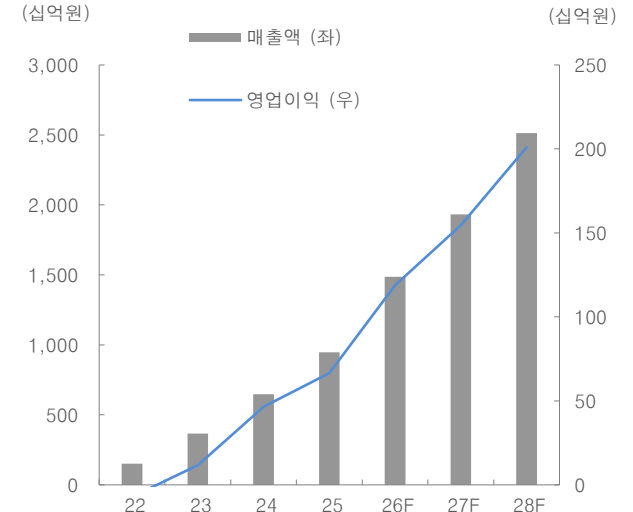
주: KOC전기 인수에 따른 변압기 생산능력은 2025년부터 반영
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

전력사업 제품별 영업이익 전망



주: 4Q24 이후 LS파워솔루션 인수에 따른 변압기 실적 반영
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

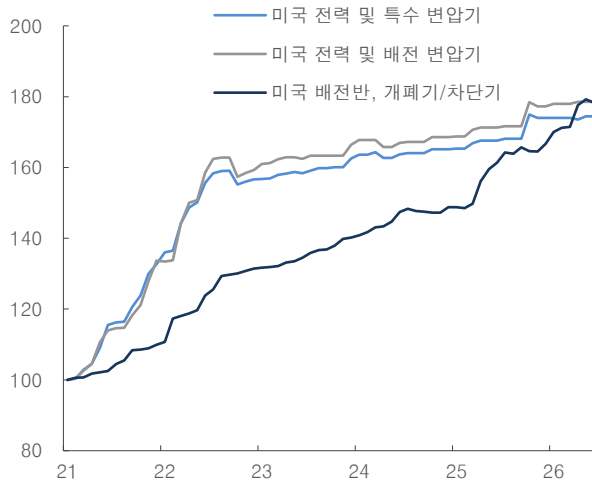
미국 법인 실적 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

미국의 전력기기 PPI

(2021.01 = 100)

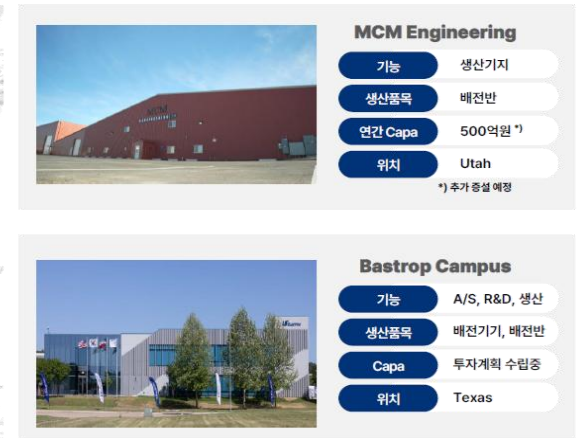


자료: FRED, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 미국 유통망 및 생산 거점 확대

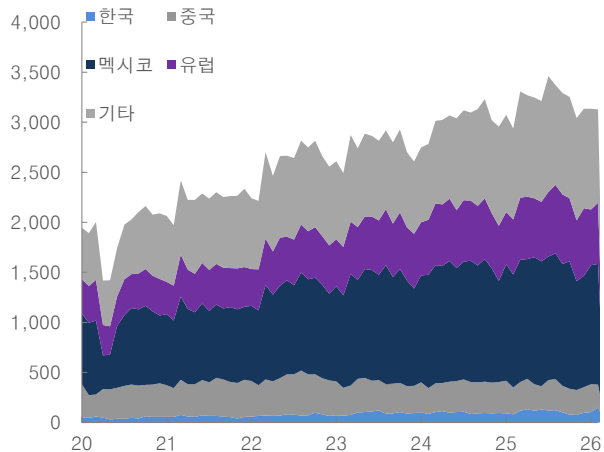


자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center



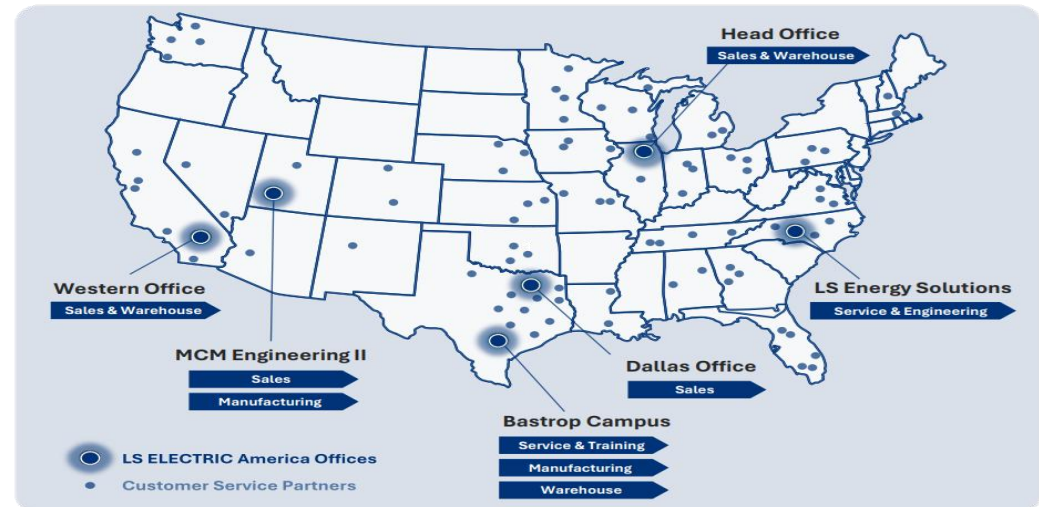
미국의 전력기기 PPI

(백만달러)



자료: FRED, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 미국 유통망 및 생산 거점 확대



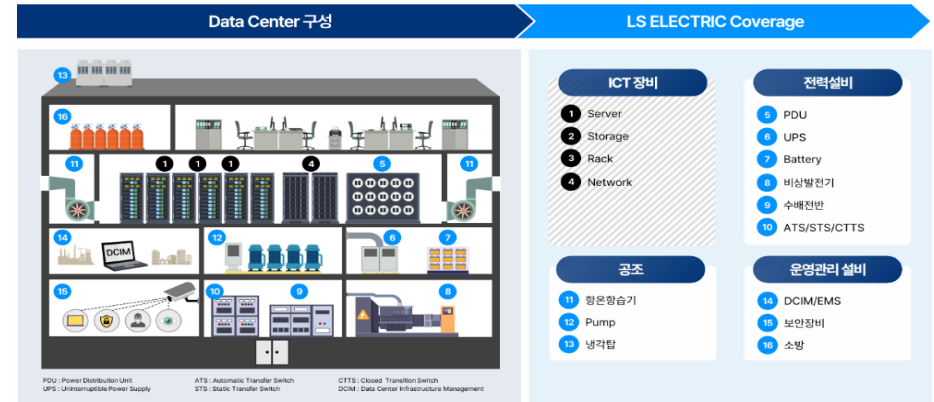
자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 북미 사업 레퍼런스



자료: FRED, 대신증권 Research Center

AI Data Center 인프라 구성 및 LS ELECTRIC의 제품 커버리지 확대

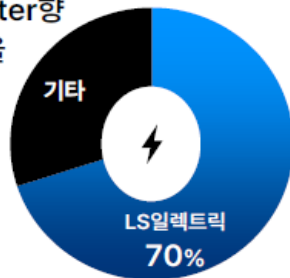


자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 데이터센터 레퍼런스

독보적인 국내 Data Center향 송·배전 시장 레퍼런스 보유

국내 Data Center향
배전 시장 점유율



Data Center내 프로젝트 주요 레퍼런스

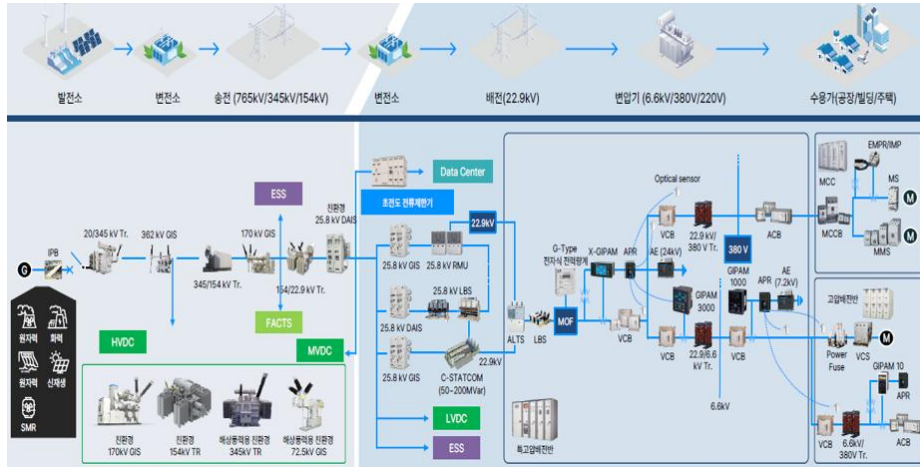
Microsoft 부산, 네이버 세종,
Equinix 고양, 카카오 안산,
SK Broadband 가산,
LG U+ NC, KT 용산 등

미국 빅테크·글로벌 Data Center 운영기업향
신규 진입 및 수주 확대 경쟁력 확보 중



자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 전력 계통 전력기기 공급 영역



자료: FRED, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 스마트 DC (직류) 솔루션



자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 ESS향 전력기기 공급 영역



자료: LS ELECTRIC, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
평균 환율 (원/달러)	1,453	1,399	1,383	1,451	1,465	1,502	1,470	1,470	1,364	1,422	1,477	1,470	1,470
별도 해외매출 비중(%)	43	49	44	41	48	50	55	53	42	45	52	58	62
연결 해외매출 비중(%)	57	61	59	55	61	62	64	66	55	58	63	67	69
매출액	1,032	1,193	1,216	1,521	1,377	1,577	1,764	2,061	4,552	4,966	6,779	8,657	10,469
전력사업	661	812	737	919	958	1,091	1,192	1,343	2,765	3,129	4,585	5,933	7,324
배전기기(차단기 등)	231	241	232	242	268	292	295	300	903	947	1,154	1,358	1,586
배전반/변압기/송전설비	373	506	459	573	643	725	807	923	1,514	1,911	3,098	4,148	5,274
신재생	57	65	46	104	47	75	91	120	348	271	333	428	464
자동차사업	77	86	88	82	82	98	100	98	343	334	378	426	469
국내 종속기업	280	277	275	353	320	333	349	394	1,034	1,185	1,396	1,523	1,700
해외 종속기업	334	457	469	460	484	626	608	929	1,313	1,721	2,648	3,285	4,052
연결조정	-320	-440	-353	-294	-469	-572	-485	-703	-904	-1,407	-2,228	-2,511	-3,077
영업이익	87	109	101	130	127	179	186	299	390	426	790	1,168	1,532
전력사업	71	91	74	117	106	137	152	186	312	353	582	863	1,102
자동차사업	3	5	2	-1	3	9	10	10	1	10	31	41	44
국내 종속기업	-3	3	-2	12	0	8	8	20	3	10	36	70	103
해외 종속기업	20	16	27	-9	15	33	31	63	68	54	142	194	284
연결조정	-3	-6	-1	11	3	-10	-14	20	7	1	-1	-1	-1
세전이익	83	104	92	131	125	157	179	299	333	410	789	1,175	1,542
순이익	67	67	66	84	95	116	136	227	242	284	598	893	1,172
지배지분 순이익	70	67	66	83	93	119	132	221	239	287	592	870	1,143
영업이익률	8.5	9.1	8.3	8.6	9.2	11.3	10.6	14.5	8.6	8.6	11.7	13.5	14.6
전력사업	10.7	11.2	10.0	12.7	11.0	12.6	12.8	13.9	11.3	11.3	12.7	14.6	15.0
자동차사업	4.4	5.2	2.7	-0.9	3.2	9.6	9.7	9.7	0.2	2.9	8.3	9.5	9.4
국내 종속기업	-1.2	1.0	-0.7	3.5	0.1	2.4	2.2	5.1	0.2	0.8	2.6	4.6	6.1
해외 종속기업	5.9	3.6	5.8	-2.0	3.1	5.3	5.0	6.8	5.2	3.2	5.4	5.9	7.0

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center