

# Utility & Green Energy

## 2025 실적 전망

Research Center

허민호 수석 연구위원



02-769-2692



minho.hur@daishin.com

# 한국전력 : 투자의견 '매수', 목표주가 33,000원

## ▲ 실적 전망

- 4Q24 영업이익 2.4조원(+41% YoY) 기록. UAE 원전 관련 충당금 발생. UAE 원전 추가비용은 10억 달러로 추정. 2025년 한국전력 별도법인은 한수원과 합의 여부에 따라 UAE 원전 공사비 관련 추가 충당금 발생 가능성이 존재할 수 있음. 그러나 향후 UAE로부터 그 비용을 환입받을 경우 수익으로 인식될 수 있음
- 2025년 연결기준 매출액 96.7조원(+2.9%, 이하 YoY), 영업이익 15.06조원(+80.4%) 전망
- 2024년 11월말 ~ 2025년 4월 11일 환율은 32원/달러 상승, 뉴캐슬 및 칼리만탄 연료탄의 평균 가격은 14달러/톤 하락, Brent 유가는 9달러/배럴 하락
- 환율 10원/달러 상승 시 2,700억원 증가하지만, 유가 1달러/배럴 하락 시 영업이익 3,140억원 증가, 석탄가격 1달러/톤 하락 시 영업이익 830억원 감소하는 점을 감안하면, 지금까지의 환율 상승 효과는 유가, 석탄 가격 하락으로 대부분 상쇄될 수 있을 것으로 예상

## ▲ Valuation 및 투자전략

- 24년 DPS는 214원(배당성향 16.4%)임. 2025년 별도기준 순이익은 6.10조원, 배당성향 16.4% 가정 시 주당 배당금은 1,750원, 현재주가 기준 배당수익률은 7.6%로 예상. 대규모 실적 개선이 예상됨에도 주가 상승이 어려웠던 이유는 배당 관련 불확실성 때문
- 1) 2024년 배당 결정으로 불확실성은 해소되었음. 2) 2028년까지 별도기준 사채발행한도를 자본금 및 적립금 대비 2배 이하(2027년말까지 일시적으로 5배)로 낮추어야 하고, 전력망 특별법 통과에 따른 전력망 투자 확대 등을 감안하면, 유가가 급락하거나 추가 전기요금 인상 필요
- 2025년 유가가 급락하지 않을 경우, 4Q25 전기요금 인상 가능성 존재. 2025F PBR 0.29배. 과거 재무구조 개선 시기였던 2014 ~ 16년 평균 PBR 0.45배에 근접 가능

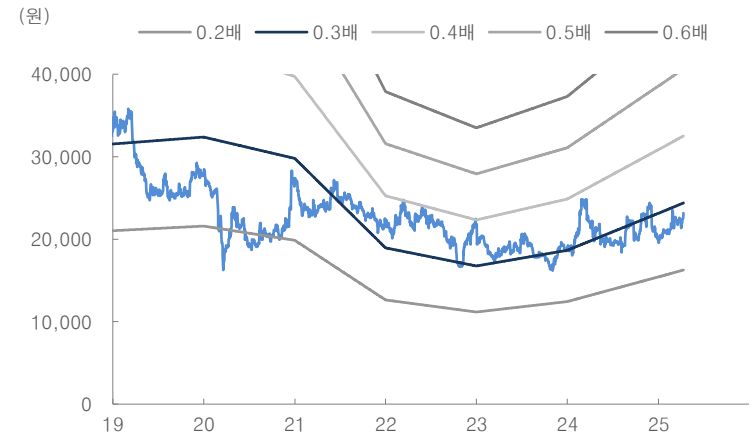
한국전력의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액     | 88,219 | 93,399 | 96,696 | 96,100 | 95,708  |
| 영업이익    | -4,542 | 8,365  | 15,556 | 17,402 | 19,177  |
| 세전이익    | -7,554 | 5,257  | 13,038 | 15,362 | 17,435  |
| 총당기순이익  | -4,716 | 3,622  | 9,909  | 11,675 | 13,251  |
| 지배지분순이익 | -4,823 | 3,492  | 9,760  | 11,500 | 13,052  |
| EPS     | -7,512 | 5,439  | 15,203 | 17,913 | 20,331  |
| PER     | -2.5   | 3.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1     |
| BPS     | 55,837 | 62,177 | 77,167 | 93,331 | 111,292 |
| PBR     | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.2     |
| ROE     | -12.6  | 9.2    | 21.8   | 21.0   | 19.9    |

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

한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

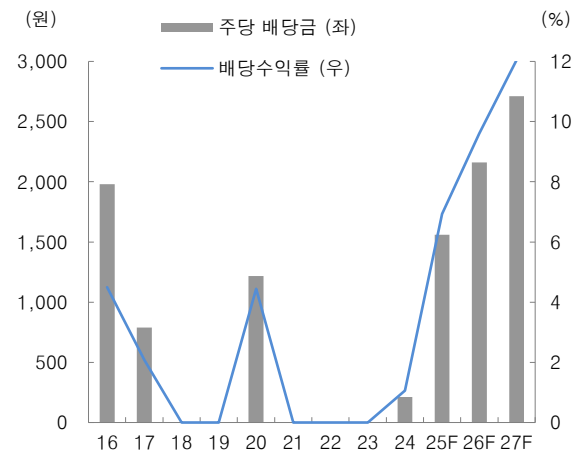
## 한국전력의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

|                   | Value  | 비고                                                    |
|-------------------|--------|-------------------------------------------------------|
| 2014 ~ 16년 평균 PBR | 0.45   | 마지막 전기요금 인상 이후 재무구조 개선 시기의 평균 PBR                     |
| 할인율               | 22     | 할인율 적용 이유: 높은 차입금 부담 등으로 2025년 별도기준 낮은 배당성향 반영        |
| 목표 PBR            | 0.35   |                                                       |
| 2025F BPS         | 93,331 | 2025F DPS 1,780원(별도기준 배당성향 16.4%), 현재주가 기준 배당수익률 7.6% |
| 목표주가              | 33,000 | 목표주가는 배당수익률 5.3%                                      |
| 현재주가              | 23,150 | 현재주가 기준 2025년 예상 실적 기준 PBR 0.29배                      |
| 상승여력              | 42.5   |                                                       |

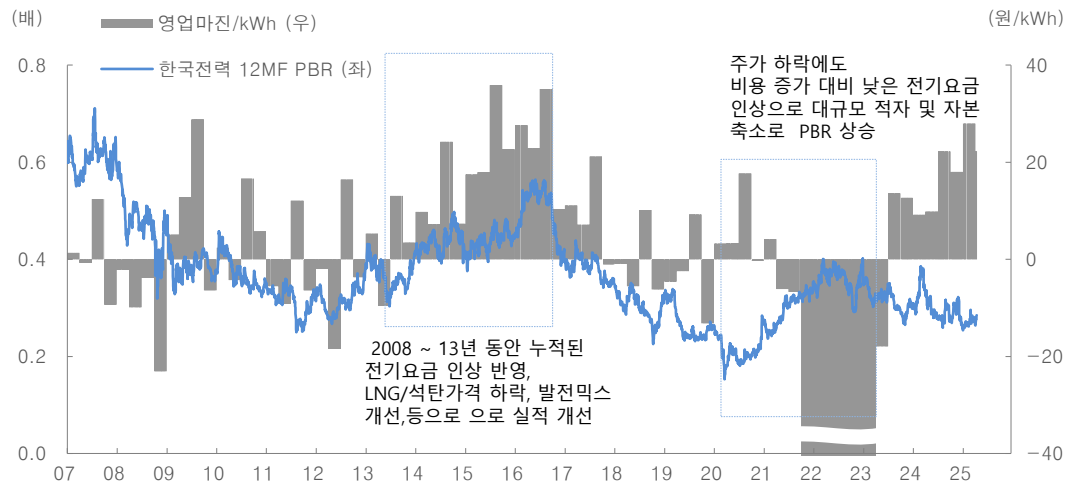
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 주당 배당금, 배당수익률 전망



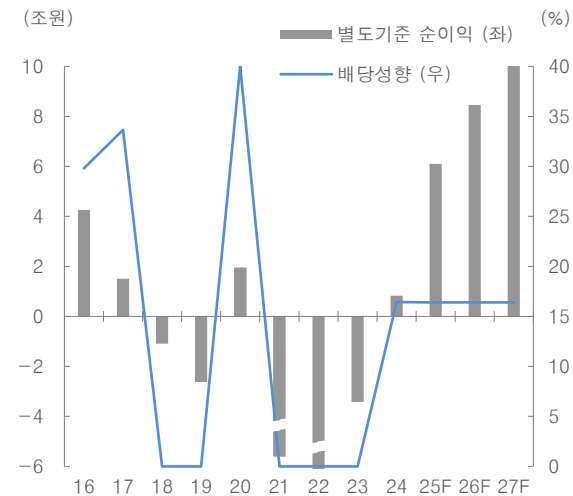
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 12MF PBR, 영업마진/전기판매량 추이 및 전망



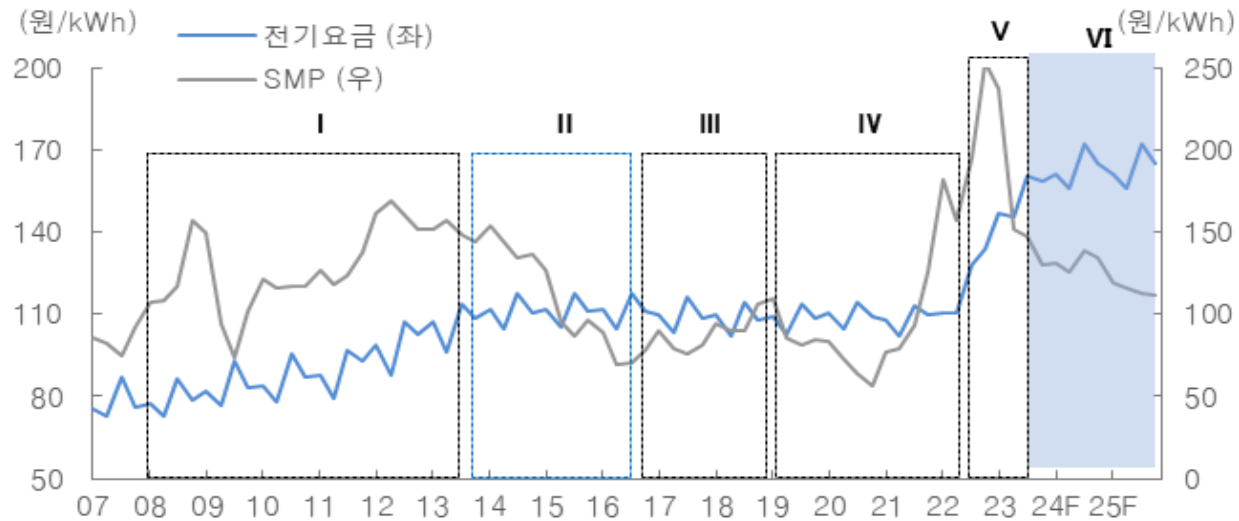
자료: WISEfn, 한국전력, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 별도기준 순이익, 배당성향 전망



자료: WISEfn, 한국전력, 대신증권 Research Center

## 국내 전기요금, SMP 추이 및 전망



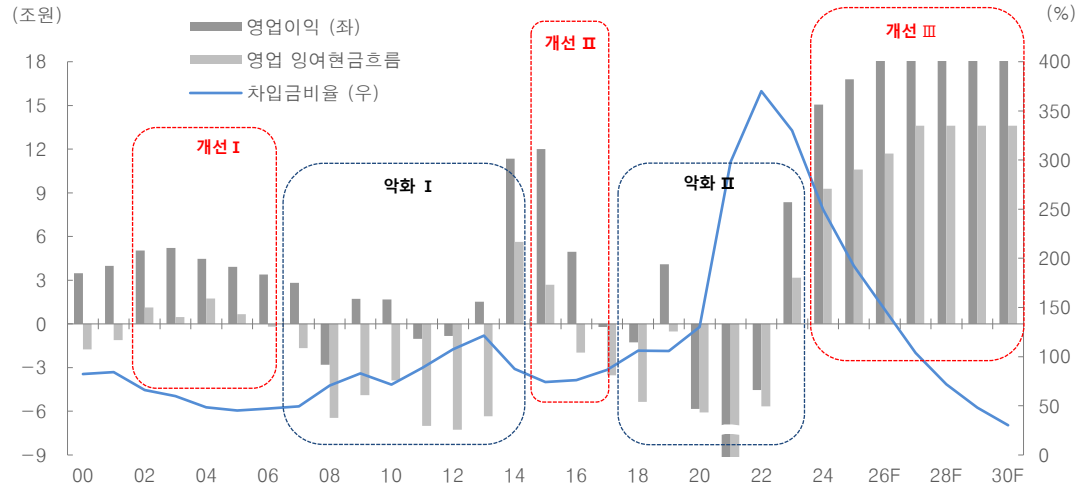
자료: 한국전력, EPSIS, 대신증권 Research Center

### 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<br>총 +39% | 13년 11월<br>+5.4% | 유지             |             | 6회('23.11 포함)<br>총 +43% | '24.10<br>5% |

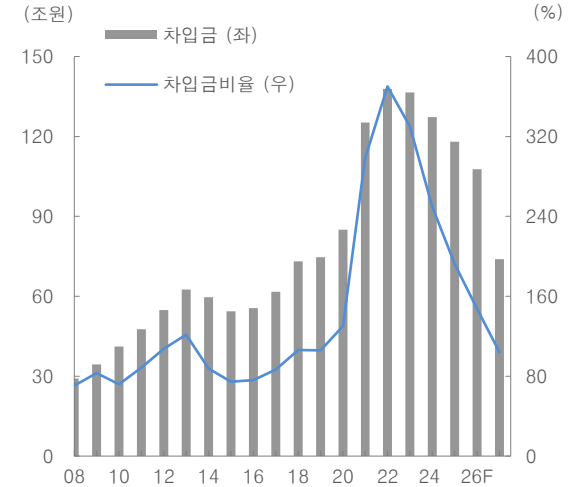
주: 2023년 11월 전기요금 4% 인상은 당시 산업용만 10.6원/kWh 인상, 2024년 10월 산업용 요금 9.7%인상을 전체 요금 기준으로 환산한 것임  
자료: 대신증권 Research Center

## 한국전력의 연결 영업이익, 차입금비율 추이 및 전망



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

## 한국전력의 연결기준 차입금 및 차입금 비율 전망



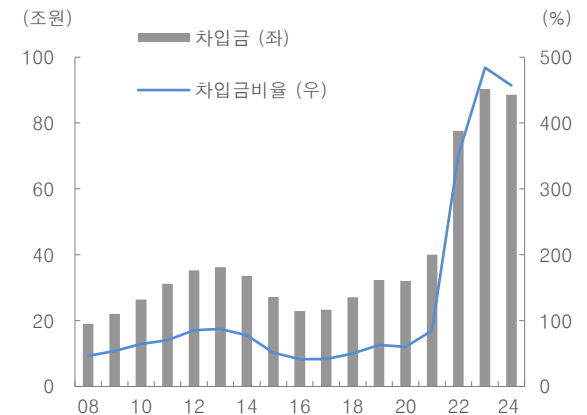
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

## 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% |

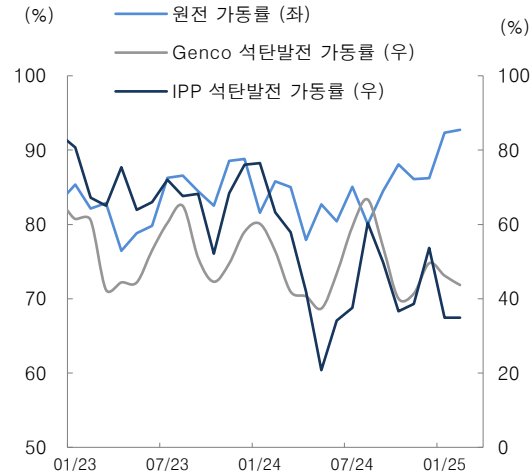
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 별도기준 차입금 및 차입금 비율 추이



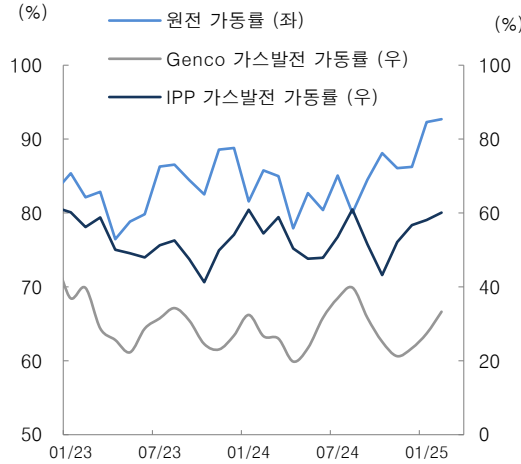
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

## 원전 및 GENCO/IPP 석탄발전 가동률 추이



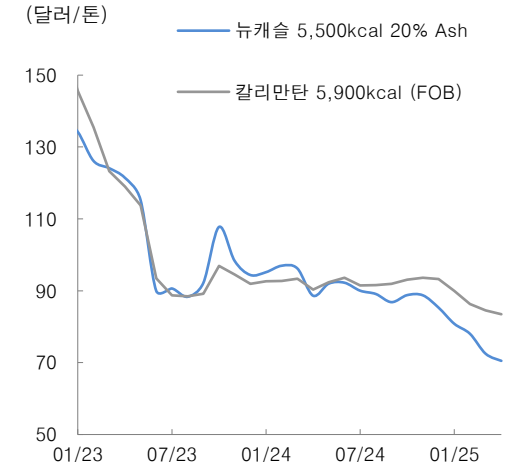
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

## 원전 및 GENCO/IPP 가스발전 가동률 추이



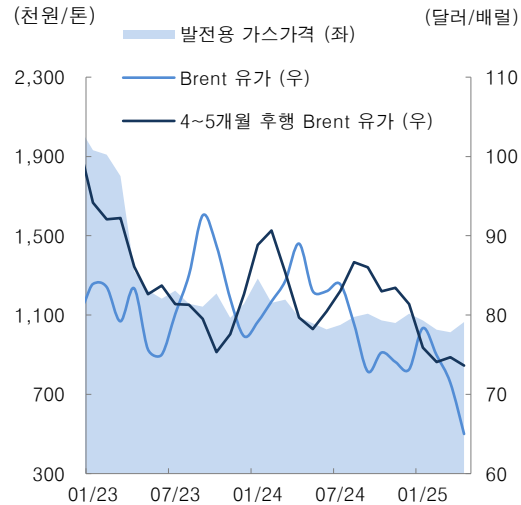
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

## 뉴캐슬, 칼리만탄 연료탄 가격 추이



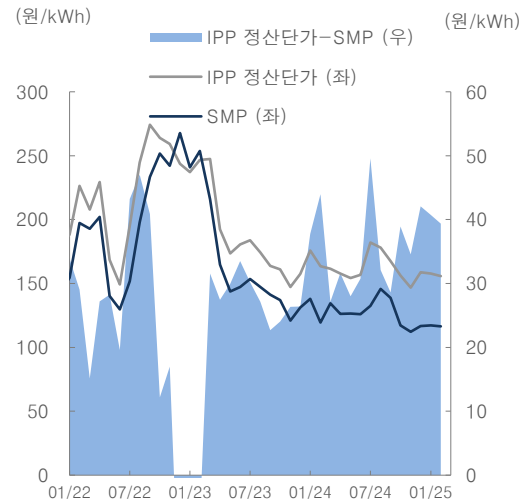
자료: KORES, 대신증권 Research Center

## Brent 유가(월평균) 및 발전용 가스가격 추이



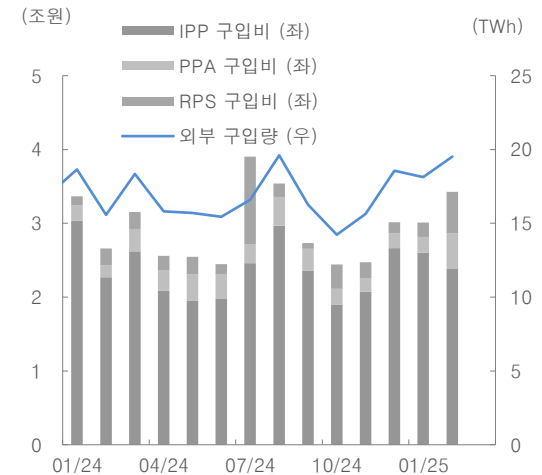
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

## IPP(민간발전회사) '정산단가 - SMP' 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 외부전력구입비 추이



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

## 한국전력의 실적 전망 가정

|                          | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율 (원/달러)                | 1,329 | 1,372 | 1,358 | 1,399 | 1,453 | 1,455 | 1,455 | 1,455 | 1,306 | 1,364 | 1,454 | 1,455 | 1,455 |
| 뉴캐슬 연료탄 5,500kcal (달러/톤) | 96    | 91    | 89    | 88    | 77    | 73    | 71    | 69    | 107   | 91    | 73    | 67    | 67    |
| Brent 유가 (달러/bbl)        | 82    | 85    | 79    | 74    | 75    | 67    | 68    | 72    | 82    | 80    | 70    | 70    | 70    |
| LNG 적용 유가(4~5개월 전)       | 88    | 79    | 85    | 83    | 75    | 74    | 73    | 67    | 84    | 84    | 72    | 70    | 70    |
| 발전용 가스가격 (천원/톤)          | 1,222 | 1,056 | 1,081 | 1,082 | 1,024 | 1,034 | 1,016 | 951   | 1,363 | 1,110 | 1,006 | 993   | 1,001 |
| SMP (원/KWh)              | 131   | 126   | 139   | 115   | 115   | 119   | 117   | 105   | 167   | 128   | 112   | 109   | 106   |
| 전기판매 가격 (원/KWh)          | 161   | 156   | 164   | 165   | 169   | 164   | 171   | 165   | 152   | 162   | 168   | 167   | 167   |
| 전기판매량 (TWh)              | 142   | 127   | 153   | 133   | 141   | 126   | 152   | 133   | 549   | 555   | 551   | 549   | 546   |
| 민간 전력구입량 (TWh)           | 53    | 47    | 52    | 48    | 51    | 47    | 56    | 51    | 194   | 200   | 208   | 205   | 207   |
| 총 국가 발전믹스 (%)            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 원전                       | 30.0  | 33.4  | 29.2  | 34.6  | 33.6  | 35.4  | 28.6  | 31.3  | 30.7  | 31.7  | 32.1  | 34.1  | 35.9  |
| 석탄                       | 30.6  | 25.3  | 31.4  | 26.8  | 26.8  | 27.2  | 33.0  | 29.9  | 32.0  | 28.7  | 29.3  | 29.7  | 30.5  |
| LNG                      | 28.8  | 27.1  | 28.3  | 27.8  | 28.4  | 22.3  | 26.7  | 27.8  | 26.9  | 28.0  | 26.4  | 23.7  | 21.0  |
| 유류                       | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | (0.0) |
| 신재생                      | 10.3  | 14.1  | 11.1  | 10.7  | 11.1  | 15.0  | 11.7  | 10.9  | 10.3  | 11.5  | 12.1  | 12.4  | 12.7  |
| 한전 발전 가동률 (%)            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 원전 가동률                   | 84.1  | 80.4  | 83.2  | 86.8  | 89.8  | 84.5  | 80.9  | 79.3  | 83.6  | 83.6  | 83.6  | 83.6  | 83.6  |
| 석탄발전 가동률                 | 51.6  | 41.6  | 60.0  | 43.7  | 47.2  | 41.0  | 59.0  | 48.0  | 52.9  | 49.2  | 48.8  | 49.3  | 49.2  |

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

## 한국전력의 연결기준 실적 전망

|                 | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25F         | 2Q25F         | 3Q25F         | 4Q25F         | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>      | <b>23,293</b> | <b>20,474</b> | <b>26,103</b> | <b>24,132</b> | <b>24,315</b> | <b>21,442</b> | <b>27,097</b> | <b>23,842</b> | <b>88,205</b> | <b>94,001</b> | <b>96,696</b> | <b>96,100</b> | <b>95,708</b> |
| 전기판매 수익         | 22,165        | 19,541        | 25,022        | 22,162        | 23,146        | 20,474        | 26,005        | 22,562        | 82,955        | 88,890        | 92,186        | 91,503        | 91,023        |
| 기타              | 1,128         | 933           | 1,081         | 1,970         | 1,169         | 968           | 1,092         | 1,280         | 5,250         | 5,112         | 4,509         | 4,596         | 4,685         |
| <b>영업비용</b>     | <b>21,993</b> | <b>19,223</b> | <b>22,707</b> | <b>21,728</b> | <b>20,336</b> | <b>18,827</b> | <b>21,772</b> | <b>20,204</b> | <b>92,950</b> | <b>85,652</b> | <b>81,139</b> | <b>78,698</b> | <b>76,531</b> |
| 연료비             | 6,160         | 4,756         | 6,725         | 4,897         | 5,362         | 4,298         | 5,910         | 4,881         | 27,155        | 22,538        | 20,451        | 18,584        | 17,662        |
| 전력구입비           | 9,203         | 7,970         | 9,647         | 7,841         | 8,229         | 7,767         | 9,310         | 7,897         | 38,304        | 34,660        | 33,203        | 32,017        | 30,261        |
| 기타              | 6,630         | 6,497         | 6,336         | 8,991         | 6,745         | 6,763         | 6,552         | 7,426         | 27,492        | 28,455        | 27,485        | 28,097        | 28,608        |
| <b>영업이익</b>     | <b>1,299</b>  | <b>1,250</b>  | <b>3,396</b>  | <b>2,403</b>  | <b>3,979</b>  | <b>2,614</b>  | <b>5,325</b>  | <b>3,638</b>  | <b>-4,745</b> | <b>8,349</b>  | <b>15,556</b> | <b>17,402</b> | <b>19,177</b> |
| 금융손익            | -1,014        | -1,056        | -800          | -1,262        | -1,005        | -874          | -922          | -906          | -3,922        | -4,131        | -3,707        | -3,283        | -2,952        |
| 지분법손익           | 405           | 96            | 252           | 169           | 410           | 101           | 257           | 171           | 787           | 922           | 940           | 964           | 964           |
| 기타영업외손익         | 48            | 59            | 128           | -84           | 62            | 53            | 96            | 38            | 305           | 151           | 248           | 279           | 246           |
| <b>세전이익</b>     | <b>738</b>    | <b>349</b>    | <b>2,977</b>  | <b>1,227</b>  | <b>3,446</b>  | <b>1,895</b>  | <b>4,756</b>  | <b>2,941</b>  | <b>-7,400</b> | <b>5,290</b>  | <b>13,038</b> | <b>15,362</b> | <b>17,435</b> |
| <b>지배지분 순이익</b> | <b>561</b>    | <b>65</b>     | <b>1,849</b>  | <b>1,143</b>  | <b>2,580</b>  | <b>1,418</b>  | <b>3,560</b>  | <b>2,202</b>  | <b>-4,762</b> | <b>3,619</b>  | <b>9,760</b>  | <b>11,500</b> | <b>13,052</b> |
| 영업이익률           | 5.6           | 6.1           | 13.0          | 10.0          | 16.4          | 12.2          | 19.7          | 15.3          | -5.4          | 8.9           | 16.1          | 18.1          | 20.0          |
| 세전이익률           | 3.2           | 1.7           | 11.4          | 5.1           | 14.2          | 8.8           | 17.6          | 12.3          | -8.4          | 5.6           | 13.5          | 16.0          | 18.2          |

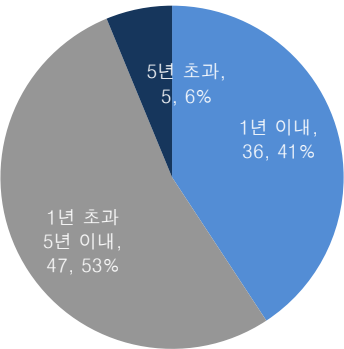
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 실적 민감도 분석

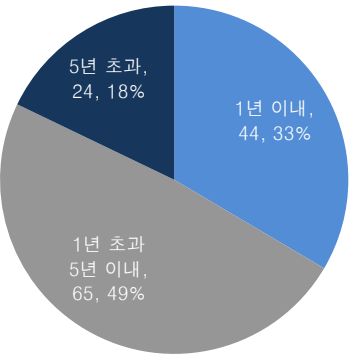
| (십억원)   | 2025F    |      | 2026F | 2025F |          |      | 2026F |
|---------|----------|------|-------|-------|----------|------|-------|
| 유가      | 연료비 증감   | -61  | -56   | 원자력   | 연료비 증감   | 28   | 29    |
| 1달러/bbl | 전력구입비 증감 | -249 | -245  | 가동률   | 전력구입비 증감 | -257 | -264  |
| 하락      | 영업이익 증감  | 310  | 300   | 1% 상승 | 영업이익 증감  | 229  | 234   |
| 석탄      | 연료비 증감   | -82  | -80   | 원자력   | 연료비 증감   | 73   | 72    |
| 1달러/톤   | 전력구입비 증감 | 0    | 0     | 발전비중  | 전력구입비 증감 | -669 | -646  |
| 하락      | 영업이익 증감  | 82   | 80    | 1% 상승 | 영업이익 증감  | 596  | 574   |
| 환율      | 연료비 증감   | -118 | -105  | 석탄발전  | 연료비 증감   | -267 | -234  |
| 10원/달러  | 전력구입비 증감 | -161 | -154  | 가동률   | 전력구입비 증감 | 406  | 385   |
| 하락      | 영업이익 증감  | 279  | 259   | 1% 하락 | 영업이익 증감  | -139 | -151  |
| SMP     | 연료비 증감   | 0    | 0     | 석탄발전  | 연료비 증감   | -440 | -393  |
| 1원/kWh  | 전력구입비 증감 | -208 | -205  | 발전비중  | 전력구입비 증감 | 669  | 646   |
| 하락      | 영업이익 증감  | 208  | 205   | 1% 하락 | 영업이익 증감  | -229 | -253  |

자료: 대신증권 Research Center

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



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

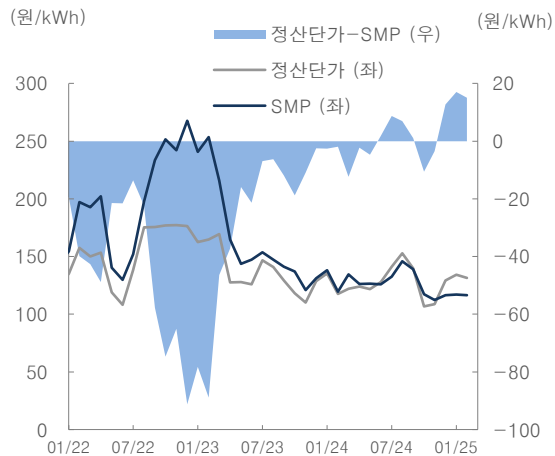


## 한국전력의 별도기준 실적 전망

| (십억원, %)       | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25F         | 2Q25F         | 3Q25F         | 4Q25F         | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>     | <b>22,782</b> | <b>20,212</b> | <b>25,670</b> | <b>22,997</b> | <b>23,773</b> | <b>21,157</b> | <b>26,663</b> | <b>23,413</b> | <b>85,826</b> | <b>91,661</b> | <b>95,006</b> | <b>94,373</b> | <b>93,945</b> |
| 전기판매 수익        | 22,467        | 19,820        | 25,295        | 22,451        | 23,448        | 20,753        | 26,277        | 22,851        | 84,057        | 90,033        | 93,329        | 92,646        | 92,166        |
| 기타 매출          | 316           | 392           | 375           | 545           | 325           | 404           | 386           | 562           | 1,768         | 1,628         | 1,677         | 1,727         | 1,779         |
| 영업비용           | 21,520        | 20,305        | 26,443        | 20,217        | 19,346        | 19,426        | 24,805        | 20,337        | 92,330        | 88,486        | 83,915        | 80,406        | 77,539        |
| 전력구입비          | 19,245        | 17,843        | 23,994        | 16,993        | 17,026        | 16,915        | 22,307        | 17,048        | 82,036        | 78,075        | 73,296        | 69,575        | 66,491        |
| 기타             | 2,275         | 2,462         | 2,449         | 3,224         | 2,321         | 2,511         | 2,498         | 3,289         | 10,293        | 10,410        | 10,619        | 10,831        | 11,047        |
| <b>영업이익</b>    | <b>1,262</b>  | <b>-93</b>    | <b>-774</b>   | <b>2,780</b>  | <b>4,426</b>  | <b>1,731</b>  | <b>1,858</b>  | <b>3,076</b>  | <b>-6,504</b> | <b>3,175</b>  | <b>11,091</b> | <b>13,967</b> | <b>16,406</b> |
| 기타영업외손익        | 55            | 81            | 114           | 86            | 55            | 75            | 114           | 137           | 688           | 336           | 380           | 380           | 380           |
| 금융손익           | -575          | -629          | -650          | -628          | -509          | -561          | -619          | -378          | 675           | -2,481        | -2,068        | -1,624        | -1,147        |
| 세전이익           | 743           | -641          | -1,310        | 2,238         | 3,972         | 1,245         | 1,352         | 2,835         | -5,141        | 1,030         | 9,404         | 12,724        | 15,640        |
| <b>순이익</b>     | <b>593</b>    | <b>-456</b>   | <b>-968</b>   | <b>1,667</b>  | <b>2,900</b>  | <b>909</b>    | <b>987</b>    | <b>2,070</b>  | <b>-3,415</b> | <b>836</b>    | <b>6,865</b>  | <b>9,288</b>  | <b>11,417</b> |
| <b>DPS (원)</b> |               |               |               |               |               |               |               |               | <b>0</b>      | <b>214</b>    | <b>1,750</b>  | <b>2,370</b>  | <b>2,920</b>  |
| 배당성향 (%)       |               |               |               |               |               |               |               |               | 0.0           | 16.4          | 16.4          | 16.4          | 16.4          |
| 배당수익률 (%)      |               |               |               |               |               |               |               |               | 1.1           | 0.9           | 7.6           | 10.2          | 12.6          |

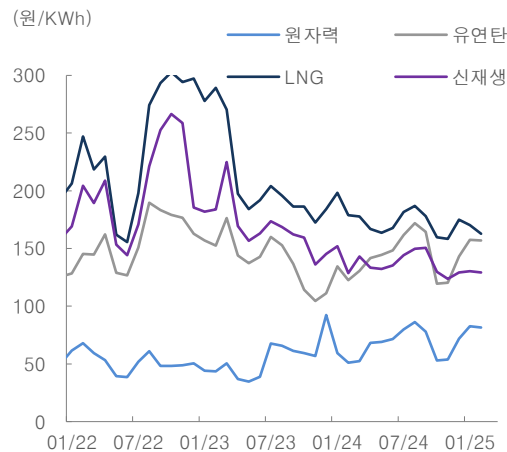
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

## 총 발전회사의 정산단가, SMP, '정산단가-SMP' 차이 추이



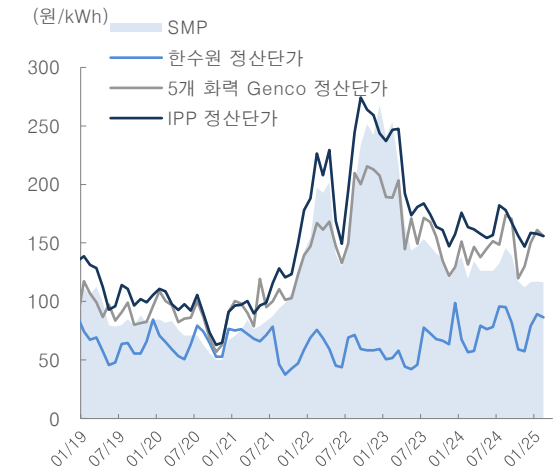
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

## 발전원별 정산단가 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

## 발전회사별 정산단가, SMP 추이

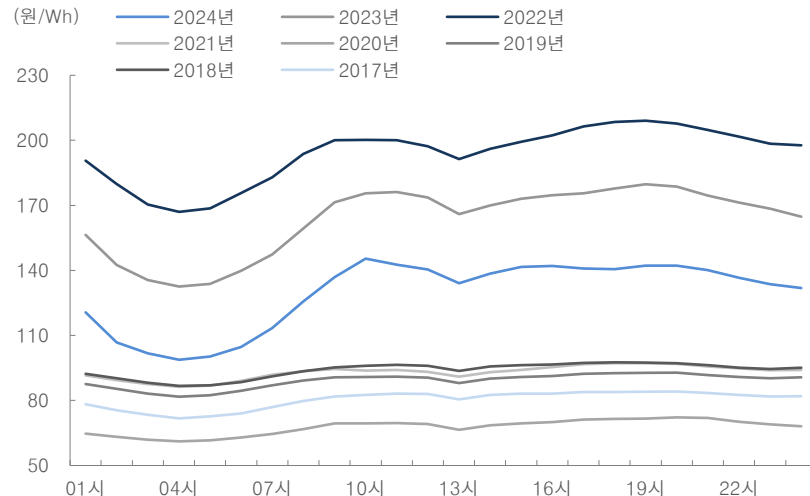


자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

## ▲ 한국판 LMP(Locational Marginal Pricing)

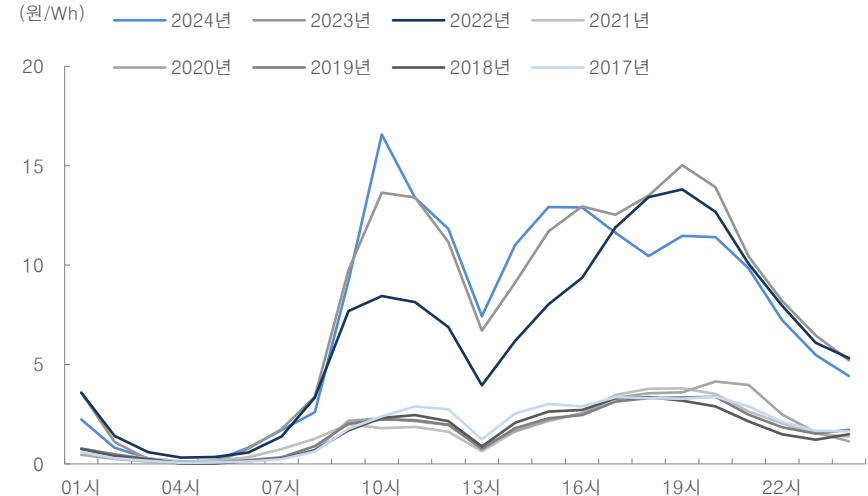
- 지역별 가격 = 전력량 가격(Energy = SMP) + 송전혼잡 가격(Congestion) + 송전손실 가격(Loss)
- 송전제약 발생 시만 수도권과 비수도권 SMP 차별화 예정
- 현재 동해안-수도권 송전제약으로 높은 연료비의 수도권 LNG발전소 가동으로 SMP 상승 → 비수도권 발전소 초과 수익 발생
- 동해안-수도권 송전제약(송전용량 11GW)은 2022년 2GW, 2023년 5.4GW, 2024년 6.8GW
- 송전제약 및 혼잡비용 축소: 1) 비수도권으로 수요 이전, 2) 수도권으로 재생에너지 설치 이전, 3) 송전망 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

(원/kWh □ : 가격결정)

| 발전기명  | 변동비 | 요요가격 | RMP 하<br>육지 전체 | RMP 상<br>육지지역A | RMP 상<br>육지지역B |
|-------|-----|------|----------------|----------------|----------------|
| 지역A-1 | 150 | x    | x              | x              | -              |
| 지역A-2 | 140 | 140  | 140            | 140            | -              |
| 지역B-1 | 130 | x    | x              | -              | x              |
| 지역A-3 | 120 | 120  | 120            | 120            | -              |
| 지역B-2 | 110 | 110  | 110            | -              | 110            |
| 지역B-3 | 100 | 100  | 100            | -              | 100            |

그림 1. 수도권-비수도권 SMP 차이 10 원/kWh 을 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. 2023년 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 기준 RPS 계약거래량은 장기간 'SMP + (REC x 가중치)'의 고정가격으로 계약되어 있으므로, LMP의 영향을 받지 않음

자료: 전력거래소, 대신증권 리서치센터

# 한국가스공사 : 투자의견 '매수', 목표주가 50,000원

## ▲ 2025년 영업이익은 2.61조원(-13%, YoY)으로 정상 실적 예상

- 가스도매 2.04조원(-21%, 적정투자보수 1.40조원, 미수금 금융비용 0.55조원, 단, 적정원가 정산은 추정 불가능), 해외 자원개발 0.59조원(+25%) 등으로 추정
- 적정투자보수는 요금기저 감소에도 베타 상승에 따른 자기자본비용 상승, 적정투자보수율 상승으로 전년과 유사할 것으로 기대되며, 2024년 및 2025년 평균 미수금 감소, 이자율 하락 등으로 미수금 금융비용 감소 등 예상
- 해외 자원개발사업: 가스가격 하락 등에도 모잠비크 KGM 프로젝트의 Lamp-up 효과 온기 반영 등으로 영업이익 개선 기대, 2H25F 캐나다 LNG 생산 본격화도 긍정적 요소

## ▲ 투자 전략: 1) 배당 매력 회복, 2) 2H25 가스요금 인상을 통한 민수용 미수금 회수 속도 가속화

- 1) 2024년 별도기준 부채비율 592%인 상황에서 배당성향 불확실성 존재. 이번주 공기업 배당 관련 정부협의체에서 결정 예정임. 2024년 및 2025년 예상 별도기준 0.8조원 수준인 점 감안 시, 만일 배당성향이 25%로 결정될 경우 DPS 2,150 ~ 2,200원, 배당수익률 6% 가능
- 2) 발전용 및 도시가스 기타부문의 잔여 미수금 0.74조원은 2025년 내 회수 가능  
 다만, 환율 상승 및 유가 하락이 없다면, 민수용 미수금의 의미있는 회수는 쉽지 않으므로, 가스요금 인상이 필요한 상황(2H25 기대)
- 3) 기말환율 10원 상승 시 환평가손실: 별도기준 260억원(26억달러), 연결 30억원(3억달러), 2023년 기말환율 1,289원

### 영업실적 및 주요 투자지표

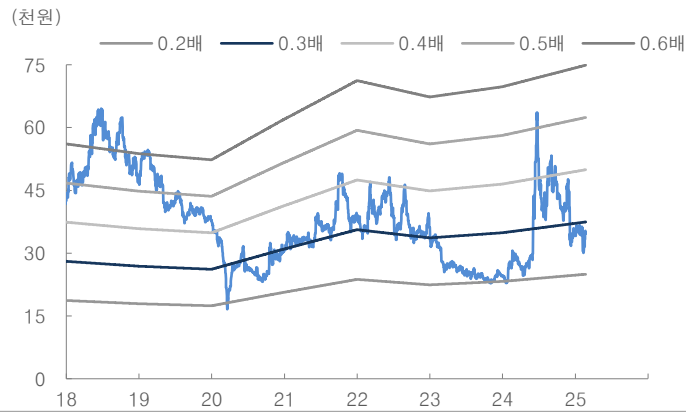
(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 51,724  | 44,556  | 38,389  | 38,758  | 36,825  |
| 영업이익    | 2,463   | 1,553   | 3,003   | 2,611   | 2,641   |
| 세전이익    | 1,945   | -862    | 1,589   | 1,359   | 1,428   |
| 총당기순이익  | 1,497   | -747    | 1,115   | 954     | 1,002   |
| 지배지분순이익 | 1,493   | -761    | 1,112   | 947     | 994     |
| EPS     | 16,174  | -8,246  | 12,046  | 10,254  | 10,765  |
| PER     | 2.2     | -3.0    | 2.9     | 3.4     | 3.2     |
| BPS     | 110,354 | 104,286 | 116,254 | 124,476 | 133,180 |
| PBR     | 0.3     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| ROE     | 15.7    | -7.7    | 10.9    | 8.5     | 8.4     |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

### 한국가스공사의 12MF PBR 밴드



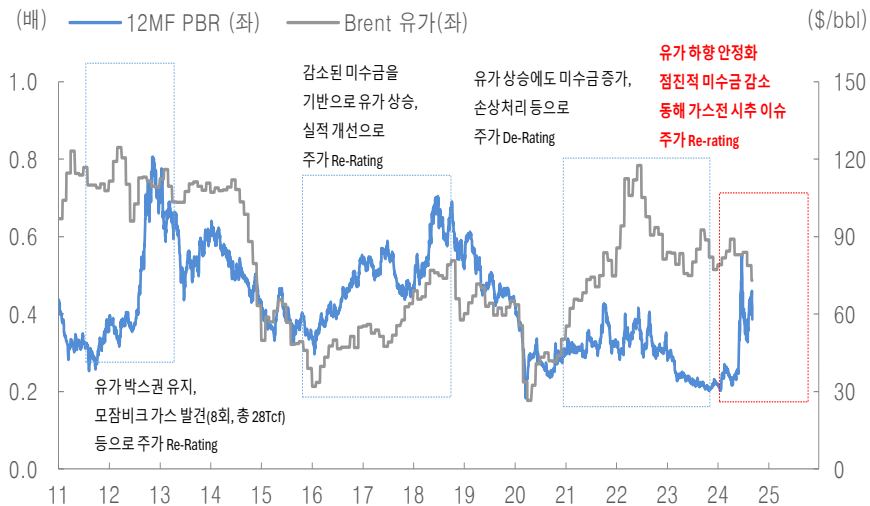
자료: 대신증권 Research Center

## < Historical PBR Valuation >

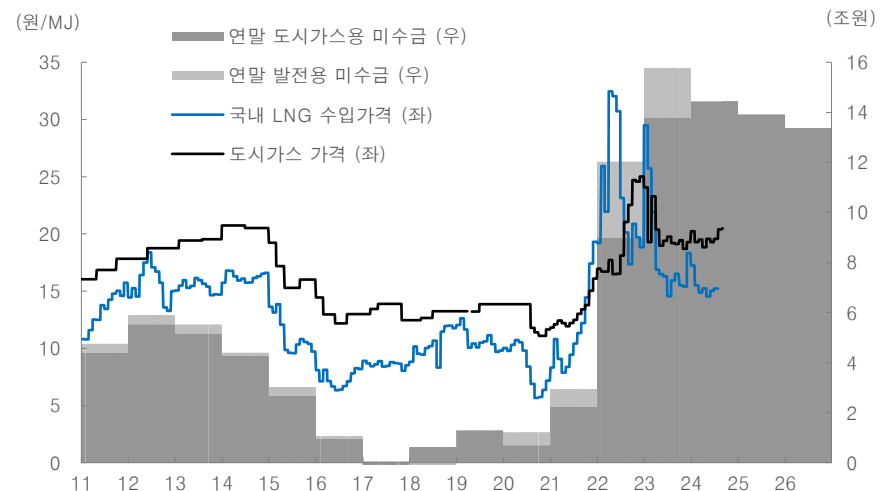
(단위: 배, %, 원)

|                         | Value   | 비고                                                     |
|-------------------------|---------|--------------------------------------------------------|
| 2007 ~ 2023년 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, 4Q24 미수금 14.8조원   |
| 목표 PBR (배)              | 0.40    |                                                        |
| BPS (2025F)             | 124,476 |                                                        |
| 목표주가 (원)                | 50,000  |                                                        |
| 현재주가 (원)                | 34,650  |                                                        |
| 상승여력 (%)                | 44.3    |                                                        |

## 한국가스공사의 12MF PBR, Brent 유가 추이



## 한국가스공사의 미수금, 국내 LNG수입가격, 도시가스 가격 추이



## 2025년 이자율, 환율, LNG 도입 유가 변동에 따른 미수금 민감도

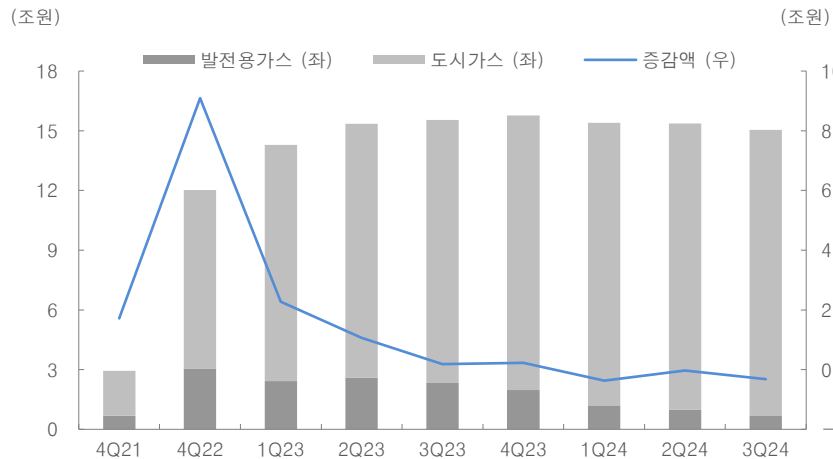
(단위: 십억원)

|                                 | 2024    | 2025F   | 변동    | 2025F 대비 |      |        |      |
|---------------------------------|---------|---------|-------|----------|------|--------|------|
| 미수금 이자율 (%)                     | 4.1     | 3.6     | (0.5) | 유가 민감도   | 변동   | 환율 민감도 | 변동   |
| 총 이자율 (%)                       | 4.1     | 3.9     | (0.2) |          |      |        |      |
| 연평균 환율 (1개월 전, 원/\$)            | 1,364   | 1,423   | 59    | 1,423    | 0    | 1,433  | 10   |
| 연평균 LNG 적용 유가(4~5개월 전, \$/bbl)  | 84      | 76      | (8)   | 75       | (1)  | 76     | 0    |
| 2024.08 기준 LNG 수입 적용 환율         | 1,350   | 1,423   | 73    | 1,423    | 0    | 1,433  | 10   |
| 2024.08 기준 LNG 수입 적용 유가(\$/bbl) | 88      | 76      | (12)  | 75       | (1)  | 76     | 0    |
| 민수용 도시가스 판매량 (천 t)              | 9,330   | 9,330   | 0     | -        | -    | -      | -    |
| a) 민수용 도시가스 원재료 구입비             | 6,957   | 6,340   | (617) | 6,257    | (83) | 6,385  | 45   |
| b) 기타부문 미수금                     | 357     | 0       | (357) | -        | -    | -      | -    |
| c) 미수금 이자비용(미수금 증가 요인)          | 626     | 518     | (108) | -        | -    | -      | -    |
| d) 도시가스 미수금                     | 14,405  | 13,949  | (456) | 13,866   | (83) | 13,993 | 45   |
| e) 해외사업 이익                      | 613     | 724     | 111   | 714      | (10) | 729    | 5    |
| 해외사업 영업이익                       | 476     | 593     | 117   | 585      | (8)  | 597    | 4    |
| 해외사업 지분법이익                      | 137     | 131     | (6)   | 129      | (2)  | 132    | 1    |
| f) 금리 변동에 따른 이익                 | 1,009   | 996     | (13)  | -        | -    | -      | -    |
| 가스도매 영업이익                       | 2,501   | 2,393   | (108) | -        | -    | -      | -    |
| 이자손익                            | (1,492) | (1,397) | 95    | -        | -    | -      | -    |
| f) 세전이익 순효과 (f + g)             | 1,622   | 1,720   | 99    | 1,711    | (10) | 1,725  | 5    |
| 현금흐름 개선 (c + f)                 |         |         | 555   |          | 73   |        | (39) |

주: 4Q23 발전용 미수금 3,810억원은 2025년 회수 마무리

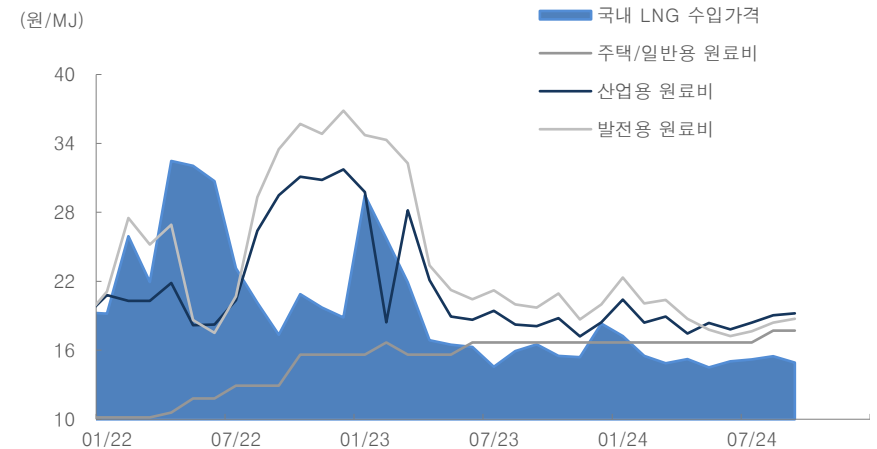
자료: 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 분야별 미수금 추이



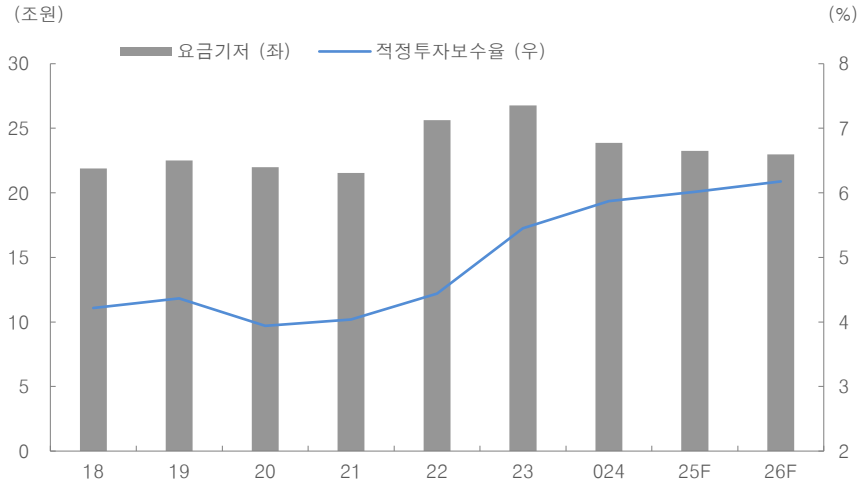
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 가스요금별 원료비, LNG 수입가격 추이



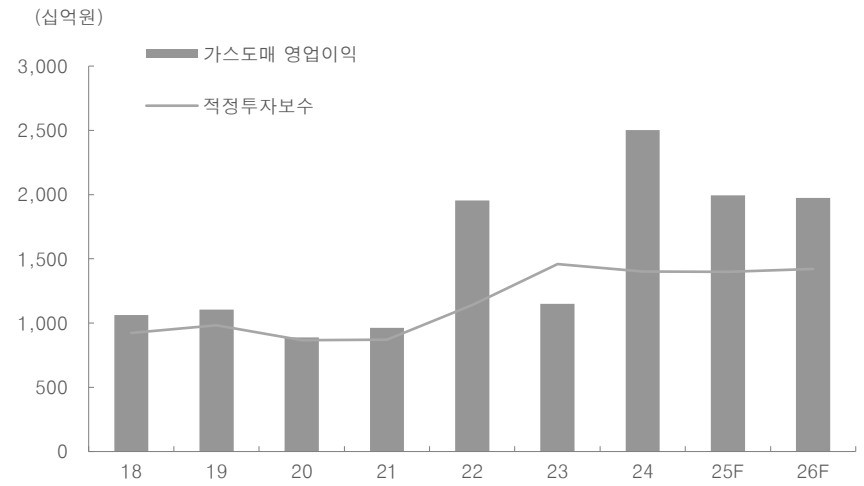
자료: 한국가스공사, K-STAT, 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 요금기저 및 적정투자보수를 추이 및 전망



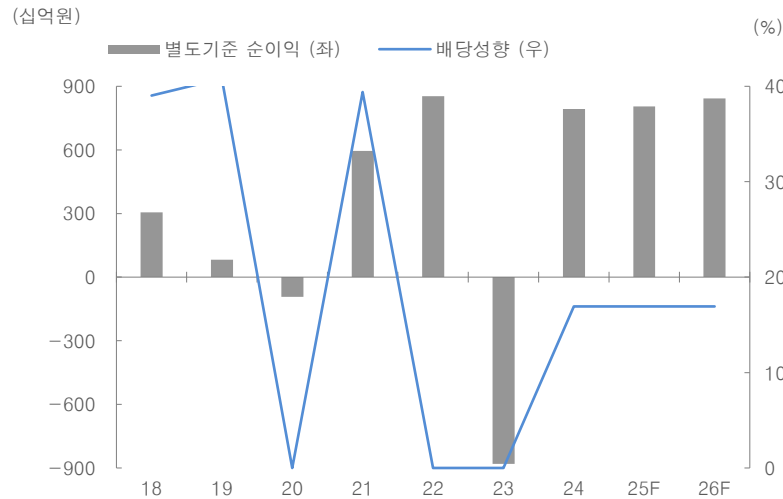
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 적정투자보수, 가스도매 영업이익 추이 및 전망



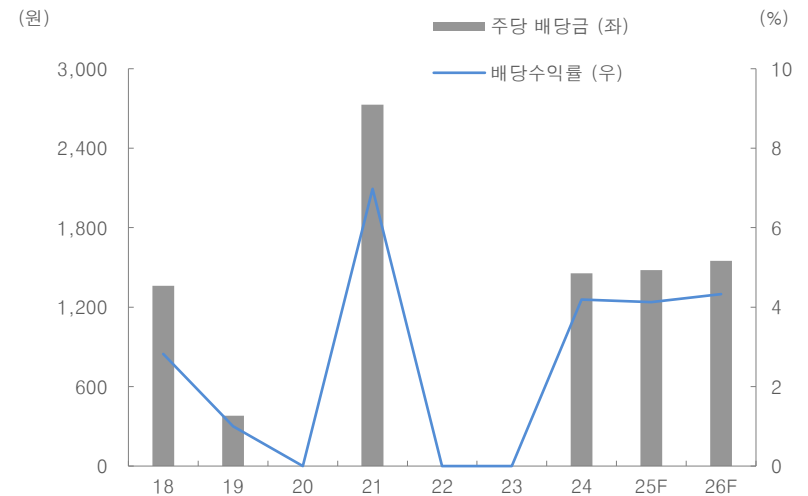
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 별도기준 순이익, 배당성향



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

## 한국가스공사의 주당 배당금, 배당수익률



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

〈 분기 실적 추이 및 전망 〉

|                   | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율 (원/달러)         | 1,329 | 1,372 | 1,358 | 1,399 | 1,443 | 1,410 | 1,430 | 1,410 | 1,292 | 1,306 | 1,364 | 1,423 |
| Brent 유가 (\$/bbl) | 82    | 85    | 79    | 74    | 76    | 76    | 75    | 73    | 99    | 82    | 80    | 75    |
| LNG 적용 유가(\$/bbl) | 88    | 79    | 85    | 83    | 77    | 74    | 76    | 76    | 94    | 84    | 84    | 76    |
| 발전용 가스 가격 (천원/t)  | 1,200 | 1,051 | 1,012 | 1,163 | 1,089 | 1,063 | 1,118 | 1,097 | 1,561 | 1,405 | 1,103 | 1,093 |
| 도시가스 가격 (천원/t)    | 993   | 971   | 1,008 | 1,064 | 1,025 | 979   | 1,018 | 1,000 | 1,030 | 1,052 | 1,012 | 1,008 |
| 가스 판매량 (백만톤)      | 11.4  | 6.9   | 7.4   | 8.5   | 11.9  | 6.9   | 7.5   | 8.6   | 38.3  | 34.6  | 34.2  | 34.9  |
| 발전용               | 4.3   | 3.5   | 4.7   | 3.2   | 4.7   | 3.5   | 4.7   | 2.8   | 18.5  | 16.3  | 15.7  | 15.8  |
| 도시가스용             | 7.1   | 3.3   | 2.7   | 5.3   | 7.2   | 3.4   | 2.8   | 5.8   | 19.8  | 18.3  | 18.5  | 19.1  |

주: LNG 적용 유가는 4~5개월 전 Brent 유가

| (단위: 십억원, %) | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25F  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2022   | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|--------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 12,811 | 7,490 | 8,109 | 9,979 | 13,036 | 7,557 | 8,718 | 9,446 | 51,724 | 44,556  | 38,389  | 38,758  | 36,825  |
| 국내 가스        | 12,222 | 6,954 | 7,514 | 9,331 | 12,495 | 7,022 | 8,075 | 8,923 | 49,313 | 42,208  | 36,021  | 36,514  | 34,605  |
| 해외사업         | 627    | 549   | 527   | 686   | 582    | 548   | 573   | 562   | 2,022  | 2,217   | 2,389   | 2,266   | 2,242   |
| 기타           | (39)   | (13)  | 9     | (38)  | (40)   | (14)  | 9     | (39)  | 389    | 131     | (81)    | (22)    | (22)    |
| 영업이익         | 922    | 466   | 440   | 1,176 | 810    | 491   | 406   | 904   | 2,463  | 1,553   | 3,003   | 2,611   | 2,641   |
| 국내 가스        | 801    | 402   | 325   | 974   | 680    | 271   | 248   | 793   | 1,954  | 1,150   | 2,501   | 1,993   | 1,975   |
| 해외사업         | 95     | 18    | 163   | 200   | 135    | 174   | 177   | 106   | 603    | 380     | 476     | 593     | 640     |
| 기타           | 26     | 46    | (48)  | 3     | (6)    | 46    | (20)  | 5     | (94)   | 23      | 26      | 25      | 26      |
| 기타손익         | 8      | 0     | 80    | (220) | 3      | 3     | 5     | (55)  | (44)   | (927)   | (132)   | (44)    | (44)    |
| 금융손익         | (385)  | (318) | (323) | (345) | (352)  | (299) | (294) | (393) | (828)  | (1,593) | (1,371) | (1,338) | (1,298) |
| 지분법이익        | 88     | 49    | (6)   | 6     | 34     | 32    | 33    | 32    | 354    | 105     | 137     | 131     | 129     |
| 세전이익         | 632    | 196   | 192   | 618   | 495    | 226   | 150   | 488   | 1,945  | (862)   | 1,637   | 1,352   | 1,428   |
| 순이익(지배지분)    | 405    | 253   | 155   | 332   | 344    | 157   | 103   | 343   | 1,493  | (761)   | 1,146   | 942     | 994     |
| 영업이익률        | 7.2    | 6.2   | 5.4   | 11.8  | 6.2    | 6.5   | 4.7   | 9.6   | 4.8    | 3.5     | 7.8     | 6.7     | 7.2     |
| 국내 가스        | 6.6    | 5.8   | 4.3   | 10.4  | 5.4    | 3.9   | 3.1   | 8.9   | 4.0    | 2.7     | 6.9     | 5.5     | 5.7     |
| 해외사업         | 15.2   | 3.3   | 30.9  | 29.1  | 23.3   | 31.8  | 30.9  | 18.9  | 29.8   | 17.2    | 19.9    | 26.2    | 28.5    |

|            | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 해외 영업이익    | 145  | 105  | 100  | 30   | 95   | 18   | 163  | 200  | 603  | 380  | 476  |
| 미얀마 A1/A3  | 3    | 14   | 28   | 6    | 11   | 19   | 16   | 12   | 62   | 51   | 59   |
| 호주 GLNG    | 60   | 36   | 44   | 34   | 51   | 25   | 31   | 49   | 311  | 174  | 155  |
| 호주 Prelude | 92   | 37   | (7)  | (27) | 9    | 9    | 29   | 40   | 63   | 95   | 86   |
| 주바이르       | 24   | 24   | 44   | (39) | 20   | 21   | 25   | 24   | 58   | 53   | 91   |
| 모잠비크 KGM   | (41) | (5)  | (8)  | 16   | 2    | (48) | 58   | 75   | (1)  | (38) | 87   |
| 캐나다 BC LNG | (2)  | (2)  | (2)  | (2)  | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | (9)  | 0    |
| 바드라        | 9    | 1    | 1    | 43   | 2    | (8)  | 4    | 0    | 110  | 54   | (2)  |

# 두산에너지빌리티: 투자의견 '매수', 목표주가 35,000원

## ▲ 대형 원자력 사업

- 1) 체코 원전 2기 사업비는 24조원으로 예상 상회. EPC 금액은 20조원(사업비 대비 85%) 기대
- 2) 2025년 3월 체코 2기, 2026/27년 UAE 2기, 2027/28년 사우디 2기(또는 폴란드 2기), 2029년 국내 신규 대형 원전 2기 수주 전망
- 3) 대형 원전 주기기/터빈 수주금액은 2기당 국내 2.87조원, 해외 2.6조원(웨스팅하우스의 계측제어시스템 제외), 국내 8년 동안 매출 인식, 2.5년차부터 공정률 상승

## ▲ SMR 사업

- 1) NuScale, X-Energy의 지분 일부를 보유하고 있으며, 이외에도 다수의 SMR 개발사와 SMR을 공동 개발하고 있으며, 원자로의 제조를 담당할 계획
- 2) SMR 프로젝트는 2030 ~ 2032년 첫 상용 원자로를 출시 계획, 아직 제조 프로세스가 축소되지 못한 점(현재 5년) 등을 감안하면, 2H25부터 동사의 SMR 관련 수주 본격화
- 3) SMR 모듈 누적 수주 회사 목표 2029년까지 62기 SMR 1기당 1,000억원 수준(소재, 주기기, 기타 기자재)
- 4) SMR 모듈 신규 누적 수주 가정: 2025년 6기, 2026년 10기, 2027년 30기, 2028년 34기, 2029년 48기, 2030년 62기
- 5) NuScale 462MW(77MW x 모듈 6기), X-Energy 320MW(80MW x 모듈 4기)

## ▲ 가스발전(복합화력) 터빈 사업

- 1) 380MW 규모의 H급 자체 가스터빈 개발 성공. 가스터빈 주기기/기타 기자재 설비 2,600억원(3 ~ 3.4년) + LTSA(장기서비스) 870 ~ 1,200억원(10년) 매출 인식
- 2) 2023년 6월 보력신복합, 2024년 7월까지 3건 계약, 수주 목표: 28년까지 27기, 30년까지 45기 → 대신증권 추정: 2028년까지 23기, 2030년까지 35기로 가정

### 영업실적 및 주요 투자지표

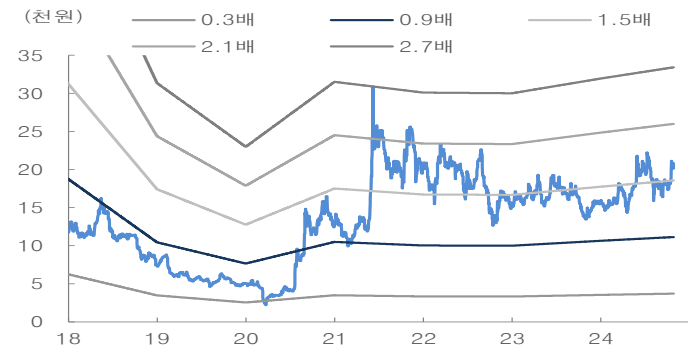
(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2022A   | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 15,421  | 17,590 | 15,529 | 16,312 | 17,292 |
| 영업이익    | 1,106   | 1,467  | 987    | 1,122  | 1,336  |
| 세전이익    | (186)   | 738    | 862    | 823    | 1,057  |
| 총당기순이익  | (453)   | 518    | 561    | 611    | 786    |
| 지배지분순이익 | (772)   | 56     | 295    | 298    | 435    |
| EPS     | (1,247) | 87     | 460    | 465    | 679    |
| PER     | (12.4)  | 183.0  | 46.5   | 46.1   | 31.5   |
| BPS     | 11,481  | 11,120 | 11,610 | 12,114 | 12,834 |
| PBR     | 1.34    | 1.43   | 1.84   | 1.77   | 1.67   |
| ROE     | (11.7)  | 0.8    | 4.1    | 3.9    | 5.4    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

### 두산에너지빌리티의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

## 두산에너지빌리티의 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, %)

|                    | 2030F  | 비고                                                                                   |
|--------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| (A) 영업가치           | 18,237 | 에너지빌리티 부문의 2030F EBITDA, 체코, UAE, UAE, 국내 신규 대형원전, SMR(2025년 수주분의 준공)                |
| EBITDA             | 1,283  | 매출을 모두 반영, 2030년 예상 EBITDA 1,283조원                                                   |
| EV/EBITDA (배)      | 14     | 미국 원전 Peer(SMR 제외)의 2025F EV/EBITDA 20배 x 할인율 30%,                                   |
| (B) 지분가치           | 2,625  | Peer 은 Constellation Energy, GE Vernova, Cameco, BWXT, Centrus Energy, Uranium Fuels |
| 두산밥캣               | 1,601  | 두산밥캣 시가총액 x 지분율 46.1% x 할인율 30%                                                      |
| 두산퓨얼셀              | 226    | 두산퓨얼셀 시가총액 x 지분율 30.3% x 할인율 30%                                                     |
| 비상장 자회사            | 798    | 비상장 자회사 장부가치                                                                         |
| (C) 기업가치           | 20,862 |                                                                                      |
| (D) 순차입금           | 1,545  | 2030F 순차입금은 두산에너지빌리티 부문 기준                                                           |
| (E) 주주가치 (C) - (D) | 22,407 |                                                                                      |
| (F) 목표주가 (원)       | 35,000 |                                                                                      |
| 현재주가 (원)           | 28,200 |                                                                                      |
| 상승여력 (%)           | 24.1   |                                                                                      |

자료: 대신증권 Research Center

## 에너지빌리티 부문의 사업분야별 제품 및 역무 현황

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

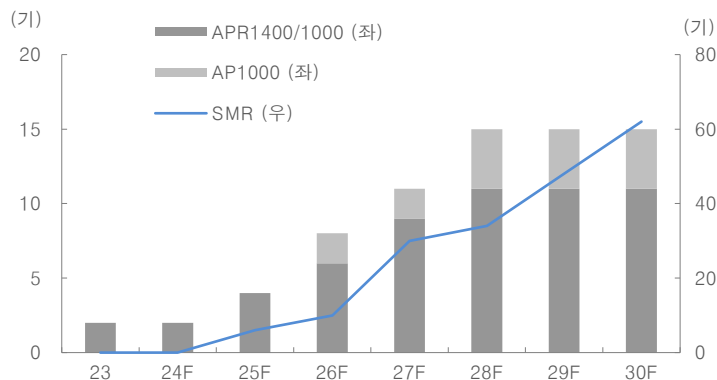
주2: T/G(TBN/GEN System, 터빈발전기계통)

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

## K-원전의 유럽 진출 불확실성 우려보다는 글로벌 원전 및 가스발전 시장의 성장 잠재력과 에너지빌리티의 제조 경쟁력에 더 집중할 필요가 있음

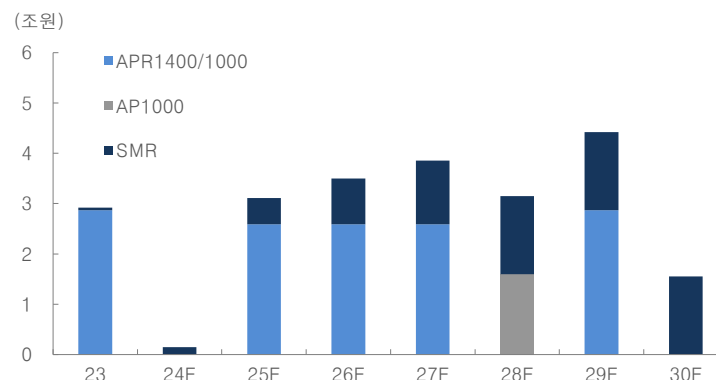
- 1) 2025년 UAE, 사우디의 원전 입찰이 시작되며, 2) 웨스팅하우스의 신규 대형 원전 수주는 에너지빌리티의 주기기 수주로 이어질 것임
- 3) 향후 Nuscale, X-energy, Terra power 이외 다른 SMR 업체와의 주기기 공급 계약도 확대될 것임. 특히 다른 3.5세대 SMR의 주기기 공급 계약이 체결될 경우, 보다 빠른 속도로 수주잔고 확대 가능
- 4) K-원전의 미국 대형 원전 진출 가능성도 존재함. 5) 또한 가스발전 주기기 분야에서도 글로벌 가스발전 시장 회복, 제한적인 가스터빈 공급업체 수, 한국 내 레퍼런스 확보 등으로 해외 가스발전소 수주 기대

### 에너지빌리티 부문의 원자력 수주 누적 호기수 전망



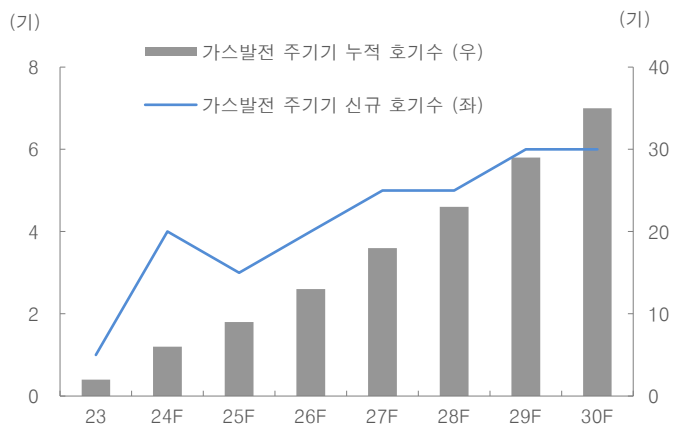
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

### 에너지빌리티 부문의 원자력 수주금액 전망



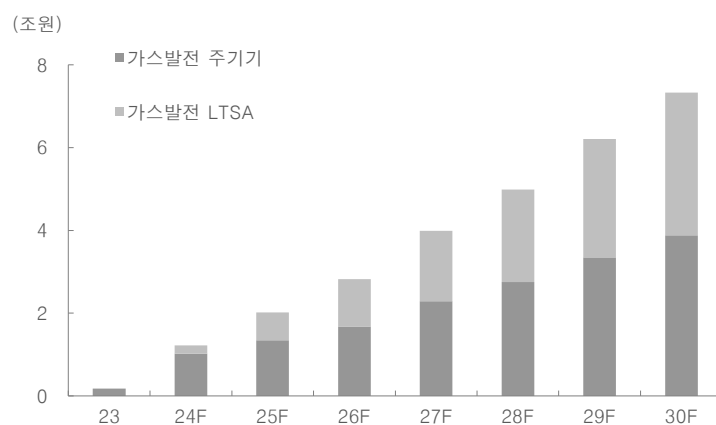
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

### 에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주 호기수 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

### 에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주금액 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

## [ 두산에너지(주)의 연결기준 실적 전망 ]

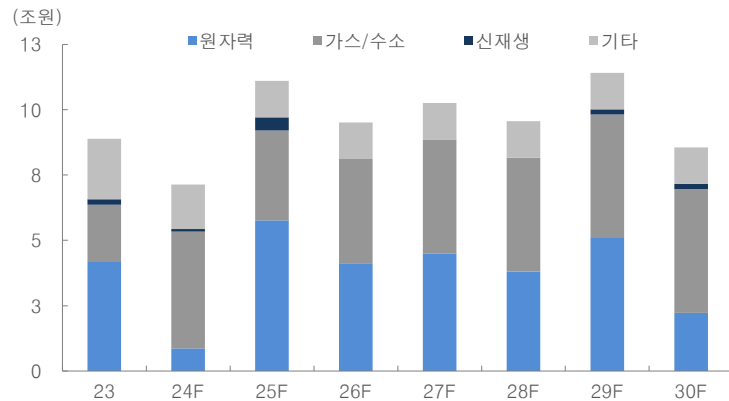
| (단위: 십억원, %)       | 2024F         | 2025F         | 2026F         | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>수주금액</b>        | <b>7,135</b>  | <b>11,100</b> | <b>9,514</b>  | <b>10,255</b> | <b>9,561</b>  | <b>11,415</b> | <b>8,559</b>  |
| 원자력                | 870           | 5,766         | 4,128         | 4,498         | 3,804         | 5,087         | 2,230         |
| 가스/수소              | 4,470         | 3,439         | 3,991         | 4,362         | 4,363         | 4,733         | 4,734         |
| 신재생                | 100           | 500           | 0             | 0             | 0             | 200           | 200           |
| 기타                 | 1,695         | 1,395         | 1,395         | 1,395         | 1,395         | 1,395         | 1,395         |
| <b>수주잔고</b>        | <b>15,888</b> | <b>20,482</b> | <b>22,789</b> | <b>25,042</b> | <b>25,690</b> | <b>26,210</b> | <b>22,600</b> |
| <b>매출액</b>         | <b>7,367</b>  | <b>6,506</b>  | <b>7,207</b>  | <b>8,002</b>  | <b>8,913</b>  | <b>10,895</b> | <b>12,169</b> |
| 원자력 기자재            | 1,233         | 1,198         | 1,608         | 2,217         | 2,795         | 3,419         | 3,861         |
| APR                | 144           | 422           | 638           | 1,005         | 1,259         | 1,598         | 1,704         |
| AP1000             | 0             | 0             | 0             | 0             | 48            | 80            | 192           |
| SMR                | 40            | 142           | 317           | 545           | 809           | 1,048         | 1,258         |
| 단품 등               | 1,050         | 635           | 654           | 667           | 680           | 694           | 707           |
| 가스발전 기자재 및 서비스     | 598           | 816           | 1,057         | 1,064         | 1,233         | 1,380         | 1,477         |
| 주기기설비              | 215           | 426           | 663           | 642           | 788           | 904           | 963           |
| LTSA               | 3             | 10            | 14            | 42            | 64            | 94            | 132           |
| 단품 등               | 380           | 380           | 381           | 381           | 381           | 382           | 382           |
| EPC/기타             | 5,536         | 4,491         | 4,542         | 4,722         | 4,885         | 6,096         | 6,830         |
| 영업이익               | 244           | 366           | 443           | 571           | 718           | 925           | 1,095         |
| EBITDA             | 304           | 439           | 524           | 660           | 814           | 1,030         | 1,208         |
| 당기순이익              | (115)         | 153           | 212           | 318           | 422           | 595           | 747           |
| <b>중점성장사업 매출비중</b> | <b>24.9</b>   | <b>31.0</b>   | <b>37.0</b>   | <b>41.0</b>   | <b>45.2</b>   | <b>44.0</b>   | <b>43.9</b>   |
| 원자력 기자재            | 16.7          | 18.4          | 22.3          | 27.7          | 31.4          | 31.4          | 31.7          |
| 가스발전 기자재 및 서비스     | 8.1           | 12.5          | 14.7          | 13.3          | 13.8          | 12.7          | 12.1          |
| <b>영업이익률</b>       | <b>3.3</b>    | <b>5.6</b>    | <b>6.1</b>    | <b>7.1</b>    | <b>8.1</b>    | <b>8.5</b>    | <b>9.0</b>    |
| <b>EBITDA 마진율</b>  | <b>4.1</b>    | <b>6.8</b>    | <b>7.3</b>    | <b>8.2</b>    | <b>9.1</b>    | <b>9.5</b>    | <b>9.9</b>    |

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

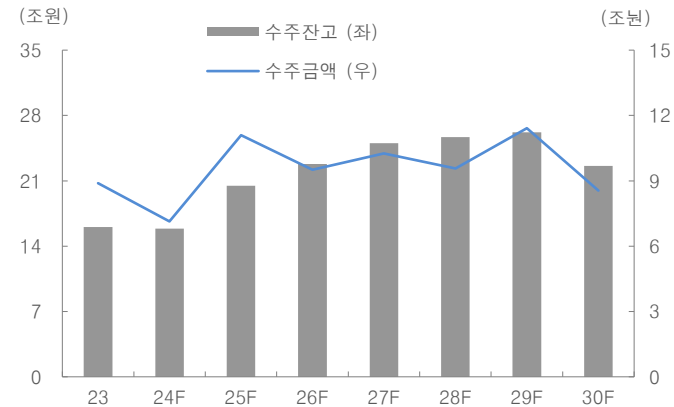
주2: 중점성장사업은 원자력/가스발전 기자재 및 서비스

자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center 추정

### 에너지부문의 분야별 수주금액 전망



### 에너지부문의 수주잔고, 수주금액 전망



[ 두산에너지(중간지주)의 연결기준 실적 전망 ]

| (단위: 십억원) | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25F  | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F  | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수주금액      | 634    | 1,264  | 1,283  | 3,955  | 1,450  | 3,651  | 1,483  | 4,516  | 8,886  | 7,135  | 11,100 | 9,514  | 10,255 |
| 수주잔고      | 14,984 | 14,528 | 13,902 | 15,888 | 15,809 | 17,985 | 18,057 | 20,482 | 16,050 | 15,888 | 20,482 | 22,789 | 25,042 |
| 매출액       | 4,098  | 4,150  | 3,396  | 4,589  | 3,953  | 3,854  | 3,217  | 4,602  | 17,590 | 16,233 | 15,627 | 16,817 | 17,613 |
| 에너지비리     | 1,700  | 1,814  | 1,612  | 2,241  | 1,529  | 1,475  | 1,411  | 2,091  | 7,652  | 7,367  | 6,506  | 7,207  | 8,002  |
| 밥캣        | 2,395  | 2,237  | 1,778  | 2,142  | 2,411  | 2,252  | 1,790  | 2,157  | 9,759  | 8,551  | 8,611  | 9,000  | 9,000  |
| 퓨얼셀       | 32     | 86     | 32     | 262    | 42     | 114    | 42     | 343    | 261    | 412    | 541    | 640    | 640    |
| 기타        | (29)   | 13     | (26)   | 10     | (28)   | 13     | (25)   | 10     | (82)   | (32)   | (31)   | (30)   | (29)   |
| 영업이익      | 358    | 310    | 115    | 235    | 278    | 322    | 196    | 327    | 1,467  | 1,018  | 1,123  | 1,346  | 1,474  |
| 에너지비리     | 74     | 72     | 34     | 63     | 102    | 93     | 63     | 108    | 225    | 244    | 366    | 443    | 571    |
| 밥캣        | 326    | 240    | 126    | 180    | 234    | 251    | 151    | 203    | 1,390  | 871    | 839    | 970    | 970    |
| 퓨얼셀       | 2      | 2      | (3)    | (3)    | (14)   | (18)   | 25     | 21     | 2      | (2)    | 14     | 28     | 28     |
| 기타        | (44)   | (4)    | (42)   | (6)    | (44)   | (4)    | (43)   | (6)    | (149)  | (96)   | (96)   | (96)   | (96)   |
| 세전이익      | 369    | 317    | 39     | (66)   | 309    | 265    | 64     | 211    | 738    | 658    | 849    | 1,070  | 1,203  |
| 당기순이익     | 261    | 221    | (26)   | (61)   | 232    | 189    | 47     | 169    | 518    | 395    | 637    | 796    | 902    |
| 당기순이익(지배) | 144    | 136    | (55)   | (97)   | 120    | 109    | 14     | 114    | 56     | 128    | 357    | 457    | 563    |
| 에너지비리     | 72     | 51     | (44)   | (194)  | 48     | 39     | 15     | 51     | (269)  | (115)  | 153    | 212    | 318    |
| 밥캣        | 100    | 73     | 30     | 57     | 101    | 73     | 30     | 58     | 425    | 260    | 262    | 307    | 307    |
| 퓨얼셀       | (0)    | (0)    | (1)    | (2)    | 0      | 0      | 0      | 1      | (3)    | (3)    | 1      | 4      | 4      |
| 기타        | (28)   | 13     | (40)   | 42     | (29)   | (4)    | (31)   | 5      | (98)   | (14)   | (59)   | (66)   | (66)   |
| 영업이익률 (%) | 8.7    | 7.5    | 3.4    | 5.1    | 7.0    | 8.3    | 6.1    | 7.1    | 8.3    | 6.3    | 7.2    | 8.0    | 8.4    |
| 에너지비리     | 4.4    | 4.0    | 2.1    | 2.8    | 6.7    | 6.3    | 4.5    | 5.2    | 2.9    | 3.3    | 5.6    | 6.1    | 7.1    |
| 밥캣        | 13.6   | 10.7   | 7.1    | 8.4    | 9.7    | 11.1   | 8.4    | 9.4    | 14.2   | 10.2   | 9.7    | 10.8   | 10.8   |
| 퓨얼셀       | 5.2    | 2.5    | (9.3)  | (1.0)  | (32.8) | (15.8) | 58.8   | 6.2    | 0.6    | (0.4)  | 2.6    | 4.3    | 4.3    |
| 지배지분율(%)  | 55.2   | 61.7   | 207.8  | 160.5  | 51.7   | 57.5   | 30.3   | 67.7   | 10.7   | 32.4   | 56.1   | 57.4   | 62.4   |

주1. 수주금액과 수주잔고는 두산에너지(중간지주) 부문 기준임

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

자료: 두산에너지(중간지주), 대신증권 추정

부문별 실적 비중

| (단위: %)     | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25F  | 2Q25F | 3Q25F   | 4Q25F | 2023    | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출 비중       |        |       |        |        |        |       |         |       |         |        |        |        |        |
| 에너지비리       | 41.5   | 43.7  | 47.5   | 48.8   | 38.7   | 38.3  | 43.8    | 45.4  | 43.5    | 45.4   | 41.6   | 42.9   | 45.4   |
| 밥캣          | 58.4   | 53.9  | 52.4   | 46.7   | 61.0   | 58.4  | 55.6    | 46.9  | 55.5    | 52.7   | 55.1   | 53.5   | 51.1   |
| 퓨얼셀         | 0.8    | 2.1   | 0.9    | 5.7    | 1.1    | 2.9   | 1.3     | 7.5   | 1.5     | 2.5    | 3.5    | 3.8    | 3.6    |
| 기타          | (0.7)  | 0.3   | (0.8)  | 0.2    | (0.7)  | 0.3   | (0.8)   | 0.2   | (0.5)   | (0.2)  | (0.2)  | (0.2)  | (0.2)  |
| 영업이익 비중     |        |       |        |        |        |       |         |       |         |        |        |        |        |
| 에너지비리       | 20.7   | 23.3  | 30.0   | 26.8   | 36.7   | 28.9  | 32.0    | 33.1  | 15.3    | 23.9   | 32.6   | 32.9   | 38.8   |
| 밥캣          | 91.0   | 77.3  | 109.5  | 76.7   | 84.0   | 77.9  | 77.0    | 62.2  | 94.7    | 85.6   | 74.7   | 72.1   | 65.8   |
| 퓨얼셀         | 0.5    | 0.7   | (2.6)  | (1.1)  | (4.9)  | (5.6) | 12.6    | 6.5   | 0.1     | (0.2)  | 1.3    | 2.1    | 1.9    |
| 기타          | (12.2) | (1.3) | (36.9) | (2.4)  | (15.8) | (1.2) | (21.7)  | (1.7) | (10.2)  | (9.4)  | (8.5)  | (7.1)  | (6.5)  |
| 지배지분 순이익 비중 |        |       |        |        |        |       |         |       |         |        |        |        |        |
| 에너지비리       | 50.2   | 37.4  | 79.4   | 199.6  | 40.2   | 36.0  | 104.7   | 44.6  | (483.5) | (89.7) | 42.9   | 46.3   | 56.4   |
| 밥캣          | 69.3   | 53.5  | (53.9) | (58.9) | 84.1   | 67.4  | 208.5   | 50.5  | 764.2   | 203.0  | 73.2   | 67.1   | 54.5   |
| 퓨얼셀         | (0.1)  | (0.1) | 2.0    | 1.9    | 0.0    | 0.0   | 3.4     | 0.7   | (4.6)   | (2.5)  | 0.4    | 0.9    | 0.7    |
| 기타          | (19.4) | 9.2   | 72.4   | (42.6) | (24.3) | (3.4) | (216.6) | 4.2   | (176.1) | (10.8) | (16.5) | (14.3) | (11.7) |

# 한전기술: 투자의견 '매수', 목표주가 95,000원

## ▲ 해외 원전 수주금액 증대, 2025년 체코 2기, 2026년 폴란드 2기, 2027년 국내 2기, 2028년 UAE 2기 수주 전망

- 1) 탈원전 정책 폐기 이후 노후 원전에 대한 안정성 및 성능 강화, 계속 운전 등을 위한 투자 확대 전망. 관련 평가 및 엔지니어링 용역, O&M 매출이 꾸준히 증가 기대
- 2) 2025년 3 ~ 4월 예상되는 체코 원전 설계의 예상 수주금액은 1.2조원. 이는 총사업비가 기존 예상보다 크며, 유럽의 높은 원전 규제, APR1000으로 일부 설계 변경 등으로 동사의 업무영역 확대가 예상되기 때문. 향후 해외 원전 설계 수주금액은 APR1000, APR1400 모두 2기당 1조원에 이를 것으로 예상
- 3) 2025년 체코 2기, 2026년 폴란드 2기, 2027년 국내 신규 대형 원전 2기, 2028/29년 UAE 2기, 사우디 2기(2025년 입찰 시작, 2027/28년 사업자 선정 예상) 수주 전망. 한국의 i-SMR의 실증로 연구개발 과제 1,000억원을 수주하였으며, 관련 수익은 2028년까지 기타 영업외수익에 반영될 것

## ▲ 투자전략

- 1) 설계 업체로 원전 관련 업체 중 가장 높은 영업레버리 효과 가능(2009 ~ 2011년 OPM 20~21%)
- 2) 목표주가는 2030F 실적 x EV/EBITDA 15배 적용. 2030년은 현재 예상되는 국내외 10기의 원전 실적에 모두 반영되는 시기임(수주 후 3년차부터 매출 인식 속도 가속화)
- 3) 한수원-한국전력-웨스팅하우스의 IP 협정 관련 정확한 내용은 확인이 어려운 상황임. 언론보도에 따르면, 중동/동남아 지역은 단독 진출이 가능하지만, 유럽지역은 웨스팅하우스가 우선순위에 있는 것으로 알려져 있음 → 유럽지역에서 입찰경쟁 프로젝트는 쉽지 않지만, 단독으로 진행하는 '수익계약' 형태는 가능한 것인지 확인 필요

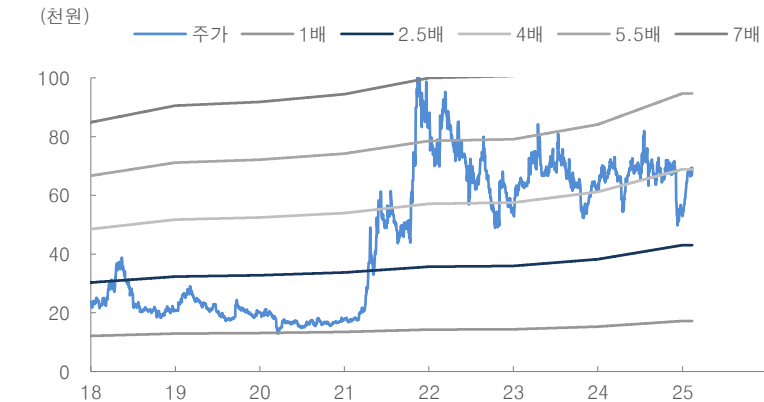
영업실적 및 주요 투자지표

|         | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 505    | 545    | 553    | 593    | 629    |
| 영업이익    | 14     | 29     | 55     | 60     | 65     |
| 세전이익    | 26     | 44     | 74     | 139    | 84     |
| 총당기순이익  | 18     | 33     | 57     | 108    | 66     |
| 지배지분순이익 | 18     | 33     | 57     | 108    | 66     |
| EPS     | 470    | 854    | 1,492  | 2,838  | 1,721  |
| PER     | 116.2  | 72.7   | 46.5   | 24.5   | 40.3   |
| BPS     | 14,218 | 14,320 | 15,299 | 17,218 | 17,236 |
| PBR     | 3.84   | 4.34   | 4.54   | 4.03   | 4.03   |
| ROE     | 3.4    | 6.0    | 10.1   | 17.5   | 10.0   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한전기술, 신증권 Research Center

한전기술의 12MF PBR 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

한전기술의 Valuation

|            | Value |        | 비고                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------|-------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 2025F | 2030F  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 영업가치 (십억원) | 3,381 | 2,989  | 2030F EBITDA 적용(2027년까지 국내의 신규 수주 예상 원전 8기 매출을 모두 반영하는 시기)<br>2010년 동사의 평균 EV/EBTIDA 30배 대비 50% 할인. 2010년은 2009년 12월 UAE 원전 4기 수주 등 해외 진출 성공에 따른 높은 성장성과 다수의 국내외 원전 동시 설계, 높은 영업레버리지 효과를 통한 높은 수익성(영업이익률 20% 내외)을 시현했던 시기임. 향후 국내외 원전 동시 설계로<br>성장성과 수익성 개선 기대. 다만, 수주 및 수익성 개선이 확인되지 못한 점을 감안해 50% 할인 |
| EBITDA     | 82    | 200    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| EV/EBTIDA  | 41    | 15     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 순차입금       | (253) | (645)  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 주주가치       | 3,634 | 3,634  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 목표주가 (원)   |       | 95,000 | 발행주식수는 38.2백만주                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 현재주가 (원)   |       | 69,400 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 상승여력 (%)   |       | 36.9   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

자료: 대신증권 Research Center

한전기술의 대형 원전 설계 수주금액

(단위: 십억원)

| 보수적 가정1: 원을 1,300원/달러<br>보수적 가정2: 물가상승률은 매년영        | UAE<br>Barakah 1,2,3,4 |             | 국내<br>신원울 3,4   |             | 체코<br>두코바니 2기  |             | 폴란드<br>통트누프 2기 |             | 국내<br>신규 원전 3기 |             |
|-----------------------------------------------------|------------------------|-------------|-----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
|                                                     | 계약<br>기간               | APR<br>1400 | 계약<br>기간        | APR<br>1400 | 수주<br>시점       | APR<br>1000 | 수주<br>시점       | APR<br>1400 | 수주<br>시점       | APR<br>1400 |
| 사업비(순공사비, 예비비, 금융비용 등 가정:<br>17년 국내 5.8조원 해외 7.6조원) |                        | 23,000      |                 | 11,700      |                | 24,000      |                | 15,210      |                | 17,550      |
| 순공사비 추정사업비 중 순공사비 비중은 83<br>~ 85%로 가정               |                        | 15,703      |                 | 9,719       |                | 20,400      |                | 9,719       |                | 14,578      |
| 계통설계                                                | 10/03~<br>24.09        | 1,016       | 16/03~<br>33.10 | 611         | 2025F          | 611         | 2026F          | 611         | 2027F          | 917         |
| UTEA 1회                                             | 18/01~<br>31.01        | 430         |                 |             | 2033~<br>2034F | 259         | 2034~<br>2035F | 259         |                |             |
| UTEA 3.6회                                           | 2031~<br>2078F         | 1,555       |                 |             |                | 936         |                | 936         |                |             |
| 총계                                                  |                        | 3,001       |                 | 611         |                | 1,806       |                | 1,806       |                | 917         |

주1: 국내외 원전 사업비 및 순공사비는 신원울 3,4호기 사업비를 감안해 추정된 것임 신원울 3,4호기 사업비는 17년 5.85조원 순공사비는 17년 4.86조원

주2: 국내 원전 관련 O&M 수주금액은 매년 발생하는 것으로 반영하지 않았음

자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

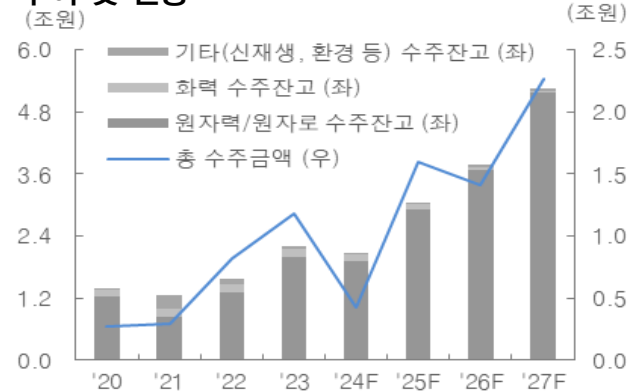
| (십억원, %)        | 2023       | 2024       | 2025F      | 2026F      | 2027F      | 2028F      | 2029F      | 2030F        |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>545</b> | <b>553</b> | <b>593</b> | <b>629</b> | <b>718</b> | <b>822</b> | <b>920</b> | <b>1,020</b> |
| 원자력/원자로         | 377        | 431        | 485        | 522        | 610        | 712        | 807        | 900          |
| 설계              | 270        | 330        | 374        | 403        | 487        | 586        | 677        | 766          |
| O&M             | 107        | 101        | 111        | 119        | 123        | 127        | 130        | 134          |
| 에너지신사업          | 168        | 122        | 108        | 107        | 108        | 110        | 113        | 120          |
| 설계              | 63         | 44         | 37         | 30         | 24         | 19         | 16         | 14           |
| O&M             | 6          | 12         | 12         | 12         | 12         | 12         | 12         | 13           |
| 기타              | 99         | 66         | 59         | 65         | 71         | 78         | 85         | 93           |
| <b>매출총이익</b>    | <b>128</b> | <b>167</b> | <b>163</b> | <b>170</b> | <b>198</b> | <b>231</b> | <b>261</b> | <b>292</b>   |
| <b>영업이익</b>     | <b>29</b>  | <b>55</b>  | <b>60</b>  | <b>65</b>  | <b>91</b>  | <b>121</b> | <b>150</b> | <b>177</b>   |
| 금융손익            | 6          | 8          | 6          | 6          | 6          | 7          | 7          | 7            |
| 기타영업외손익         | 9          | 13         | 73         | 13         | 13         | 13         | 13         | 13           |
| 지분법손익           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| <b>세전이익</b>     | <b>44</b>  | <b>76</b>  | <b>139</b> | <b>84</b>  | <b>111</b> | <b>141</b> | <b>170</b> | <b>198</b>   |
| <b>당기순이익</b>    | <b>33</b>  | <b>59</b>  | <b>108</b> | <b>66</b>  | <b>86</b>  | <b>110</b> | <b>133</b> | <b>154</b>   |
| <b>활동별 매출비중</b> |            |            |            |            |            |            |            |              |
| 원자력/원자로         | 69         | 78         | 82         | 83         | 85         | 87         | 88         | 88           |
| 에너지신사업          | 31         | 22         | 18         | 17         | 15         | 13         | 12         | 12           |
| 영업이익률           | 5.2        | 9.9        | 10.1       | 10.3       | 12.7       | 14.8       | 16.3       | 17.3         |
| EBITA 마진율       | 9.2        | 13.8       | 13.9       | 13.8       | 15.9       | 17.6       | 18.8       | 19.6         |

주: 1) 원자력 부문은 원전 종합설계, 2) 원자로 부문은 원자로설계. 에너지신사업의 설계/O&M은 화력, 3) 기타 부문은 신재생, 환경 등  
 자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

| (십억원, %)        | 1Q24       | 2Q24       | 3Q24       | 4Q24       | 1Q25F      | 2Q25F      | 3Q25F      | 4Q25F      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>      | <b>128</b> | <b>127</b> | <b>106</b> | <b>193</b> | <b>130</b> | <b>138</b> | <b>123</b> | <b>202</b> |
| 원자력/원자로         | 99         | 93         | 84         | 155        | 107        | 109        | 103        | 166        |
| 설계              | 72         | 69         | 64         | 126        | 76         | 83         | 80         | 135        |
| O&M             | 28         | 24         | 21         | 29         | 31         | 26         | 23         | 32         |
| 에너지신사업          | 28         | 35         | 21         | 38         | 23         | 29         | 20         | 36         |
| 설계              | 10         | 11         | 7          | 16         | 8          | 9          | 6          | 14         |
| O&M             | 2          | 4          | 2          | 3          | 2          | 4          | 2          | 4          |
| 기타              | 15         | 19         | 13         | 19         | 13         | 16         | 12         | 18         |
| <b>매출총이익</b>    | <b>30</b>  | <b>37</b>  | <b>31</b>  | <b>69</b>  | <b>33</b>  | <b>38</b>  | <b>35</b>  | <b>57</b>  |
| <b>영업이익</b>     | <b>9</b>   | <b>13</b>  | <b>6</b>   | <b>27</b>  | <b>12</b>  | <b>14</b>  | <b>8</b>   | <b>25</b>  |
| 금융손익            | 1          | 3          | 2          | 2          | 1          | 1          | 2          | 2          |
| 기타영업외손익         | 0          | 6          | 1          | 6          | 1          | 3          | 0          | 69         |
| 지분법손익           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>세전이익</b>     | <b>11</b>  | <b>21</b>  | <b>9</b>   | <b>35</b>  | <b>14</b>  | <b>19</b>  | <b>10</b>  | <b>96</b>  |
| <b>당기순이익</b>    | <b>9</b>   | <b>17</b>  | <b>7</b>   | <b>26</b>  | <b>11</b>  | <b>15</b>  | <b>8</b>   | <b>75</b>  |
| <b>활동별 매출비중</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 원자력/원자로         | 78         | 73         | 80         | 80         | 82         | 79         | 84         | 82         |
| 에너지신사업          | 22         | 27         | 20         | 20         | 18         | 21         | 16         | 18         |
| 영업이익률           | 7.2        | 10.4       | 5.4        | 13.9       | 9.2        | 10.4       | 6.8        | 12.3       |
| EBITA 마진율       | 11.4       | 14.8       | 10.6       | 16.6       | 13.6       | 14.5       | 11.5       | 15.1       |

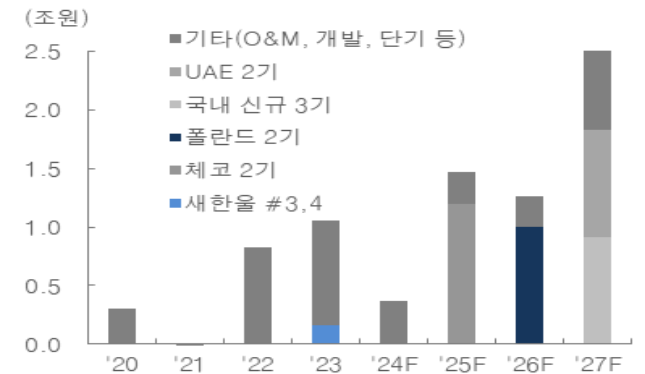
주: 1) 원자력 부문은 원전 종합설계, 2) 원자로 부문은 원자로설계. 에너지신사업의 설계/O&M은 화력, 3) 기타 부문은 신재생, 환경 등임  
 자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

## 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

# 한전KPS: 투자의견 '매수', 목표주가 57,000원

## ▲ 노후 원전의 O&M 투자 확대, 제한적인 노무비 증가 등으로 실적 개선 지속

1) 탈원전 정책 폐기 이후 노후 원전에 대한 안정성 강화, 계속 운전 등을 위한 O&M 투자 확대가 지속될 전망. 동사의 원전 경상정비 점유율은 70.6%(2023년)이지만, 계획예방정비 및 개보수 정비 점유율은 경상정비 점유율을 크게 상회하고 있는 것으로 추정됨. 국내 노후 원전의 O&M 투자 확대에 따른 수혜의 대부분은 동사가 차지할 전망

→ 원전(2Q24, 2H25, 2H26) 원전 1기씩 가동 효과 포함) 및 송변전 정비 확대가 화력 및 대외, 해외 정비 매출의 부진을 상쇄할 것으로 기대됨.

2) 국내 건설 엔지니어의 인건비 상승분은 정비단가에 반영되는 점 등을 감안 시, 당분간 매출액은 연평균 3 ~ 6%의 안정적인 성장이 지속될 것으로 기대

3) 주요 비용요소인 인력은 2022년 이후 퇴직인력 증가 등으로 0.4 ~ 1.0% 감소하고 있는 등 향후에도 노무비 증가는 제한적일 가능성이 높음. 즉, 영업이익률은 14 ~ 15% 유지 예상. 이와 안정적인 실적을 바탕으로 우호적인 배당정책이 지속되는 점도 긍정적임

## ▲ 투자전략

– UAE 원전 사례를 보면 한국 원전의 해외 수주 성공 시, 65 ~ 67년간(시운전/가동전 5 ~ 7년, 상업가동 60년) 정비 매출이 발생할 수 있음. 총 수주금액 1.88조원(체코 원전 1기당 0.94조원 vs UAE 원전 1기당 0.36조원) 예상. 사업비 증가 등으로 수주금액 증가 기대. 밸류에이션 측면에서는 실적, 시간가치 감안시 크지 않음(연평균 매출액 288억원, 영업이익률 14%, 순이익률 12% 가정). 정비사업 특성 상 시운전 및 운영기간은 60년 이상으로 시간가치 할인율을 감안 시, 프로젝트당 정비사업 가치는 크지 않지만 긍정적인 요소

1) 2025년 주당 배당금은 2,360원(배당성향 60%), 현재주가 기준 배당수익률은 5.2%. 현재주가 기준 배당수익률 5.2%, PER 11배로 2009 ~ 23년 평균 18배 대비 낮은 밸류에이션이 핵심 투자포인트임. 향후 추가적인 해외 가동중 원전의 정비 수주에 성공할 경우, 추가 주가 업사이드도 가능

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

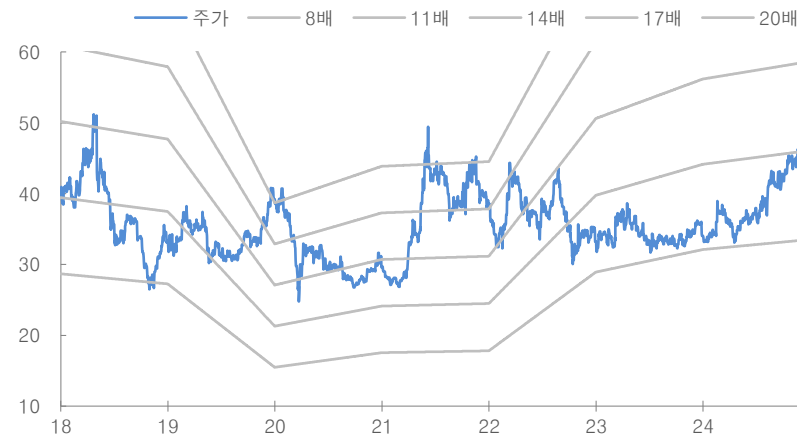
|         | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 1,429  | 1,534  | 1,586  | 1,660  | 1,703  |
| 영업이익    | 131    | 199    | 225    | 235    | 241    |
| 세전이익    | 135    | 211    | 235    | 245    | 250    |
| 총당기순이익  | 100    | 163    | 181    | 189    | 193    |
| 지배지분순이익 | 100    | 163    | 181    | 189    | 193    |
| EPS     | 2,226  | 3,615  | 4,013  | 4,190  | 4,289  |
| PER     | 14.9   | 9.4    | 11.7   | 11.2   | 10.9   |
| BPS     | 27,016 | 28,280 | 30,138 | 31,929 | 33,708 |
| PBR     | 1.2    | 1.2    | 1.6    | 1.5    | 1.4    |
| ROE     | 8.6    | 13.1   | 13.7   | 13.5   | 13.1   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

### 한전KPS의 12MF PER 밴드

(천원)



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

|                    | Value  | 비고                                                                           |
|--------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------|
| (A) 현재사업 가치 (십억원)  | 2,167  |                                                                              |
| 순이익                | 177    | 1년 선행(3Q24F ~ 2Q25F) 순이익 적용, 적정 PER 13 배는 2009 ~ 2023년 평균 PER 18 배 대비 35% 할인 |
| 적정 PER (배)         | 12     | 할인이유: 국내 탈석탄 정책으로 중장기 화력정비 매출 감소, 민간 발전사향 정비 성장 부진                           |
| (B) 해외 원전정비 잠재가치   | 393    | 67년(시운전/가동전 및 가동후 정비)간 실적, WACC 6.6%로 현재가치 산정 (물가상승률 미반영)                    |
| 체코 원전 2기           | 65     | 총 수주금액 1.1조원(EPC 금액 대비 9%), 연평균 매출액 290억원, 영업이익률 14%                         |
| 폴란드 원전 2기          | 65     |                                                                              |
| 기타 해외 4기           | 262    | UAE, 네덜란드 등에서 4기 추가 수주 가정                                                    |
| (C) 주주가치 (= A + B) | 2,560  |                                                                              |
| 발행주식수 (천주)         | 45,000 |                                                                              |
| 목표주가               | 57,000 |                                                                              |
| 목표 PER             | 15     | 목표주가는 2025F 실적 기준 PER 15 배에 해당                                               |
| 현재주가               | 45,100 | 2025F DPS 2,360원, 현재주가 기준 배당수익률 5.2%, 목표주가 기준 배당수익률 4.1%                     |
| 상승여력               | 26.4   |                                                                              |

자료: 대신증권 Research Center

< 해외 원전 정비 사업 수주금액, 실적, 밸류 추정 >

| (십억원)                           |               | UAE Barakah 1,2,3,4<br>계약기간 APR1400 |       | 체코 두코바니/터밀린 2기<br>수주시점 APR1000 |       | 폴란드 폰트누프 2기<br>수주시점 APR1400 |       |
|---------------------------------|---------------|-------------------------------------|-------|--------------------------------|-------|-----------------------------|-------|
| 사업비(순공사비, 예비비, 금융비용 등)          |               | 23,000                              |       | 24,000                         |       | 24,000                      |       |
| (순공사비 추정(사업비 중 순공사비 비중 가정 85%)) |               | 15,703                              |       | 20,400                         |       | 20,400                      |       |
| 시운전/가동전 정비                      |               | '13/09~'24.05                       | 478   | 2028 ~ 2029F                   | 621   | 2029 ~ 2030F                | 621   |
| 설비정비/LTMS 1회                    |               | '17/06~'25.12                       | 121   | 2032 ~ 2033F                   | 157   | 2033 ~ 2034F                | 157   |
| 설비정비/LTMS 7회                    |               | 2026~2078F                          | 844   |                                | 1,097 |                             | 1,097 |
| 총 수주금액                          |               |                                     | 1,443 |                                | 1,875 |                             | 1,875 |
| 시운전/가동전 정비                      |               |                                     | 46    |                                | 56    |                             | 56    |
| 설비정비/LTMS                       |               |                                     | 14    |                                | 18    |                             | 18    |
| 순공사비 대비                         | 시운전/가동전 정비    |                                     | 3.0%  |                                | 3.0%  |                             | 3.0%  |
|                                 | 설비정비/LTMS     |                                     | 0.8%  |                                | 0.8%  |                             | 0.8%  |
|                                 | 설비정비/LTMS 예상  |                                     | 5.4%  |                                | 5.4%  |                             | 5.4%  |
|                                 | 총계            |                                     | 9.2%  |                                | 9.2%  |                             | 9.2%  |
| 1기당 수주금액                        | 시운전/가동전 정비    |                                     | 119   |                                | 310   |                             | 310   |
|                                 | 설비정비/LTMS     |                                     | 241   |                                | 627   |                             | 627   |
|                                 | 총계            |                                     | 361   |                                | 937   |                             | 937   |
| 연평균 실적                          | 매출액           |                                     | 22    |                                | 28.8  |                             | 29    |
|                                 | 영업이익(OPM 14%) |                                     | 3     |                                | 4.0   |                             | 4     |
| 해외 원전 정비 현재가치                   |               |                                     |       |                                | 65.2  |                             | 65    |

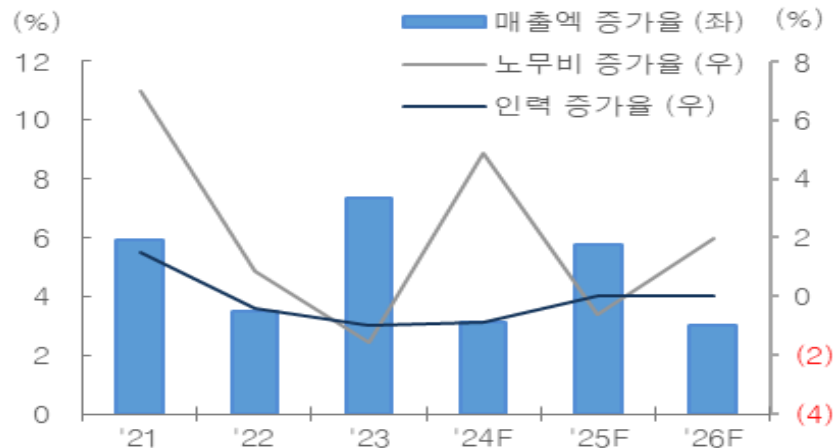
자료: 대신증권

< 한전KPS의 분기 실적 추이 및 전망 >

| (단위: 십억원, %) | 1Q24       | 2Q24       | 3Q24       | 4Q24       | 1Q25F      | 2Q25F      | 3Q25F      | 4Q25F      | 2022         | 2023         | 2024         | 2025F        | 2026F        |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>343</b> | <b>429</b> | <b>355</b> | <b>431</b> | <b>367</b> | <b>448</b> | <b>377</b> | <b>449</b> | <b>1,429</b> | <b>1,534</b> | <b>1,557</b> | <b>1,641</b> | <b>1,693</b> |
| 화력           | 104        | 152        | 101        | 152        | 117        | 166        | 111        | 160        | 468          | 561          | 509          | 555          | 536          |
| 원자력/양수       | 147        | 169        | 158        | 176        | 157        | 173        | 162        | 180        | 517          | 536          | 650          | 671          | 720          |
| 송변전          | 24         | 29         | 28         | 31         | 26         | 32         | 31         | 34         | 89           | 100          | 112          | 124          | 136          |
| 해외           | 50         | 50         | 35         | 43         | 49         | 48         | 39         | 44         | 248          | 196          | 178          | 180          | 180          |
| 대외           | 18         | 29         | 32         | 30         | 18         | 29         | 33         | 32         | 107          | 142          | 108          | 112          | 120          |
| <b>영업비용</b>  | <b>291</b> | <b>354</b> | <b>312</b> | <b>390</b> | <b>326</b> | <b>367</b> | <b>331</b> | <b>392</b> | <b>1,299</b> | <b>1,335</b> | <b>1,348</b> | <b>1,415</b> | <b>1,460</b> |
| 재료비          | 15         | 26         | 24         | 27         | 23         | 29         | 27         | 32         | 91           | 101          | 92           | 111          | 123          |
| 노무비          | 138        | 144        | 134        | 179        | 147        | 144        | 139        | 165        | 572          | 563          | 595          | 595          | 597          |
| 기타           | 138        | 184        | 154        | 184        | 156        | 194        | 165        | 195        | 635          | 670          | 661          | 710          | 740          |
| <b>영업이익</b>  | <b>52</b>  | <b>74</b>  | <b>42</b>  | <b>41</b>  | <b>42</b>  | <b>81</b>  | <b>46</b>  | <b>57</b>  | <b>131</b>   | <b>199</b>   | <b>210</b>   | <b>226</b>   | <b>233</b>   |
| 세전이익         | 57         | 78         | 44         | 47         | 46         | 84         | 48         | 57         | 135          | 211          | 226          | 235          | 242          |
| <b>순이익</b>   | <b>44</b>  | <b>60</b>  | <b>34</b>  | <b>35</b>  | <b>35</b>  | <b>64</b>  | <b>36</b>  | <b>43</b>  | <b>100</b>   | <b>163</b>   | <b>172</b>   | <b>177</b>   | <b>182</b>   |
| 영업이익률        | 15.2       | 17.4       | 11.8       | 9.5        | 11.3       | 18.0       | 12.2       | 12.8       | 9.1          | 13.0         | 13.5         | 13.7         | 13.8         |
| 세전이익률        | 16.6       | 18.2       | 12.4       | 10.9       | 12.5       | 18.8       | 12.7       | 12.6       | 9.4          | 13.8         | 14.5         | 14.3         | 14.3         |
| 순이익률         | 12.7       | 13.9       | 9.6        | 8.2        | 9.5        | 14.2       | 9.6        | 9.5        | 7.0          | 10.6         | 11.1         | 10.8         | 10.8         |

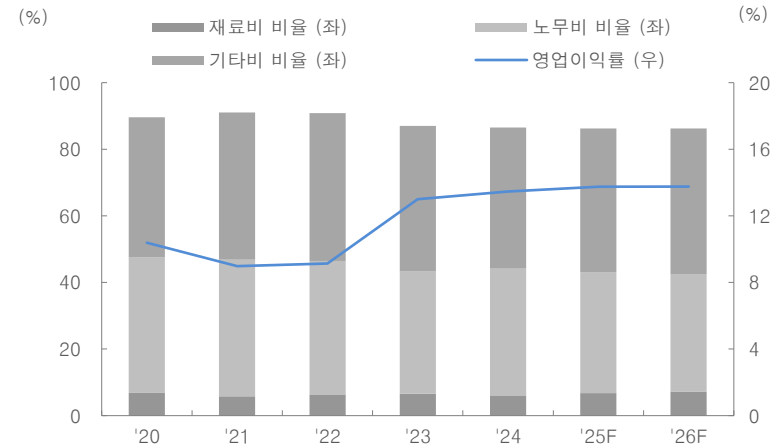
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 매출액, 노무비, 인력수 증가율 추이 및 전망



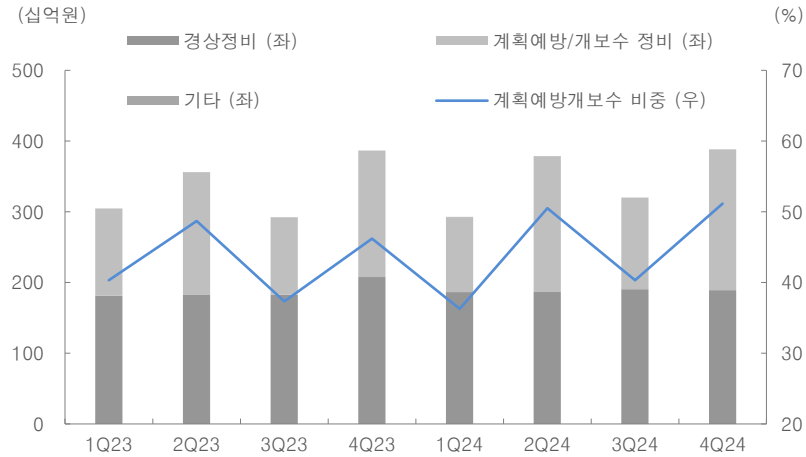
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 영업이익률, 분야별 영업비용 비율 추이 및 전망



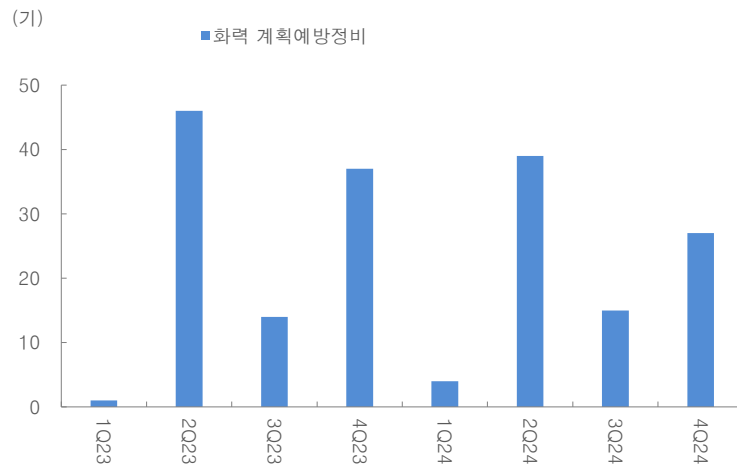
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

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



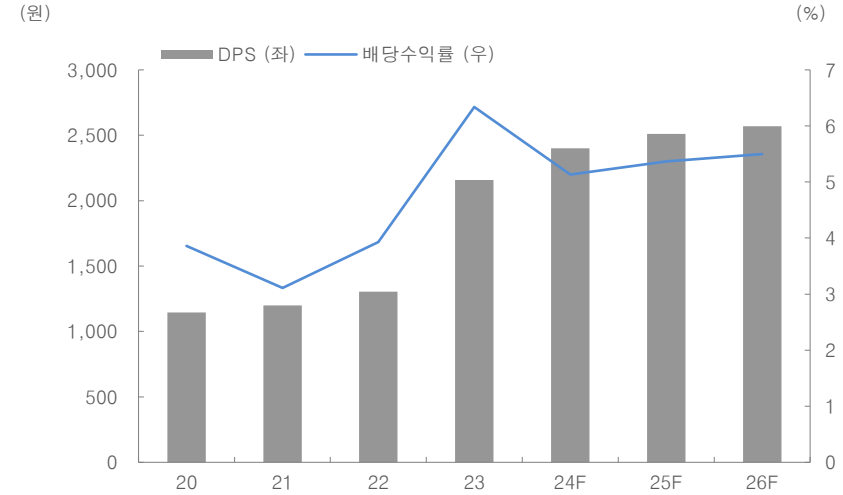
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

## 한전KPS의 화력 계획예방정비 기수 추이 및 전망



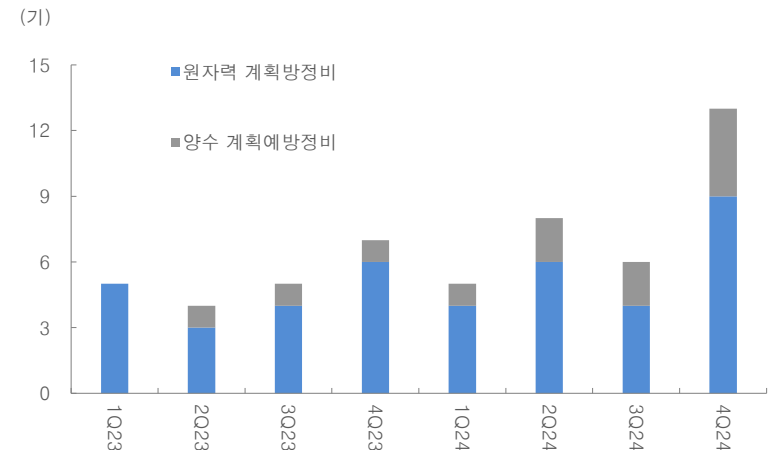
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

## 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