유틸리티업

K-원전, 북미 진출 시나리오 주식투자 아이디어

허민호 minho.hur@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 상향

- 합작사 설립을 통한 AP1000 이외 APR1400의 북미 건설 가능성 존재
- 한국 및 미국 정부, WEC의 북미 원전 건설 윈윈 전략 시나리오
- Top picks: 한전기술, 한국전력, 두산에너빌리티

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한전기술	매수	150,000
한국전력	매수	49,000
두산에너빌리티	매수	85,000
한전KPS	매수	65,000

주1: 기술 사용료 1.75억달러는 체코 원전 2기 순공사비 186억달러 대비 1.9%, 핵증기공급계통 관련 일부 핵심기자재는 6.5억달러 구매는 7% 수준

주2: 핵증기공급계통(NSSS) 관련 일부 핵심기자재는 원자로 냉각재펌프(RCP), 원전 계측제어시스템(MMIS), 설계 핵심코드 등

주3) 참조: 2025.05.26 발간된 "미국 원전 확대 행정명령: K-원전 러브콜 가능성↑" 레포트

주4: (1) WEC의 AP1000 2차 계통 EPC를 담당하는 컨소시엄 파트너사가 구매하던 기자재 대체 공급, (2) 향후 1차 계통에서도 아웃소싱하고 있던 기자재의 공급 부족 시 벤더사 확대 가능. (3) 한국형 원자로 수출 물량 확대 등도 포함하여 규모의 경제 실현이 가능할 경우, 국내 업체의 미국 내 공급망 구축도 가능할 수 있음

한수원의 웨스팅하우스(이하 WEC)와 미국 합작사를 통한 북미 원전시장 진출 관련, 현재 시장의 기대는 WEC의 AP1000 건설 시 한수원의 EPC 담당임. 한편, 필자는 그 이상의 낙관적 시나리오도 가능하다고 봄. 북미에서 합작사를 통한 한국형 원전 건설임

합작사 설립을 통한 AP1000 및 APR1400의 북미 건설 가능성 존재

1) WEC와의 합의 내용 중 한국형 원전의 북미 시장 제한 관련 예외 조항이 존재할 수 있거나, 한국 정부가 수정을 요구할 수 있음. 만일, 미국 내 합작사 설립을 통한 한국형 원전 건설 등이 예외 조항이거나 수정이 받아들여 질 경우, 합작회사는 북미 시장에서 AP1000 뿐만 아니라 한국형 원전의 건설 가능성 존재. 미국 정부는 2024 7월 ADVANCE Act를 통한 OECD 국가(인도 포함)의 미국 원전 지분 투자 및 면허 발급 금지 완화, 미국 내 원전 건설인력 부족(미국 9,000명 vs 프로젝트 당 필요 건설인력 7,000명 내외), 특히 WEC의 설계, 인허가 및 프로젝트 관리 등 전문인력 부족. 특히 원전 프로젝트(2기) 당 필요 전문인력은 700 ~ 800명(1차 및 2차 계통 전체)인데, WEC는 신규 원전 전문인력은 1,000명 수준에 불과하며, 그 인력도 신규 원전의 1차계통(핵증기공급계통) 설계를 주로 담당함. 수원 등이 2차계통(터빈/발전기, 보조기기 등)의 EPC를 담당하더라도, WEC가 다수의 유럽 및 북미 원전(2030년까지 10기 착공) 프로젝트의 동시 진행에 쉽지 않을 수 있음. 이를 감안 시, 미국 정부 및 유틸리티, 금융기관 등은 합작사의 미국 내 APR1400 건설을 필요로 할 수 있음

한국 및 미국 정부, WEC의 북미 원전 건설 윈윈 전략 시나리오

2) 언론보도의 합의문 내용은 불확실성이 있지만 그대로 인용할 경우, 한국형 원전 수출 시, [주1]한수원은 1기당 기술 사용료 1.75억달러 지급, 두산에너빌리 등 기자재 회사는 수주금액 중 [주2]핵증기공급계통 관련 일부 핵심기자재 6.5억달러를 WEC으로부터 조달해야 함. [주3]한국 원전의 우수한 공급망, 한국과 유사한 원전 규제 및 설계코드 보유 국가 진출 등을 통해 건설기간이 크게 늘어나지 않을 경우, 한수원은 기술 사용료를 지급(WEC로부터 기자재 구매비용은 국내업체로부터 WEC로 이전되는 것임)하더라도 손실 가능성은 낮을 수 있음. **3)** WEC는 현재 1차 계통 설계 및 일부 핵심기자재를 공급(자회사 또는 하청을 통해 공급)하고 있으며, 2차 계통 등은 컨소시엄을 구성한 업체(미국 벡셀, 현대건설 등)에게 맡기고 있음. AP1000을 건설할 경우 WEC 매출은 FEED 및 1차 계통 관련 설계, 일부 핵심기자재의 공급과 관련된 것이 대부분일 것으로 추정됨. **4)** 즉, WEC의 한국형 원전과 AP1000의 건설 이익은 큰 차이가 발생하지 않을 수도 있음. APR1400의 로열티는 AP1000의 1차 계통 설계 매출 보다 작지만, 비용이 발생하지 않으며, 핵증기공급계통 관련 핵심기자재 공급은 동일할 것으로 추정되기 때문. WEC는 합작사를 통한 미국 내 원전 건설을 반대하지 않을 수 있음

Top picks: 한전기술, 한국전력, 두산에너빌리티

[주4]한수원이 합작사를 통해 미국에서 AP1000의 EPC 뿐만 아니라, APR1400을 건설할 경우, 국내 원전 설계 및 기자재, 건설 업체 등은 기존에 기대했던 것보다 역할 확대 가능. Top picks는 한전기술(목표주가 150,000원), 한국전력(49,000원), 두산에너빌리티(85,000원)임. 목표주가 및 중장기 실적 전망치는 한국형 원전의 미국 20GW, 중동/아시아 20GW 수주 등만 반영 것으로, 합작사의 AP1000 관련 EPC, 한전기술의 2차계통 설계, 두산에너빌리티의 설비 추가 공급 가능성 등은 미반영된 것임. 추가 상향 조정 가능성 존재

표 1. 원전 관련 커버리지 기업의 원자로 노형별 기대 예상 수익구조

	원자로 노형	예상 수익구조
한국전력	APR1400/APR1000	체코 원전 2 기의 경우, 건설기간 12 년 동안 총 매출 25 조원(186 억달러), 이익률 4 ~ 7% 발생
	AP1000	1 차 계통(핵증기공급계통) 건설(C) 및 2 차 계통 EPC 역무 수준, 건설기간 지연 등에 따라 매출 및 수익성이 달라질수 있음
한전기술	APR1400/APR1000	체코 원전 2 기의 경우, 12 년 동안 수주 1.4 조원(순공사비 대비 5~6%, 부과가치세, 보험비 등 포함), 매출 1 조원(1 차계통 27%, 2 차계통 73%, 부가가치세, 보험비 등은 제외) 예상
	AP1000	2 차 계통의 담당 역무 수준에 따라 달라질 수 있음. 최대 순공사비 대비 3~4%도 가능
두산에너빌리티	APR1400/APR1000	주기기 3.8~3.9 조원(핵증기공급계통 80% 및 터빈/발전기 20%) 기대. 이 중 일부 핵심기자재를 웨스팅하우스로부터 구매 가능
	AP1000	현재는 원자로용기 및 증기발생기 0.7 조원(핵증기공급계통 대비 20 ~ 25%) 예상 향후 핵증기공급계통 공급 쇼티지 심화 시 추가 공급도 기대 가능 향후 한수원의 2 차 계통 EPC 역할 수준에 따라 터빈/발전기 공급도 가능해질 수 있음
한전 KPS	APR1400/APR1000	체코 원전 2 기당 수주금액은 최대 총 1.58 조원(시원전/가동정비, 설비정비, LTMSC 등) 가동 전 5 년, 운영기간 60 년 동안 매출로 인식
	AP1000	AP1000 원전 관련 정비 수주 가능성은 의문점 존재
중장기 실적 전망 및 밸류에이션		웨스팅하우스 AP1000 관련 합작사의 EPC, 한전기술의 2 차계통 설계, 두산에너빌리티의 설비 추가 공급 등은 아직 미반영된 것임

자료: 대신증권 Research Center

웨스팅하우스(WEC)의 2024년 지역 및 사업부별 매출 (단위: 억 USD, %)

구분	매출(억달러)	비중(%)
총매출	**43.0**	100%
미국	22.8	53%
유럽/중동/아프리카	15.9	37%
아시아	4.3	10%
운영 및 유지보수	**24.9**	58%(총 매출 기준)
미국	16.0	64%(운영 및 유지보수 매출 기준)
유럽/중동/아프리카	6.7	27%(운영 및 유지보수 매출 기준)
아시아	2.2	9%(운영 및 유지보수 매출 기준)
핵연료	**15.5**	62%(총 매출 기준)
미국	7.0	45%(핵연료 매출 기준)
유럽/중동/아프리카	6.7	43%(핵연료 매출 기준)
아시아	1.9	12%(핵연료 매출 기준)
신규 원전 건설(1차 계통 설계 및 기자재)	**2.6**	17%(총 매출 기준)
미국	0.2	8%(신규 원전 건설 매출 기준)
유럽/중동/아프리카	2.3	91%(신규 원전 건설 매출 기준)
아시아	0.0	1%(신규 원전 건설 매출 기준)

자료: Cameco, 대신증권 Research Center

웨스팅하우스(WEC)의 사업부별 인력 구성

구분	인원(명)	비고
총직원	**약 11,000**	**2024년 기준**
운영 및 유지보수	7,000~8,000	BHI 인수로 8,500명 흡수
핵연료	약 2,000	미국 콜롬비아 850명, 영국 스프링필드 800명, 스웨덴 등
신규 원자로 설계	약 1,000	AP1000 및 SMR 전담 엔지니어 + 프로젝트 매니저
기타(본사, R&D 등)	약 1,000	본사 피츠버그 HQ, 글로벌 엔지니어링 허브, eVinci R&D 인력 등

자료: 언론보도 종합, WEC, 대신증권 Research Center

표 1. 웨스팅하우스(WEC)의 지분 매각 이후 실적 및 재무 추이 (단위: 1,000 CAD, %)

	2023(11 월 이후)	2024	1H25
매출액	**1,063,417**	**5,902,993**	**3,679,627**
매출원가	**408,745**	**2,075,469**	**2,358,325**
감가상각비	124,012	728,294	391,176
판매비 및 관리비	498,775	2,980,932	427,285
영업이익	**31,885**	**118,298**	**502,841**
영업이익률 (%)	*3.0%*	*2.0%*	*13.7%*
EBITDA	**155,897**	**846,592**	**894,017**
EBITDA 마진율 (%)	*14.7%*	*14.3%*	*24.3%*
금융 수익	3,846	8,941	2,701
금융 비용	59,414	459,567	203,871
기타 비용	39,641	238,158	112,724
세전이익(손실)	**-63,324**	**-570,486**	**188,947**
순이익(손실)	**-49,769**	**-445,769**	**130,383**
기타 포괄 손익	13,933	42,506	193,745
총 포괄 손익(손실)	**-35,836**	**-403,263**	**324,128**
자산	**14,922,647**	**15,625,760**	**15,679,810**
현금 및 현금성 자산	265,146	255,589	457,908
기타 유동 자산	2,364,602	2,737,164	3,214,548
무형 자산	7,655,386	7,821,802	7,320,707
영업권	1,534,947	1,698,174	1,655,721
비유동 자산	3,102,566	3,113,031	3,030,926
부채	**9,148,731**	**9,799,058**	**9,981,435**
유동성 장기부채	208,959	44,576	40,089
기타 유동 부채	2,255,099	2,751,396	3,152,791
장기 부채	4,554,227	4,924,398	4,643,723
기타 비유동 부채	2,130,446	2,078,688	2,144,832
순자산	**5,773,916**	**5,826,702**	**5,698,375**
비지배지분	-24,036	-25,127	-25,842
지배기업지분	5,749,880	5,801,575	5,672,533

주 1: 2023 년 실적은 2023 년 11 월 7 일 이후의 실적에 한함
주 2: 2025 년 상반기는 체코 두코바니 원전 신규 건설 프로젝트로 인해 전년비 큰 폭의 실적개선 이루어짐
자료: Cameco, 대신증권 Research Center

그림 1. 미국에너지청(DOE)가 조사한 미국 내 원자력 부품 공급망 현황

Step	Supply chain segments to meet the demand of the final product	Significant domestic suppliers	Cost competitive among US suppliers	Cost competitive between US suppliers vs. global suppliers	Is foreign supply source significant secure?	Likely best course action
Mining and milling	Indium, Niobium, Yttrium, Hafnium	No	N/A	N/A	May be	Leverage intl. mar
	Chromium, Nickel	No	?	?	Yes	Leverage intl. mar
	Cadmium, Cobalt, Copper, Lead, Silver, Tin, Titanium, Tungsten, Vanadium, Zirconium	Yes	Yes	Yes	Yes	Expand existing U capability and leverage intl. mar
Processing	Steel	Yes	Yes	Yes	N/A	Expand existing U capability
	Concrete	Yes	Yes	Yes	N/A	Expand existing U capability
	Other	Yes	Yes	Yes	N/A	N/A
Component	Large component forging and manufacturing	No	?	?	Yes	Expand existing U capability and leverage intl. mar
	Other component forging and manufacturing	Yes	Yes	Yes	Yes	Expand existing U capability
Assembly	Module assembly	Limited	N/A	N/A	May be	Build US capabilit

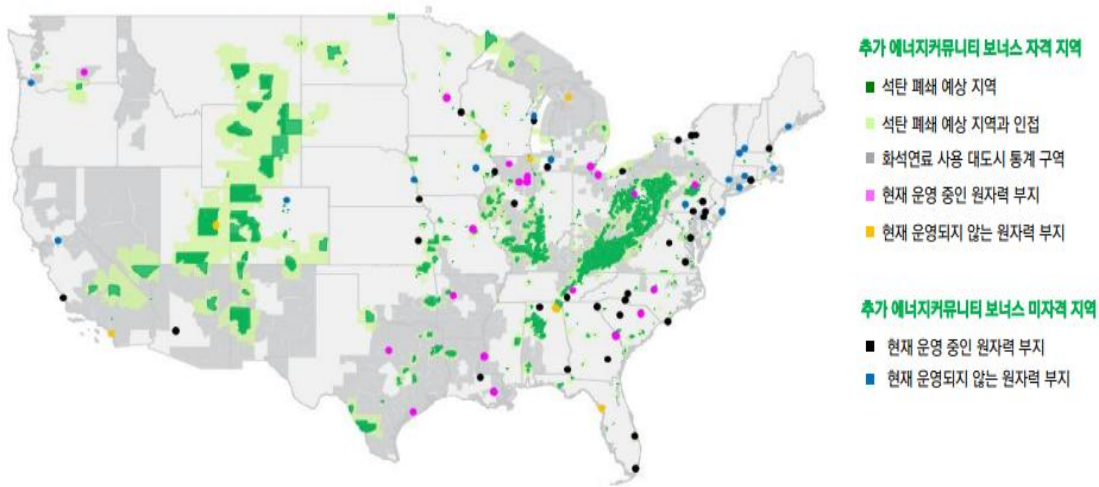
자료: DOE(2024.09), 대신증권 Research Center

표 1. **웨스팅하우스(WEC)의 AP1000 밸류체인 현황**

구분	기업명	상세
원자력 증기공급계통 (NSSS)	두산에너빌리티	원자로용기(RPV), 증기발생기(SG)
	Curtiss-Wright EMD	원자로냉각재펌프(RCP)
	Sheffield Forgemasters	RCP 케이싱 (대형 주단품)
	Ansaldo Nucleare + Mangiarotti	열교환기
	Japan Steel Works	주기기용 대형 단조품
발전 설비	Toshiba	복수기, 터빈 · 발전기(STG) 패키지
	Mitsubishi Heavy Industries	스팀터빈 (주밸브, 열교환기 포함)
	Harbin Electric	터빈 케이싱, 발전기
	Mitsubishi Electric	발전기
	Alstom × Dongfang Electric	스팀터빈
기계 설비	KSB / Shanghai Electric	잔열제거펌프(RHR) 등 보조계통 펌프
	Flowserve	밸브 액추에이터
계측제어시스템	Emerson	주제어 시스템
	SPX Flow	스퀴브 밸브
건설 자재/모듈	IHI	격납 용기 (강재 용기)
	Vigor Industrial	서브 모듈 제작
	Erzhong/Deyang Heavy Equipment	구조/배관 서브모듈 제작 및 현장 반입
현장 시공 및 인력	Bechtel	시공(현장 노무 관리 포함)
	Fluor	시공 지원
	CB&I / Shaw Group	EPC/PM
프로젝트 관리	Bechtel	CM
	Fluor	CM
기타	GSE Systems	운전원 훈련용 시뮬레이터
핵연료	Tenex	초기 핵연료 농축

자료: WEC, WNA, IAEA, Power-eng, 언론보도 종합, 대신증권 Research Center

그림 2. **미국 원자력 설비 증설 방안 1) 기존 원전의 유휴부지 및 폐쇄 원전 부지에 대형 원전 60 ~ 95GW 설치**



자료: DOE, U.S. NRC, INL, 대신증권 Research Center
주: 1) 원전 부지 65개(가동 54개, 폐쇄 11개) 중 41개 부지에 대형 원전 60 ~ 95GW 건설 가능, 2) 2007 ~ 2009년 28기의 대형 원전 건설 신청 부지 존재(Vogtle 3,4 제외, 현재 5개 원전 프로젝트 라이선스 보유)
3) 기존 원전 부지의 다중 호기 건설 가능한 유휴 부지 이용(원전 부지는 4개 호기 건설로 설계. 현재 19개 부지는 1개 호기, 31개 부지가 2개 호기 운영 등)
4) 다중 호기로 원전 건설 시, 단일 원전 대비 LCOE 최대 30% 축소 가능

그림 3. 미국 원자력 설비 증설 방안 2) 기존 소규모 석탄발전소를 SMR 120~170GW로 대체 가능

자료: DOE, U.S. NRC, INL, 대신증권 Research Center
주: 24년 석탄발전 192GW 존재. 무탄소기술 발전 수준에 따라 폐기속도가 달라질 수 있음 → 기존 석탄발전 인프라를 활용 시, 신규 원자력 건설비용은 최대 35% 축소 가능

표 1. 시나리오별 글로벌 원자력 설치 전망 (단위: GW)

	IEA 탄소중립				NEA	'25년 미국 행정명령, 유럽 검토	
선진국 수명연장	제한적				제한적	적극적	
중국/신흥국 탄소 정책	탄소중립				탄소중립	정부 공약 발표	탄소중립
	2023	2030F	2040F	2050F	2050F	2050F	2050F
선진국	288	303	389	453	586	740	740
기존 설비	288	273	245	175	175	277	277
신규 대형 원전		30	105	180	138	146	146
신규 SMR		0	39	98	273	317	317
중국	57	146	310	332	332	277	332
기존 설비	57	57	57	55	55	55	55
신규 대형 원전		88	210	224	224	187	224
신규 SMR		1	43	53	53	35	53
기타 신흥국	71	105	207	242	242	197	242
기존 설비	71	52	38	23	23	23	23
신규 대형 원전		53	142	170	170	151	170
신규 SMR		0	27	49	49	23	49
총계	**416**	**554**	**906**	**1,027**	**1,160**	**1,214**	**1,314**
총 대형 원전	416	553	797	827	785	839	895
기존	416	382	340	253	253	355	355
신규		171	457	574	532	484	540
신규 SMR		1	109	200	375	375	419

자료: IEA(2025.01), NEA(2022), Whitehouse(2025.05), Nuclear Europe(2024), European Commission(2025.06) 대신증권 리서치센터 추정
주: 신규 원전 설비용량은 건설 중, 사업자 계약 및 미계약을 모두 포함한 것

표 1. 한국전력의 Valuation

(단위: 십억원)

	Value	비고
국내 전력사업 가치	25,181	
25/26F 평균 자본총계	54,184	요금 규제 완화, 재무구조 개선 시기(2014~16년) 최고 PBR 평균 0.56배 대비 20% 할인(낮은 배당성향 등)
적정 PBR	0.47	실적 개선으로 자본 증가, 할인율 축소(사채발행배수 하락, 점진적 배당성향 상승 등)를 통해 사업가치 확대 가능
해외 원전 EPC 사업 가치	6,422	35년 해외 원전사업 순이익 0.89조원(35년 EPC 매출액 292억달러(대형원전 186억달러, i-SMR 30억달러)
2035년 해외 원전 EPC 순이익	886	이익률 4%, 법인세율 24%, 환율 1,350원), 기대 이익률 6 ~ 7%에 공기지연 불확실성에 따른 할인율 40% 반영
적정 PER	7.2	해외 원전사업 적정 PER 7배: 현대건설의 2026F PER 10배 대비 30% 할인(시간가치 할인)
한국전력 적정가치	31,628	
적정 PBR	0.58	
총 사업 적정주가	49,000	목표주가는 2025/26F 평균 BPS 84,403원 기준 PBR 0.58배에 해당
현재주가	38,400	2025F DPS 2,000원(별도기준 배당성향 19.1%), 목표주가는 배당수익률 4.1%
상승여력	27.6	현재주가는 2025년 예상 실적 기준 PBR 0.46배, 배당수익률 5.2%

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한국전력의 시나리오별 해외 원전 건설사업 실적(2035년 이후) 및 밸류에이션 추정

(단위: 십억원)

	Bear	Base	Bull	(Base 시나리오) 실적 및 밸류에이션 가정
대형 원전	2년 평균 1기	연평균 2기	연평균 2기	
SMR	2년 평균 1기	2년 평균 1기	2년 평균 2기	
2050년까지 수주	27.0GW	46.2GW	51.7GW	
2050년까지 점유율	3.5%	5.9%	6.6%	
매출액	16,605	29,160	33,210	환율 1,350원/달러
APR 1000/1400	12,555	25,110	25,110	연평균 1개 프로젝트(2기) 건설, 2기당 180억달러(체코 원전 건설비)
i-SMR	4,050	4,050	8,100	연평균 0.5개 프로젝트(2기) 건설, 2기당 30억달러(Nuscale 루마니아 2기 건설비)
공헌이익	664	1,166	1,328	이익률 4%: 기대 이익률 6 ~ 7%에 공기지연 불확실성에 따른 할인율 40% 반영
순이익	505	886	1,010	법인세율 24%
사업가치	3,657	6,422	7,314	적정 PER 7배: 현대건설의 2026F PER 10배 대비 30% 할인(시간가치 할인)

자료: 대신증권 Research Center

한국전력의 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	98,380	98,389	98,423
영업이익	-4,542	8,365	14,386	18,912	19,282
세전순이익	-7,554	5,257	12,023	16,692	17,392
총당기순이익	-4,716	3,622	8,954	12,686	13,218
지배지분순이익	-4,823	3,492	8,800	12,496	13,019
EPS	-7,512	5,439	13,707	19,465	20,280
PER	NA	3.7	2.8	2.0	1.9
BPS	55,837	62,177	75,671	93,136	110,416
PBR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
ROE	-12.6	9.2	19.9	23.1	19.9

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

표 3. 한전기술의 시나리오별 2035 년 실적 전망 및 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 원)

	2030F	Bear-2 2035F	Bear-1 2035F	Base 2035F	Bull-1 2035F	Bull-2 2035F
매출액 (십억원)	**997**	**967**	**1,148**	**1,638**	**1,851**	**2,064**
원자력/원자로	**909**	**874**	**1,055**	**1,545**	**1,758**	**1,972**
설계	798	763	944	1,434	1,647	1,861
O&M	111	111	111	111	111	111
에너지신사업	88	92	92	92	92	92
설계	14	15	15	15	15	15
O&M	10	10	10	10	10	10
기타	64	67	67	67	67	67
영업이익	**169**	**129**	**167**	**270**	**315**	**360**
EBITDA	**191**	**156**	**194**	**297**	**342**	**387**
이자손익	8	94	105	132	146	159
영업외손익	7	7	7	7	7	7
세전이익	185	229	279	409	468	526
순이익	144	174	212	311	356	399
NOPLAT	166	201	239	338	383	426
순부채	-543	-841	-874	-960	-999	-1,036
유지보수 CAPEX	10	10	10	10	10	10
영업이익률 (%)	17.0%	13.3%	14.5%	16.5%	17.0%	17.5%
EBITDA 마진율 (%)		16.1%	16.9%	18.1%	18.5%	18.8%
EV/EBITDA		16	16	16	16	16
사업가치		2,506	3,121	4,786	5,510	6,234
순차입금		-841	-874	-960	-999	-1,036
주주가치 (십억원)		3,347	3,995	5,745	6,508	7,270
목표주가 (원)		89,000	105,000	150,000	169,000	189,000
상승여력 (%)		-11.3%	4.7%	49.6%	68.5%	88.4%

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 한전기술의 시나리오별 해외 원전 설계 실적(2035 년 이후) 및 밸류에이션 가정

	Bear-1	Base	Bull-1	(Base 시나리오) 실적 및 밸류에이션 가정
대형 원전	2 년 평균 1 기	연평균 2 기	연평균 2 기	
SMR	2 년 평균 1 기	2 년 평균 1 기	2 년 평균 2 기	
2050 년까지 수주	27.0 GW	46.2 GW	51.7 GW	
APR1000/1400	21.6 GW	40.8 GW	40.8 GW	총 프로젝트 수 17 개, 1 개 프로젝트(평균 2.4GW) 당 0.98 조원 수주
i-SMR	5.4 GW	5.4 GW	10.9 GW	총 프로젝트 수 8 개, 1 개 프로젝트(680MW = 170MW X 4 기)당 0.43 조원 수주
EV/EBITDA (배)	16	16	16	미국 원자력(SMR 제외), 가스/풍력터빈 Peer 의 2026F EV/EBITDA 23 배 대비 시간가치 30% 할인(WACC 6%)

자료: 대신증권 리서치센터

한전기술의 업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	545	553	540	585	654
영업이익	29	55	40	59	79
세전순이익	44	76	149	92	112
총당기순이익	33	59	116	72	88
지배지분순이익	33	59	116	72	88
EPS	854	1,531	3,027	1,886	2,295
PER	72.7	34.6	33.1	53.2	43.7
BPS	14,320	15,109	17,143	17,832	18,904
PBR	4.34	3.51	5.85	5.62	5.31
ROE	6.0	10.4	18.8	10.8	12.5

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

표 4. 두산에너빌리티의 시나리오별 2035 년 실적 전망 및 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 원)

	2030F	Bear-2 2035F	Bear-1 2035F	Base 2035F	Bull-1 2035F	Bull-2 2035F
매출액 (십억원)	**16,527**	**16,576**	**21,060**	**22,603**	**29,988**	**34,098**
원자력 기자재	4,824	5,312	7,636	9,179	13,684	17,794
APR	2,122	1,937	1,937	3,875	3,875	3,875
AP1000	651	1,578	1,578	1,184	2,367	3,156
SMR	1,343	996	3,321	3,321	6,642	9,963
원자력 Service, I&C	707	800	800	800	800	800
가스/수소/양수발전 기자재 및 서비스	3,269	2,830	4,990	4,990	7,870	7,870
가스/수소발전 주기기	2,600	1,800	3,600	3,600	6,000	6,000
LTSA	287	540	900	900	1,380	1,380
양수발전 주기기, 단품 등	382	490	490	490	490	490
풍력발전 기자재	741	741	741	741	741	741
EPC	7,693	7,693	7,693	7,693	7,693	7,693
영업이익	**1,559**	**1,691**	**2,365**	**2,621**	**3,753**	**4,435**
EBITDA	**1,713**	**1,848**	**2,522**	**2,778**	**3,935**	**4,642**
이자손익	-111	75	101	112	145	162
영업외손익	-100	-100	-100	-100	-100	-100
세전이익	1,347	1,666	2,366	2,634	3,799	4,498
순이익	1,024	1,266	1,798	2,002	2,887	3,418
NOPLAT	1,178	1,423	1,955	2,158	3,069	3,625
순부채	1,366	-4,103	-5,433	-5,941	-7,717	-8,607
유지보수 CAPEX	207	207	207	207	207	207
영업이익률 (%)	**9.4%**	**10.2%**	**11.2%**	**11.6%**	**12.5%**	**13.0%**
EBITDA 마진율 (%)	**10.4%**	**11.2%**	**12.0%**	**12.3%**	**13.1%**	**13.6%**
EV/EBITDA		**16**	**16**	**16**	**16**	**16**
사업가치		29,757	40,606	44,730	63,353	74,741
지분가치		3,492	3,492	3,492	3,492	3,492
순차입금		-4,103	-5,433	-5,941	-7,717	-8,607
주주가치 (십억원)		**37,351**	**49,531**	**54,162**	**74,562**	**86,839**
목표주가 (원)		59,000	78,000	85,000	118,000	137,000
상승여력 (%)		-4.1%	26.8%	38.2%	91.9%	122.8%

자료: 대신증권 Research Center

표 5. 에너빌리티 부문의 2035 년 이후 원자력, 가스/수소터빈 생산량, 점유율 가정 (단위: 기, %)

		Bear-2	Bear-1	Base	Bull-1	Bull-2
생산량(생산능력) (기)	LWR	5	5	5	8	10
	K-LMR	1	1	2	2	2
	WH-LMR	4	4	3	6	8
	SMR	6	20	20	40	60
	가스/수소 터빈	6	12	12	20	20
가동률	LWR	100%	100%	100%	100%	100%
	SMR	100%	100%	100%	100%	100%
2050 년까지 GW 기준 누적 점유율	전체	16%	20%	20%	26%	43%
	LWR	25%	25%	25%	38%	47%
	SMR	5%	14%	14%	26%	38%

자료: 대신증권 Research Center

표 6. 에너빌리티 부문의 Base 시나리오 기준 원자력 수주 기수, 설비용량, 점유율 가정 (단위: 기, GW, %)

수주시기	수주 기수 (기) 2025~ 2027 년	2028 년 이후	총계	총 설비용량 (GW)	점유율 (%) 신규 건설 목표	건설 계획+목표
LMR	9	80	89	102.4	34.3%	25.1%
APR1000/1400	4	32	36	43.2	14.5%	10.6%
AP1000	5	48	53	59.2	19.8%	14.5%
SMR	80	320	400	51.8	13.8%	13.8%
해외 SMR_1	80	224	304	24.3	6.5%	6.5%
해외 SMR_2		64	64	22.1	5.9%	5.9%
i-SMR		32	32	5.4	1.5%	1.5%
총계	89	400	489	154.2	22.9%	19.7%

자료: 대신증권 Research Center
주: 해외 SMR_1 은 Nuscal, X-energy 등 1 기당 80MW, 해외 SMR_2 는 Terra Power 등 300MW 1 기당 내외

두산에너빌리티의 영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	15,700	16,808	17,840
영업이익	1,467	1,018	1,019	1,235	1,404
세전순이익	738	658	847	783	1,003
총당기순이익	518	395	555	576	751
지배지분순이익	56	111	296	243	418
EPS	87	174	463	379	653
PER	183.0	100.9	132.9	162.3	94.2
BPS	11,120	11,703	12,204	12,621	13,314
PBR	1.4	1.5	5.0	4.9	4.6
ROE	0.8	1.5	3.9	3.1	5.0

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

표 1. 한전 KPS 의 Valuation (단위: 배, %, 원)

	Value	비고
(A) 현재사업 가치 (십억원)	2,309	
순이익	178	2026 년 예상 순이익 적용, 적정 PER 13 배는 '09 ~ '24 년 평균 PER 17 배 대비 25% 할인
적정 PER (배)	13	할인이유: 국내 탈석탄 정책으로 중장기 화력정비 매출 감소, 민간 발전사향 정비 성장 부진
(B) 해외 원전 프로젝트 17 개 정비사업 가치	629	67 년(시운전/가동전 및 가동후 정비)간 실적, WACC 6%로 현재가치 산정 (물가상승률 미반영)
체코 원전 프로젝트 (2 기)	52	총 수주금액 1.6 조원(EPC 금액 대비 6%), 60 년간 연평균 매출액 240 억원, 영업이익률 13%
기타 해외 원전 프로젝트 16 개	577	사우디, UAE, 미국, 베트남 등에서 2050 년까지 총 16 개 프로젝트, 추가 시간가치 할인율 30%
(C) 주주가치 (= A + B)	2,937	
발행주식수 (천주)	45,000	
목표주가	65,000	
목표 PER	16	목표주가는 2026F 실적 기준 PER 16 배에 해당
현재주가	52,500	2025F DPS 2,360 원, 현재주가 기준 배당수익률 4.4%, 목표주가 기준 배당수익률 3.6%
상승여력	23.8	

자료: 대신증권 Research Center

표 7. 해외 원전정비사업 프로젝트당 수주금액, 실적, 밸류 추정 (단위: 십억원)

		UAE Barakah 1,2,3,4		체코 두코바니/터뮐린 2 기	
		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	2029 ~ 2030F	523
설비정비/LTMSC 1 회		'17/06~'25.12	121	2032 ~ 2033F	132
설비정비/LTMSC 7 회		2026~2078F	844		924
총 수주금액			1,443		1,580
시운전/가동전 정비			46		48
설비정비/LTMSC			14		16
순공사비 대비	시운전/가동전 정비		2.1%		2.1%
	설비정비/LTMSC		0.5%		0.5%
	설비정비/LTMSC 예상		3.7%		3.7%
	총계		6.3%		6.3%
연평균 실적	매출액		22		24
	영업이익(OPM 13%)		3		3
해외 원전 정비 현재가치					52

자료: 대신증권 Research Center

한전KPS의 영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,534	1,557	1,573	1,641	1,711
영업이익	199	209	199	217	225
세전순이익	211	225	218	233	240
총당기순이익	163	172	167	178	184
지배지분순이익	163	172	167	178	184
EPS	3,615	3,832	3,708	3,963	4,088
PER	9.4	11.5	14.2	13.2	12.8
BPS	28,280	29,520	30,668	32,619	32,798
PBR	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6
ROE	13.1	13.3	12.3	12.5	12.5

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

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

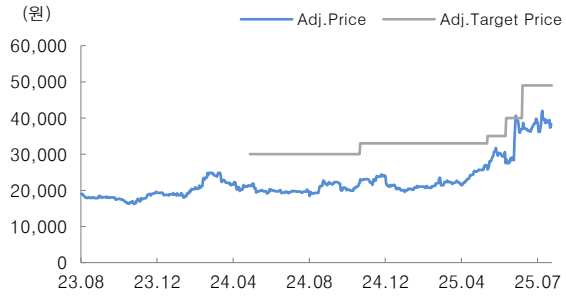
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.6%	9.4%	0.0%

(기준일자: 20250816)

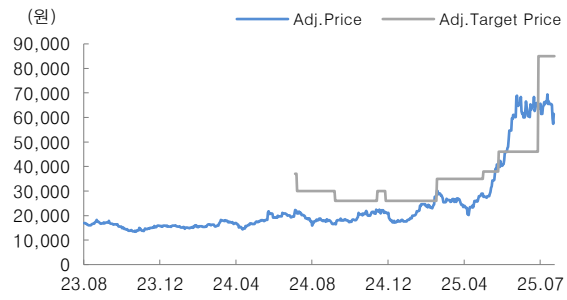
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국전력(015760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



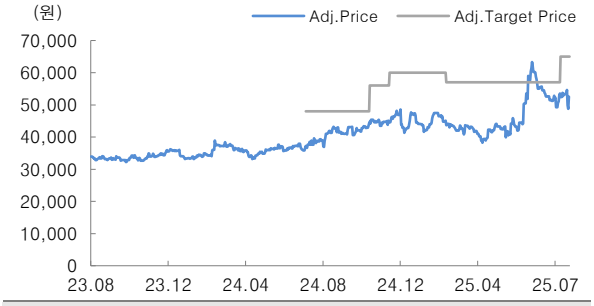
제시일자	25.08.22	25.08.19	25.08.13	25.07.07	25.06.11	25.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	49,000	49,000	49,000	49,000	40,000	35,000
괴리율(평균,%)		(22.07)	(22.04)	(22.12)	(16.52)	(16.47)
괴리율(최대/최소,%)		(14.29)	(14.29)	(14.29)	1.50	(9.43)
제시일자	25.04.24	25.04.15	25.01.13	24.12.31	24.11.29	24.11.20
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000
괴리율(평균,%)	(21.11)	(33.18)	(33.75)	(33.14)	(32.26)	(29.83)
괴리율(최대/최소,%)	(18.33)	(23.18)	(26.06)	(26.06)	(26.06)	(26.06)
제시일자	24.11.16	24.11.14	24.11.04	24.10.24	24.10.21	24.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	33,000	33,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)	(30.79)	(31.15)	(31.20)	(30.43)	(32.58)	(32.71)
괴리율(최대/최소,%)	(27.42)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(24.17)	(24.17)
제시일자	24.08.23	24.08.09	24.07.24	24.05.31	24.05.06	24.05.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)	(32.78)	(34.21)	(34.20)	(33.97)	(32.89)	
괴리율(최대/최소,%)	(24.17)	(27.17)	(27.17)	(27.17)	(27.17)	(100.00)

두산에너빌리티(034020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



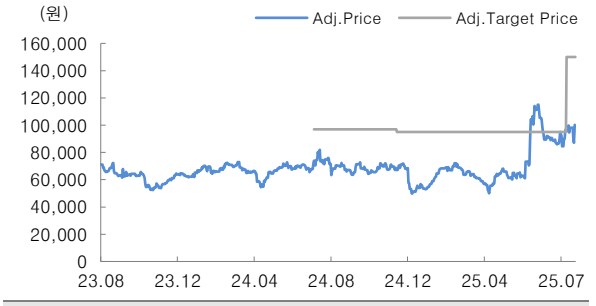
제시일자	25.08.22	25.08.19	25.07.28	25.06.13	25.05.26	25.05.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	85,000	85,000	85,000	46,000	46,000	38,000
괴리율(평균,%)		(24.33)	(23.57)	27.57	(0.36)	(11.59)
괴리율(최대/최소,%)		(18.35)	(18.35)	(13.48)	18.70	9.21
제시일자	25.05.07	25.05.02	25.02.18	24.11.29	24.11.20	24.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	38,000	38,000	35,000	26,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)	(20.03)	(28.16)	(26.68)	(20.91)	(28.00)	(26.75)
괴리율(최대/최소,%)	(8.95)	(28.16)	(14.71)	8.46	(25.33)	(25.33)
제시일자	24.11.16	24.10.31	24.10.17	24.10.11	24.09.10	24.07.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	26,000	26,000	26,000	26,000	30,000
괴리율(평균,%)	(28.17)	(24.68)	(26.73)	(30.31)	(30.93)	(38.70)
괴리율(최대/최소,%)	(28.17)	(13.65)	(15.96)	(25.15)	(28.04)	(28.00)
제시일자	24.07.12	24.07.09				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	30,000	37,000				
괴리율(평균,%)	(29.06)	(40.95)				
괴리율(최대/최소,%)	(28.00)	(40.95)				

한전KPS(051600) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.22	25.08.19	25.08.08	25.05.26	25.05.07	25.02.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000	65,000	65,000	57,000	57,000	57,000
괴리율(평균,%)		(19.46)	(18.58)	(18.46)	(26.28)	(26.29)
괴리율(최대/최소,%)		(16.00)	(16.00)	11.05	(22.54)	(22.63)
제시일자	24.12.19	24.11.20	24.11.16	24.10.16	24.07.18	24.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	60,000	60,000	56,000	48,000	48,000
괴리율(평균,%)	(24.93)	(24.73)	(23.75)	(20.17)	(15.08)	(21.98)
괴리율(최대/최소,%)	(19.00)	(19.00)	(23.00)	(19.02)	(7.81)	(19.79)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

한전기술(052690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.08.22	25.08.19	25.08.08	25.05.26	25.05.16	25.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	95,000	95,000	95,000
괴리율(평균,%)		(36.29)	(35.87)	(4.88)	(33.67)	(34.65)
괴리율(최대/최소,%)		(33.13)	(33.53)	21.05	(31.89)	(24.21)
제시일자	25.02.11	24.11.20	24.11.19	24.11.16	24.10.18	24.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	95,000	95,000	95,000	95,000	97,000	97,000
괴리율(평균,%)	(34.65)	(35.37)	(27.11)	(28.21)	(28.25)	(28.26)
괴리율(최대/최소,%)	(24.21)	(24.53)	(26.00)	(28.21)	(15.46)	(15.46)
제시일자	24.08.07	24.07.18	24.07.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	97,000	97,000	97,000			
괴리율(평균,%)	(28.01)	(23.96)	(22.27)			
괴리율(최대/최소,%)	(15.46)	(15.46)	(17.32)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						