

2 H 2 6  
OUTLOOK

OVERWEIGHT

2026.06.11



유진투자증권

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.  
6878 / tjdgus2009@

# 에너지/유틸리티

호르무즈 해협 봉쇄 이후 유틸리티 산업

# TABLE OF CONTENTS

|           |                   |    |
|-----------|-------------------|----|
| <b>01</b> | 호르무즈 해협 봉쇄와 충격    | 05 |
| <b>02</b> | OPEC 균열과 공급 질서 재편 | 19 |
| <b>03</b> | 미국 셰일 업계의 입장      | 27 |
| <b>04</b> | 유틸리티 하반기 전망       | 41 |
| <b>05</b> | 기업분석              | 71 |

# SUMMARY

호르무즈 해협 통제로 글로벌 원유 시장은 1973년 이후 역대 최대 규모의 공급 차질(13%)을 기록했다. 브렌트유는 한때 120달러/배럴에 도달했으나, 5월 미중 정상회담 이후 협상이 본격 진행되며 지정학 프리미엄은 결국 소멸될 전망이다. 물론 최근 헤즈볼라의 이스라엘 북부 접경 공격 재개, 미국과 이란의 군사 작전이 시작되면서 중동 지정학 리스크가 다시 점증하는 분위기다. 그러나 당사는 이 같은 지정학 노이즈를 구조적 리스크 확대가 아닌 일시적 변동성 요인으로 해석한다. 결정적인 이유는 미중 정상회담에서의 합의 구조 때문이다. 미국과 중국 모두 호르무즈 해협 군사화에 공개적으로 반대 입장을 표명했고, 이란산 원유의 90% 이상을 사들이는 중국이 이란의 협상 이탈을 사실상 차단하는 구조가 만들어졌다. 현재의 지정학 노이즈는 유가 하락의 속도를 늦추는 요인은 되겠지만, 방향을 바꾸는 요인은 아니다.

국제유가 하락은 공공요금을 적용 받는 유틸리티 업종에 수혜다. 유가가 내리면 LNG 수입단가와 SMP가 하락하며, 한전의 구입전력비 부담이 줄어든다. 여기에 정부가 추진 중인 SMP 상한제가 병행되면 효과는 배가된다. 유가 강세 국면에서 SMP가 급등할 때 정부가 상한제를 도입할 명분이 생기고, 유가 하락 국면에서는 상한제 없이도 SMP가 자연스럽게 낮아지면서 실적 개선이 기대된다. 또한 전력계통 內 태양광 비중 확대로 SMP는 크게 상승하기 어려운 환경이 만들어 지고 있다. 당사 추정 한국전력의 2027년 예상 원가회수율 131%는 역사적 고점인 2016년 107%를 크게 상회하며, 이 수준에서 과거 한전 PBR은 0.5배에서 1.0배 이상으로 리레이팅될 전망이다.

원전 모멘텀도 같은 방향을 가리키고 있다. 6월 중 첫 한미 핵잠 실무협약이 실시된 가운데, 대미투자 3,500억 달러 협상에서 한국 벤더 우선권이 명시됐다. APR1400은 NRC 설계인증을 획득한 유일한 非미국 노형이며, 트럼프 행정명령의 2030년 대형원전 10기 착공 목표와 맞물려 미국 원전 시장 진입 가능성이 현실화되고 있다. 역설적으로 헤즈볼라 재활동화와 후티 공격 재개 등 중동 전선 다변화가 인도-태평양 안보 파트너십에 대한 미국의 공감대를 높이며 핵잠 협상 속도를 끌어올리는 요인이 될 전망이다. 유가 하락이 한전의 비용 부담을 완화하는 동안, 원전 모멘텀은 유틸리티 업종의 밸류에이션 재평가를 이끈다. 이런 논리로 당사는 유틸리티 업종에 대해 Overweight 의견을 유지하며, 한국전력을 최선호주로 추천한다.

# GRAPHICAL SUMMARY



01

## 호르무즈 해협 봉쇄와 충격

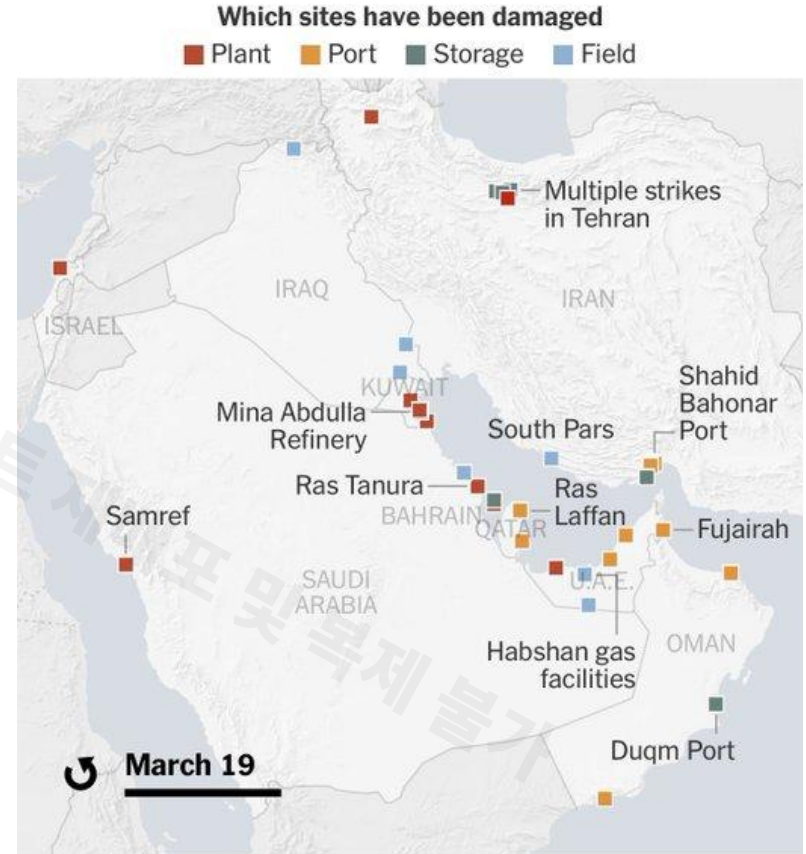
유진투자증권 리서치팀  
이메일: yj@yjs.co.kr  
전화: 02-708-0000  
팩스: 02-708-0001  
주소: 서울특별시 중구 남산로1길 10 유진투자증권  
www.yjs.co.kr

# 호르무즈 해협 위기와 동북아 에너지 공급망 충격

## 중동 군사 긴장이 에너지 시장으로 확산

- 호르무즈 해협은 전 세계 원유 해상 물동량의 약 20%가 통과하는 핵심 해상 운송로로, 중동산 원유·LNG·정제제품 공급의 병목 구간
- 3월 이란의 통항 통제와 군사작전이 시작된 이후 선박 운항, 전쟁보험, 운임, 원자재 조달 전반의 불확실성이 급격히 확대됨
- 초기에는 호르무즈 해협에서 원유운반선 143척, 정유운반선 244척, LNG운반선 18척이 체류하며 병목 현상이 현실화됨. 주간 통과 선박이 34척까지 감소했고, 3월 20일에는 단 2척만 통과
- 5월 미중 정상회담 이후 협상 채널이 가동되면서 통항 선박 수는 점진적으로 회복 중이나, 보험료와 운임은 아직 위기 이전 수준으로 돌아오지 않고 있음
- 이번 이슈는 단순한 유가 급등이 아니라 한국·일본 등 동북아 수입국의 정유, 석유화학, 발전, 해운 비용 전반에 영향을 주는 공급망 리스크로 확산. 협상이 타결되더라도 잠재적 리스크는 상시 존재할 가능성이 높음

## 호르무즈 해협 근처 석화, 정유, 원유 플랜트 공격 현황



Note: The “plant” category includes oil and gas processing facilities, as well as a power plant. Sources: New York Times reporting; ClearView Energy Partners; Institute for the Study of War.

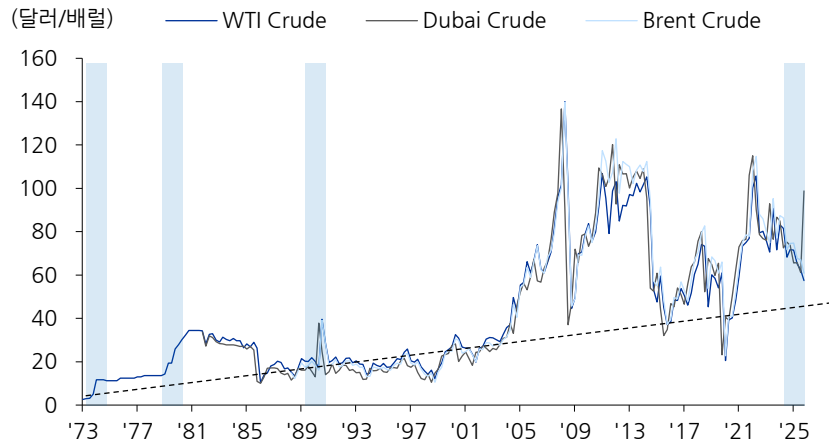
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 중동의 지정학적 불안 반복

## 1973년부터 2026년까지

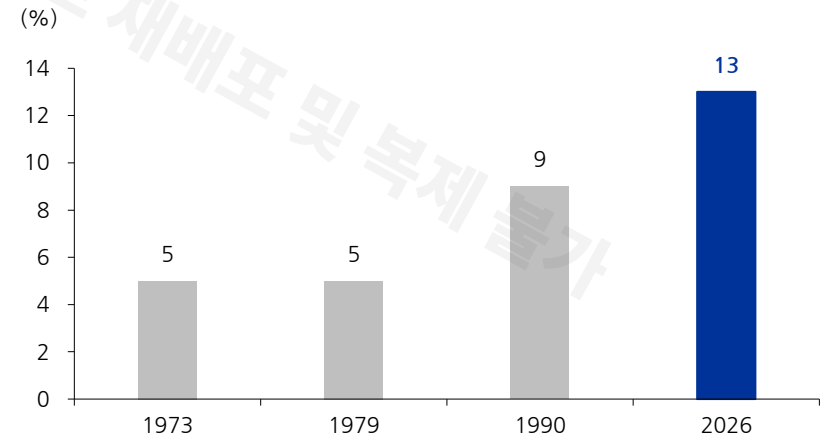
- 1973년 욘 키푸르 전쟁 직후 OPEC의 대서방 금수로 글로벌 공급의 5%만 줄었는데도 유가는 3달러에서 12달러로 4배 급등
- 1979년 이란 혁명은 정치적 금수가 아니라 혁명으로 인한 생산 붕괴였고, 이란-이라크 전쟁으로 충격이 길어짐. 공급 차질 규모는 5%였으나 기간이 길었음
- 1990년 걸프전은 미군의 신속 개입 덕분에 6개월 내 정상화. 공급 차질 규모는 9%였으나 회복이 빨랐음
- 2026년 호르무즈 봉쇄는 이 세 번의 충격을 모두 넘어서는 역사상 최대 규모. 공급 차질 규모는 13%에 달하며, 결정적 차이는 자원을 거부한 게 아니라 이동로 자체를 군사적으로 차단했다는 점. 자원은 있지만 배가 못 움직이는 새로운 유형의 위기이며 과거 세 번의 위기는 모두 공급 주체의 결정이었으나 이번은 물류 인프라 자체가 무기화됐다는 점에서 변화가 예상됨

### 역대 주요 중동 이슈와 국제유가 변화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 중동 공급 차질 규모



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 생산이 아닌 통행 봉쇄는 처음

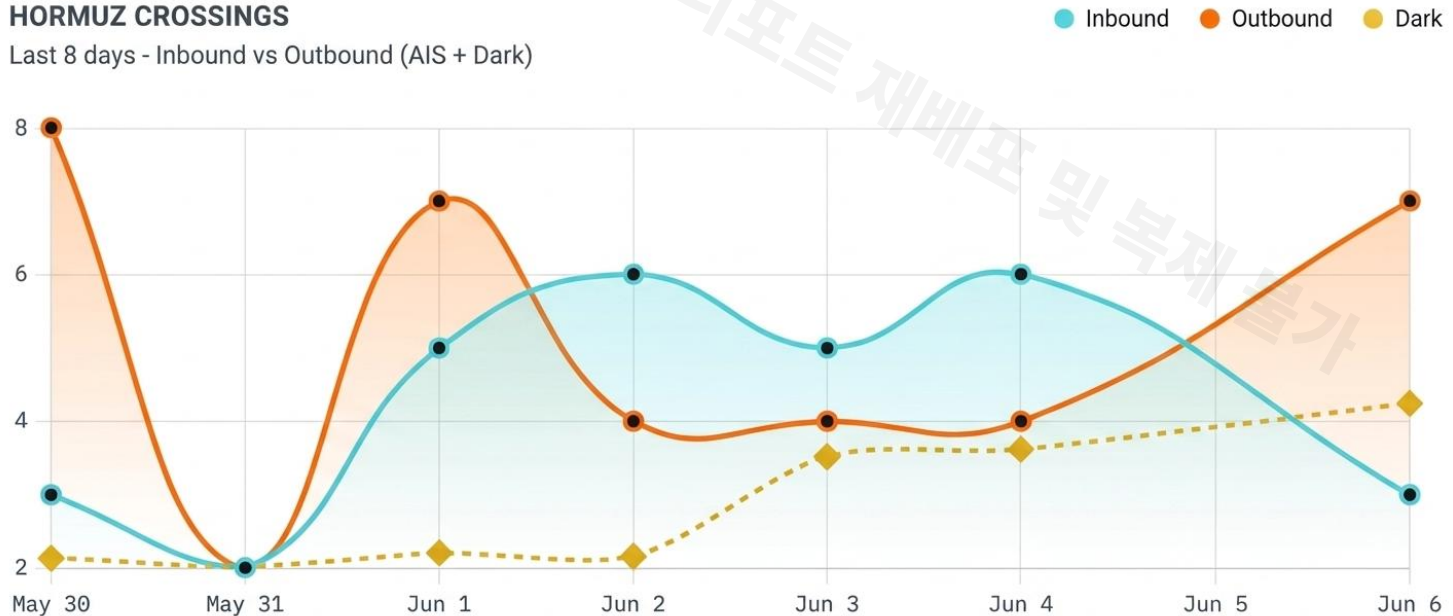
## 총돌 논리 자체가 바뀐

- 이번 위기가 단순 공급 차질과 다른 이유는 세 가지. 1) 강대국의 중재가 작동하지 않고 2) 드론, 기뢰와 같은 저비용 전쟁 수단 덕분에 누구든 쉽게 총돌을 시작하고 끝 수 있으며 3) 이념과 국내정치가 얽혀 경제적 타협보다 정치적 명분이 앞서는 구조
- 5월 미중 정상회담과 걸프 국가들의 집단 압박으로 협상이 진전됨. 그러나 협상이 타결되어도 실제 통항 선박이 평시 수준으로 회복되기까지는 시간이 걸리며, 보험·운임 구조가 정상화되는 데는 더 긴 시간이 필요

## 6월 호르무즈 일별 통항 선박 수 추이

### HORMUZ CROSSINGS

Last 8 days - Inbound vs Outbound (AIS + Dark)



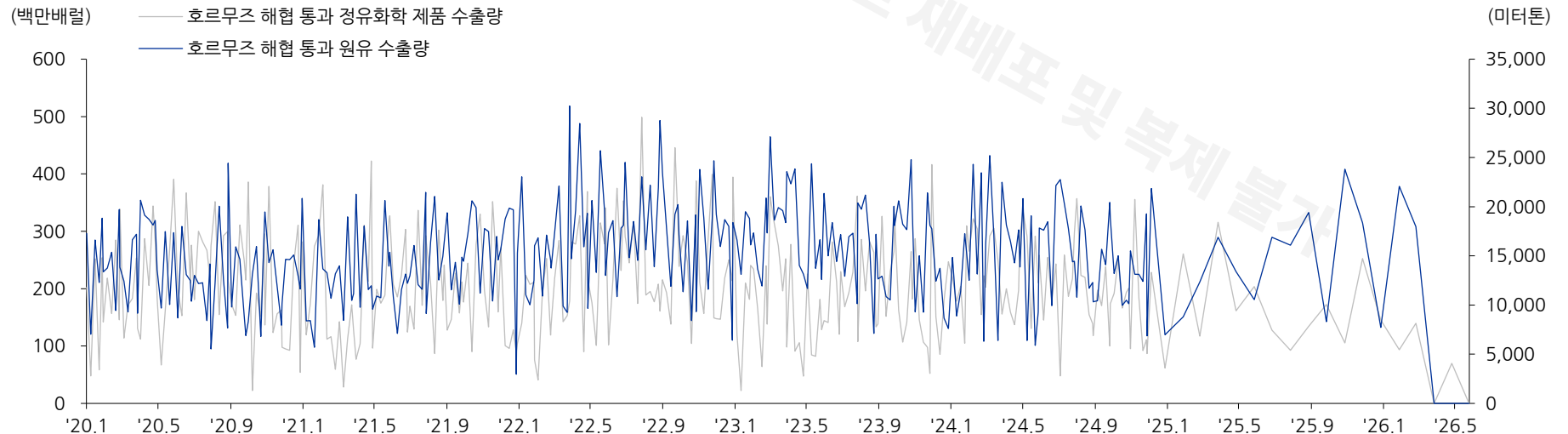
자료: 한국해운협회, 유진투자증권

# 나포에서 봉쇄 구조화까지

## 호르무즈 리스크의 누적 경로

- 호르무즈 위기는 2026년에 갑자기 터진 게 아니라 판단. 2023년부터 나포·억류·보험료 급등이 반복되면서 선사·보험사·화주 모두 이미 의사결정 구조를 바꿔옴. 2026년은 이 리스크가 누적되어 한꺼번에 발현된 것. 2023년 후티 공격으로 홍해 항로가 타격받았을 때, 시장은 이를 일시적 사건으로 봤으나, 보험사들은 이미 중동 항로 전반에 대한 리스크 재평가를 시작. 호르무즈 봉쇄는 그 연장선에 있다고 판단
- 이란과 미국이 해협 개방을 선언해도 실제 통항 선박은 평시의 일부에 불과할 것. 이로 인해 UAE 우회 파이프라인, 오만 두쿰 항 개발, GCC 전력망 상호연계가 모두 호르무즈가 없는 전제로 설계 중

## 호르무즈를 지나는 월별 원유·제품 수출량 추이



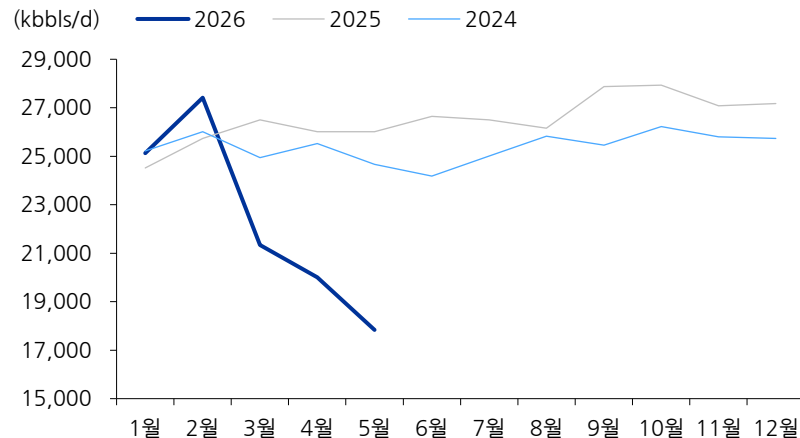
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 글로벌 에너지·물류 시장 파급효과

## 유가 상승을 넘어 LNG, 정제제품, 운임, 산업 원가까지 연쇄 충격

- 미국과 이스라엘의 이란 공습 이후 브렌트유와 WTI는 단기간에 40% 이상 급등했고, 브렌트유는 120달러/배럴 피크를 기록. 이후 협상 기대감이 반영되며 현재는 91달러/배럴 내외에서 등락 중. EIA는 2026년 2분기 브렌트유 평균을 배럴당 91달러로 제시했으나, 협상 진전과 OPEC 증산이 맞물릴 경우 하반기 이후 유가는 점진적으로 하락할 전망
- IEA는 중동 분쟁 대응을 위해 전략비축유 4억 배럴 방출에 합의. 현재 원유 생산 차질은 하루 800만 배럴, 콘덴세이트·가스는 추가 200만 배럴 감소로 추산되며, 비축유 방출에도 체감 완충력은 제한적. LNG는 대체 경로가 거의 없어 충격이 더 컸음. 카타르 라스라판 생산라인 2기 손상으로 생산능력이 17% 감소했고, 전 세계 LNG 공급능력의 약 3% 차질 발생
- 또한 항공유, 디젤, 나프타, LPG 수송 차질과 전장보험·운임 상승이 동반됨. 디젤·제트유 크랙스프레드는 위기 직후 25달러에서 65달러로 두 배 이상 급등했으며, VLCC 중동-중국 운임은 사상 최고치를 기록

### 걸프 지역 원유 수출 차질 가능성 확대



자료: Kpler, 유진투자증권

### 중동 원유 해상재고 증가로 물류 병목 심화



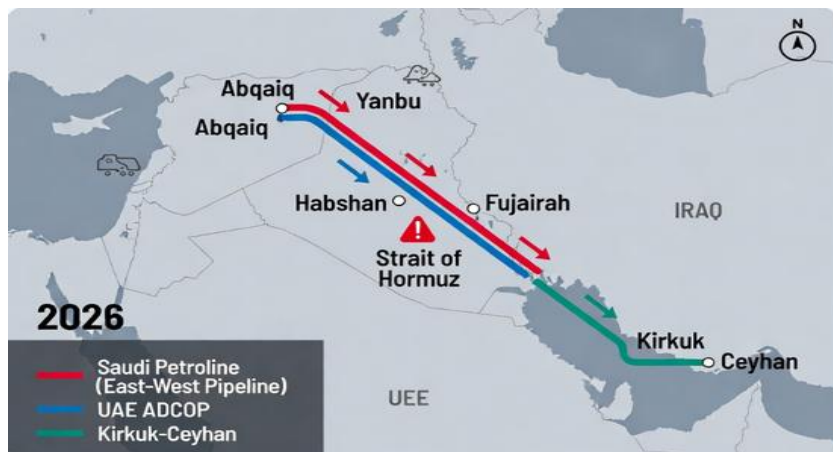
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 호르무즈 해협 대체 경로의 한계

## 원유 일부 우회는 가능하지만 정제제품·LNG는 대안 부족

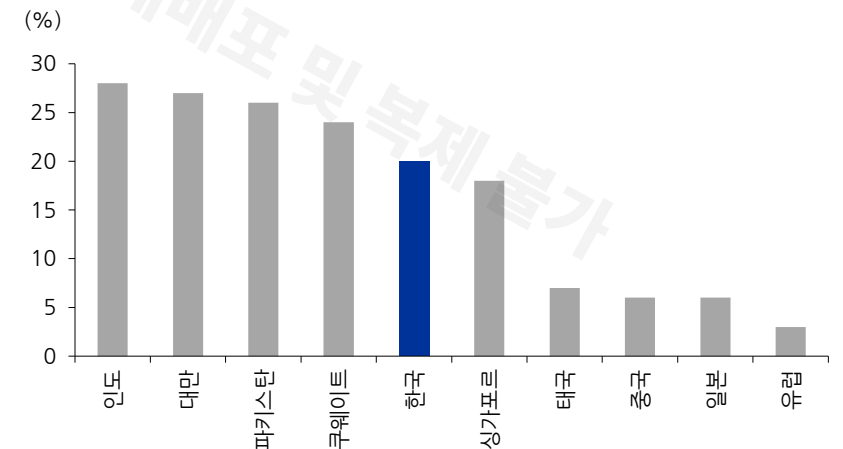
- 사우디 동서 파이프라인(하루 500만~700만 배럴), UAE 합산-푸자이라 파이프라인(150만~180만 배럴), 이라크 키르크-제한 파이프라인 등 우회 인프라가 존재. 그러나 호르무즈 정상 통과 물량 2,000만 배럴 대비 크게 부족. 더 큰 문제는 기존 우회 인프라가 원유 중심으로 설계돼 디젤, 항공유, 나프타, LPG 등 정제제품을 대체 수송할 수 없다는 점. 유럽은 경유 수입의 약 30%, 항공유 수입의 약 50%를 중동에 의존 중
- 우회 경로 자체도 안전하지 않음. 오만 두쿰 항구 공격, 푸자이라 석유타미널 저장탱크 약 300만 배럴 손상, ADNOC 루와이스 정유시설 가동 중단 이 연달아 발생. UAE는 이 피해를 계기로 호르무즈 밖 독자 인프라 구축에 더욱 속도를 낼 전망
- 카타르 LNG 수출의 약 93%, 세계 LNG 거래량의 약 20%가 호르무즈를 통과. 아시아-유럽 가스 가격 압박은 원유보다 더 오래 지속될 가능성이 높으며 하반기 계절성이 겹칠 시 가격 변동성 확대될 전망

### 사우디 원유 우회 경로 존재하나 규모, 안정성 모두 제한적



자료: 산업자료, 유진투자증권

### 주요 국가별 카타르 LNG 의존 비중



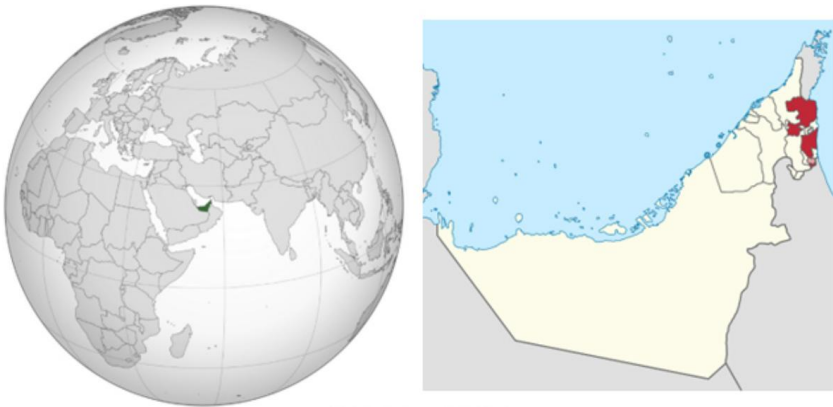
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 푸자이라 생산량 확대

## 공급 회복 속도가 빠를 수 있다

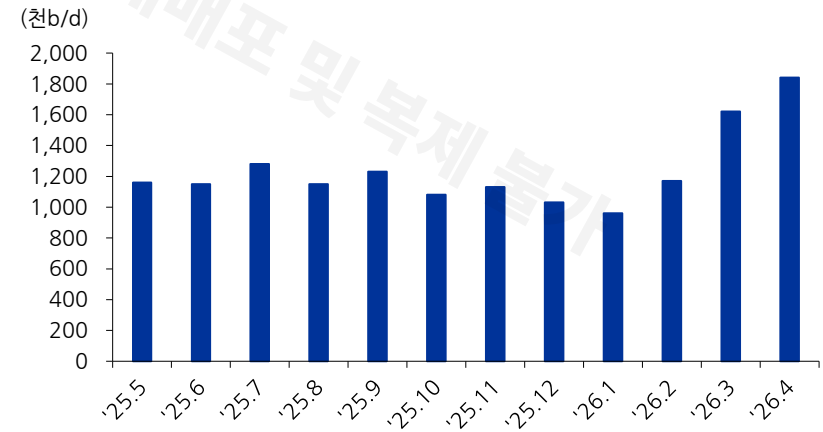
- 호르무즈 봉쇄 이후 UAE의 수출 구조는 크게 바뀜. 위기 전 UAE의 해상 원유 수출(300~340만b/d) 중 푸자이라 비중은 30% 수준이었으나, 2026년 3~4월에는 75~80%까지 상승. 페르시아만 내 수출항(Zirku·Das Island 등)의 적출이 급감한 자리를 푸자이라가 메운 것
- 그러나 푸자이라는 호르무즈를 완전히 대체하지는 못했음. UAE 전체 수출량은 4월 230만b/d로 감소. ADCOP 실질 수송 능력(180만b/d)이 이미 위기 이전 110만b/d로 사용 중이었고, 추가 여력은 최대 70만b/d에 불과
- 호르무즈 해협이 정상화될 경우 페르시아만 내 수출항이 즉시 재가동되며 70~100만b/d 이상의 억제됐던 UAE 공급이 한꺼번에 시장에 복귀 가능할 전망

## UAE 푸자이라 항구 위치



자료: 산업자료, 유진투자증권

## 푸자이라항 원유 수출량



자료: 산업자료, 유진투자증권

# 2027년 파이프라인 완성으로 추가 공급 증가 가능

## ADNOC 500만b/d 목표와 맞물린 수출 인프라 확장

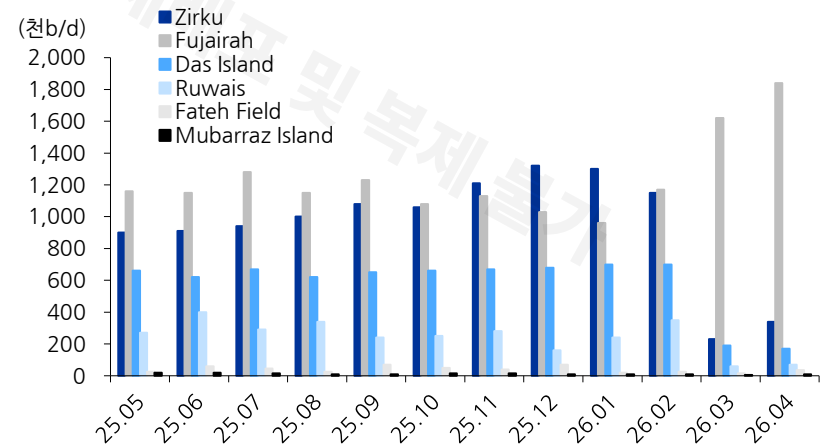
- ADNOC은 푸자이라로의 파이프라인(150만b/d, 2027년 완성 예정) 건설을 이번 위기 이후 국가 에너지 안보 차원에서 공식 가속화. 완성 시 기존 ADCOP(180만b/d)와 합산한 수송 능력은 330만b/d 에 달하며, 저장·터미널 설비 포함 시 400만b/d 까지 확대
- 핵심은 유종 다양화. 기존 ADCOP는 Murban(육상 유전) 위주였으나, 신규 파이프라인은 Das·Upper Zakum·Umm Lulu 등 해상 유전 원유도 푸자이라 경유로 수출할 수 있게 됨. ADNOC의 2027년 생산 목표 500만b/d 달성을 위한 수출 루트가 완성되는 것
- 2027년 신규 파이프라인 완공으로 공급 증가 압력이 더 커질 전망

UAE의 주요 원유 수출항과 신규 동서 파이프라인



자료: 산업자료, 유진투자증권

UAE 터미널별 원유 수출량



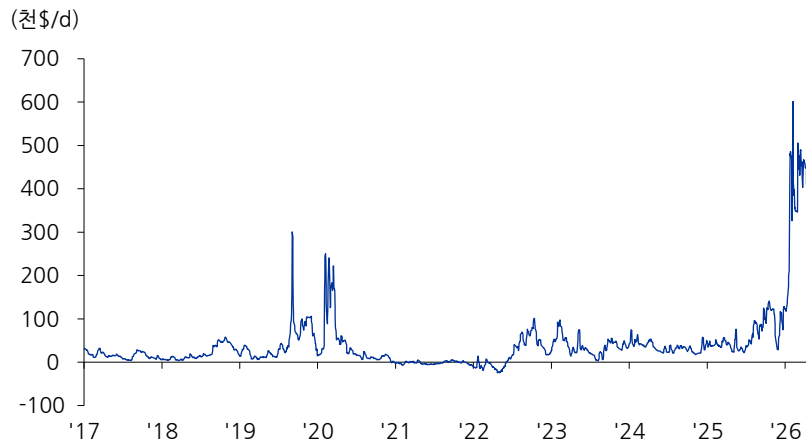
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 보험·운임 강세

## 원유값보다 배를 띄우는 비용이 더 크게 변화

- 이런 위기에서 유가를 움직인 것은 원유 자체가 아니라 배를 띄우는 비용이었음. 전쟁위험보험료는 1년 새 선박가치의 0.5%에서 1% 이상까지 상승했고, 대형 탱커 한 척의 단일 항차 보험료만 수백만 달러 수준이 됨. VLCC 중동-중국 운임(TD3)은 사상 최고치를 기록. 디젤·제트유 크랙스프레드도 전쟁 직후 25달러에서 65달러로 두 배 이상 급등
- 협상이 진전되고 있는 현재도 보험료는 위기 이전 수준으로 돌아오지 않고 있음. 전쟁위험보험료가 0.5% 수준으로 정상화되기까지는 호르무즈 통항이 수개월간 안정적으로 유지된다는 신뢰가 선행돼야 함. 비중동 항로 물동량이 늘어나는 구조적 변화는 중동 외 항로를 운항하는 선사에게 새로운 기회가 될 것으로 보이며, 미국·브라질·가이아나발 원유 공급 증가와 UAE 우회 수출 확대는 항로 다변화 수요를 만들어 낼 전망

### VLCC 운임 추이



자료: Clarkson, 유진투자증권

### 전쟁위험보험료율 추이

| 구역                    | 2025년 6월 | 2026년 3월 5일 |
|-----------------------|----------|-------------|
| 호르무즈 해협<br>(선체 및 기계류) | 0.2%     | 1% 이상       |
| 이스라엘 항구               | 0.7%     | 0.7~1.0%    |
| 홍해 및 수에즈운하            | 0.25%    | 0.25~0.30%  |
| 페르시아만                 | 0.2%     | 0.5~1.0%    |

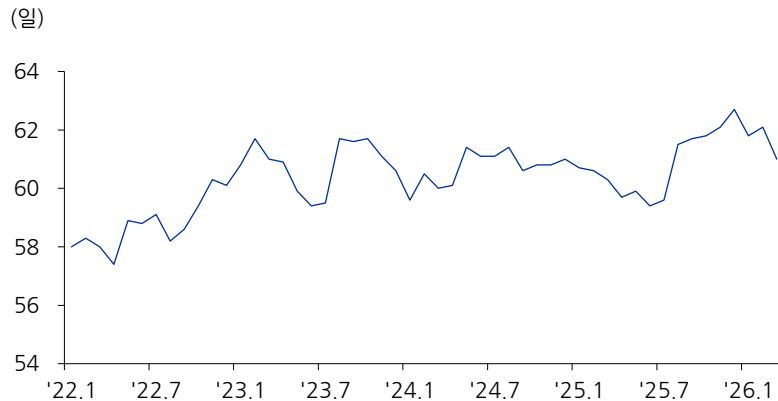
자료: KIRI, 유진투자증권

# 재고 감소로 구조적 타이트함 유지

## 구조적 타이트함 + 지정학 변동성 장세

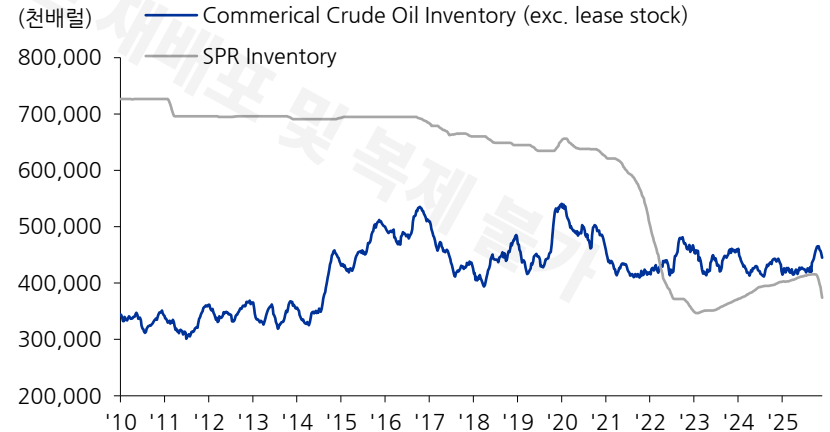
- 4월 중순 83달러였던 브렌트유가 120달러까지 치솟았다가 협상 기대감에 밀리고, 다시 반등하는 패턴을 반복. 이 변동성은 지정학 프리미엄이 뉴스 한 줄에 출렁이는 구조를 보여줌. 5월 미중 정상회담 이후 협상 국면이 본격화되면서 지정학 프리미엄은 점진적으로 소멸 중. 하반기에는 본격적으로 수급의 변화에 더 민감하게 반응할 전망
- 재고는 위기 기간 빠르게 소진. OECD 재고일수가 62.5일에서 58.9일로 줄었고, 3월 한 달에만 글로벌 관측 재고가 8,500만배럴 감소. 미국의 SPR 방출 발표에도 체감 완충력은 제한적. 호르무즈가 재개되더라도 리스크 프리미엄이 장기 선물에 이미 내장된 만큼 유가가 위기 이전으로 빠르게 돌아가지는 않을 것이라 판단. 다만 방향은 하락이며, 속도는 협상 진행 상황과 OPEC 증산 규모에 달려 있음

### OECD 석유재고일수 월별 추이



자료: OECD, 유진투자증권

### 미국 전략비축유 SPR 추이



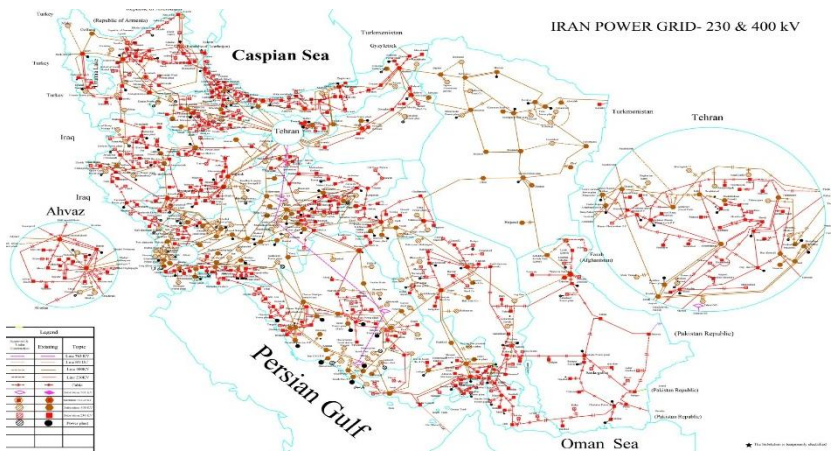
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 미국 군사 대응과 한계

## 해협 재개방 압박은 커졌지만 수많은 인프라를 모두 폭파하기도 어려움

- 미국은 군함 3척과 해병대 약 2,500명을 추가 전개하며 해협 재개방을 위한 군사 옵션을 확대. USS 복서호와 제11해병원정군 전개는 단순 경계 임무보다 상륙작전과 해상 통제력 확보까지 염두에 둔 움직임으로 해석. 트럼프 대통령은 48시간 내 해협 봉쇄를 해제하지 않을 경우 이란 발전 시설 타격이 시작될 것이라 언급했으나, 기한을 5일 연장 발표. 이란 전력망은 86GW의 발전소와 고압 송전선로가 전국에 걸쳐 분산되어 있어 군사적으로 완전히 무력화하기 어렵다는 판단이 작용
- 이란은 카타르와 세계 최대 사우스파 가스전을 공유하며 터키, 파키스탄, 아제르바이잔, 이라크 등에 PNG로 공급 중. 이란에 대한 전면 군사 타격은 주변국 에너지 공급망 전체를 흔드는 부작용을 수반. 결국 미국은 군사 압박과 외교 협상을 병행하는 이중 전략으로 선회했고 5월 미중 정상회담에서 호르무즈 개방을 핵심 의제로 올리는데 성공

### 이란의 전력망 분포 현황: 사실상 무력화하기 어려운 수준



자료: 산업자료, 유진투자증권

### 이란의 가스 공급망 분포: 터키, 파키스탄 등 6개국 이상에 연결



자료: 산업자료, 유진투자증권

# 이란의 강경한 태도

## 이란 국민들은 혁명수비대에 이미 종속되어 있는 상황

- 이란 혁명수비대는 지난 10년간 제재를 견디며 비달러 석유 거래 시스템을 사실상 완성. 위장 선박, 유령회사, 해상 환적, AIS 비활성화가 동원되고, 결제는 암호화폐나 위안화 현금으로 처리. 이 시스템은 단순한 제재 회피가 아니라 미국 중심 금융 질서에 대한 구조적 대항이라 판단
- 이란은 STEM 분야 졸업생 비중이 30% 이상인 공학 중심 국가. 장기 제재로 민간 고용이 막히면서 이 우수 인력이 혁명수비대가 통제하는 에너지·건설 부문으로 흡수되고 있음. 종교적 이념과 경제적 생존이 맞물려 혁명수비대에 대한 지지가 유지되는 구조
- 다만, 5월 미중 정상회담 이후 상황은 달라짐. 중국이 이란산 원유의 90% 이상을 구매하는 최대 바이어이자, 혁명수비대 시스템의 사실상 후원자였으나, 시진핑이 해협 군사화와 통행료 부과에 반대한다고 공식 선언함으로써, 이란이 기댈 수 있는 가장 큰 버팀목이 흔들리기 시작
- 이란이 완전히 물러설 가능성은 낮지만, 중국 압박이 본격화되면 협상 조건에서 일정 부분 양보할 유인이 생긴다고 판단. 혁명수비대가 호르무즈 장악을 이용해 탈달러 패권 구도를 만들려 했다면, 중국의 이탈은 그 구도 자체를 흔드는 변수가 될 수 있음

### 이란 우수 인력 자본의 혁명수비대 종속

| 구분    | 일반 졸업생                 | IRGC 연계 대학                    |
|-------|------------------------|-------------------------------|
| 실업률   | 10.7(공식), 실질 최대 40% 추정 | 0%                            |
| 취업처   | 민간 기업, 정부 기관, 해외 취업 등  | IRGC 및 산하 기관(에너지, 건설 등 핵심 산업) |
| 고용 성격 | 시장 경쟁 및 개인 역량          | 국가 안보 및 이념 기반 임용              |
| 현재 상황 | 경제 위기로 취업난 심각          | 안정적 고용 보장                     |

자료: 산업자료, 유진투자증권

### 위안화/달러 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

02

## OPEC 균열과 공급 질서 재편

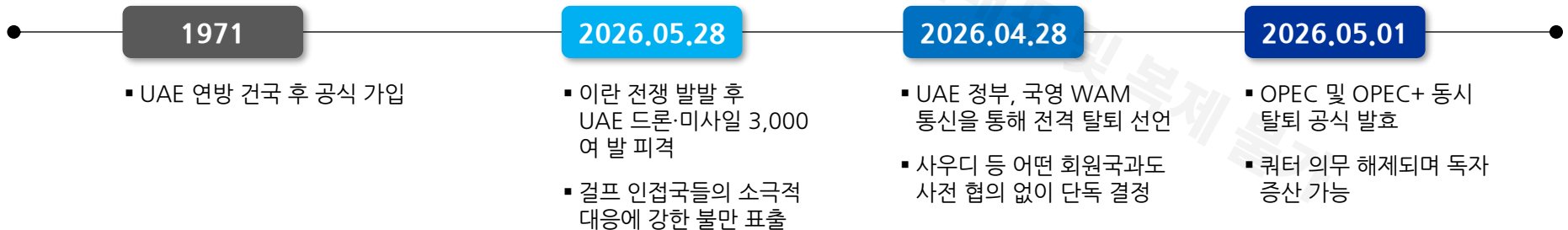
유진투자증권 리서치  
세배포 및 복제 불가

# UAE 탈퇴: 사실관계와 이례적 속도

## 4/28 발표, 5/1 효력: OPEC 59년 회원의 즉시 이탈

- UAE는 5월 1일부로 OPEC·OPEC+ 탈퇴를 선언. 3일 후 OPEC+는 UAE를 빼고 7개국 체제로 운영을 확인해 사실상 즉시 집행됨. OPEC 정관상 탈퇴는 통보 후 다음 해 1월에 효력이 발생하는 게 원칙. 그러나 카타르가 2018년 탈퇴 시 이 절차를 따른 것과 대조적으로, UAE는 3일 만에 탈퇴를 완료. 법적 절차보다 정치적 결단이 앞선 이례적 사례
- OPEC은 생산의 10%, 여유생산능력의 20%를 한 번에 잃음. UAE 입장에서는 쿼터 제약으로 묶여 있던 연간 500~700억 달러 규모의 기회비용을 털어낸 셈. 탈퇴의 진짜 배경은 이란의 UAE 영토 직접 타격이라 판단. 이란 공격 이후 아부다비는 미국·이스라엘 축으로 완전히 기울었고, 이스라엘이 처음으로 해외에 Iron Dome을 배치해 UAE 영공을 방어. 쿼터 불만이 표면이라면, 안보 이슈가 본질이라 볼 수 있음

### UAE 탈퇴 절차 타임라인



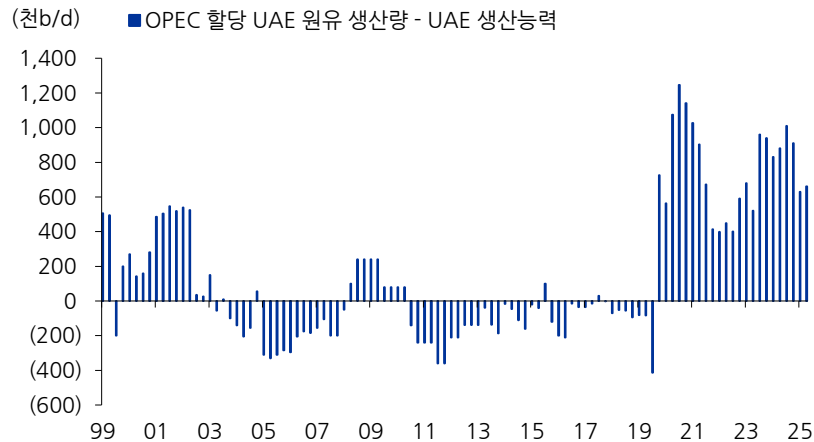
자료: 언론, 유진투자증권

# UAE 탈퇴의 본질: 생산능력 vs. 할당의 구조적 불일치

## 수요 정점 이전 시장점유 선점 전략

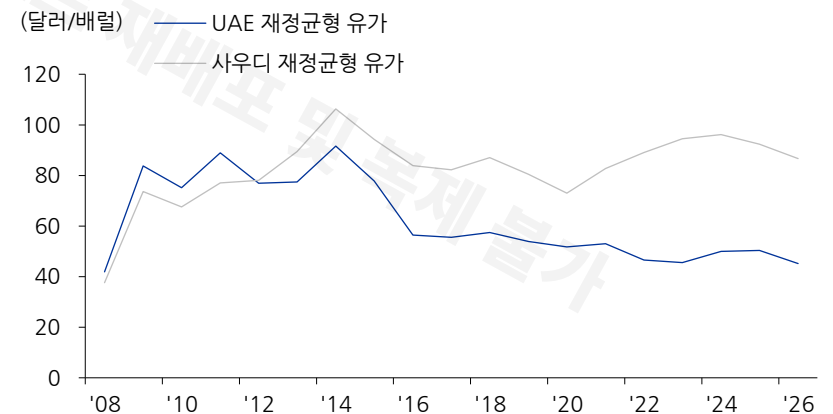
- UAE는 3,000억 달러를 투자해 2027년 생산목표 500만b/d를 추진하는 중. 사우디가 최대생산능력 목표를 오히려 낮추는 방향을 택한 것과 정반대의 움직임. 재정균형 유가도 UAE 50달러 vs. 사우디 90달러로 격차가 큼. UAE는 GDP의 77%가 이미 비석유 부문이어서 저유가 환경에서도 생존 가능
- 오히려 저유가일수록 경쟁자들이 먼저 탈락하는 구조를 이용할 수 있으며, 탈퇴 타이밍도 계산에 의해 실시된 것. 호르무즈가 막혀 있어 탈퇴해도 당장 물량을 쏟아낼 수 없는 시점이었고, 시장도 UAE 탈퇴보다 호르무즈 봉쇄를 더 크게 봐서 브렌트유는 오히려 120달러까지 상승. 시장 충격을 최소화하면서 구조적 전환을 완료한 것

## UAE 생산능력 vs. OPEC 할당 괴리 연도별 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## UAE·사우디 재정균형 유가 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 걸프 국가들 중국에서 등을 돌리다

## UAE 이탈이 GCC 전체에 보낸 신호

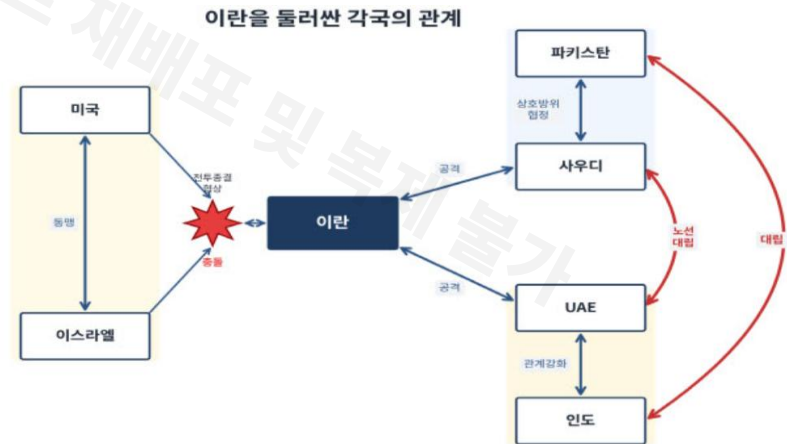
- 트럼프의 걸프 순방은 방산·AI·금융을 망라한 수조 달러 패키지. 숨은 의제는 하나였는데 걸프를 중국에서 떼어내는 것
- 이후 GCC 6개국 전체에 베이징과의 거리 두기 압박이 가해짐. 미-UAE AI 파트너십부터 방산 계약까지 모두 같은 방향을 가리킴
- 중국의 사우디·UAE 교역액은 각각 1,080억 달러인 반면 이란과는 412억 달러로, 걸프가 이란의 2.6배에 달함. 이란 편을 들수록 잃는 것이 더 많은 구조가 현실화됨. 중국이 5월 정상회담에서 이란 압박에 동참한 배경

## 5/19, 트럼프 미국 대통령과 UAE 세이크 모하메드 대통령 회담



자료: 언론, 유진투자증권

## GCC 안보 재정렬 구조도



자료: 언론, 유진투자증권

# 미중 정상회담, 중국을 이란 압박 수단으로 끌어들이다

## 5/14~15 베이징 회담에서 호르무즈·이란·미국산 원유 이슈를 공론화

- 트럼프는 베이징 방문 카드를 레버리지로 활용. 호르무즈 봉쇄 해제가 없으면 가지 않겠다고 압박하면서, 중국이 따로 관리하려 했던 중동 위기와 미중 무역 회복을 하나의 테이블에 올려놓음. 회담에서 미국이 내세운 3가지는 호르무즈 개방, 미국산 원유 구매, 이란 핵무장 불용. 시진핑은 해협 군사화와 통행료 부과에 반대한다고 밝혔고, 트럼프는 이란 문제에서 거의 전적으로 동의한다고 언급
- 중국이 이란산 원유의 90% 이상을 구매하는 최대 바이어라는 점에서, 중국의 이 발언만으로도 이란에 대한 최대 압력이 될 전망. 혁명수비대가 구축해온 비달러 석유 거래 시스템의 핵심 파트너가 공식적으로 거리를 뒀다 이란의 협상 외 출구를 좁히는 효과를 낼 전망

### 트럼프 대통령이 이란 이슈를 미, 중 회담에 올려 놓아 중국을 압박

POLITICS

## Trump says Xi offered help on Iran — but how far is Beijing willing to go?

PUBLISHED FRI, MAY 15 2026·8:41 AM EDT | UPDATED FRI, MAY 15 2026·1:14 PM EDT

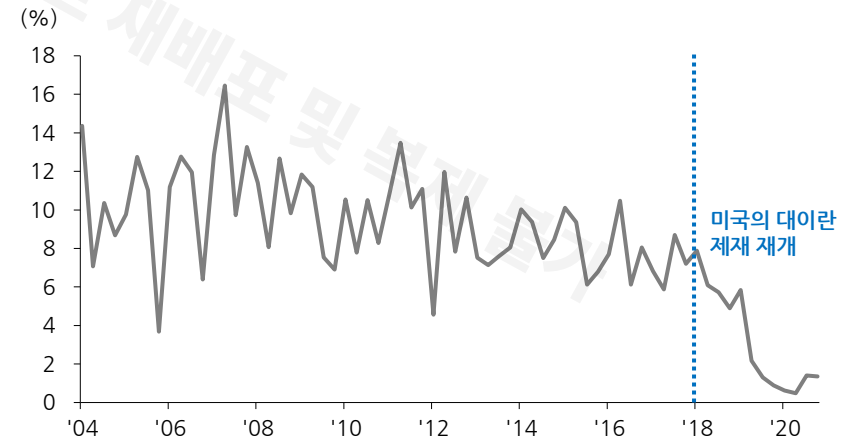
2026 Xi-Trump summit China / Diplomacy

## China under pressure as Trump ties high-stakes summit to Strait of Hormuz crisis

Beijing is being forced to weigh its reliance on stable energy routes against its tradition of non-interference, analysts say

자료: 언론, 유진투자증권

### 중국의 이란산 원유 수입 비중 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 이란 압박과 협상 진전

## 걸프 국가들이 이란에게 협상하라고 집단 압박

- 걸프 국가들은 트럼프에게 공습 중단을 요청. 이란의 보복이 자국으로 튀는 것을 원하지 않고, 에너지 시장이 추가로 흔들리는 것도 감당하기 어렵다는 공통 이해 때문. 주목할 변화는 사우디의 입장 전환. 2015년 JCPOA 때 핵 합의에 가장 강하게 반대했던 사우디가, 지금은 협상을 환영하는 쪽으로 돌아섬. 저유가 환경에서 이란과의 장기 갈등이 사우디에도 부담이기 때문
- 이란도 카타르·오만에 대한 공격 강도를 낮게 유지하며 협상 채널을 의도적으로 살려두고 있음. 루비오 국무장관은 파키스탄 중재로 미국 조건이 이란에 전달됐고 약간의 진전이 있다고 밝힘. 그러나 협상은 열렸지만 아직 미국의 이란 핵무장은 절대 불가라는 원칙인 레드라인은 움직이지 않고 있음. 이란이 이 레드라인을 수용하는 조건으로 제재 완화를 받아들일 경우, 호르무즈 정상화와 함께 이란산 원유의 시장 복귀가 현실화됨

### 걸프국가들의 종전 요구와 트럼프 대통령의 협상 가능성 시사

## For Gulf states, Hormuz uncertainty casts shadow over US-Iran ceasefire

Experts say Gulf states wary US could agree to deal giving Iran leverage over strategic energy waterway.

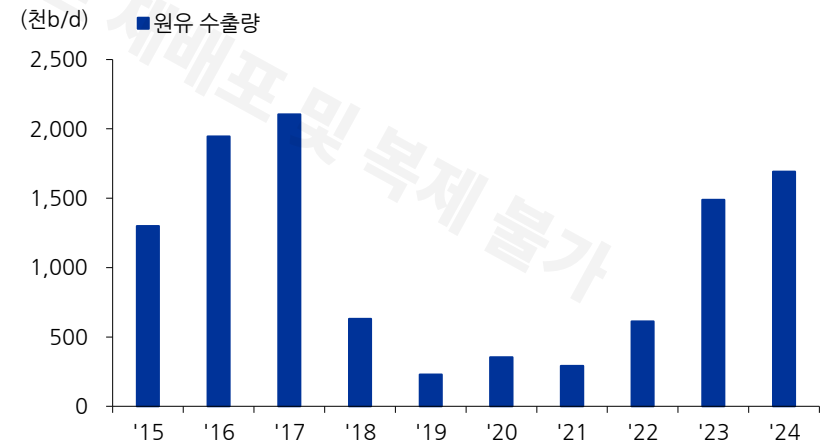
POLITICS

## Trump says Iran deal reopening Strait of Hormuz 'largely negotiated,' will be announced soon

PUBLISHED SAT, MAY 23 2026-12:08 PM EDT | UPDATED SUN, MAY 24 2026-4:27 AM EDT

자료: 언론, 유진투자증권

### 이란 원유 수출 추이



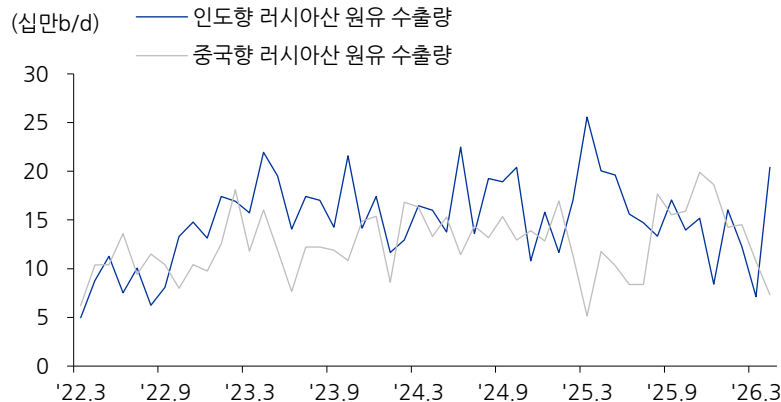
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 대러 제재 전환과 시장 파편화

## 어쩔 수 없이 러시아 원유 도입을 인정

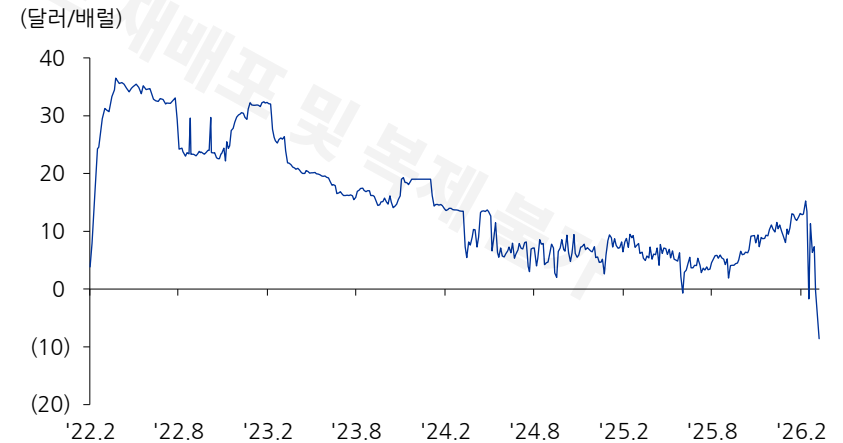
- 러시아 제재의 핵심은 유가가 아니라 시장이 어떻게 쪼개지고 있는가의 문제. 바이든은 G7이 사지 않되 중국·인도·터키에 할인된 러시아산이 흘러가도록 놔두는 전략을 썼고, 트럼프는 Rosneft·LUKOIL을 직접 겨냥해 실질적 금수를 시도. 그러나 실제 물동량은 달랐음. 그림자 선단과 신생 중간상들이 제재망을 비집고 수출을 이어감. 더 나아가 2026년 3월에는 미국이 호르무즈발 유가 급등을 잡으려고 오히려 러시아산 제재를 한시적으로 풀어 인도의 러시아산 구매가 한 달 만에 90% 급증
- 제재의 본질이 바뀌어 도덕적·법적 장벽이 아니라 가격·보험·허가로 구성된 가변적 비용 체계가 확립됨. 호르무즈 운임이 뚝수룩 제재 리스크를 감수하고도 러시아산이 더 싸지는 역설이 이 구조를 보여줌

### 인도·중국의 러시아산 원유 수입량 월별 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 러시아 Urals 원유 가격의 할인폭 추이 (vs. Brent)



자료: INCORRYS, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

03

## 미국 셰일 업계의 입장

투자증권 리서치  
재배포 및 복제 불가

# 국제유가의 방향성은 아래로

## 하락 속도가 관건

- 단기 유가 변동성 확대되나, 장기적으로는 미중 정상회담 이후 호르무즈 협상이 본격화되면서 지정학 프리미엄 점진적 소멸 전망. 시장에 피로감이 누적된 상황에서 추가 충격이 없다면 프리미엄 소멸은 가속화될 것
- 하반기 OPEC 회의에서 증산 규모가 추가로 확대될 가능성이 있음. UAE의 생산량 확대와 하반기부터 Non-OPEC 공급 증가와 OPEC 추가 증산이 맞물리며 국제유가는 우하향할 전망

## 국제유가 선물 기간 스프레드 백워데이션 유지 중

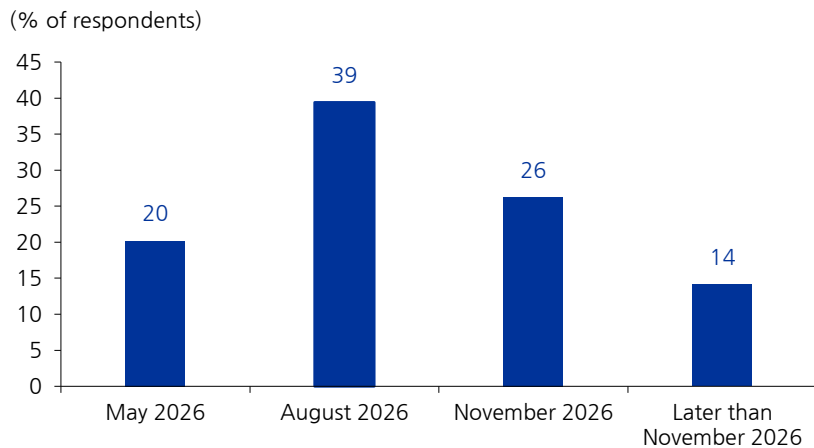


자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 호르무즈 교통량 정상화에 대한 시각

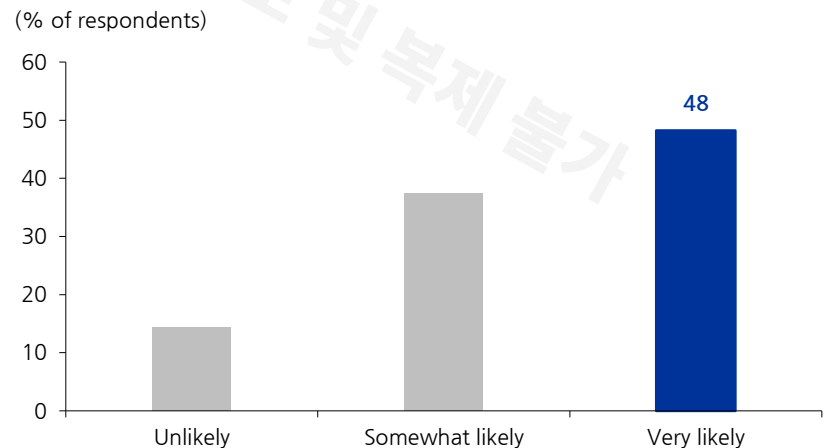
- Dallas Fed 서베이 응답 기업의 39%는 호르무즈 교통량 정상화 시점을 2026년 8월로 전망. 20%는 5월 내 정상화를 예상했고, 26%는 11월, 14%는 그 이후로 봄
- 향후 5년간 호르무즈 리스크 재확대 가능성에 대해 응답 기업의 48%가 매우 가능성 높음(Very likely)을 선택. 이번 위기가 일회성이 아니라 구조적 리스크로 자리잡았다는 시장의 인식을 보여줌
- 이번 호르무즈 사태가 해소되더라도 보험사와 선사들은 중동 항로 리스크 프리미엄을 유지할 가능성이 높음. 동시에 비중동 대체 항로에 대한 수요는 구조적으로 증가할 전망

## 호르무즈 해협 교통량 정상화 예상 시점 전망



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

## 향후 5년간 호르무즈 해협 리스크 재확대 가능성

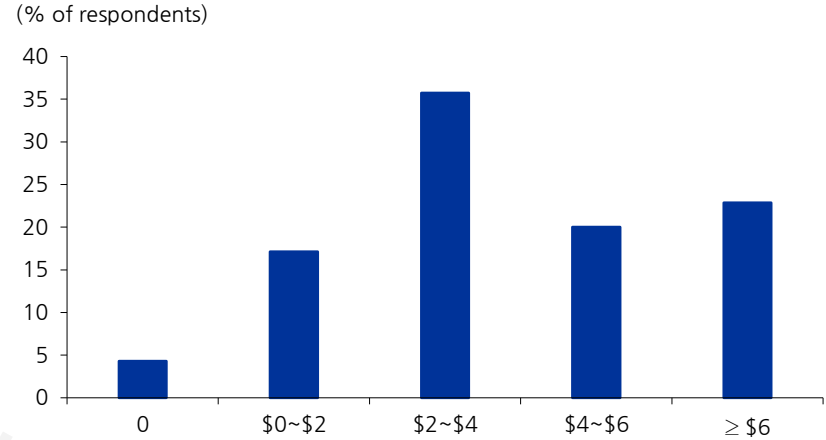


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

# 페르시아만 생산 중단 유전 회복률 및 운송 비용 전망

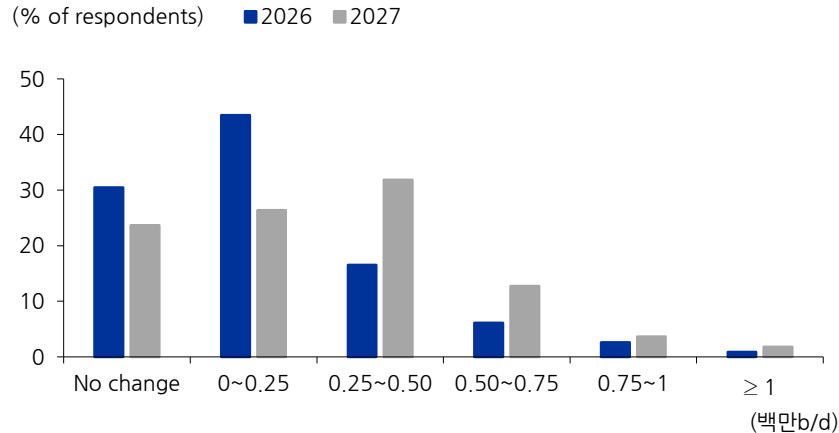
- 페르시아만 생산 중단 유전의 회복률에 대해 응답 기업의 상당수는 90~100% 수준을 전망. 생산 설비 자체의 물리적 손상보다 물류·보험 차질이 더 큰 병목이었음을 시사
- 종전 후 페르시아만 석유 운송 비용은 배럴당 2~4달러 상승이 지속될 것으로 전망하는 응답이 가장 많았음. 보험료와 운임이 위기 이전 수준으로 완전히 돌아오지 않는다는 시장의 판단
- 향후 2년간 이란 전쟁 대응에 따른 미국 석유 생산량 증가는 2026년 기준 0.25~0.50백만b/d 수준으로 제한적일 전망. 신규 시추 손익분기점이 낮음에도 기업들이 보수적으로 대응하고 있음을 알 수 있음

## 종전 후 페르시아만 석유 운송 비용 변화 전망



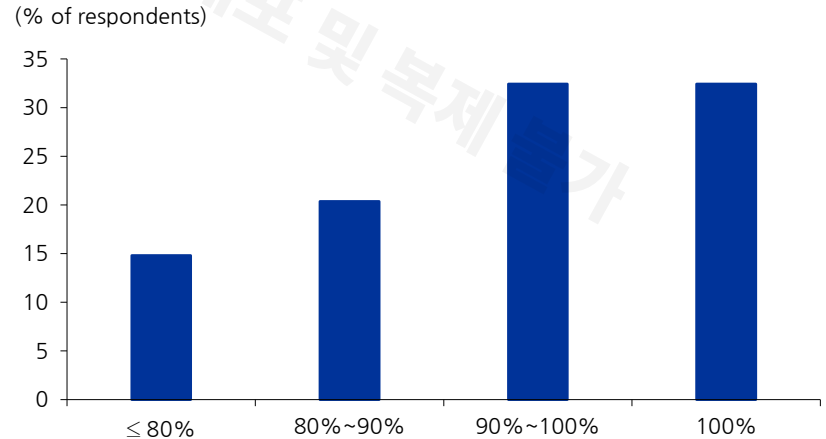
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

## 향후 2년간 이란 전쟁 대응에 따른 미국 석유 생산량 증가 전망



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

## 페르시아만 생산 중단 유전의 회복률 전망

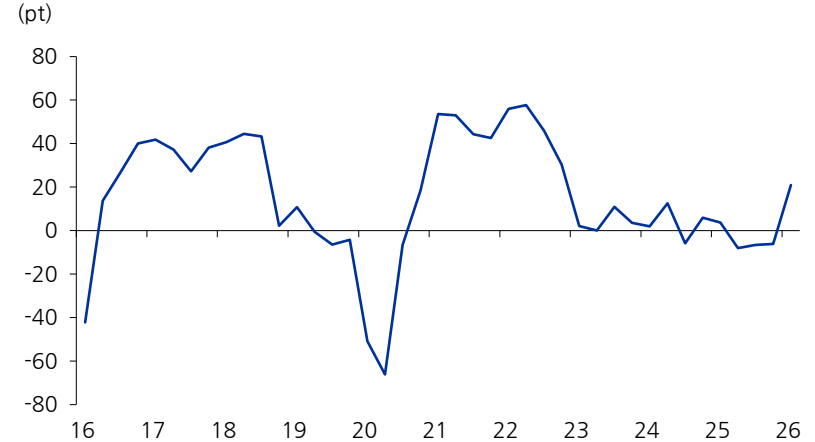


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

# 국제유가 강세로 미국 E&P 활동지수 개선

- 호르무즈 위기로 단기 유가가 급등했으나 셰일 업체들은 신규 투자에 신중한 태도를 유지. 지정학 프리미엄이 언제 사라질지 모르는 상황에서 장기 투자를 결정하기 어려웠기 때문. 이는 미국 생산량이 고유가 국면에서도 크게 늘지 않았던 이유이기도 함

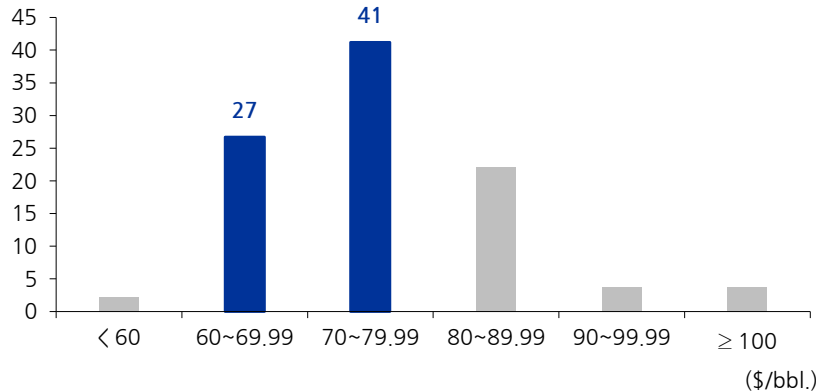
## E&P 활동지수 상승



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

## 미국 E&P, 유전서비스 업체들의 국제유가 전망

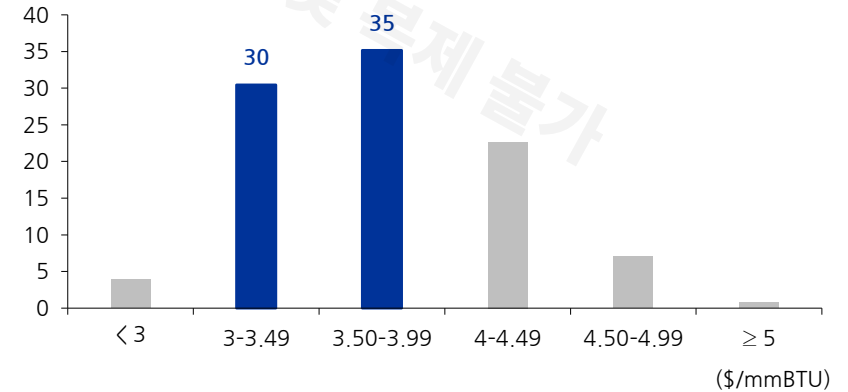
(% of respondents)



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

## 미국 E&P, 유전서비스 업체들의 가스가격 전망

(% of respondents)



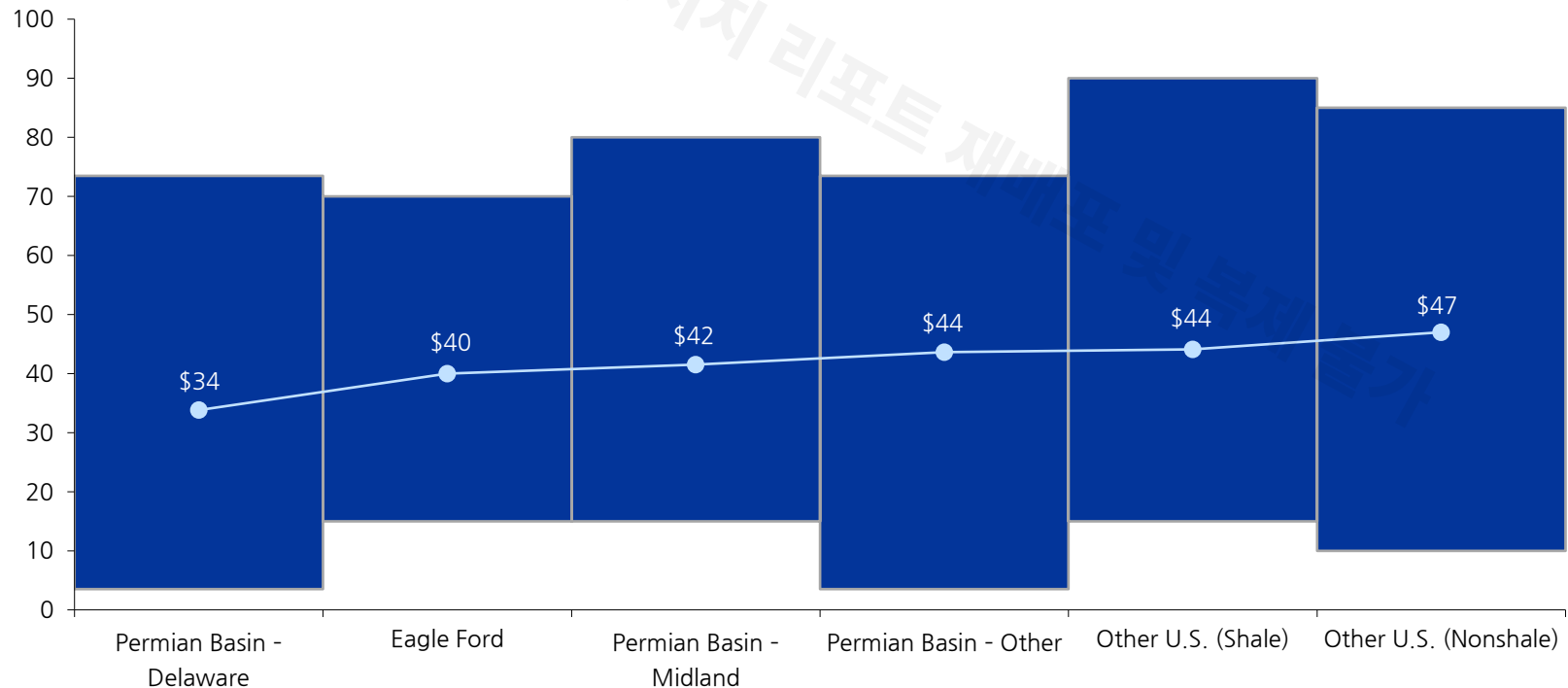
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

# 기존 유정 운영 비용은 평균 44달러/배럴

- E&P 회사가 기존 유전의 운영을 하기 위해 필요한 유가는 44달러/배럴로 작년 41달러/배럴에서 상승. 지역별로 다르나 평균 가격은 배럴당 34달러에서 47달러 사이에 분포
- 대부분의 회사는 현재 가격으로 기존 유정의 운영 비용을 충당 가능하다고 발표

기존 유정 운영비 충당에 필요한 WTI 수준

(달러/배럴)



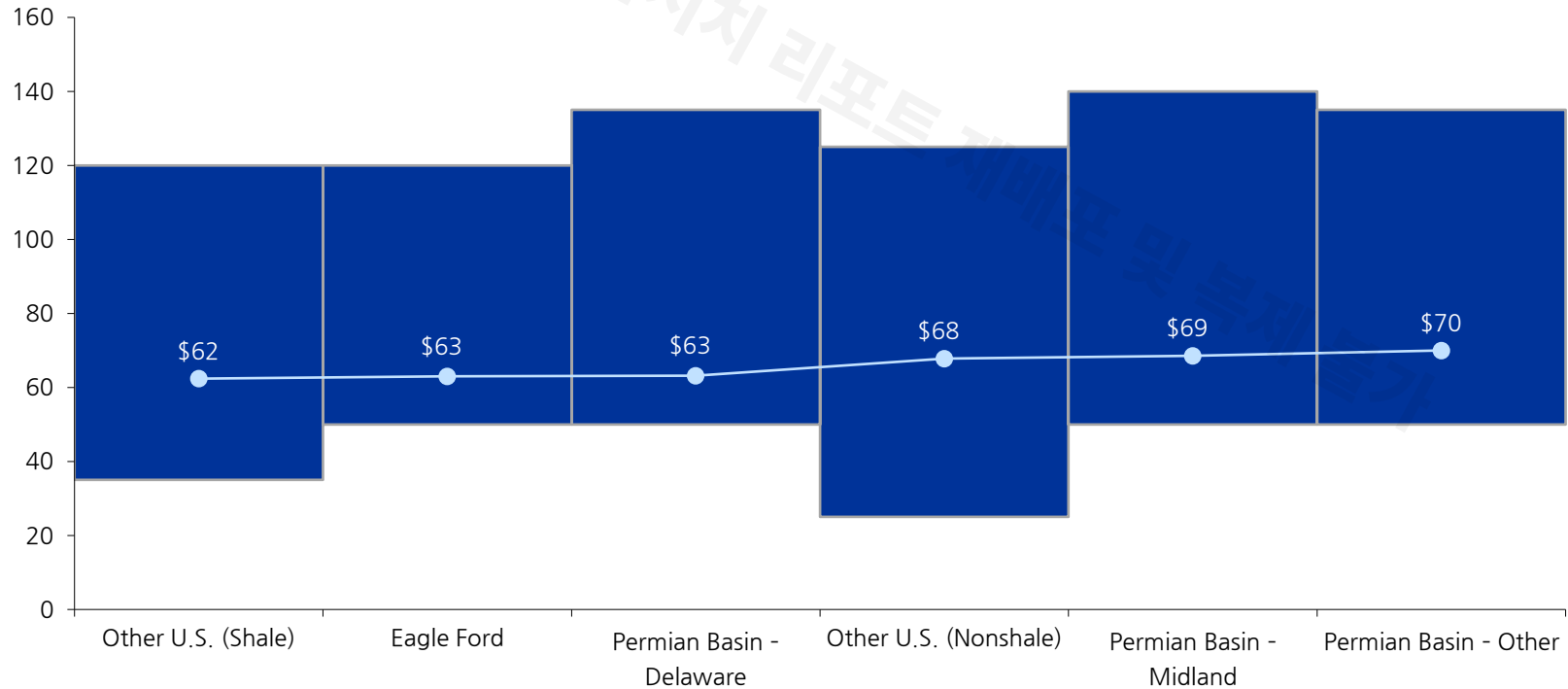
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

# 신규 시추 비용은 평균 68달러/배럴

- 신규 유정 시추를 위해 필요로 하는 평균 유가는 68달러/배럴로 현재 유가를 상회. 분지별로 수익성 있는 시추를 위한 평균 손익분기점은 배럴당 62달러에서 70달러 사이. 퍼미안 분지 손익분기점은 배럴당 평균 69달러로 작년 65달러 대비 상승

## 신규 유정의 수익성 있는 시추에 필요한 WTI 수준

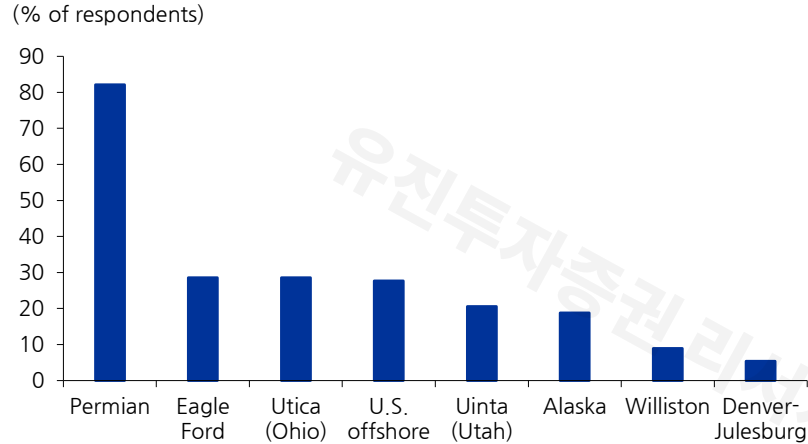
(달러/배럴)



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

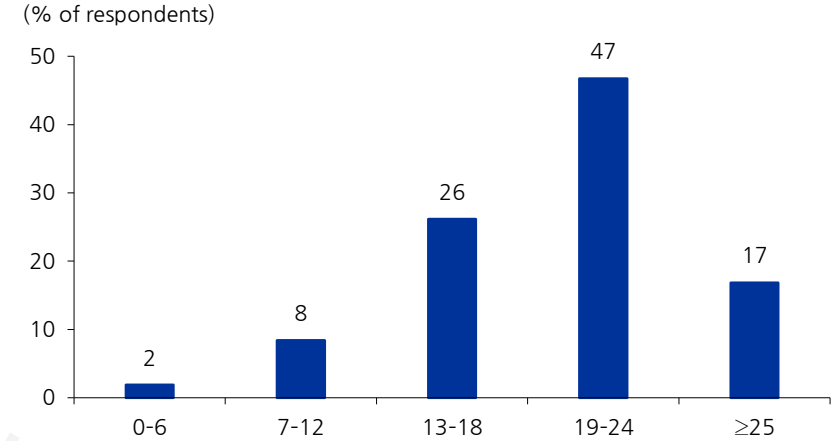
# 미국 셰일 시추 유정수는 서서히 증가 전망

향후 1년간 미국 석유 생산량 증가 예상 지역



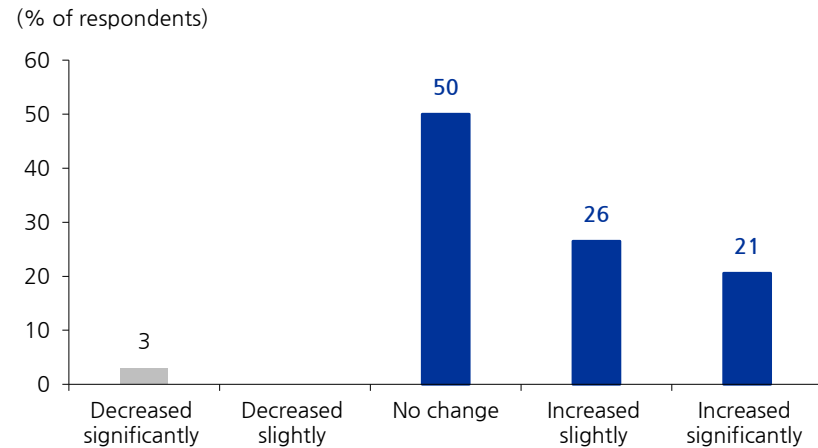
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

2020년대 말까지의 미국 독립 석유·가스 E&P 기업 수 전망



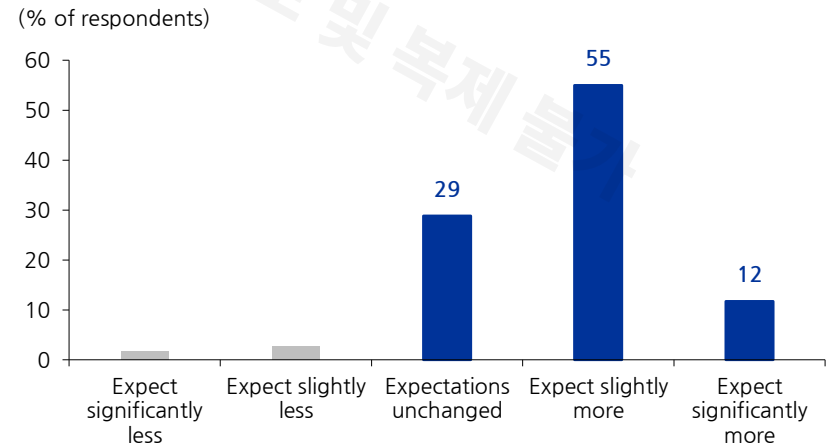
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

최근 유가 상승을 반영한 2026년 북미 시추 유정 수 변화 전망



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

3개월 전 대비 향후 24개월 베네수엘라 석유 생산량 기대치 변화

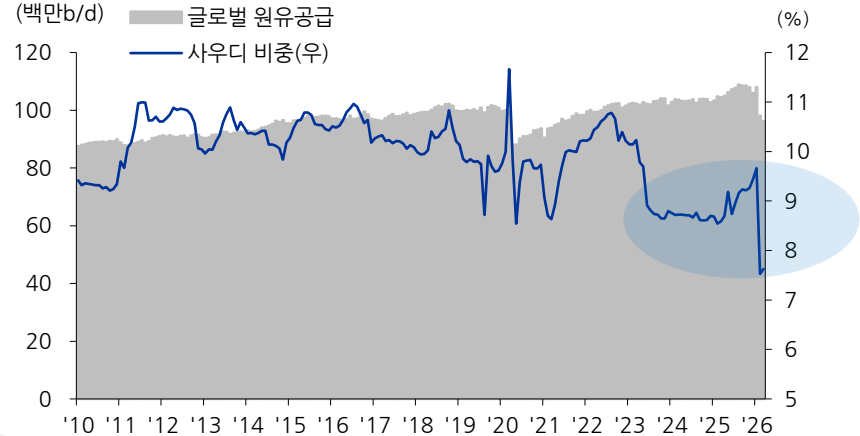


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

# 미국 석유 공급은 완만한 증가 전망

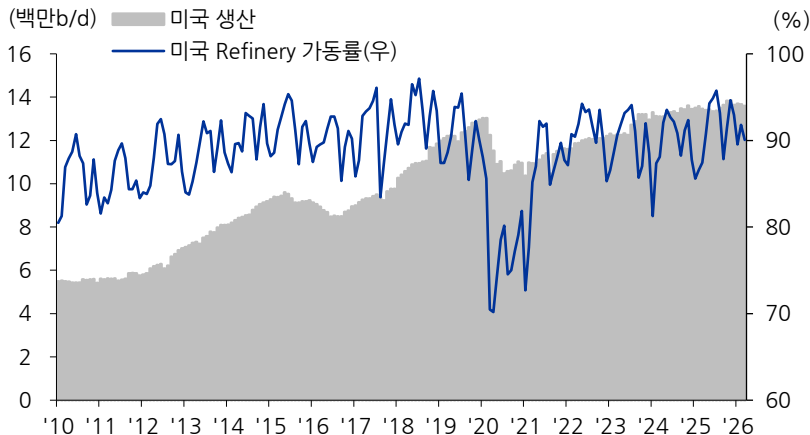
- 세계 원유 공급량은 미국, OPEC+ 증산으로 증가 지속될 전망
- UAE 탈퇴와 OPEC+ 결속력 약화로 균열 본격화되며 석유 생산 물량 증가 전망. 사우디의 점유율도 사상 최저를 기록하고 있어 OPEC 회의에서 대규모 증산으로 전략 변경 가능성 존재
- **하반기 OPEC 회의에서 증산 규모가 더욱 커질 전망**

## 사우디의 원유 생산량 급감



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 미국 생산량 지속 증가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

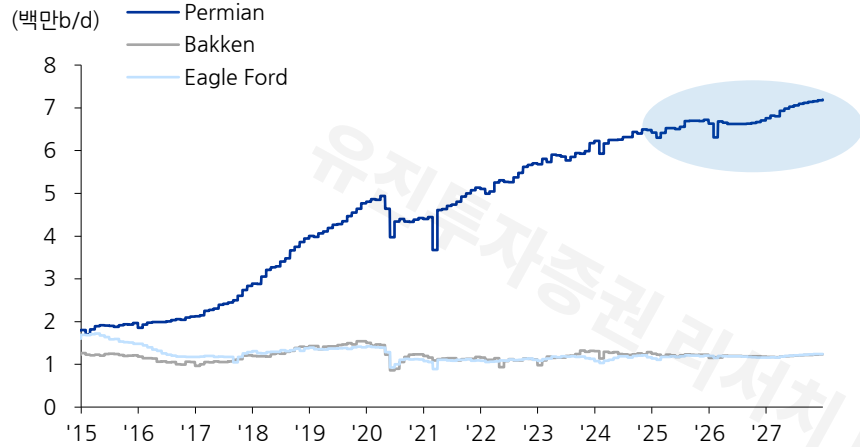
## 미국 석유 제품 수출량 지속 증가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

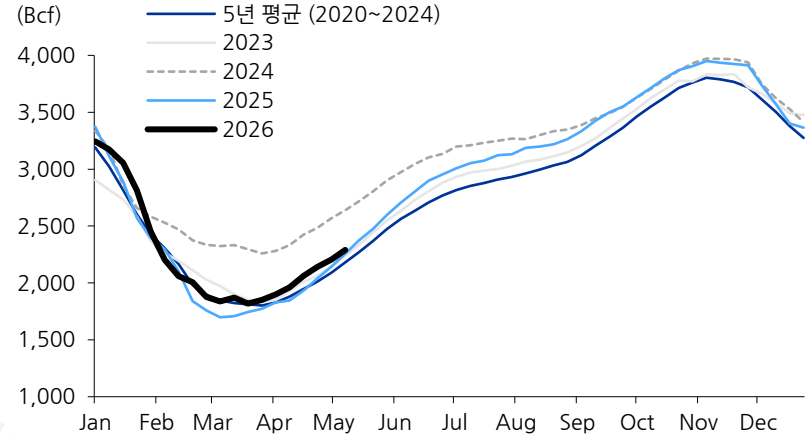
# 기존 유정 외에 신규 투자도 다시 시작될 전망

## 미국 주요 셰일오일 생산량 전망



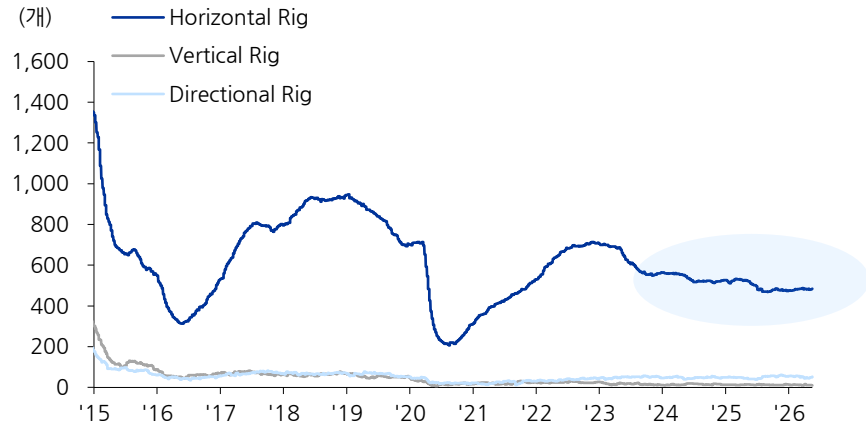
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 천연가스 재고량



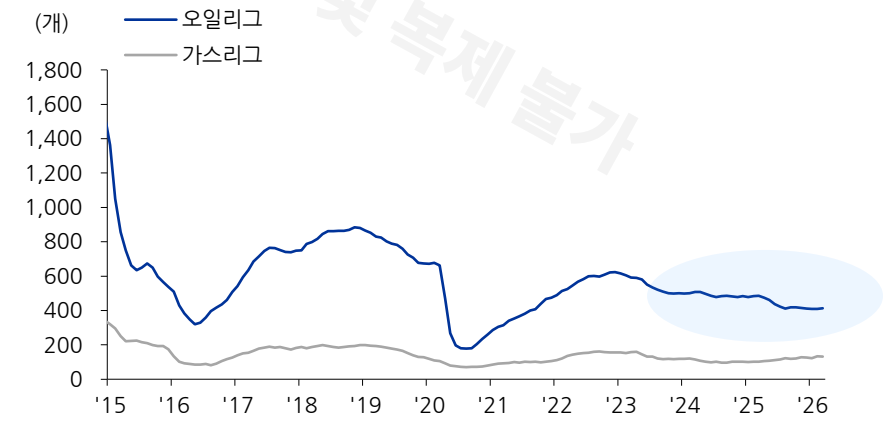
자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 천연가스 시추 수평, 수직 리그 수 정체



자료: EIA, 유진투자증권

## 미국 원유, 가스 리그 수 정체



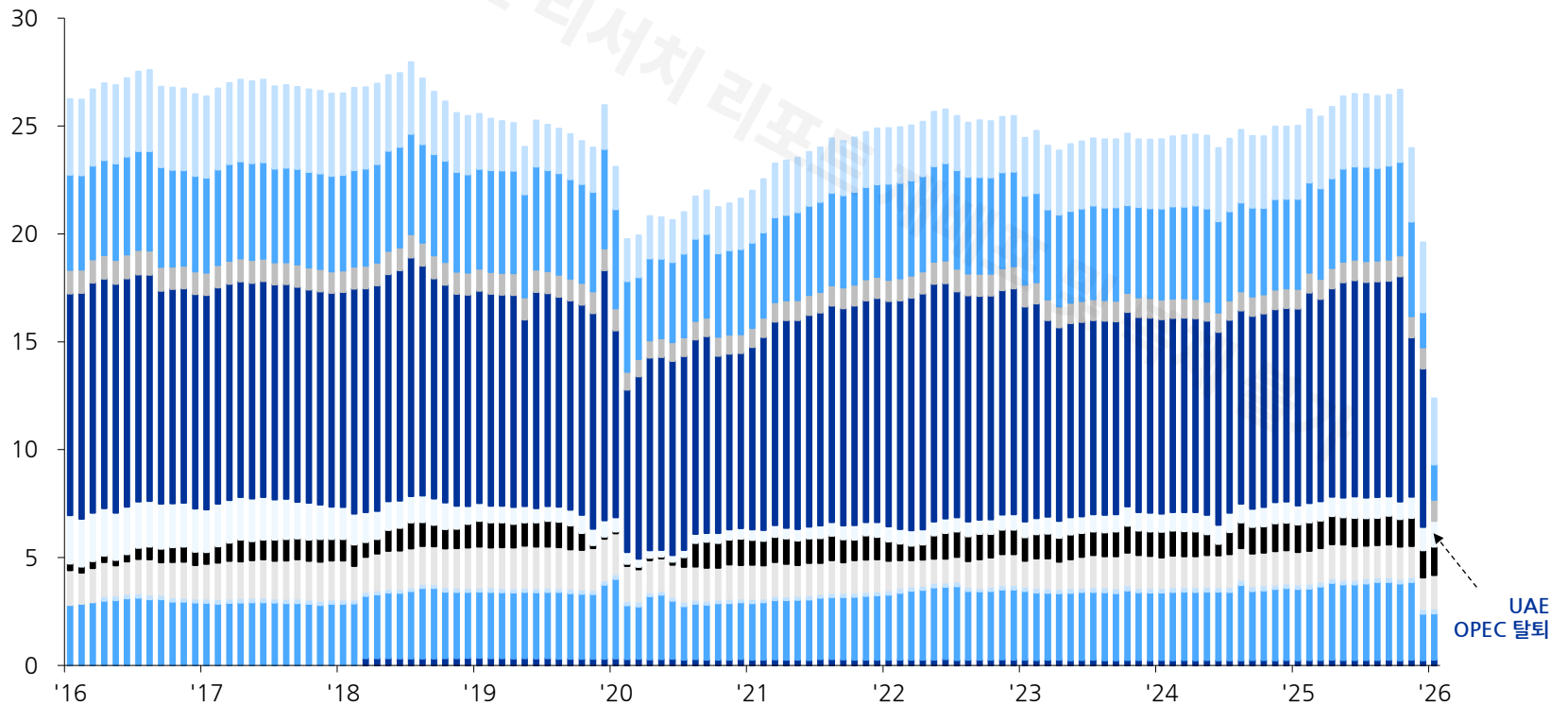
자료: EIA, 유진투자증권

# OPEC 생산량 증가 속도가 중요

- UAE가 OPEC에서 이탈함으로써 쿼터 제약 없이 생산 목표(2027년 500만b/d)를 향해 독자적으로 증산할 수 있게 됨. OPEC의 감산 조정력이 약화되는 동시에 시장에 공급이 추가되는 이중 효과가 발생. OPEC의 2030년까지 여유생산능력 증가 정책은 여전히 유효하며, 가격 우선 정책보다 생산량 확대 전략이 우세해질 전망

## OPEC 국가별 산유량

(백만b/d) ■ Congo ■ United Arab Emirates ■ Gabon ■ Nigeria ■ Libya ■ Venezuela ■ Saudi Arabia ■ Algeria ■ Iraq ■ Iran

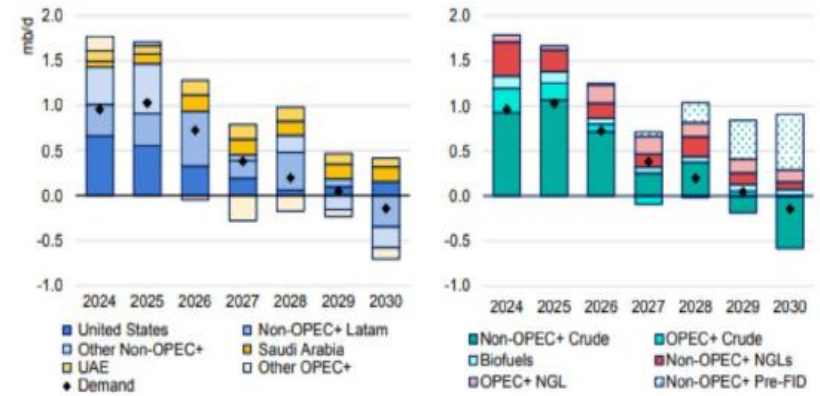


자료: Bloomberg, 유진투자증권

# Non-OPEC 공급량 증가할 것이라는 기존의 시각도 유지

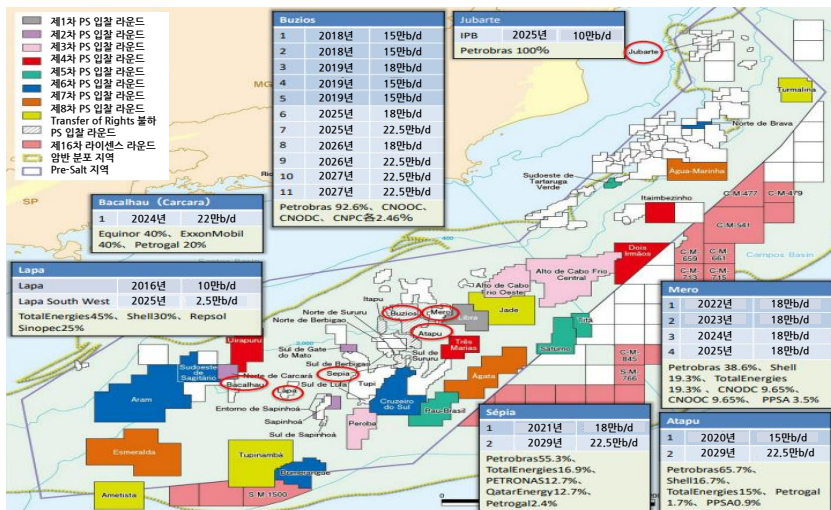
- 미국: 신규 유정 투자보다 기존 유정 활용한 시추 효율화로 2026년까지 증가 → 2027년부터 신규 유정 투자도 확대
- 브라질: 해양개발로 +24만b/d 증가
- 가이아나: +16만b/d 증가
- 이외 캐나다, 우루과이, 아르헨티나 등 Non-OPEC 국의 생산량 증가 총 합계 +100만b/d 초과

## IEA의 석유 공급량 증가 전망: Non-OPEC 중심 성장 전망 유지



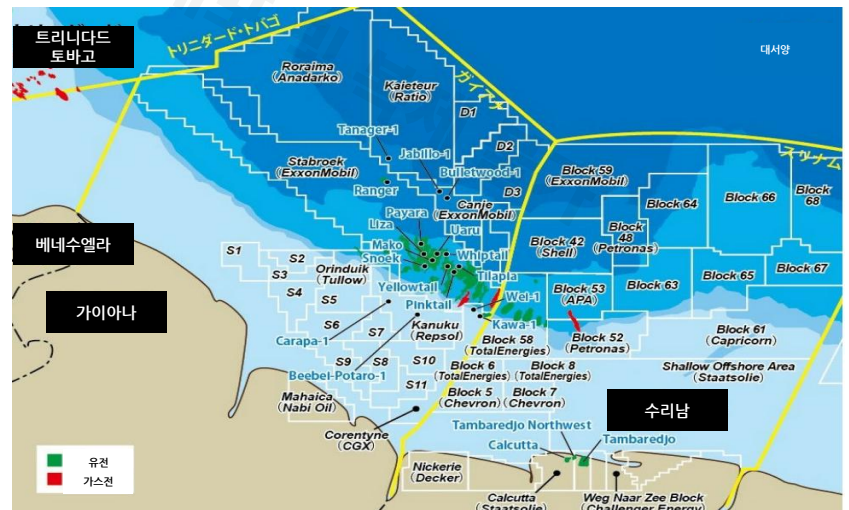
자료: IEA, 유진투자증권

## 브라질 주요 유전 현황(Pre-Salt Basin)



자료: 산업자료, 유진투자증권

## 가이아나/수리남 광구도(\*Stabroek 가채매장량 120억bbl 근접)



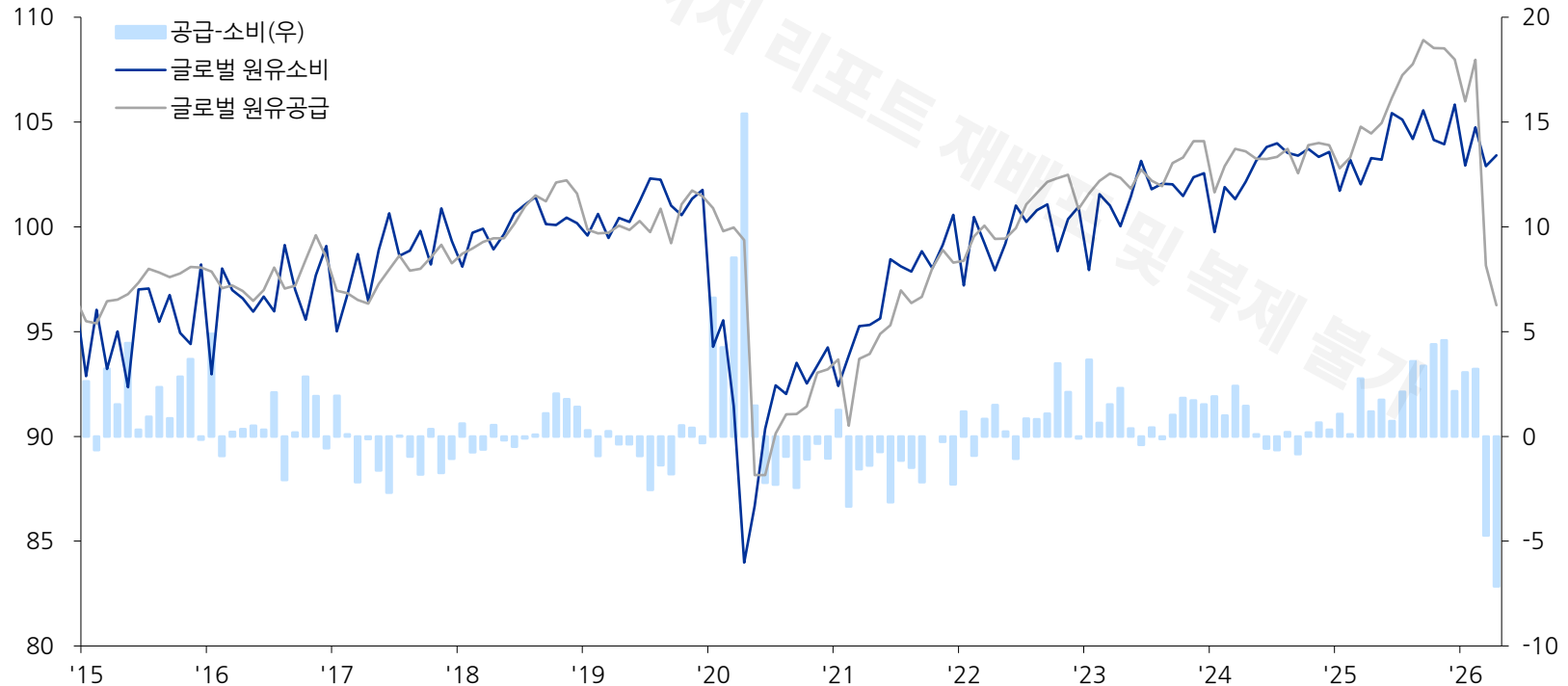
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 원유 수급 전망, 아직은 공급이 부족하지만

- 현재 미국 상업용 원유 재고 기준으로는 국제유가 70~80달러/배럴이 평균. 협상 진전에 따른 호르무즈 정상화와 OPEC 증산이 맞물리는 기본 시나리오. 여기에 하반기까지 UAE + Non-OPEC 생산량 증가, 종전이 겹칠 경우 70달러/배럴 붕괴 후 60달러/배럴까지 하락
- 호르무즈 봉쇄 장기화, 재고가 감소할 경우 120달러/배럴 상회 전망. 협상 타결이 지연될 경우 가능성이 존재하나 현재 기준으로는 크지 않다고 판단

## 국제유가 수급 동향

(백만b/d)

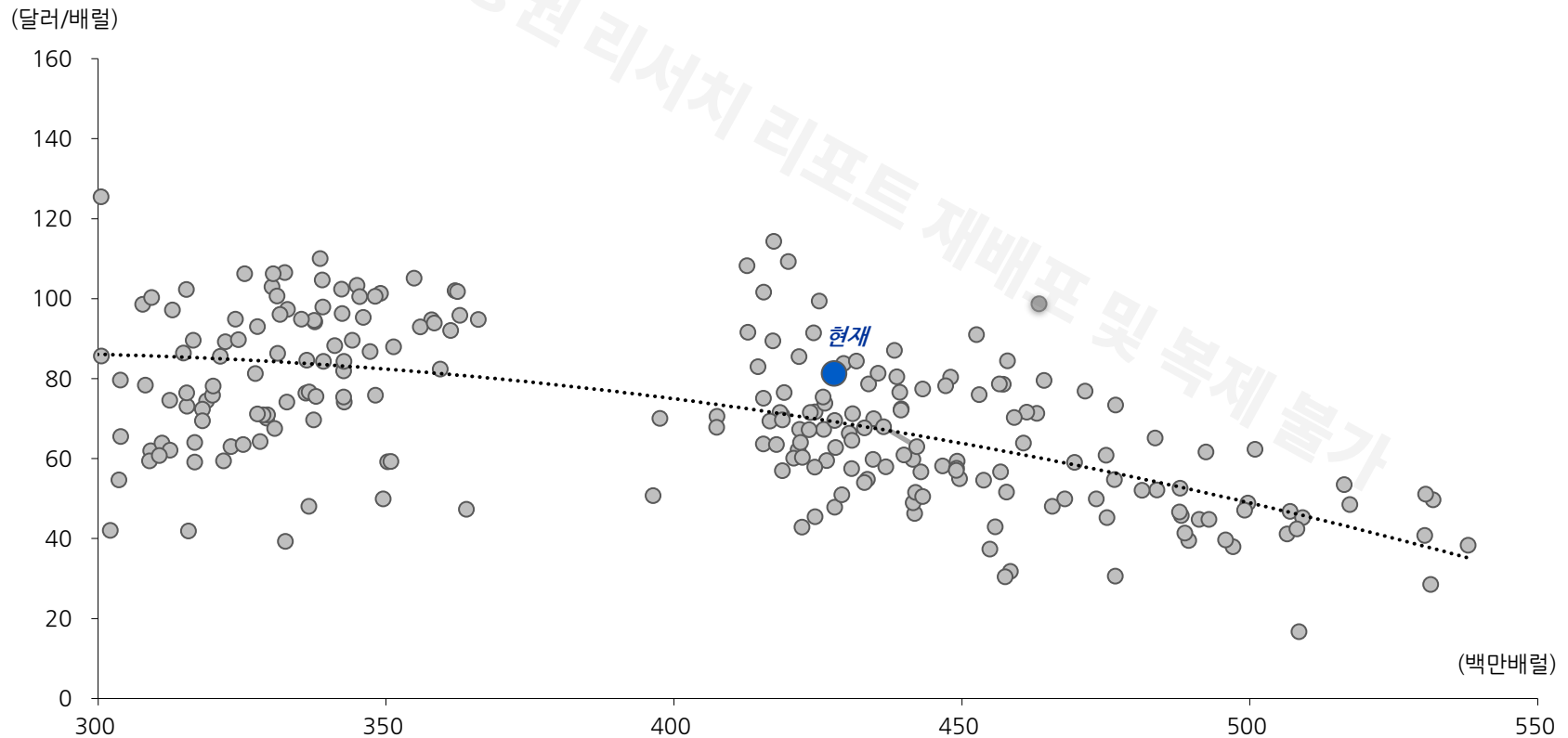


자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 종전 시 하반기까지 생산량 회복되며 국제유가 하락 전망

- Scenario 1: 현재 재고 수준을 기준으로 평균 유가는 [70~80달러/배럴](#)
- Scenario 2: 전쟁 장기화, OPEC 생산량 더디게 증가, 재고 감소 → [120달러/배럴 초과](#)
- Scenario 3: 종전, UAE 생산량 증가, Non-OPEC 생산량 증가 → [60달러/배럴까지 붕괴](#)

## 원유재고와 국제유가의 상관관계



자료: Bloomberg, 유진투자증권

04

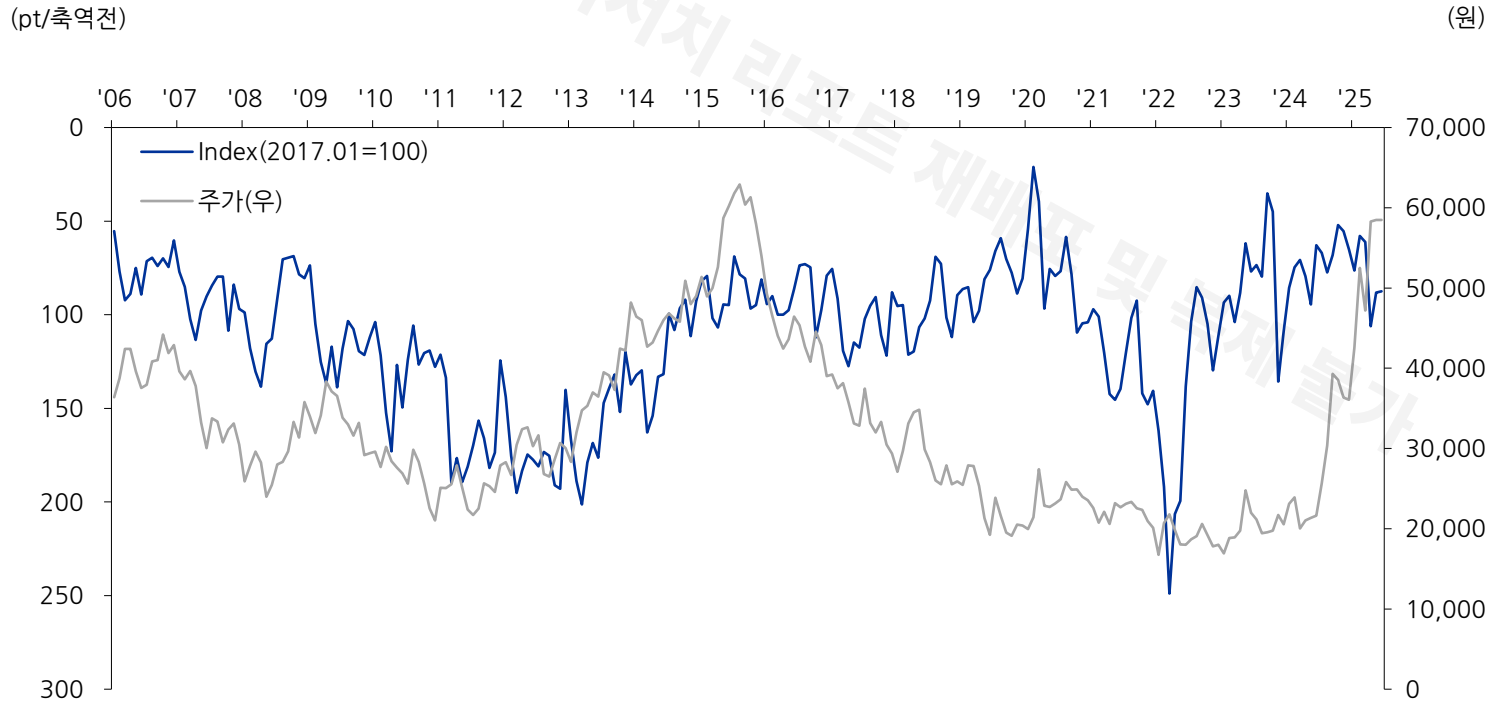
## 유틸리티 하반기 전망

유틸리티 투자증권 리서치 및  
유틸리티 배포 및 복제 불가

# 원/달러, 국제유가 강세를 SMP 상한제로 막을 수 있다

- 최근 환율 급등, 국제유가 강세로 내년 상반기까지 SMP 상승하며 가중평균 투입 원가 강세 지속 전망
- 연초 SMP는 100~110원/kWh 이었으나, 현재 130원/kWh 수준이며, 하반기에는 산술적으로 180~200원/kWh 도달 가능
- 전기요금이 170원/kWh 수준이기 때문에 제도적인 도움이 없다면 3Q26부터 적자 전환 우려 존재
- 그러나 정부는 발전용 LNG 상한제 도입 가능성을 시사했으며, 이는 3월 SMP 상한제 도입 언급과 일맥상통하는 얘기. 당사는 하반기 상한제 실시 가능성이 높다고 판단

## 한국전력의 가중평균 발전 단가(축역전)와 주가의 상관관계

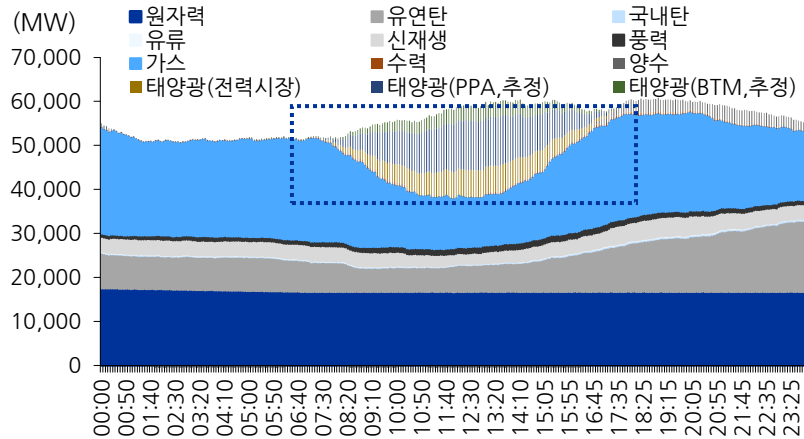


자료: 한국전력, 유진투자증권

# 상한제 시행 없이도 재생에너지 확대로 시장 변동비 하락 전망

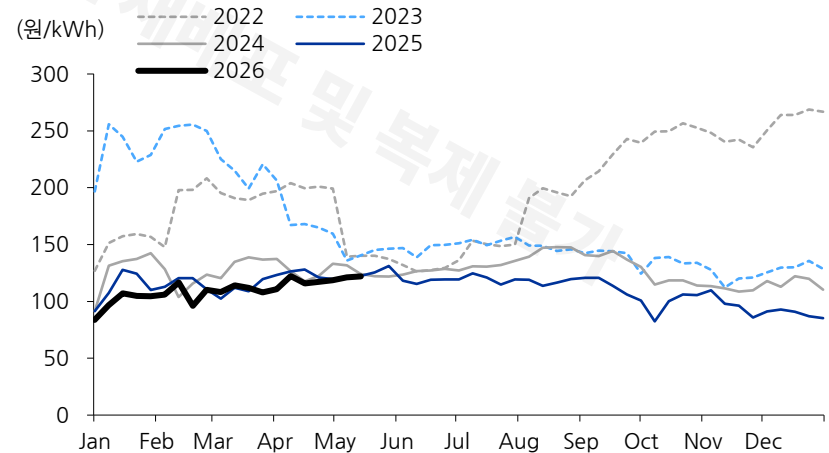
- 국내 전력 시장은 변동비 반영(Cost Based Pool) 시장이며, 시장 가격은 전력 수요에 대한 한계발전소의 전력 생산 단가로 결정
- LNG 발전소가 한계발전소로 결정되는 비중이 90%를 상회 중이나, 급전 지시 없이 가동되는 재생에너지 사용량이 늘어날수록 기존 발전소 입장에서는 전력 수요가 차감되는 효과로 작용
- 기존에는 재생에너지 PPA 계약단가가 산업용 전기요금보다 높아 기업들의 재생에너지 구매 의지가 클 수 없었음
- 현재 전기요금 인상이 지속되며 재생에너지에 대한 니즈는 더욱 커지고 있음 → 캘리포니아처럼 제주도는 이미 SMP가 0이 되는 사례가 빈번히 발생하고 있으며, 육지도 비슷한 흐름 전망
- **계통 최대부하에서 재생에너지가 차지하는 비중이 최대 30% 이상으로 상승 중으로 하반기 SMP는 생각보다 낮을 수 있으며, 상승해도 SMP 상한제 적용되며 한국전력 원가 안정화 전망**

전력계통에 재생에너지 비중 급증



자료: KPX, 유진투자증권

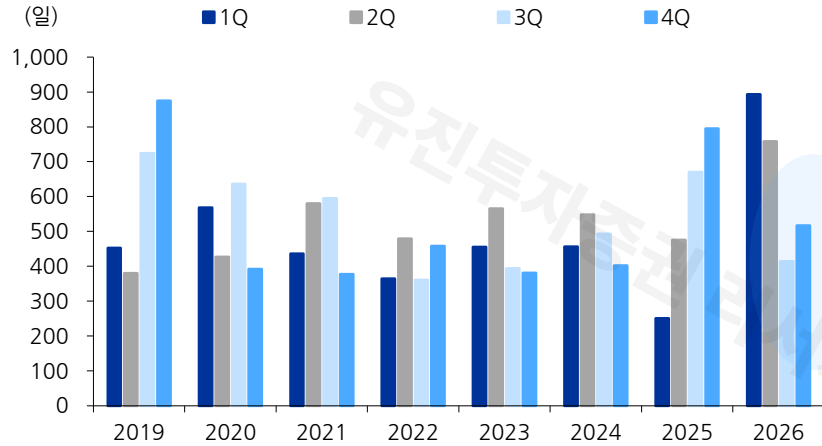
변동비인 SMP는 더욱 상승하기 어려운 시장 환경



자료: EPSIS, 유진투자증권

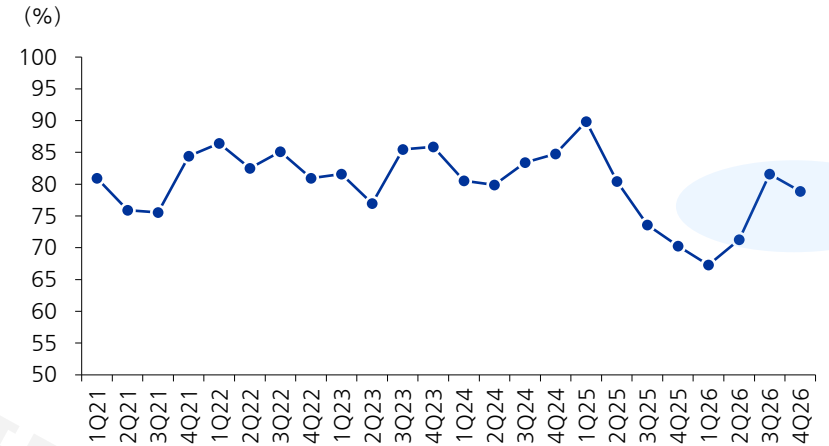
# 원전 가동률 하락은 하반기 반등 전망

한수원 원전 정비 일수는 전년 대비 대폭 증가



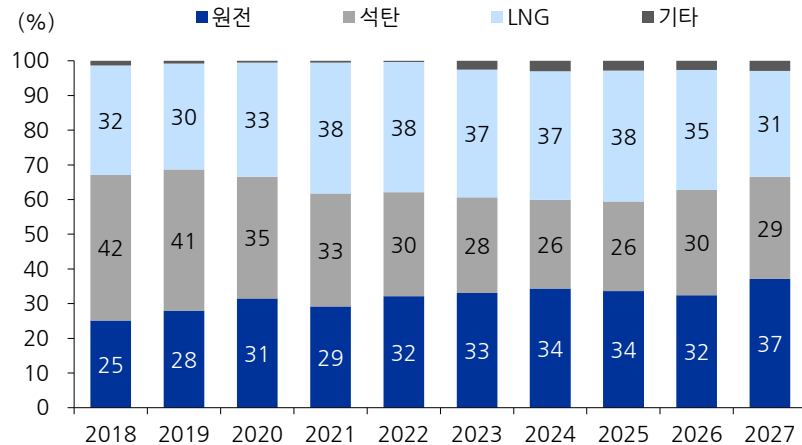
자료: 한수원, 유진투자증권

2026년 원전 가동률 평균 75% 전망. 하반기 80%대 반등



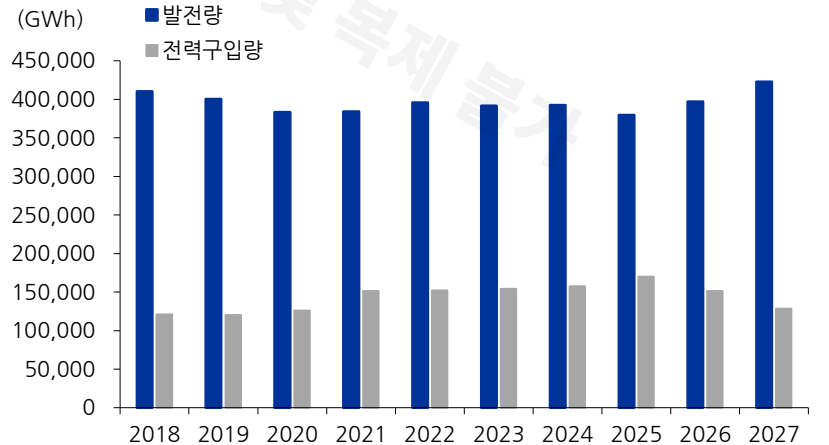
자료: 한수원, 유진투자증권

원전 발전믹스는 '26년 32%로 악화 뒤 '27년 37%로 반등 전망



자료: 한국전력, 유진투자증권

전력구입량 비중 '26년 28%, '27년 23%로 하락 전망



자료: 한국전력, 유진투자증권

# 공공요금 인상 및 SMP 상한제 도입 명분은 더욱 부각될 전망

- 한국전력의 예산상 CAPEX는 2025년 19조원, 2026년 23조원으로 계획. 송배전은 2025~2026년 기준 8.5조원에서 9.6조원으로 추가 확대
- 중장기 송변전 계획 고려하면 투자비는 추가 확대될 것이라 판단. SMP 상한제를 통한 비용 통제와 공공요금 정상화가 동시에 이루어질 전망

## 한국전력의 투자비 전망

| (단위 억원)      |                      | 2024           |             | 2025           |             | 2026           |             |
|--------------|----------------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|
|              |                      | 연간             | 비중          | 연간             | 비중          | 연간             | 비중          |
| 송배전<br>설비    | 건설 소계                | 54,633         | 33%         | 58,115         | 31%         | 67,640         | 29%         |
|              | 보강 소계                | 25,174         | 15%         | 27,090         | 14%         | 28,534         | 12%         |
|              | <b>송배전 계</b>         | <b>79,807</b>  | <b>48%</b>  | <b>85,205</b>  | <b>46%</b>  | <b>96,174</b>  | <b>42%</b>  |
| 발전<br>설비     | 원자력발전설비 건설           | 20,510         | 12%         | 19,010         | 11%         | 25,324         | 11%         |
|              | 화력발전설비 건설            | 16,792         | 10%         | 21,411         | 13%         | 30,954         | 13%         |
|              | - 석탄발전설비 건설          | 1,545          | 1%          | 2,639          | 2%          | 2,055          |             |
|              | - LNG복합설비 건설         | 15,246         | 9%          | 18,772         | 11%         | 28,899         |             |
|              | 신재생/기타발전설비 건설        | 4,441          | 3%          | 4,804          | 3%          | 9,626          | 4%          |
|              | 원자력설비 보강             | 18,404         | 11%         | 25,161         | 15%         | 30,378         | 13%         |
|              | 화력발전설비 보강            | 17,681         | 11%         | 20,851         | 12%         | 23,341         | 10%         |
|              | - 석탄발전설비 보강          | 13,145         | 8%          | 13,960         | 8%          | 13,999         |             |
|              | - LNG복합설비 보강         | 4,536          | 3%          | 6,890          | 4%          | 9,342          |             |
|              | 원자력                  | 38,914         | 23%         | 44,171         | 24%         | 55,702         | 24%         |
|              | 화력                   | 34,472         | 21%         | 42,262         | 23%         | 54,295         | 23%         |
|              | <b>발전 계</b>          | <b>77,827</b>  | <b>46%</b>  | <b>91,236</b>  | <b>49%</b>  | <b>119,623</b> | <b>52%</b>  |
|              | 기타(통신, 업무, 무형자산, 기타) |                | 10,177      | 6%             | 10,449      | 6%             | 15,471      |
| <b>투자비 계</b> |                      | <b>167,811</b> | <b>100%</b> | <b>186,890</b> | <b>100%</b> | <b>231,268</b> | <b>100%</b> |

자료: 한국전력, 유진투자증권

# 시장 개방과 투자확대는 요금 규제 개편으로 이어질 전망

## 원가회수율과 한전의 PBR은 동행

- 당사 추정 한국전력의 2025년 원가회수율은 118%이며, 2027년에는 131%로 급증 전망 (현재 2022년까지만 공개)
- 역사적 고점 2016년 107%를 재차 경신 → **밸류에이션 리레이팅의 근거**

### 한국전력의 총괄원가 추정

| (단위: 십억원)                  | 2015          | 2016          | 2017          | 2018           | 2019           | 2020          | 2021           | 2022E           | 2023F          | 2024F         | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>I. 총괄원가(1+2)</b>        | <b>50,855</b> | <b>52,031</b> | <b>55,351</b> | <b>61,104</b>  | <b>60,943</b>  | <b>55,536</b> | <b>67,187</b>  | <b>103,640</b>  | <b>92,423</b>  | <b>83,700</b> | <b>79,084</b> | <b>77,842</b> | <b>71,825</b> |
| 1. 적정원가(①+②+③-④)           | 49,448        | 50,463        | 54,094        | 59,529         | 59,469         | 53,541        | 65,275         | 101,595         | 89,854         | 80,923        | 76,412        | 75,117        | 69,045        |
| ①영업비용                      | 50,130        | 51,034        | 54,779        | 60,298         | 60,204         | 54,127        | 65,976         | 102,403         | 90,686         | 81,779        | 77,294        | 76,026        | 69,981        |
| 구입전력비                      | 43,424        | 43,417        | 46,844        | 52,222         | 51,630         | 45,576        | 56,956         | 92,808          | 81,514         | 72,618        | 68,138        | 66,820        | 60,722        |
| 인건비                        | 1,076         | 1,186         | 1,195         | 1,116          | 1,268          | 1,282         | 1,293          | 1,322           | 1,300          | 1,274         | 1,249         | 1,224         | 1,199         |
| 판관비                        | 1,725         | 2,042         | 1,999         | 1,995          | 2,150          | 2,074         | 2,297          | 2,189           | 2,145          | 2,102         | 2,060         | 2,019         | 1,979         |
| 기타경비                       | 3,906         | 4,389         | 4,741         | 4,965          | 5,156          | 5,195         | 5,431          | 6,085           | 5,727          | 5,785         | 5,847         | 5,963         | 6,082         |
| -감가상각비                     | 2,202         | 2,519         | 2,725         | 2,882          | 3,114          | 3,340         | 3,471          | 3,521           | 3,627          | 3,735         | 3,847         | 3,963         | 4,082         |
| -지급수수료, 수선유지비              | 1,704         | 1,870         | 2,016         | 2,083          | 2,041          | 1,855         | 1,960          | 2,564           | 2,100          | 2,050         | 2,000         | 2,000         | 2,000         |
| ②영업외비용                     | 2             | 10            | 7             | 4              | 10             | 19            | 11             | 1               | 1              | 1             | 1             | 1             | 1             |
| ③법인세비용                     | 449           | 500           | 402           | 583            | 545            | 742           | 711            | 761             | 784            | 808           | 832           | 857           | 883           |
| ④영업외수익(차감항목)               | 1,133         | 1,081         | 1,094         | 1,357          | 1,289          | 1,347         | 1,422          | 1,569           | 1,616          | 1,665         | 1,715         | 1,766         | 1,819         |
| 2. 적정투자보수(①x②)             | 1,407         | 1,568         | 1,257         | 1,575          | 1,474          | 1,994         | 1,912          | 2,045           | 2,568          | 2,777         | 2,672         | 2,726         | 2,780         |
| ①요금기저                      | 35,182        | 36,983        | 39,047        | 40,905         | 42,348         | 43,642        | 47,095         | 50,360          | 51,367         | 52,395        | 53,443        | 54,512        | 55,602        |
| ②적정투자보수율(%)                | 4.0           | 4.2           | 3.2           | 3.9            | 3.5            | 4.6           | 4.1            | 4.1             | 5.0            | 5.3           | 5.0           | 5.0           | 5.0           |
| <b>II. 총수입(1x2)</b>        | <b>54,092</b> | <b>55,529</b> | <b>55,974</b> | <b>57,587</b>  | <b>56,750</b>  | <b>56,269</b> | <b>57,984</b>  | <b>67,286</b>   | <b>82,955</b>  | <b>88,890</b> | <b>93,005</b> | <b>93,083</b> | <b>94,484</b> |
| 1. 판매량(GWh)                | 483,655       | 497,039       | 507,746       | 526,149        | 520,499        | 509,270       | 533,431        | 547,933         | 545,966        | 549,821       | 549,417       | 548,446       | 551,189       |
| 2. 적용단가(원/kWh)             | 111.8         | 111.7         | 110.2         | 109.5          | 109.0          | 110.5         | 108.7          | 122.8           | 151.9          | 161.7         | 169.3         | 169.7         | 171.4         |
| <b>III. 전기판매수입(II - I)</b> | <b>3,237</b>  | <b>3,499</b>  | <b>623</b>    | <b>(3,517)</b> | <b>(4,193)</b> | <b>733</b>    | <b>(9,203)</b> | <b>(36,354)</b> | <b>(9,468)</b> | <b>5,190</b>  | <b>13,920</b> | <b>15,240</b> | <b>22,658</b> |
| 1. 적정전기요금(원/kWh)           | 105.1         | 104.7         | 109.0         | 116.1          | 117.1          | 109.0         | 126.0          | 189.1           | 169.3          | 152.2         | 143.9         | 141.9         | 130.3         |
| 2. 필요요금인상률(%)              | -6.0          | -6.3          | -1.1          | 6.1            | 7.4            | -1.3          | 15.9           | 54.0            | 11.4           | -5.8          | -15.0         | -16.4         | -24.0         |
| 3. 실제요금인상률(%)              | -1.0          | -0.1          | -1.3          | -0.7           | -0.4           | 1.3           | -1.6           | 13.0            | 23.7           | 6.4           | 4.7           | 0.3           | 1.0           |
| 4. 물가상승률(%)                | 0.7           | 1.0           | 1.9           | 1.5            | 0.4            | 0.5           | 2.5            | 5.1             | 3.6            | 3.3           | 3.0           | 3.0           | 3.0           |
| <b>IV. 원가회수율(%)</b>        | <b>106.4</b>  | <b>106.7</b>  | <b>101.1</b>  | <b>94.2</b>    | <b>93.1</b>    | <b>101.3</b>  | <b>86.3</b>    | <b>64.9</b>     | <b>89.8</b>    | <b>106.2</b>  | <b>117.6</b>  | <b>119.6</b>  | <b>131.5</b>  |

자료: 한국전력, 유진투자증권

# 사채 발행한도 충족을 위해서도 전기요금 인상은 불가피

- 1Q26 기준, 별도 자본 29조원, 차입금 82조원, 연결 자본 51조원, 차입금 121조원이며, 2028년 별도 기준 사채발행 비율 200% 이하 충족 필요
- 2026~2027년 연결 기준 평균 29조원/년의 차입금 상환이 필요, 별도 기준으로는 23조원 이상 상환 필요
- 투자비 증가 추세 감안 시, 추가 요금 인상이 절실 → 이런 이유로 공격적인 주주환원은 쉽지 않다고 판단. 작년에도 배당금 1조원 하회 결정

## 한국전력의 차입금 상황 스케줄: 현실적으로 말이 되지 않는 상환 스케줄

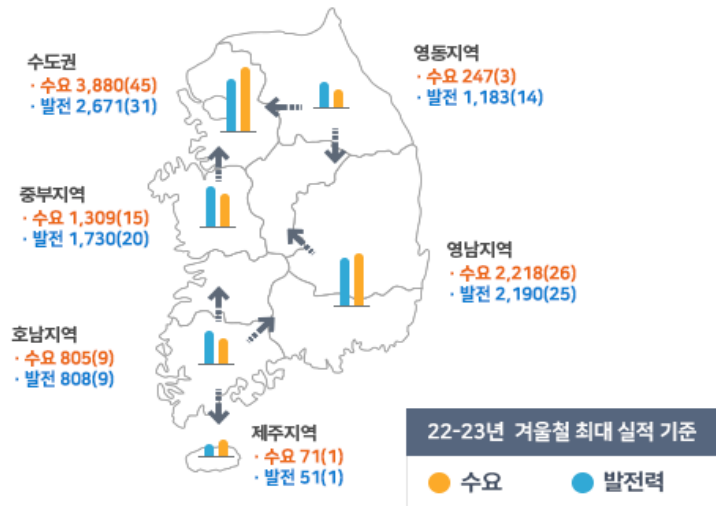
| 기준    |    | 1Q26      | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030   | 2031   | 2032   | 2033  | 2034   | 2035~   |
|-------|----|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|
| KEPCO | 원화 | 809,045   | 229,519 | 228,044 | 162,438 | 82,026  | 64,053 | 26,200 | 6,700  | 1,000 | 3,960  | 5,104   |
|       | 외화 | 13,807    | 132     | 4,469   | 6,054   | -       | -      | -      | -      | -     | -      | 3,152   |
|       | 소계 | 822,852   | 229,652 | 232,513 | 168,492 | 82,026  | 64,053 | 26,200 | 6,700  | 1,000 | 3,960  | 8,256   |
| 발전6사  | 원화 | 386,373   | 53,895  | 63,743  | 48,920  | 28,127  | 23,787 | 20,087 | 13,650 | 6,200 | 8,898  | 119,066 |
|       | 외화 | -         | -       | -       | -       | -       | -      | -      | -      | -     | -      | -       |
|       | 소계 | 386,373   | 53,895  | 63,743  | 48,920  | 28,127  | 23,787 | 20,087 | 13,650 | 6,200 | 8,898  | 119,066 |
| 원화합계  |    | 1,195,418 | 283,414 | 291,787 | 211,358 | 110,153 | 87,840 | 46,287 | 20,350 | 7,200 | 12,858 | 124,170 |
| 외화합계  |    | 13,807    | 132     | 4,469   | 6,054   | -       | -      | -      | -      | -     | -      | 3,152   |
| 합계    |    | 1,209,225 | 283,547 | 296,256 | 217,412 | 110,153 | 87,840 | 46,287 | 20,350 | 7,200 | 12,858 | 127,322 |
| 비중    | 원화 | 98.9%     | 100%    | 98%     | 97%     | 100%    | 100%   | 100%   | 100%   | 100%  | 100%   | 98%     |
|       | 외화 | 1.1%      | 0%      | 2%      | 3%      | 0%      | 0%     | 0%     | 0%     | 0%    | 0%     | 2%      |
|       | 합계 | 100.0%    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%    | 100%   | 100%   | 100%   | 100%  | 100%   | 100%    |

자료: 한국전력, 유진투자증권

# 지방선거 종료 → 전력시장 구조 개편 → 지역별 차등 요금제 시행

- 지역별 전기요금 차등화: 지역별 도매가격의 차등화(LMP)와 송배전 비용의 차이 적용
- 지역별 도매가격 차이: 송전제약 및 송전손실에 대한 지역별 또는 모선별 발전비용의 차이를 도매가격에 적용
- 송배전 비용 차이: 송전거리와 송전손실 등 송전이용 관련 비용발생을 근거로 비용차이 적용
- **LMP와 송배전 비용의 차이를 전기요금에 적절하게 반영 → 전력공급 및 수요자원의 지역별 수급균형 달성 가능**
- 현재 SMP는 충분한 지역 신호 제공 미흡 → 지역별 수급 불균형 해소와 효율적 시장 운영에 한계
- 우선 지역별 도매가격(LMP) 도입 논의를 통해 시장 운영 효율화 필요
- 1) LMP 도입, 2) 전기요금에 송배전 비용 포함, 3) 전기요금 총괄원가와 지역 전력공급 비용의 차이를 반영하는 정책이 추진될 전망

## 우리나라 지역별 수요와 발전력의 불균형



자료: 전력거래소, 유진투자증권

## 지역별 신재생 에너지 발전소 건설 현황

| 구분 | 발전소(개수) | 용량(MW)   |
|----|---------|----------|
| 강원 | 44      | 2,795.2  |
| 경기 | 2       | 239.9    |
| 경남 | 9       | 546.1    |
| 경북 | 28      | 1,724.5  |
| 대구 | 1       | 39.6     |
| 부산 | 2       | 136.0    |
| 서울 | 1       | 30.8     |
| 울산 | 13      | 5,346.2  |
| 인천 | 1       | 233.5    |
| 전남 | 46      | 7,813.7  |
| 전북 | 7       | 508.4    |
| 제주 | 6       | 201.0    |
| 충남 | 10      | 556.8    |
| 충북 | 2       | 79.8     |
| 합계 | 172     | 20,251.6 |

자료: 전력통계시스템, 유진투자증권

# 지역별 차등 요금제 시행 → 전기요금 인상

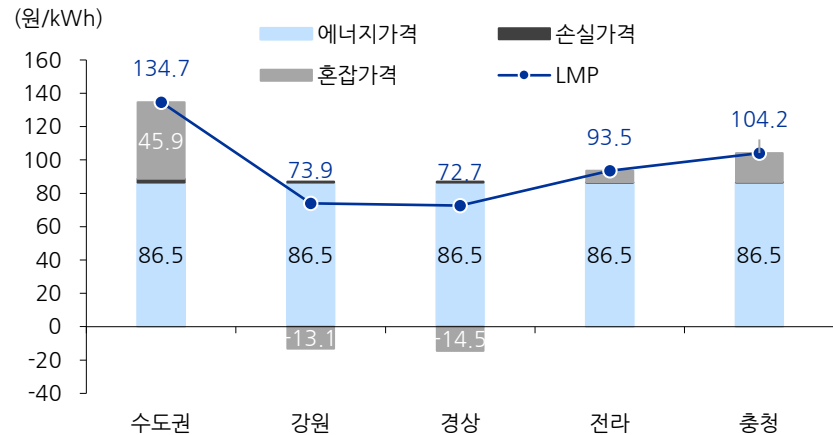
## 지역별 차등 요금제(LMP) 구성 요소

$$LMP = \text{에너지 한계비용 (Marginal Energy Component)} + \text{송전혼잡비용 (Marginal Congestion Component)} + \text{송전손실비용 (Marginal Losses Component)}$$

| 구성 요소    | 상세 설명                        |
|----------|------------------------------|
| 에너지 한계비용 | 전력수급을 만족시키기 위해 발생하는 비용       |
| 송전혼잡비용   | 송전제약(송전망 용량 한계등)으로 발생하는 비용   |
| 송전손실비용   | 전력 흐름에 따라 자연적으로 발생하는 전력손실 비용 |

자료: 한전경영연구원, 유진투자증권

## 지역별 LMP 전망



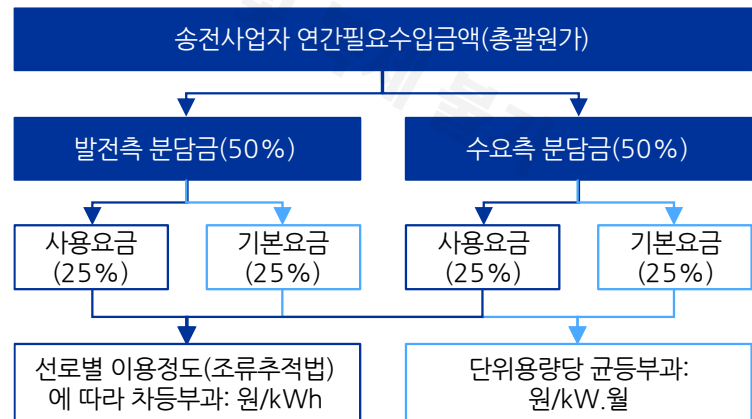
자료: 경기연구원, 유진투자증권

## 현행 소매 전기요금의 구성

| 관련 법령               | 경제주체          | 비용 구성          |                  |               |
|---------------------|---------------|----------------|------------------|---------------|
| 판매(소매) 전기사업법 제16조   | 소비자           | 전기요금           | 제세공과금(+전력산업 기반금) |               |
|                     | 판매사업자 (KEPCO) | 전력구입비용 (88.5%) | 기타비용 (9.6%)      | 적정투자보수 (1.9%) |
| 전력시장(도매) 전기사업법 제43조 | 발전사업자         | 연료비+운영비+건설비    |                  |               |

자료: 국회입법조사처, 유진투자증권

## 송전망 총괄원가 배분 방식



자료: 자원환경경제연구, 유진투자증권

# 지역별 차등 요금제 시행 → 장기적으로 전국 평균 전기요금 인상

송변전 설비 규모 ('23년 대비 '38년 전망)

| 구분          | 10차 계획 ('36년) | '23년 (실적) | 11차 계획 ('38년) | '23년 대비 | 10차 계획 대비      |
|-------------|---------------|-----------|---------------|---------|----------------|
| 송전물량 (C-km) | 57,681        | 35,596    | 61,183        | 1.72배   | +3,502 (6.1%)  |
| 변전소 (개)     | 1,228         | 906       | 1,297         | 1.43배   | +69 (5.6%)     |
| 변전용량 (MVA)  | 517,500       | 357,566   | 545,126       | 1.52배   | +27,626 (5.3%) |

자료: 한국전력, 유진투자증권

장기 송변전 계획 투자비 72.8조원 전망(16.24조원 증가)

| 구분          | 제10차 계획 ('22~'36) | 제11차 계획 ('24~'38) | 변동(단위: 억원) |
|-------------|-------------------|-------------------|------------|
| 345kV 이상    | 214,525           | 281,744           | +67,219    |
| 154kV       | 191,730           | 264,269           | +72,539    |
| HVDC, 계통안정화 | 158,895           | 181,558           | +22,663    |
| 계           | 565,150           | 727,571           | +162,421   |

자료: 한국전력, 유진투자증권

주요 전력망 건설사업 지연 사례

| 구분         | 대상 사업                      | 당초목표     | 준공시기     | 지연기간  |
|------------|----------------------------|----------|----------|-------|
| 대규모 발전력 연계 | 500kV 동해안-신가평 HVDC (신한울NP) | '19. 12월 | '25. 6월  | 66개월  |
|            | 345kV 북당진-신당정 (태안TP)       | '12. 6월  | '24. 12월 | 150개월 |
|            | 345kV 당진화력-신송산 (당진TP)      | '21. 6월  | '28. 12월 | 90개월  |
| 전력 공급      | 345kV 신시흥-신송도 T/L (바이오)    | '23. 6월  | '28. 12월 | 66개월  |
| 재생E 연계     | 345kV 신장성변전소 (서남해 해상풍력)    | '21. 4월  | '27. 9월  | 77개월  |

자료: 한국전력, 유진투자증권

서해안 에너지 고속도로와 U자형 해상전력망 단계별 구축



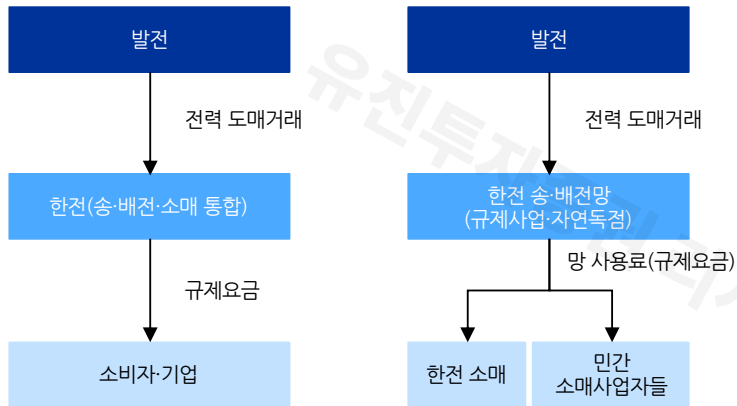
자료: 민주연구원, 유진투자증권

# 전력시장 구조 개편 시나리오

## 시나리오 A: 한전 망 + 소매 경쟁 도입

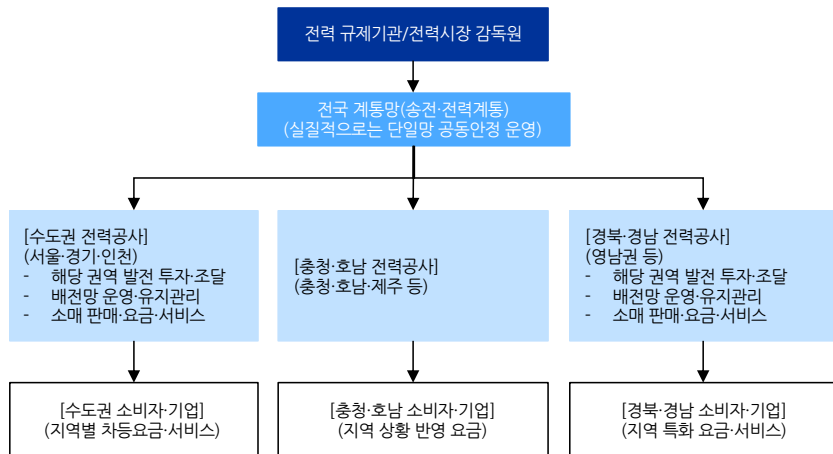
[현행 구조]

[시나리오1: 망 독점 + 소매 경쟁]



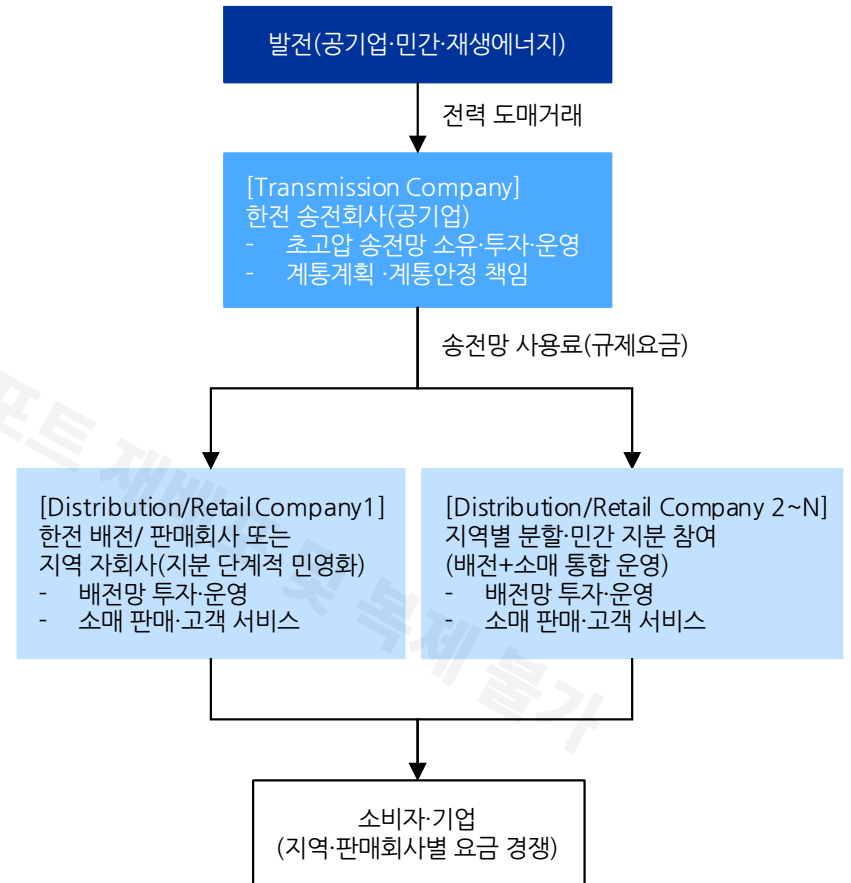
자료: 유진투자증권

## 시나리오 C: 지역별 분할(전력공사 지방화)



자료: 유진투자증권

## 시나리오 B: 기능별 분할(송배전+판매)



자료: 유진투자증권

# 6월 한, 미 핵잠수함 실무협의 실시

## 작년 APEC 승인 이후 6월 첫 한미 실무회의 실시, 7월 워싱턴 DC에서 2차 회의 예정

- 2025년 10월 한미 정상회담에서 한국은 미국 측에 핵추진 잠수함용 연료 공급 허용과 관련 협의 진전을 요청, 다음날 열린 경주 APEC에서 트럼프 대통령은 한국의 핵추진잠수함 건조를 승인. 이후 2025년 11월 미국 백악관 Joint Fact Sheet에 한국 핵추진잠수함 건조 승인과 연료 조달 방안을 포함한 파트너십 강화 방침이 공식적으로 반영됨
- 조현 외교부 장관은 이를 평화적 농축·재처리 지원과 함께, 차세대 에너지·방산·조선 역량을 강화할 조치로 평가. 이에 국내에서는 범정부 핵추진 잠수함 TF 출범, 국방부 핵잠 특별법 제정 연구 추진, 외교부 핵추진잠수함협상팀 신설 등이 이어지며 제도 준비가 본격화됨
- 6월 2~3일 킥오프 미팅이 서울에서 실시되었으며, 7월 미국 워싱턴 DC에서 2차 회의 후 한국 핵잠 이슈는 단순 정책 기대를 넘어 연료 조달, 제도 정비, 협상 체계 구체화 등 현실적인 후속 단계로 넘어갈 가능성이 높음

### 이재명 정부의 핵잠수함 협의 진척 타임라인

| 구분        | 내용   |
|-----------|--|
| 2025년 10월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>한미 정상회담에서 한국이 미국 측에 핵잠 연료 확보 협조 요청</li> <li>트럼프 대통령은 트루소셜을 통해 한국의 핵추진잠수함 건조를 승인한다고 발표</li> </ul>      |
| 2025년 11월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>백악관 JFS 공개. 미국의 한국 핵잠 건조 승인과 연료 조달 협력 명문화</li> </ul>  |
| 2025년 12월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>핵추진잠수함 범정부 TF 출범</li> </ul>   |
| 2026년 2월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>국방부: '안정적 핵잠 사업 추진을 위한 특별법 제정 연구' 용역 발주</li> <li>외교부: 핵잠 건조 합의 후속 조치 협의를 위해 '핵추진잠수함협상팀' 신설</li> </ul> |
| 2026년 4월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>안규백 국방부 장관이 4월 중으로 첫 한미 핵잠 실무협의 가능성 언급</li> </ul>   |
| 2026년 6월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>6/2~3, 서울에서 첫 한미 핵잠 실무협의 실시</li> </ul>  |
| 2026년 7월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>7월 미국에서 2차 회의 실시 예정</li> </ul>  |

자료: 언론, 유진투자증권

### 핵잠수함 한미 실무협의 가능성 언급



자료: 언론, 유진투자증권

# 핵추진 잠수함, 왜 지금?

## 왜 지금 시점에서 핵추진 잠수함이 주목받는가

- 핵추진 잠수함 건조는 '90년대부터 추진되어 왔으나, '25년 10월 경주 한미 정상회담에서 이재명 대통령의 요청에 도널드 트럼프 미 대통령이 승인하며 한국형 핵추진 잠수함 프로젝트가 본격화. 한국의 핵추진 잠수함 보유는 격변하는 국제 정세 속에서 한미 동맹 강화에 기여할 것으로 기대

## 과거 정부별 핵잠수함 협의 진척 타임라인

북핵 위기 대응을 위해 핵추진 잠수함 시도했으나 역량 부족으로 실패

'93년 북한의 핵확산금지조약(NPT) 탈퇴 위협 등 군사적 긴장이 고조되며, 김영삼 대통령이 핵추진 잠수함 건조를 지시하였으나 당시 국내 원자로 기술 및 잠수함 설계 역량 부족으로 실패

북한 무기 체계 혁신에 추가 대응력 확보를 위해 핵추진 잠수함 필요성 재부각

'16년 북한의 SLBM(잠수함발사탄도미사일) 시험 발사 성공 후, 잠수함 대응을 위한 핵추진 잠수함 필요성이 대두되었으며, 미국과 논의를 시도하는 한편 연구 용역 등 제반 준비 과정 진행

국방부, "미국과 핵잠수함 연료공급 협상 2년 내 완료 목표"

경향신문, 2025.12.18

국방부가 18일 미국과의 협상을 2년 내 완료를 목 전시작전통제권 전환을!

대한민국 해군, 핵추진 잠수함 시대의 개막과 K-방산의 도약

뉴시스, 2025.12.31

대한민국 해군은 2026년 비중과 역할이 한층 확대 캐나다 해군 잠수함 도입

한국 찾은 美전쟁부 정책차관... "핵잠수함, 한미 동맹에 기여"

매일경제, 2026.01.27

엘브리지 콜비 미국 전쟁부(옛 국방부) 정책차관이 26일 방한해 한반도 안보 분야에서 한국의 역할 확대가 결국 한미 동맹의 견고화로 연결된다고...



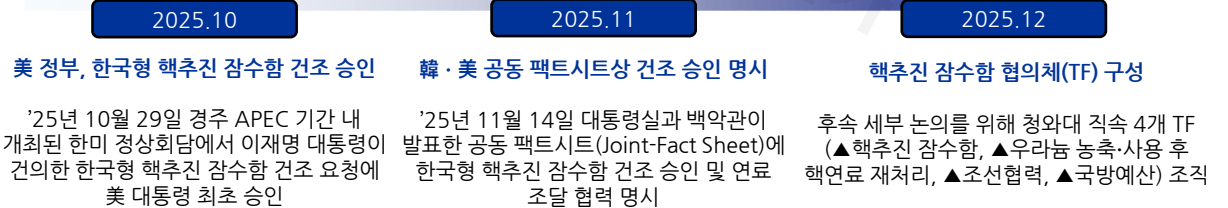
국제 정세의 변화로 자주 국방력 제고 필요성에 따라 핵추진 잠수함 건조 추진

미국의 새로운 국방전략(NDS)에도 반영된 국군 방위역량 제고 필요성과 동아시아 내 지정학적 견제 구조 등에 따라 트럼프 미 대통령의 핵추진 잠수함 건조 전격 승인

핵추진 잠수함용 소형 원자로 설계 비밀리 진행했으나 언론 노출 이후 실패

'03년 6월, 노무현 대통령의 승인으로 국방과학연구소(ADD)가 주도하는 소형 원자로 설계 프로젝트가 비밀리에 진행되었으나, '04년 언론에 노출되며 미국 등 국제적 압박에 무산

자료: KPMG, 유진투자증권



美 정부, 한국형 핵추진 잠수함 건조 승인

'25년 10월 29일 경주 APEC 기간 내 개최된 한미 정상회담에서 이재명 대통령이 건의한 한국형 핵추진 잠수함 건조 요청에 美 대통령 최초 승인

2025.11

韓·美 공동 팩트시트상 건조 승인 명시

'25년 11월 14일 대통령실과 백악관이 발표한 공동 팩트시트(Joint-Fact Sheet)에 한국형 핵추진 잠수함 건조 승인 및 연료 조달 협력 명시

2025.12

핵추진 잠수함 협의체(TF) 구성

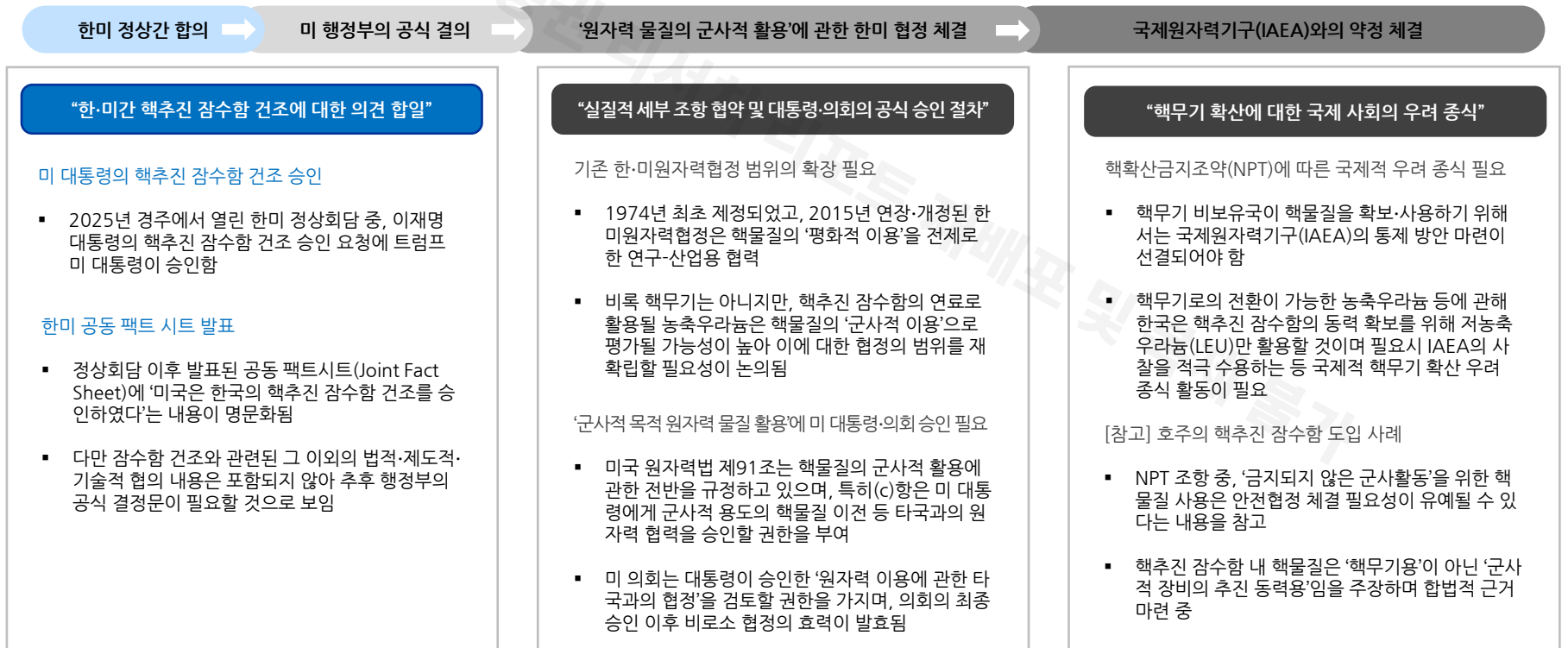
후속 세부 논의를 위해 청와대 직속 4개 TF (▲핵추진 잠수함, ▲우라늄 농축·사용 후 핵연료 재처리, ▲조선협력, ▲국방예산) 조직

# 핵잠수함으로 가기 위해 거쳐야 할 단계

## 핵추진 잠수함을 향한 과제

- 한국형 핵추진 잠수함의 최종 도입까지는 다수의 과제가 잔존함. 한미 정상 간 합의에 이어 미 행정부의 공식 승인 절차가 필요하며, **기존 한미원자력협정 개정과 미 의회의 대외 원자력 협력 승인도 요구됨**. 아울러 국제원자력기구(IAEA)와의 약정 체결 및 국제사회의 핵확산 우려 완화 또한 중요한 과제로 남아 있음

### 한국형 핵추진 잠수함으로 가기 위해 거쳐야 할 단계



자료: KPMG, 유진투자증권

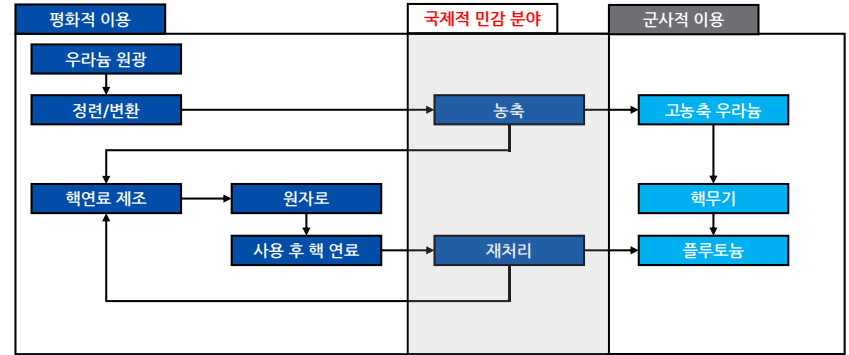
# 한미 협정 변화와 팩트시트: 무엇이 달라졌나

## 한-미 원자력 협정 변화

| 구분          | 추진분야         | 1973년        | 2015년                          |
|-------------|--------------|--------------|--------------------------------|
| 사용 후 핵연료 관리 | 조사 후 시험/전해환원 | 공동 결정        | 현존시설 전면허용                      |
|             | 장래 파이로       | 공동 결정        | 구체적 절차와 기준 마련                  |
|             | 위탁 재처리       | 없음           | 영국, 프랑스에 위탁재처리 가능              |
|             | 기술협력         | 정보교환에 국한     | 저장·수송·처분 기술협력                  |
| 원전 수출 증진    | 제이전 사전동의     | 미측 동의 필요     | 미국과 원자력협정 체결국가 대부분과 가능         |
|             | 수출입 인허가      | 없음           | 신속화 규정                         |
| 원전 연료 공급    | 저농축          | 없음           | 고위급위원회 협의를 통한 합의시 20% 미만 농축 가능 |
|             | 연료 공급지원      | 분야 및 제공규모 한정 | 지원 조항 신설                       |
| 기타          | 고위급위원회       | 없음           | 신설(4개 실무그룹 설치)                 |
|             | 의료용 동위원소생산   | 없음           | 전면 허용                          |
|             | 비확산규범 최신화    | 없음           | 선진적 규정                         |
|             | 협정 유효기간      | 41년          | 20년으로 단축                       |

자료: 언론, 유진투자증권

## 원자력과 국제 정치



자료: 유진투자증권

## 한-미 팩트시트 내 핵추진 잠수함 관련 내용

THE WHITE HOUSE  
WASHINGTON

**FURTHERING OUR MARITIME AND NUCLEAR PARTNERSHIP:** The United States welcomed the ROK's commitment to contribute to modernizing and expanding the capacity of American shipbuilding industries, including through investments in U.S. shipyards and America's workforce. The ROK welcomed the United States' support for the ROK's civil and naval nuclear power programs.

- Both countries committed to collaborate further through a shipbuilding working group, including on maintenance, repair, and overhaul, workforce development, shipyard modernization, and supply chain resilience.
- These initiatives will increase the number of U.S. commercial ships and combat-ready U.S. military vessels as quickly as possible, including the potential construction of U.S. vessels in the ROK.

- Consistent with the bilateral 123 agreement and subject to U.S. legal requirements, the United States supports the process that will lead to the ROK's civil uranium enrichment and spent fuel reprocessing for peaceful uses.
- The United States has given approval for the ROK to build nuclear-powered attack submarines. The United States will work closely with the ROK to advance requirements for this shipbuilding project, including avenues to source fuel.

- 미국은 한미 원자력 협력 협정에 부합하고, 미국의 법적 요건을 준수하는 범위 내에서 한국의 평화적 이용을 위한 민간 우라늄 농축 및 사용후핵연료 재처리로 귀결될 절차를 지지한다.
- 미국은 한국이 핵추진 잠수함을 건조하는 것을 승인하였다. 미국은 이 조선 사업의 요건들을 진전시키기 위해, 연료 조달 방안을 포함하여, 한국과 긴밀히 협력해 나갈 것이다.

자료: 유진투자증권

## 후발 국가들의 원자력 잠수함 도입 사례 비교

| 구분    | 인도                     | 브라질                 | 호주                   |
|-------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 국가 유형 | 사실상 핵보유국<br>비동맹국       | 핵무기 비보유국<br>동맹 부재   | 핵무기 비보유국<br>AUKUS 동맹 |
| 도입 목적 | 중국/파키스탄 대응<br>역내 패권 추구 | 남미지역 맹주 추구          | 중국 위협 대응             |
| 도입 방식 | 임대 + 기술이전              | 기술이전                | 해외 직도입               |
| 기술 여건 | 핵연료 구비<br>선체/원자로 미비    | 핵연료·원자로 구비<br>선체 미비 | 선체·원자로·핵연료<br>전부 미비  |
| 협력 국가 | 러시아, 프랑스               | 프랑스                 | 미국, 영국               |
| 도입 함종 | 전략핵잠수함(SSBN)           | 공격형핵잠수함(SSN)        | 공격형핵잠수함(SSN)         |

자료: INSS, 유진투자증권

# K-방산 자산 점검: 선체 · 원자로 · 연료 중 들은 있다

## K-방산의 결정체: 도산안창호급 건조 경험과 핵잠수함 건조 역량 확보

- 한국은 이미 3,000톤급 잠수함을 독자 건조한 경험을 보유.** 장보고-III Batch-I 도산 안창호급(KSS-III) 3척의 성공적 개발로 국내 조선업계는 대형 잠수함 선체 설계, AIP(공기불요 추진), 수직발사관(VLS) 통합 등 핵심 기술을 축적 완료. 도산 안창호함은 한국 최초의 완전 국산화 잠수함으로 76% 국산화율을 달성했으며, 이는 이전 세대 잠수함(KSS-II 손원일급)의 2배에 달하는 자립도. 또한 2023년 진수된 장보고-III Batch-II 윤봉길함(장영실함)은 3,600톤급으로 VLS 10기를 탑재하고 리튬전지 체계를 도입하는 등, 한국의 잠수함 설계·건조 능력이 지속 발전하고 있음을 보여줌
- 원자로 분야에서도 상당한 진전이 이뤄짐.** 한국원자력연구원이 개발한 SMART(System-integrated Modular Advanced Reactor)는 330MWt 급 일체형 소형원자로로서 2012년 세계 최초로 표준설계인가를 획득. 이어 정부는 2028년까지 차세대 혁신형 SMR(i-SMR) 개발 완료 및 인허가 획득을 계획. i-SMR은 해군 핵잠수함에 요구되는 70~100MW 수준의 원자로와 기술적으로 상통하는 부분이 많음. **특히 주목되는 것은 잠수함용 소형 원자로의 장주기(core lifetime) 설계 능력. 한국은 고농도 저능축 우라늄(HALEU) 연료와 무봉산 운전 등으로 원자로를 장기간 연료교체 없이 운전하는 개념을 연구 중.** 국내에서 가상 설계한 S-70J 핵잠수함은 47년간 연료 교체가 불필요한 것으로 제시. 이는 사실상 함정 수명과 동일한 일회 장전 평생 사용을 지향하는 것으로, 미국 버지니아급 등과 유사한 수명주기 무교체 원자로를 국내 기술로도 구현할 수 있음을 시사

### 3,000톤급 도산안창호함: 국산화율 76%



자료: 언론, 유진투자증권

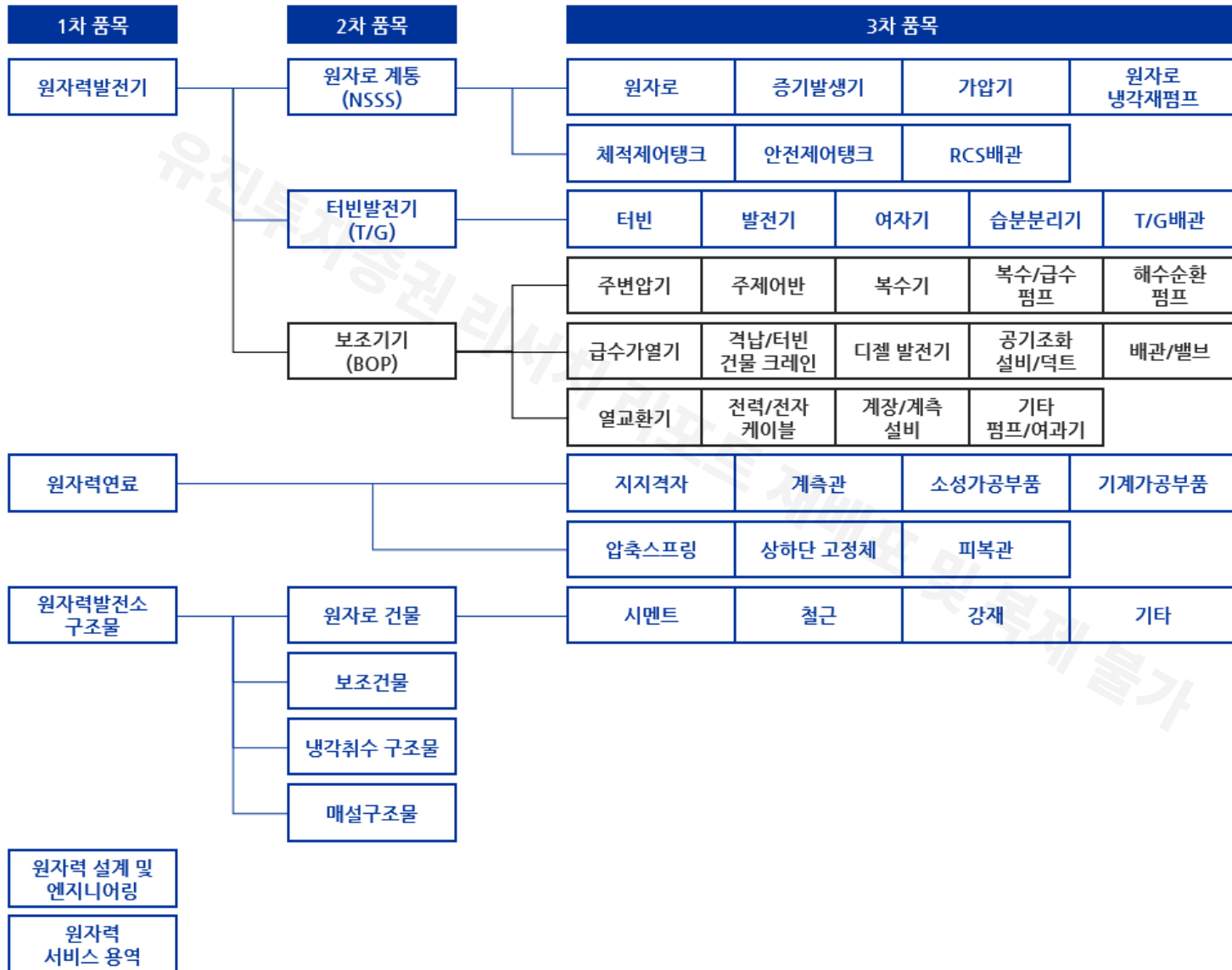
### SMART·i-SMR 공식 개념도



자료: 한전기술, 유진투자증권

# 원전 밸류체인 국산화는 이미 완료 — 수출 준비된 공급망

NSSS, 증기발생기, 냉각재펌프가 핵심 설비이며, APR 1400+에서 국산화 완료



# 연료 선택이 SMR 상용화 속도를 결정한다

## 연료 선택이 SMR 상용화 속도를 좌우함: LEU는 공급망 우위, HALEU는 성능 우위

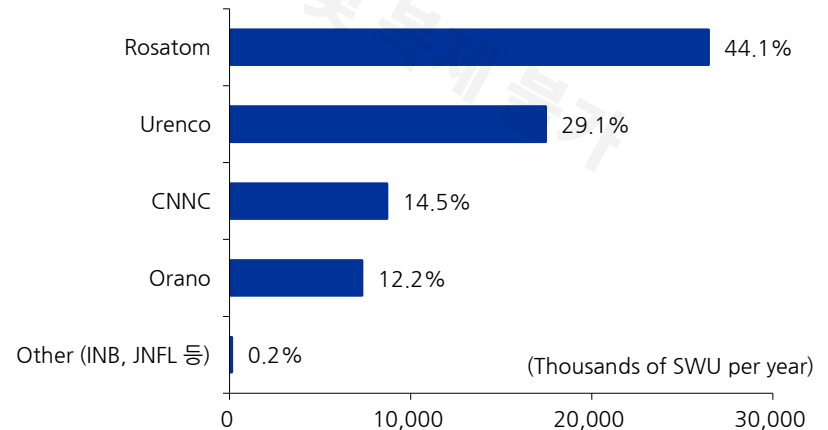
- LEU 기반 경수로형 SMR: 경수로형 SMR(i-SMR, NuScale, BWRX-300, SMR-160/300 등)은 대부분 저농축 우라늄(LEU, U-235 농축도 5% 미만) 연료를 사용. 전 세계적으로 이미 확립된 LEU 공급망 활용 가능. 한전원자력연료(KNF), Westinghouse, Framatome 등 기존 연료 제작사가 큰 설비 변경 없이도 대응 가능하며, 연료 교체주기·연료 성능·규제 기준 등이 대형 PWR과 유사해 인허가·운영 리스크가 상대적으로 낮음, i-SMR과 NuScale은 모두 17×17 표준 PWR 연료를 사용해 기존 PWR 연료 공급망을 그대로 활용할 수 있다는 공통점을 가짐
- 반면 Xe-100, Natrium, Oklo Aurora 등 비경수로형 SMR은 HALEU(High Assay Low Enriched Uranium, 5~20% 농축) 연료를 사용. 높은 연소도를 통해 연료 교체주기를 연장 가능하며, 소형 코어에서도 충분한 반응도를 확보해 설계 자유도 확대. 일부 고속로·고온가스로 설계에서 폐기물 저감, 연료 이용 효율 개선에 기여. 그러나 상업 규모 HALEU 생산시설이 극히 제한적이며, 러시아가 공급을 주도. 러시아-우크라이나 사태 이후 서방 국가는 HALEU 수급 불확실성에 직면해 있으며, 미국 DOE는 Centrus를 통해 시험 생산을 시작했지만 상용 수준에는 미달. TRISO·금속연료 등 HALEU 기반 연료는 제조 공정이 복잡하고, Category-II 이상 핵연료 제조시설 구축이 필요해 초기 투자와 규제 부담이 큼. HALEU는 LEU보다 핵확산 우려가 상대적으로 높아, 국제 감시·규제 수준이 더 엄격해질 수밖에 없음

### SMR 설계에 사용되는 주요 연료 유형

| 연료 유형                | 주요 특징 및 설명                                   | 장점 및 목적  |
|----------------------|--|--|
| 저농축 우라늄 (LEU)        | 우라늄-235(U-235) 농축도가 5% 미만인 연료로, 현재 가장 널리 사용됨 | 상업적 확보가 용이하며, 이미 정립된 제조 공정과 핵비확산 저항성을 가짐             |
| 고순도 저농축 우라늄 (HALEU)  | U-235 농축도가 기존 LEU보다 높은 최대 20%에 달하는 연료        | 더 높은 에너지 밀도를 구현하고, 기존 LEU 원자로 대비 연료 주기를 연장할 수 있음     |
| 혼합 산화물 연료 (MOX Fuel) | 우라늄 산화물과 플루토늄 산화물을 혼합하여 만든 연료                | 해체된 핵무기에서 나온 잉여 플루토늄이나 사용후핵연료 재처리를 통해 얻은 플루토늄을 활용 가능 |

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

### 우라늄 농축 서비스 점유율 현황



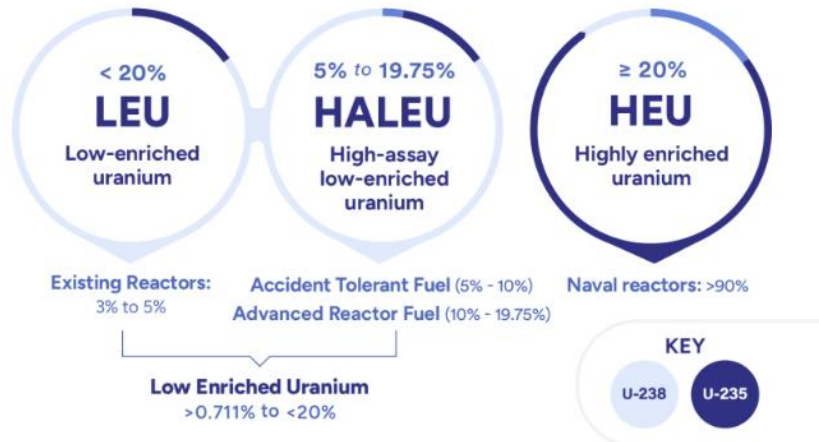
자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

# HALEU 공급 절벽 — 지금 러시아가 독점하고 있다

## 핵잠수함 운용의 관건은 HALEU 공급망과 사용후핵연료 처리 체계

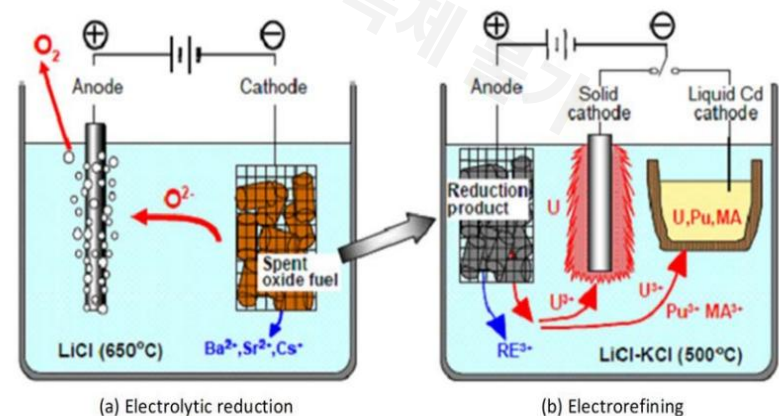
- 핵잠수함 운영을 위해서는 안정적 핵연료 공급망 구축이 필수적.** 현재 전 세계에서 HALEU를 상업적으로 대량 공급할 수 있는 곳은 러시아 정도이며, 미국·유럽은 이제야 시험생산을 시작한 단계. 미국은 러시아산 우라늄 수입을 금지하고 있으나 정작 자국 내 HALEU 생산능력이 부족하여, 첨단 원자로 개발사들이 연료난을 겪고 있음. DOE는 1톤 미만의 HALEU를 시범 생산할 계획이지만, 2030년대 수요는 연간 50톤 이상으로 예측돼 심각한 갭이 존재. 현재 거론되는 조달 방안은 미국으로부터 농축도 19.75% 이하의 HALEU를 수입하는 것이며, 이를 위해 미국의 핵연료 기업 (예: Centrus사)에 투자해 생산능력 증설을 도울 수 있음
- 다른 대안으로, **한미협정이 허용하는 20% 미만 자국 농축 범위 내에서 한국이 직접 HALEU 생산에 나서는 방안도 장기적으로 검토될 수 있음.** 현재 협정상 한국은 미국과 사전협의 하에 평화적 목적의 저농축을 할 수 있으므로, 잠수함용 연료를 비폭발 군사활동으로 규정하면 자국 농축이 가능하다는 해석. 그러나 이 경우에도 농축 시설 확보와 경제성 문제가 있어 단기간 내 실현은 어려움. 현실적으로는 미국으로부터 HALEU 조달 후 국내 생산 역량 확보 순으로 접근이 예상

### LEU, HALEU, HEU의 정의



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

### 전해조를 활용한 사용후핵연료 처리



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

# 20% 미만 HALEU: 협정 위반 없이 장기 운전 가능한 해법

## 20% 미만 HALEU와 사용후핵연료 후처리 기술이 K-SSN의 현실성을 높인다

- 농축도 20% 미만의 HALEU는 미국·프랑스도 차세대 SMR에 활용하는 연료로, 무기급 HEU가 아니어서 국제사회의 수용성이 상대적으로 높음. HALEU의 장점은 고농축 못지않게 연소 여유를 크게 가져갈 수 있어, 작은 원자로에서도 장기간 refueling-free 운전이 가능. 실제 프랑스는 7~10% 농축연료로 10년 주기 운전을 구현했고, 미국도 장기적으로 해군용으로 LEU 전환을 연구 중. **한국이 HALEU 연료로 핵잠수함을 운용하면, 협정 위반 없이 수십 년간 핵연료 교체 없는 안전운전이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있음**
- 농축도가 높아도 어차피 연소 후에는 고준위 폐기물이 나오는데, 이를 그대로 두면 부피와 방사능 부담이 큼. 이 부분에서 파이로프로세싱(건식 재처리) 기술이 활용됨. 파이로프로세싱은 사용후연료에서 우라늄과 장반감기 원소를 분리하여 연료 부피를 1/5 수준으로 줄이고, 추출물은 고속로 연료로 재활용하는 기술. **미국은 proliferation 우려로 한국의 파이로 상용화를 반대해왔지만, 핵잠수함 추진을 계기로 한국의 재처리 권한 확대가 논의될 수 있음.** 핵잠수함 도입은 단순 무기체계 획득이 아니라 미래 원자력 정책과 에너지 안보 전략과도 맞물린 중대 사안으로 판단

### 핵 폐기물 수거 및 처리 과정



자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

### HALEU 수요 전망

| 연도   | 연간 총 수요 (톤/년) |
|------|---------------|
| 2025 | 26            |
| 2026 | 72            |
| 2027 | 79            |
| 2028 | 131           |
| 2029 | 152           |
| 2030 | 215           |
| 2031 | 252           |
| 2032 | 375           |
| 2033 | 454           |
| 2034 | 527           |
| 2035 | 614           |

자료: DOE, IAEA, IEA, Elsevier, 산업자료, 유진투자증권

# 대미투자 3,500억 달러: 관세 협상이 낳은 벤티더 진입권

## 핵심 논의와 함께 진행될 대미 투자

- 2025년 11월 합의된 한미 관세 협상에 따라, 상호 관세를 25%에서 15%로 인하하는 대가로 3,500억 달러 규모의 대미 투자에 합의. 한국 외에도 일본(5,500억 달러), 유럽연합(6,000억 달러), 대만(2,500억 달러, TSMC) 등이 투자를 확정지었으며, 기타 주요국들의 협상 완료 시 대미 투자 규모는 더욱 확대될 전망
- 이번 합의에서 미국은 프로젝트에 상품·서비스를 제공할 벤티더 및 공급업체 선정 시 한국 업체를 우선해야 하는 조건이 포함되어 있음.** 국내 기업들이 세계 최대 시장인 미국 인프라 시장에 진입할 수 있는 결정적인 기회가 될 것으로 판단

## 한국, 일본, 유럽연합(EU) 대미 투자 조건

| 구분        | 한국  | 일본   | 유럽연합(EU)   |
|-----------|---|--|--|
| 대미 투자 합의일 | 2025.11.14  | 2025.07.30 / 2026.03.19  | 2025.10.30   |
| 상호 관세율    | 25% → 15%   | 25% → 15%  | 30% → 15%  |
| 대미 투자 규모  | <b>3,500억 달러 (정부 주도)</b>  | <b>5,500억 달러 (정부 주도)</b>   | <b>6,000억 달러 (민간 주도)</b>   |
| 투자 분야     | <ul style="list-style-type: none"> <li>전략투자(2,000억 달러): 에너지, 인공지능 등</li> <li>조선협력(1,500억 달러)</li> <li>※ 한국 벤티더 및 감독 업체 우선권</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>에너지: 원전, 송전망, 가스 등</li> <li>첨단산업: AI, 전자부품, 광물 등</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>전략산업: 반도체, 신재생, 제약</li> <li>제조: 첨단 제조 시설</li> </ul> |
| 수익 배분 방식  | <ul style="list-style-type: none"> <li>원리금 상환 전 5:5 (한:미)</li> <li>원리금 상환 후 1:9 (한:미)</li> <li>※ 조선협력 한국 100% 수익 귀속</li> </ul>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>원리금 상환 전 5:5 (일:미)</li> <li>원리금 상환 후 1:9 (일:미)</li> </ul>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>해당사항 없음</li> <li>※ 민간 기업 수익 귀속</li> </ul>           |
| 기타        | <ul style="list-style-type: none"> <li>에너지 1,000억 달러 구입</li> <li>핵잠수함 건조 승인</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>농산물, 에너지, 방산·항공 등 추가 구입</li> <li>희토류 심해 공동 개발 및 공급망 협정</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>에너지 7,500억 달러 구입</li> </ul>                         |
| 투자 약정 기한  | 트럼프 대통령 임기 내(2029.01)   |  |  |

자료: 백악관, MOTIE, 유진투자증권

# 미국 정부가 IPO 권리까지 챙긴다, 의미는?

## 美정부의 재무적 이익으로 연결되는 조건을 포함

- 美정부는 투자 약정의 반대급부로 수익 공유 권한을 확보함. 누적 현금 배당이 175억 달러를 초과할 경우 초과 이익의 20%를 정부가 수취하며, 2029년 1월 이전 Westinghouse의 기업가치가 300억 달러 도달 시 IPO를 강제할 수 있는 권리를 보유함. 또한 IPO 시점에 5년 만기 Warrant(신주인수권)로 권리를 전환할 수 있음

## 투자 약정 조건에는 초과 이익 공유, IPO 요구, 신주인수권 조건이 포함

### PARTICIPATION INTEREST

#### General Terms

- USG will be granted a participation interest (the *Participation Interest*) by the Current Owners' existing holding company holding the entities comprising Westinghouse, Watt New Sub-Aggregator L.P. (*WEC Holdco*).
- Holders of the Participation Interest, when vested, will be entitled to receive 20% of any distributions made by WEC Holdco after the grant of the Participation Interest in excess of \$17.5 billion.
- The Participation Interest shall be unvested until such time as the USG has made a final investment decision and entered into long-form definitive agreements setting out its binding obligation (the *Orders*) to complete the construction of new Westinghouse nuclear reactors in the United States that would require the USG to invest at least \$80 Billion in such projects (the *Vesting Event*).
- Notwithstanding the foregoing:
  - prior to the date the Participation Interest has vested, the Participation Interest will not entitle the USG to any rights with respect to WEC Holdco described in this Term Sheet; and
  - if there has not been a Vesting Event prior to January 2029, the Participation Interest shall automatically terminate in January 2029, and holders of the Participation Interest will cease to have any rights with respect to WEC Holdco described in this Term Sheet.

#### Transfer Right

- When vested, the holders of the Participation Interest will have the ability to transfer their rights under the Participation Interest to a third party; provided that, the Current Owners will be given an opportunity to discuss with USG acquiring such Participation Interest. If the Current Owners make an offer, any sale by USG to a third party shall not be less than the value proposed by the Current Owners.

#### IPO Right

- If (a) the Vesting Event has occurred and (b) the opening valuation in an IPO of Westinghouse is \$30 billion or more, the holders of the Participation Interest shall, on or prior to January 2029, be entitled to require an IPO (subject to customary restrictions).
- Immediately prior to or in connection with the IPO, the Participation Interest will directly or indirectly convert into a warrant with a 5 year term from the date of issuance of the warrant to purchase the number of equity securities in the IPO entity that represents the percentage of the IPO entity equal to the product (expressed as a percentage) of (x) the public value of the IPO entity at the time of exercise, less \$17.5 billion and (y) 20%.
- In connection with any IPO, the parties will agree to reasonably cooperate with each other and other customary restrictions, in each case, to facilitate the IPO and, following the IPO, will have customary demand and piggyback rights.

#### [초과이익공유]

- 웨스팅하우스가 지급하는 분배금 중 \$17.5B를 초과하는 금액의 20%를 美정부가 수취

#### [IPO요구권]

- 2029년 01월 이전에 웨스팅하우스의 기업가치가 \$30B 이상일 경우, 美정부가 IPO를 요구할 권리

#### [Warrant 전환]

- IPO 시점에 5년 만기 Warrant(신주인수권)로 전환
- 지불율 = (IPO 공정가치 - \$17.5B) × 20%

# APR1400: NRC 인증 완료, 남은 관문은 WEC 합의

## NRC 설계인증 완료, Westinghouse와 협의 기대

- 현재 대형 원전 수출 모델은 APR1400(한국), AP1000(미국), EPR(프랑스), VVER1200(러시아), HPR1000(중국) 등임. 이 중 러시아와 중국은 국가 안보 차원에서 미국 시장 진출 가능성이 제한적이며, 프랑스의 EPR은 미국 원자력규제위원회(NRC) 설계인증(DC) 심사가 중단된 상태임
- NRC 설계인증을 받은 대형원전 중 System 80+(구형), AP600(경제성 미달), ABWR(공급망 와해), ESBWR(실적 부재)은 각기 다른 결함으로 실제 적용이 어려운 상황. Westinghouse의 AP1000 또한 Vogtle 원전 건설 당시 기록적인 공기 지연과 천문학적 비용 초과가 발생한 사례가 존재
- APR1400은 NRC 설계인증을 보유하여 미국 내 신규 건설 시 추가 기술 심사 없이 건설허가를 신청할 수 있는 상황이며, UAE 바라카 원전을 통해 경제성과 적기 준공 능력을 입증한 모델로 높은 신뢰도를 보유함
- 다만 한전·한수원과 Westinghouse 간의 지적재산권(IP) 분쟁 합의로 미국 내 신규 원전 수주활동이 제한되어 있어 별도의 합의가 필요한 상황

### 주요 국가별 원전 수출 모델

| 구분         | 한국       | 미국           | 프랑스     |         | 러시아      |          | 중국         |          |         |
|------------|----------|--------------|---------|---------|----------|----------|------------|----------|---------|
| 공급사        | 한전 / 한수원 | Westinghouse | EDF     |         | Rosatom  |          | CGN / CNNC |          |         |
| 노형         | PWR      | PWR          | PWR     | PWR     | PWR      | PWR      | PWR        | PWR      | PWR     |
| 모델명        | APR1400  | AP1000       | EPR1750 | EPR     | VVER1200 | VVER1000 | ACP1000    | ACPR1000 | HPR1000 |
| 출력         | 1,400MW  | 1,100MW      | 1,750MW | 1,600MW | 1,200MW  | 1,000MW  | 1,100MW    | 1,150MW  | 1,150MW |
| 평균 건설 기간   | 8.8년     | 9.3년         | 8.9년    | 16.8년   | 8.8년     | 10.8년    | 5.7년       | 5.8년     | 6.1년    |
| 운영 중인 노형 수 | 8기       | 6기           | 2기      | 2기      | 7기       | 31기      | 2기         | 4기       | 7기      |
| 건설 중인 노형 수 | 2기       | -            | -       | 2기      | 19기      | 5기       | -          | -        | 15기     |

자료: IAEA, WNA, 유진투자증권

# WEC에게 APR1400은 단순 경쟁 모델이 아니다

## 지식재산권 합의에 따른 무위험 확정 수익

- 한전·한수원은 Westinghouse와의 지식재산권(IP) 분쟁 합의에 따라, APR1400 수출 시 Westinghouse에게 기당 1억 7,500만 달러의 기술사용료를 지급해야 하며, 6억 5,000만 달러의 기자재 공급 및 엔지니어링 서비스 계약을 체결해야 하는 것으로 알려짐
- 이는 Westinghouse 입장에서 Vogtle #3,4호기 당시 겪었던 공기 지연 및 비용 초과 리스크를 전혀 지지 않고도, APR1400이라는 검증된 모델을 통해 막대한 매출과 이익을 확보하는 실리적인 방안임
- 만약 AP1000을 적용한 사업의 수익성이 충분히 보장된다면, Westinghouse는 당연히 자사 모델을 우선 배치하여 이익을 극대화 할 것임. 다만 동시 프로젝트 수행 능력(Capacity) 한계에 직면한다면, 초과 수요분에 대해 APR1400을 전략적으로 수용 가능할 것으로 판단

## Vogtle 3,4호기



자료: 언론, 유진투자증권

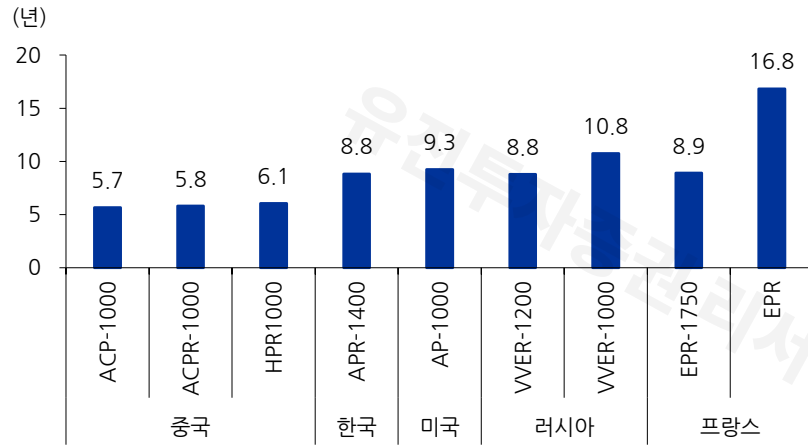
## 한전·한수원 - Westinghouse 분쟁 해결 합의서 주요 내용

| 구분    | 내용                      |
|-------|-------------------------|
| 기술사용료 | ▪ 1기당 1억 7,500만 달러      |
| 물품·용역 | ▪ 1기당 6억 5,000만 달러      |
| SMR   | ▪ 美 소재 제3기관 통한 기술 자립 검증 |
| 계약기간  | ▪ 50년                   |
| 기타    | ▪ 신규 원전 수출 활동 가능 지역 구분  |

자료: 언론, 유진투자증권

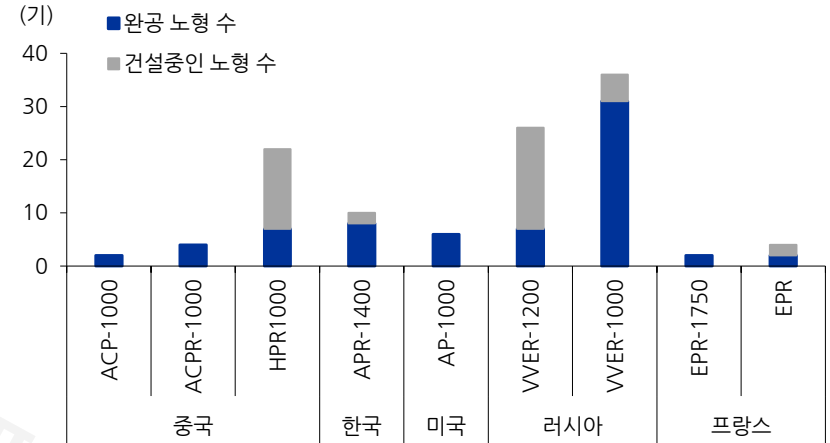
# APR1400은 경쟁 모델 중 건설기간 최단 수준

주요 원자로 모델별 평균 건설 기간



자료: IAEA, 유진투자증권

주요 원자로 모델별 운영 및 건설 노형 수



자료: IAEA, 유진투자증권

## 미국 원자력규제위원회(NRC) 설계인증 모델

| 구분    | 노형            | 기업명                |
|-------|---------------|--------------------|
| 대형 원전 | System 80+    | (미국) Westinghouse  |
|       | AP600         | (미국) Westinghouse  |
|       | AP1000        | (미국) Westinghouse  |
|       | ABWR          | (미/일) GE-Hitachi   |
|       | ESBWR         | (미/일) GE-Hitachi   |
|       | APR1400       | (한국) KEPCO / KHNP  |
| SMR   | NuScale US600 | (미국) NuScale Power |

자료: NRC, 유진투자증권

## 한전·한수원 - Westinghouse 합의에 따른 원전 수주 대상 지역



자료: 파이낸셜뉴스, 유진투자증권

# 한국 건설사 원전 트랙레코드

## 국내 건설사 원전 시공 이력

| 프로젝트 명  | 노형   | 공사기간 | '70s      | '80s | '90s | '00s | '10s | '20s | 시공 컨소시엄                       | 비고         |
|---------|------|------|-----------|------|------|------|------|------|-------------------------------|------------|
| 고리      | #1,2 | PWR  | 1970~1983 | ■    |      |      |      |      | 현대, 동아                        |            |
|         | #3,4 | PWR  | 1978~1986 |      | ■    |      |      |      | 현대                            |            |
| 월성      | #1   | PHWR | 1976~1983 | ■    |      |      |      |      | 현대, 동아                        |            |
|         | #2   | PHWR | 1991~1997 |      |      | ■    |      |      | 현대                            |            |
|         | #3,4 | PHWR | 1992~1999 |      |      | ■    |      |      | 대우                            |            |
| 한빛      | #1,2 | PWR  | 1980~1987 | ■    |      |      |      |      | 현대                            | 舊 영광 #1,2  |
|         | #3,4 | PWR  | 1989~1996 |      |      | ■    |      |      | 현대                            | 舊 영광 #3,4  |
|         | #5,6 | PWR  | 1996~2002 |      |      | ■    |      |      | 현대(73%), DL(27%)              | 舊 영광 #5,6  |
| 한울      | #1,2 | PWR  | 1981~1989 | ■    |      |      |      |      | 동아                            | 舊 울진 #1,2  |
|         | #3,4 | PWR  | 1992~1999 |      |      | ■    |      |      | 동아, 두산                        | 舊 울진 #3,4  |
|         | #5,6 | PWR  | 1999~2005 |      |      | ■    |      |      | 동아(40.5%), 두산(39%), 삼성(20.5%) | 舊 울진 #5,6  |
| 신고리     | #1,2 | PWR  | 2005~2012 |      |      | ■    |      |      | 현대(50.2%), DL(35.8%), SK(14%) |            |
| 신월성     | #1,2 | PWR  | 2005~2015 |      |      | ■    |      |      | 대우(51%), 삼성(35.5%), GS(13.5%) |            |
| 새울      | #1,2 | PWR  | 2008~2018 |      |      |      | ■    |      | 현대(43%), 두산(42%), SK(15%)     | 舊 신고리 #3,4 |
|         | #3,4 | PWR  | 2016~     |      |      |      | ■    |      | 삼성(51%), 두산(39%), 한화(10%)     | 舊 신고리 #5,6 |
| 신한울     | #1,2 | PWR  | 2010~2024 |      |      |      | ■    |      | 현대(45%), SK(30%), GS(25%)     | 舊 신한울 #1,2 |
|         | #3,4 | PWR  | 2024~     |      |      |      |      | ■    | 현대(55%), 두산(35%), 포스코(10%)    |            |
| UAE 바라카 | #1~4 | PWR  | 2009~2024 |      |      |      | ■    |      | 현대(55%), 삼성(45%)              |            |
| 체코 두코바니 | #1~2 | PWR  |           |      |      |      |      |      | 대우(55%), 두산(45%)              |            |

자료: 한국수력원자력, 각 사, 언론, 유진투자증권  
 주) 舊대림산업은 DL이앤씨, 舊LG건설은 GS건설, 舊한국중공업·舊두산중공업은 두산에너지빌리티로 기재

# 원전 사업 밸류체인

관련 국내기업 리스트(1): 원자로 계통(NSSS), 터빈발전기(T/G)

| 구분     |                  | 관련 기업     | 내용                          |   |
|--------|------------------|-----------|-----------------------------|---|
| 원자력발전기 | 원자로 계통<br>(NSSS) | 원자로       | 두산에너지빌리티                    | APR1400, OPR1000 등 다양한 형태 원자로 설치<br>신고리 3, 4호기, UAE 바라카 원전 등 건설 |
|        |                  |           | 한국전력기술                      | APR1400 등 NSSS 설계   |
|        |                  |           | 세라정공                        | 원자로 내부 구조물 가공   |
|        |                  |           | 영진테크윈                       | 원자로 주기계 부품가공  |
|        |                  | 증기발생기     | 두산에너지빌리티                    | 증기발생기 124기 공급   |
|        |                  |           | 세라정공                        | 증기발생기 부품 가공   |
|        |                  | 가압기       | 두산에너지빌리티                    | 대형원전 주기기 사업 품목 중 일부   |
|        |                  | 원자로 냉각재펌프 | 두산에너지빌리티                    | 대형원전 주기기 사업 품목 중 일부   |
|        |                  |           | 삼진공작                        | 바라카 원자력 1~4호기 원자로냉각계통 배관 시공                                     |
|        | 체적제어탱크           | -         | -                           |   |
|        | 안전제어탱크           | -         | -                           |   |
|        | 터빈발전기<br>(T/G)   | RCS배관     | 두산에너지빌리티                    | 영광, 울진 각각 1,2호기에 Primary Piping 포함 공급                           |
|        |                  |           | GS중공업                       | RCS 배관 내부 방사선 차폐 block 제작                                       |
|        |                  | 터빈        | 두산에너지빌리티                    | 대형원전 주기기 사업 품목 중 일부   |
|        |                  |           | 현대중공업터보기계                   | 2019년 기력 4호기 터빈 제어설비 보강   |
|        |                  | 발전기       | 두산에너지빌리티                    | 신한울 3,4호기 공급 품목 중 하나  |
|        |                  | 여자기       | 두산에너지빌리티                    | LS일렉트릭(산업플랜트, 화력용 여자기 제작)                                       |
|        |                  | 습분분리기     | 두산에너지빌리티                    | 월성 2, 4호기 습분분리기 성능개선 공사 수주                                      |
| GS중공업  |                  |           | 2020년 SG 습분분리기 FME Cover 제작 |   |
| T/G배관  |                  | -         | 효성중공업(플랜트 배관 주요 업체)         |   |

자료: 유진투자증권

# 원전 사업 밸류체인

관련 국내기업 리스트(2): 보조기기(BOP)

| 구분     |           | 관련 기업  | 내용       |                                       |
|--------|-----------|--|----------|---------------------------------------|
| 원자력발전기 | 보조기기(BOP) | 주변압기   | HD현대일렉트릭 | 국내 최초로 원자력발전소용 Q-Class 획득해 납품         |
|        |           |  | 효성중공업    | 국내 최초로 원자력발전소용 345kv 변압기 개발           |
|        |           |  | 일진전기     | 초고압 변압기 제작기업                          |
|        |           | 주제어반   | LS일렉트릭   | 울진 3, 4호기, 영광 5, 6호기에 공급              |
|        |           |  | 현디이디에스   | 원자력 제어계통 및 전기1급 현장(보조)제어반             |
|        |           | 복수기  | BHI      | 순수 국내 기술로 다수 복수기 설계, 제작               |
|        |           |  | SNT에너지   | 복수기(원자력, 화력, 복합화력) 주력                 |
|        |           |  | 에너지엔     | 복수기 등 원전 기자재 기업                       |
|        |           | 복수/급수펌프  | 효성굿스프링스  | 2023년 아태 지역 펌프 업체 최초로 ISO 19443 인증 획득 |
|        |           |  | 강운테크     | 발전 용수 공급 펌프 제작기업                      |
|        |           | 해수순환펌프   | -        | 효성굿스프링스(해수담수(RO) 및 송수 플랜트용 펌프 생산)     |
|        |           | 급수가열기  | BHI      | 저/고압 급수가열기 설계, 제작                     |
|        |           |  | 에너지엔     | 급수가열기 등 원전 기자재 기업                     |
|        |           | 격납/터빈 건물 크레인   | 고려호이스트   | 한국원자력산업협회 크레인 관련 협력사                  |
|        |           |  | 금오중공업    |                                       |
|        |           |  | 지에스중공업   |                                       |
| 디젤 발전기 | 현대중공업     | 원자력 발전소 비상발전기 공급<br>STX엔진(산업용 디젤엔진 발전, 가스터빈 발전용 엔진 공급) |          |                                       |

자료: 유진투자증권

# 원전 사업 밸류체인

관련 국내기업 리스트(3): 보조기기(BOP)

| 구분     |            | 관련 기업            | 내용  |
|--------|------------|------------------|---|
| 원자력발전기 | 공기조화 설비/덕트 | 하이에어코리아          | 축류형·원심형 송풍기 설계, 제작                            |
|        |            | 지에스중공업           | 원자력발전소 공기조화설비공사 기업                            |
|        | 배관/밸브      | 디케이락             | 국내 최초 ASME로부터 원자력 발전 주기자재 제작 인증서 N, NPT 인증 획득 |
|        |            | 현대중공업터보기계        | 한수원 원자력 Butterfly 밸브 유자격 기업                   |
|        |            | 삼신/피케이밸브         | 원자력발전소에 원자력용 밸브 기자재 공급                        |
|        | 열교환기       | SNT에너지           | 발전/석화플랜트 포함 공랭식 열교환기 제작 기업                    |
|        |            | 마이텍              | 선박, 산업, 원자력발전용 열교환기 제조업체                      |
|        |            | 에너지엔             | CCW Heat Exchanger 기본 설계 및 상세 설계 기술           |
|        | 전력/전자케이블   | 대한전선             | 원자력 발전소용 Class 1E 케이블 생산                      |
|        |            | LS전선             | 원자력 발전소 케이블 생산                                |
|        |            | 대선이엔씨            | 옐다바 원자력 발전소 2, 4호기 전기 공사 중                    |
|        | 계장/계측 설비   | 두산에너지빌리티         | 원전 계측제어설비 MMIS                                |
|        |            | 수산이앤에스, 우리기술, 우진 | 계측제어(I&C) 정비 전문 기업                            |
|        |            | 이성씨엔아이           | 신고리, 신한울 등 원자력 발전소 계측제어설비 정비                  |
|        | 기타 펌프/여과기  | BHI              | 한수원 CFVS 유자격공급자로, 표준형 원전 12기에 공급              |
|        |            | 지에스중공업           | 한수원에 원심분리식 여과기 납품                             |
|        |            | 한신기계공업           | 신한울 3, 4호기 공기압축기 우선협상대상자로 선정                  |

자료: 유진투자증권

# 원전 사업 밸류체인

관련 국내기업 리스트(4): 기타 서비스

| 구분             |          | 관련 기업                                      | 내용                                  |                              |
|----------------|----------|--|-------------------------------------|------------------------------|
| 원자력연료          | 지지격자     | 진영정기                                       | 원자력연료봉 지지격자판 제작 기업                  |                              |
|                |          | 한전원자력연료                                    | 브라질 원자력연료 회사 INB에 지지격자 수출           |                              |
|                |          | SG&G                                       | 지지격자 부품 제조                          |                              |
|                | 계측관      | -  | -                                   |                              |
|                | 소성가공부품   | 도성산업                                       | PLUS7, HIPER16 연료용 SLEEVE류 소성가공품 주력 |                              |
|                |          | 국제정공                                       | 한전원자력연료 구매계약 예정업체                   |                              |
|                | 기계가공부품   | 세형   | 한전원자력연료 구매계약 예정업체                   |                              |
|                | 압축스프링    | 대동스프링                                      | 연료봉 압축스프링 공급업체                      |                              |
|                | 상하단 고정체  | 한전원자력연료                                    | 원자력연료 핵심부품 제조, 수출                   |                              |
|                | 피복관      | 한전원자력연료                                    | 고유소재인 HANA 피복관 개발                   |                              |
| HALEU          | 포스코인터내셔널 | 한수원, Centrus와 미국 內 HALEU 공급망 구축 MOU 및 트레이딩 |                                     |                              |
| 원자력발전소 구조물     | 원자로 건물   | 시멘트  | 한국수력원자력                             | 신한울 3호기 최초 콘크리트 타설           |
|                |          | 철근, 강재                                     | 현대제철                                | 국내 철강사 최초 ASME로부터 QSC 인증 획득  |
|                |          | 기타   | 제일테크노스                              | 울진 원자력 발전소 HI-DECK 공급        |
|                | 보조건물     | -  | 대우건설, 삼성물산, GS건설<br>현대건설, DL E&C    | 신월성 1, 2호기에 원자로건물, 보조건물 등 건설 |
|                | 냉각취수 구조물 | -  | -                                   | -                            |
| 매설구조물          | -        | -  | -                                   |                              |
| 원자력 설계 및 엔지니어링 | -        | 한국전력기술                                     | 원자력발전소, 화력발전소 설계                    |                              |
|                | -        | 한전원자력연료                                    | 원자력연료 제조 및 설계                       |                              |
| 원자력서비스<br>용역   | -        | -  | 한전KPS, 일진파워, 우진엔텍                   | 국내 발전설비 정비 주력기업              |

# 05

## 기업분석

- ✓ 한국전력(015760.KS)
- ✓ 한전기술(052690.KS)
- ✓ 한전KPS(051600.KS)

(015760)

# 한국전력

## SMP상한제와 한미 원전 협력 기대감

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D\_ 6878/tjdgus2009@

|                 |         |          |                |        |      |
|-----------------|---------|----------|----------------|--------|------|
| 현재주가(26.06.10)  | 36,400원 | 투자의견     | STRONG BUY(상향) |        |      |
| 시가총액(십억원)       | 23,367  | 목표주가     | 92,000원(유지)    |        |      |
| 발행주식수(천주)       | 641,964 | 주가상승률(%) | 1M             | 6M     | 12M  |
| 52주 최고가(원)      | 69,500  |          |                |        |      |
| 최저가(원)          | 27,100  |          | -17.4          | -26.9  | 32.6 |
| 52주 일간 Beta     | 0.52    | (원, 십억원) | 현재             | 직전     | 변동   |
| 60일 일평균거래대금(억원) | 1,069   | 투자의견     | STRONG BUY     | BUY    | ▲    |
| 외국인 지분율(%)      | 21.0    | 목표주가     | 92,000         | 92,000 | -    |
| 배당수익률(2026E)(%) | 4.9     | 영업이익(26) | 14,673         | 14,970 | ▼    |
| 주주구성(%)         |         | 영업이익(27) | 20,645         | 22,664 | ▼    |
| 한국산업은행 (외 2인)   | 51.1    |          |                |        |      |
| 국민연금공단 (외 1인)   | 6.9     |          |                |        |      |

| 결산기(12월)(십억원) | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액           | 93,399 | 97,429 | 97,261 | 98,150 | 101,193 |
| 영업이익          | 8,365  | 13,491 | 14,673 | 20,645 | 15,584  |
| 세전순익          | 5,257  | 11,587 | 11,838 | 17,815 | 12,883  |
| 당기순이익         | 3,622  | 8,667  | 8,843  | 13,343 | 9,636   |
| EPS(원)        | 5,439  | 13,311 | 13,586 | 20,343 | 14,765  |
| 증감률(%)        | 흑전     | 144.7  | 2.1    | 49.7   | -27.4   |
| PER(배)        | 3.7    | 3.5    | 2.7    | 1.8    | 2.5     |
| ROE(%)        | 9.2    | 19.4   | 17.0   | 21.6   | 13.5    |
| PBR(배)        | 0.3    | 0.6    | 0.4    | 0.4    | 0.3     |
| EV/EBITDA(배)  | 6.5    | 5.8    | 4.9    | 3.9    | 4.4     |

자료: 유진투자증권

### Investment Point

- **[투자 의견]** 당사는 한국전력에 대해 투자 의견을 STRONG BUY로 상향하며, 목표주가 92,000원을 유지함. 2026년 실적 감소 우려에도 우호적인 정산계수와 하반기 SMP 상한제 도입으로 실적 악화 규모는 크지 않을 전망. 전년 수준의 펀더멘털이 유지되는 가운데 한미 원전 협력의 진전 여부에 따라 주가 강세 모멘텀은 충분하다고 판단
- **[2026 실적 전망]** 연결 매출액 97조원, 영업이익 15조원으로 시장 컨센서스를 상회하는 실적 전망. 1) SMP상한제 시행 가능성, 2) 재생에너지 비중 상승으로 인한 변동비 약세로 호실적 유지될 것이라 판단. 하반기 원전 정상화(고리 2호기 재가동 등)가 가시화될 경우 연료비 절감과 믹스 개선이 동시에 작용하며 이익 레버리지 효과가 클 전망. 2027년에는 신한울 3·4호기 가동, 계속운전 원전 복귀 등으로 원전 발전 비중이 확대되어 중장기 이익 개선 방향성은 명확하다고 판단
- **[투자포인트]** 당사는 장기적으로 대미 원전 투자의 주계약자로 프리미엄이 부각될 전망(프랑스 EDF 국유화로 상장폐지 전 시가총액 50조원 vs 동사 26조원). 미국 원전 밸류체인 붕괴로 한국전력을 중심으로 한 팀코리아의 수주가 이어질 것이라 판단하기 때문. 미국 정부도 한국과 일본 대미 펀드의 첫 투자처가 원자력발전소 건설이 될 것이라고 예고했고 수주 가능성 존재. 핵잠수함 실무협의 이후 한미 원전 협력 협의 과정에서 우라늄 농축과 지식재산권 문제 등 민감 현안이 해소되면 동사의 수주 경쟁력이 부각될 전망. 러시아 로사톰은 재처리를 포함한 토탈 패키지로 신흥국 수주를 확대하고 있으며, 동사도 한미 협정 협의 여부에 따라 충분히 가능한 모델이라 판단

# 한국전력 (015760.KS)

## 세부 실적 추정

| (십억원)  | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26   | 3Q26   | 4Q26   | 2025   | 2026   | 2027   |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 24,224 | 21,950 | 27,572 | 23,683 | 24,328 | 21,759 | 27,819 | 23,285 | 97,429 | 97,261 | 98,150 |
| 영업비용   | 20,470 | 19,814 | 21,920 | 21,734 | 21,502 | 17,793 | 22,442 | 20,484 | 83,939 | 82,588 | 77,505 |
| 연료비    | 5,010  | 4,315  | 5,501  | 4,610  | 5,531  | 5,018  | 5,602  | 5,570  | 19,436 | 23,992 | 23,261 |
| 구입전력비  | 8,757  | 8,601  | 9,249  | 7,446  | 9,123  | 5,888  | 9,727  | 5,520  | 34,053 | 28,912 | 24,240 |
| 기타     | 6,704  | 6,898  | 7,171  | 9,677  | 6,848  | 6,886  | 7,114  | 9,395  | 30,450 | 29,685 | 30,004 |
| 영업이익   | 3,754  | 2,136  | 5,652  | 1,949  | 2,827  | 3,966  | 5,377  | 2,800  | 13,491 | 14,673 | 20,645 |
| OPM(%) | 15.5   | 9.7    | 20.5   | 8.2    | 11.6   | 18.2   | 19.3   | 12.0   | 13.8   | 15.1   | 21     |
| 세전이익   | 3,232  | 1,665  | 5,349  | 1,341  | 1,521  | 3,105  | 4,587  | 2,198  | 11,587 | 11,838 | 17,815 |
| 순이익    | 2,362  | 1,176  | 3,790  | 1,339  | 1,171  | 2,391  | 3,532  | 1,430  | 8,667  | 8,843  | 13,343 |

자료: 한국전력, 유진투자증권

# 한국전력(015760.KS) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>       | 246,808 | 254,927 | 260,289 | 267,651 | 275,190 |
| 유동자산              | 29,255  | 30,715  | 31,602  | 32,324  | 31,513  |
| 현금성자산             | 4,489   | 5,270   | 6,583   | 7,101   | 5,594   |
| 매출채권              | 12,128  | 12,519  | 12,302  | 12,414  | 12,799  |
| 재고자산              | 9,769   | 10,153  | 9,944   | 10,035  | 10,346  |
| 비유동자산             | 217,553 | 224,212 | 228,687 | 235,327 | 243,678 |
| 투자자산              | 33,424  | 35,360  | 35,299  | 35,622  | 36,726  |
| 유형자산              | 182,983 | 187,752 | 192,346 | 198,702 | 205,966 |
| 기타                | 1,146   | 1,101   | 1,042   | 1,004   | 986     |
| <b>부채총계</b>       | 205,445 | 205,605 | 204,575 | 200,034 | 199,698 |
| 유동부채              | 63,969  | 67,107  | 65,573  | 60,522  | 59,672  |
| 매입채무              | 9,079   | 8,412   | 8,730   | 8,810   | 9,083   |
| 유동성이자부채           | 45,069  | 46,449  | 44,596  | 39,465  | 38,342  |
| 기타                | 9,820   | 12,247  | 12,247  | 12,247  | 12,247  |
| 비유동부채             | 141,476 | 138,497 | 139,002 | 139,512 | 140,027 |
| 비유동이자부채           | 91,448  | 86,636  | 86,636  | 86,636  | 86,636  |
| 기타                | 50,028  | 51,861  | 52,365  | 52,875  | 53,390  |
| <b>자본총계</b>       | 41,363  | 49,323  | 55,714  | 67,618  | 75,492  |
| 자배지분              | 39,915  | 48,170  | 54,561  | 66,465  | 74,339  |
| 자본금               | 3,210   | 3,210   | 3,210   | 3,210   | 3,210   |
| 자본잉여금             | 2,445   | 2,410   | 2,410   | 2,410   | 2,410   |
| 이익잉여금             | 20,128  | 28,501  | 36,232  | 48,136  | 56,010  |
| 기타                | 14,133  | 14,049  | 12,709  | 12,709  | 12,709  |
| 비자배지분             | 1,448   | 1,153   | 1,153   | 1,153   | 1,153   |
| <b>자본총계</b>       | 41,363  | 49,323  | 55,714  | 67,618  | 75,492  |
| 총차입금              | 136,518 | 133,086 | 131,233 | 126,102 | 124,979 |
| 순차입금              | 132,029 | 127,816 | 124,650 | 119,001 | 119,385 |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2024A    | 2025A    | 2026F    | 2027F    | 2028F    |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>영업현금</b>           | 15,876   | 20,880   | 23,646   | 28,554   | 24,821   |
| 당기순이익                 | 3,622    | 8,667    | 8,843    | 13,343   | 9,636    |
| 자산상각비                 | 13,997   | 13,789   | 15,441   | 15,939   | 16,513   |
| 기타비현금성손익              | 7,134    | 9,204    | (2,305)  | (1,896)  | (2,158)  |
| 운전자본증감                | (3,790)  | (5,383)  | 745      | (124)    | (423)    |
| 매출채권감소(증가)            | (189)    | (360)    | 217      | (112)    | (385)    |
| 재고자산감소(증가)            | (1,413)  | (1,567)  | 209      | (91)     | (311)    |
| 매입채무증가(감소)            | 12       | (1,456)  | 319      | 80       | 273      |
| 기타                    | (2,201)  | (2,000)  | 0        | 0        | 0        |
| <b>투자현금</b>           | (14,093) | (18,445) | (19,490) | (21,749) | (23,600) |
| 단기투자자산감소              | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 장기투자증권감소              | (215)    | (2,082)  | 487      | 509      | 159      |
| 설비투자                  | 14,216   | 15,834   | 19,860   | 22,126   | 23,611   |
| 유형자산처분                | 403      | 468      | 0        | 0        | 0        |
| 무형자산처분                | (91)     | (99)     | (117)    | (131)    | (148)    |
| <b>재무현금</b>           | (3,849)  | (2,635)  | (2,843)  | (6,287)  | (2,728)  |
| 차입금증가                 | (4,219)  | (2,491)  | (1,853)  | (5,131)  | (1,123)  |
| 자본증가                  | (137)    | (219)    | (990)    | (1,156)  | (1,605)  |
| 배당금지급                 | 137      | 219      | 990      | 1,156    | 1,605    |
| <b>현금증감</b>           | (1,960)  | (142)    | 1,313    | 519      | (1,507)  |
| 기초현금                  | 4,343    | 2,383    | 2,241    | 3,554    | 4,072    |
| 기말현금                  | 2,383    | 2,241    | 3,554    | 4,072    | 2,565    |
| Gross Cash flow       | 24,753   | 31,659   | 22,901   | 28,677   | 25,243   |
| Gross Investment      | 17,884   | 23,828   | 18,746   | 21,872   | 24,023   |
| <b>Free Cash Flow</b> | 6,870    | 7,831    | 4,156    | 6,805    | 1,220    |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>        | 93,399  | 97,429  | 97,261  | 98,150  | 101,193 |
| 증가율(%)            | 5.9     | 4.3     | (0.2)   | 0.9     | 3.1     |
| 매출원가              | 81,964  | 80,705  | 78,643  | 73,481  | 81,460  |
| <b>매출총이익</b>      | 11,435  | 16,725  | 18,618  | 24,670  | 19,733  |
| 판매 및 일반관리비        | 3,070   | 3,234   | 3,945   | 4,024   | 4,149   |
| 기타영업손익            | 0       | 5       | 22      | 2       | 3       |
| <b>영업이익</b>       | 8,365   | 13,491  | 14,673  | 20,645  | 15,584  |
| 증가율(%)            | 61.3    | 49.1    | 8.8     | 40.7    | (24.5)  |
| <b>EBITDA</b>     | 22,362  | 27,279  | 30,114  | 36,585  | 32,097  |
| 증가율(%)            | 163.4   | 22.0    | 10.4    | 21.5    | (12.3)  |
| <b>영업외손익</b>      | (3,108) | (1,904) | (2,834) | (2,831) | (2,700) |
| 이자수익              | 538     | 467     | 559     | 566     | 664     |
| 이자비용              | 4,665   | 4,340   | 4,212   | 4,156   | 4,106   |
| 지분법손익             | 882     | 576     | 461     | 645     | 626     |
| 기타영업손익            | 136     | 1,393   | 358     | 115     | 116     |
| <b>세전순이익</b>      | 5,257   | 11,587  | 11,838  | 17,815  | 12,883  |
| 증가율(%)            | 60.0    | 120.4   | 2.2     | 50.5    | (27.7)  |
| 법인세비용             | 1,635   | 2,920   | 2,995   | 4,471   | 3,247   |
| <b>당기순이익</b>      | 3,622   | 8,667   | 8,843   | 13,343  | 9,636   |
| 증가율(%)            | 60.0    | 139.3   | 2.0     | 50.9    | (27.8)  |
| 지배주주지분            | 3,492   | 8,545   | 8,721   | 13,060  | 9,479   |
| 증가율(%)            | 144.7   | 144.7   | 2.1     | 49.7    | (27.4)  |
| 비지배지분             | 130     | 122     | 122     | 284     | 158     |
| <b>EPS(원)</b>     | 5,439   | 13,311  | 13,586  | 20,343  | 14,765  |
| 증가율(%)            | 144.7   | 144.7   | 2.1     | 49.7    | (27.4)  |
| 수정EPS(원)          | 5,439   | 13,311  | 13,586  | 20,343  | 14,765  |
| 증가율(%)            | 144.7   | 144.7   | 2.1     | 49.7    | (27.4)  |

| 주요투자지표            | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>    |        |        |        |         |         |
| EPS               | 5,439  | 13,311 | 13,586 | 20,343  | 14,765  |
| BPS               | 62,177 | 75,035 | 84,991 | 103,534 | 115,799 |
| DPS               | 213    | 1,542  | 1,800  | 2,500   | 2,000   |
| <b>밸류에이션(배,%)</b> |        |        |        |         |         |
| PER               | 3.7    | 3.5    | 2.7    | 1.8     | 2.5     |
| PBR               | 0.3    | 0.6    | 0.4    | 0.4     | 0.3     |
| EV/EBITDA         | 6.5    | 5.8    | 4.9    | 3.9     | 4.4     |
| 배당수익률             | 1.1    | 3.3    | 4.9    | 6.9     | 5.5     |
| PCR               | 0.5    | 1.0    | 1.0    | 0.8     | 0.9     |
| <b>수익성(%)</b>     |        |        |        |         |         |
| 영업이익률             | 9.0    | 13.8   | 15.1   | 21.0    | 15.4    |
| EBITDA이익률         | 23.9   | 28.0   | 31.0   | 37.3    | 31.7    |
| 순이익률              | 3.9    | 8.9    | 9.1    | 13.6    | 9.5     |
| ROE               | 9.2    | 19.4   | 17.0   | 21.6    | 13.5    |
| ROIC              | 3.6    | 6.3    | 6.7    | 9.2     | 6.6     |
| <b>안정성(배,%)</b>   |        |        |        |         |         |
| 순차입금/자기자본         | 319.2  | 259.1  | 223.7  | 176.0   | 158.1   |
| 유동비율              | 45.7   | 45.8   | 48.2   | 53.4    | 52.8    |
| 이자보상배율            | 1.8    | 3.1    | 3.5    | 5.0     | 3.8     |
| <b>활동성(회)</b>     |        |        |        |         |         |
| 총자산회전율            | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권회전율           | 7.8    | 7.9    | 7.8    | 7.9     | 8.0     |
| 재고자산회전율           | 10.0   | 9.8    | 9.7    | 9.8     | 9.9     |
| 매입채무회전율           | 10.5   | 11.1   | 11.3   | 11.2    | 11.3    |

(052690)

# 한전기술

## 원전 모멘텀에 실적 개선까지

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D\_6878/tjdgus2009@

|                 |          |          |              |         |      |
|-----------------|----------|----------|--------------|---------|------|
| 현재주가(26.06.10)  | 118,700원 | 투자의견     | BUY(유지)      |         |      |
| 시가총액(십억원)       | 4,537    | 목표주가     | 200,000원(유지) |         |      |
| 발행주식수(천주)       | 38,220   | 주가상승률(%) | 1M           | 6M      | 12M  |
| 52주 최고가(원)      | 198,000  |          |              |         |      |
| 최저가(원)          | 69,700   |          | -31.6        | 23.4    | 68.8 |
| 52주 일간 Beta     | 0.71     | (원,십억원)  | 현재           | 직전      | 변동   |
| 60일 일평균거래대금(억원) | 413      | 투자의견     | BUY          | BUY     | -    |
| 외국인 지분율(%)      | 16.1     | 목표주가     | 200,000      | 200,000 | -    |
| 배당수익률(2026E)(%) | 0.8      | 영업이익(26) | 77           | 52      | ▲    |
| 주주구성(%)         |          | 영업이익(27) | 97           | 118     | ▼    |
| 한국전력공사 (외 2인)   | 53.1     |          |              |         |      |
| 국민연금공단 (외 1인)   | 11.1     |          |              |         |      |

| 결산기(12월)(십억원) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 569   | 519   | 607   | 643   | 1,203 |
| 영업이익          | 71    | 35    | 77    | 97    | 244   |
| 세전순익          | 76    | 109   | 85    | 107   | 257   |
| 당기순이익         | 59    | 85    | 54    | 83    | 199   |
| EPS(원)        | 1,531 | 2,234 | 1,424 | 2,167 | 5,213 |
| 증감률(%)        | 79.2  | 45.9  | -36.2 | 52.1  | 140.6 |
| PER(배)        | 34.6  | 40.3  | 83.3  | 54.8  | 22.8  |
| ROE(%)        | 10.4  | 14.2  | 8.7   | 12.7  | 26.9  |
| PBR(배)        | 3.5   | 5.5   | 7.2   | 6.7   | 5.6   |
| EV/EBITDA(배)  | 21.2  | 58.3  | 44.1  | 38.4  | 17.5  |

자료: 유진투자증권

## Investment Point

- **[투자의견]** 한전기술에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원을 유지. 1Q26 실적을 통해 원자력 설계 비중 확대가 마진 개선으로 이어진 분기로 이어지는 방향성을 확인. 한국과 미국 정부의 핵잠수함 논의 → 연료주기 재편 → 대미투자 APR1400 수주 중장기 모멘텀은 아직 추가에 미반영 구간이라 판단. 단기 실적 가시성과 중장기 구조적 재평가 모멘텀이 동시에 작동하는 구간으로, 현 시점에서도 비중 확대 시각을 유지함
- **[2026 실적 전망]** 매출액 6,070억원, 영업이익 770억원으로 실적 턴어라운드 본격화 전망. 체코·신한울 진행률 상승 효과 지속되며, 연간 수익성 개선 지속될 전망
- **[투자포인트]** ① 핵잠수함 모멘텀: K-SSN 탑재 예정 원자로는 SMART, i-SMR과 직접 연동되며, 설계 원천 기관으로서 한전기술의 역할 확대가 불가피. 한전기술은 핵추진선에 활용되는 BANDI, 한국형 혁신형(i-SMR) 등 설계 용역을 담당 중. 잠수함에 활용되는 소형 원자로는 살아있는 실증 그 자체가 될 전망
- ② 대미투자 확정 시 APR1400 수출 기대감: 3,500억 달러 대미 투자가 미국 원전 프로젝트로 이어질 경우, 한전기술의 설계 용역 수주 확대 기대
- ③ 신흥국 연료주기 토탈 패키지: 한미 123협정 개정 시 재처리 포함 패키지 구성이 가능해지며, 러시아식 원전 수출 모델을 대체하는 경쟁 구도에서 한전기술의 설계 역량이 부각될 전망. 실제로 러시아는 베트남 원전 수주에서 재처리 토탈 패키지를 제안하며 수주를 시도 중

# 한전기술 (052690.KS)

## 세부 실적 추정

| (십억원, %)    | 1Q25      | 2Q25       | 3Q25       | 4Q25       | 1Q26       | 2Q26       | 3Q26       | 4Q26       | 2025       | 2026       | 2027       |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>  | <b>96</b> | <b>102</b> | <b>115</b> | <b>206</b> | <b>113</b> | <b>131</b> | <b>135</b> | <b>228</b> | <b>519</b> | <b>607</b> | <b>643</b> |
| 원자력         | 56        | 58         | 81         | 152        | 82         | 87         | 93         | 174        | 347        | 436        | 443        |
| 에너지 신사업     | 21        | 19         | 10         | 27         | 10         | 14         | 13         | 22         | 78         | 59         | 85         |
| 원자로         | 19        | 25         | 24         | 27         | 22         | 30         | 29         | 32         | 94         | 113        | 115        |
| <b>영업이익</b> | <b>1</b>  | <b>(4)</b> | <b>12</b>  | <b>26</b>  | <b>14</b>  | <b>15</b>  | <b>16</b>  | <b>32</b>  | <b>35</b>  | <b>77</b>  | <b>97</b>  |
| OPM(%)      | 1.2       | (4.3)      | 10.7       | 12.9       | 12.4       | 11.3       | 11.9       | 13.9       | 6.8        | 12.6       | 15.1       |
| 세전이익        | 85        | 0          | 15         | 9          | 18         | 15         | 15         | 39         | 109        | 85         | 107        |
| <b>순이익</b>  | <b>66</b> | <b>0</b>   | <b>11</b>  | <b>8</b>   | <b>14</b>  | <b>11</b>  | <b>11</b>  | <b>18</b>  | <b>85</b>  | <b>54</b>  | <b>83</b>  |

자료: 한전기술, 유진투자증권

# 한전기술(052690.KS) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b>       | 947   | 886   | 969   | 994   | 1,460 |
| 유동자산              | 576   | 550   | 633   | 662   | 1,029 |
| 현금성자산             | 51    | 31    | 34    | 40    | 49    |
| 매출채권              | 357   | 308   | 389   | 412   | 771   |
| 재고자산              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산             | 371   | 336   | 336   | 332   | 431   |
| 투자자산              | 112   | 100   | 117   | 124   | 232   |
| 유형자산              | 238   | 227   | 217   | 207   | 198   |
| 기타                | 21    | 8     | 2     | 1     | 1     |
| <b>부채총계</b>       | 369   | 261   | 341   | 321   | 653   |
| 유동부채              | 361   | 256   | 301   | 316   | 543   |
| 매입채무              | 220   | 201   | 246   | 261   | 488   |
| 유동성이자부채           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타                | 140   | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 비유동부채             | 8     | 5     | 40    | 6     | 111   |
| 비유동이자부채           | 1     | 0     | 35    | 1     | 106   |
| 기타                | 8     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>자본총계</b>       | 577   | 625   | 628   | 673   | 807   |
| 자배지분              | 577   | 625   | 628   | 673   | 807   |
| 자본금               | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 자본잉여금             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금             | 580   | 628   | 631   | 675   | 810   |
| 기타                | (10)  | (10)  | (10)  | (10)  | (10)  |
| 비자배지분             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>       | 577   | 625   | 628   | 673   | 807   |
| 총차입금              | 2     | 1     | 36    | 2     | 107   |
| 순차입금              | (49)  | (30)  | 2     | (38)  | 59    |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 49    | 29    | 63    | 53    | 90    |
| 당기순이익                 | 59    | 85    | 54    | 83    | 199   |
| 자산상각비                 | 22    | 23    | 26    | 20    | 19    |
| 기타비현금성손익              | 72    | 8     | 17    | (42)  | 2     |
| 운전자본증감                | (102) | (69)  | (36)  | (8)   | (132) |
| 매출채권감소(증가)            | (51)  | 41    | (81)  | (23)  | (359) |
| 재고자산감소(증가)            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무증가(감소)            | 18    | (18)  | 45    | 14    | 227   |
| 기타                    | (69)  | (92)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>투자현금</b>           | (34)  | (9)   | (10)  | (9)   | (16)  |
| 단기투자자산감소              | 31    | (62)  | 0     | 0     | 0     |
| 장기투자증권감소              | 0     | 0     | (0)   | 0     | (6)   |
| 설비투자                  | 5     | 5     | 5     | 5     | 6     |
| 유형자산처분                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (3)   | (3)   | (4)   | (4)   | (4)   |
| <b>재무현금</b>           | (21)  | (39)  | (51)  | (38)  | (65)  |
| 차입금증가                 | (1)   | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 자본증가                  | (20)  | (38)  | (51)  | (38)  | (65)  |
| 배당금지급                 | 20    | 38    | 51    | 38    | 65    |
| <b>현금증감</b>           | (6)   | (19)  | 2     | 6     | 9     |
| 기초현금                  | 52    | 47    | 27    | 30    | 36    |
| 기말현금                  | 47    | 27    | 30    | 36    | 44    |
| Gross Cash flow       | 152   | 116   | 99    | 62    | 221   |
| Gross Investment      | 167   | 16    | 46    | 17    | 147   |
| <b>Free Cash Flow</b> | (14)  | 100   | 53    | 44    | 74    |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2024A | 2025A  | 2026F  | 2027F | 2028F |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>매출액</b>        | 569   | 519    | 607    | 643   | 1,203 |
| 증가율(%)            | 4.5   | (8.9)  | 17.1   | 5.9   | 87.1  |
| 매출원가              | 420   | 406    | 428    | 441   | 849   |
| <b>매출총이익</b>      | 150   | 113    | 180    | 202   | 354   |
| 판매 및 일반관리비        | 79    | 77     | 103    | 105   | 109   |
| 기타영업손익            | (20)  | (2)    | 33     | 2     | 4     |
| <b>영업이익</b>       | 71    | 35     | 77     | 97    | 244   |
| 증가율(%)            | 148.4 | (50.0) | 116.1  | 26.7  | 151.7 |
| <b>EBITDA</b>     | 93    | 58     | 103    | 117   | 263   |
| 증가율(%)            | 85.1  | (37.3) | 75.9   | 13.8  | 124.6 |
| <b>영업외손익</b>      | 5     | 74     | 9      | 10    | 13    |
| 이자수익              | 6     | 5      | 5      | 6     | 12    |
| 이자비용              | 0     | 0      | 1      | 1     | 4     |
| 지분법손익             | (0)   | 1      | 1      | 1     | 1     |
| 기타영업외손익           | (0)   | 68     | 4      | 4     | 4     |
| <b>세전순이익</b>      | 76    | 109    | 85     | 107   | 257   |
| 증가율(%)            | 72.9  | 43.5   | (21.9) | 25.1  | 140.6 |
| 법인세비용             | 18    | 24     | 31     | 24    | 58    |
| <b>당기순이익</b>      | 59    | 85     | 54     | 83    | 199   |
| 증가율(%)            | 79.2  | 45.9   | (36.2) | 52.1  | 140.6 |
| 지배주주지분            | 59    | 85     | 54     | 83    | 199   |
| 증가율(%)            | 79.2  | 45.9   | (36.2) | 52.1  | 140.6 |
| 비지배지분             | 0     | 0      | 0      | 0     | 0     |
| <b>EPS(원)</b>     | 1,531 | 2,234  | 1,424  | 2,167 | 5,213 |
| 증가율(%)            | 79.2  | 45.9   | (36.2) | 52.1  | 140.6 |
| 수정EPS(원)          | 1,531 | 2,234  | 1,424  | 2,167 | 5,213 |
| 증가율(%)            | 79.2  | 45.9   | (36.2) | 52.1  | 140.6 |

| 주요투자지표             | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 1,531  | 2,234  | 1,424  | 2,167  | 5,213  |
| BPS                | 15,109 | 16,352 | 16,434 | 17,601 | 21,115 |
| DPS                | 999    | 1,347  | 1,000  | 1,700  | 2,500  |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                | 34.6   | 40.3   | 83.3   | 54.8   | 22.8   |
| PBR                | 3.5    | 5.5    | 7.2    | 6.7    | 5.6    |
| EV/EBITDA          | 21.2   | 58.3   | 44.1   | 38.4   | 17.5   |
| 배당수익률              | 1.9    | 1.5    | 0.8    | 1.4    | 2.1    |
| PCR                | 13.3   | 29.6   | 45.8   | 73.4   | 20.5   |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 영업이익률              | 12.5   | 6.8    | 12.6   | 15.1   | 20.3   |
| EBITDA이익률          | 16.4   | 11.3   | 16.9   | 18.2   | 21.9   |
| 순이익률               | 10.3   | 16.5   | 9.0    | 12.9   | 16.6   |
| ROE                | 10.4   | 14.2   | 8.7    | 12.7   | 26.9   |
| ROIC               | 10.8   | 5.0    | 8.1    | 12.0   | 25.6   |
| <b>안정성(배, %)</b>   |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본          | (8.5)  | (4.8)  | 0.4    | (5.6)  | 7.3    |
| 유동배율               | 159.5  | 214.8  | 210.2  | 209.7  | 189.7  |
| 이자보상배율             | 899.4  | 528.3  | 76.6   | 113.9  | 61.1   |
| <b>활동성(회)</b>      |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율             | 0.6    | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 1.0    |
| 매출채권회전율            | 1.7    | 1.6    | 1.7    | 1.6    | 2.0    |
| 재고자산회전율            | -      | -      | -      | -      | -      |
| 매입채무회전율            | 2.7    | 2.5    | 2.7    | 2.5    | 3.2    |

(051600)

# 한전KPS

## 국내가 받쳐주고 해외는 곧 계약하고

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D\_6878/tjdgus2009@

|                 |         |          |             |        |     |
|-----------------|---------|----------|-------------|--------|-----|
| 현재주가(26.06.10)  | 46,850원 | 투자의견     | BUY(유지)     |        |     |
| 시가총액(십억원)       | 2,108   | 목표주가     | 67,000원(유지) |        |     |
| 발행주식수(천주)       | 45,000  | 주가상승률(%) | 1M          | 6M     | 12M |
| 52주 최고가(원)      | 69,000  |          |             |        |     |
| 최저가(원)          | 43,600  |          | -20.5       | -12.6  | 6.5 |
| 52주 일간 Beta     | 0.47    | (원, 십억원) | 현재          | 직전     | 변동  |
| 60일 일평균거래대금(억원) | 130     | 투자의견     | BUY         | BUY    | -   |
| 외국인 지분율(%)      | 9.3     | 목표주가     | 67,000      | 67,000 | -   |
| 배당수익률(2026E)(%) | 4.5     | 영업이익(26) | 191         | 188    | ▲   |
| 주주구성(%)         |         | 영업이익(27) | 199         | 210    | ▼   |
| 한국전력공사 (외 2인)   | 51.0    |          |             |        |     |
| 국민연금공단 (외 1인)   | 9.4     |          |             |        |     |

| 결산기(12월)(십억원) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 1,557 | 1,577 | 1,619 | 1,676 | 1,712 |
| 영업이익          | 209   | 140   | 191   | 199   | 201   |
| 세전순익          | 225   | 156   | 202   | 214   | 218   |
| 당기순이익         | 172   | 124   | 155   | 166   | 169   |
| EPS(원)        | 3,832 | 2,761 | 3,434 | 3,684 | 3,758 |
| 증감률(%)        | 6.0   | -28.0 | 24.4  | 7.3   | 2.0   |
| PER(배)        | 11.5  | 17.9  | 13.6  | 12.7  | 12.5  |
| ROE(%)        | 13.3  | 9.3   | 11.2  | 11.4  | 11.1  |
| PBR(배)        | 1.5   | 1.7   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA(배)  | 5.7   | 9.0   | 6.2   | 5.8   | 5.6   |

자료: 유진투자증권

### Investment Point

- **[투자의견]** 당사는 한전KPS에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 67,000원을 유지함. 단기 실적은 부진했으나 정비업 특성상 기자재 구매 비용이 먼저 반영된 일회성 이슈이며, 노무비 감소 가능성과 중장기 해외 원전 정비 매출 확대 가능성을 고려하면 투자 매력 이 여전히 크다고 판단
- **[2026 실적 전망]** 매출액 1.6조원, 영업이익 1,910억원으로 컨센서스에 부합하는 양호한 실적 전망. 원자력 계획예방정비도 수행 호기 기준 상반기에 집중되며 원자력 매출 성장이 예상되며, 2026년 연간 준공 계획도 원자력 20호기(2025년 13호기 대비 +54%), 화력 97호기(2월 계획 101호기 대비 4호기 하향, 발전사 일정 변경 반영, +13%)로 확정되어 긍정적으로 해석. 재료비 선반영 기저, 한전공대와 방보원 일회성 기부금 소멸, 예방정비 볼륨 증가가 동시에 작용하며 실적 턴어라운드 기대
- **[투자포인트]** 원전 수명연장 공사는 호기당 약 150억원 규모로 과거 3~4년 사이클에서 최근 1년 이내로 단축되고, 공사 진행 과정에서 추가 개보수 물량이 발생해 수주액 상향 기대. 12차 전력수급 기본계획에서 신규 원전·SMR 건설이 확정될 경우 장기 외형 성장에 대한 기대감이 지속될 전망. 또한 루마니아 체르나보다 1호기 착공(2027년 9월말 예정), 체코 원전 유지보수 계약 하반기 수주가 확정될 경우 실적 추정치 추가 상향 조정 가능할 전망. 한미 핵잠수함 실무협약 이후 원자력 협정 개정 논의가 본격화될 것으로 전망. 협정 개정은 K-원전 밸류체인 전반의 토탈 패키지 수주를 가능하게 하는 전제 조건으로, 이를 계기로 원전 밸류체인 전반 리레이팅 기대. 동사는 원자로 1급 정비가 가능한 업체로, 해외 신규 원전 수주 시 UAE 바라카 사례에서 확인됐듯 정비 기술 이전 및 장기 기술서비스계약(TSA)이 통상적으로 수반된다는 점에서 수주 기대

# 한전KPS (051600.KS)

## 세부 실적 추정

| (십억원, %)     | 1Q25       | 2Q25       | 3Q25       | 4Q25       | 1Q26       | 2Q26       | 3Q26       | 4Q26       | 2024         | 2025         | 2026         |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>288</b> | <b>454</b> | <b>394</b> | <b>441</b> | <b>352</b> | <b>455</b> | <b>412</b> | <b>399</b> | <b>1,557</b> | <b>1,577</b> | <b>1,619</b> |
| 화력           | 115        | 186        | 108        | 131        | 109        | 182        | 108        | 132        | 509          | 539          | 531          |
| 원자력/양수       | 103        | 150        | 177        | 200        | 150        | 177        | 193        | 157        | 650          | 631          | 677          |
| 송변전          | 26         | 28         | 30         | 28         | 28         | 29         | 30         | 29         | 112          | 112          | 116          |
| 기타           | 44         | 90         | 79         | 81         | 66         | 67         | 81         | 82         | 287          | 295          | 296          |
| <b>영업이익</b>  | <b>8</b>   | <b>66</b>  | <b>47</b>  | <b>19</b>  | <b>37</b>  | <b>68</b>  | <b>52</b>  | <b>35</b>  | <b>210</b>   | <b>140</b>   | <b>191</b>   |
| OPM(%)       | 2.7        | 14.5       | 12.0       | 4.4        | 10.5       | 14.9       | 12.5       | 8.7        | 13.5         | 8.9          | 11.8         |
| 세전이익         | 16         | 65         | 52         | 24         | 39         | 71         | 56         | 36         | 225          | 156          | 202          |
| <b>당기순이익</b> | <b>11</b>  | <b>51</b>  | <b>43</b>  | <b>20</b>  | <b>29</b>  | <b>54</b>  | <b>43</b>  | <b>28</b>  | <b>172</b>   | <b>124</b>   | <b>155</b>   |
| NPM(%)       | 3.9        | 11.2       | 10.8       | 4.4        | 8.3        | 11.9       | 10.3       | 7.1        | 11.1         | 7.9          | 9.5          |

자료: 한전KPS, 유진투자증권

# 한전KPS(051600.KS) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b>       | 1,690 | 1,704 | 1,829 | 1,866 | 1,916 |
| 유동자산              | 1,051 | 1,006 | 1,133 | 1,165 | 1,209 |
| 현금성자산             | 442   | 399   | 513   | 524   | 557   |
| 매출채권              | 524   | 528   | 540   | 559   | 571   |
| 재고자산              | 25    | 25    | 25    | 26    | 27    |
| 비유동자산             | 639   | 698   | 696   | 701   | 707   |
| 투자자산              | 172   | 216   | 222   | 229   | 234   |
| 유형자산              | 458   | 472   | 463   | 458   | 454   |
| 기타                | 9     | 10    | 11    | 14    | 19    |
| <b>부채총계</b>       | 362   | 358   | 405   | 371   | 354   |
| 유동부채              | 347   | 350   | 352   | 351   | 349   |
| 매입채무              | 120   | 123   | 125   | 129   | 132   |
| 유동성이자부채           | 10    | 11    | 11    | 6     | 1     |
| 기타                | 217   | 216   | 216   | 216   | 216   |
| 비유동부채             | 14    | 8     | 53    | 20    | 5     |
| 비유동이자부채           | 2     | 4     | 49    | 16    | 1     |
| 기타                | 12    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>자본총계</b>       | 1,328 | 1,346 | 1,425 | 1,495 | 1,563 |
| 자배지분              | 1,328 | 1,346 | 1,425 | 1,495 | 1,562 |
| 자본금               | 9     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금             | 1,319 | 1,335 | 1,416 | 1,486 | 1,553 |
| 기타                | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 비자배지분             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>       | 1,328 | 1,346 | 1,425 | 1,495 | 1,563 |
| 총차입금              | 12    | 15    | 60    | 22    | 2     |
| 순차입금              | (429) | (384) | (453) | (503) | (555) |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 540   | 136   | 257   | 186   | 217   |
| 당기순이익                 | 172   | 124   | 155   | 166   | 169   |
| 자산상각비                 | 64    | 65    | 76    | 76    | 77    |
| 기타비현금성손익              | 195   | 181   | 38    | (41)  | (20)  |
| 운전자본증감                | 154   | (200) | (11)  | (15)  | (10)  |
| 매출채권감소(증가)            | 328   | (18)  | (12)  | (19)  | (12)  |
| 재고자산감소(증가)            | 1     | 0     | (1)   | (1)   | (1)   |
| 매입채무증가(감소)            | (1)   | (6)   | 2     | 4     | 3     |
| 기타                    | (174) | (176) | 0     | 0     | 0     |
| <b>투자현금</b>           | (380) | 36    | (69)  | (73)  | (78)  |
| 단기투자자산감소              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기투자증권감소              | 162   | 712   | 0     | 0     | 0     |
| 설비투자                  | 50    | 62    | 63    | 66    | 67    |
| 유형자산처분                | 2     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (2)   | (3)   | (5)   | (8)   | (11)  |
| <b>재무현금</b>           | (111) | (125) | (74)  | (101) | (106) |
| 차입금증가                 | (14)  | (14)  | 0     | (5)   | (5)   |
| 자본증가                  | (97)  | (111) | (74)  | (96)  | (101) |
| 배당금지급                 | 97    | 111   | 74    | 96    | 101   |
| <b>현금증감</b>           | 51    | 46    | 114   | 12    | 32    |
| 기초현금                  | 49    | 100   | 146   | 260   | 271   |
| 기말현금                  | 100   | 146   | 260   | 271   | 303   |
| Gross Cash flow       | 432   | 370   | 268   | 201   | 226   |
| Gross Investment      | 226   | 164   | 80    | 89    | 88    |
| <b>Free Cash Flow</b> | 206   | 206   | 189   | 112   | 138   |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2024A | 2025A  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>        | 1,557 | 1,577  | 1,619 | 1,676 | 1,712 |
| 증가율(%)            | 1.5   | 1.2    | 2.7   | 3.5   | 2.1   |
| 매출원가              | 1,262 | 1,339  | 1,319 | 1,361 | 1,388 |
| <b>매출총이익</b>      | 295   | 238    | 300   | 315   | 324   |
| 판매 및 일반관리비        | 86    | 98     | 109   | 116   | 122   |
| 기타영업손익            | 3     | 14     | 11    | 7     | 5     |
| <b>영업이익</b>       | 209   | 140    | 191   | 199   | 201   |
| 증가율(%)            | 5.1   | (33.1) | 36.4  | 4.2   | 1.2   |
| <b>EBITDA</b>     | 274   | 205    | 267   | 275   | 278   |
| 증가율(%)            | 9.0   | (25.0) | 30.1  | 3.0   | 1.2   |
| <b>영업외손익</b>      | 16    | 16     | 11    | 15    | 17    |
| 이자수익              | 14    | 17     | 11    | 15    | 16    |
| 이자비용              | 1     | 0      | 1     | 1     | 0     |
| 자본법손익             | 1     | 1      | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익           | 2     | (1)    | 1     | 1     | 1     |
| <b>세전순이익</b>      | 225   | 156    | 202   | 214   | 218   |
| 증가율(%)            | 6.8   | (30.8) | 29.5  | 5.9   | 2.0   |
| 법인세비용             | 53    | 32     | 47    | 48    | 49    |
| <b>당기순이익</b>      | 172   | 124    | 155   | 166   | 169   |
| 증가율(%)            | 6.0   | (27.9) | 24.4  | 7.3   | 2.0   |
| 지배주주지분            | 172   | 124    | 155   | 166   | 169   |
| 증가율(%)            | 6.0   | (28.0) | 24.4  | 7.3   | 2.0   |
| 비지배지분             | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| <b>EPS(원)</b>     | 3,832 | 2,761  | 3,434 | 3,684 | 3,758 |
| 증가율(%)            | 6.0   | (28.0) | 24.4  | 7.3   | 2.0   |
| 수정EPS(원)          | 3,832 | 2,761  | 3,434 | 3,684 | 3,758 |
| 증가율(%)            | 6.0   | (28.0) | 24.4  | 7.3   | 2.0   |

| 주요투자지표             | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 3,832  | 2,761  | 3,434  | 3,684  | 3,758  |
| BPS                | 29,520 | 29,906 | 31,659 | 33,213 | 34,721 |
| DPS                | 2,469  | 1,651  | 2,130  | 2,250  | 2,310  |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                | 11.5   | 17.9   | 13.6   | 12.7   | 12.5   |
| PBR                | 1.5    | 1.7    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EV/ EBITDA         | 5.7    | 9.0    | 6.2    | 5.8    | 5.6    |
| 배당수익률              | 5.6    | 3.3    | 4.5    | 4.8    | 4.9    |
| PCR                | 4.6    | 6.0    | 7.9    | 10.5   | 9.3    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 영업이익율              | 13.5   | 8.9    | 11.8   | 11.9   | 11.8   |
| EBITDA이익율          | 17.6   | 13.0   | 16.5   | 16.4   | 16.3   |
| 순이익율               | 11.1   | 7.9    | 9.5    | 9.9    | 9.9    |
| ROE                | 13.3   | 9.3    | 11.2   | 11.4   | 11.1   |
| ROIC               | 15.1   | 12.0   | 15.2   | 15.8   | 15.7   |
| <b>안정성(배, %)</b>   |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본          | (32.3) | (28.5) | (31.8) | (33.6) | (35.5) |
| 유동비율               | 302.6  | 287.4  | 322.1  | 331.6  | 346.5  |
| 이자보상배율             | 299.4  | 299.1  | 171.3  | 170.4  | -      |
| <b>활동성(회)</b>      |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율             | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.9    |
| 매출채권회전율            | 2.3    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    |
| 재고자산회전율            | 62.3   | 63.9   | 64.8   | 65.0   | 64.6   |
| 매입채무회전율            | 13.1   | 12.9   | 13.0   | 13.2   | 13.1   |

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

| 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율  |                            |  | 당사 투자의견 비율 (%) |
|--|----------------------------|--|----------------|
| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월<br>(추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) |                            |  |                |
| · STRONG BUY(매수)   | 추천기준일 증가대비 +50%이상          |  | 0%             |
| · BUY(매수)  | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 |  | 95%            |
| · HOLD(중립)   | 추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만 |  | 5%             |
| · REDUCE(매도)   | 추천기준일 증가대비 -10%미만          |  | 0%             |

(2026.03.31 기준)

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |            |         |           |         |             |
|-------------------------|------------|---------|-----------|---------|-------------|
| 추천일자                    | 투자의견       | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%)  |             |
|                         |            |         |           | 평균 증가대비 | 최고(최저) 증가대비 |
| 2024-08-09              | Buy        | 28,000  | 1년        | -21.4   | -3.8        |
| 2024-11-14              | Buy        | 28,000  | 1년        | -20.4   | -3.8        |
| 2025-03-04              | Buy        | 28,000  | 1년        | -16.2   | -3.8        |
| 2025-05-14              | Buy        | 32,000  | 1년        | -8.0    | -0.9        |
| 2025-05-30              | Buy        | 36,000  | 1년        | -1.8    | 16.7        |
| 2025-08-13              | Buy        | 50,000  | 1년        | -20.7   | -0.9        |
| 2025-11-14              | Buy        | 63,000  | 1년        | -13.4   | 7.8         |
| 2025-11-25              | Buy        | 63,000  | 1년        | -12.4   | 7.8         |
| 2026-02-27              | Buy        | 92,000  | 1년        | -52.8   | -44.7       |
| 2026-04-15              | Buy        | 92,000  | 1년        | -54.7   | -49.6       |
| 2026-05-14              | Buy        | 92,000  | 1년        | -58.2   | -56.0       |
| 2026-06-11              | Strong Buy | 92,000  | 1년        |         |             |



| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |         |           |         |             |
|-------------------------|------|---------|-----------|---------|-------------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원)  | 목표가격 대상시점 | 과리율(%)  |             |
|                         |      |         |           | 평균 증가대비 | 최고(최저) 증가대비 |
| 2024-08-08              | Buy  | 100,000 | 1년        | -11.4   | 77.7        |
| 2025-02-12              | Buy  | 100,000 | 1년        | -1.6    | 77.7        |
| 2025-08-08              | Buy  | 100,000 | 1년        | 16.1    | 77.7        |
| 2025-11-10              | Buy  | 100,000 | 1년        | 28.6    | 77.7        |
| 2025-11-25              | Buy  | 100,000 | 1년        | 33.0    | 77.7        |
| 2026-04-15              | Buy  | 200,000 | 1년        | -20.0   | -2.6        |
| 2026-05-12              | Buy  | 200,000 | 1년        | -31.1   | -22.0       |
| 2026-06-11              | Buy  | 200,000 | 1년        |         |             |



| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |        |           |         |             |
|-------------------------|------|--------|-----------|---------|-------------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%)  |             |
|                         |      |        |           | 평균 증가대비 | 최고(최저) 증가대비 |
| 2024-08-07              | Buy  | 58,000 | 1년        | -18.0   | 9.1         |
| 2024-11-12              | Buy  | 58,000 | 1년        | -16.4   | 9.1         |
| 2025-05-30              | Buy  | 58,000 | 1년        | -9.6    | 9.1         |
| 2025-08-08              | Buy  | 58,000 | 1년        | -10.1   | 3.3         |
| 2025-11-11              | Buy  | 58,000 | 1년        | -7.3    | 3.3         |
| 2025-11-25              | Buy  | 58,000 | 1년        | -6.7    | 3.3         |
| 2026-02-11              | Buy  | 67,000 | 1년        | -13.7   | 0.7         |
| 2026-04-15              | Buy  | 67,000 | 1년        | -15.7   | -3.7        |
| 2026-05-13              | Buy  | 67,000 | 1년        | -22.3   | -15.1       |
| 2026-06-11              | Buy  | 67,000 | 1년        |         |             |

