

Utility & Green Energy

2025 실적 전망

—
Research Center

허민호 수석 연구위원

 02-769-2692

 minho.hur@daishin.com

한국전력 : 투자의견 '매수', 목표주가 33,000원

▲ 실적 전망

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

▲ Valuation 및 투자전략

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

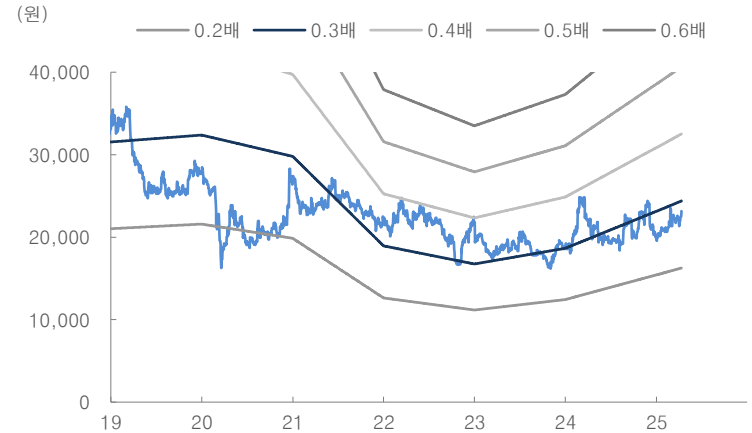
한국전력의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

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

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

한국전력의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

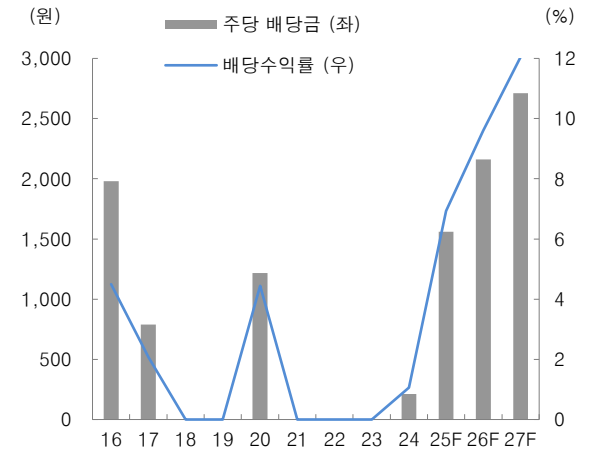
한국전력의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

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

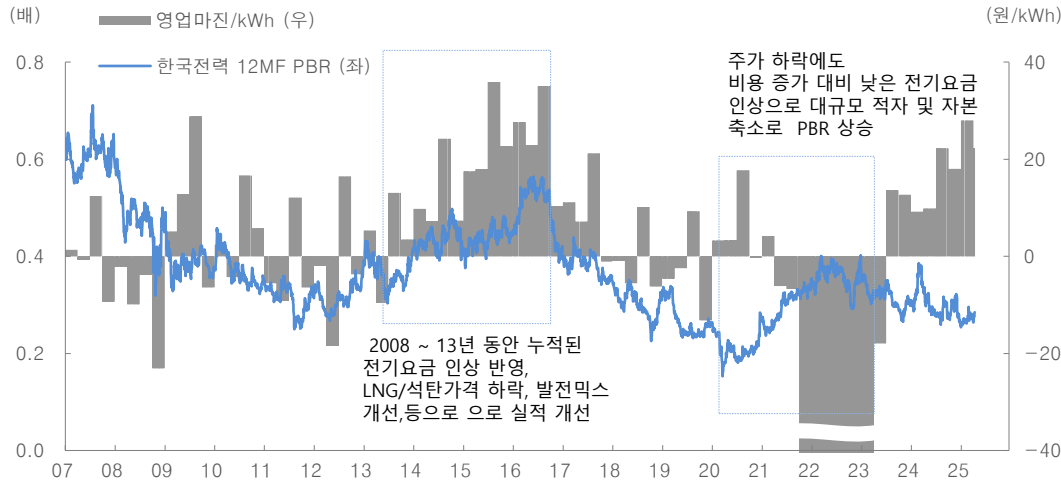
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

한국전력의 주당 배당금, 배당수익률 전망



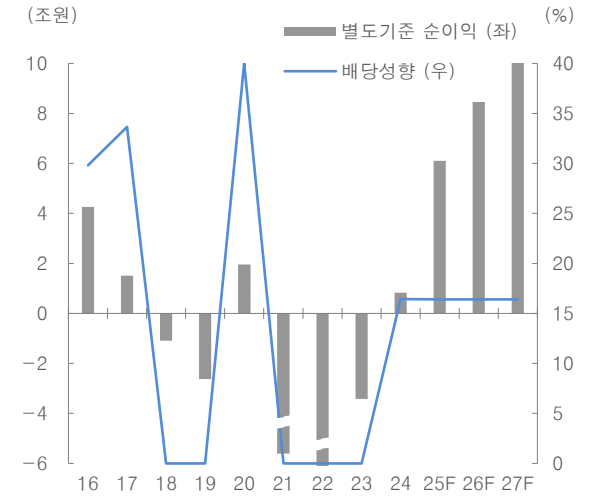
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 12MF PBR, 영업마진/전기판매량 추이 및 전망



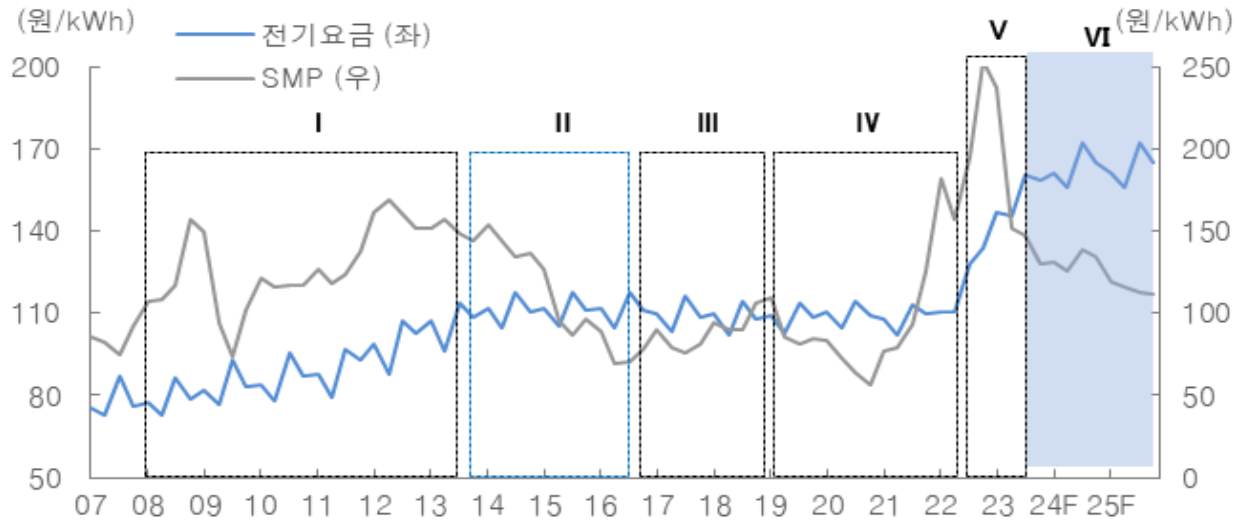
자료: WISEfn, 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 순이익, 배당성향 전망



자료: WISEfn, 한국전력, 대신증권 Research Center

국내 전기요금, SMP 추이 및 전망



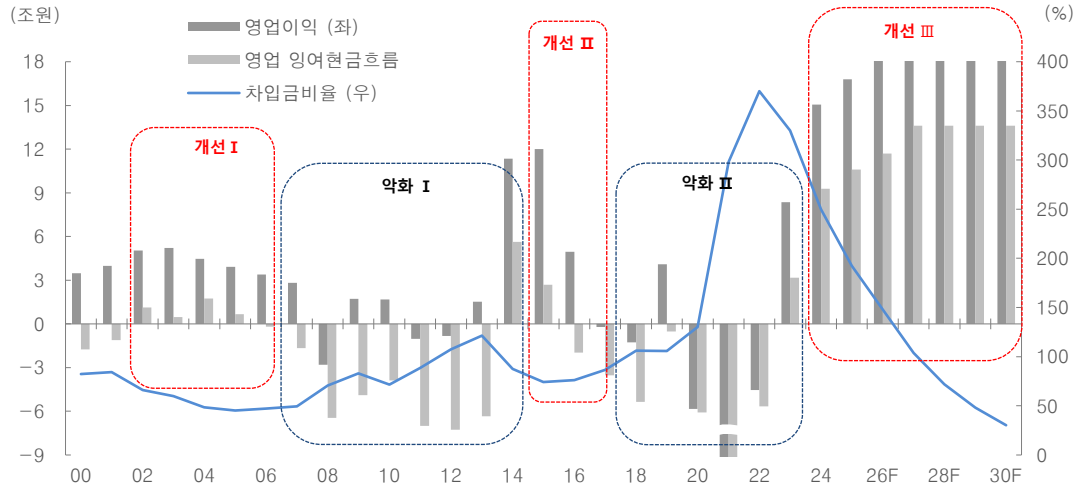
자료: 한국전력, EPSIS, 대신증권 Research Center

한국전력의 시기별 영업실적 변동 요인, 전기요금 인상

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

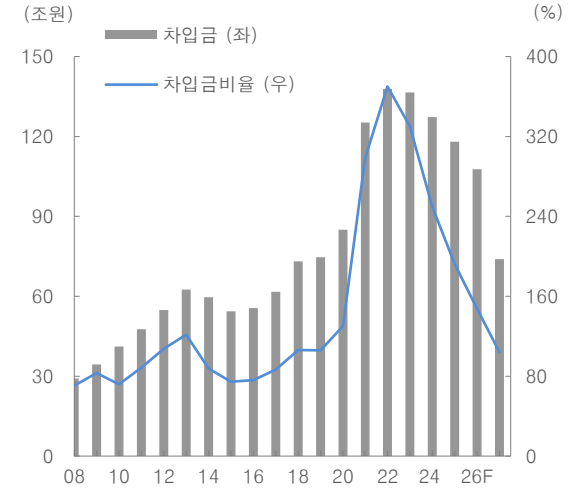
주: 2023년 11월 전기요금 4% 인상은 당시 산업용만 10.6원/kWh 인상, 2024년 10월 산업용 요금 9.7%인상을 전체 요금 기준으로 환산한 것임
 자료: 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 영업이익, 차입금비율 추이 및 전망



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

한국전력의 연결기준 차입금 및 차입금 비율 전망



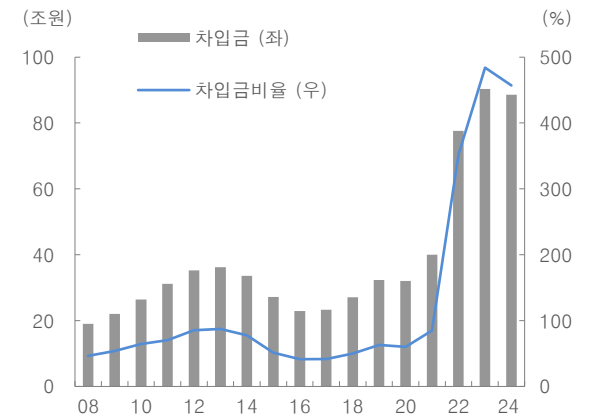
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 시기별 재무구조 변화 추이 및 전망

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

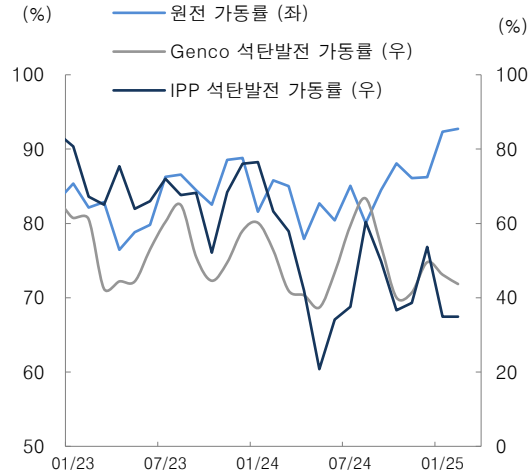
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 차입금 및 차입금 비율 추이



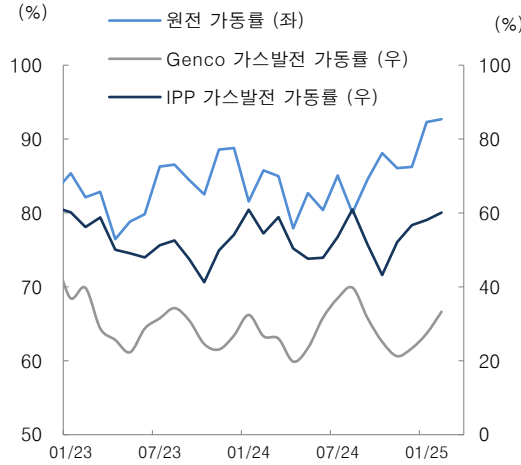
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

원전 및 GENCO/IPP 석탄발전 가동률 추이



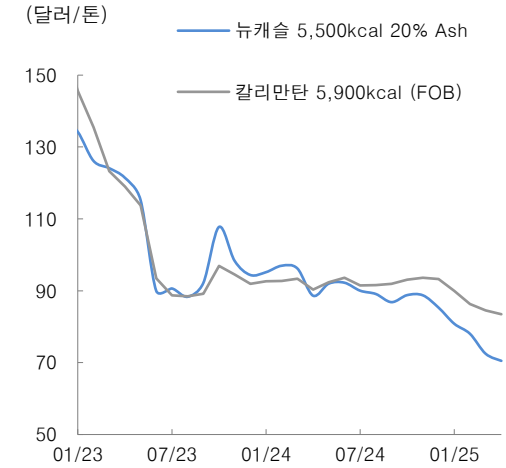
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

원전 및 GENCO/IPP 가스발전 가동률 추이



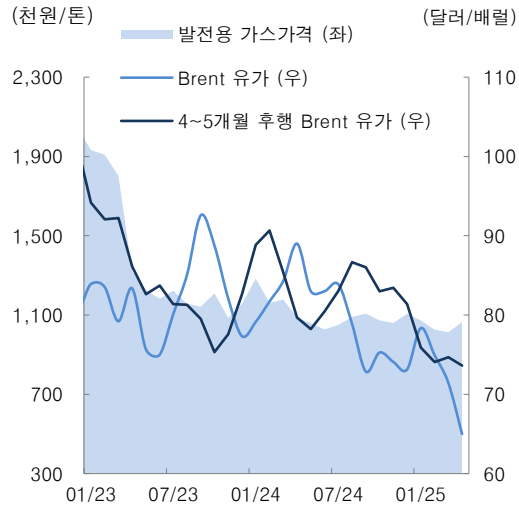
자료: 한국전력 전력통계, 대신증권 Research Center

뉴캐슬, 칼리만탄 연료탄 가격 추이



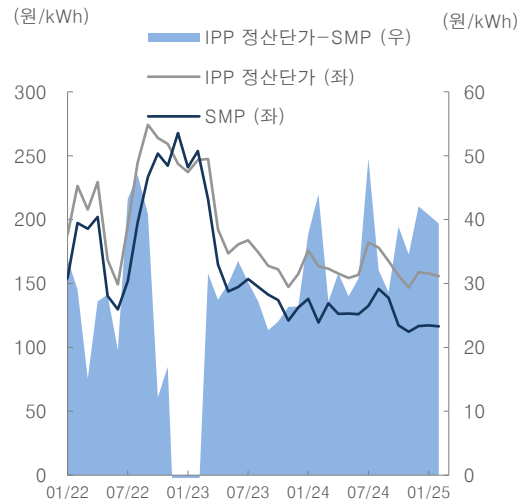
자료: KORES, 대신증권 Research Center

Brent 유가(월평균) 및 발전용 가스가격 추이



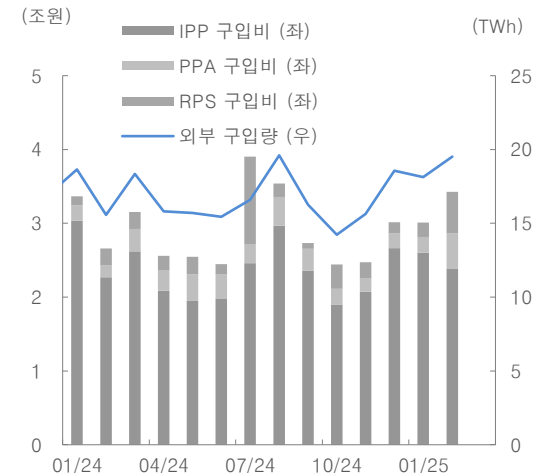
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

IPP(민간발전회사) '정산단가 - SMP' 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

한국전력의 외부전력구입비 추이



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 실적 전망 가정

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

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

한국전력의 연결기준 실적 전망

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

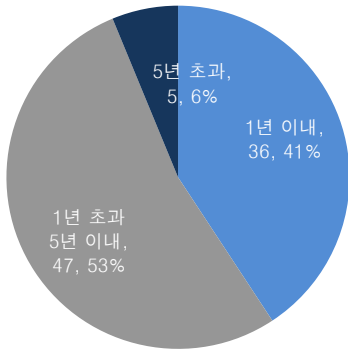
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

한국전력의 연결 실적 민감도 분석

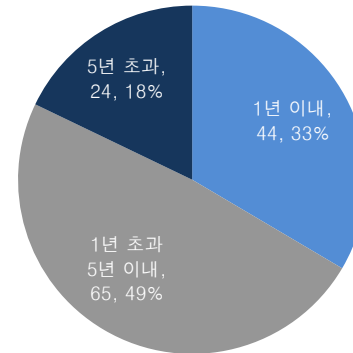
(십억원)		2025F	2026F		2025F	2026F	
유가 1달러/bbl 하락	연료비 증감	-61	-56	원자력	연료비 증감	28	29
	전력구입비 증감	-249	-245	가동률	전력구입비 증감	-257	-264
	영업이익 증감	310	300	1% 상승	영업이익 증감	229	234
석탄 1달러/톤 하락	연료비 증감	-82	-80	원자력	연료비 증감	73	72
	전력구입비 증감	0	0	발전비중	전력구입비 증감	-669	-646
	영업이익 증감	82	80	1% 상승	영업이익 증감	596	574
환율 10원/달러 하락	연료비 증감	-118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

자료: 대신증권 Research Center

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



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



자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

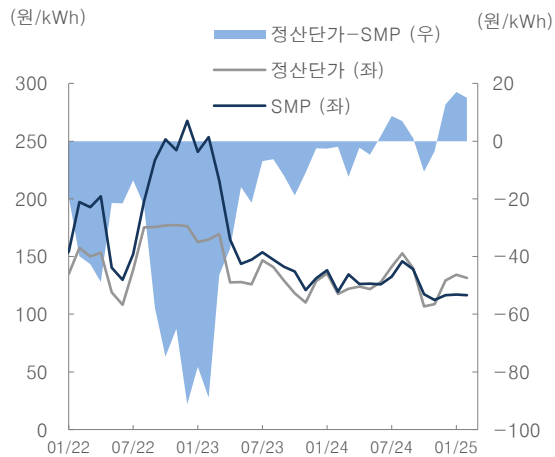
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

한국전력의 별도기준 실적 전망

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

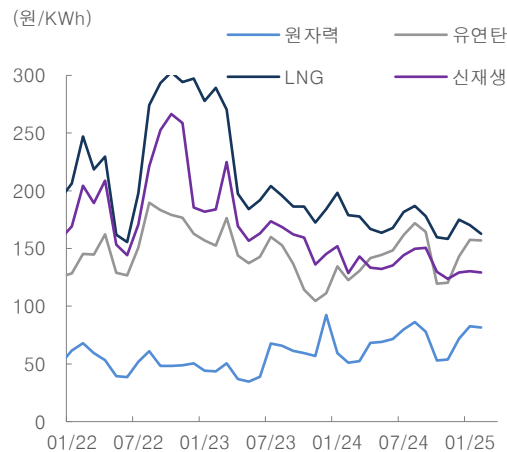
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

총 발전회사의 정산단가, SMP, '정산단가-SMP' 차이 추이



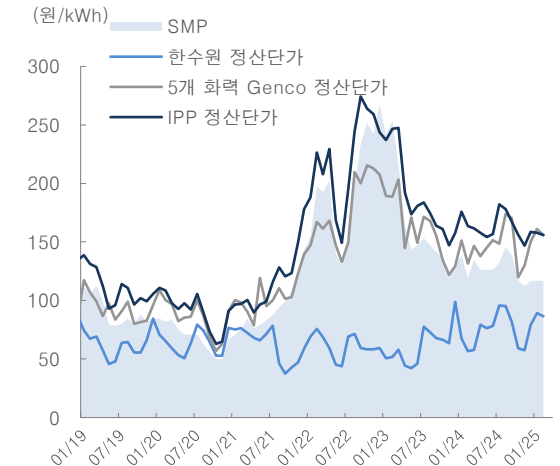
자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전원별 정산단가 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

발전회사별 정산단가, SMP 추이

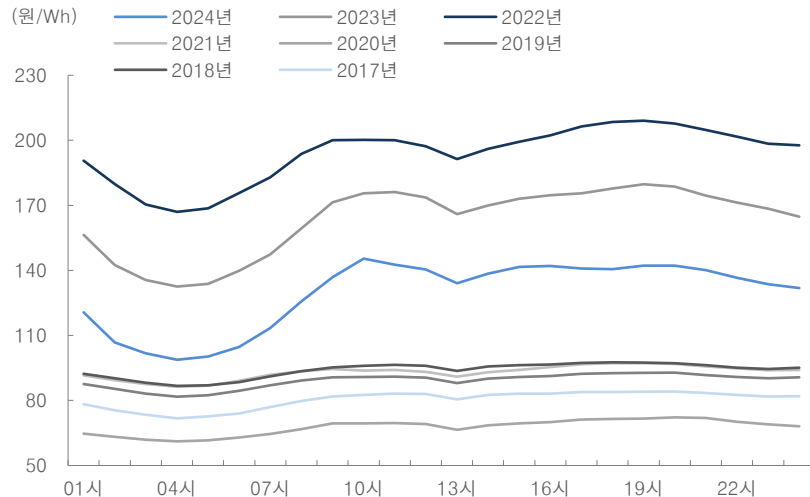


자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

▲ 한국판 LMP(Locational Marginal Pricing)

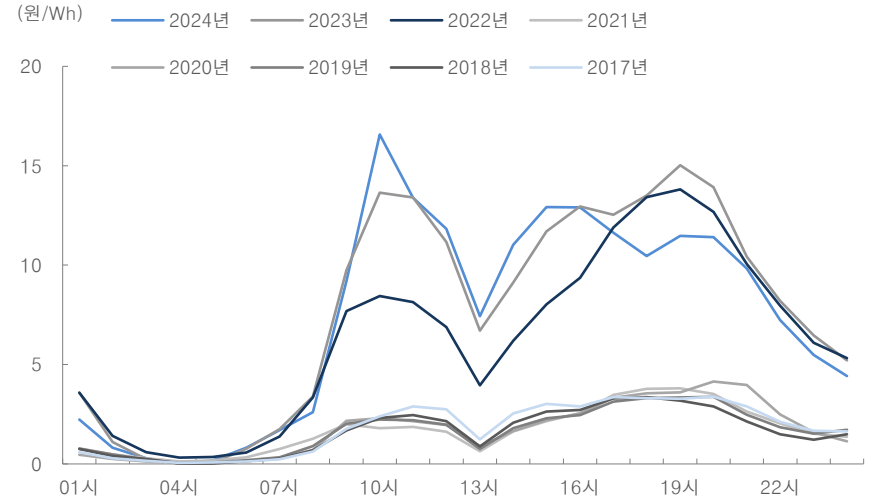
- 지역별 가격 = 전력량 가격(Energy = SMP) + 송전혼잡 가격(Congestion) + 송전손실 가격(Loss)
- 송전제약 발생 시만 수도권과 비수도권 SMP 차별화 예정
- 현재 동해안-수도권 송전제약으로 높은 연료비의 수도권 LNG발전소 가동으로 SMP 상승 → 비수도권 발전소 초과 수익 발생
- 동해안-수도권 송전제약(송전용량 11GW)은 2022년 2GW, 2023년 5.4GW, 2024년 6.8GW
- 송전제약 및 혼잡비용 축소: 1) 비수도권으로 수요 이전, 2) 수도권으로 재생에너지 설치 이전, 3) 송전망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

시간별 SMP 추이



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

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



자료: 전력거래소, 대신증권 Research Center

▲ 효과 추정

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

(원/kWh □ : 가격상한)

발전기명	변동비	요요금격	RMP 분	
			목지 전체	목지지역A / 목지지역B
지역A-1	150	x	x	x / -
지역A-2	140	140	140	140 / -
지역B-1	130	x	x	- / x
지역A-3	120	120	120	120 / -
지역B-2	110	110	110	- / 110
지역B-3	100	100	100	- / 100

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

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

주: 2024년 9월 누계 기준임
 자료: 전력거래소, 대신증권 리서치센터

그림 1. 2023년 거래량 기준 한국전력의 전력구입비 감소

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

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

한국가스공사 : 투자의견 '매수', 목표주가 50,000원

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

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

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

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

영업실적 및 주요 투자지표

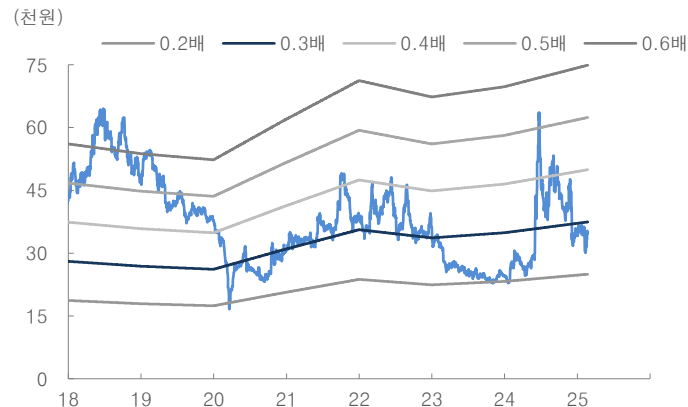
(단위: 십억원, 원, %)

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

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 12MF PBR 밴드



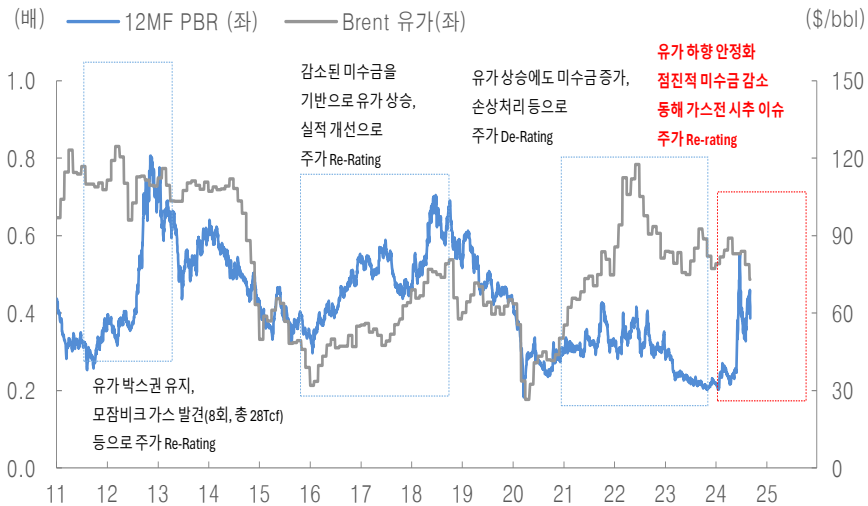
자료: 대신증권 Research Center

< Historical PBR Valuation >

(단위: 배, %, 원)

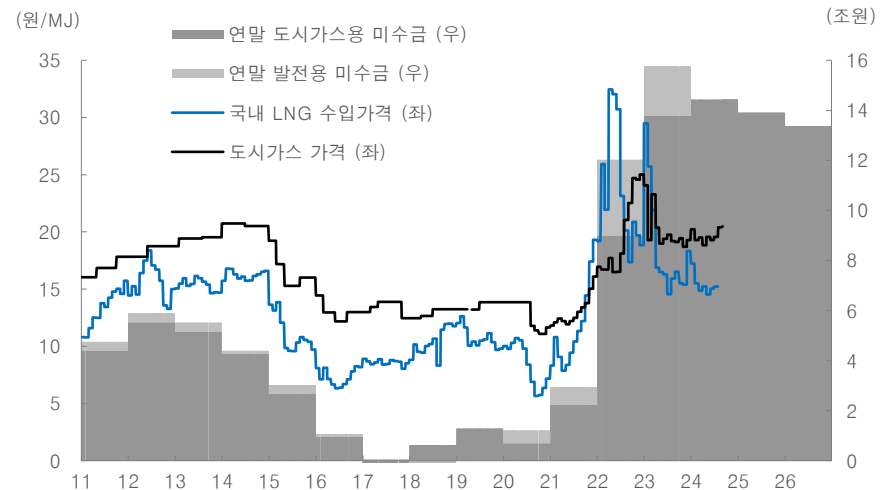
	Value	비고
2007 ~ 2023년 평균 PBR (배)	0.57	2007 ~ 2023년 유가의 변동성, 미수금의 증가/감소 사이클 등이 반영된 전체 시기의 PBR
할인율 (%)	30	할인율 적용: 1) 배당 불확실성, 2) 더딘 미수금 회수 속도, 4Q24 미수금 14.8조원
목표 PBR (배)	0.40	
BPS (2025F)	124,476	
목표주가 (원)	50,000	
현재주가 (원)	34,650	
상승여력 (%)	44.3	

한국가스공사의 12MF PBR, Brent 유가 추이



자료: WiseFn, Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 미수금, 국내 LNG수입가격, 도시가스 가격 추이



자료: 한국가스공사, K-STAT, 대신증권 Research Center

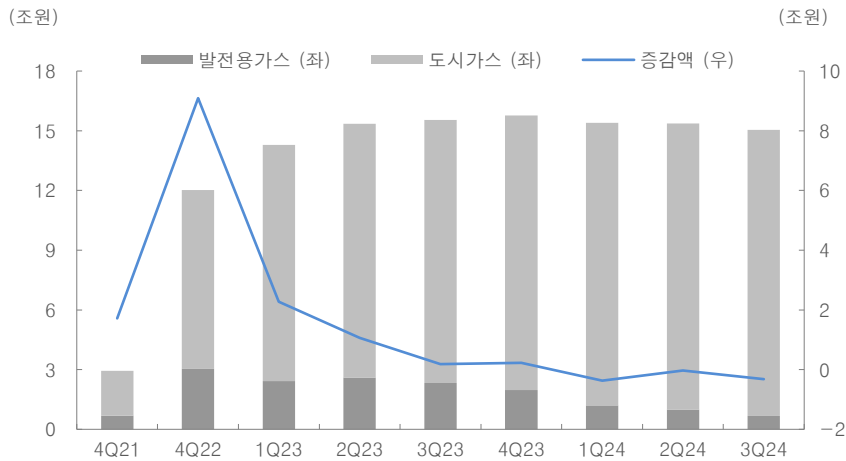
2025년 이자율, 환율, LNG 도입 유가 변동에 따른 미수금 민감도

(단위: 십억원)

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

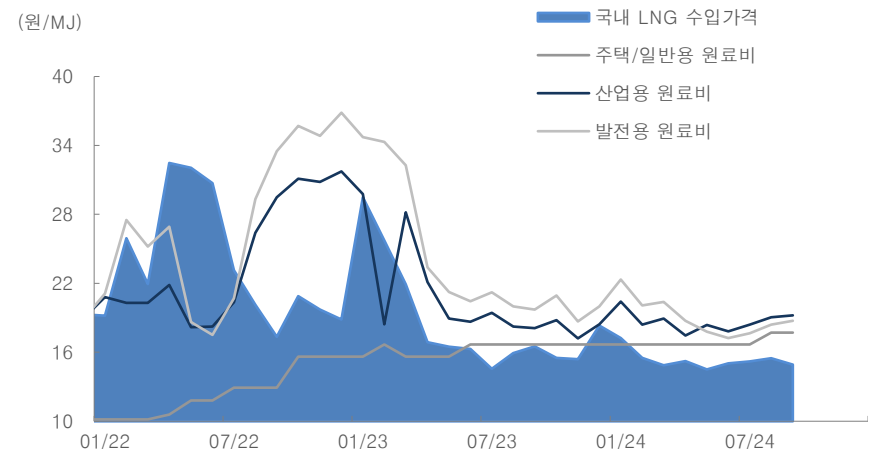
주: 4Q23 발전용 미수금 3,810억원은 2025년 회수 마무리
 자료: 대신증권 Research Center

한국가스공사의 분야별 미수금 추이



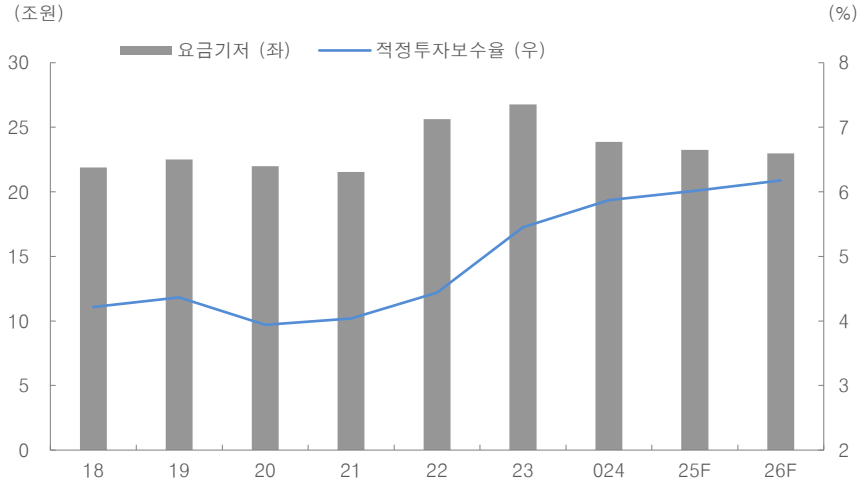
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 가스요금별 원료비, LNG 수입가격 추이



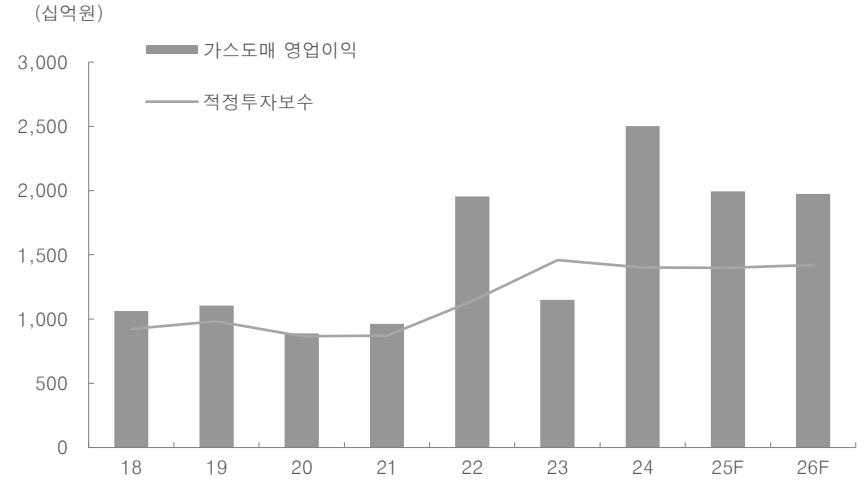
자료: 한국가스공사, K-STAT, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 요금기저 및 적정투자보수율 추이 및 전망



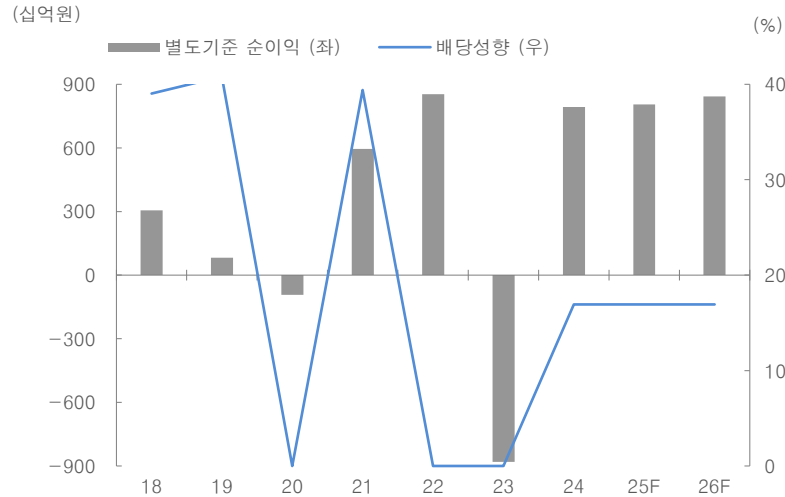
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 적정투자보수, 가스도매 영업이익 추이 및 전망



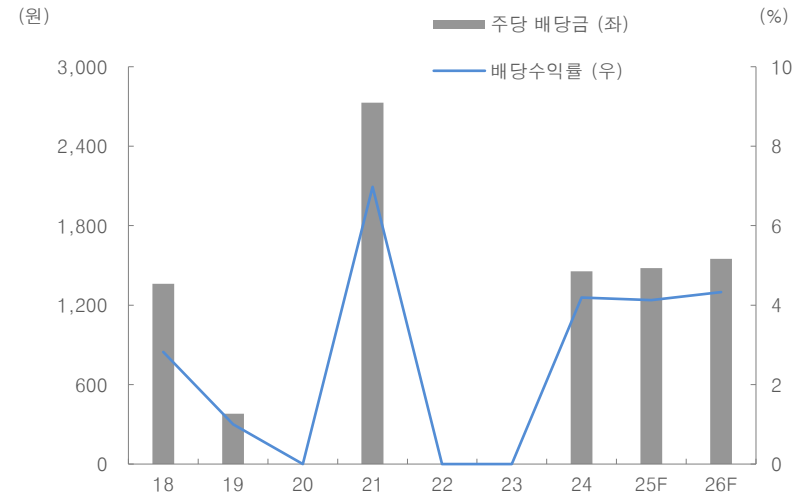
자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 별도기준 순이익, 배당성향



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

한국가스공사의 주당 배당금, 배당수익률



자료: 한국가스공사, 대신증권 Research Center

< 분기 실적 추이 및 전망 >

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

주: LNG 적용 유가는 4~5개월 전 Brent 유가

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

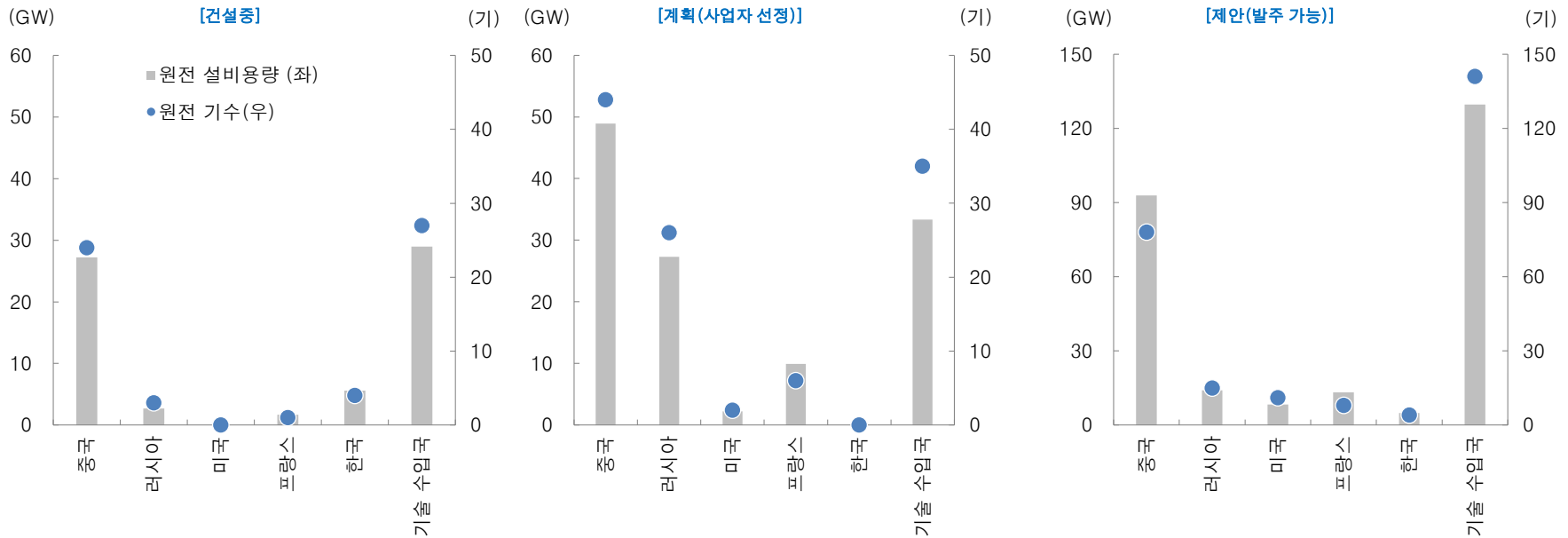
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024
해외 영업이익	145	105	100	30	95	18	163	200	603	380	476
미얀마 A1/A3	3	14	28	6	11	19	16	12	62	51	59
호주 GLNG	60	36	44	34	51	25	31	49	311	174	155
호주 Prelude	92	37	(7)	(27)	9	9	29	40	63	95	86
주바이르	24	24	44	(39)	20	21	25	24	58	53	91
모잠비크 KGM	(41)	(5)	(8)	16	2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

글로벌 원전 패권 전쟁: New Round의 시작

원전 수입국의 발주 가능 용량은 141기, 130GW

- 2024년 6월 기준. 건설중 66GW(59기), EPC 사업자 선정 122GW(113기), 발주가 예정되어 있는 원전(부지 선정) 263GW(257기)
- 원전 수출 5개국을 제외한 원전 수입국가의 발주 예정인 원전 물량(제안)은 130GW(141기) 중 유럽 38GW, UAE/사우디/터키 15GW. 아시아 (인도, 일본 제외) 6GW 등
- SMR 및 첨단원자로 건설 계획은 대부분 미반영. 특히 미국(현재 운영 설비는 97GW) 200GW(대형 원전 60 ~ 95GW) 증설 등은 미반영

글로벌 원전 기술 보유국과 기술 수입국의 원전 건설 및 계획 현황 (2024.04 기준)



주1: 2024년 들어 발표된 중국, 프랑스, 한국, 체코, 영국의 원전 증설 계획 추가 반영
 주2: 제안된 원전은 대부분 대형 3.5세대 대형 원전, 향후 폐기 원전 대안 설비, SMR 등 더 늘어날 것으로 기대
 자료: WNA, 언론보도 정리, 대신증권 Research Center

글로벌 원전 패권 전쟁: New Round의 시작

대형 원전: 1H25F 체코 2기 이외 '25 ~ '27년 카자흐스탄 2기, UAE 2기, 사우디 2기, 폴란드 2기 수주 진행

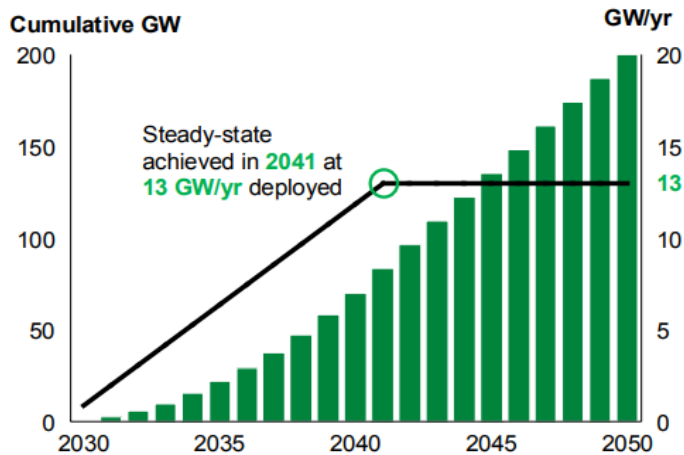
국가	사업자 선정 시기	예상 규모	추진 현황
체코	1Q25 본계약 체결	2기	<ul style="list-style-type: none"> • 두코바니 5,6호기(사업비 24조원 규모) 2024.07 한수원을 우선협상대상자로 선정. 2025년 3월 본계약 체결 예정. 원자력 기술 이전 및 산업화 협력(현지화 40% 이상), 지분 30~40% 투자 요구 가능성 존재 • 한수원은 터뮐린 3, 4호기 추가 옵션 확보. 향후 두코바니 5,6호기 건설 및 전력 수요 감안해서 결정
카자흐스탄	2025.11 ~ 2025.12	2기	<ul style="list-style-type: none"> • KNPP(Kazakhstan Nuclear Power Plant, 국부 펀드 산하 원전 건설 및 운영 기업), 2019.03 한수원 사업제안서 제출 • 울켄(Ulekn) 원전 2기 2035년 시운전 목표. 목표 사업비: 100억달러(원전 1기당 50억 달러) • 4파전: 한국 한수원(APR-1400), 프랑스 EDF(EPR-1200), 중국 CNCC(HPR-1000), 러시아 Rosatom(WWER-1200)
UAE	2025년 ~ 2027년	2기	<ul style="list-style-type: none"> • 'UAE Energy Strategy 2050'을 통해 2050년 원전 비중을 현재 3.6%에서 6%로 확대 예정 • 걸프협력기구 전력망 연결사업(북부-남부 연결 완료, 향후 타지역으로 확대)을 통한 전기수출 목적 • 바라카 원전 5,6호기는 2025 ~ 2027년 사업자 선정 가능성 존재(기존 5호기 가동 목표는 2032년)
사우디	2027F	2기	<ul style="list-style-type: none"> • 2025.06 Khor Duwaiheen 원전 2기 입찰 예정. 2040년까지 원전 17GW 건설 목표 • 2025년말 미국과 AEA(Atomic Energy Act) 123 협정(우라늄 농축, 사용후핵연료 재처리 포기 등) 체결 예정
폴란드	2025년 사업진행 결정	여부 2기	<ul style="list-style-type: none"> • 1단계: 루비아토브-코팔리노 프로젝트(6기, 사업비는 약 51조원 수준, 정부 주도). 2022년 10월 미국 웨스팅하우스는 6기 중 3기 수주(총사업비는 372억달러, 2028년 착공, 2036년 1호기, 2040년까지 2,3호기 가동 목표), 자금조달: 폴란드 정부 30%, 외부 금융기관 70% • 2단계: 폰트누프 프로젝트(총2~4기 건설, 폴란드전력공사 PGE 지분 50%, 민간 발전사 ZE PAK 50%), 현재 한수원 단독으로 타당성조사 중, 2025년 사업진행 여부 결정 후 2026년 본계약 가능성 존재(기존 가동 목표는 2035년)
베트남	NA	2기	<ul style="list-style-type: none"> • 2016년 닌투언1 원전(2기, 2.4GW 러시아 Rosatom 우협선정), 닌투언2 원전(2기, 2.4GW 일본 우협선정) 사업중단 • 중부 원전 2기 사업 재개 추진(2011년 한국전력 사전타당성 조사). 2025.04 한국과 MOU 체결
필리핀	NA		<ul style="list-style-type: none"> • 2033년까지 1.2 GW, 2050년까지 4.8 GW 도입 계획 • 2023.03 미국과 필리핀은 미국과 AEA(Atomic Energy Act) 123 협정 체결 • '24. 10월 한수원, Bataan 원전 건설 재개 타당성 조사 협력 양해각서 체결. 2025.04 부지평가 착수
튀르키예 (터키)	NA	4기	<ul style="list-style-type: none"> • 러시아 로사툼이 Akkuyu 원전 4기(1,200MW x 4기) 건설 중. 2035년까지 7.2GW 2050년까지 20GW 증설 목표 • 2024.07 Sinop 원전 4기(한국, 러시아), Iğneada 원전 4기(중국) 건설 추진
영국	NA	2기	<ul style="list-style-type: none"> • 민간 원전 로드맵 2050(Civil Nuclear : Roadmap to 2050) 발표: 21년 6GW(발전비중 15%)에서 50년 24GW(25%)로 확대 • 2030~2044년 기간 중 매 5년마다 3~7GW 규모의 신규 원전(대형원전, SMR) 투자 예정, 전력시장 구조는 100% 민간 사업자의 경쟁시장, 컨소시엄 구성을 통해 사업자로 진출 • 2024.05 세 번째 대형원전 부지로 Wylfa Newydd 선정. 한국 원전 사업자 진출 가능성 존재

미국 원전 시장규모

DOE의 미국 신규 원전 설비용량 전망치: 2050년까지 200GW 이상, 최대 455GW(SMR 120 ~ 170GW)

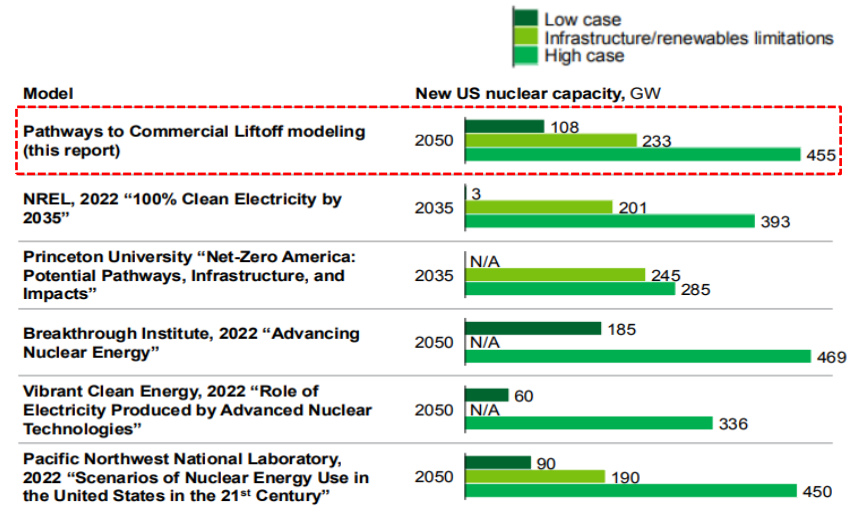
- COP28 원전 3배로 증설: 기존 97GW에서 2050년까지 300GW 이상으로 증설, 신규 원전의 설치규모는 1) 200GW 이상, 2) 최대 455GW (AI 수요 증대, 4세대 SMR의 건설비 하락 등)로 확대 가능. 원자로 구성은 정해져 있지 않음
- DOE는 Liffoff 보고서(2024,09): 2030년부터 신규 원전 설치하여, 2040년까지 연간 지속가능 설치규모13GW 필요
- 백악관의 로드맵(Nuclear Energy Deployment Framework, 2024,11): 2035년까지 누적 35GW, 2040년까지 연간 지속가능 설치규모 15GW
- 미국 발전시장은 민영 시장. 원자로 구성은 정부의 대형 원전(긴 공기) 프로젝트 대출 의지, 민간의 SMR(짧은 공기) 파이낸싱 결정에 달라질 것

DOE의 미국의 신규 원전 설치 전망



자료: DOE(Department of Energy) 2024.09, 대신증권 Research Center

2050년까지 신규 원전 설비용량 전망 관련 다양한 연구 결과



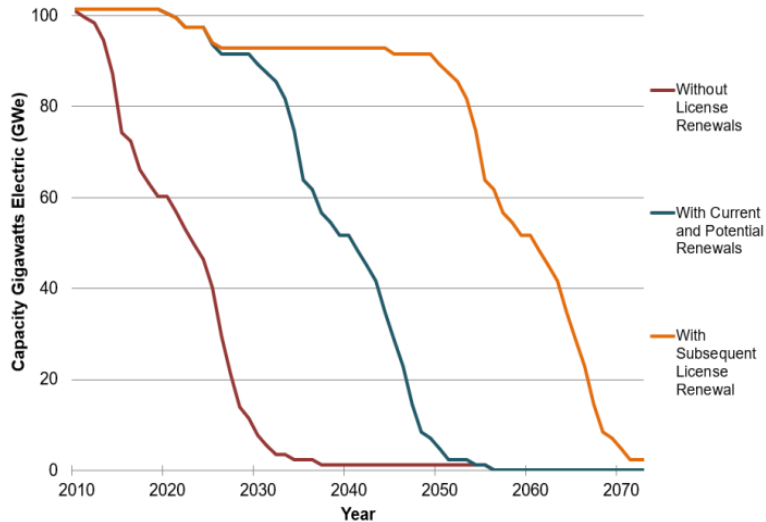
자료: DOE(Department of Energy) 2024.09, 대신증권 Research Center

미국 원전 시장규모

기존 전력망을 이용한 증설방안: 1) 기존 원전의 수명연장/출력 증대, 2) 폐쇄 석탄발전 부지에 SMR 설치

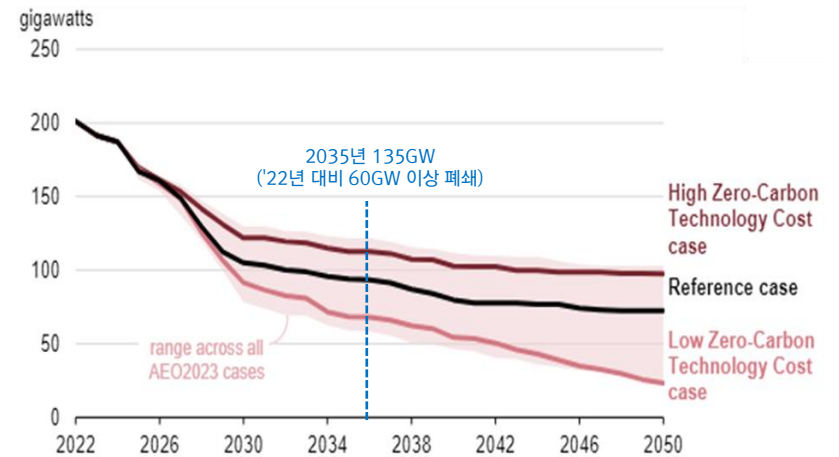
- [증설 방안 1] 2차 수명연장 시 출력 증강 8GW 가능: 원전의 기본 수명은 40년, 현재 90% 이상(2024년 운영 원전은 5개 부지, 94개, 97GW)가 1차 수명연장(20년), 몇몇 원전은 2차 연장(20년) 성공. 2032년 이후 순차적으로 2차 수명연장, 폐기 원전 재가동 등 성능개선 투자
- 출력 증강은 BOP 설비용량 증설, 사고내성연료 및 LEU+(U-235 5 - 10%) 사용, 더 높은 연소 수준 작동(연료에서 에너지 추출 증가) 등을 통해서 2 ~ 20% 출력 증강 가능
- [증설 방안 2] 기존 소규모 석탄발전소를 SMR 120~170GW로 대체 가능: 2024년 석탄발전 192GW 존재. 무탄소기술 발전 수준에 따라 폐기 속도가 달라질 수 있음 → 기존 석탄발전 인프라를 활용 시, 신규 원자력 건설비용은 최대 35% 축소 가능

미국의 대형 원전 1, 2차 수명 연장에 따른 설비용량 전망



자료: U.S. NRC, 대신증권 Research Center

미국의 석탄발전 폐쇄 규모 전망



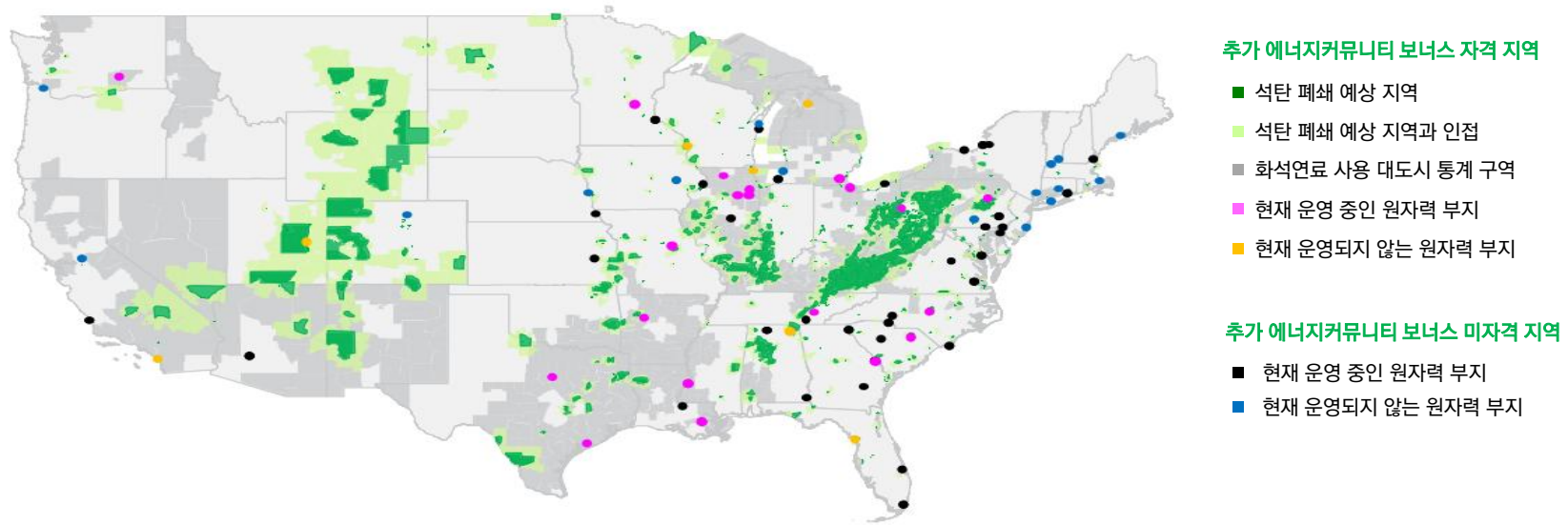
자료: EIA(2023 AEO), 대신증권 Research Center

미국 원전 시장규모

기존 전력망을 이용한 증설방안: 3) 기존 원전의 유희부지 및 폐쇄 원전 부지에 대형 원전 설치

- [증설 방안 3] 기존 및 과거 신청 부지에 신규 대형 원전(일부 SMR 포함) 60 ~ 95GW 건설 가능:
 - 1) 원전 부지 65개(가동 54개, 폐쇄 11개) 중 41개 부지에 대형 원전 60GW 이상 건설 가능, 2) 2007 ~ 2009년 28기의 대형 원전 건설 신청 부지 존재(Vogtle 3,4 제외, 현재 5개 원전 프로젝트 라이선스 보유)
- 기존 원전 부지의 다중 호기 건설 가능한 유희 부지 이용(원전 부지는 4개 호기 건설로 설계. 현재 19개 부지는 1개 호기, 31개 부지가 2개 호기 운영 등) → 다중 호기로 원전 건설 시, 단일 원전 대비 LCOE 최대 30% 축소 가능

원전 증설 시, 에너지커뮤니티 추가 세액공제 10% 자격 지역



주: 에너지커뮤니티는 역사적으로 화석연료 관련 산업에 의존해오던 지역. 운영 중인 원자력 부지 20곳과 폐쇄된 원자력 부지 5곳도 포함
자료: DOE, U.S. NRC, INL, 대신증권 Research Center

미국 정부의 SMR 지원 법안

ADVANCE Act: SMR 설치 확대를 위한 전방위 포괄적 지원 프로그램 및 규제 완화

- 바이든 대통령음 2024년 7월 'ADVANCE Act' 서명. 원자력 에너지 규제 프로세스를 단축하기 위한 미국 원자력 발전 위원회의 정책, 원자력 위원회 인력 충원, 라이선싱 비용 인하, 허가 신청 절차 가속화, 환경 평가 부담 완화 등의 사항들 포함
- 폐쇄된 석탄 발전소를 원자력 발전소로 전환하는 과정도 간소화하고, 해외 자본의 미국 원자력 섹터 투자도 촉진할 계획
- 원자력 발전 프로젝트 & 배포 그룹 신설: 원자력 건설 관련 전문가들로 그룹 구성해 비용과 건설 지연에 대한 리스크를 완화 목표
정부에서는 백악관 국내 환경 정책부, 백악관 클린 에너지 혁신 & 실행부, 백악관 과학 & 기술 정책부, 에너지부(DOE) 참여
민간에서는 프로젝트 개발자, 엔지니어링, 조달 & 건설 회사, 유틸리티, 투자자, 노동 조합, 학계, NGO 등 포함

미국의 ADVANCE Act

타이틀	목적	세부 사항
Title 1	국제 원자력 리더십	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국이 국제 원자력 발전을 주도하며, 러시아와 중국에 맞서 경쟁하는 것을 지원 ▪ 러시아 및 중국산 핵연료 사용을 제한하고, 특정 국가로의 기술 수출을 심사하는 NRC 기준 재확인 & 비확산 정책 준수
Title 2	SMR 허가 효율화 개발 지원	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 첨단 원자로의 허가 절차 간소화를 위해 NRC 요금 체계를 개편하고 수수료를 인하하여 개발 비용 부담 완화 ▪ DOE, DOD의 국가 보안 목적으로 원자로 허가를 지원. 브라운필드와 석탄 폐기장 재개발 통해 신규 발전소 위치 확보
Title 3	기존 원자력 발전 역량 유지	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 내 원자력 시장에서 OECD 국가 및 인도의 외국 기업에 대한 원자로 면허 발급 금지를 완화 ▪ 에너지 및 국가 안보를 강화하고, 심사 과정을 통해 미국의 이익을 보호
Title 4	핵연료 주기, 공급망, 인프라, 인력	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 지난 수십 년간 원자력 산업에서 최신 제조 및 건설 기술을 활용하지 않아 공급망이 약화 ▪ NRC가 새로운 제조 및 건설 기술을 적용하기 위한 허가 요건을 검토하도록 지시 ▪ 핵심 인력 양성을 위해 NRC가 고등교육 기관과 협력하는 하위 프로그램을 설립 ▪ DOE, NRC 간 연구 조율을 강화하여 차세대 핵연료 개발을 촉진
Title 5	위원회 역량 강화	<ul style="list-style-type: none"> ▪ NRC가 고도로 전문화된 인력을 채용할 수 있도록 특정 권한을 부여하며, 경쟁력 있는 급여와 보너스를 제공 ▪ NRC는 모든 수준의 인력을 통합하여 조직의 건강성을 강화하고, 예산 제약을 완화하여 인력 변화에 빠르게 적응을 지원 ▪ ADVANCE Act는 기존의 성과 지표와 이정표를 주기적으로 검토하고 더 야심찬 목표를 설정하도록 요구 NRC는 이러한 수정된 한도와 지표에 따라 예산을 적절히 할당하여 라이선스 및 규제 작업의 성장을 지원할 예정

자료: DOE(Department of Energy), 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티: 투자의견 '매수', 목표주가 35,000원

▲ 대형 원자력 사업

- 1) 체코 원전 2기 사업비는 24조원으로 예상 상회. EPC 금액은 20조원(사업비 대비 85%) 기대
- 2) 2025년 3월 체코 2기, 11/12월 카자흐스탄 2기(?), 2026/27년 UAE 2기, 2027/28년 사우디 2기(또는 폴란드 2기), 2029년 국내 신규 대형 원전 2기 수주 전망
- 3) 대형 원전 주기기/터빈 수주금액은 2기당 국내 2.87조원, 해외 2.6조원(웨스팅하우스의 계측제어시스템 제외), 국내 8년 동안 매출 인식, 2.5년차부터 공정률 상승

▲ SMR 사업

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

▲ 가스발전(복합화력) 터빈 사업

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

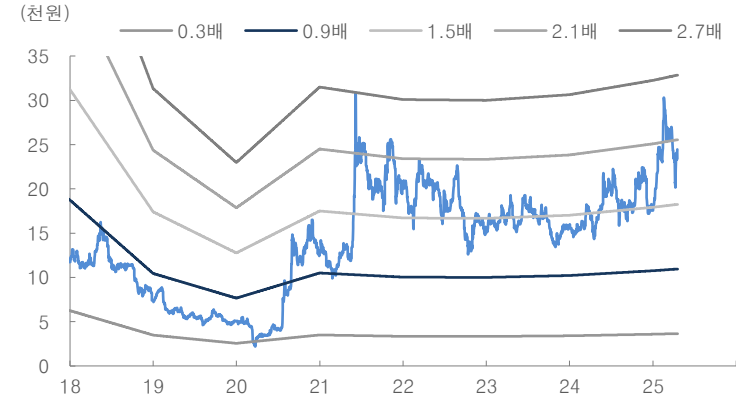
두산에너지빌리티의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	15,805	17,051	17,848
영업이익	1,467	1,018	1,104	1,348	1,477
세전이익	738	658	828	1,064	1,215
총당기순이익	518	395	629	802	921
지배지분순이익	56	111	354	460	574
EPS	87	174	552	718	896
PER	183.0	100.9	44.3	34.1	27.3
BPS	11,120	11,703	12,903	14,489	16,550
PBR	1.4	1.5	1.9	1.7	1.5
ROE	0.8	1.5	4.5	5.2	5.8

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

두산에너지빌리티의 12MF PBR 밴드



자료: 대신증권 Research Center

(십억원)	2030F	비고
(A) 영업가치	18,387	에너지빌리티 부문의 2030F EBITDA, 체코, UAE, UAE, 국내 신규 대형원전, SMR(2025년 수주분의 준공)
EBITDA	1,283	매출을 모두 반영, 2030년 예상 EBITDA 1.28조원
EV/EBITDA (배)	14	미국 원전 Peer(SMR 제외)의 2025F EV/EBITDA 20배 x 할인율 30%, Peer은 Constellation Energy, GE Vernova, Cameco, B WXT, Centrus Energy, Uranium Fuels
(B) 지분가치	2,385	미국 원전 Peer는 우리나라 채굴, 군수용원자로/민간 핵부품/서비스, 원자력 발전 업체임, 동사의 중장기 성장성이 더 큼
두산밥캣	1,390	두산밥캣 시가총액 x 지분율 46.1% x 할인율 30%
두산퓨얼셀	197	두산퓨얼셀 시가총액 x 지분율 30.3% x 할인율 30%
비상장 자회사	798	비상장 자회사 장부가치
(C) 기업가치	20,772	
(D) 순차입금	1,545	2030F 순차입금은 두산에너지빌리티 부문 기준
총 주주가치	22,317	
목표주가 (원)	35,000	
현재주가 (원)	24,450	
상승여력 (%)	43.1	

에너지빌리티 부문의 사업분야별 제품 및 의무 현황

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

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

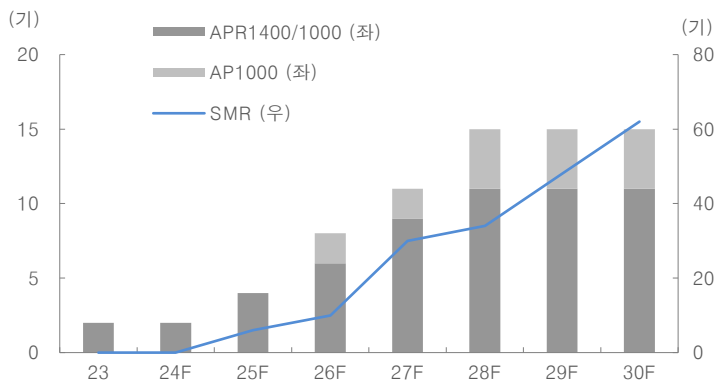
주2: T/G(TBN/GEN System, 터빈발전기계통)

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

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

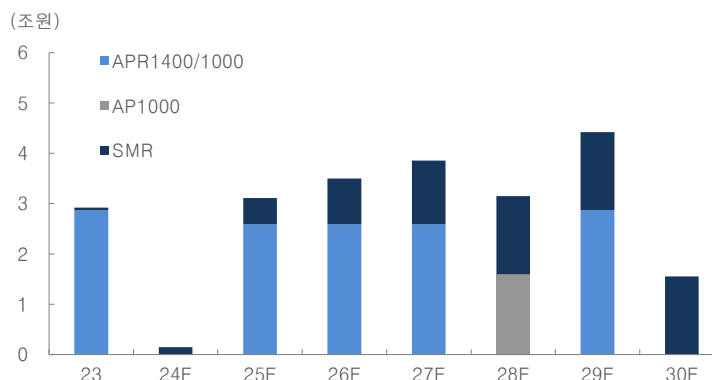
- 1) 2025년 카자흐스탄 원전 최종사업자 결정, UAE, 사우디의 원전 입찰이 시작, 2) 웨스팅하우스의 신규 대형 원전 수주는 에너지빌리티의 주기기 수주로 이어질 것임
- 3) 향후 Nuscale, X-energy, Terra power 이외 다른 SMR 업체와의 주기기 공급 계약 확대, 다른 3.5세대 SMR의 주기기 공급 계약이 체결 시, 빠른 속도로 수주잔고 확대 가능
- 4) K-원전의 미국 대형 원전 진출 가능성도 존재함
- 5) 가스발전 주기기 분야에서도 글로벌 가스발전 시장 회복, 제한적인 가스터빈 공급업체 수,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

에너지빌리티 부문의 원자력 수주 누적 호기수 전망



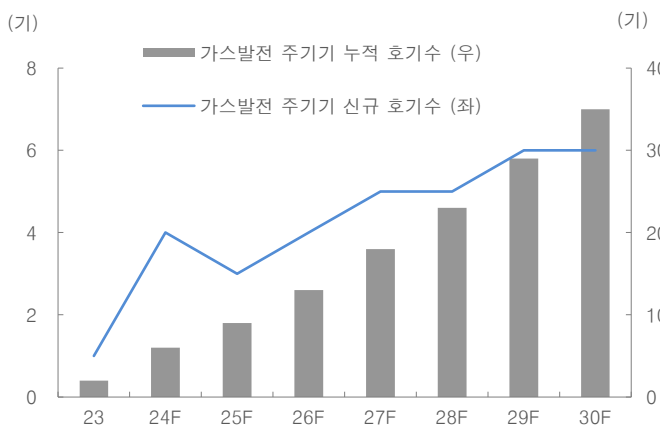
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 원자력 수주금액 전망



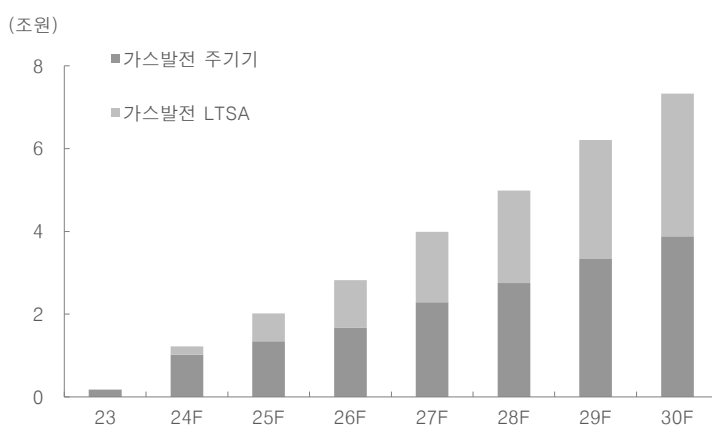
자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주 호기수 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

에너지빌리티 부문의 가스발전 주기기 수주금액 전망



자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 Research Center

[두산에너지(주)의 연결기준 실적 전망]

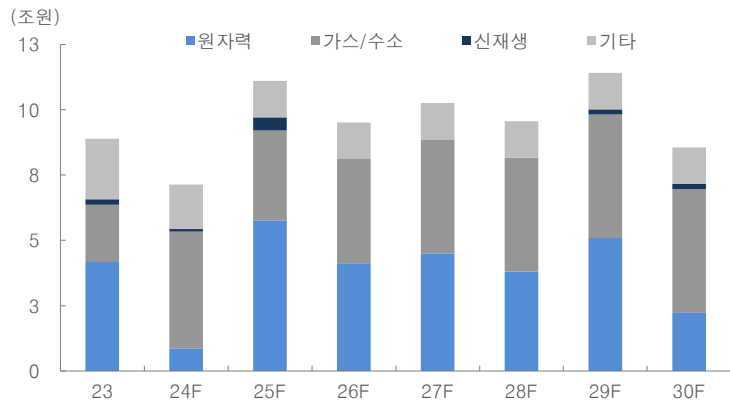
(단위: 십억원, %)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
수주금액	7,135	11,100	9,514	10,255	9,561	11,415	8,559
원자력	870	5,766	4,128	4,498	3,804	5,087	2,230
가스/수소	4,470	3,439	3,991	4,362	4,363	4,733	4,734
신재생	100	500	0	0	0	200	200
기타	1,695	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
수주잔고	15,888	20,482	22,789	25,042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

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

주2: 중점성장사업은 원자력/가스발전 기자재 및 서비스

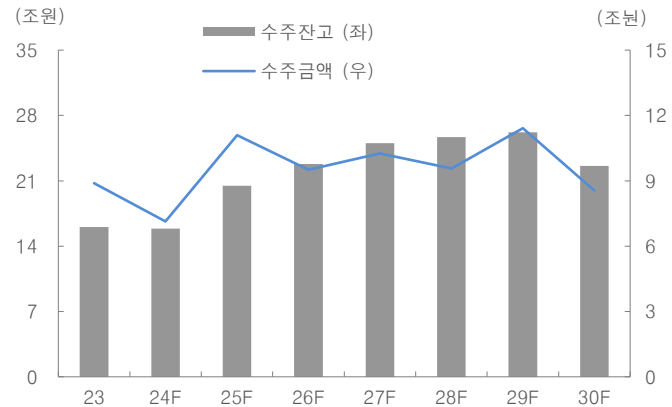
자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center 추정

에너지부문의 분야별 수주금액 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

에너지부문의 수주금액, 수주잔고 전망



자료: 두산에너지, 대신증권 Research Center

[두산에너지(중간지주)의 연결기준 실적 전망]

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

주1. 수주금액과 수주잔고는 두산에너지빌리티 부문 기준임

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

자료: 두산에너지빌리티, 대신증권 추정

부문별 실적 비중

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

한전기술: 투자의견 '매수', 목표주가 95,000원

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

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

▲ 투자전략

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

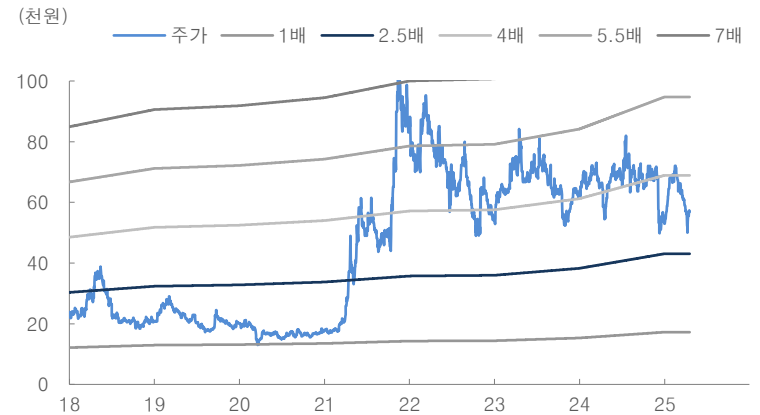
한전기술의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	545	553	593	629	718
영업이익	29	55	60	65	91
세전이익	44	76	141	86	112
총당기순이익	33	59	110	67	87
지배지분순이익	33	59	110	67	87
EPS	854	1,531	2,868	1,751	2,282
PER	72.7	34.6	20.0	32.7	25.1
BPS	14,320	15,109	16,984	17,015	18,249
PBR	4.34	3.51	3.37	3.37	3.14
ROE	6.0	10.4	17.9	10.3	12.9

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

한전기술의 12MF PBR 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

한전기술의 Valuation

↙	Value		비고
	2025F	2030F	
영업가치 (신원)	3,381	2,989	2030F EBITDA 적용(2027년까지 국내외 신규 수주 예상 원전 8기 매출을 모두 반영하는 시기)
EBITDA	82	200	2010년 동사의 평균 EV/EBITDA 30배 대비 50% 할인. 2010년은 2009년 12월 UAE 원전 4기
EV/EBITDA	41	15	수주 등 해외 진출 성공에 따른 높은 성장성과 다수의 국내외 원전 동시 설계, 높은 영업레버리지
순차입금	(253)	(645)	효과를 통한 높은 수익성(영업이익률 20% 내외)을 시험했던 시기임. 향후 국내외 원전 동시 설계로
주주가치	3,634	3,634	성장성과 수익성 개선 기대. 다만, 수주 및 수익성 개선이 확인되지 못한 점을 감안해 50% 할인
목표주가 (원)	↙	95,000	발행주식수는 38,2백만주
현재주가 (원)	↙	57,300	↙
↙	↙	↙	↙

자료: 대신증권 Research Center

한전기술의 대형 원전 설계 수주금액

(단위: 십억원)

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

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

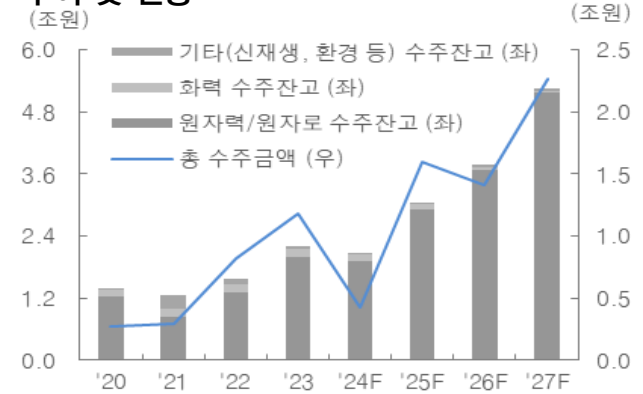
주2: 국내 원전 관련 O&M 수주금액은 매년 발생하는 것으로 가정하지 않았음

자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

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

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

한전기술의 분야별 수주잔고, 총 수주금액 추이 및 전망

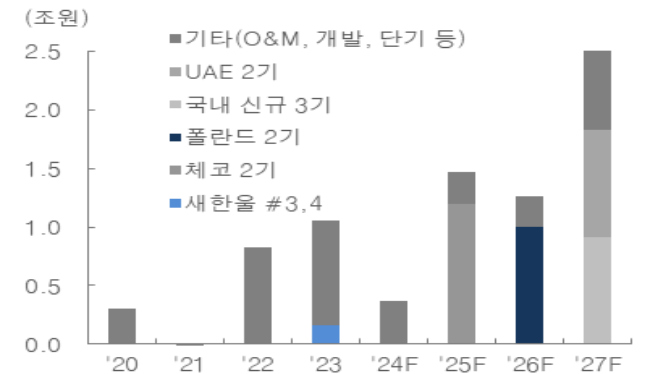


자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

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

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

한전기술의 원자력/원자로 분야 수주금액 추이 및 전망



자료: 한전기술, 대신증권 Research Center

한전KPS: 투자의견 '매수', 목표주가 57,000원

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

- 1) 탈원전 정책 폐기 이후 노후 원전에 대한 안정성 강화, 계속 운전 등을 위한 O&M 투자 확대가 지속될 전망. 동사의 원전 경상정비 점유율은 70.6%(2023년)이지만, 계획예방정비 및 개보수 정비 점유율은 경상정비 점유율을 크게 상회하고 있는 것으로 추정됨. 국내 노후 원전의 O&M 투자 확대에 따른 수혜의 대부분은 동사가 차지할 전망
→ 원전(2Q24, 2H25, 2H26) 원전 1기씩 가동 효과 포함) 및 송변전 정비 확대가 화력 및 대외, 해외 정비 매출의 부진을 상쇄할 것으로 기대됨.
- 2) 국내 건설 엔지니어의 인건비 상승분은 정비단가에 반영되는 점 등을 감안 시, 당분간 매출액은 연평균 3 ~ 6%의 안정적인 성장이 지속될 것으로 기대
- 3) 주요 비용요소인 인력은 2022년 이후 퇴직인력 증가 등으로 0.4 ~ 1.0% 감소하고 있는 등 향후에도 노무비 증가는 제한적일 가능성이 높음. 즉, 영업이익률은 14 ~ 15% 유지 예상. 이와 안정적인 실적을 바탕으로 우호적인 배당정책이 지속되는 점도 긍정적임

▲ 투자전략

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

1) 2025년 주당 배당금은 2,360원(배당성향 60%), 현재주가 기준 배당수익률은 5.2%. 현재주가 기준 배당수익률 6.1%, PER 10배로 2009 ~ 23년 평균 18배 대비 낮은 밸류에이션이 핵심 투자포인트임. 향후 추가적인 해외 가동중 원전의 정비 수주에 성공할 경우, 추가 주가 업사이드도 가능

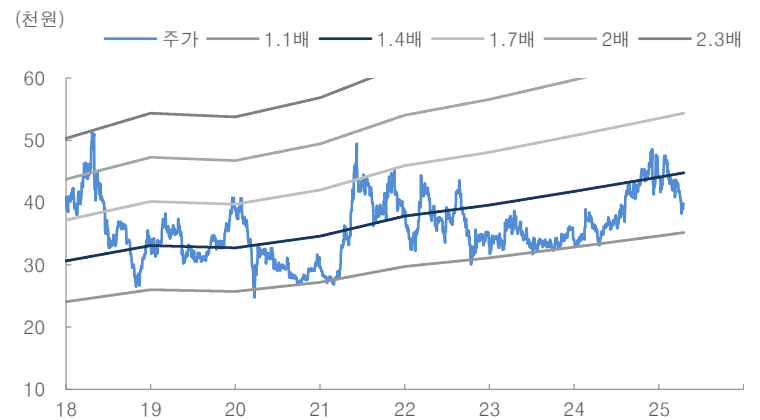
한전KPS의 영업실적 및 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,534	1,557	1,641	1,693
영업이익	199	209	226	233
세전이익	211	225	235	242
총당기순이익	163	172	177	182
지배지분순이익	163	172	177	182
EPS	3,615	3,832	3,904	3,961
PER	9.4	11.5	10.2	10.1
BPS	28,280	29,520	30,864	32,833
PBR	1.2	1.5	1.3	1.2
ROE	13.1	13.3	12.9	12.4

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

한전KPS의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

한전 KPS 의 Valuation

(단위: 배, %, 원)

↵	Value	비고
(A) 현재사업 가치 (십억원)	2,167	↵
순이익	177	1년 선형(3Q24F ~ 2Q25F) 순이익 적용, 적정 PER 13 배는 2009 ~ 2023년 평균 PER 18 배 대비 35% 할인
적정 PER (배)	12	할인 이유: 국내 탈석탄 정책으로 중장기 화력정비 매출 감소, 민간 발전사향 정비 성장 부진
(B) 해외 원전정비 잠재가치	393	67년(시운전/가동전 및 가동후 정비)간 실적, WACC 6.6%로 현재가치 산정 (등가상승률 미반영)
체코 원전 2기	65	총 수주금액 1.1조원(EPC 금액 대비 9%), 연평균 매출액 290억원, 영업이익률 14%
폴란드 원전 2기	65	↵
기타 해외 4기	262	UAE, 네덜란드 등에서 4기 추가 수주 가정
(C) 주주가치 (= A + B)	2,560	↵
발행주식수 (천주)	45,000	↵
목표주가	57,000	↵
목표 PER	15	목표주가는 2025F 실적 기준 PER 15 배에 해당
현재주가	39,850	2025F DPS 2,380 원, 현재주가 기준 배당수익률 6.1%, 목표주가 기준 배당수익률 4.1%
상승여력	43.0	↵

자료: 대신증권 Research Center

< 해외 원전 정비 사업 수주금액, 실적, 밸류 추정 >

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

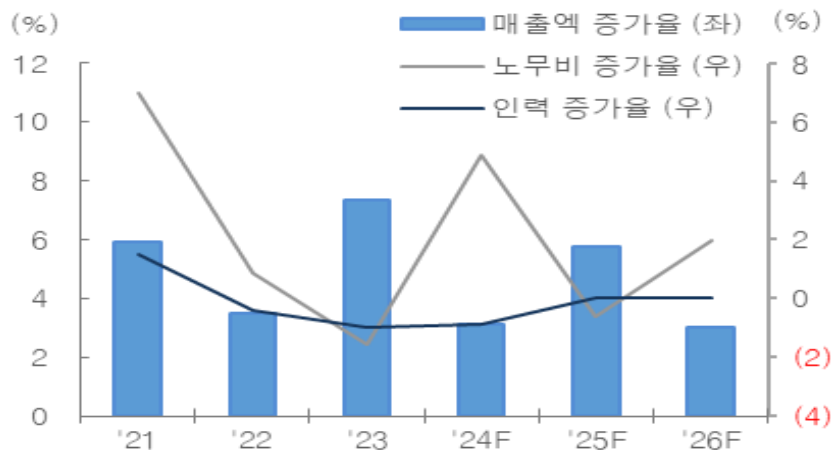
자료: 대신증권

< 한전KPS의 분기 실적 추이 및 전망 >

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

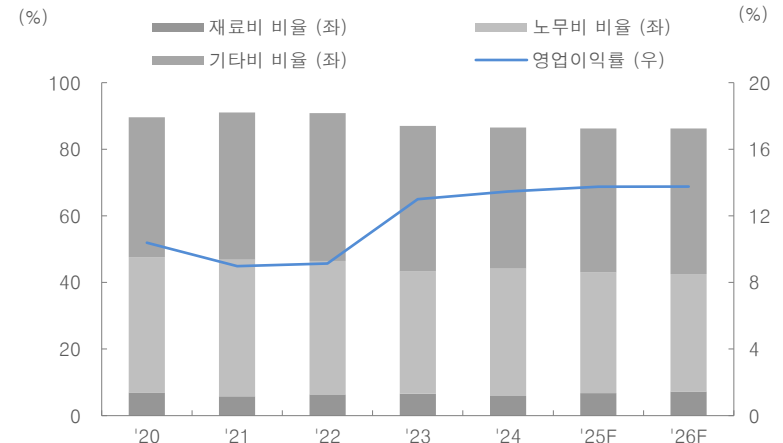
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 매출액, 노무비, 인력수 증가율 추이 및 전망



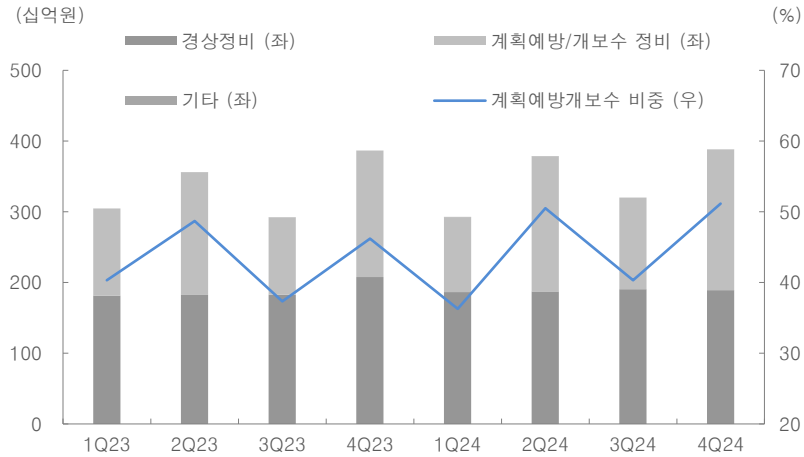
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 영업이익률, 분야별 영업비용 비율 추이 및 전망



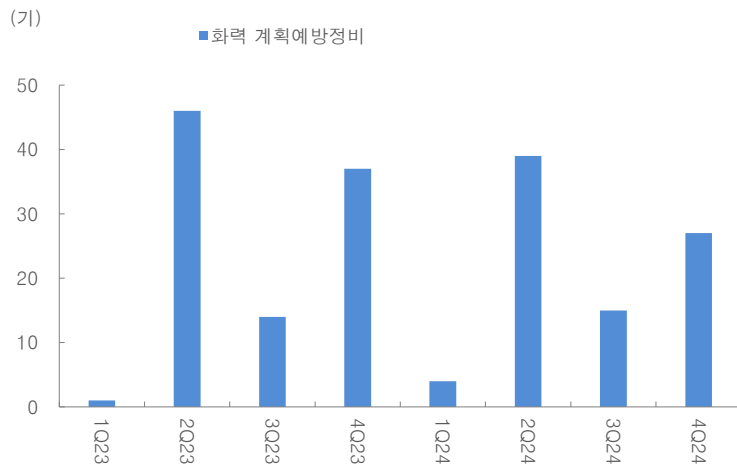
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

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



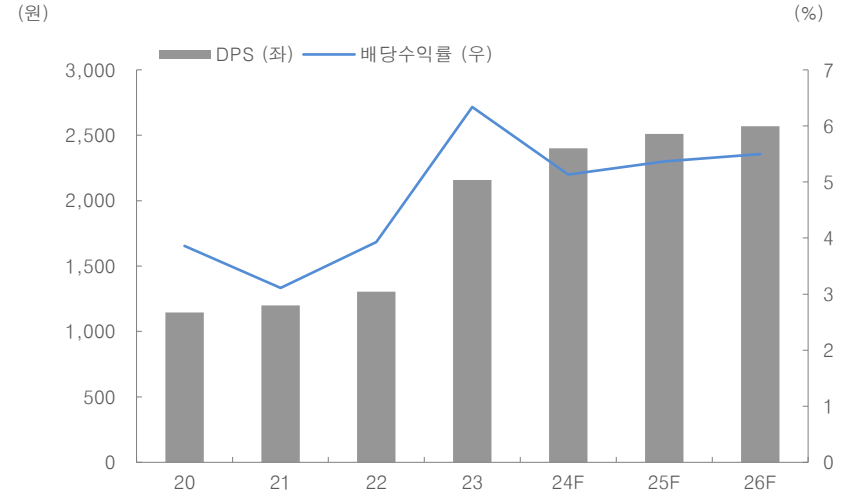
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 화력 계획예방정비 기수 추이 및 전망



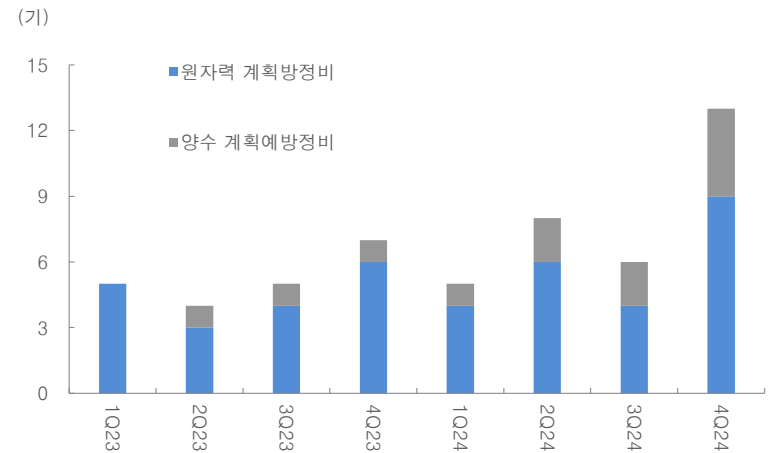
자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 DPS, 배당수익률 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

한전KPS의 원자력/양수 발전 계획예방정비 기수 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

국내에서 동남아시아/북미로, 배전부터 초고압까지 확장 → 실적 Level-up & 주가 Re-rating

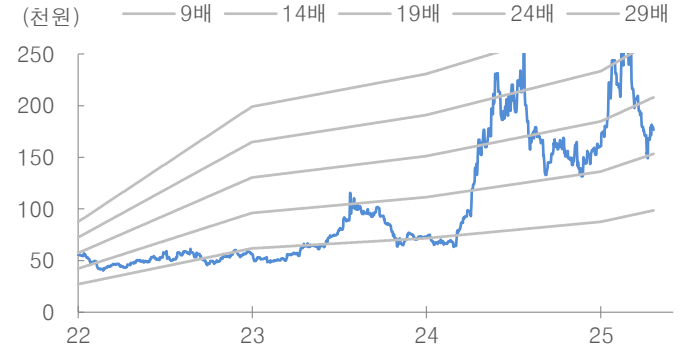
- 투자이견 '매수', 목표주가 250,000원. 글로벌 Peer의 밸류에이션 하락, 목표주가 괴리율 조정 등을 반영. 2026년 예상 실적(2024년 수주잔고의 대부분이 실적에 반영되는 시점) x 목표 PER 18배. 목표 PER은 미국/유럽 전력기기업체의 2025F 평균 PER 22배 x 할인율 20%
- 1) 맞춤형 설계가 필요한 데이터센터용 (배전)전력기기 공급망 부족 수혜로 2025년 이후 미국 빅테크향 배전용 전력기기 수주 및 매출 확대, 미국 내 25개 배전기기 유통망 확보
- 2) 국내 유일의 배전용 DC차단기, HVDC CRT(컨버터-변압기) 생산
- 3) 2H24 KOC전기 인수, 4Q25 본사 변압기 증설 등으로 초고압 변압기 증설 및 경쟁력 확보
- 4) 미국(배전반 생산, 배전기기/ESS 판매), 베트남(배전반 생산), 인도네시아(변압기 생산) 등 현지 생산법인 확충으로 글로벌 종합 전력기기 업체로 발돋움 중

LS ELECTRIC의 Valuation

	2025F	2026F	비고
EPS (원)	9,722	13,767	2026년 예상 EPS x 목표 PER 18배. 목표 PER은 미국/유럽 전력기기업체의 2025F 평균 PER 22배 x 할인율 20%
목표 PER (배)	26	18	미국의 AI 데이터센터 증설, 제조업 리쇼어링 등으로 전력량 및 수용가향 전력기기 수요 고성장, 미국의 중국 전력기기 수입 제한 등 공급망 부족 상황 지속. 1) 4Q25 국내 변압기 설비 1.8배 증설, 2) 2024년말 미국 배전기기 유통업체 25개 확보, 3) 2H25 미국 빅테크향 배전반 공급 본격화, 4) 1H25 미국 법인의 배전반 생산능력 2.8배 증설 등 미국향 전력기기 매출 확대 본격화
목표주가 (원)		250,000	
현재주가 (원)		176,600	
상승여력 (%)		41.6	

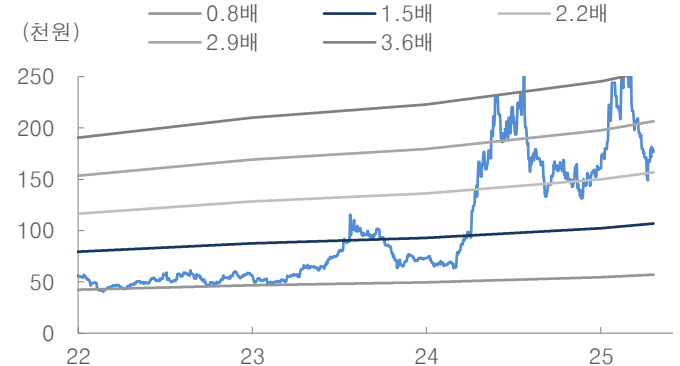
자료: 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 12MF PER 밴드



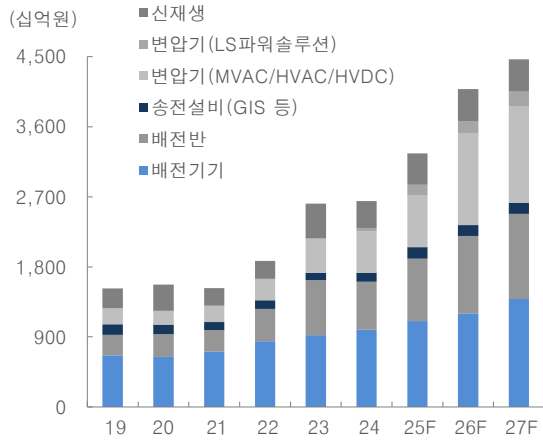
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 12MF PBR 밴드



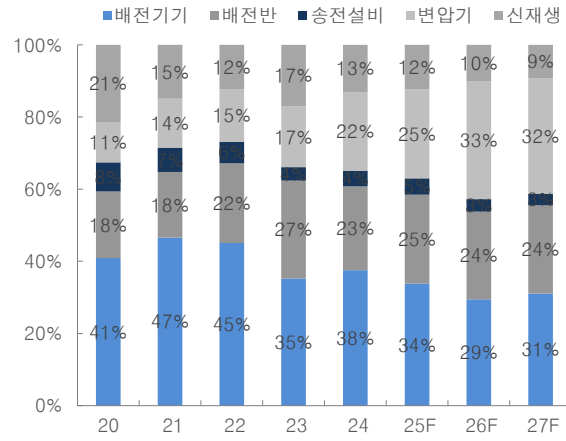
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭 전력사업의 제품별 매출 전망



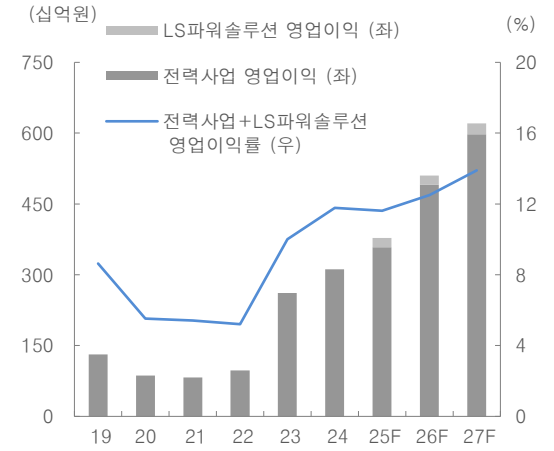
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭 전력사업 제품별 매출비중 전망



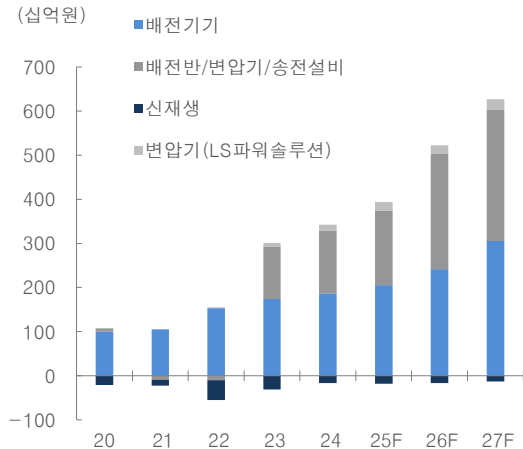
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 전력사업 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



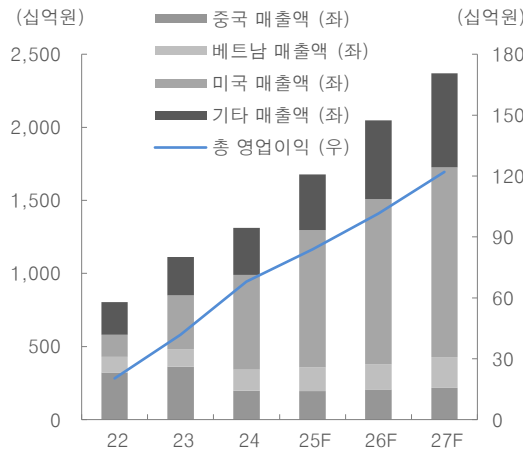
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 전력사업 제품별 영업이익 전망



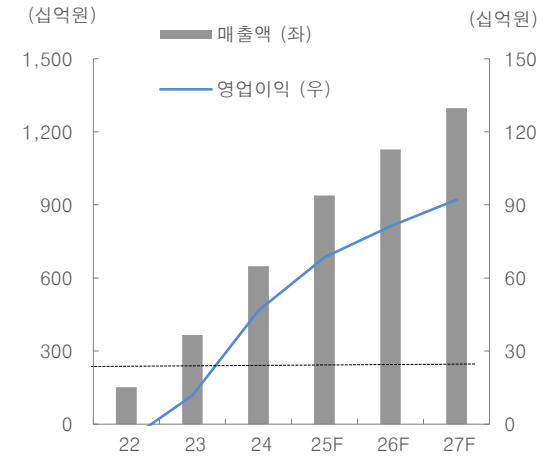
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 해외 종속기업의 실적 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS일렉트릭의 미국 법인 실적 추이 및 전망

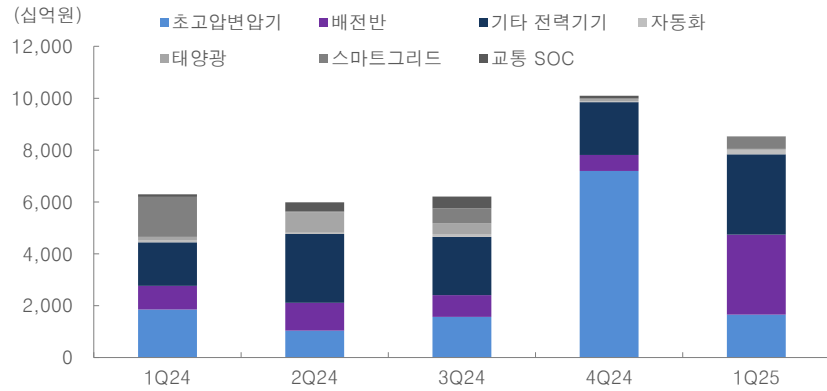


자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

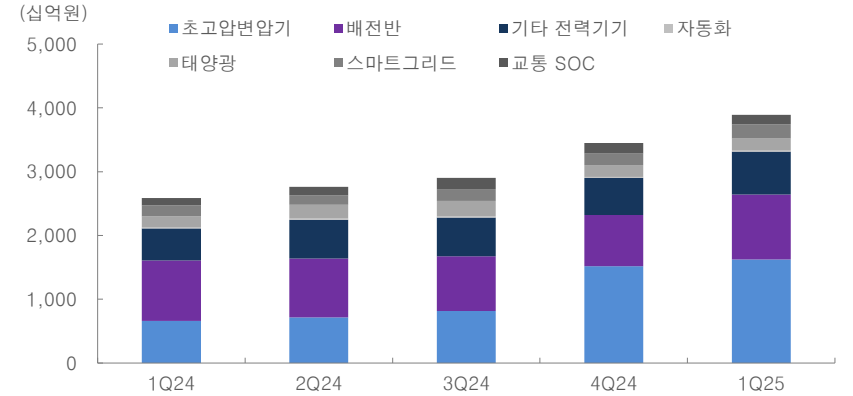
전력사업 생산능력 증설 + 국내 HVDC용 변압기 수주 성공, 미국 초고압 변압기 및 빅테크향 배전용 전력기기 수주 확대

LS ELECTRIC의 사업부문별 수주금액 추이



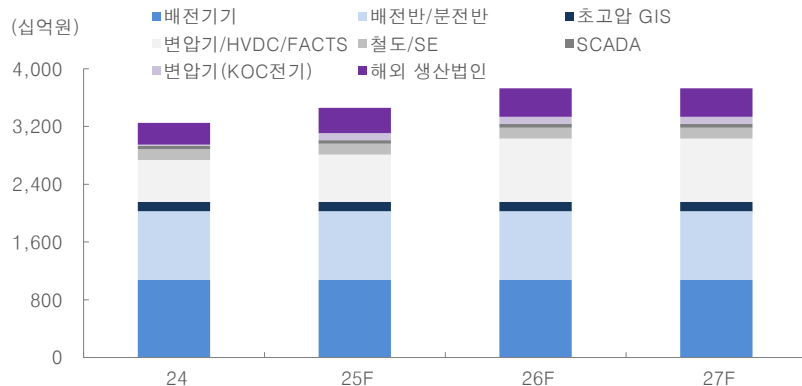
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC의 사업부문 별 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

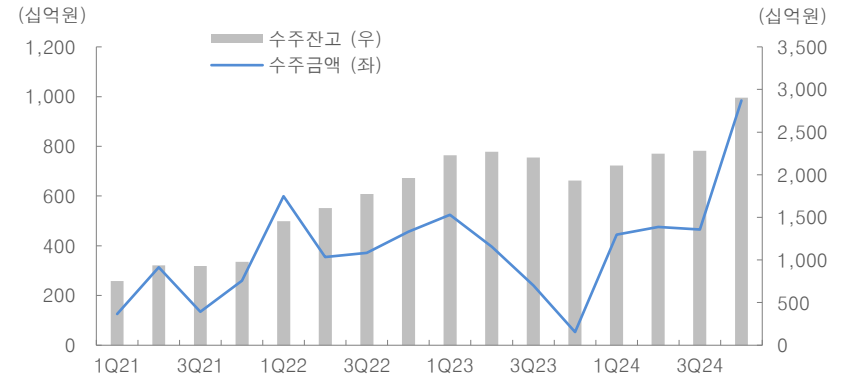
LS ELECTRIC의 전력사업 국내/해외 생산능력 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 전력사업 관련 해외 생산법인은 미국, 베트남, 인도네시아, 중국(무석)

LS ELECTRIC의 본사 기준 전력사업 수주금액, 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 수주금액 및 수주잔고는 본사의 신재생에너지, KOC전기 제외

LS ELECTRIC(010120)

2025년 매출액은 5.03조원(+14.8%, 이하 YoY), 영업이익 4,510억원(+15.7%) 전망

- 1Q25 일시적 실적 부진. 2Q25 실적 개선 본격화. 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사 부담율은 관세의 30%, 실적 반영 기간은 4개월(9월 ~ 12월, 운송 및 고객 인도 기간 1.5 ~ 2개월). 향후 상호 관세 축소 또는 관세 부담 100% 전가 성공 시 추가 상향 가능

LS ELECTRIC의 실적 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
평균 환율	1,329	1,371	1,358	1,399	1,455	1,430	1,430	1,430	1,306	1,364	1,436	1,430	1,430
해외매출 비중	53	56	54	55	56	59	58	57	52	55	57	61	62
매출액	1,039	1,132	1,021	1,360	1,032	1,390	1,316	1,490	4,231	4,552	5,228	6,266	6,827
전력사업	661	709	640	754	661	831	757	865	2,612	2,765	3,115	3,921	4,273
배전기기(차단기 등)	285	279	220	210	231	335	266	269	921	993	1,101	1,203	1,388
배전반/변압기/송전설비	298	338	361	427	373	382	397	459	1,245	1,424	1,611	2,309	2,468
신재생	78	93	60	117	57	114	94	137	446	348	402	409	417
자동차사업	89	99	77	78	77	93	81	82	392	343	333	343	364
국내 중속기업	216	259	259	300	302	298	302	347	827	1,034	1,249	1,305	1,386
해외 중속기업	271	314	309	419	334	427	429	488	1,113	1,313	1,677	2,047	2,370
연결조정	-198	-249	-264	-193	-342	-259	-253	-292	-714	-904	-1,147	-1,351	-1,565
영업이익	94	110	66	120	87	139	92	133	325	390	451	603	744
전력사업	76	107	54	75	71	125	70	91	261	312	356	486	590
자동차사업	0	5	-0	-4	3	1	-1	-2	17	1	1	3	12
국내 중속기업	-5	1	-3	9	0	5	2	9	6	3	15	19	26
해외 중속기업	20	3	14	31	20	15	19	30	42	68	84	102	122
연결조정	2	-6	2	9	-7	-6	2	6	-1	7	-6	-6	-6
금융손익	-3	-4	-10	1	-4	-4	-4	-4	-22	-16	-16	-13	-1
기타 영업외손익	8	-5	-3	-40	-3	-4	-4	-26	-39	-40	-38	-34	-31
지분법이익	-0	-0	-0	-0	0	0	0	0	-0	-0	0	0	0
세전이익	98	101	54	80	80	131	84	102	264	333	397	557	712
순이익	80	65	35	63	61	100	64	77	208	242	302	423	541
지배지분 순이익	78	64	34	63	59	97	62	74	206	239	292	413	530
영업이익률	9.0	9.7	6.5	8.8	8.5	10.0	7.0	8.9	7.7	8.6	8.6	9.6	10.9
전력사업	11.4	15.1	8.4	10.0	10.7	15.0	9.2	10.5	10.0	11.3	11.4	12.4	13.8
자동차사업	0.2	5.2	-0.6	-5.1	4.4	1.2	-1.0	-2.8	4.3	0.2	0.4	0.9	3.2
국내 중속기업	-2.1	0.3	-1.0	3.0	0.1	1.7	0.5	2.5	0.7	0.2	1.2	1.5	1.9
해외 중속기업	7.5	0.9	4.5	7.3	5.9	3.4	4.5	6.2	3.8	5.2	5.0	5.0	5.1

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

LS ELECTRIC(010120)

미국 관세 영향: 영업이익률 '25년 -1.3%, '26년 -2.4% 우려 존재, 기존 수주잔고의 공급 지연 및 신규 수주 감소 우려는 제한적

- '25년 미국향 매출액 1.39조원(26.5%, 이하 매출비중), 미국향 수출금액은 0.88조원(16.8%), 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사 부담율은 관세의 30% 기대
- 관세 적용 실적 반영 기간은 4개월(9월 ~ 12월, 운송 및 고객 인도 기간 1.5~2개월). 향후 정부간 협상으로 관세 인하시 실적 전망치 상향 가능
- 관세 부과에 따른 2025/26년 영업이익률 하락 효과는 각각 1.3%, 2.4%:** 1) 미국 관세 25% 중 국내 전력기기 업체의 부담율은 관세의 50% 이하 기대. 기존 계약 시 일정 수준의 에스컬레이션 포함, 미국의 심각한 전력기기 숏티지 상황, 모든 경쟁국 관세 동시 인상, 한국 업체의 전력기기의 상대적으로 짧은 리드타임 및 납기 준수 경쟁력 등으로 미국 수입업체의 부담율이 더 클 것, 2) 이 경우 여전히 미국향 수출이 타 지역 대비 수익성 높을 것으로 예상. 3) 또한 병목 현상 확산으로 미국 이외 지역에서 수익성 향상 중
- 기존 수주잔고의 공급 지연 우려는 제한적. 신규 수주 지연 가능성은 존재:** 1) 미국의 AI 인프라 투자 지속, 기존 허가 및 계약된 재생에너지의 IRA 지속, 노후 전력망의 재해에 따른 시급성, 향후 법인세 세액공제 등을 감안 시 기 발주된 프로젝트 투자 지연 우려는 크지 않을 것. 2) 관세에 따른 비용 증가, 경기 둔화 우려 등으로 신규 프로젝트 발주 지연 가능성은 존재. 그러나 3) 유럽, 중국, 한국 등지의 AI 및 전력 인프라 투자 확대 본격화 등으로 미국 외 지역의 수주 증대 및 글로벌 공급자 우위 시장 지속 기대

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

(십억원)	2024	2025F	2026F		2024	2025F(운송기간반영 관세 적용기간4개월)					2026F(관세 적용기간12개월)				
						관세 부담율					관세 부담율				
미국 매출비중	24.1%	26.5%	26.9%		0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
미국 수출비중	12.9%	16.8%	18.7%	관세(25%)	0	0	38	64	90	128	0	88	146	205	292
총 매출액	4,552	5,228	6,266	매출액	4,552	5,228	5,228	5,228	5,228	5,228	6,266	6,266	6,266	6,266	6,266
미국 매출액	1,097	1,387	1,687	영업이익	390	489	451	425	400	361	691	603	545	487	399
미국 수출금액	589	879	1,169	영업이익률	8.6%	9.4%	8.6%	8.1%	7.6%	6.9%	11.0%	9.6%	8.7%	7.8%	6.4%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

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

HD현대일렉트릭(267260)

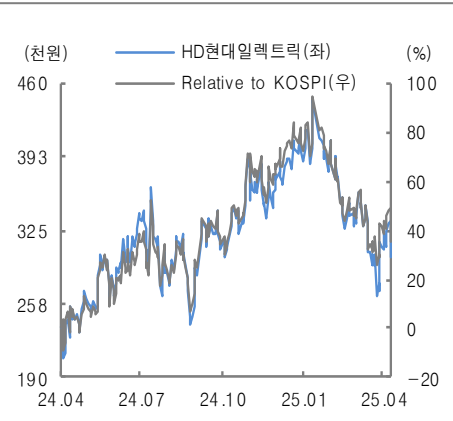
끝나지 않는 미국 초고압 변압기 쏟티지의 최대 수혜 지속

투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	400,000원
현재주가 (24.04.22)	301,000원

KOSPI	2,486.64
시가총액	10,850십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	180십억원
52주 최고/최저	445,000원 / 227,500원
120일 평균 거래대금	1,126억원
외국인지분율	31.24%
주요주주	에이치디현대 외 3인 38.70% 국민연금공단 8.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.5	-33.5	-22.6	36.3
상대수익률	-13.5	-28.8	-13.3	58.9

- 투자의견 '매수', 목표주가 400,000원. 목표주가는 2026F 실적 x 목표 PER 18배 적용
- 1) 향후 상호 관세 축소 또는 관세 부담 100% 전가 성공 시 실적 상향 조정 가능. 2) 더딘 설비증설 속도, 풍부한 현금흐름 재투자 부족 등으로 2024년과 같은 높은 밸류에이션 정당화(12MF PER은 최대 24배까지 상승)는 쉽지 않을 수 있음. 향후 유럽 또는 HVDC 전력망, 데이터센터 등 업황 개선 및 가격 상승이 이루어지고 있는 새로운 지역 또는 사업분야에서도 수주 확대, 추가 증설, M&A 등을 통한 중장기 성장성 확장 필요. 다만, 3) 향후 미국 발 3중 우려(데이터센터 투자 버블, IRA 폐지에 따른 재생에너지 투자 축소, 관세) 해소, 동사의 북미 이외 지역에서의 경쟁력 확인, 4Q25 이후 배전용 차단기 증설을 통한 수익성 개선 등으로 일정 수준의 밸류에이션 회복 기대
- 2025년 매출액 4.21조원(+26.7%, 이하 YoY), 영업이익 9,121억원(+36.4%), 영업이익률 21.7%(+1.6%p) 전망. 미국 관세 영향, 환율 전망치 하향 등에도 고수익성의 미국향 전력기기 매출비중 확대 등으로 완만한 수익성 개선 기대
- 동사는 1Q25 실적 컨퍼런스에서 미국 고객사와 관세 관련 교섭은 순조롭게 진행중이라고 밝힘. 미국향 매출액 1.78조원, 미국향 수출금액 0.80조원 기대. 관세 25%의 적용기간(출하 후 고객 인도 1.5 ~ 2개월)은 관세 유예로 기존 7개월에서 4개월(9 ~ 12월)로 축소하고, 공급부족 상황을 반영해 동사의 부담율은 30%(기존 50% 가정)로 하향하여 실적 전망치를 소폭 상향



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,703	3,322	4,211	4,683	5,423
영업이익	315	669	912	1,023	1,206
세전이익	311	650	882	990	1,166
총당기순이익	259	498	680	772	909
지배지분순이익	259	502	680	772	909
EPS	7,189	13,914	18,876	21,419	25,228
PER	11.4	27.5	17.7	15.6	13.2
BPS	29,077	41,662	56,537	72,561	92,182
PBR	2.8	9.2	5.3	4.1	3.3
ROE	27.7	39.3	38.4	33.2	30.6

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

HD현대일렉트릭(267260)

미국발 불확실성이 준 저가 매수 기회

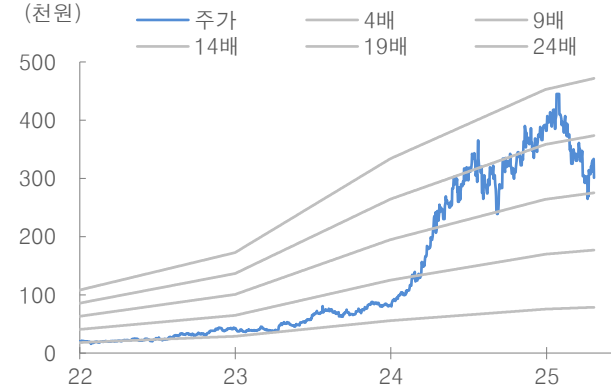
- 투자 의견 '매수', 목표주가 375,000원 제시. 목표주가는 2026F 실적(2024년 수주잔고의 대부분이 실적에 반영되는 시점)에 목표 PER 18배 적용. 목표 PER은 전력기업체의 2025F 평균 PER 22배 대비 20% 할인. 배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점 반영
- 단, 동사는 1) 초고압 변압기 부문의 높은 제조 경쟁력, 2) 높은 미국향 수주잔고 및 매출 비중, 선박용 전력기기의 Captive Market 확보, 3) 배전기기 제품 라인업 확대 및 증설 진행 등을 통해 중장기 실적 안정성 및 수익성 확보 가능
- 최근 AI 인프라 투자 버블, IRA 축소/폐기에 따른 재생에너지 축소, 미국 관세 우려 등에 따른 주가 하락은 과도

HD현대일렉트릭의 Valuation

	2025F	2026F	비고
EPS (원)	18,876	21,419	2026년 EPS(2024년 수주잔고의 대부분이 실적에 반영되는 시점)
목표 PER (배)	20	18	목표 PER 16배는 전력기업체의 2025F 평균 PER 22배 대비 20% 할인
목표주가 (원)		400,000	배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점 반영 그러나 1) 초고압 변압기 부문의 높은 제조 경쟁력
현재주가 (원)		301,000	2) 높은 미국 매출 비중, 선박용 전력기기의 Captive Market 보유,
상승여력 (%)		32.9	3) 점진적으로 배전기기 경쟁력 개선 및 증설 진행 등을 통해 중장기 실적 안정성 및 수익성 확보 가능

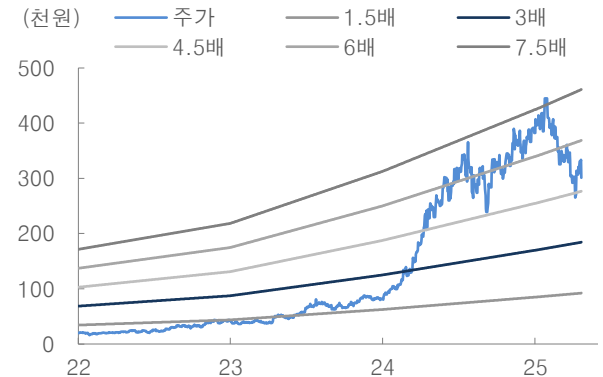
자료: 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 12MF PBR 밴드



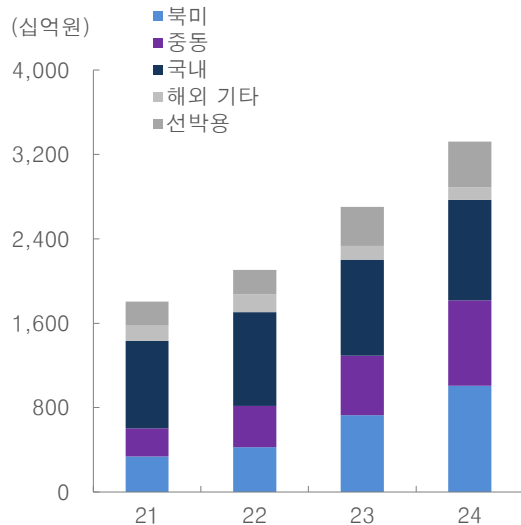
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭(267260)

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

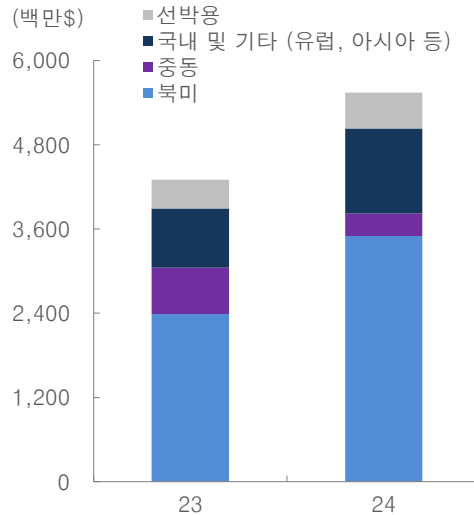
- 2024년 매출액 3.3조원(+23% YoY) 중 지역별 및 주요 수요처의 매출 비중은 미국 30%, 한국 29%, 중동 24%, 해외 기타 4%, 선박용 13%
- 2024년말 수주잔고는 5.5조원(+29% YoY) 중 지역별 비중은 미국 63%, 한국 및 해외 기타 22%, 중동 6%, 선박용 9%임. 2024년말 수주잔고 중 70% 이상이 2025 ~ 2026년에 매출 인식 예상. 2024년 수주금액은 3.8조원(+7% YoY) 중 지역별 비중은 미국 46%, 중동 14%, 한국 및 해외 기타 30%, 선박용 9%임. 2H24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

HD현대일렉트릭의 지역별 매출액 추이



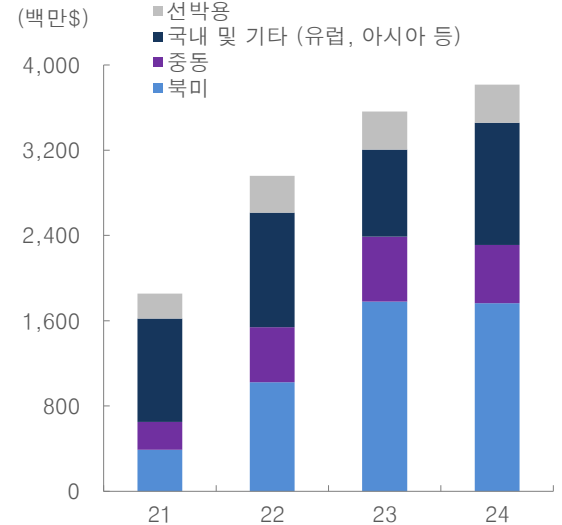
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수주잔고 추이



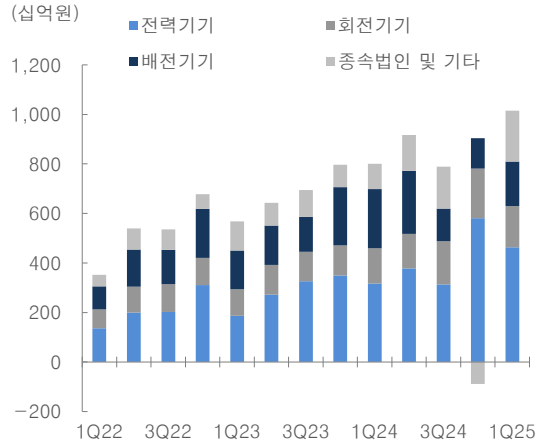
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 수주금액 추이



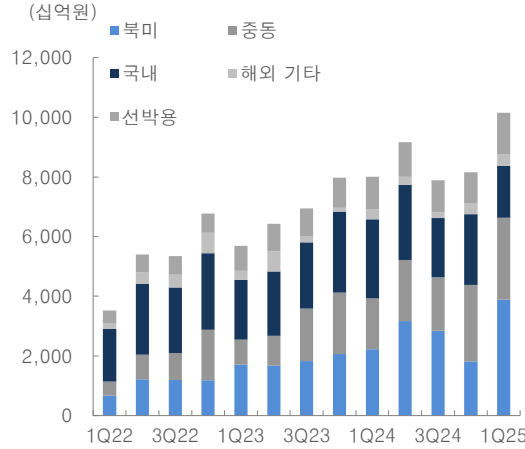
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 사업부문별 매출액 추이



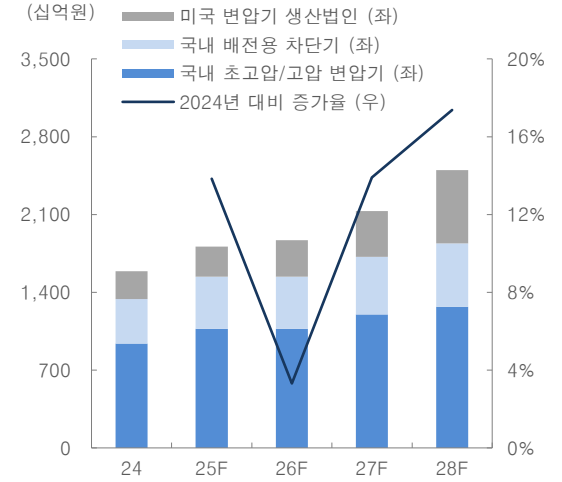
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 매출액 추이



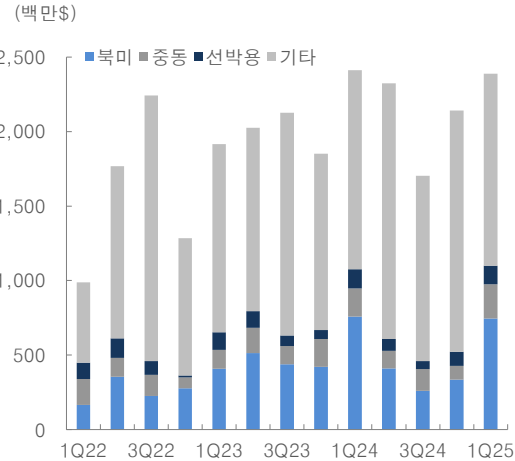
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 변압기 생산능력 전망



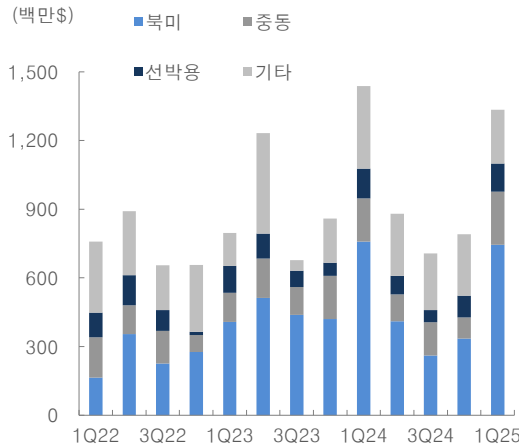
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 수주금액 추이



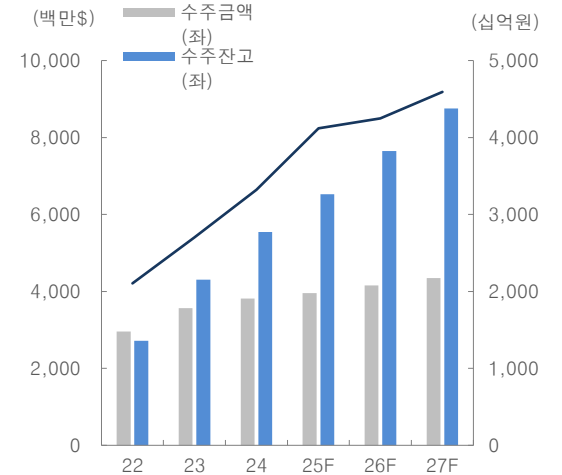
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 지역별 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭의 매출액, 수주금액, 수주잔고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

HD현대일렉트릭(267260)

2025년 매출액 4.21조원(+26.7%, 이하 YoY), 영업이익 9,121억원(+36.4%), 영업이익률 21.7%(+1.6%p) 전망

- 미국 관세 영향, 환율 전망치 하향 등에도 고마진의 미국향 전력기기 수출 확대 등으로 완만한 수익성 개선 기대. 가동률은 95% 이상인 상황이며, 4Q22 이후 미국의 변압기 PPI 상승은 완만해진 점 등을 감안하면, 2022 ~ 24년과 같은 고정비 부담 감소, 가격 상승 등에 따른 급격한 수익성 상승은 아니지만, 완만한 개선세는 지속될 전망
- 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사 부담율은 관세의 30%, 실적 반영 기간은 4개월(9월 ~ 12월, 운송 및 고객 인도 기간 1.5 ~ 2개월). 향후 상호 관세 축소 또는 관세 부담 100% 전가 성공 시 상황 가능

HD현대일렉트릭의 실적 전망

(단위 : 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
평균환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,455	1,430	1,430	1,430	1,306	1,364	1,436	1,430	1,430
수주금액 (백만달러)	1,438	880	707	791	1,335	1,041	819	985	3,564	3,816	4,180	4,183	4,336
수주잔고 (백만달러)	5,076	5,232	5,399	5,541	6,155	6,075	6,189	6,450	4,302	5,541	6,450	7,358	7,902
매출액	801	917	789	816	1,015	1,152	1,007	1,036	2,703	3,322	4,211	4,683	5,423
전력기기	317	378	313	581	464	507	424	697	1,135	1,589	2,092	2,449	2,879
회전기기	143	140	175	200	167	203	270	96	469	658	736	761	934
배전기기	239	254	131	123	179	328	174	151	690	747	832	906	1,026
종속법인 및 기타	103	145	169	-88	205	115	139	92	410	329	551	568	585
영업이익	129	210	164	166	218	280	209	205	315	669	912	1,023	1,206
금융손익	-4	-2	-15	15	1	-6	-6	-6	-44	-7	-18	-21	-28
기타영업외손익	-2	2	4	-16	-7	1	3	-9	40	-12	-12	-12	-12
지분법손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	123	209	153	165	208	274	206	190	311	650	878	990	1,166
당기순이익	93	161	117	127	153	214	160	148	259	498	676	772	909
지배주주순이익	94	161	117	129	154	214	160	148	259	502	677	772	909
YoY (%)													
매출액	41	43	14	2	27	26	28	27	28	23	27	11	16
영업이익	178	257	92	33	69	33	27	23	137	112	36	12	18
영업이익률 (%)	16	23	21	20	22	24	21	20	12	20	22	22	22

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주: 기타는 기타 종속기업 및 연결조정

HD현대일렉트릭(267260)

미국 관세 영향: 영업이익률 '25년 -1.3%, '26년 -2.6% 우려 존재, 기존 수주잔고의 공급 지연 및 신규 수주 감소 우려는 제한적

- '25년 미국향 매출액 1.78조원(42.1%, 이하 매출비중), 미국향 수출금액은 0.80조원(19.0%), 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사 부담율은 관세의 30% 기대
- 관세 적용 실적 반영 기간은 4개월(9월 ~ 12월, 운송 및 고객 인도 기간 1.5 ~ 2개월). 향후 정부간 협상으로 관세 인하시 실적 전망치 상향 가능
- 관세 부과에 따른 2025/26년 영업이익률 하락 효과는 각각 1.3%, 2.6%: 1) 미국 관세 25% 중 국내 전력기기 업체의 부담율은 관세의 50% 이하 기대. 기존 계약 시 일정 수준의 에스컬레이션 조항 포함, 미국의 심각한 전력기기 숏티지 상황, 모든 경쟁국 관세 동시 인상, 한국 업체의 전력기기의 상대적으로 짧은 리드타임 및 납기 준수 경쟁력 등으로 미국 수입업체의 부담율이 더 클 것, 2) 이 경우 여전히 미국향 수출이 타 지역 대비 수익성 높을 것으로 예상. 3) 또한 병목 현상 확산으로 미국 이외 지역에서의 수익성 향상 중
- 기존 수주잔고의 공급 지연 우려는 제한적. 신규 수주 지연 가능성은 존재: 1) 미국의 AI 인프라 투자 지속, 기존 허가 및 계약된 재생에너지의 IRA 지속, 노후 전력망의 재해에 따른 시급성, 향후 법인세 세액공제 등을 감안 시 기 발주된 프로젝트 투자 지연 우려는 크지 않을 것. 2) 관세에 따른 비용 증가, 경기 둔화 우려 등으로 신규 프로젝트 발주 지연 가능성은 존재. 그러나 3) 유럽, 중국, 한국 등지의 AI 및 전력 인프라 투자 확대 본격화 등으로 미국 외 지역의 수주 증대 및 글로벌 공급자 우위 시장 지속 기대

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

(십억원)	2024	2025F	2026F		2024	2025F(운송기간반영 관세 적용기간4개월)					2026F(관세 적용기간12개월)				
						관세 부담율					관세 부담율				
미국 매출비중	30.3%	42.1%	50.0%		0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
미국수출비중	13.6%	19.0%	22.5%	관세(25%)	0	0	35	58	82	116	0	79	132	184	263
총 매출액	3,322	4,211	4,683	매출액	3,322	4,211	4,211	4,211	4,211	4,211	4,683	4,683	4,683	4,683	4,683
미국 매출액	1,006	1,775	2,342	영업이익	669	947	912	889	866	831	1,102	1,023	971	918	839
미국 수출금액	453	799	1,054	영업이익률	20.1%	22.5%	21.7%	21.1%	20.6%	19.7%	23.5%	21.9%	20.7%	19.6%	17.9%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

2024년 미국 수출금액은 미국 매출액 대비 40 ~ 50% 수준인 점을 반영해 추산

효성중공업(298040)

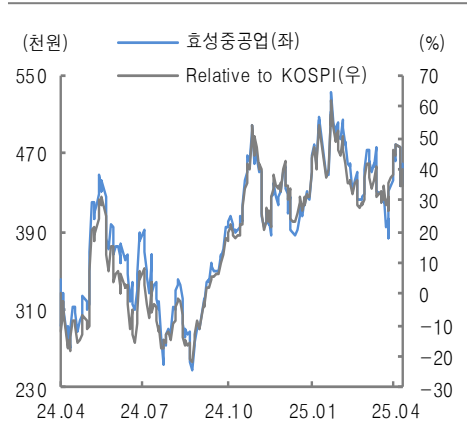
복미, 인도 매출/수주 확대, 증설 가속화로 저평가 요소 축소

투자 의견	BUY
매수	
목표주가	650,000원
상향	
현재주가 (25.04.25)	459,500원

KOSPI	2546.3
시가총액	4,285십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	533,000원 / 248,500원
120일 평균 거래대금	388억원
외국인지분율	14.56%
주요주주	효성외 11인 48.85%
	국민연금공단 12.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	-6.8	7.7	29.9
상대수익률	2.4	-0.2	20.7	51.4

- 투자의견 '매수', 목표주가 650,000원 제시. 목표주가는 '26F EPS('24년 수주잔고의 대부분과 증설분이 실적에 반영)에 목표 PER 13배 적용. '25년 및 '26년 예상 실적 기준 PER은 각각 11배, 9배임. 1) 건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가, 2) 향후 복미 매출 및 수주 확대, 빠른 수익성 개선, 증설 가속화 등으로 저평가 요소 축소 기대. 경쟁사 대비 늦었지만, 복미 수주 증대가 가속화되고 있으며, 조만간 추가 생산능력 증설을 발표할 예정에 있는 등 중장기 실적 개선 기반이 강화되고 있음
- 투자포인트는 1) 초고압 변압기 부문의 경쟁력 등을 바탕으로 미국, 유럽, 인도향 초고압 전력기기 수주 확대 지속 전망, 2) 국내 및 해외 변압기 생산능력은 2024년 1.24조원에서 2025년 1.29조원(+4%, 24년 변압기 생산능력 대비), 2026년 1.38조원(+11%), 2028년 1.4조원(33%)으로 확대 예상, 3) 2024년의 중공업부문의 미국 및 유럽 매출 비중은 각각 22%, 11%. 수주잔고 9.2조원(+57% YoY) 중 미국은 38%, 유럽은 21%. 고가 및 고수익성의 미국, 유럽 수주잔고가 향후 2~3년간 매출로 연결되며 외형 및 수익성 개선 속도 가속화 예상
- 1Q25 중공업부문의 수주금액은 2.09조원(+46.0%), 수주잔고는 10.43조원(+89.2%)를 기록. 특히 복미 수주비중은 43%(1Q24 33%)로 증가. 회사측은 2025년 수주 성장률 가이드를 기존 0%에서 5%로 상향했으나, 여전히 보수적인 것으로 판단. 우리는 동사의 수주금액을 전년 대비 13% 증가한 6.58조원 예상, 이는 증설 효과, 고가의 복미 수주비중 확대, 복미 이외 지역에서도 전력망 투자 확대 및 전력기기 가격 상승 등을 감안한 것



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
영업이익	258	362	518	653	940
세전이익	170	224	514	606	917
총당기순이익	132	223	402	471	713
지배지분순이익	116	223	392	460	704
EPS	12,438	23,876	42,091	49,353	75,458
PER	13.0	16.5	10.9	9.3	6.1
BPS	115,857	204,677	241,774	282,049	346,826
PBR	1.4	1.9	1.9	1.6	1.3
ROE	11.3	14.9	18.9	18.8	24.0

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

효성중공업(298040)

건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가

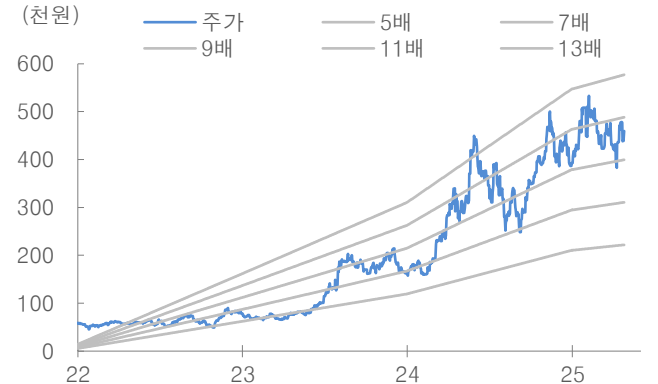
- 투자이건 '매수', 목표주가 540,000원 제시. 목표주가는 2026F EPS 43,908원(2024년 수주잔고의 대부분이 실적에 반영, 증설분의 반영)에 목표 PER 12.3배 적용
- 목표 PER은 각 사업부문의 목표 PER을 영업이익 비중(중공업 90%, 건설 10%)으로 가중평균한 것. 1) 중공업부문은 글로벌 전력기기업체의 2025F 평균 PER 22배 적용 대비 35% 할인한 14.1배, 2) 건설부문은 국내 건설사 2025F 평균 PER 4배 적용 대비 35% 할인한 2.6배 적용. 할인이유는 1) 배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점. 2) 국내 토목 및 아파트 건설에 집중된 건설사업 포트폴리오 등임
- 1) 고압/초고압 변압기 부문의 높은 경쟁력, 국내 및 미국 증설, 2) 2024년부터 성장하고 있는 유럽 전력인프라 시장 진출 확대 등을 통해 고수익성의 미국/유럽 수주 비중 확대, 외형 및 수익성 개선 지속, 3) 2025년 및 2026년 예상 실적 기준 PER은 각각 11.2배, 9.0배. 건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가

효성중공업의 Valuation

	2025F	2026F	비고
EPS (원)	42,091	49,353	2026년 EPS(2024년 수주잔고의 대부분과 증설분의 실적 반영)
목표 PER		13.1	목표 PER은 영업이익 비중(중공업 90%, 건설 10%)으로 가중평균 글로벌 전력기기업체의 2025F 평균 PER 22배 적용 대비 35% 할인 국내 건설사 2025F 평균 PER 4배 적용 대비 35% 할인 할인이유는 1) 배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점 2) 국내 토목 및 아파트 건설에 집중된 건설사업 포트폴리오 등임
중공업 PER		14.1	
건설 PER		2.6	
목표주가		650,000	
현재주가 (원)		459,500	그러나 1) 고압/초고압 변압기 부문의 높은 경쟁력, 국내 및 미국 증설, 2) 2024년부터 성장하고 있는 유럽, 인도 전력인프라 시장 진출 확대 등을 통해 고수익성의 미국/유럽 수주 비중 확대, 외형 및 수익성 개선 지속
상승여력 (%)		41.5	

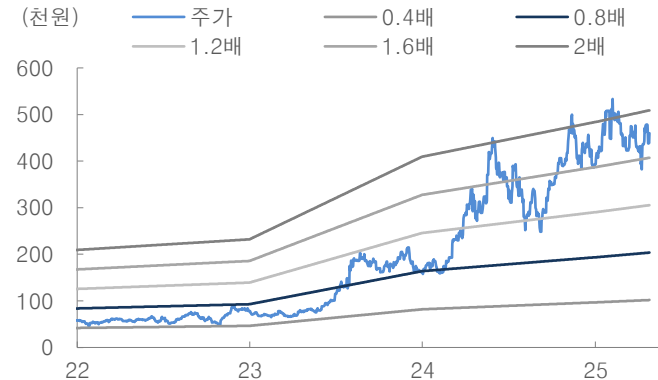
자료: 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PBR 밴드



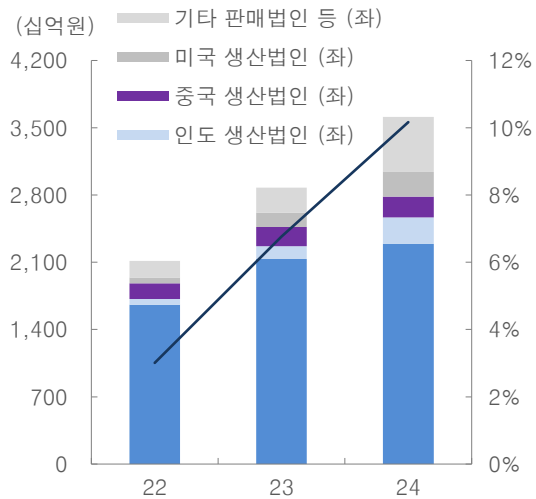
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

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

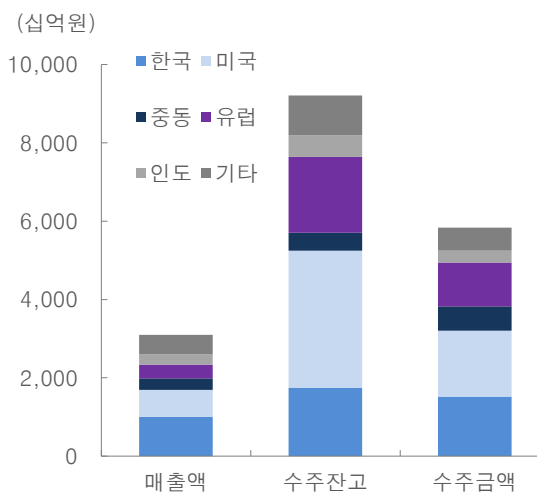
- 2023년 중공업 사업의 주요 제품 매출 비중은 초고압/고압 변압기 47%, 초고압/고압 차단기/개폐기(GIS, ESS, PCS, FACTS, STATOM 등) 13%, 배전반 20%, 회전기기 20% 등. 2024년 중공업 매출액 3.1조원(20.2% YoY) 중 생산법인별 매출 비중은 국내 창원 63.4%, 인도 7.6%, 미국 7.1%중국 6.0%, 기타 판매법인 15.8%
- 2024년말 수주잔고는 9.2조원(+57% YoY), 2024년말 수주잔고 중 70% 이상이 2025 ~ 2026년에 매출 인식 예상. 2H24 이후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

효성중공업의 중공업사업 국내/해외 매출액, 영업이익률 추이



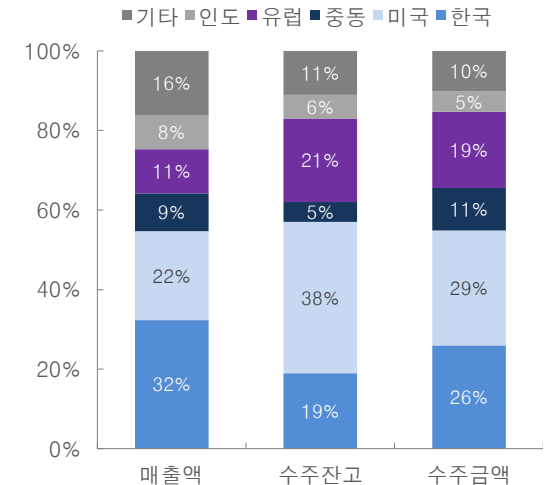
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

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



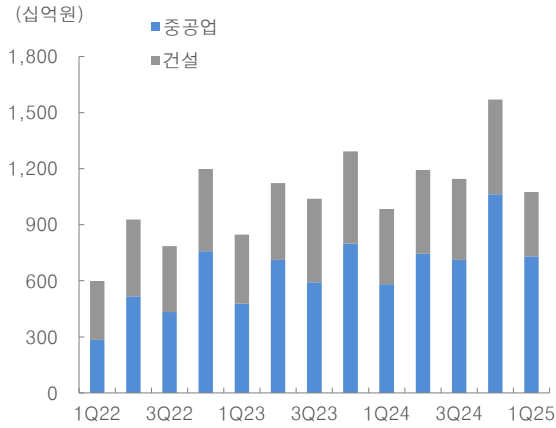
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

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



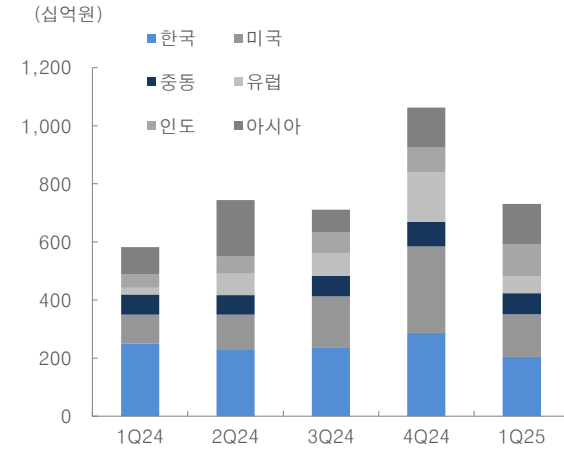
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 사업부문별 매출액 추이



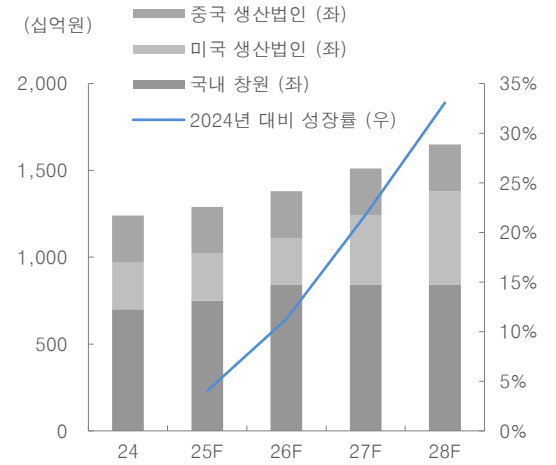
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 매출액 추이



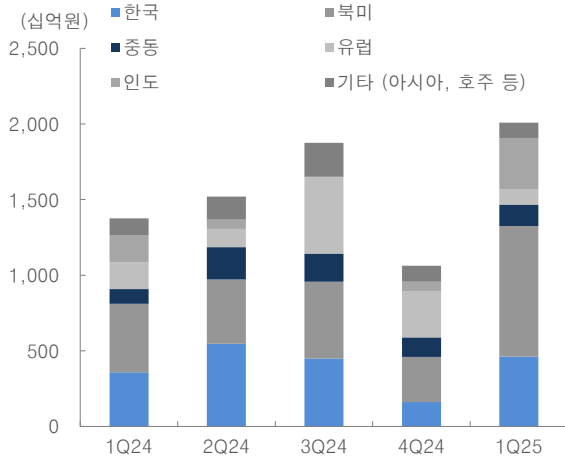
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 변압기 생산능력 전망



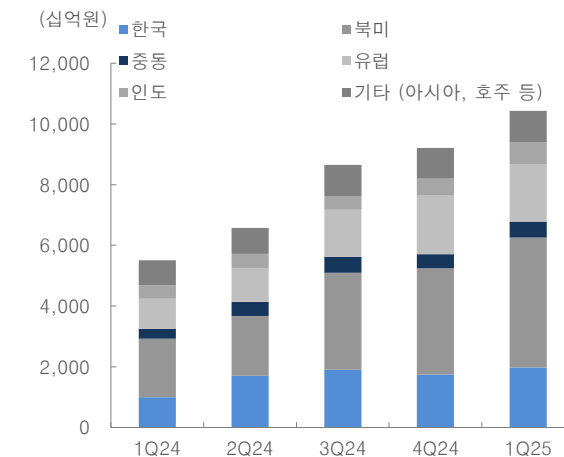
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 수주금액 추이



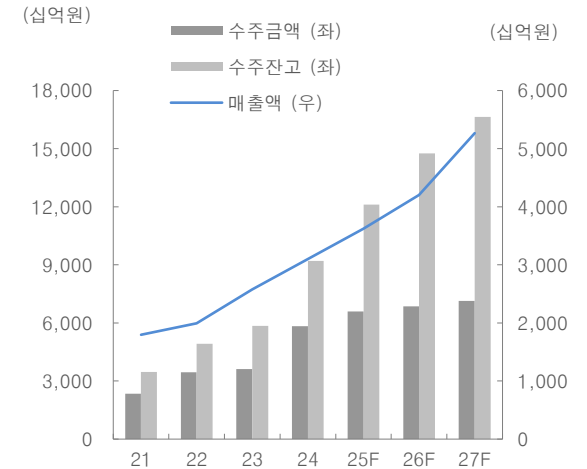
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 지역별 중공업 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 중공업 매출액, 수주잔고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

2025년 매출액 5.32조원(+8.7%, 이하 YoY), 영업이익 5,181억원(+42.9%) 전망

- 중공업 부문의 매출액 3.62조원(+16.9%, 이하 YoY), 영업이익 4,647억원(+47.5%), 영업이익률 12.8%(+2.6%p) 예상. 타지역 대비 고마진의 복미 매출비중 확대(2024년 14% → 2025년 18%) 등으로 매출 및 수익성 개선세 지속 기대. 2H25 변압기 증설 효과 본격화 예상

효성중공업의 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
평균환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,455	1,430	1,430	1,410	1,306	1,364	1,431	1,420	1,420
수주금액 (십억원)	1,683	1,818	2,351	2,835	2,190	2,039	2,282	2,546	5,306	8,687	9,057	9,439	9,786
중공업	1,376	1,520	1,876	1,063	2,009	1,568	1,702	1,304	3,615	5,834	6,583	6,850	7,134
건설	307	299	475	1,772	182	470	580	1,242	1,691	2,853	2,474	2,588	2,651
수주잔고 (십억원)	13,057	13,964	16,072	17,907	18,980	19,680	20,680	21,604	13,487	17,907	21,604	25,196	28,086
중공업	5,513	6,570	8,647	9,205	10,429	11,057	11,925	12,112	5,847	9,205	12,112	14,762	16,631
건설	7,545	7,394	7,425	8,702	8,552	8,622	8,755	9,493	7,640	8,702	9,493	10,434	11,455
매출액	985	1,194	1,145	1,572	1,076	1,340	1,283	1,623	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
중공업	582	744	711	1,063	731	940	834	1,118	2,579	3,099	3,623	4,200	5,266
건설	402	449	433	508	344	399	447	504	1,720	1,793	1,695	1,647	1,630
기타	0	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	5	6
영업이익	56	63	111	132	102	130	135	151	258	362	518	653	940
중공업	36	65	99	115	90	118	121	136	175	315	465	596	877
건설	20	(2)	12	17	12	12	14	15	83	47	53	56	63
기타	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
금융손익	(18)	(22)	(20)	22	31	(19)	(22)	17	(95)	(39)	7	(36)	(28)
기타영업외손익	(3)	(7)	(0)	(88)	(3)	(6)	(2)	1	9	(99)	(10)	(10)	(10)
지분법손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
세전이익	34	33	90	66	130	104	110	169	170	224	514	606	900
당기순이익	26	28	72	96	104	81	86	131	132	223	402	471	900
지배주주순이익	22	36	74	91	102	79	83	128	116	223	392	460	887
영업이익률 (%)	5.7	5.2	9.7	8.4	9.5	9.7	10.5	9.3	6.0	7.4	9.7	11.2	13.6
중공업	6.2	8.7	13.9	10.8	12.3	12.6	14.5	12.1	6.8	10.2	12.8	14.2	16.6
건설	5.0	(0.5)	2.9	3.3	3.5	2.9	3.2	3.0	4.8	2.6	3.1	3.4	3.8

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주:기타는 기타 종속기업 및 연결조정

효성중공업(298040)

미국 관세 영향: 영업이익률 '25년 -0.4%, '26년 -0.7% 우려 존재, 기존 수주잔고의 공급 지연 및 신규 수주 감소 우려는 제한적

- '25년 미국향 매출액 0.95조원(17.9%, 이하 매출비중), 미국향 수출금액은 0.42조원(7.6%), 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사의 부담율은 관세의 30% 이하 기대
- 관세 적용 실적 반영 기간은 4개월(9월 이후 운송 및 고객 인도 기간 1.5~2개월). 향후 정부간 협상으로 관세 인하시 실적 전망치 상향 가능
- 관세 부과에 따른 2025/26년 영업이익률 하락 효과는 각각 0.4%, 0.7%:** 1) 미국 관세 25% 중 국내 전력기기 업체의 부담율은 관세의 30% 이하 기대. 기존 계약 시 일정 수준의 에스컬레이션 조항 포함, 미국의 심각한 전력기기 숏티지 상황, 모든 경쟁국 관세 동시 인상, 한국 업체의 전력기기의 상대적으로 짧은 리드타임 및 납기 준수 경쟁력 등으로 미국 수입업체의 부담율이 더 클 것, 2) 이 경우 여전히 미국향 수출이 타 지역 대비 수익성 높을 것으로 예상. 3) 또한 병목 현상 확산으로 미국 이외 지역에서의 수익성 향상 중
- 기존 수주잔고의 공급 지연 우려는 제한적. 신규 수주 지연 가능성은 존재:** 1) 미국의 AI 인프라 투자 지속, 기존 허가 및 계약된 재생에너지의 IRA 지속, 노후 전력망의 재해에 따른 시급성, 향후 법인세 세액공제 등을 감안 시 기 발주된 프로젝트 투자 지연 우려는 크지 않을 것. 2) 관세에 따른 비용 증가, 경기 둔화 우려 등으로 신규 프로젝트 발주 지연 가능성은 존재. 그러나 3) 유럽, 중국, 한국 등지의 AI 및 전력 인프라 투자 확대 본격화 등으로 미국 외 지역의 수주 증대 및 글로벌 공급자 우위 시장 지속 기대

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

(십억원)	2024	2025F	2026F		2024	2025F (운송기간 반영 관세 적용 기간 7개월)					2026F (관세 적용 기간 12개월)				
						관세 부담율					관세 부담율				
미국 매출비중	14.2%	17.9%	21.8%		0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
미국수출비중	4.8%	7.8%	9.8%	관세(25%)	0	0	18	30	42	60	0	42	70	99	141
총 매출액	4,895	5,322	5,852	매출액	4,895	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,852	5,852	5,852	5,852	5,852
미국 매출액	693	954	1,273	영업이익	362	536	518	506	494	476	696	653	624	596	553
미국 수출금액	233	417	573	영업이익률	7.4%	10.1%	9.7%	9.5%	9.3%	8.9%	11.9%	11.2%	10.7%	10.2%	9.4%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center