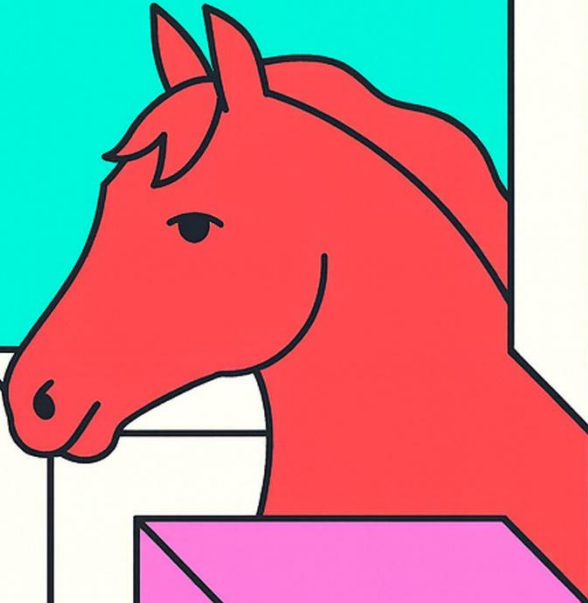


2026  
OUTLOOK

[Overweight]  
2025.11.25



## 유틸리티

지역별 차등 요금제가  
불러올 나비효과





# Glossary

용어	정의
지역별차등요금제(LMP)	지역별 수급·송전 제약을 반영해 전력도매가를 다르게 책정하는 제도
전국 단일 전기요금 체계	지역 차이 없이 동일한 전기요금을 적용하는 현행 요금 구조
SMP(System Marginal Price)	한 시간대 수요를 충족하는 최후발 발전기의 도매 전력가격
전력 자급률	해당 지역 전력소비를 자체 발전으로 얼마나 충당하는지 나타내는 비율
송전 혼잡비용	송전선 용량 부족으로 저가 발전전력이 흐르지 못할때 발생하는 추가 비용
배출권거래제	온실가스 총량을 정해 배출권을 배분·거래하도록 설계한 탄소 규제 제도
REPowerEU	EU의 러시아 가스 의존 축소와 재생에너지 확대를 위한 에너지 전환 전략
RE100 국가산단	입주 기업 전력을 100% 재생에너지로 조달하도록 설계한 국가 산업단지
노달 프라이싱	계통 내 각 노드마다 전력가격을 계산해 송전 제약과 손실을 반영하는 방식
노달가격제	모든 전력거래를 노드별 LMP 기준으로 정산하는 전력도매가격 체계
용량시장	미래 공급능력 확보 대가로 발전사에 용량요금을 지급하는 장기 전력시장
에너지 고속도로	재생에너지 입지와 수도권 수요를 잇는 초고압 대용량 송전 인프라
HVDC(High-Voltage Direct Current)	손실이 적고 장거리 송전에 유리한 초고압 직류 송전 기술
RTO(Regional Transmission organization)	광역 송전망, 도매전력시장을 운영하는 지역 전력계통운영기구
ISO(Independent System Operator)	송전망은 소유하지 않고 계통·전력시장을 운영하는 독립 운영기관
TSO(Transmission System Operator)	송전망 운영과 계통안정을 책임지는 송전계통 운영기관
TO(Transmission Owner)	송전선, 변전소 등 송전 자산을 보유 및 투자하는 주체
DR(Demand Response)	가격, 보상에 따라 전기 사용을 줄이거나 이동하는 제도
PSC(Public Service Commission)	뉴욕주 전력, 가스 등 공익요금을 규제·감독하는 위원회
Cannibalization	재생발전 확대로 동일 시간대 전력가격이 하락해 자기 수익성이 훼손될 위험
ESS(Energy Storage System)	전기를 저장, 방전해 피크 부하와 재생에너지 변동을 완화하는 설비

# Contents

---

I. 투자전략 및 Top Pick	6
II. 2026년 전력 유틸리티 산업 전망	7
III. 2026년 주목할 이슈: 지역별차등요금제	13
전력 시장 제도 개편 시작의 신호탄	13

---

IV. 미국 시장의 사례	19
미국 중동부 PJM	19
텍사스 ERCOT	20
뉴욕 NYISO	21
시사점	22

---

V. 지역별차등요금제가 불러올 나비효과	25
지역별 LMP 전망	25
발전사에 미치는 영향	32
한국전력 적정투자보수 변화 전망	34
전력 시장 자유화 가능성	38

---

기업분석	47
한국전력(015760)	
한국가스공사(036460)	
지역난방공사(071320)	
한전 KPS(051600)	
한전기술(052690)	
포스코인터내셔널(047050)	
LX 인터내셔널(001120)	

# 지역별 차등요금제가 불러올 나비효과

당사는 2026년 국내 전력 유틸리티 업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 제시하며, 최선호주로 한국전력을 추천한다. 국제유가와 가스·석탄 가격이 50~60 달러/배럴 수준에서 안정되고, 원전 가동률 회복으로 발전 믹스가 개선되면서 발전사 연료비와 한전 전력구입비는 구조적으로 하향 안정화될 전망이다. 동시에 누적 적자와 정치적 논란 속에서 왜곡되었던 전기요금이 정상화됨에 따라 이익 가시성이 높아지고, 배당 재개 및 점진적 확대 가능성이 부각될 것으로 판단한다.

2026년의 핵심 이슈는 **지역별차등요금제(LMP: Locational Marginal Pricing)** 도입을 중심으로 한 전력시장 제도 개편이다. 수도권과 비수도권 간 전력 자급률 격차, 송전 혼잡·손실 비용을 가격에 반영하기 위해 발전소 위치별로 상이한 도매가격을 부과하고, 이를 권역별 소매요금 차등으로 연결하는 방안이 논의 중이다. 이는 지방 산업단지 전기요금 인하, 전력다소비 업종의 지방 분산, RE100 산업단지·분산에너지 특구 활성화를 동시에 겨냥한 구조적 정책 변화로 해석된다.

LMP와 지역별 요금제가 정착될 경우 비수도권 저가 LMP 비중 확대를 통해 한전의 평균 전력구입단가는 하락하고, 그간 요금체계에 은폐되어 있던 송전·혼잡 비용이 구조적으로 드러나면서 수익성과 재무 안정성에 대한 신뢰도도 제고될 것이다. 반면 일부 비수도권 LNG·재생 민간 발전사는 계통 여건 및 상대가격 변화에 따른 수익성 압박에 직면할 수 있어, 지역·계통 조건을 감안한 발전 및 신재생 투자 선별이 중요해진다.

결국 2026년 유틸리티 업종은 연료비 안정, 요금 정상화, LMP 도입이 겹치는 구조적 변화의 초입에 서 있다고 판단한다. 당사는 지역별차등요금제를 출발점으로 중장기적으로 **전력 규제감독기구 신설, 송배전·판매시장 단계적 개방, 규제자산의 투자보수 체계 재정립**이 이어질 가능성이 높다고 본다. 이는 한국 전력 유틸리티의 사업·규제 구조를 선진국 규제 유틸리티 모델에 가깝게 수렴시키는 과정이며, 그 결과 현재 해외 유틸리티 대비 과도하게 형성된 밸류에이션 할인 폭은 점진적으로 축소될 여지가 크다. 이러한 구조적 리레이팅 가능성을 감안할 때 한국전력을 업종 내 최선호주(Top Pick)로 추천하며, 적극 매수를 권한다.

Executive  
Summary

by 황성현

## I. 투자전략 및 Top Pick

지역별차등요금제 도입은 전력 시장 제도 개편의 시작

당사는 유틸리티 산업에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 제시하며, 최선호주로 한국전력을 추천한다. 전기요금은 2018 년 이후 인상 기조가 이어지고 있으나, 국제유가와 주요 연료비가 하향 안정화되면서 한국전력은 사상 최대 실적 경신이 가능할 것으로 전망한다. 여기에 도매시장 지역별차등요금제 도입을 통해 전력구입비가 1.5 조원(10 원/kWh 당) 감소할 것으로 예상되며, 이는 실적 성장의 추가적인 모멘텀으로 작용할 것이다.

내년 발표될 지역별차등요금제 용역 결과를 기점으로 전력시장 제도 개편이 본격화될 것으로 보이며, 중장기적으로는 시장 자유화 방향으로의 점진적 이행이 예상된다. 이는 국내 유틸리티 업종의 배당 정책 및 투자보수 구조를 보다 투명하게 만들고, 규제 프레임이 선진국 유틸리티와 유사한 형태로 정비되면서 해외 유틸리티 대비 밸류에이션 할인율을 축소시키는 요인으로 작용할 것이다. 실적 성장과 제도-정책 개편에 대한 기대가 맞물리면서 한국전력을 중심으로 유틸리티 업종의 주가 상승 흐름이 이어질 것으로 판단한다.

도표 1. 유틸리티 산업 커버리지 종목 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	한국전력	한국가스공사	지역난방공사	한전 KPS	한전기술	포스코인터내셔널	LX인터내셔널	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	63,000	59,000	128,000	58,000	100,000	69,000	34,000	
현재주가	48,200	39,900	102,400	51,400	87,300	51,200	30,500	
상승여력	31%	48%	25%	13%	15%	35%	11%	
2026F	매출액	96,876	31,633	4,007	1,563	552	34,604	17,069
	영업이익	18,290	2,321	452	197	49	1,367	496
	당기순이익	11,262	671	301	164	55	755	364
	PER	2.8	5.4	4.0	14.1	61.0	12.2	3.4
	PBR	0.5	0.3	0.5	1.6	5.0	1.3	0.4
	DPS	2,200	2,200	6,400	2,310	1,100	2,300	2,300

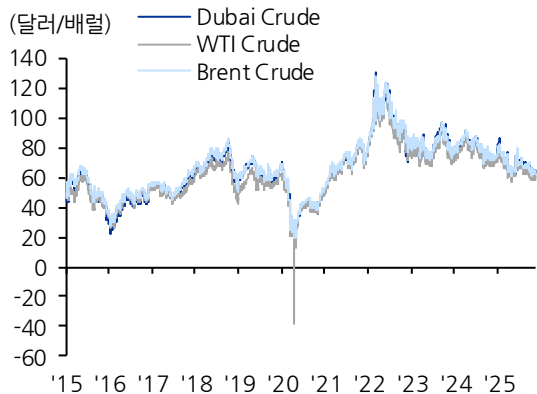
자료: 유진투자증권

## II. 2026년 전력 유틸리티 산업 전망

### 2026년 발전사 원가 안정화 전망

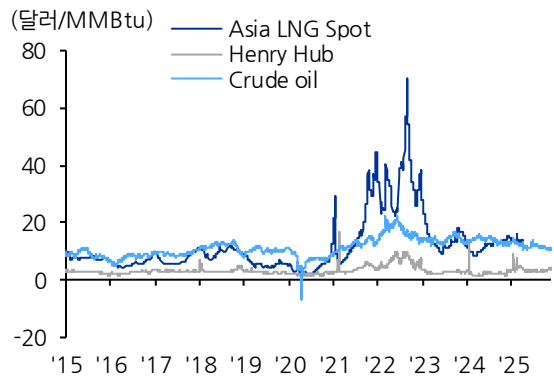
당사는 2026년 국제유가 범위를 50~60 달러/배럴로 전망한다. Non-OPEC 국가를 중심으로 한 생산 증가로 공급이 수요를 하루 약 300만 b/d 초과할 것으로 예상되기 때문이다. 최근 지정학적 이슈에도 불구하고 아시아 LNG-원유 스프레드는 확대되지 않은 채 유지되고 있으며, 이는 시장이 과거와 달리 지정학 변수에 점점 둔감해지고 있음을 시사한다. 물론 환율 상승은 부담이지만, 전력 수요 정체, 계통 내 재생에너지 비중 확대, 커트일먼트 증가에 따른 실질 수요 감소 효과 등이 맞물리며 환율 부담을 상쇄할 것으로 판단한다. 이에 따라 전력 도매 가격(SMP)은 구조적으로 안정 구간을 유지할 가능성이 높다고 전망한다.

도표2. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표3. 국제 에너지 가격



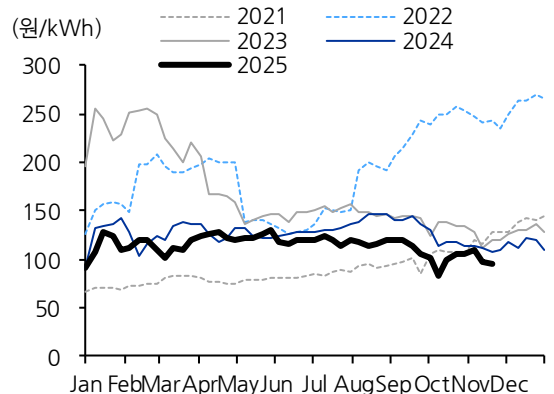
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표4. 원/달러 환율



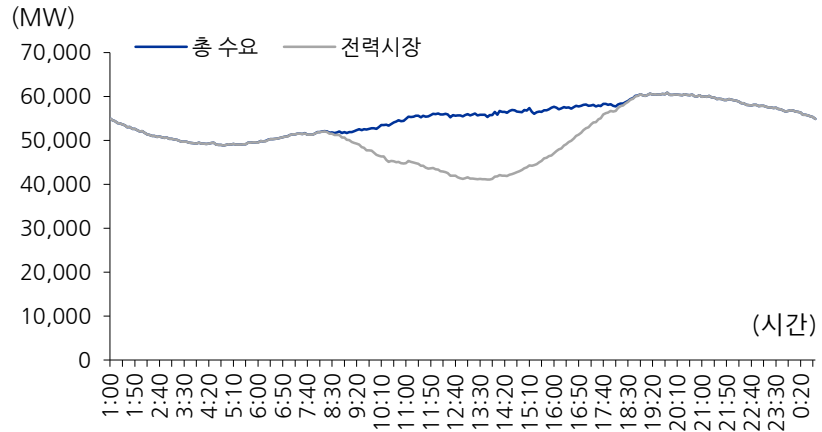
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표5. SMP 추이



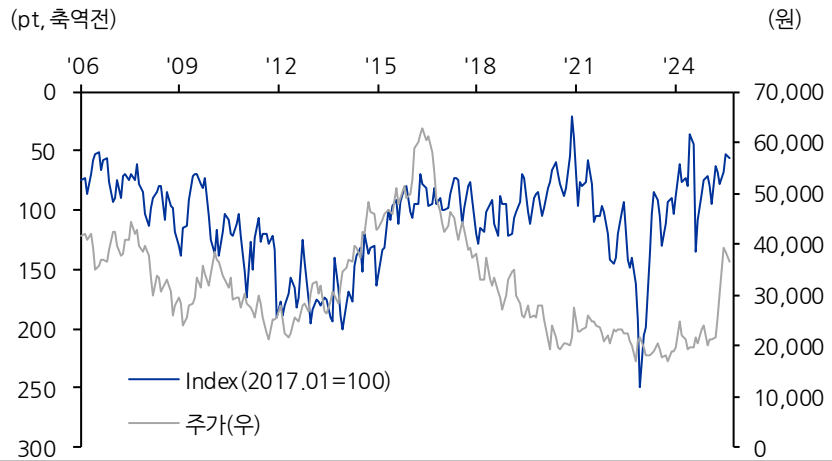
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표6. 재생에너지 사용량 확대에 따른 커트일먼트 예시: 덕커브 현상 심화



자료: KPX, 유진투자증권, 주: 11월 1일 기준

도표7. 한국전력의 가중평균 연료비와 주가 추이

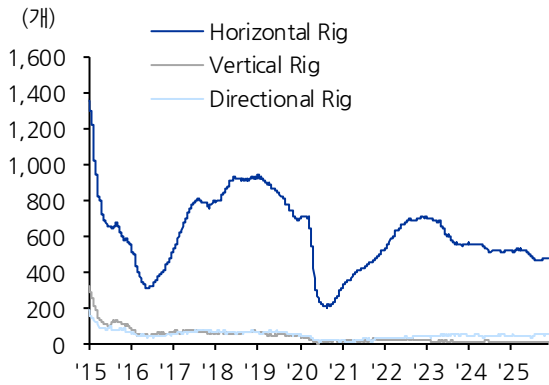


자료: 전력통계속보, 유진투자증권

**생산효율 확대로  
미국 석유 생산량  
증가 전망**

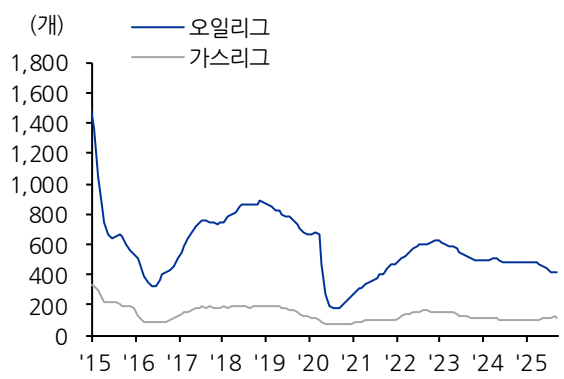
미국 내 시추 리그 수는 원유·가스 모두 감소세로 중장기 공급 우려를 낳고 있다. 그럼에도 불구하고 내년에는 생산 효율 개선을 통한 미국의 석유 공급 확대가 예상된다. 주요 기관들은 AI 도입으로 E&P 업계의 시추 효율이 높아지고 탐사 성공률·단위당 생산성이 개선되고 있다고 평가한다. IEA 전망에서도 확인되듯 2026년 미국 공급량은 사상 최대치를 경신하며, 글로벌 시장을 공급 우위 국면으로 이끌 것으로 예상된다(IEA 기준 2026년 공급이 수요를 400만 b/d 초과).

**도표 8. 미국 천연가스 시추 수평, 수직 리그 수**



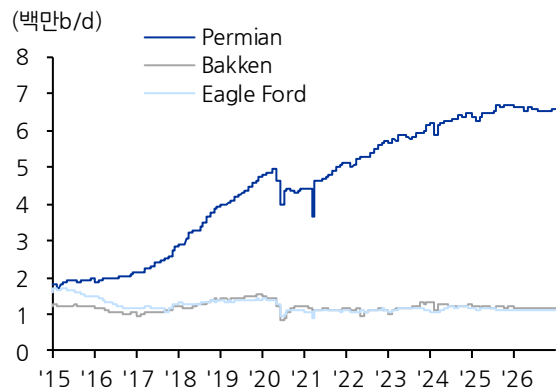
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 9. 미국 원유, 가스 리그 수**



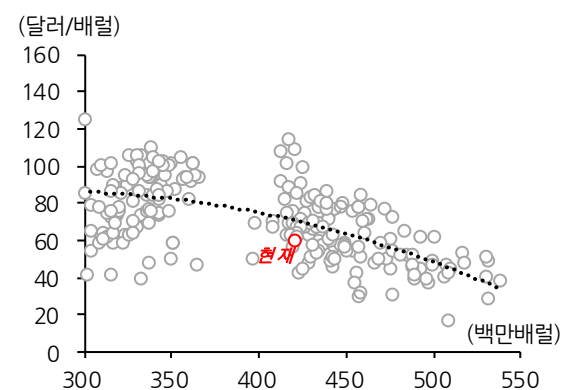
자료: EIA, 유진투자증권

**도표 10. 미국 주요 셰일오일 생산량**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 11. 원유 재고와 국제유가 상관관계**

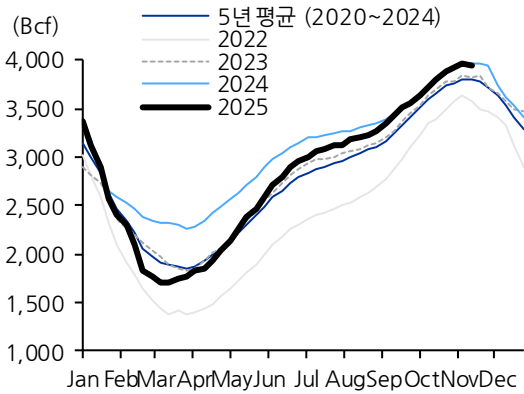


자료: Bloomberg, 유진투자증권

**한국가스공사의  
장기계약이  
빛을 발휘할 전망**

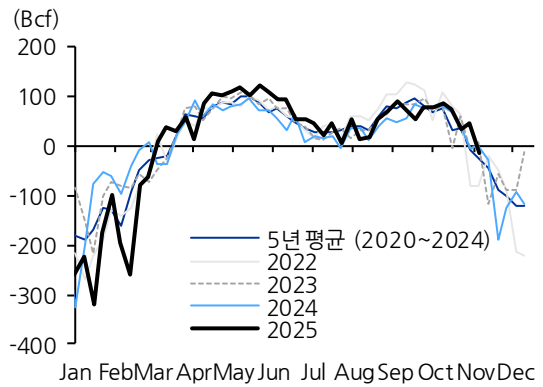
유럽의 REPowerEU 정책에 따라 2026 년 하반기부터 러시아산 Spot 가스 도입이 중단되며, 2027 년까지 기존 장기 계약도 순차적으로 종료될 예정이다. 여기에 미국 데이터센터 증가로 인한 전력 수요 확대, 이에 따른 천연가스 사용량 증가, 동절기 난방 수요가 맞물리면서 헨리허브 천연가스 가격은 이미 4 달러/mmBTU 를 상회하고 있다. 이로 인해 유럽-아시아 간 차익거래 확대를 동반한 Spot LNG 가격 상승 압력이 불가피할 것으로 판단된다. 다만 한국가스공사가 도입하는 가스 물량 대부분은 유가 연동 장기 계약 구조이기 때문에, 국내 전력시장 연료비에 미치는 직접적인 영향은 제한적일 전망이다.

**도표 12. 미국 천연가스 재고량**



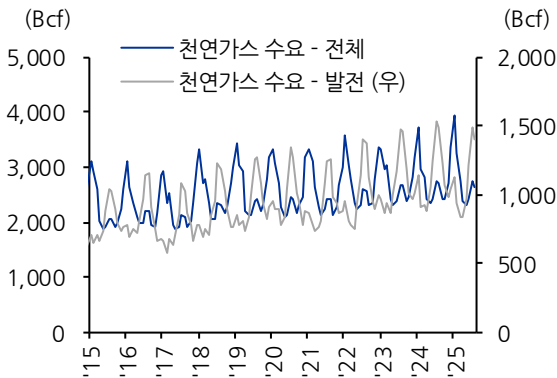
자료: EIA, 유진투자증권

**도표 13. 미국 천연가스 재고 주간 변화량**



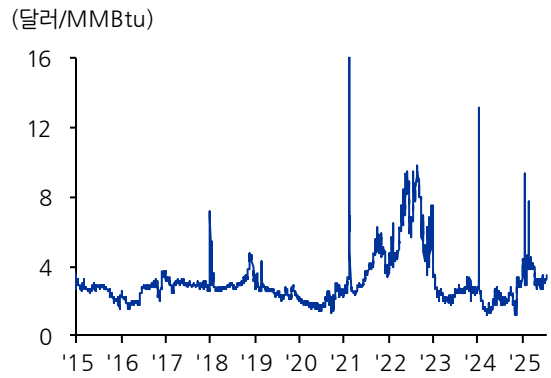
자료: EIA, 유진투자증권

**도표 14. 미국 천연가스 전체 및 발전 수요**



자료: EIA, 유진투자증권

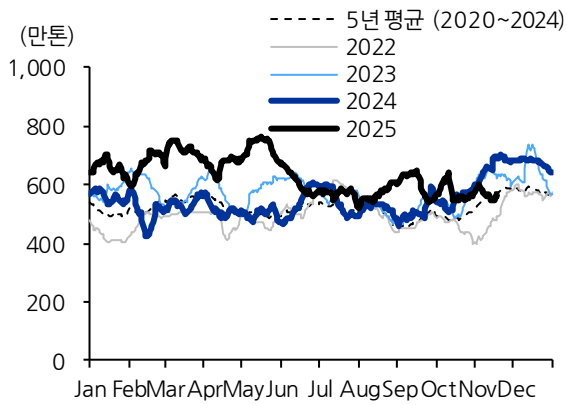
**도표 15. 미국 Henry Hub 천연가스 가격**



자료: EIA, 유진투자증권

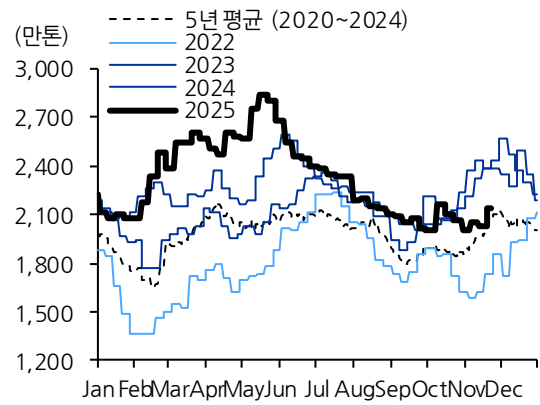
**석탄 가격 현 수준 유지 전망**      가스과 마찬가지로 석탄 가격도 바닥은 통과한 것으로 판단된다. 중국이 이른바 Anti-Involution 정책을 통해 노후 석탄 광산 폐쇄와 국가 차원의 생산량 통제를 추진하고 있기 때문이다. 다만 해당 정책의 목적은 급격한 가격 급등락보다는 석탄 수요-공급 양측의 적정 이익을 보장하는 데 더 가까우며, 현 가격 수준을 유지하기 위한 탄력적인 생산량 조절이 이어질 가능성이 높다. 국내의 경우 석탄 발전 비중이 발전 믹스 내에서 점진적으로 축소되고 있어, 석탄 가격 상승이 전력 연료비에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

도표 16. 중국 Qinhuangdao 항 석탄 재고량



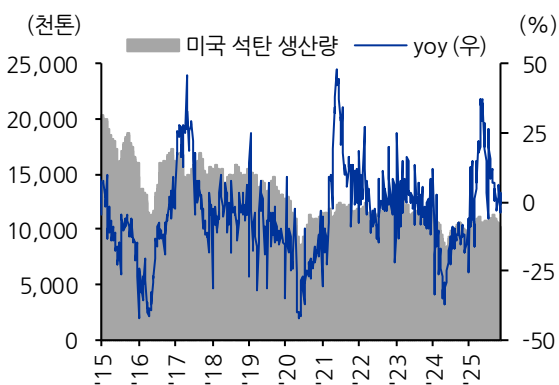
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 17. 중국 발전용 석탄 재고량



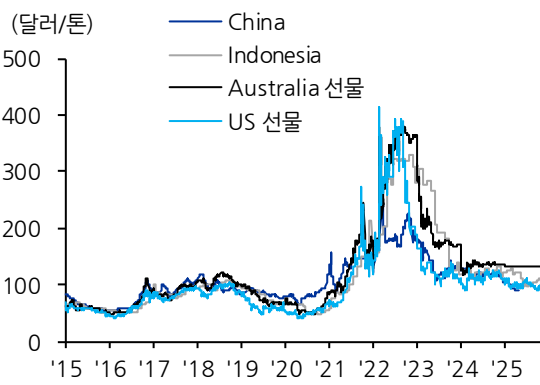
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 18. 미국 석탄 생산량



자료: EIA, 유진투자증권

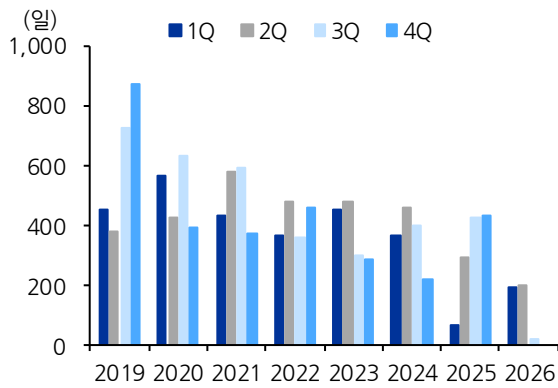
도표 19. 지역별 석탄 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

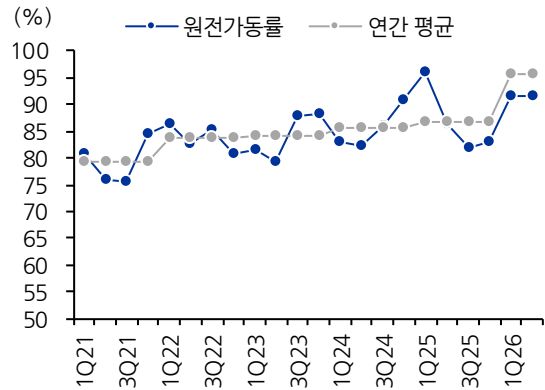
**발전 믹스 개선 전망** 발전 믹스에 영향을 주는 원전 발전량은 전년 대비 증가가 예상된다. 고리 2 호기가 재가동 승인을 받았고, 신규 원전이 연간 1 기씩 계통에 편입될 예정이기 때문이다. 계획예방정비 일정 등을 감안할 때 2026년 원전 이용률은 2025년과 유사한 약 85% 수준이 유지될 것으로 전망한다. 여기에 4 차 배출권거래제 시행으로 유상할당 비율이 10%에서 15%로 상향되더라도, 원전 비중 확대에 따른 발전 믹스 개선 효과가 이를 상당 부분 상쇄하며 전력 유틸리티 펀더멘털을 오히려 더욱 견고하게 만들 것으로 판단한다.

도표 20. 원전정비일수



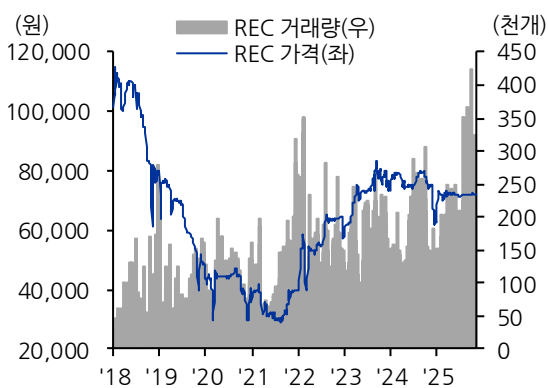
자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

도표 21. 원전가동률



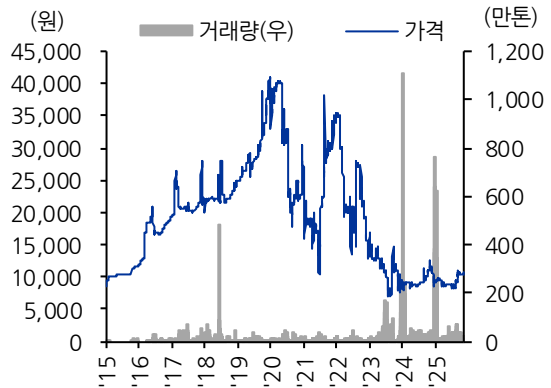
자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

도표 22. REC 거래 동향



자료: 한국거래소, 유진투자증권

도표 23. ETS 거래 동향



자료: 전력거래소, 유진투자증권

### Ⅲ. 2026년 주목할 이슈: 지역별차등요금제

#### 전력 시장 제도 개편 시작의 신호탄

2026년 2월까지  
정부 용역 진행

당사는 앞서 언급한 우호적인 대외 여건 외에도 2026년에 국내 전력시장 제도 개편이 시작되며 유틸리티 업체에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것이라 전망한다. 정부는 현재 시행 중인 전국 단일 전기요금 체계를 개편하여 지역별 차등요금제(LMP, Locational Marginal Price)를 도입하는 방안을 검토 중이다. 전력시장 제도 선진화의 일환으로 지역별 전력 도매가격(SMP)과 소매 전기요금을 차등화하는 것이다. 이는 수십 년간 유지된 전국 단일 전기요금 체계를 지역별로 분리하는 큰 변화로, 계통 상황(송전 혼잡 등)을 반영해 도매가격을 지역별로 차등화하고 원가분석에 반영해 소매요금 차등까지 추진한다는 내용이다. 이러한 근거는 분산에너지 활성화 특별법에 기반한 것으로, 송전, 배전 비용 등을 고려해 지역별로 전기요금을 달리 정할 수 있다. 이를 통해, 지방 산단 등의 전기요금을 인하하고 기업 유치, 지방 경제 활성화를 유도할 것으로 예상된다. 향후 일정으로는 2026년 2월까지 지역별차등요금제 설계에 대한 연구용역을 완료한 후 구체적인 시행 시기가 결정될 것으로 예상된다.

도표 24. 2023년 발표된 분산에너지 특별법

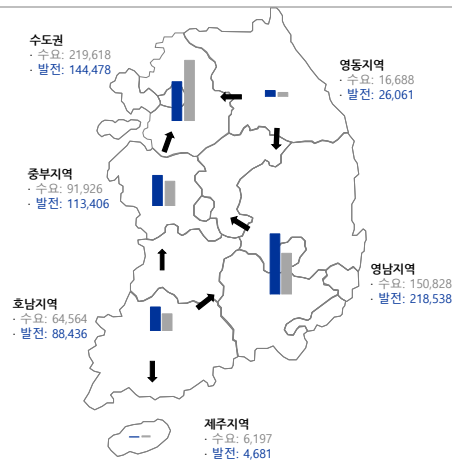
<p><b>제1조(목적)</b></p>	<p>분산에너지 활성화를 위한 기반 조성 및 분산에너지 확대에 필요한 사항을 정함으로써 에너지 관련 첨단기술 활용을 통하여 분산에너지를 활성화하고 에너지공급의 안정을 증대하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다</p>
<p><b>제45조(지역별 전기요금)</b></p>	<p>전기판매사업자는 국가균형발전 등을 위하여 전기사업법 제16조 제1항에 따른 기본공급약관을 작성할 때에 <u>송전·배전 비용 등을 고려하여 전기요금을 달리 정할 수 있다</u></p>

자료: 법제처, 유진투자증권

수도권과 지방의  
전력 자급률  
차이가 원인

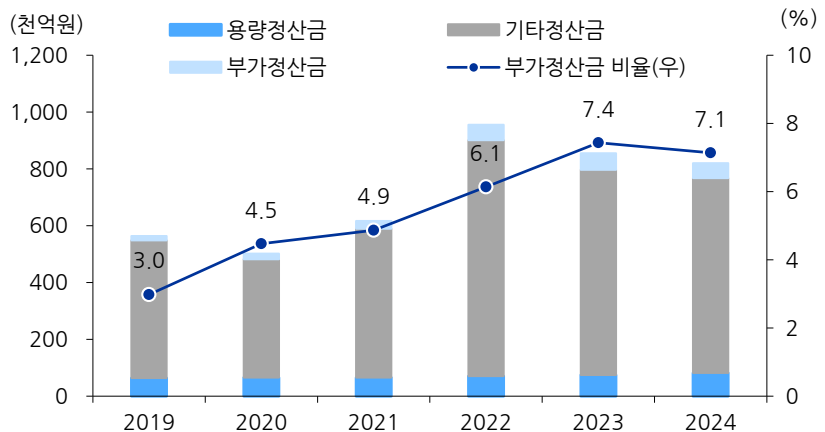
이러한 정책 추진 배경에는 전력 공급과 소비의 지역 불균형 문제가 있다. 현재 까지 수도권에 전력 소비가 집중된 반면, 발전소는 비수도권에 몰려 있어 원거리 송전을 위한 송, 배전망 투자 부담이 가중되고 송전 손실과 혼잡비용이 증가해왔다. **실제로 서울의 전력자급률은 10% 초반에 불과한 반면 충남, 강원 등은 150%를 웃도는 자급률을 보여 지역 간 불균형이 크다.** 그럼에도 불구하고 지금까지는 한국전력이 전국에서 동일한 도매가격으로 전기를 구매하고 동일한 소매요금으로 판매하는 구조였기에, 발전소가 밀집한 지역 주민들은 송전탑, 발전소의 환경 피해만 감수할 뿐 전기요금 혜택은 없는 상황이라는 비판이 제기되어왔다. 예를 들어, 발전소와 송전선로가 많은 강원도는 미세먼지, 경관 훼손 등의 피해를 입으면서도 전기료 혜택은 없었다는 것이다.

도표 25. 지역별 전력 자급률



자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 26. 한국의 계통 혼잡 비용: 수도권 쏠림과 인프라 부족으로 비용 증가



자료: EPSIS, 유진투자증권

수도권, 비수도권, 제주도 3개 권역

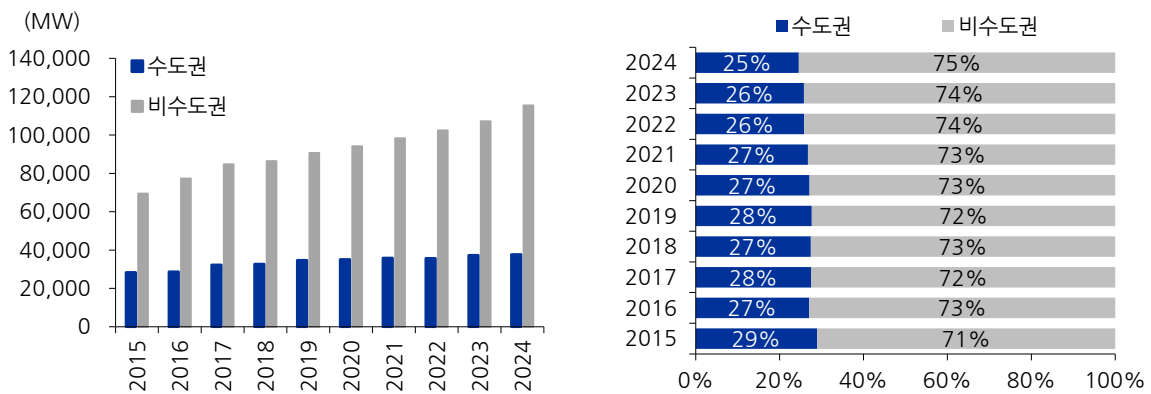
지자체들은 발전시설을 많이 보유한 지역에 저렴한 전기를 공급해 지역 산업 유치에 활용하고, 균형발전을 도모해야 한다는 입장이다. 문제는 전력자립률이 높은 지역에 전기요금을 낮춰주는 것에 대한 이중 혜택 논란이다. 발전소가 있는 지역은 이미 각종 세수와 지원금을 받고 있는데 추가로 전기료 할인까지 주는 것은 형평성 논란을 불러올 수 있다는 지적이다. 또한 차등요금 도입 시 지역 구분을 어떻게 할지에 대한 논쟁도 있다. **현재 정부안은 도매요금을 수도권, 비수도권, 제주 3개 권역으로 구분할 가능성이 거론되는데, 이에 대해 인천시는 자급률이 190%를 넘지만 수도권으로 묶여 혜택을 못 볼 수 있다는 등의 지역 구분 문제 제기가 나오고 있다.** 따라서 광역시, 도 단위보다 더 정밀한 권역 구분이 필요하며 소매요금 설계시에도 세분화해야 한다는 의견도 제기되고 있다.

도표 27. 국가첨단전략산업 특화단지 지정 현황

분야	지역	유관기업	투자규모(기간)	필요전력
반도체	용인평택	삼성전자, SK 하이닉스	562 조원 (~'42)	약 5GW
	구미	SK 실트론, LG 이노텍	4.7 조원 (~'26)	약 2~3GW
이차전지	청주	LG 엔솔, 에코프로비엠	4.2 조원 (~'26)	약 3GW
	포항	포스퓨처엠, 에코프로비엠이엠	12.1 조원 (~'27)	약 3GW
	새만금	LG 화학, SK 온, 성일하이텍	6.7 조원 (~'27)	약 4.5GW
	울산	삼성 SDI	7.4 조원 (~'30)	약 3GW
디스플레이	천안아산	삼성디스플레이	17.2 조원 (~'26)	약 3~4GW
합계			614 조원 (~'42)	주로 화력발전 공급, 향후 재생에너지비율 증대 계획

자료: 한국경제인협회, 유진투자증권

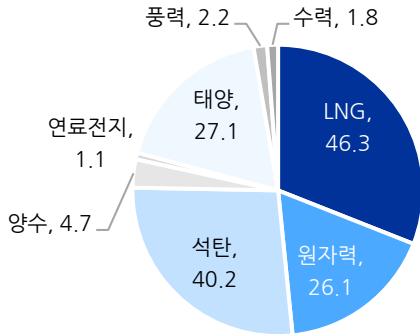
도표 28. 2015~2024년 지역별 발전설비 용량(MW) 및 비중(%)



자료: EPSIS, 유진투자증권

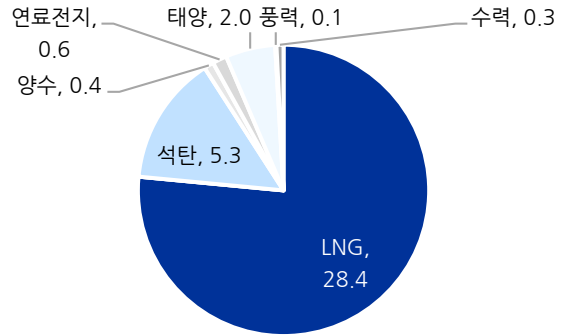
자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 29. 2024년 전국 전원구성 현황(GW)



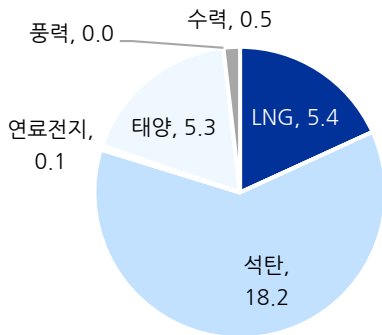
자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 30. 2024년 수도권 전원구성 현황(GW)



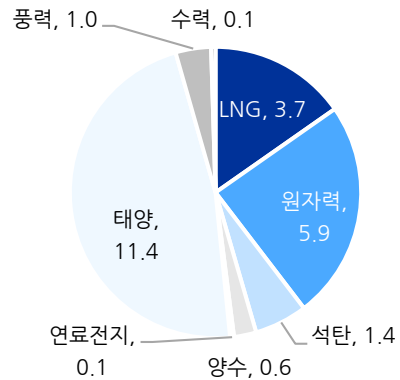
자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 31. 2024년 충청권 전원구성 현황(GW)



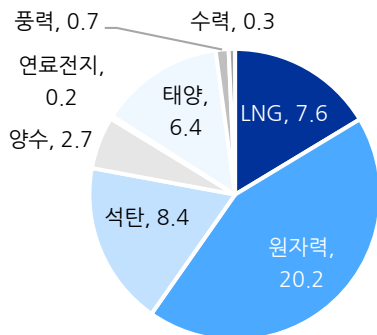
자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 32. 2024년 전라권 전원구성 현황(GW)



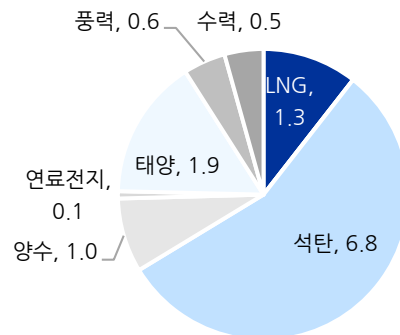
자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 33. 2024년 경상권 전원구성 현황(GW)



자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 34. 2024년 강원권 전원구성 현황(GW)



자료: EPSIS, 유진투자증권

LMP는 SMP에 송전 등 비용 추가

LMP는 각 지역의 발전원 변동비(SMP)에 더해 송전 혼잡에 따른 비용과 전력손실 비용까지 반영한 지역별 한계가격으로 정의되며, 이를 통해 지역별로 다른 도매 전력가격이 형성된다. 다만, LMP 설계에 전력자급률을 반영해야 하며, 자급률 기준 지역구분, 형평성 등에 대한 심도 있는 논의가 필요하다. 특히, 도매시장 보다 소매시장 차등화가 더 시급한데, 대규모 전력수요의 지역 이전을 유도하려면 공장, 주택에 공급하는 소매단에서 가격차를 두는 것이 직접적 효과가 크기 때문이다. 또한 **전기요금이 용도별로 원가 이하인 경우에는 지역별 요금제 도입에 걸림돌이 될 수 있으므로 전기요금 정상화가 우선적으로 선행될 필요도 있다.**

도매, 소매 각각의 용역 진행 → 시행시기 상이

기존 계획은 2026년 2월까지 이러한 발전소별 노달 가격제도 개선안을 마련하여 연내 도매시장에 적용하고, 2027년 이후에는 소매요금도 지역별 원가를 반영하는 것이다. **다만 소매요금 차등화는 단계적으로, 신중하게 추진될 것으로 보인다.** 특히 주택용, 소상공인 요금 등 민생 부분은 급작스런 인상 충격을 고려해 별도의 보완이 필요하며, 초기에는 RE100 산업단지나 분산에너지 특구 등 특정 구역에서 시범적, 간접적 인센티브 형태로 도입할 수 있다는 전망도 있다. 실제로 정부는 당장 지역별 요금제를 전면 시행하기보다는, RE100 국가산단 입주 기업 등에 세제감면, PPA 지원, 요금 할인 등의 우회적 혜택을 줘서 사실상의 차등요금 효과를 시험하는 방안을 검토 중이다. 이러한 시범사업은 송전부담을 줄이고 지역 투자를 유도하는 RE100 산업단지가 지역 차등요금제의 테스트베드가 될 수 있다는 판단에서다.

도표 35. LMP 구성 요소 및 상세 설명

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

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

도표 36. 전기요금 지역차등화 일반 방법론 비교

	LMP	송전이용요금제
요금 차등화 기준	발전비용에 지역별 혼잡비용과 손실비용을 고려	송전망 이용도에 따른 지역별 차등 부과
효율성	현 계통상황을 전제로 효율적 계통운동을 위한 지역신호 제공	송전비용의 회수 보장, 전원 및 부하의 입지 선정 시 지역신호 제공 가능
주요 시행국	미국, CAISO와 PJM, 뉴질랜드(nodal pricing), 미국 NYISO, 호주(zonal pricing)	영국, 독일

자료: 서울연구원, 유진투자증권

도표 37. 현행 전력시장 구조하에서 지역신호 요소

기능	반영요소	지역 구분	적용 방식
에너지 시장	송배전 손실	지역별	도매요금 산정 시 송전손실계수(TLF) 적용
	송전 혼잡	수도권 비수도권	송전제약을 Uplift(부가정산금)에 반영
용량요금	용량 가치	수도권 비수도권 제주권	용량요금 산정 시 용량가격계수에 지역별 가중치 적용
송전 서비스	송전비용	수도권 (북부/남부)	발전 및 수요 측에 송전비용(송전설비투자비와 운영비 등) 부과

자료: 서울연구원, 유진투자증권

도표 38. 소매 전기요금의 구성

관련법령	경제주체	비용 구성		
판매(소매) 전기사업법 제16조	소비자	전기요금	제세공과금(+전력산업 기반기금)	
	전력시장(도매) 전기사업법 제43조	판매사업자 (KEPCO)	전력구입비용 (88.5%)	기타비용 (9.6%)
발전사업자		연료비+운영비+건설비		

자료: 국회입법조사처, 유진투자증권

## IV. 미국 시장의 사례

### 미국 중동부 PJM

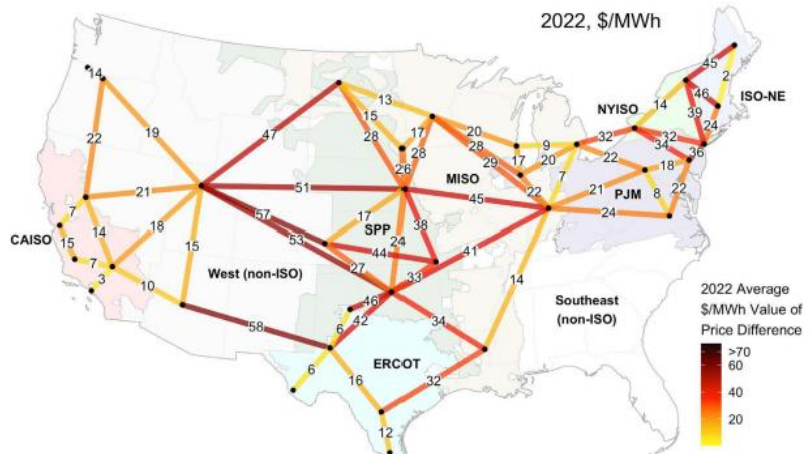
**가장 선진화된 시장**

미국은 전력시장에 지역별 실시간 가격을 가장 선진화된 형태로 적용한 국가로, 2000년대 이후 대부분의 지역에서 노달 프라이싱을 채택하고 있다. 미국의 주요 광역 전력시장(RTO/ISO) 사례를 보면, 이러한 LMP 기반 운영의 효과와 구조를 이해할 수 있다. PJM(미국 중동부)은 13개 주에 걸친 대형 RTO로서 1998년 미국에서 처음으로 노달가격 도입을 시작한 시장 중 하나다. **PJM에서는 5분 단위 실시간 LMP와 하루 전 시장가격을 운용하며, 노드별 가격 차이가 수시로 발생한다.** 대도시 수요 밀집지역인 워싱턴 DC나 필라델피아 부근 노드는 전송 혼잡 시 가격이 급등할 수 있고, 풍력 발전이 많은 지역은 출력 과잉 시 가격이 낮거나 때론 음(-)의 가격까지 나타난다.

**노달+용량시장  
운영해 가격으로  
수요 관리**

PJM은 노달가격과 용량시장(capacity market)을 병행하여 장기 공급능력을 확보하고 있는데, 이러한 가격신호 덕분에 발전사업자들은 송전이 여유로운 지역보다 수요지 근처에 발전 투자를 고려하게 되었고, 수요관리 자원도 가격에 반응해 피크 시 감축에 참여하는 등 시장 효율성이 높아졌다고 평가된다. 다만 **2014년 한파 때처럼 연료 공급 문제로 가격이 치솟은 사례도 있어, 시장 모니터링과 가격상한제 등 안전장치도 운영하고 있다.**

도표 39. 미국 지역별 전기 도매가격의 차이



자료: DOE, 유진투자증권

## 텍사스 ERCOT

**송전 병목 해소가 목적**      텍사스 ERCOT 은 미국 내에서도 특수하게 단일 주(州) 시장으로 독립계통을 이루며, 100% 경쟁형 도매, 소매시장을 운영한다. ERCOT 은 2010년 이전까지 몇 개 권역으로 묶은 지역별 균일가격(zonal pricing)을 쓰다가, 송전 병목을 더 정확하게 해결하기 위해 2010년에 전면적인 노달가격제로 전환했다.

**높은 가격상한제로 수요 억제**      현재 ERCOT 의 LMP 는 수천 개 노드마다 정해지며, 풍력이 많은 서부 텍사스 지역과 수요가 집중된 동부 대도시권 간에 상시 큰 가격차가 존재한다. 풍력이 몰아치는 시간대에 서부 지역 LMP 는 0에 가깝거나 음(-)으로 떨어지는 반면, 동일 시각에 댈러스 등 도심부 노드는 높은 가격을 보여 송전혼잡 비용을 반영한다. ERCOT 은 용량요금 없이 실시간 에너지가격만으로 운영되는 시장이라, 공급 부족 시 LMP 가 \$9,000/MWh(약 1 만 원/kWh 상당)까지 치솟는 가격 캡을 적용하며 초고가격으로 수요를 억제한다. 2021년 한파 때 이러한 설계의 한계로 대정전 사태와 가격 폭등을 겪었으나, 이는 극단적 사례이며 평시에는 LMP 체계가 발전기 가동 순서를 최적화하고 송전 투자 신호를 주는 순기능을 하고 있다.

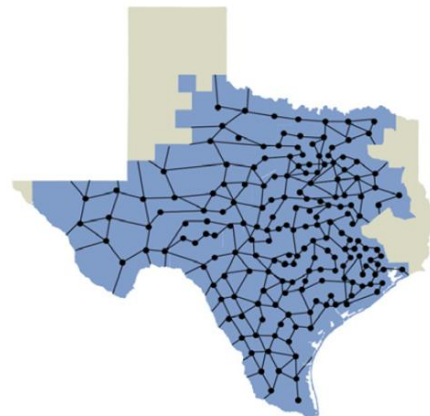
**100% 완전경쟁 시작으로 운영**      ERCOT 의 소매시장은 전면 개방되어, 수십 개의 민간 소매전기회사들이 각기 다른 요금제(정액제, 시간별변동제, 친환경 전력 등)를 제공하며 경쟁한다. 송전, 배전망은 Oncor 등 여러 민간 전력회사들이 지역별로 소유, 운영하지만, ERCOT ISO 가 전체 계통을 총괄 운영하여 모든 소매사업자가 차별없이 망을 이용하도록 하고 있다. 이러한 TSO(계통운영)와 TO(자산소유) 분리 구조 덕분에, 송전망 투자도 다양한 주체가 수행하고 비용은 망 사용요금에 사회화되어 반영된다.

도표 40. ERCOT 의 Price zones



자료: MDPI, 유진투자증권

도표 41. ERCOT 의 노드



자료: MDPI, 유진투자증권

## 뉴욕 NYISO

### 송전혼잡 해소 목표

뉴욕 NYISO 전력 시장도 2000년에 노달 LMP를 도입한 대표적 사례다. 뉴욕은 북부 지역에 수력, 풍력 등 발전원이 많고 남부 대도시에 수요가 집중되어, 상시적인 남북간 송전혼잡이 존재한다. NYISO는 이러한 구조적 제약을 가격에 반영하여, 뉴욕시 지역 LMP를 주변보다 높게 형성함으로써 대도시 수요의 비용부담을 직시하게 했다. 그 결과, 뉴욕시내에 고효율 가스발전설비 투자가 늘어나고 수요관리(DR) 자원도 노후건물 군에서 피크시 전력사용을 줄이는 프로그램이 확산되는 효과가 있었다.

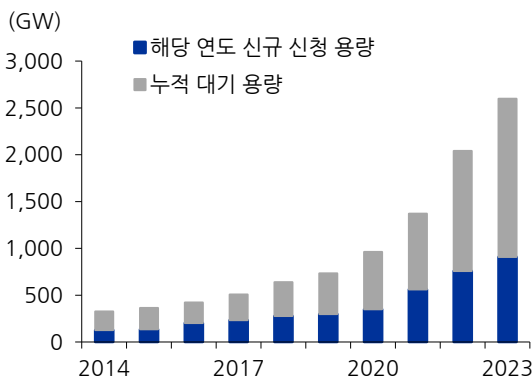
### 소매 전력 자유화

뉴욕주도 소매전력 판매를 자유화하여, ConEdison과 같은 전통 유틸리티는 배전망 운영자로 남고, 발전사는 별개 회사로 분리되었으며, 일반 소비자는 전기공급자를 선택할 수 있다. 규제기관인 뉴욕주 공공서비스위원회(PSC)는 기본공급자(Default supplier) 요금을 책정하되, 민간 공급자들은 그보다 할인된 요금이나 친환경 전력 공급을 내세워 고객을 유치하는 등 경쟁이 존재한다.

### 인프라 분산

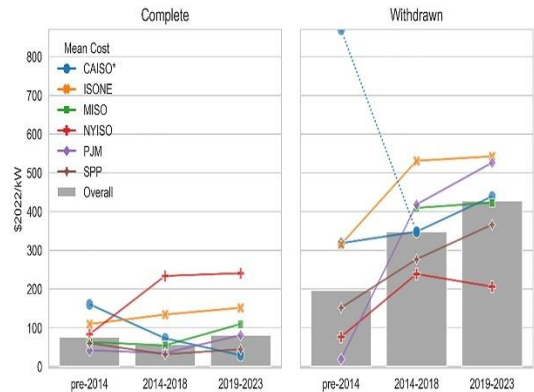
NYISO의 사례는, 대도시의 높은 LMP가 초기에는 정치적 부담이었지만 이를 계기로 뉴욕시 전력망 강화 비용을 누가 부담해야 하는가에 대한 사회적 논의를 이끌었고, 결과적으로 소비 지역 부담원칙 하에 인프라 투자와 수요분산 정책이 가속화되었다.

도표 42. 미국의 송전망 연결 신청 대기열



자료: LBNL, 유진투자증권

도표 43. 계통 연결 비용 추이



자료: Gorman, 유진투자증권

도표 44. 미국 송전망 투자 시나리오별 2035년까지 필요한 투자액과 투자 편익

구분	Limited (지역 내 AC 위주)	AC (광역 교류)	MT-HVDC (대륙 횡단 직류)
송전망 투자 비용	462억 달러	551억 달러	800억 달러
발전소 투자 비용	2,113억 달러	1,630억 달러	1,518억 달러
연간 운영 비용	96억 달러	76억 달러	55억 달러
총 연간 순 편익(Limited 대비)	기준	연간 55억 달러 이득	연간 69억 달러 이득

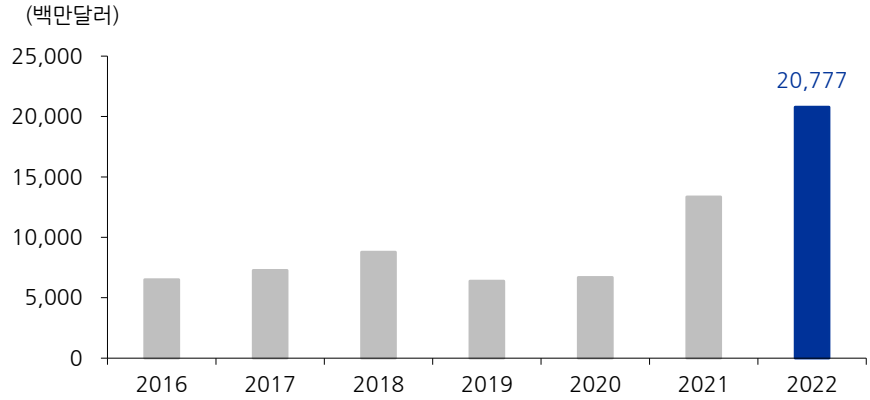
자료: DOE, 유진투자증권

## 시사점

**한국은 한전 독점** 물론 한국과 미국 전력시장 구조는 근본적으로 다르다. 미국은 연방정부 산하 FERC 규제 아래 지역별 RTO 들이 독립적인 전력시장과 계통운동을 담당하고, 다수의 민간기업이 발전, 송전, 소매 분야에 참여하는 경쟁 체제다. **반면 한국은 한전 및 발전공기업 중심의 단일구매자 모델로, KPX 가 도매시장 운영을 맡고 있으나 거래 구조가 사실상 한전 독점 구매에 기반한다.**

**한국과 미국의 유사점** 그러나 미국 역시 모든 지역이 경쟁체제인 것은 아니다. 일부 남부, 서부 주들은 오늘날까지 vertically integrated(수직통합) 유틸리티가 독점 공급하며 주 정부가 요금을 규제하는데, 이러한 구조는 한국의 한전 독점과 성격이 비슷하다. 예를 들어, 미시시피주의 전력회사들은 자체 관할구역 내에서 단일 요금을 적용하고, 타 지역 회사와는 연결망을 통해 전력교환만 할 뿐 시장경쟁은 없다. **또한 미국 도 지역 간 전력수급 불균형 문제와 재생에너지 계통 편중 문제를 겪고 있다. 미국 PJM 이나 캘리포니아의 경우 풍력, 태양광이 풍부한 지역에서 생산과잉, 송전망 포화 이슈가 발생하며 대도시와의 송전 갈등이 나타나고 있는데, 한국 역시 호남, 동해안의 재생에너지 급증과 수도권 수요 집중으로 똑같이 송전망 병목 문제가 불거지고 있다.** 결국 지역별 가격신호 도입을 통한 해결을 미국은 일찍 채택했고, 한국도 이제 검토하는 점에서 맥락을 같이 한다. 정책 목표 측면에서도 미, 한 모두 전력망 투자비용 최소화, 분산형 전원 육성, 지역 균형발전 등을 중요하게 추구하고 있다. 이러한 공통점을 고려하면, 한국의 전력 시장도 미국 사례를 벤치마킹할 가능성이 높다.

도표 45. 미국의 계통 혼잡 비용 규모 추이



자료: Grid strategies, 유진투자증권

#### 지방 분산 효과

미국의 LMP 제도는 시장 원리에 따른 효율적 자원배분과 투자 신호 제공 측면에서 성공적 사례로 평가된다. 한국이 이를 도입하면, 그동안 송전망 확충에 사회적 비용을 들이면서 가격은 동일하게 유지했던 비효율을 개선하고, 지역별 발전, 수요의 자발적 조정을 유도할 수 있을 것으로 기대된다. 예를 들어 노달가격제가 도입되면 한국에서도 발전사업자들은 가격이 높은 수도권 인근에 신규 발전 투자를 고려하게 되고, 전력다소비 산업은 전기요금이 저렴한 지역으로 이전하려는 움직임이 생길 것이다. 이는 산업의 지방 분산과 일자리 균형에도 기여할 수 있다는 장점이 있다. 또한 가격신호를 통해 장기적으로 송전망 투자 수요가 억제되어 결과적으로 국민 부담을 줄이는 효과도 노릴 수 있다.

#### 소비자 인식 극복 필요

하지만 문제도 존재한다. 우선, 정치, 사회적 수용성 문제다. 미국은 연방국가 특성상 지역별 전기요금 차이를 비교적 자연스럽게 받아들이지만, 한국은 오랫동안 동일요금으로 전력은 보편서비스라는 인식이 강했다. 수도권 주민이나 기업 입장에서는 요금 인상으로 작용할 수 있어 반발 여론이 클 수 있고, 이는 정책 추진의 걸림돌이 될 가능성이 있다. 실제로 국내에서도 수도권에 전기료 폭탄, 지방에 특혜라는 식의 논란이 이미 일부 언론에서 제기된 바 있다.

- 다년간의 시행착오 발생 불가피** 제도 설계도 복잡하다. 미국은 수십 년간 RTO 들이 노달가격 운영 노하우를 축적해왔고, 그 과정에서 캘리포니아 정전사태(2001)와 같은 시행착오를 겪었다. 한국은 상대적으로 전력망 규모가 작지만, 단일 국영기업 체제에서 시장기반 체제로 이행하는 만큼 초기 운영 미숙이나 예상치 못한 가격급등 등 리스크 관리 체계를 갖춰야 한다.
- 2~3 개 권역으로 관리될 전망** 추가적으로 한국은 지리적으로 좁고 계통이 단일해 노드 수가 제한적이다. 이로 인해 LMP 를 적용해도 실질적으로 두세 개 권역 가격 정도로 수렴할 가능성이 있다. 미국처럼 수천 노드별로 가격차가 크지 않을 수 있다는 뜻이다. 그렇게 되면 기대했던 만큼의 정교한 입지 신호는 제한적일 수 있다. 그럼에도 전국 단일 SMP 보다는 최소 권역별 가격차를 두는 것만으로도 의미 있는 개선이며, 시간대별 실시간 가격과 연계하면 수요관리 효과도 커질 수 있다.

도표 46. 미국과 한국의 전력 시장 비교

구분	미국 (주요 RTO 지역)	한국 (현행 및 계획)
도매가격 체계	노달정산가격 LMP (노드별 실시간 가격)	전국 단일 SMP (계통한계가격)
	혼잡, 손실비용 반영	현재는 지역 구분 없음 (향후 LMP 도입 예정)
계통 운영 주체	ISO/RTO 가 독립 운영 (비영리 회원제)	KPX 가 운영 (산업부 산하)
	송전망은 다수 민간 TO 소유	송배전망은 한전이 독점 소유, 운영
소매전력 시장	경쟁 체계 (발전, 소매 분리)	독점 체계 (한전 단일 판매자)
	민간 소매사업자 다수, 요금 자유화	모든 소매요금 정부 승인 (규제요금)
요금 구조 특징	지역, 주별 상이한 요금 (사업자별 상품 다양)	전국 통일된 요금 (산업용/가정용 등으로 구분)
	예: TX vs. NY 전기요금 차이 큼	교차보조 구조, 지역차 등 없음
민간 참여 정도	발전, 송전, 판매 민영 (규제 하 운영)	발전 일부 민간(IPP) 참여, 공기업 비중 높음
	공기업은 TVA 등 일부, 대부분 민간	송배전, 소매 전부 공기업(한전) 운영
정책 및 규제	연방 에너지규제위(FERC) + 주(州) 규제	산업통상자원부 + 전기위원회 규제
	공공요금위원회가 주로 소매요금 감독	국회, 정부가 요금 결정에 영향, 정치적 요소 강함

자료: 유진투자증권

## V. 지역별차등요금제가 불러올 나비효과

### 지역별 LMP 전망

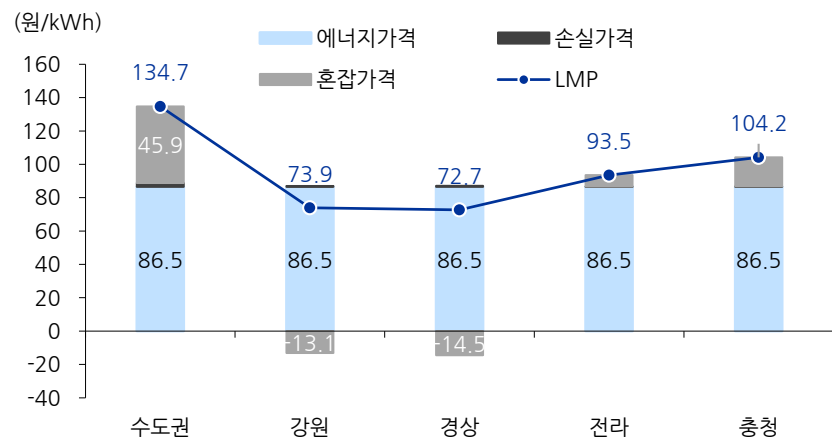
수도권-비수도권  
가격차 발생 전망

SMP 와 달리 LMP 는 지역별 전력수급, 송전혼잡, 송전손실을 반영하므로, 구조적으로 수도권에는 가격 상승, 비수도권에는 가격 하락 압력이 작용하는 방향이 예상된다. LMP 를 도입하면 수도권과 비수도권 간 도매 전력가격 격차는 단일가격제보다 뚜렷하게 커질 것으로 예상된다.

상황에 따라  
스프레드는 최대  
50 원/kWh 발생

경기연구원에 의하면 수도권 평균 LMP 는 134 원/kWh 수준, 비수도권은 80 원/kWh 후반 수준으로 형성되어 양 지역 간 가격 차이가 구조적으로 고착될 전망이다. 서울, 경기, 인천을 합산한 수도권 전력 자급률은 약 65%에 불과한 반면, 비수도권은 120%를 상회하는 초과 공급 지역이기 때문이다. 수도권 내부에서는 발전설비가 거의 없는 서울이 어떤 권역 설정에서도 가장 높은 LMP 를 형성할 가능성이 크고, 자급률이 180%를 넘는 인천은 독립 권역으로 분리될 경우 낮은 LMP 를, 일부 발전설비를 보유한 경기도는 그 중간 수준의 LMP 를 형성할 것으로 전망된다. 이는 발전입지, 부하 수준, 혼잡선로에 대한 조류 민감도의 조합이 지역별 가격을 좌우하며, 전력 부족, 혼잡 지역은 고가, 발전과잉, 공급지역은 저가 구조로 재편된다는 점을 시사한다.

도표47. 지역별 LMP 전망

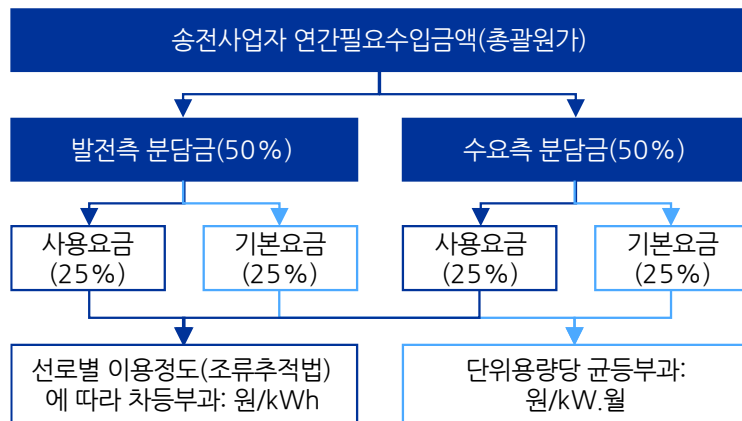


자료: 경기연구원, 유진투자증권

송전요금만으로  
3 원/kWh 이상  
차이

한편 송전이용요금의 지역 차등만으로도 수도권의 추가 부담은 약 0.57~3.27 원 /kWh 수준으로, 본격적인 LMP 도입 이전에도 송전요금 정상화와 권역별 요금 조정만으로도 수도권 전기요금이 수 원/kWh 정도 상승할 수 있다. 전력 수요 부하는 주로 수도권, 북부 내륙에 집중되고, 발전소는 인천, 충남, 남부 해안에 집중되어 발전소가 거의 없는 서울, 대전, 충북, 대구 등은 높은 송전요금을, 발전소 밀집 지역은 낮은 송전요금을 부담할 수 있기 때문이다. 제주 역시 해저케이블을 통한 수전 특성상 부하 측 송전요금이 가장 높아 상대적으로 높은 노드 가격을 형성할 수 있다.

도표 48. 송전망 총괄원가 배분 방식



자료: 자원환경경제연구, 유진투자증권

도표 49. 국내 송배전 이용요금 개요

구분	송전이용요금	배전이용요금
요금수준	송전 및 배전사업에 소요된 총괄원가(적정원가+적정투자보수)를 보상하는 수준에서 결정	
요금체계	사업에 소요된 원가를 기준으로 송전용 전기설비 이용자 간에 부담의 형평이 유지되고 자원을 합리적으로 배분 기본요금과 전력량요금의 2부 요금제 원칙	
적정원가	매출원가, 일반관리비, 적정법인세 비용을 합한 금액에 일부 영업외손익을 가감하고 자산재평가 감가상각비를 차감한 금액	
적정투자보수	사업과 관련하여 직접 활용되고 있는 실제 투자된 자산에 대한 적절한 보수	
기본요금 [원/kW/월]	667.36(발전측)/ 667.61(수요측)	1,066(저압, 600V 이하)/ 548(고압, 600V 초과)
전력량요금 [원/kWh]	수요지역 기준: 2.44(수도권)/1.42(비수도권) 발전지역 기준: 1.20~1.25(수도권)/ 1.92(비수도권)	11.33(저압, 600V 이하)/ 3.05(고압, 600V 이상)

자료: 경기연구원, 유진투자증권

송전망 건설 시  
가격차 축소

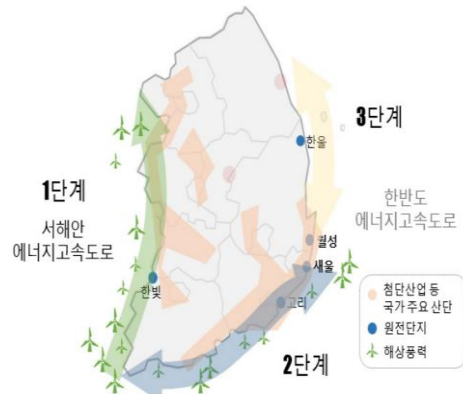
다만, 향후에 송전선로가 증설될 경우 지역별 LMP 격차가 완화될 수 있다. 남부, 북부 송전 능력이 확대될 경우 고비용 노드인 대구, 제주의 송전요금이 각각 약 15%, 7% 하락하고, 그동안 저렴한 전력을 공급받던 부산, 경남, 전남, 광주 등 남부 수요는 송전용량 이전의 영향으로 송전요금이 소폭 상승할 수 있다. 다만, 수도권, 충청 등 여타 지역은 변화 폭이 제한적이다. 이는 송전망 보강이 고비용 내륙, 도서 지역의 LMP 를 낮추고 지역 간 가격 격차를 완화하는 수단으로 활용 될 수 있다는 의미이다. 결국 장기적으로 송전선 증설과 LMP 도입이 결합될 경우, **수도권, 내륙, 제주 등 고비용 지역의 전력가격은 완만히 하락하고, 발전 밀집 남부 지역의 가격은 다소 상승하는 방향으로 수렴할 가능성이 크다.** 정부가 추진 중인 서해안 에너지 고속도로(대용량 HVDC)가 단계적으로 가동되면 병목이 풀리면서 수도권 프리미엄은 서서히 깎이고, 발전지의 과잉, 커트일먼트 문제도 완화되어 가격이 수렴하는 방향으로 움직일 것이다. 다만 본선이 완공되기 전까지는 공사 과정의 일시적 제약으로 지역 간 프리미엄과 디스카운트가 오히려 확대될 수 있다.

도표 50. 서해안 에너지 고속도로



자료: 민주연구원, 유진투자증권

도표 51. U자형 해상전력망 단계별 구축



자료: 민주연구원, 유진투자증권

도표 52. 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	1.72 배	+3,502 (6.1%)
변전소 (개)	1,228	906	1,297	1.43 배	+69 (5.6%)
변전용량 (MVA)	517,500	357,566	545,126	1.52 배	+27,626 (5.3%)

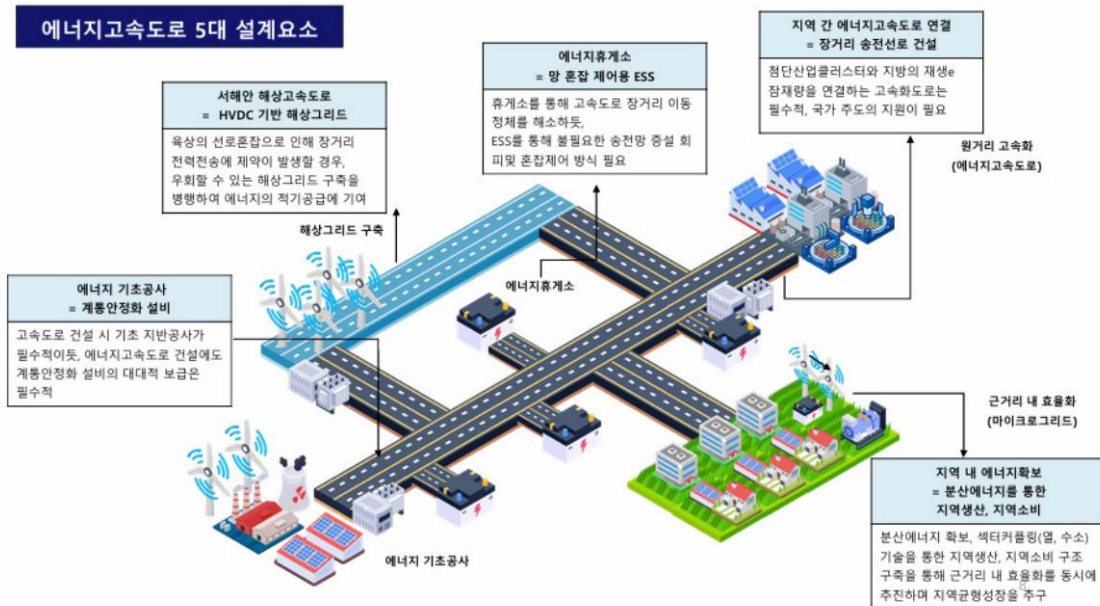
자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 53. 장기 송변전 계획 투자비 72.8조원 전망(10차 대비 16.24조원 증가)

구분	제 10차 계획 (22~36)	제 11차 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
<b>계</b>	<b>565,150</b>	<b>727,571</b>	<b>+162,421</b>

자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 54. 에너지 고속도로의 5대 설계 요소



자료: 민주연구원, 유진투자증권

도표 55. 주요 전력망 건설사업 지연사례

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

자료: 한국전력, 유진투자증권

<p>송전망 투자 없는 재생에너지는 리스크 요인</p>	<p><u>재생에너지 입지와 송전 제약을 함께 고려하면, 중장기 LMP 경로는 재생에너지 확대에 따른 격차 확대에서 송전망 투자, 효율 개선에 따른 격차 축소라는 2 단계 구조로 이어질 것으로 예상된다.</u> 호남권과 서남해 해상풍력, RE100 벨트는 재생발전이 급증하는 시간대에 과잉과 출력제한이 겹치면 저가 또는 매우 낮은 가격 신호가 나타날 수 있고, 제주도는 섬계통 특성상 재생 과잉과 제약이 반복되며 저가와 고가가 크게 흔들리는 변동성 높은 국면이 예상된다. 영남 동해안, 동남권은 원전과 가스발전 공급지와 대공업 수요지가 공존해 평균적으로는 중간 수준이지만, 선로 병목 위치와 시간대에 따라 노드별 편차가 클 수 있다.</p>
<p>정부 목표 달성을 위해서는 인프라 투자가 필요</p>	<p>재생에너지가 주로 비수도권에 입지하고 해당 지역의 한계발전비용을 낮추면서 비수도권 LMP 는 하락 압력을 받고, 전력수요가 집중된 수도권은 상대적으로 고 비용 발전 의존도가 유지되어 LMP 가 높은 수준에서 형성된다. 김승완(2022)에 의하면, 정부의 목표인 재생에너지 비중 30%를 가정해 서울, 경기와 7 개 도를 9 권역으로 나누어 LMP 를 산출했을 때 경기 120 원/kWh, 경남 103 원/kWh 로 최대, 최소가 형성되고, 서울, 경기 평균과 나머지 7 개 도 평균 간 격차는 약 10 원/kWh 수준으로 나타난다. 이는 <u>재생에너지 비중이 30% 수준에 도달해야 의미 있는 LMP 차이가 발생한다는 점과 동시에, 송전망 투자비 규모와 비교할 때 LMP 자체의 입지유인, 혼잡비용 신호 강도는 다소 제한적일 수 있음을 시사한다.</u> 송전용량이 충분하면 저비용 전원이 수도권으로 흘러 들어가 양 지역 LMP 가 동반 하락하지만, 병목이 심한 경우에는 비수도권 LMP 는 낮게, 수도권 LMP 는 높게 유지되며, 이 스프레드는 송전망 혼잡수익과 투자 보상으로 귀결되는 구조가 된다.</p>

도표 56. 제 11 차 전력수급기본계획 개요(25/2/21)

연도	구분	원전	석탄	LNG	재생 e	신e	양수	기타	무탄소 시장/유보	합계
'23년 (실적)	정격용량 (GW)	24.7	39.2	43.2	30	1.4	4.7	1.3	-	144.4
	비중(%)	17.1	27.1	29.9	20.8	1	3.3	0.9	-	100
'36년 (10차)	정격용량 (GW)	31.7	27.1	64.6	104	4.3	6.5	0.8	-	239
	비중(%)	13.2	11.3	27	43.5	1.8	2.7	0.5	-	100
'38년 (11차)	정격용량 (GW)	35.2	22.2	69.2	121.9	4	10.4	0.7	4.6	268.1
	비중(%)	13.1	8.3	25.8	45.5	1.5	3.9	0.2	1.7	100

자료: 산업부, 유진투자증권

도표 57. '38년 신재생에너지 설비용량(제 11 차 전력수급기본계획)

구분	태양광	풍력	수력	해양	바이오	연료전지	IGCC	소계
정격용량 (MW)	77,203	40,671	1,909	256	1,852	3,621	346	125,857
피크기여도 (%)	14.30%	2.40%	21.20%	0%	45.90%	73.20%	100%	-
실효용량 (MW)	11,040	976	405	-	1,083	2,650	346	16,500

자료: 산업부, 유진투자증권

도표 58. 주요 해상풍력 설비계획(제 11 차 전력수급기본계획)

발전소명	준공 시기	용량 (MW)	비고
탐라해상	'17.09	30.0	상업운전
영광해상	'18.12	34.5	
서남해 실증	'19.10	60.0	
한림해상	'24.10	100.1	
전남	'25.04	96.0	추진 중
영광낙월	'26.06	364.8	
고창	'27.09	76.2	
신안 우이	'28.09	396.8	
영광 안마 1	'29.01	224.0	
영광 안마 2	'29.01	308.0	
완도 금일	'29.08	200.0	
완도 금일 2 단계	'29.08	400.0	
충남 태안	'29.09	500.0	
영광 아월	'30.09	104.0	
울산 반딧불이	'30.12	750.0	
해상풍력 용량 합계		3,644.40	

자료: 산업부, 유진투자증권

태양광이 LMP에 가장 민감

연료원별로 보면, **태양광은 LMP와 강한 역의 상관관계를 보이며 시간 신호에 민감하게 반응해 일정 수준 이후에는 이른바 cannibalization 위험에 직면한다.** 태양광 발전이 집중되는 낮 시간대 수요가 크게 떨어지며 LMP가 하락해, 발전사업자가 자신의 행사가격에 못 미치는 보상만 받게 될 가능성이 높아지는 것이다. 이는 LMP 기반 요금, 보상체계를 설계할 때 가격 신호는 유지하되, ESS 설치 등의 보완장치가 필요함을 의미한다.

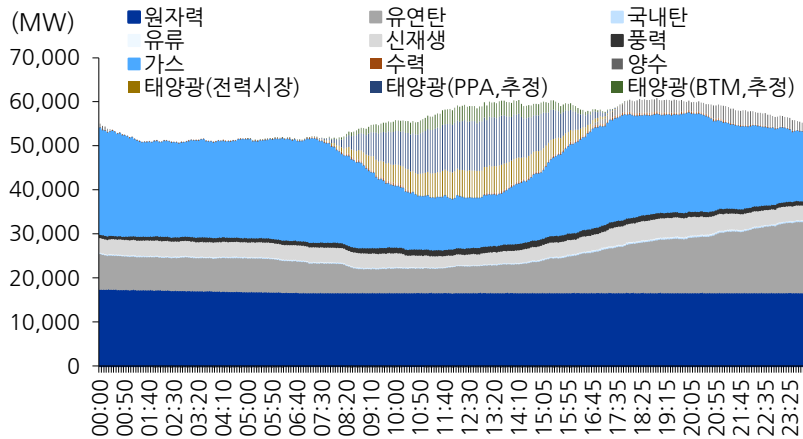
영향을 덜 받는 입지에 많은 풍력발전

풍력은 태양광과 달리 시간 신호보다는 지역 변수에 더 크게 반응하며, 특히 제주 풍력은 높은 LMP 덕분에 가장 높은 수익성을 보이는 등, 고 LMP 지역 중심의 풍력 포트폴리오 확대를 유인하는 효과가 나타난다. **전반적으로 풍력은 가격 신호 도입에도 수익성 하락 폭이 상대적으로 작고, 지역 신호 효과가 클 것으로 전망된다.**

재생에너지로 인한 격차는 크지 않음

결론적으로, 재생에너지 비중이 30% 수준까지 확대되어도 수도권, 비수도권 간 LMP 격차는 대략 10 원/kWh 안팎에 머무를 가능성이 크며, 일부 피크, 제약 상황에서만 일시적으로 큰 스프레드가 발생하는 구조가 될 것으로 전망된다.

도표 59. 태양광 발전이 집중되는 낮 시간대 수요 감소로 LMP 하락 전망

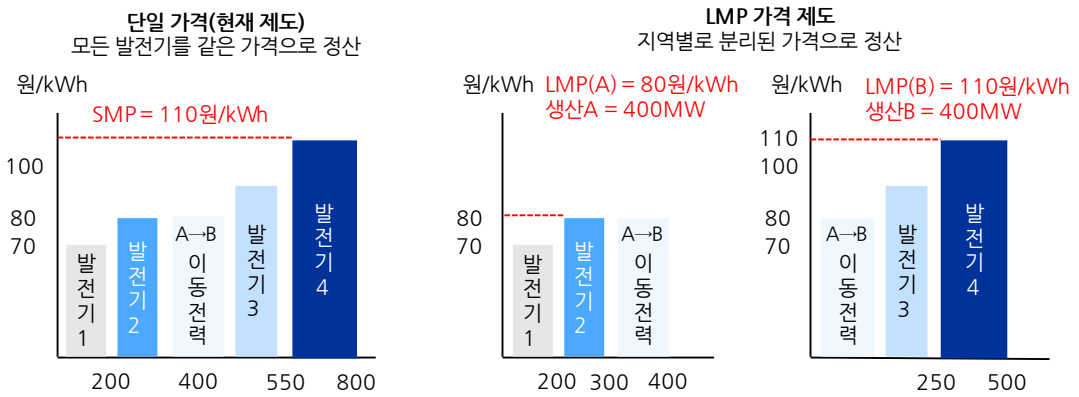


자료: KPX, 유진투자증권, 주: 11월 1일 기준

## 발전사에 미치는 영향

<p>SMP는 가격 신호 부재</p>	<p><u>기존 SMP 체계에서는 송전제약으로 특정 지역 한계비용이 급등해도 그 부담이 전국 평균 SMP 와 Uplift 형태로 분산된다.</u> 이 과정에서 일부 수도권 인근 피크 용 발전기는 실제 노드 비용 이상으로 높은 정산금을 수취하는 반면, 송전제약, 감발에 시달리는 원거리 발전기는 낮은 실질가격을 받으면서도 위치 신호를 제대로 받지 못한다. LMP를 도입하면 송전손실, 혼잡비용이 가격에 직접 내재화되어, 수도권 인근 고비용 발전기의 Uplift 수혜는 줄고 실제 노드 수준에 가까운 가격으로 정산되는 반면, 혼잡이 덜한 노드나 부하 인근 분산전원은 상대적으로 높은 LMP의 수혜를 볼 수 있다.</p>
<p>한전 구입단가 하락 전망</p>	<p>한전은 비수도권 SMP 가 상대적으로 낮아지고 비수도권 발전 비중이 높은 점을 감안하면, <u>도매단 LMP 도입만으로도 평균 전력구입단가는 하락할 가능성이 크고, 일부 연구 결과에서는 전국 기준 전력구매비용이 약 30%, 비수도권은 40~50%까지 감소하는 것으로 나타난다.</u> 수도권, 경기도는 도매구입비 변동이 2~3% 이내에 그치는 반면, 비수도권은 거의 반값 요금에 가까운 수준까지 내려가는 구조여서, 이 효과를 한전 적자 축소에 쓸지, 소비자 요금, 계통 투자, 취약 지역 지원에 어떻게 배분할지에 대한 사회적 합의가 필요하다. 도매와 소매 도입 시기가 어긋나면 비수도권 발전사의 수익 감소분이 소비자 가격 신호로 전달되지 않고 한전 손익 개선에만 귀속될 수도 있다.</p>
<p>비수도권 발전소 손익 악화 전망</p>	<p>발전사에 미치는 영향은 지역, 연료, 계약 구조에 따라 크게 갈린다. 비수도권의 민간 LNG 발전기와 일반 계약(고정가격이 아닌) 재생에너지 발전기는 비수도권 SMP 하락을 그대로 반영 받아 수익성 악화가 예상된다. 반면 발전공기업과 일부 석탄 발전은 정산조정계수 등으로 적정 이익이 보장되고, 고정단가 계약을 맺은 재생에너지는 실제 LMP 와 무관하게 약정 단가로 정산되기 때문에, LMP 입지 신호를 사실상 받지 않는다. 이미 단일 SMP, 현행 요금체계를 전제로 투자, 인허가를 완료한 설비에 대해 새로운 지역별 요금제를 소급 적용하면 예상 수익률이 크게 훼손될 수 있다는 점도 논란 요인이다. 이로 인해 <u>LMP가 입지 효율화라는 정책 목표와 달리 비수도권 민간 발전사에 부담을 집중시키고, 상대적으로 보호되는 집단과의 형평성 문제를 야기할 수 있다는 비판이 나올 수 있다.</u></p>

도표 60. LMP 도입에 따른 전력구입비 감소 효과 예시



자료: 한전경영연구원, 유진투자증권

도표 61. 지역별 영향

구분	수도권(서울경기인천 포함)	비수도권(지방산업단지 지역)
전력 수요	높음 (기업가정의 소비량 많음)	낮음 (대규모 산업 외에는 소비 적음)
전력 공급	부족 (발전소 수 적음, 외부 전력 의존)	충분 (다수 발전소 운영, 전력 초과생산)
LMP 적용 후 전력 가격 변화	증가(LMP 상승)	감소(LMP 하락)
기업의 전력 비용 부담	증가 → 전력 비용 상승	감소 → 전력 비용 절감
기업의 입지 이동 가능성	전기요금 상승으로 인해 기업 이전 가능성 증가	전기요금이 저렴해 기업 유치 가능성이 증가
산업 경쟁력 영향	산업 경쟁력 약화 가능성	산업 유치 가능성 증가
장기적 문제	전력 비용 부담 증가 → 경제 위축 우려	수도권 기업-산업 이전으로 지역 불균형 가능성

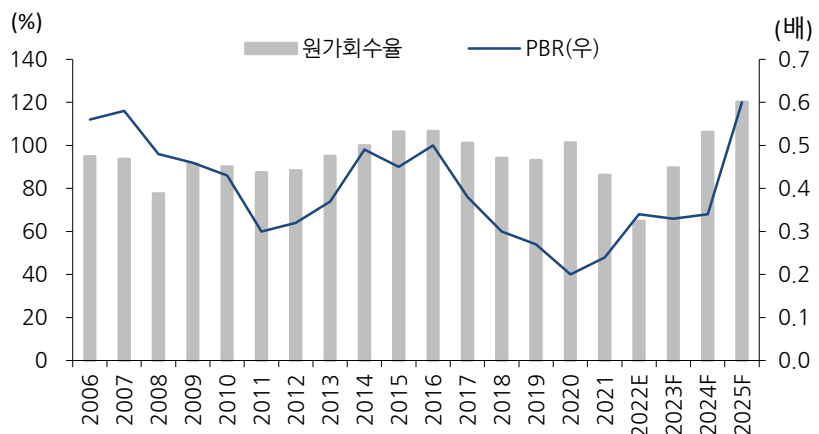
자료: 한전경영연구원, 유진투자증권

## 한국전력 적정투자보수 변화 전망

**투자보수의 현실화 가능** 한국전력의 전기요금은 전기사업법에 따라 총괄원가(적정원가 + 적정투자보수) 방식으로 결정된다. 적정원가는 영업비용, 세금 등 필수 비용으로 산정하고, 적정 투자보수는 투입된 설비자산(요금기저)에 대해 WACC(가중평균자본비용)를 적용해 계산된다. 이때 WACC 은 한전의 부채비용(이자율)과 자기자본비용(요구수익률)을 가중평균한 값으로, CAPM 등에 기반하여 1 년에 한번 산정한다. 일반적으로 한전 송, 배전망 부문의 적정투자보수율(WACC)은 과거보다 낮은 수준으로 추정되며, 발전자회사보다 위험이 낮다고 간주되어 더 낮은 보수율이 적용된다.

**제도의 투명성 확보되며 할인율 축소 전망** 2000 년대 중반 발전자회사의 투자보수율이 약 7~8% 수준이었던 반면, 한전 송배전은 약 4~5%대로 낮게 책정되었다. 한전은 투자자본에 대해 정부가 승인한 WACC 만큼의 수익을 요금에 반영할 수 있으나, 실제로는 정부의 요금 동결, 억제 정책으로 인해 허용된 투자보수를 모두 회수하지 못하는 경우가 많았다. 특히 연료비 급등기였던 2008년에는 한전의 실적 투자보수율이 적정치보다 12%p 나 낮게 나타나는 등, 규제산식이 제대로 준수되지 않고 누적 손실로 이어진 사례도 있다. 정치적 이슈로 공공요금 동결이 진행되다 보니 주주 이익을 침해하는 상황이 잦아졌고, 결국 미국 유틸리티 업체들과 달리 배당재원의 투명성 악화, 밸류에이션 디스카운트가 이어져 왔다.

도표 62. 한국전력의 원가회수율과 PBR 밸류에이션



자료: 한국전력, 유진투자증권

**송전 부문도 제도 개편 불가피** LMP 를 도입하면 전력도매가격이 송전 혼잡도와 손실을 반영해 지역별로 달라 지므로, 현행 규제에도 변화가 예상된다. 우선, LMP 도입 시 요금의 지역별 원가 반영 이슈가 부각된다. 수도권외의 경우 LMP 적용으로 도매전력가격이 비수도권 보다 높아질 가능성이 큰데, 이를 한전 소매요금에 연동하면 수도권 전기요금이 상대적으로 상승하는 문제가 발생할 수 있다. 또한, **LMP는 발전부문에 시장경쟁 원리를 도입하는 것이므로, 송전망 부문의 규제도 단순 비용보상에서 효율 유인을 강조하는 방향으로 이동할 수 있다.**

**정부의 요금 결정 권한이 더욱 중요** 예를 들어, 현재 총괄원가 방식 대신 수익상한제(Revenue Cap)와 같은 인센티브 규제로 전환하면, 한전이 비용을 절감하고 송전 효율을 높일 유인이 커진다. 수익상한제로 전환할 경우 한전은 미리 정해진 수입 한도 내에서 운영 효율화를 통해 비용을 아낀 만큼 이익으로 확보할 수 있어, 지금까지처럼 비용 증가를 요금에 전가하기만 하는 구조에서 벗어나게 된다. 마지막으로, LMP 도입은 원가주의 원칙의 재확인을 요구한다. 그동안 요금 규제가 정치적 영향으로 왜곡되면서 한전이 적정원가와 투자보수를 회수하지 못해온 측면이 있었는데, LMP 체계하에서는 발전, 송전 비용이 시장가격에 반영되므로 규제당국이 보다 객관적 기준에 따라 요금 결정을 하는 것이 중요해질 전망이다. **결국 LMP 도입은 전력망 부문의 규제철학을 비용보상에서 효율성과 신호 중시로 전환시키는 계기가 될 수 있다.**

도표 63. 한국전력의 총괄원가 추이

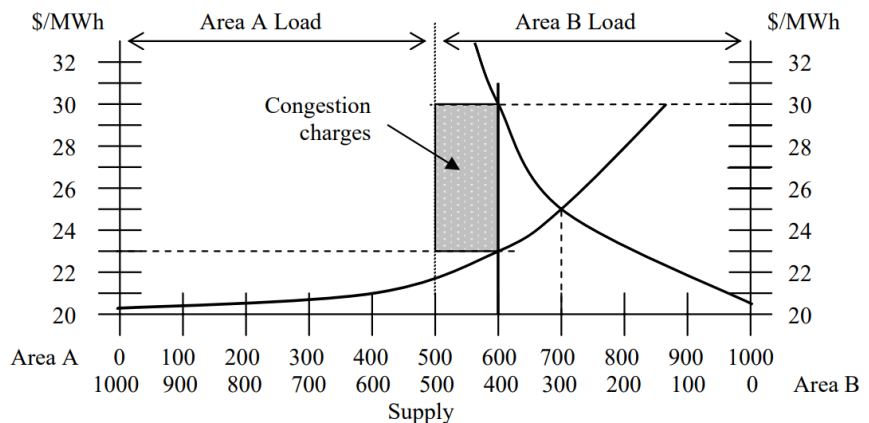
단위: 십억원	2018	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F
<b>총괄원가(1+2)</b>	<b>61,104</b>	<b>60,943</b>	<b>55,536</b>	<b>67,187</b>	<b>103,640</b>	<b>92,423</b>	<b>83,700</b>	<b>77,677</b>
적정원가(1)	59,529	59,469	53,541	65,275	101,595	89,854	80,923	75,005
영업비용	60,298	60,204	54,127	65,976	102,403	90,686	81,779	75,887
구입전력비	52,222	51,630	45,576	56,956	92,808	81,514	72,618	66,730
인건비	1,116	1,268	1,282	1,293	1,322	1,300	1,274	1,249
판관비	1,995	2,150	2,074	2,297	2,189	2,145	2,102	2,060
기타경비	4,965	5,156	5,195	5,431	6,085	5,727	5,785	5,847
영업외비용	4	10	19	11	1	1	1	1
법인세비용	583	545	742	711	761	784	808	832
영업외수익(차감항목)	1,357	1,289	1,347	1,422	1,569	1,616	1,665	1,715
적정투자보수(2)	1,575	1,474	1,994	1,912	2,045	2,568	2,777	2,672
요금기저	40,905	42,348	43,642	47,095	50,360	51,367	52,395	53,443
적정투자보수율(%)	3.9	3.5	4.6	4.1	4.1	5.0	5.3	5.0

주: 2022년 이후로는 비공개  
자료: 한국전력, 유진투자증권

혼잡 구간  
추가 수입  
확보 가능

LMP 를 도입하면 송전망 투자비용의 회수 방식에도 변화가 예상된다. 우선, 송전 혼잡비용의 처리가 새로운 이슈로 등장한다. 현행 시스템에서는 특정 송전선로 과부하로 인한 비용 신호가 희미하지만, LMP 체계에서는 노드 간 가격차이로 혼잡비용이 명확히 드러난다. 예를 들어 미국에서는 지역 간 LMP 차이를 RTO가 혼잡렌트(congestion rent) 형태로 징수하여 처리한다. 한국도 LMP 를 도입하면 송전망 용량 제약으로 발생하는 혼잡수입을 어떻게 활용할지 정해야 한다. **한 가지 가능성은 이 혼잡수입을 송전망 확충 재원으로 활용하는 것이다. 즉, 혼잡이 심한 구간에서 발생한 추가 수입을 해당 지역망 투자에 투입하거나, 소비자 운반비용 감소에 돌려줘 요금 안정화에 쓰는 방안이다.** 이는 LMP 시장에서 망 투자에 대한 경제적 시그널을 제공함과 동시에 한전이 투자비를 회수하는 새로운 통로가 될 수 있다. 다음으로, 지역별 차등 투자보수율 적용 가능성이 거론될 수 있다. 만약 일부 지역의 송전투자가 타 지역보다 높은 위험 또는 비용요인을 가진다면, 규제기관이 그 지역 사업에 대해 약간 높은 WACC 을 책정하여 투자 유인을 줄 수 있다. 실제로 과거 한전의 발전부문과 송배전부문에 위험차 등을 반영해 투자보수율을 차등 적용한 선례가 있으며, LMP 도입 후에도 지역별 여건에 따라 차등 보상을 검토할 수 있다. 다만 동일 회사 내 자본비용을 지역별로 구분하는 것은 실행이 복잡하므로, 실질적으로는 개별 프로젝트별 인센티브(특정 병목해소 프로젝트에 가산 투자보수 인정) 형태가 될 가능성이 크다. 결국 LMP 하에서는 송전투자 회수에 혼잡비용 배분, 지역/사업별 인센티브, 기본요금 조정 등이 복합적으로 적용되어, 한전은 망 투자비 회수 구조가 더욱 정교해지고 지역별 책임도 명확해질 것으로 예상된다.

도표 64. RTO의 혼잡렌트 원리



주: 송전제약이 발생하면, 부하가 지불하는 금액이 발전기에 지급되는 비용을 초과하는 혼잡렌트가 발생. 이는 노드 간 가격 차와 송전량 곱으로 정의되며, ISO는 혼잡수입을 배분하는 정책을 운영  
자료: DOE, 유진투자증권

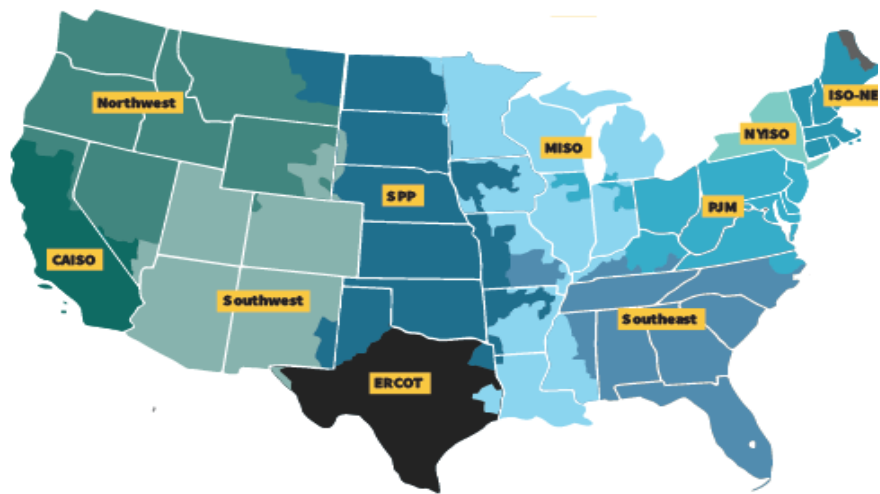
### 신규 전력 규제 기관 필요성

LMP 의 성공적 정착을 위한 규제 기관의 개편도 필요하다. 현재 한국 전기요금 결정은 산업부, 기재부 등 정부 영향 하에 이루어져 경직되고 정치적 변화에 취약하다. LMP 도입으로 시장가격 신호가 중요해질수록, 요금 및 투자보수 규제를 담당하는 기관이 정치적 압력으로부터 독립되어 전문적 판단을 내릴 수 있어야 한다. **실제로 정부는 이를 위한 전력시장 감독원 출범을 준비 중이다.**

### 한전의 역할 변화

LMP 는 송전망 병목 등 계통 운용의 투명성이 중요하므로, 망 소유자가 아닌 독립된 기관이 시장운영과 급전을 담당하는 것이 국제적 추세이다. 미국은 지역별 RTO/ISO 가 발전급전과 LMP 정산을 수행하고, 한전과 같은 설비 보유 회사들이 독립 운영기관의 통제를 받는 형태로 운영된다. **한국도 LMP 도입 시 현재의 KPX 를 개편하고, 한전은 송전자산을 소유, 투자하되 운영은 ISO 가 맡는 구조로 갈 수 있다.** 이렇게 하면 망투자 결정과 운용의 이해상충을 방지하고, LMP 가격 신호에 따라 객관적으로 망계획을 수립할 수 있다.

도표 65. 미국 전력 시장 현황



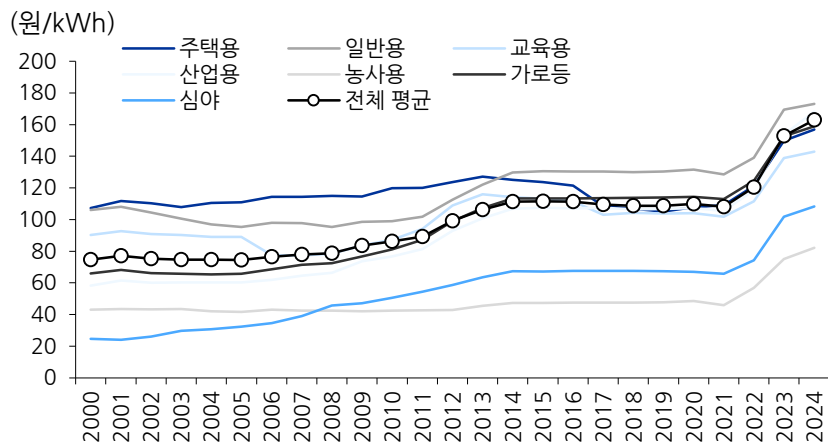
주: 미국은 독립된 RTO/ISO 가 계통운영과 LMP 정산을 담당, 설비 보유 유틸리티는 운영규제를 받음  
자료: FERC, 유진투자증권

## 전력 시장 자유화 가능성

**제도 개편의 시작** 지역별 차등요금제 도입은 곧 한전의 기존 단일요금체계 해체를 의미한다. 한전은 그간 전국 단일요금을 적용하면서, 지역 간 원가 차이를 내부적으로 상쇄해왔다. **지역요금제가 시행되면 이런 교차보조 구조가 투명화된다.** 한전은 지역별 전력공급 원가를 산정해 권역별 손익계산을 해야 하고, 경우에 따라 어느 지역에서 이익, 어느 지역에서 손실이 나는지가 드러날 수 있다. 이는 한전의 재무, 회계 구조에 변화를 가져온다.

**경영 투명성 개선 기대** 지금까지 한전의 회계는 사업별(발전/송배전 등) 구분은 있지만 지역 단위 구분은 미미했다. 그러나 지역요금이 달라지면 한전 내부적으로 지역사업부별 손익 분석이 필요해지고, 지역 단위의 전력판매 실적 관리가 이루어질 것이다. **수도권은 높은 원가를 반영해 요금을 올리면 판매량이 감소하거나 수익성이 낮아질 수 있고, 반대로 비수도권은 요금 인하로 판매량이 늘거나 기업 유치로 장기 수요가 증가하여 수익 구조가 변할 수 있다.** 이러한 변화는 한전이 사업전략을 지역별로 차별화할 필요까지 제기할 것이다. 또한 장부상으로도 지역별 원가와 수익을 분리해 공개하라는 요구가 나올 수 있어, 경영 투명성 개선이 기대된다. 다만, 지역 간 cross-subsidy 축소로 인해 정치적 압박을 받을 소지는 존재한다. 정부가 만약 특정 지역 전기료를 의도적으로 낮게 유지하고 싶다면, 과거처럼 한전이 알아서 메울 수 없고 재정지원이나 별도 회계조치를 통해 보전해야 하기 때문이다.

도표 66. 용도별 전기요금 추이



자료: EPSIS, 유진투자증권

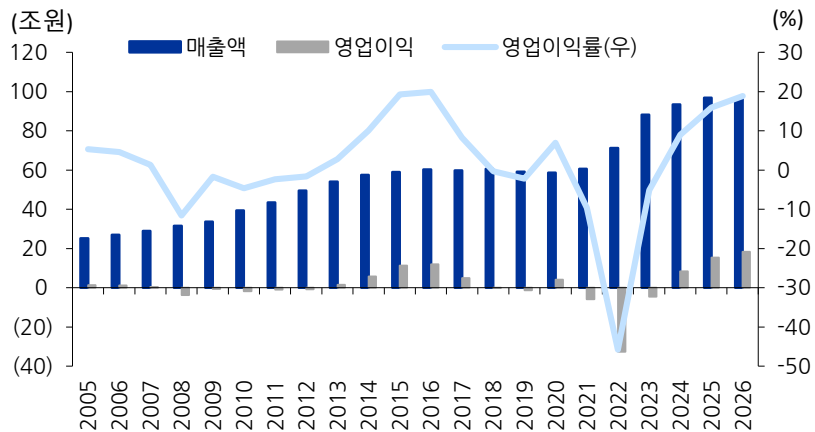
전기 요금의 투명성 확보

한전의 입장에서는 지역별 요금제 도입이 양날의 검이지만, 한편으로는 **적자 누적의 주요 원인 중 하나였던 전기요금 구조를 전면 개편하여 재무개선에 도움을 받을 수 있다.** 2022 년 사상 최대 적자를 겪은 한전은, 산업용 전기요금이 원가 이하로 공급되는 왜곡이 문제 핵심이라 지적받았다. 지역별 요금으로 산업체가 분산되면 비효율적 비용도 줄고, 요금 정상화도 용이해질 것이다.

경쟁체제의 시발점

실제로 한전은 전기요금 차등제가 궁극적으로 가야 할 길이라며 지역별 한계요금제가 한전의 전력 구매 단계에서 시행될 수 있도록 정부에 건의 하였다. 이는 한전도 장기적으로 이 방향이 불가피함을 인정한 것으로 해석된다. 그러나 다른 한편으로는, 지역별 요금에 따라 한전의 지역별 사업조직 개편이나 심지어 분할 압력이 커질 가능성이 있다. 정치권 등에서 한전을 지역 단위로 쪼개 민영화하자거나 지역 전력회사를 별도로 설립하자는 주장이 나올 수도 있다. 실제 1980~90 년대에도 한전을 남부/중부/수도권 등 지역별 분할하는 구상이 있었고, 2000 년대 초 구조개편 당시에는 발전 부문을 6 개로 쪼갠 후 판매 부문도 지역별 자회사화를 검토한 바 있다. 지역별 원가와 수익 데이터가 명확해지면 이러한 분할 시나리오에 힘이 실릴 수 있다. 따라서 한전은 초기에는 지역별 요금차를 최소화하고 재무중립성을 유지하도록 정부와 협조할 가능성이 높다. 예를 들어 수도권 요금 인상폭을 연차별로 제한하거나, 한전의 손실보전 기금을 조성해 지역간 급격한 수익 격차를 완충하는 방안 등이 거론될 수 있다. 궁극적으로 **지역별 요금제가 안착하면 한전도 지금과 같은 전국 단일 판매자 지위에서 지역망 운영자 겸 도매시장 참가자로 역할이 바뀌게 될 것이다.**

도표 67. 한국전력의 실적 추이



자료: 한국전력, 유진투자증권

민간은  
이미 참여 시작

LMP 가 도입되면 전력망 부문의 개방 여부도 거론될 이슈다. 현재 전기사업법상 송전사업과 배전사업은 한전 전담으로 되어 있어, 민간이 전력망을 구축, 운영하려면 특별한 예외 인가를 받아야 한다. 과거에는 민간 자본이 송전망에 직접 투자한 사례가 없었지만, 분산에너지특구 제도가 도입되면서 작은 변화가 시작됐다. 정부는 2023 년 말 제주, 전남, 부산, 경기 등 4 곳을 분산에너지 특화지역으로 지정하고, 이들 지역에서는 신재생 발전사업자가 전력시장을 거치지 않고 인근 소비자에게 직접 전력을 판매할 수 있도록 규제특례를 부여했다. 아울러 특구 내에서는 한전과 다른 요금체계를 설정할 수도 있다는 파격적인 내용도 포함됐다. 이는 제한적이지만 **사실상의 소규모 민간 배전망 운영이나 직거래 허용으로, 전력망 분야에 민간이 참여하는 기반을 마련한 사례다.**

민간의 투자 확대

향후 지역별 요금제가 확대되면 이런 특구가 아닌 일반 지역에서도 민간의 송전 투자를 유도할 가능성이 있다. 대규모 재생에너지 단지가 있는 지역에서 한전 대신 민간 컨소시엄이 송전선을 건설하고 그 사용료를 지역 요금에 반영하는 모델도 검토될 수 있다. **현재도 에너지 고속도로 사업 등을 위해 정책금융이나 민간 자본을 활용하는 방안을 정부가 모색 중인데, 지역요금제가 시행되면 망 투자비 회수가 용이해져 민간참여 논의에 탄력이 붙을 수 있다.**

도표 68. 에너지고속도로 민간투자 가능성 확대

### 에너지 고속도로 발맞추는 與...!전력망 3법' 발의

양원주 기자  
입력 2025-10-30 18:15



주: 2025/10/30, 안도걸 더불어민주당 의원은 1) 국가기간 전력망 확충 특별법, 2) 전기사업법, 3) 전원개발촉진법 등 3 건의 개정안을 대표 발의. 정부가 추진 중인 에너지 고속도로 사업의 후속 입법 조치로, 민간 자본이 전력망을 조기에 건설하고 운영은 한국전력공사가 맡도록 하는 것이 핵심  
자료: 언론, 유진투자증권



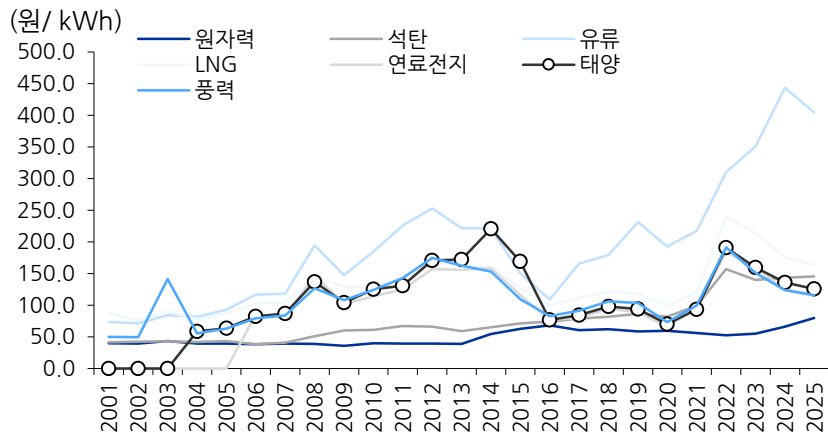
미국과 같은 자유화의 시작

앞으로 태양광 발전단가가 전기요금보다 낮아지는 시대가 오면, 다양한 요금제와 공급자를 선택 못하는 한전 중심 독점체제는 유지가 불가능하다. 또한 소비자 선택권이 없는 독점시장에서는 에너지전환과 계통안정화가 어렵다. 이런 측면에서 **소매전력시장 경쟁 도입과 요금자유화 개혁은 필수적이다.**

한전 독점 구조 완화

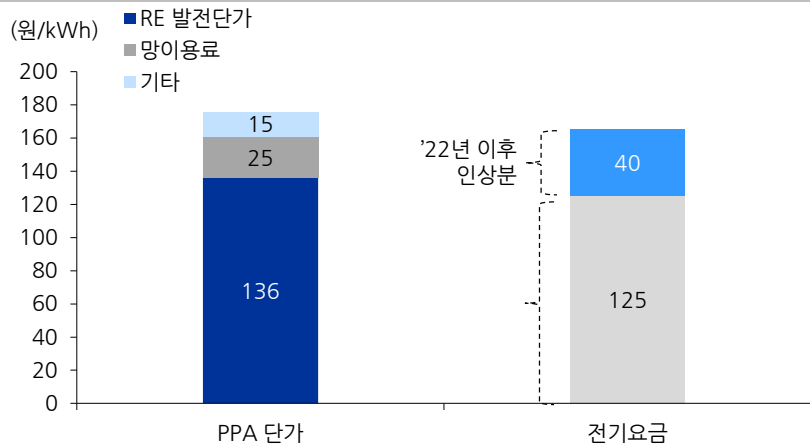
지역별차등요금제 도입은 전력 소매부문 구조개편으로 이어져 에너지전환의 과제로도 연결되며, 향후 한전의 판매독점이 점진적으로 완화될 수 있다. 현실적으로는 대용량 산업용부터 부분 개방을 시작해, 점차 중소용도로 확대하고 최종적으로 가정용까지 선택권을 부여하는 순서를 밟을 수 있다. **장기적으로 한전은 배전망 관리사업자 겸 표준공급자 역할을 맡고, 민간 공급자는 혁신적인 요금제와 부가서비스로 전체 사회적 편익을 극대화하는 구도로 가는 것이다.**

도표 70. 에너지원별 정산단가 추이



자료: EPSIS, 유진투자증권

도표 71. RE PPA 단가와 전기요금 비교: 산업용 요금 상승으로 수요 이탈 촉진

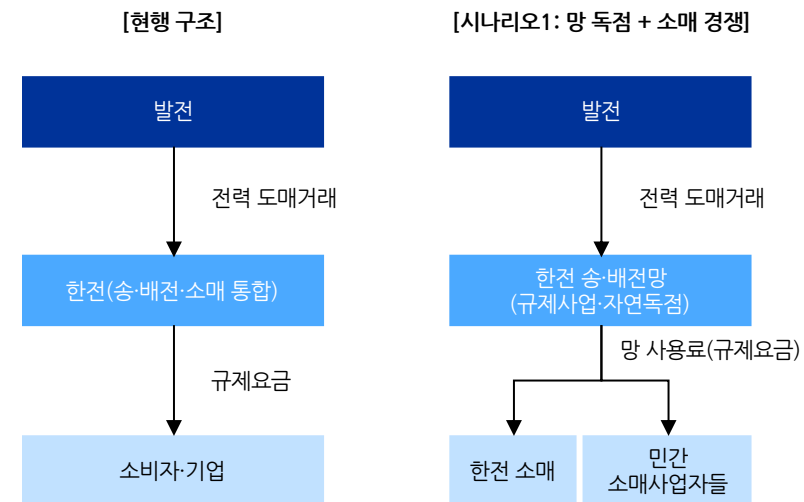


자료: EPSIS, 유진투자증권

**시나리오 A:  
한전+소매경쟁**

지역별차등요금제를 시작으로 당사가 생각하는 전력시장 구조 개편은 다음과 같다. **첫째 시나리오는 현재 한전 체제를 유지하면서 RE100 사업자 등과 소매경쟁을 도입하는 것이다.** 한전을 현재와 같은 통합 공기업으로 두되, 법적, 제도적으로 소매 판매사업에 민간 기업들이 진입하여 한전과 경쟁하게 하는 구상이다. 이 경우 한전은 송배전망 운용과 기본공급자 역할을 담당하고, 민간 사업자는 발전소와 직접계약 등을 통해 전력을 조달, 한전 망을 이용해 판매한다. 통신시장에 비유하면 한전은 KT 처럼 네트워크를 관리하고 기본요금을 부과하며, 민간 사업자는 알뜰통신사처럼 다양한 요금제로 고객을 유치하는 모델이다. 이 시나리오에서 한전 민영화는 형식상 없이도 실질적으로 시장경쟁이 도입된다. 소비자는 계약상대만 바뀔 뿐 송전품질 등은 동일하게 보장받고, 요금은 규제가격과 경쟁가격 중 선택할 수 있게 될 전망이다. 이때 한전의 수익구조는 망 사용료(비조정요금)와 자체 소매영업으로 양분되고, 망 사업의 공공성을 유지하면서 판매사업의 효율성을 제고하는 효과를 노릴 수 있다.

**도표 72. 전력시장 구조 개편 시나리오 A: 한전 망 + 소매 경쟁 도입**

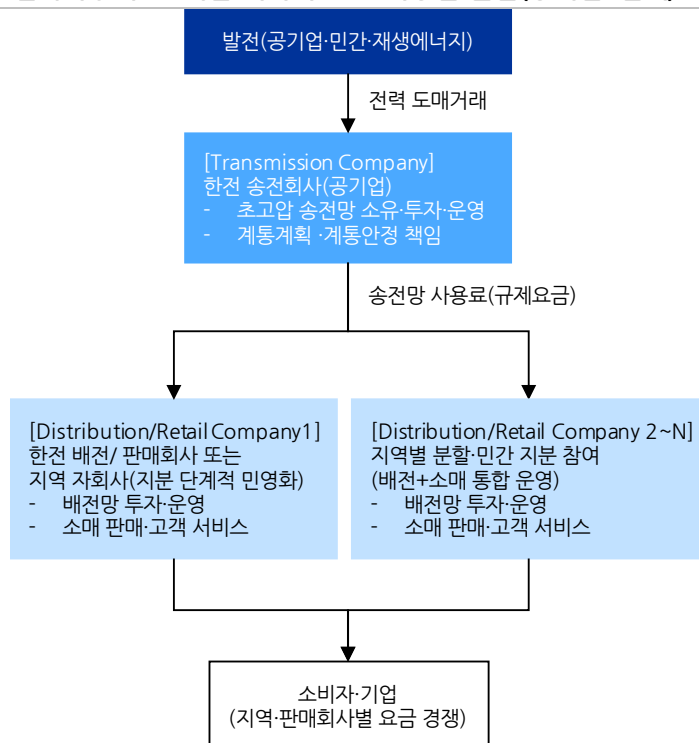


주: 현행 한전 통합 구조와 시나리오 A(한전 망 독점 + 소매 경쟁) 비교. 망 사용료는 규제요금으로, 소매요금은 경쟁요금으로 이원화되는 구조를 가정

자료: 유진투자증권

**시나리오 B: 한전 분리** 두번째 시나리오는 기능별 분할(송전별도, 판매별도)을 통해 한전을 Transmission Company(송전회사)와 Distribution/Retail Company(판매회사)로 분리하는 방안이다. 송전은 자연독점성이 강하므로 한전(공기업) 몫으로 두고, 판매부문을 별도 법인으로 떼어내거나 지역별 자회사로 재편한 뒤 단계적으로 지분을 민간에 매각/공모하는 것이다. 이렇게 되면 송전망 운영은 공적 관리하에 안정적으로 이루어지고, 판매부문은 다수 기업 경쟁 체제로 이행할 수 있다. 과거 전력산업 구조개편안에서 한때 검토되었던 방식이며, 영국, 호주 등은 실제 송전회사와 배전, 판매회사를 완전히 분리한 사례다. 이 시나리오의 장점은 책임 소재 분명화와 규제 용이성이다. 송전망 투자와 유지에 집중하는 기관과, 소비자 서비스와 요금경쟁에 집중하는 기관으로 역할이 나뉘어 전문화된다. 단점은 초기 분할 과정에서 조직 비효율과 노조 반발 등 큰 진통이 예상되고, 분할 후에도 협조가 잘 안 되면 오히려 서비스 품질 저하 우려가 있다. 또한 분할된 판매회사(들)의 민영화 정도에 따라 전기요금의 공공성 담보 논란이 발생할 수 있다.

**도표 73. 전력시장 구조 개편 시나리오 B: 기능별 분할(송배전+판매)**

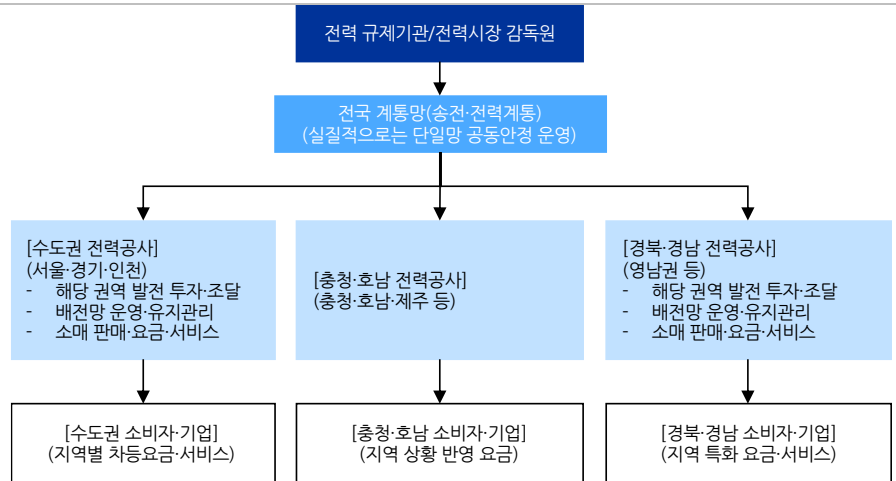


주: 송전은 공기업 한전이 자연독점 규제사업으로 유지하고, 배전판매부문은 별도 법인 또는 지역 자회사 형태로 분리해 단계적 민간 참여와 경쟁을 허용하는 모델로, 영국·호주 등에서 채택한 구조와 유사  
 자료: 유진투자증권

시나리오 C:  
전력공사 지방화

**세번째는 지역별 분할(전력공사 지방화)이다. 한전을 지역권역별로 쪼개는 구상이다.** 예를 들어 한전을 서울/경기, 충청/호남, 경북/경남 등 몇 개 지역 전력회사로 분할하여 각 지역 전력 공급을 책임지게 하는 모델이다. 일본이 10 개 지역 전력회사 체제로 운영되어왔고, 미국도 원래 주별 전력회사들이 있었던 것처럼, 한국도 광역 단위 독립회사들로 만들자는 아이디어다. 이렇게 하면 지역 간 요금과 서비스 경쟁이 생길 수도 있고, 각 지역 상황에 맞는 차등요금을 설정하기 쉬워진다. 실제로 지역별 차등요금제가 정착되면 사실상 지역 전력회사 생긴 것과 같다는 말이 나올 정도로 지역 구분 경영이 이루어질 터이므로, 이를 아예 별도 법인화하는 것이다. 장점은 지방 공기업화 등을 통해 지역밀착 경영을 할 수 있고, 지역균형 발전 취지와 부합한다. 그러나 단점은 한국처럼 전국 단일망이 촘촘히 연결된 나라에서 기업을 인위적으로 나누면 계통 운영 비효율과 비상시 협조 곤란이 생길 수 있다. 예를 들어, 한 지역에 대정전 사태가 발생했을 때 타 지역 회사의 지원이나 책임소재가 모호해지는 문제가 있다. 또한 수도권 회사와 지방 회사 간 수익 격차가 크면 인력 유출이나 설비투자 불균형이 나타날 우려도 있다. 이 시나리오는 현재로서는 실현 가능성이 낮지만, 장기적으로 논의가 될 가능성은 배제할 수 없다.

도표 74. 전력시장 구조 개편 시나리오 C: 지역별 분할(전력공사 지방화)



주: 한전을 광역 권역별 전력공사로 분할하는 지역별 분할(전력공사 지방화) 구조. 전국 단일 송전망은 공적 계통운영 하에 유지하되, 각 지역 전력회사가 발전·배전·소매를 통합 담당하며 지역 요금·서비스를 자율적으로 설계하는 모델. 일본의 10 개 지역 전력회사 체제, 과거 미국의 주별 전력회사 구조와 유사한 방향으로, 지역밀착 경영과 지역균형 발전 측면의 장점과 함께 계통 운영 비효율·수익 격차에 따른 부작용 가능성이 공존  
자료: 유진투자증권

<p>시나리오 A가 현실적</p>	<p>이러한 시나리오들 중 현실적으로 가장 가능성 있는 시나리오는 첫번째 안으로 평가된다. 즉 한전은 공기업으로 두면서 서서히 시장경쟁 요소를 주입하는 방식이다. 실제 정부의 에너지 정책 방향도 경쟁 도입에 초점을 맞추고 있고, 국민 정서도 요금 인상 압력을 완화할 경쟁 도입에는 비교적 우호적일 수 있다. 다만 이를 추진하더라도 기능 분할의 부분 적용은 이루어질 수 있다. 이미 한전은 발전 부문을 자회사로 떼어 놓았고, 향후 송전망 운영을 별도 법인(한전 송전회사)으로 분리해 투명성을 높이는 방안이 검토될 가능성이 있다. 이는 엄밀히 말해 민영화가 아니라 내부 구조개혁이며, 노달가격제 도입 후 계통운영 전문성을 강화하기 위해서라도 필요한 조치일 수 있다. 또한 소매시장 개방 초기에는 한전이 기본공급자로서 최후의 보루 역할을 해야 하므로, 갑작스럽게 회사를 쪼개기보다는 통합체로 두고 규제 방식만 바꾸는 쪽이 리스크 관리에 유리하다.</p>
<p>LMP는 전력 시장 제도 개편의 시작</p>	<p>결론적으로, <u>지역별차등요금제는 단순한 전기요금 조정이 아니라 전력산업 구조 개편으로 이어진다.</u> 한국전력은 이에 따라 독점적 국민기업에서 시장경쟁 기업으로 체질 전환이 요구될 수밖에 없다. 이러한 변화 과정에서 공공성과 효율성의 균형을 잡는 것이 중요하다. 요금 지역차 도입으로 전력망 투자가 절감되고 지역 경제에 활력이 생기는 긍정적 효과를 살리면서도, 수도권 산업과 가계에 가해질 부담, 그리고 한전의 공기업으로서의 책임을 세심하게 관리해야 한다. 또한 노동 조합 등 이해관계자의 의견을 수렴하여 급격한 구조개편 충격을 줄이고 점진적, 단계적 이행이 필요하다. 한전의 궁극적 지배구조에 대해서는 에너지 안보와 국민편익을 최우선으로 두면서 부분 경쟁+부분 공공의 혼합모델을 지향하는 것이 바람직하다. 에너지시장은 완전한 자유시장도, 완전한 국가독점도 각각 문제를 드러낸 바 있기 때문이다. 지역별 차등요금제 논의를 계기로 한전과 전력산업의 구조개혁 방향에 대한 사회적 합의가 촉진되고, 장기적으로는 안정적이면서 혁신적인 전력 시장 체제로 변화할 전망이다.</p>

---

# 기업분석

## ★한국전력(015760) - Top Pick

BUY(유지) / TP 63,000 원  
지역별차등요금제가 불러올 나비효과

## 한국가스공사(036460)

BUY(유지) / TP 59,000 원  
국제유가라는 양날의 검

## 지역난방공사(071320)

BUY(유지) / TP 128,000 원  
안정적인 성장

## 한전 KPS(051600)

BUY(유지) / TP 58,000 원  
변동성보다는 안정성

## 한전기술(052690)

BUY(유지) / TP 100,000 원  
신흥국 중심의 추가 수주 기대

## 포스코인터내셔널(047050)

BUY(유지) / TP 69,000 원  
실적 증가와 우호적인 이슈들

## LX 인터내셔널(001120)

BUY(유지) / TP 34,000 원  
물류를 중심으로 성장

# 한국전력 (015760)

## 지역별차등요금제가 불러올 나비효과

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**63,000** 원(유지)

현재주가

**48,200** 원(11/24)

시가총액

**30,943**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원 유지. 중장기 시장 자유화로 동사의 배당재원 투명성 확대되며 해외 유틸리티 업체 대비 할인률 축소 전망. '26년 매출액 97조원(+0%yoy), 영업이익 18조원(+19%yoy), 순이익 11조원(+24%yoy) 전망. 원재료 가격 하향 안정화, 전기요금이 높게 유지되면서 실적이 구조적으로 개선될 전망. 지역별 차등요금제(LMP) 도입과 계통 혼잡비용의 가격 반영으로 도매 전력구입단가 하락이 예상되며, 소매 LMP 도입 시 요금인상 효과로 이어지며 ROE 개선, 밸류에이션 할인률 축소 전망. 제도 도입 여부는 아직 유동적이지만, 정책 방향성이 요금의 원가 연계와 계통 효율성 강화로 수렴하고 있다는 점은 한전에 우호적인 환경이라 판단. 대규모 적자 국면에서 확대되었던 차입 부담은 이익 회복과 함께 점진적으로 완화되고 있으며, 정부도 공기업 재무건전성 제고와 배당 확대를 동시에 추구 중. 2026년 이후 이익·현금흐름 레벨이 유지된다면 과거 정상 사이클 수준에 근접하는 의미 있는 배당 재개 및 상향 여지가 존재해 장기 배당주로서의 매력도 함께 부각될 전망

주가(원,11/24)	48,200
시가총액(십억원)	30,943

발행주식수	641,964천주
52주 최고가	52,000원
최저가	19,400원
52주 일간 Beta	0.40
60일 평균거래대금	1,628억원
외국인 지분율	22.4%
배당수익률(2025E)	4.1%

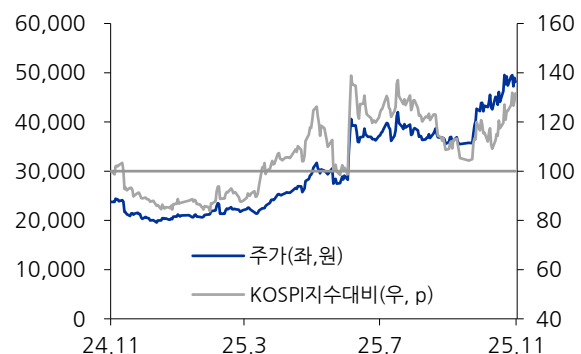
주주구성(%)	
한국산업은행 (외 2인)	51.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	13.7	8.6	49.2
절대기준	11.3	57.0	102.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	63,000	63,000	-
영업이익(25)	15,436	15,436	-
영업이익(26)	18,290	18,290	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	88,219	93,399	96,801	96,876
영업이익	-4,542	8,365	15,436	18,290
세전손익	-7,554	5,257	12,644	14,703
당기순이익	-4,716	3,622	9,104	11,262
EPS(원)	-7,512	5,439	13,690	17,263
증감률(%)	-	흑전	151.7	26.1
PER(배)	-	3.7	3.5	2.8
ROE(%)	-12.6	9.2	20.2	21.3
PBR(배)	0.3	0.3	0.7	0.5
EV/EBITDA(배)	17.0	6.5	5.2	4.5

자료: 유진투자증권



## 도표 75. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	<b>23,293</b>	<b>20,474</b>	<b>26,103</b>	<b>23,529</b>	<b>24,224</b>	<b>21,950</b>	<b>27,572</b>	<b>23,055</b>	<b>88,219</b>	<b>93,399</b>	<b>96,801</b>
<b>영업비용</b>	21,993	19,223	22,707	21,110	20,470	19,814	21,920	19,160	92,761	85,034	81,365
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	5,501	4,308	26,978	22,538	19,134
구입전력비	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	8,601	9,249	6,341	38,304	34,660	32,947
기타	6,630	6,497	6,336	8,373	6,704	6,898	7,171	8,511	27,479	27,836	29,284
<b>영업이익</b>	<b>1,299</b>	<b>1,250</b>	<b>3,396</b>	<b>2,419</b>	<b>3,754</b>	<b>2,136</b>	<b>5,652</b>	<b>3,894</b>	<b>(4,542)</b>	<b>8,365</b>	<b>15,436</b>
OPM(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	9.7	20.5	16.9	(5.1)	9.0	15.9
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,665	5,349	2,398	(7,554)	5,257	12,644
<b>순이익</b>	<b>596</b>	<b>114</b>	<b>1,880</b>	<b>1,032</b>	<b>2,362</b>	<b>1,176</b>	<b>3,790</b>	<b>1,776</b>	<b>(4,716)</b>	<b>3,622</b>	<b>9,104</b>

자료: 한국전력, 유진투자증권

## 한국전력(015760.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	239,715	246,808	253,563	259,875	266,281
유동자산	29,536	29,255	30,466	31,525	31,412
현금성자산	5,440	4,489	5,477	6,518	6,199
매출채권	11,913	12,128	12,458	12,468	12,584
재고자산	8,876	9,769	9,662	9,669	9,760
비유동자산	210,179	217,553	223,097	228,351	234,869
투자자산	29,170	33,424	34,641	34,668	34,991
유형자산	179,876	182,983	187,376	192,639	198,837
기타	1,133	1,146	1,079	1,044	1,040
<b>부채총계</b>	202,450	205,445	204,972	201,487	200,717
유동부채	61,248	63,969	64,122	64,129	64,215
매입채무	8,737	9,079	9,233	9,240	9,326
유동성이자부채	41,752	45,069	45,069	45,069	45,069
기타	10,759	9,820	9,820	9,820	9,820
비유동부채	141,202	141,476	140,850	137,357	136,501
비유동이자부채	96,139	91,448	90,337	86,354	85,003
기타	45,062	50,028	50,513	51,003	51,498
<b>자본총계</b>	37,265	41,363	48,591	58,389	65,565
지배지분	35,845	39,915	47,143	56,941	64,117
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	20,128	28,780	38,578	45,754
기타	13,852	14,133	12,709	12,709	12,709
비지배지분	1,420	1,448	1,448	1,448	1,448
<b>자본총계</b>	37,265	41,363	48,591	58,389	65,565
총차입금	137,892	136,518	135,407	131,424	130,073
순차입금	132,452	132,029	129,930	124,905	123,873

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	1,522	15,876	20,854	22,649	23,038
당기순이익	(4,716)	3,622	9,104	11,262	8,843
자산상각비	13,032	13,997	15,646	16,075	16,586
기타비현금성손익	2,804	7,134	(5,238)	(6,654)	(4,188)
운전자본증감	(5,142)	(3,790)	(70)	(10)	(120)
매출채권감소(증가)	(858)	(189)	(330)	(10)	(116)
재고자산감소(증가)	148	(1,413)	107	(7)	(90)
매입채무증가(감소)	(4,115)	12	153	7	86
기타	(316)	(2,201)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(13,074)	(14,093)	(19,729)	(20,324)	(21,945)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(492)	(215)	244	978	836
설비투자	13,908	14,216	19,860	21,164	22,611
유형자산처분	310	403	0	0	0
무형자산처분	(75)	(91)	(113)	(138)	(170)
<b>재무현금</b>	12,662	(3,849)	(1,248)	(5,267)	(2,763)
차입금증가	12,119	(4,219)	(1,111)	(3,983)	(1,351)
자본증가	(56)	(137)	(137)	(1,284)	(1,412)
배당금지급	56	137	137	1,284	1,412
<b>현금 증감</b>	1,108	(1,960)	988	1,041	(319)
기초현금	3,235	4,343	2,383	3,371	4,412
기말현금	4,343	2,383	3,371	4,412	4,093
Gross Cash flow	11,120	24,753	20,924	22,659	23,159
Gross Investment	18,215	17,884	19,799	20,334	22,065
<b>Free Cash Flow</b>	(7,095)	6,870	1,125	2,325	1,094

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	88,219	93,399	96,801	96,876	97,779
증가율(%)	23.8	5.9	3.6	0.1	0.9
매출원가	89,700	81,964	78,220	75,109	78,571
<b>매출총이익</b>	(1,480)	11,435	18,581	21,766	19,208
판매 및 일반관리비	3,062	3,070	3,146	3,476	3,546
기타영업손익	2	0	2	11	2
<b>영업이익</b>	(4,542)	8,365	15,436	18,290	15,663
증가율(%)	적지	흑전	84.5	18.5	(14.4)
<b>EBITDA</b>	8,491	22,362	31,082	34,365	32,248
증가율(%)	흑전	163.4	39.0	10.6	(6.2)
<b>영업외손익</b>	(3,012)	(3,108)	(2,791)	(3,587)	(3,465)
이자수익	456	538	611	618	716
이자비용	4,452	4,665	5,358	5,308	5,255
지분법손익	613	882	706	988	959
기타영업외손익	371	136	1,250	114	116
<b>세전순이익</b>	(7,554)	5,257	12,644	14,703	12,197
증가율(%)	적지	흑전	140.5	16.3	(17.0)
법인세비용	(2,838)	1,635	3,540	3,440	3,354
<b>당기순이익</b>	(4,716)	3,622	9,104	11,262	8,843
증가율(%)	적지	흑전	151.4	23.7	(21.5)
지배주주지분	(4,823)	3,492	8,789	11,082	8,588
증가율(%)	적지	흑전	151.7	26.1	(22.5)
비지배지분	106	130	315	180	255
<b>EPS(원)</b>	(7,512)	5,439	13,690	17,263	13,378
증가율(%)	적지	흑전	151.7	26.1	(22.5)
수정EPS(원)	(7,512)	5,439	13,690	17,263	13,378
증가율(%)	적지	흑전	151.7	26.1	(22.5)

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(7,512)	5,439	13,690	17,263	13,378
BPS	55,837	62,177	73,436	88,699	99,876
DPS	0	213	2,000	2,200	2,000
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	-	3.7	3.5	2.8	3.6
PBR	0.3	0.3	0.7	0.5	0.5
EV/ EBITDA	17.0	6.5	5.2	4.5	4.8
배당수익률	0.0	1.1	4.1	4.6	4.1
PCR	1.1	0.5	1.5	1.4	1.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	(5.1)	9.0	15.9	18.9	16.0
EBITDA이익률	9.6	23.9	32.1	35.5	33.0
순이익률	(5.3)	3.9	9.4	11.6	9.0
ROE	(12.6)	9.2	20.2	21.3	14.2
ROIC	(2.1)	3.6	6.8	8.4	6.6
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	355.4	319.2	267.4	213.9	188.9
유동비율	48.2	45.7	47.5	49.2	48.9
이자보상배율	(1.0)	1.8	2.9	3.4	3.0
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.9	7.8	7.9	7.8	7.8
재고자산회전율	9.4	10.0	10.0	10.0	10.1
매입채무회전율	8.7	10.5	10.6	10.5	10.5

편집상의 공백페이지입니다

# 한국가스공사

## (036460)

### 국제유가라는 양날의 검

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**59,000** 원(유지)

현재주가

**39,900** 원(11/24)

시가총액

**3,683**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원 유지. '26년 매출액 32조원(-8%yoy), 영업이익 2.3조원(+3%yoy), 당기순이익 6,710억원(+17%yoy)으로 전망. 국내 도매 영업이익은 금리하락 효과로 인한 투자보수 감소 및 실적 정체에 예상되며, 해외 자원개발은 국제유가 하락 영향이 반영되며 호주 GLNG, 프리루드, 미얀마 가스전의 감익 전망
- 미수금은 원가 하락으로 회수가 서서히 시작될 것이라 전망하며, 내년 지방선거 이후 추가 요금 인상 가능 시 본격 회수 가능 전망. 당사는 보수적으로 '26년 -3,217억원 회수 가정
- 최근 원/달러 환율 급등으로 주당배당금은 '25년 1,900원으로 추정하며, 환율 안정 시 추가 상향 가능할 전망. 현 추세 유지 시, '26년 배당은 높은 환율 기저효과로 2,200원이 가능할 것이라 판단

주가(원,11/24)	39,900
시가총액(십억원)	3,683

발행주식수	92,313천주
52주 최고가	49,350원
최저가	29,600원
52주 일간 Beta	0.63
60일 평균거래대금	105억원
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(2025E)	4.8%

주주구성	
대한민국정부(기획재정부) (외 2인)	46.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.9	-46.1	-67.7
절대기준	-6.3	-46.1	-13.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	59,000	59,000	-
영업이익(25)	2,262	2,262	-
영업이익(26)	2,321	2,321	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	44,556	38,389	34,448	31,633
영업이익	1,553	3,003	2,262	2,321
세전손익	-862	1,638	823	972
당기순이익	-747	1,149	575	671
EPS(원)	-8,246	12,422	6,217	7,446
증감률(%)	적전	흑전	-50.0	19.8
PER(배)	-	2.8	6.4	5.4
ROE(%)	-7.7	11.2	5.4	6.3
PBR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	12.3	8.5	9.1	8.4

자료: 유진투자증권

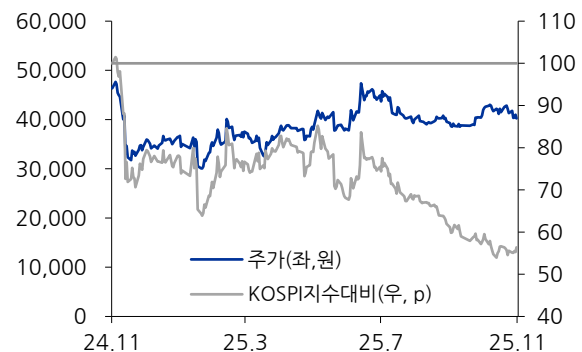


도표 76. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	12,767	7,534	8,109	9,979	12,733	7,630	6,372	7,713	44,556	38,389	34,448
국내 도매	12,375	7,061	7,651	9,464	12,309	7,191	5,973	7,049	42,833	36,551	32,523
해외/기타	391	473	458	515	424	439	399	664	1,724	1,837	1,925
- 주바이르	125	141	157	177	155	159	146	154	496	601	614
- 바드라	25	29	27	30	31	32	20	17	132	111	83
- 미얀마	20	32	27	21	25	34	25	23	102	101	107
- GLNG	278	236	241	294	253	242	202	261	1,009	1,050	958
- 프리루드	137	66	74	87	83	71	72	138	311	364	364
<b>영업이익</b>	922	466	440	1,176	834	405	389	634	1,553	3,003	2,262
국내 도매	812	421	341	986	724	344	295	553	1,200	2,560	1,916
해외/기타	110	45	99	190	110	60	94	81	353	444	345
- 주바이르	18	20	21	25	30	19	16	29	53	84	95
- 바드라	2	(8)	4	2	3	3	1	1	54	0	6
- 미얀마	11	19	16	12	16	21	23	12	51	59	72
- GLNG	51	25	31	48	9	2	(2)	(4)	174	155	5
- 프리루드	37	9	29	40	27	19	33	50	95	114	129
세전이익	632	196	192	618	483	138	110	92	(862)	1,638	823
<b>순이익</b>	407	253	155	334	367	85	87	36	(747)	1,149	575

주: 연결 조정 생략

자료: 한국가스공사, 유진투자증권

## 한국가스공사(036460.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	57,255	57,670	55,407	53,351	54,134
유동자산	17,430	16,969	16,143	15,573	16,150
현금성자산	829	1,391	1,518	1,815	2,051
매출채권	7,038	6,954	6,278	5,764	5,966
재고자산	5,043	4,605	4,329	3,975	4,114
비유동자산	39,824	40,701	39,264	37,777	37,984
투자자산	15,920	16,023	14,378	13,203	13,665
유형자산	22,352	23,008	23,284	23,034	22,835
기타	1,553	1,670	1,602	1,540	1,484
<b>부채총계</b>	47,429	46,843	44,785	42,217	42,656
유동부채	22,566	21,267	19,179	16,581	16,678
매입채무	3,875	2,857	3,020	2,773	2,870
유동성이자부채	18,264	17,972	15,721	13,370	13,370
기타	427	438	438	438	438
비유동부채	24,862	25,577	25,606	25,636	25,978
비유동이자부채	22,599	22,635	22,635	22,635	22,947
기타	2,264	2,942	2,972	3,001	3,031
<b>자본총계</b>	9,826	10,826	10,622	11,134	11,478
지배지분	9,627	10,829	10,624	11,136	11,480
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	2,018	2,049	2,049	2,049	2,049
이익잉여금	6,679	7,780	8,227	8,739	9,083
기타	468	539	(113)	(113)	(113)
비지배지분	199	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>자본총계</b>	9,826	10,826	10,622	11,134	11,478
총차입금	40,863	40,607	38,356	36,005	36,317
순차입금	40,034	39,216	36,838	34,190	34,266

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	5,886	3,630	4,719	4,508	2,310
당기순이익	(747)	1,149	575	671	534
자산상각비	1,887	1,983	2,207	2,180	2,158
기타비현금성손익	2,632	2,279	795	935	(306)
운전자본증감	3,581	(479)	1,116	620	(244)
매출채권감소(증가)	5,120	184	676	513	(202)
재고자산감소(증가)	2,633	463	276	354	(139)
매입채무증가(감소)	373	(1,288)	164	(247)	97
기타	(4,545)	162	0	0	0
<b>투자현금</b>	(1,334)	(1,747)	(2,215)	(1,684)	(1,871)
단기투자자산감소	(16)	(4)	0	0	0
장기투자증권감소	75	41	200	185	31
설비투자	1,331	1,666	2,360	1,813	1,845
유형자산처분	2	6	0	0	0
무형자산처분	(34)	(125)	(55)	(56)	(57)
<b>재무현금</b>	(4,587)	(1,837)	(2,378)	(2,526)	(203)
차입금증가	(4,625)	(1,728)	(2,251)	(2,351)	0
자본증가	(8)	(26)	(127)	(175)	(203)
배당금지급	8	26	127	175	203
<b>현금 증감</b>	(33)	149	126	297	236
기초현금	813	781	929	1,056	1,353
기말현금	781	929	1,056	1,353	1,589
Gross Cash flow	3,771	5,411	3,604	3,888	2,554
Gross Investment	(2,264)	2,222	1,099	1,064	2,115
<b>Free Cash Flow</b>	6,035	3,188	2,504	2,824	439

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	44,556	38,389	34,448	31,633	32,740
증가율(%)	(13.9)	(13.8)	(10.3)	(8.2)	3.5
매출원가	42,599	34,976	31,758	28,840	30,186
<b>매출총이익</b>	1,957	3,413	2,690	2,792	2,554
판매 및 일반관리비	404	409	428	471	488
기타영업손익	(7)	1	5	10	4
<b>영업이익</b>	1,553	3,003	2,262	2,321	2,066
증가율(%)	(36.9)	93.3	(24.7)	2.6	(11.0)
<b>EBITDA</b>	3,441	4,986	4,469	4,501	4,224
증가율(%)	(18.4)	44.9	(10.4)	0.7	(6.2)
<b>영업외손익</b>	(2,415)	(1,366)	(1,439)	(1,349)	(1,282)
이자수익	115	90	101	104	107
이자비용	1,676	1,506	1,455	1,421	1,388
지분법손익	105	137	13	51	84
기타영업외손익	(959)	(86)	(98)	(83)	(85)
<b>세전순이익</b>	(862)	1,638	823	972	785
증가율(%)	적전	흑전	(49.8)	18.2	(19.3)
법인세비용	(114)	489	248	301	251
<b>당기순이익</b>	(747)	1,149	575	671	534
증가율(%)	적전	흑전	(50.0)	16.7	(20.4)
지배주주지분	(761)	1,147	574	687	547
증가율(%)	적전	흑전	(50.0)	19.8	(20.4)
비지배지분	14	2	1	(17)	(13)
<b>EPS(원)</b>	(8,246)	12,422	6,217	7,446	5,927
증가율(%)	적전	흑전	(50.0)	19.8	(20.4)
수정EPS(원)	(8,246)	12,422	6,217	7,446	5,927
증가율(%)	적전	흑전	(50.0)	19.8	(20.4)

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(8,246)	12,422	6,217	7,446	5,927
BPS	104,286	117,308	115,090	120,637	124,364
DPS	0	1,455	1,900	2,200	2,100
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	-	2.8	6.4	5.4	6.7
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	12.3	8.5	9.1	8.4	9.0
배당수익률	0.0	4.2	4.8	5.5	5.3
PCR	0.6	0.6	1.0	0.9	1.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.5	7.8	6.6	7.3	6.3
EBITDA이익률	7.7	13.0	13.0	14.2	12.9
순이익률	(1.7)	3.0	1.7	2.1	1.6
ROE	(7.7)	11.2	5.4	6.3	4.8
ROIC	2.2	4.4	3.4	3.6	3.2
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	407.4	362.2	346.8	307.1	298.5
유동비율	77.2	79.8	84.2	93.9	96.8
이자보상배율	0.9	2.0	1.6	1.6	1.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.7	5.5	5.2	5.3	5.6
재고자산회전율	7.0	8.0	7.7	7.6	8.1
매입채무회전율	12.3	11.4	11.7	10.9	11.6

편집상의 공백페이지입니다

# 지역난방공사

## (071320)

### 안정적인 성장

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**128,000** 원(유지)

현재주가

**102,400** 원(11/24)

시가총액

**1,186**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자이견 BUY, 목표주가 128,000원 유지. '26년 매출액 4조원(-2%yoy), 영업이익 4,520억원(-9%yoy), 당기순이익 3,010억원(-9%yoy)로 전망. '22년 발생했던 열사업부 초과 손실분이 '23년을 시작으로 '26년 상반기까지 회수되고, 하반기부터는 높은 기저로 작용해 표면적으로는 실적이 감소할 수 있을 것이라 판단
- 당사는 올해 7월부터 화성, 동탄 발전소의 필수 가동 발전기 지정으로 발전소 가동률이 구조적으로 높게 유지될 수 있게 되었으며, 한국가스공사와 개별요금제를 계약하며 전력 판매량 증가와 추가 열판매가 이어져 이익 개선 지속 전망. 또한 '27년에도 추가 개별요금 계약이 예정되어 있어 실적 증가 기대 가능
- '25년 누적 미수금 증가 규모는 410억원으로 추정되며, 추가 요금 인상이 이루어질 경우 배당확대도 가능하다고 판단. 당사는 '26년 주당배당금을 6,400원으로 보수적으로 추정했으나 상황에 따라 추가 상향도 가능

주가(원,11/24)	102,400
시가총액(십억원)	1,186

발행주식수	11,579천주
52주 최고가	116,500원
최저가	39,250원
52주 일간 Beta	-0.06
60일 평균거래대금	26억원
외국인 지분율	5.2%
배당수익률(2025E)	6.8%

주주구성	
산업통상자원부 (외 4인)	75.0%
지역난방공사우리카주 (외 1인)	3.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	11.4	-15.0	48.6
절대기준	8.9	33.3	102.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자이견	BUY	BUY	-
목표주가	128,000	128,000	-
영업이익(25)	499	499	-
영업이익(26)	452	452	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	3,954	3,570	4,090	4,007
영업이익	315	328	499	452
세전순익	232	261	428	393
당기순이익	199	210	330	301
EPS(원)	17,222	18,151	28,490	25,518
증감률(%)	흑전	5.4	57.0	-10.4
PER(배)	1.4	2.3	3.6	4.0
ROE(%)	10.6	9.7	15.3	13.7
PBR(배)	0.1	0.2	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.9	7.2	6.7	6.7

자료: 유진투자증권

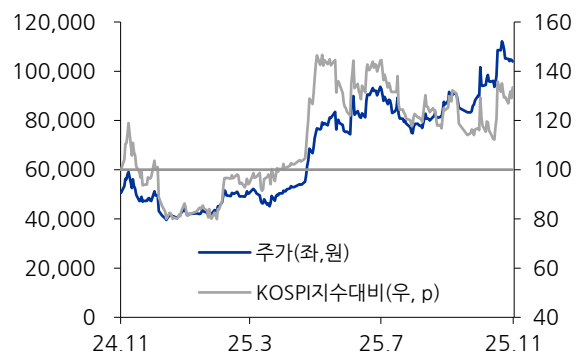


도표 77. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	<b>1,375</b>	<b>532</b>	<b>585</b>	<b>1,078</b>	<b>1,577</b>	<b>623</b>	<b>758</b>	<b>1,132</b>	<b>3,954</b>	<b>3,570</b>	<b>4,090</b>
열	720	204	135	525	842	252	136	576	1,454	1,584	1,805
전기	639	305	418	529	718	348	594	552	2,408	1,890	2,211
냉수	4	6	13	4	4	6	13	4	28	28	27
<b>영업이익</b>	<b>209</b>	<b>(23)</b>	<b>29</b>	<b>114</b>	<b>324</b>	<b>(10)</b>	<b>89</b>	<b>96</b>	<b>315</b>	<b>328</b>	<b>499</b>
열	136	(19)	12	50	160	(33)	38	24	262	179	190
전기	74	(2)	18	67	166	27	53	75	59	157	320
냉수	(2)	(3)	(1)	(4)	(2)	(4)	(2)	(4)	(6)	(9)	(11)
<b>OPM(%)</b>	<b>15.2</b>	<b>(4.4)</b>	<b>4.9</b>	<b>10.6</b>	<b>20.5</b>	<b>(1.5)</b>	<b>11.8</b>	<b>8.4</b>	<b>8.0</b>	<b>9.2</b>	<b>12.2</b>
열	18.9	(9.3)	8.8	9.6	19.1	(13.0)	28.1	4.2	18.0	11.3	10.5
전기	11.6	(0.5)	4.2	12.7	23.1	7.7	8.9	13.6	2.5	8.3	14.5
냉수	(39.5)	(47.6)	(4.6)	(81.8)	(62.2)	(60.3)	(12.1)	(81.8)	(22.2)	(31.5)	(40.6)

자료: 지역난방공사, 유진투자증권

## 지역난방공사(071320.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	7,968	8,362	8,531	8,466	8,633
유동자산	900	1,047	1,166	1,166	1,245
현금성자산	26	18	53	55	54
매출채권	806	991	1,050	1,049	1,125
재고자산	61	26	51	51	55
비유동자산	7,069	7,315	7,365	7,300	7,388
투자자산	845	754	864	847	890
유형자산	6,154	6,499	6,447	6,406	6,458
기타	70	62	54	47	40
<b>부채총계</b>	5,875	6,094	6,473	6,194	6,185
유동부채	2,028	1,688	1,792	1,793	1,844
매입채무	596	591	694	693	743
유동성이자부채	1,309	982	982	982	982
기타	123	115	116	117	119
비유동부채	3,847	4,406	4,681	4,401	4,341
비유동이자부채	2,799	3,359	3,624	3,334	3,263
기타	1,048	1,047	1,057	1,068	1,078
<b>자본총계</b>	2,093	2,268	2,058	2,272	2,448
지배지분	2,088	2,267	2,056	2,271	2,447
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,416	1,600	1,885	2,099	2,275
기타	501	496	0	0	0
비지배지분	5	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	2,093	2,268	2,058	2,272	2,448
총차입금	4,108	4,341	4,606	4,316	4,245
순차입금	4,082	4,323	4,553	4,261	4,191

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	(47)	529	115	680	547
당기순이익	199	210	330	301	261
자산상각비	314	335	359	356	357
기타비현금성손익	116	128	(595)	20	(44)
운전자본증감	(679)	(149)	20	1	(28)
매출채권감소(증가)	189	(25)	(59)	1	(76)
재고자산감소(증가)	(1)	35	(25)	0	(4)
매입채무증가(감소)	(495)	(15)	102	(1)	50
기타	(372)	(145)	1	1	1
<b>투자현금</b>	(634)	(624)	(300)	(308)	(403)
단기투자자산감소	1	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(2)	0	(1)
설비투자	640	649	297	307	402
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	751	200	220	(371)	(145)
차입금증가	513	225	265	(290)	(71)
자본증가	(11)	(20)	(45)	(81)	(74)
배당금지급	(11)	(20)	45	81	74
<b>현금 증감</b>	(25)	(7)	35	1	(1)
기초현금	39	14	7	42	43
기말현금	14	7	42	43	42
Gross Cash flow	632	678	95	679	576
Gross Investment	1,313	774	280	306	432
<b>Free Cash Flow</b>	(681)	(95)	(185)	372	144

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	3,954	3,570	4,090	4,007	4,212
증가율(%)	(5.3)	(9.7)	14.6	(2.0)	5.1
매출원가	3,540	3,137	3,490	3,443	3,706
<b>매출총이익</b>	413	433	600	563	505
판매 및 일반관리비	99	105	101	111	113
기타영업손익	(12)	6	(4)	10	2
<b>영업이익</b>	315	328	499	452	392
증가율(%)	흑전	4.2	52.2	(9.4)	(13.3)
<b>EBITDA</b>	628	663	858	808	749
증가율(%)	흑전	5.6	29.3	(5.8)	(7.2)
<b>영업외손익</b>	(82)	(67)	(71)	(59)	(53)
이자수익	6	8	32	35	37
이자비용	88	98	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	22	2	1	(1)
<b>세전순이익</b>	232	261	428	393	339
증가율(%)	흑전	12.2	64.3	(8.3)	(13.7)
법인세비용	33	51	99	91	78
<b>당기순이익</b>	199	210	330	301	261
증가율(%)	흑전	5.3	57.2	(8.6)	(13.6)
지배주주지분	199	210	330	295	250
증가율(%)	흑전	5.4	57.0	(10.4)	(15.3)
비지배지분	(0)	(0)	(0)	6	10
<b>EPS(원)</b>	17,222	18,151	28,490	25,518	21,617
증가율(%)	흑전	5.4	57.0	(10.4)	(15.3)
수정EPS(원)	17,222	18,151	28,490	25,518	21,617
증가율(%)	흑전	5.4	57.0	(10.4)	(15.3)

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	17,222	18,151	28,490	25,518	21,617
BPS	180,371	195,798	177,601	196,119	211,336
DPS	0	3,879	7,000	6,400	5,400
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	1.4	2.3	3.6	4.0	4.7
PBR	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	6.9	7.2	6.7	6.7	7.2
배당수익률	0.0	9.4	6.8	6.3	5.3
PCR	0.4	0.7	12.4	1.7	2.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	8.0	9.2	12.2	11.3	9.3
EBITDA이익률	15.9	18.6	21.0	20.2	17.8
순이익률	5.0	5.9	8.1	7.5	6.2
ROE	10.6	9.7	15.3	13.7	10.6
ROIC	4.8	4.1	5.8	5.3	4.6
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	195.0	190.6	221.3	187.6	171.2
유동비율	44.4	62.0	65.1	65.1	67.5
이자보상배율	3.6	3.3	4.8	4.8	4.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.4	4.0	4.0	3.8	3.9
재고자산회전율	65.2	82.0	106.6	78.7	79.9
매입채무회전율	4.7	6.0	6.4	5.8	5.9

편집상의 공백페이지입니다

# 한전 KPS (051600)

## 변동성보다는 안정성

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**58,000** 원(유지)

현재주가

**51,400** 원(11/24)

시가총액

**2,313**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자이견 BUY, 목표주가 58,000원 유지. 원전 테마에 따라 주가 변동성 크지만 50% 이상의 배당성향과 경영평가등급 하락으로 인한 노무비 감소 가능성, 계획예방정비 물량 증가 감안 시 안정적 실적과 주가 흐름을 전망
- '26년 매출액 1.6조원(+1%yoy), 영업이익 1,971억원(+18%yoy), 당기순이익 1,640억원(+20%yoy) 전망. '25년 경영평가등급 하락(A → B)으로 3년 경영 등급으로 결정되는 1회성 노무비가 감소하며 실적 개선 예상. 투입 M/H 효율화가 진행될 경우 수익성의 추가 개선도 충분히 가능하다고 판단
- 당사는 원전 정비 사업이 주력이라 해외 원전 이슈가 부각될 때마다 주가 변동성 확대. 그러나 발전 정비 산업 특성상 실적에 반영되기까지 10년이 걸리는 점을 감안하면 상기 이슈에 민감할 필요는 없다고 판단. 오히려 국내 노후석탄발전 폐쇄로 인한 중장기 일감 감소가 우려되는데, 남아공/필리핀 사업 본격화, 루마니아 사업 착공 '27년 시작, '26년 추가 해외 수주 가능성을 고려하면 매출 공백은 매울 수 있을 것이라 판단

주가(원,11/24)	51,400
시가총액(십억원)	2,313

발행주식수	45,000천주
52주 최고가	65,400원
최저가	38,000원
52주 일간 Beta	0.49
60일 평균거래대금	95억원
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(2025E)	3.7%

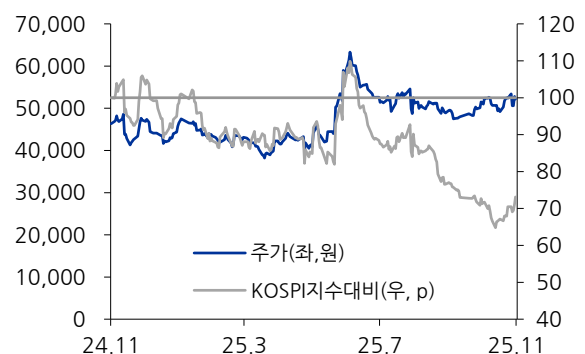
주주구성	
한국전력공사 (외 2인)	51.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	0.5	-32.0	-42.9
절대기준	-1.9	16.4	10.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자이견	BUY	BUY	-
목표주가	58,000	58,000	-
영업이익(25)	167	167	-
영업이익(26)	197	197	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,534	1,557	1,548	1,563
영업이익	199	209	167	197
세전손익	211	225	178	212
당기순이익	163	172	137	164
EPS(원)	3,615	3,832	3,047	3,648
증감률(%)	62.4	6.0	-20.5	19.7
PER(배)	9.4	11.5	16.9	14.1
ROE(%)	13.1	13.3	10.2	11.8
PBR(배)	1.2	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	8.3	7.1

자료: 유진투자증권



## 도표 78. 세부 실적 추이

단위: 십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
<b>매출액</b>	<b>343</b>	<b>429</b>	<b>354</b>	<b>431</b>	<b>288</b>	<b>454</b>	<b>394</b>	<b>413</b>	<b>1,557</b>	<b>1,548</b>	<b>1,563</b>
화력	104	152	101	152	115	186	108	151	509	559	570
원자력/양수	147	169	158	176	103	150	177	153	650	583	568
송변전	24	29	28	31	26	28	30	32	112	116	118
기타	68	79	67	73	44	90	79	77	287	291	307
<b>영업이익</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>8</b>	<b>66</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>209</b>	<b>167</b>	<b>197</b>
OPM(%)	15.2	17.4	11.8	9.5	2.7	14.5	12.0	11.3	13.5	10.8	12.6
세전이익	56	78	44	47	16	65	52	46	225	178	212
<b>당기순이익</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>11</b>	<b>51</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>172</b>	<b>137</b>	<b>164</b>
NPM(%)	12.7	13.9	9.6	8.2	3.9	11.2	10.8	7.8	11.1	8.9	10.5

자료: 한전 KPS, 유진투자증권

## 한전KPS(051600.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	1,597	1,690	1,746	1,788	1,851
유동자산	968	1,051	1,129	1,187	1,260
현금성자산	55	442	365	416	474
매출채권	841	524	679	685	700
재고자산	25	25	25	25	26
비유동자산	629	639	617	601	591
투자자산	171	172	171	173	177
유형자산	449	458	438	421	407
기타	9	9	8	7	7
<b>부채총계</b>	325	362	392	356	353
유동부채	319	347	345	341	339
매입채무	117	120	118	119	122
유동성이자부채	5	10	10	5	0
기타	197	217	217	217	217
비유동부채	6	14	47	15	15
비유동이자부채	3	2	35	2	2
기타	3	12	12	12	12
<b>자본총계</b>	1,273	1,328	1,354	1,433	1,498
지배지분	1,273	1,328	1,354	1,433	1,497
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,264	1,319	1,345	1,424	1,488
기타	(0)	1	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,273	1,328	1,354	1,433	1,498
총차입금	8	12	45	7	2
순차입금	(47)	(429)	(319)	(409)	(472)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	(38)	540	85	194	219
당기순이익	163	172	137	164	169
자산상각비	52	64	72	69	67
기타비현금성손익	167	195	33	(34)	(4)
운전자본증감	(363)	154	(157)	(5)	(13)
매출채권감소(증가)	(243)	328	(154)	(6)	(15)
재고자산감소(증가)	3	1	(0)	(0)	(1)
매입채무증가(감소)	(0)	(1)	(2)	1	3
기타	(124)	(174)	0	0	0
<b>투자현금</b>	30	(380)	(51)	(52)	(53)
단기투자자산감소	40	0	0	0	0
장기투자증권감소	86	162	0	0	0
설비투자	41	50	49	50	51
유형자산처분	3	2	0	0	0
무형자산처분	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>재무현금</b>	(65)	(111)	(111)	(90)	(109)
차입금증가	(7)	(14)	0	(5)	(5)
자본증가	(59)	(97)	(111)	(85)	(104)
배당금지급	59	97	111	85	104
<b>현금 증감</b>	(73)	51	(77)	52	58
기초현금	123	49	100	23	74
기말현금	49	100	23	74	132
Gross Cash flow	382	432	243	199	232
Gross Investment	373	226	209	57	65
<b>Free Cash Flow</b>	9	206	34	142	167

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	1,534	1,557	1,548	1,563	1,596
증가율(%)	7.3	1.5	(0.6)	0.9	2.1
매출원가	1,251	1,262	1,297	1,277	1,301
<b>매출총이익</b>	283	295	252	286	295
판매 및 일반관리비	84	86	84	89	94
기타영업손익	(12)	3	(2)	6	5
<b>영업이익</b>	199	209	167	197	202
증가율(%)	52.7	5.1	(20.1)	17.7	2.3
<b>EBITDA</b>	251	274	240	266	269
증가율(%)	41.0	9.0	(12.5)	11.2	0.8
<b>영업외손익</b>	12	16	11	15	16
이자수익	11	14	11	15	16
이자비용	1	1	1	1	1
지분법손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	1	2	1	1	1
<b>세전순이익</b>	211	225	178	212	218
증가율(%)	56.7	6.8	(20.9)	18.9	2.8
법인세비용	48	53	41	48	49
<b>당기순이익</b>	163	172	137	164	169
증가율(%)	62.4	6.0	(20.5)	19.7	2.8
지배주주지분	163	172	137	164	169
증가율(%)	62.4	6.0	(20.5)	19.7	2.8
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	3,615	3,832	3,047	3,648	3,750
증가율(%)	62.4	6.0	(20.5)	19.7	2.8
수정EPS(원)	3,615	3,832	3,047	3,648	3,750
증가율(%)	62.4	6.0	(20.5)	19.7	2.8

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,615	3,832	3,047	3,648	3,750
BPS	28,280	29,520	30,080	31,838	33,278
DPS	2,158	2,469	1,890	2,310	2,350
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	9.4	11.5	16.9	14.1	13.7
PBR	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	5.9	5.7	8.3	7.1	6.9
배당수익률	6.3	5.6	3.7	4.5	4.6
PCR	4.0	4.6	9.5	11.6	10.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	13.0	13.5	10.8	12.6	12.6
EBITDA이익률	16.4	17.6	15.5	17.0	16.8
순이익률	10.6	11.1	8.9	10.5	10.6
ROE	13.1	13.3	10.2	11.8	11.5
ROIC	13.4	15.1	13.4	14.9	15.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(3.7)	(32.3)	(23.6)	(28.5)	(31.5)
유동비율	303.7	302.6	327.2	348.0	372.2
이자보상배율	244.0	299.4	122.4	150.6	260.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	2.1	2.3	2.6	2.3	2.3
재고자산회전율	56.8	62.3	62.5	62.6	63.0
매입채무회전율	13.8	13.1	13.0	13.2	13.3

편집상의 공백페이지입니다

# 한전기술

## (052690)

### 신흥국 중심의 추가 수주 기대

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**100,000** 원(유지)

현재주가

**87,300** 원(11/24)

시가총액

**3,337**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지. '26년 매출액 5,520억원(+8%yoy), 영업이익 490억원(+51%yoy) 전망. SMR 정부 과제 수익은 회계 변경을 통해 영업이익으로 반영되며 실적 개선에 기여할 전망. 체코 원전 본계약 지연되고 있으나, 두코바니 원전 2호기의 파이낸싱이슈가 해결되며 본계약 체결을 가정. 다만, WEC와 한수원의 계약으로 체코 외 유럽 지역 수주 가시성은 낮아졌으며, 미국 대형 원전은 WEC의 AP1000을 중심으로 재편될 가능성이 커 추가 성장을 위한 신흥국 중심의 신규 수주가 필요. 사실상 MANUGA도 일본이 수행해 대형 원전 수주 모멘텀 자체는 크지 않다고 판단
- 기대되는 점은 한, 미 원자력 협정 개정으로 인한 재처리 이슈 해결. 신흥국을 중심으로 원전 수출을 싹쓸이 하고 있는 러시아의 경우 EPC부터 사용후핵연료 처리까지 토탈 패키지로 수주를 진행. 미국 AP1000 확대에 의한 2~3 차츰 수주 낙수 효과도 기대되나, 주가 상승을 위해서는 근본적인 문제의 해결이 더 중요하다고 판단

주가(원,11/24)	87,300
시가총액(십억원)	3,337

발행주식수	38,220천주
52주 최고가	121,700원
최저가	49,250원
52주 일간 Beta	1.42
60일 평균거래대금	345억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(2025E)	0.8%

주주구성	
한국전력공사 (외 2인)	53.1%
국민연금공단 (외 1인)	10.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-17.8	-13.2	-31.2
절대기준	-20.2	35.1	22.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	100,000	-
영업이익(25)	32	32	-
영업이익(26)	49	49	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	545	553	510	552
영업이익	29	55	32	49
세전손익	44	76	131	71
당기순이익	33	59	100	55
EPS(원)	854	1,531	2,617	1,431
증감률(%)	81.9	79.2	71.0	-45.3
PER(배)	72.7	34.6	33.4	61.0
ROE(%)	6.0	10.4	16.4	8.4
PBR(배)	4.3	3.5	5.2	5.0
EV/EBITDA(배)	46.1	25.6	57.8	45.7

자료: 유진투자증권

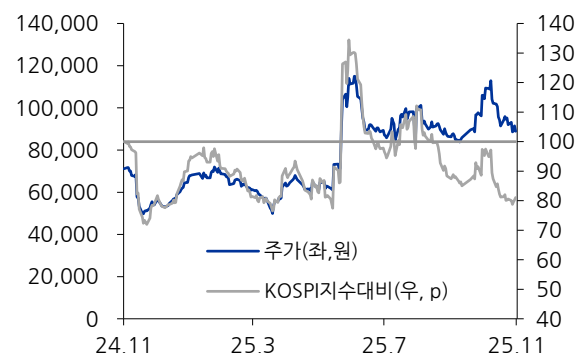
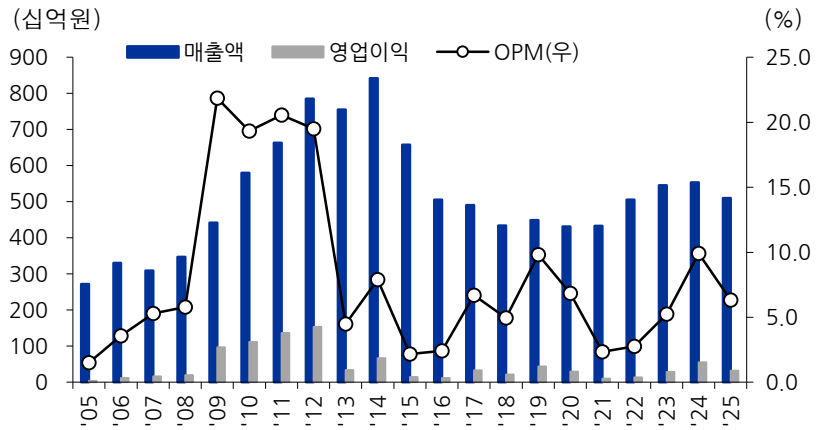


도표 79. 세부 실적 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	<b>128</b>	<b>127</b>	<b>106</b>	<b>193</b>	<b>96</b>	<b>102</b>	<b>115</b>	<b>197</b>	<b>545</b>	<b>553</b>	<b>510</b>
원자력	71	65	68	127	56	58	81	138	281	331	333
에너지신사업	28	35	21	38	21	19	10	27	168	122	78
원자로	29	27	16	28	19	25	24	32	96	100	99
<b>영업이익</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>1</b>	<b>(4)</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>55</b>	<b>32</b>
OPM(%)	7.2	10.4	5.4	13.9	1.2	(4.3)	10.7	11.8	5.2	9.9	6.3
세전이익	11	21	9	35	85	0	15	31	44	76	131
<b>순이익</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

자료: 한전기술, 유진투자증권

도표 80. 한전기술 실적 추이



자료: 한전기술, 유진투자증권

## 한전기술(052690.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	855	947	983	1,027	1,055
유동자산	452	576	638	687	722
현금성자산	56	51	163	187	204
매출채권	309	357	307	332	349
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	403	371	345	340	333
투자자산	131	112	104	112	118
유형자산	247	238	226	216	206
기타	25	21	16	12	9
<b>부채총계</b>	308	369	344	360	371
유동부채	250	361	335	351	362
매입채무	201	220	194	210	221
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	48	140	140	140	140
비유동부채	58	8	8	8	9
비유동이자부채	1	1	1	1	1
기타	57	8	8	8	8
<b>자본총계</b>	547	577	639	667	684
지배지분	547	577	639	667	684
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	0	0	0	0	0
이익잉여금	550	580	642	670	687
기타	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	547	577	639	667	684
총차입금	1	2	2	2	2
순차입금	(55)	(49)	(161)	(186)	(202)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	41	49	155	58	65
당기순이익	33	59	100	55	59
자산상각비	22	22	23	20	18
기타비현금성손익	56	72	8	(8)	(5)
운전자본증감	(73)	(102)	24	(9)	(6)
매출채권감소(증가)	(13)	(51)	50	(25)	(18)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	2	18	(26)	16	11
기타	(62)	(69)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(22)	(34)	(5)	(7)	(7)
단기투자자산감소	(36)	31	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	(1)	(0)
설비투자	3	5	4	5	5
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>재무현금</b>	(12)	(21)	(38)	(27)	(42)
차입금증가	(1)	(1)	0	0	0
자본증가	(11)	(20)	(38)	(27)	(42)
배당금지급	11	20	38	27	42
<b>현금 증감</b>	7	(6)	112	25	17
기초현금	45	52	47	158	183
기말현금	52	47	158	183	200
Gross Cash flow	110	152	131	67	72
Gross Investment	59	167	(19)	16	13
<b>Free Cash Flow</b>	51	(14)	150	51	59

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	545	553	510	552	581
증가율(%)	7.9	1.5	(7.8)	8.1	5.3
매출원가	417	386	368	389	410
<b>매출총이익</b>	128	167	142	163	171
판매 및 일반관리비	99	112	110	114	119
기타영업손익	2	13	(2)	4	4
<b>영업이익</b>	29	55	32	49	52
증가율(%)	104.9	91.9	(41.1)	51.1	7.1
<b>EBITDA</b>	50	77	55	69	71
증가율(%)	36.0	53.1	(28.7)	25.6	2.4
<b>영업외손익</b>	16	21	99	22	24
이자수익	6	6	5	13	15
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	9	16	94	9	9
<b>세전순이익</b>	44	76	131	71	76
증가율(%)	71.3	72.9	71.9	(46.2)	7.7
법인세비용	11	18	31	16	17
<b>당기순이익</b>	33	59	100	55	59
증가율(%)	81.9	79.2	71.0	(45.3)	7.7
지배주주지분	33	59	100	55	59
증가율(%)	81.9	79.2	71.0	(45.3)	7.7
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	854	1,531	2,617	1,431	1,541
증가율(%)	81.9	79.2	71.0	(45.3)	7.7
수정EPS(원)	854	1,531	2,617	1,431	1,541
증가율(%)	81.9	79.2	71.0	(45.3)	7.7

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	854	1,531	2,617	1,431	1,541
BPS	14,320	15,109	16,731	17,462	17,903
DPS	515	999	700	1,100	1,200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	72.7	34.6	33.4	61.0	56.6
PBR	4.3	3.5	5.2	5.0	4.9
EV/ EBITDA	46.1	25.6	57.8	45.7	44.4
배당수익율	0.8	1.9	0.8	1.3	1.4
PCR	21.5	13.3	25.4	49.7	46.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	5.2	9.9	6.3	8.8	9.0
EBITDA이익율	9.2	13.9	10.8	12.5	12.2
순이익율	6.0	10.6	19.6	9.9	10.1
ROE	6.0	10.4	16.4	8.4	8.7
ROIC	4.3	8.3	4.9	8.0	8.5
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(10.0)	(8.5)	(25.2)	(27.9)	(29.6)
유동비율	180.7	159.5	190.2	195.8	199.2
이자보상배율	297.2	694.8	272.7	412.0	441.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	1.8	1.7	1.5	1.7	1.7
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	2.7	2.6	2.5	2.7	2.7

편집상의 공백페이지입니다

# 포스코인터내셔널 (047050)

## 실적 증가와 우호적인 이슈들

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**69,000** 원(유지)

현재주가

**51,200** 원(11/24)

시가총액

**9,007**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 69,000원 유지. 높은 주주환원율과 실적 개선 감안하면 현재 주가는 바닥이라 판단
- '26년 매출액 35조원(+6%yoy), 영업이익 1.4조원(+22%yoy) 전망. 호주 세빅스 가스전 설비 증설로 물량 증가하며 평가 하락으로 인한 미얀마 가스전 실적 정체를 만회할 것이라 판단. 구동모터코어는 멕시코 2공장의 안정적인 가동이 예상되며, 초기 불량률 이슈가 해결되며 흑자 기조 유지 전망
- 이외에 희토류(美 ReElement Tech), 농축우라늄(美 Centrus, 한수원) 오프테이크 MOU를 체결하며 신사업도 예정대로 진행될 것으로 예상되며, 알래스카 LNG 및 국내 해상풍력 프로젝트 참여 등이 가시화되며 주가에 우호적인 상황이 펼쳐질 것이라 판단. 내년에는 본업 개선과 중장기 성장 스토리가 부각되며 주가 강세 지속될 전망

주가(원,11/24)	51,200
시가총액(십억원)	9,007

발행주식수	175,923천주
52주 최고가	64,800원
최저가	37,400원
52주 일간 Beta	0.81
60일 일평균거래대금	272억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률(2025E)	2.7%

주주구성	
포스코홀딩스 (외 4인)	70.7%
국민연금공단 (외 1인)	6.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.5	-36.8	-50.0
절대기준	-11.9	11.5	3.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	69,000	-
영업이익(25)	1,120	1,120	-
영업이익(26)	1,367	1,367	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	33,133	32,341	32,553	34,604
영업이익	1,163	1,117	1,120	1,367
세전손익	915	707	783	988
당기순이익	680	503	580	755
EPS(원)	3,831	2,925	3,300	4,212
증감률(%)	-19.9	-23.6	12.8	27.6
PER(배)	16.3	13.6	15.5	12.2
ROE(%)	13.4	8.1	8.8	10.8
PBR(배)	1.8	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.4	7.4	8.2	7.2

자료: 유진투자증권



도표 81. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	7,761	8,282	8,356	7,942	8,154	8,144	8,248	8,007	33,133	32,341	32,553
에너지	976	1,108	1,106	927	858	921	1,226	1,043	4,351	4,116	4,049
상사/기타	6,784	7,175	7,250	7,015	7,296	7,223	7,022	6,964	28,782	28,224	28,504
<b>영업이익</b>	265	350	357	145	270	314	316	221	1,163	1,117	1,120
에너지	139	200	195	79	135	165	197	88	673	612	585
상사/기타	127	148	163	65	131	149	119	132	502	503	531
<b>순이익</b>	183	190	238	(107)	204	91	210	76	680	503	580
<b>OPM(%)</b>											
전사	3.4	4.2	4.3	1.8	3.3	3.9	3.8	2.8	3.5	3.5	3.4
에너지	14.2	18.0	17.6	8.5	15.7	17.9	16.1	8.5	15.5	14.9	14.5
상사/기타	1.9	2.1	2.2	0.9	1.8	2.1	1.7	1.9	1.7	1.8	1.9

자료: 포스코인터내셔널, 유진투자증권

## 포스코인터내셔널(047050.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	16,618	17,336	18,113	19,226	20,110
유동자산	8,077	8,268	8,219	8,927	9,579
현금성자산	1,318	1,253	1,113	1,256	1,384
매출채권	4,432	4,484	4,577	4,963	5,320
재고자산	1,959	2,081	2,074	2,248	2,410
비유동자산	8,540	9,068	9,894	10,299	10,531
투자자산	2,504	2,275	2,284	2,380	2,462
유형자산	3,705	4,241	4,996	5,253	5,360
기타	2,332	2,553	2,614	2,666	2,709
<b>부채총계</b>	9,993	9,987	10,704	11,322	11,821
유동부채	6,275	6,660	6,823	7,088	7,334
매입채무	3,096	2,937	3,097	3,358	3,600
유동성이자부채	2,826	3,365	3,365	3,365	3,365
기타	353	357	361	364	368
비유동부채	3,718	3,327	3,881	4,234	4,487
비유동이자부채	3,435	3,042	3,593	3,944	4,195
기타	282	285	287	290	292
<b>자본총계</b>	6,625	7,349	7,409	7,904	8,289
지배지분	6,103	6,545	6,604	7,099	7,484
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	1,826	1,837	1,837	1,837	1,837
이익잉여금	3,337	3,635	3,952	4,446	4,832
기타	61	193	(63)	(63)	(63)
비지배지분	522	805	805	805	805
<b>자본총계</b>	6,625	7,349	7,409	7,904	8,289
총차입금	6,261	6,407	6,958	7,309	7,560
순차입금	4,944	5,155	5,845	6,053	6,177

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	1,483	1,206	1,074	1,064	1,170
당기순이익	680	503	580	755	821
자산상각비	538	511	684	717	738
기타비현금성손익	159	(95)	(2,418)	(2,310)	(2,363)
운전자본증감	(286)	(558)	73	(300)	(278)
매출채권감소(증가)	(214)	94	(93)	(386)	(357)
재고자산감소(증가)	91	(65)	7	(175)	(162)
매입채무증가(감소)	10	(483)	160	261	242
기타	(174)	(104)	(1)	(1)	(1)
<b>투자현금</b>	(27)	(846)	(1,500)	(1,026)	(889)
단기투자자산감소	28	142	0	0	0
장기투자증권감소	3	51	0	0	0
설비투자	462	754	1,133	654	512
유형자산처분	10	33	0	0	0
무형자산처분	(264)	(358)	(367)	(372)	(377)
<b>재무현금</b>	(1,225)	(176)	287	105	(154)
차입금증가	(964)	(251)	551	351	251
자본증가	(140)	(177)	(264)	(246)	(405)
배당금지급	(140)	(177)	264	246	405
<b>현금 증감</b>	(161)	(80)	(140)	143	127
기초현금	1,298	1,137	1,057	918	1,061
기말현금	1,137	1,057	918	1,061	1,188
Gross Cash flow	1,769	1,764	1,000	1,365	1,448
Gross Investment	341	1,546	1,427	1,326	1,167
<b>Free Cash Flow</b>	1,428	217	(426)	39	281

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	33,133	32,341	32,553	34,604	36,369
증가율(%)	(12.8)	(2.4)	0.7	6.3	5.1
매출원가	31,293	30,445	30,704	32,493	34,162
<b>매출총이익</b>	1,840	1,896	1,849	2,111	2,207
판매 및 일반관리비	676	779	729	744	758
기타영업손익	2	15	(6)	2	2
<b>영업이익</b>	1,163	1,117	1,120	1,367	1,448
증가율(%)	28.9	(4.0)	0.3	22.0	5.9
<b>EBITDA</b>	1,701	1,628	1,804	2,084	2,186
증가율(%)	30.5	(4.3)	10.8	15.5	4.9
<b>영업외손익</b>	(248)	(410)	(338)	(379)	(389)
이자수익	62	63	59	55	54
이자비용	282	292	312	319	329
지분법손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	(29)	(181)	(85)	(116)	(114)
<b>세전순이익</b>	915	707	783	988	1,059
증가율(%)	23.2	(22.7)	10.8	26.2	7.2
법인세비용	234	203	203	233	238
<b>당기순이익</b>	680	503	580	755	821
증가율(%)	12.5	(26.0)	15.1	30.3	8.8
지배주주지분	674	515	581	741	790
증가율(%)	14.3	(23.6)	12.8	27.6	6.6
비지배지분	7	(11)	(1)	14	31
<b>EPS(원)</b>	3,831	2,925	3,300	4,212	4,490
증가율(%)	(19.9)	(23.6)	12.8	27.6	6.6
수정EPS(원)	3,831	2,925	3,300	4,212	4,490
증가율(%)	(19.9)	(23.6)	12.8	27.6	6.6

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,831	2,925	3,300	4,212	4,490
BPS	34,693	37,201	37,542	40,354	42,544
DPS	1,000	1,550	1,400	2,300	2,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	16.3	13.6	15.5	12.2	11.4
PBR	1.8	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	9.4	7.4	8.2	7.2	6.9
배당수익률	1.6	3.9	2.7	4.5	4.9
PCR	6.2	4.0	9.0	6.6	6.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.5	3.5	3.4	4.0	4.0
EBITDA이익률	5.1	5.0	5.5	6.0	6.0
순이익률	2.1	1.6	1.8	2.2	2.3
ROE	13.4	8.1	8.8	10.8	10.8
ROIC	9.7	7.1	6.8	8.1	8.3
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	74.6	70.1	78.9	76.6	74.5
유동비율	128.7	124.2	120.5	126.0	130.6
이자보상배율	4.1	3.8	3.6	4.3	4.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	2.3	1.9	1.8	1.9	1.8
매출채권회전율	8.1	7.3	7.2	7.3	7.1
재고자산회전율	17.8	16.0	15.7	16.0	15.6
매입채무회전율	11.6	10.7	10.8	10.7	10.5

편집상의 공백페이지입니다

# LX 인터내셔널

## (001120)

### 물류를 중심으로 성장

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**34,000** 원(유지)

현재주가

**30,500** 원(11/24)

시가총액

**1,182**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 34,000원 유지. 실적 바닥 확인, 신사업 투자 기대감, 안정적 배당이 주요 투자 포인트
- '26년 매출액 17조원(+3%yoy), 영업이익 4,960억원(+69%yoy) 전망. 자원 사업은 석탄 가격이 바닥을 확인하고 완만한 상승세를 유지함과 동시에 올해 진행한 인니 GAM 광산 증산으로 안정적인 성장을 유지할 것이라 판단
- 물류는 올해 2월 투자한 메가와이즈 청라를 중심으로 사업 확대가 본격화되며 수익성 개선 지속될 전망. 당사가 추정하는 물류센터 통합으로 인한 임대료 절감 효과는 약 100억원 수준이며, 화장품 수출 등 K부티의 성장과 함께 동사의 실적 개선세도 지속될 것이라 판단. 보유 현금 감안하면 니켈, 구리 등 신규 광산 투자 검토는 지속될 것으로 예상되며, 중장기 주주 환원 확대도 기대 가능

주가(원,11/24)	30,500
시가총액(십억원)	1,182

발행주식수	38,760천주
52주 최고가	34,550원
최저가	23,700원
52주 일간 Beta	0.66
60일 평균거래대금	32억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(2025E)	6.6%

주주구성	
엘엑스홀딩스 (외 2인)	27.9%
국민연금공단 (외 1인)	9.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.6	-36.7	-45.6
절대기준	1.2	11.7	8.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	34,000	34,000	-
영업이익(25)	293	293	-
영업이익(26)	496	496	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	14,514	16,638	16,638	17,069
영업이익	433	489	293	496
세전손익	343	460	298	479
당기순이익	193	269	245	364
EPS(원)	3,021	4,533	6,188	9,012
증감률(%)	-77.3	50.1	36.5	45.6
PER(배)	9.7	6.0	4.9	3.4
ROE(%)	5.2	7.1	9.2	13.0
PBR(배)	0.5	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	3.3	3.1	3.9	2.9

자료: 유진투자증권



도표 82. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	3,776	4,074	4,560	4,228	4,048	3,830	4,508	4,251	14,514	16,638	16,638
자원	287	281	296	294	309	268	324	263	1,044	1,158	1,163
트레이딩/신성장	1,786	1,884	2,055	1,807	1,731	1,631	2,241	2,021	6,594	7,532	7,624
물류	1,703	1,908	2,210	2,127	2,009	1,931	1,943	1,967	6,814	7,948	7,851
<b>영업이익</b>	111	130	155	94	117	55	65	57	433	489	293
자원	26	33	35	16	34	9	11	3	109	110	57
트레이딩/신성장	50	41	41	28	38	11	17	18	155	159	84
물류	35	56	79	51	45	35	37	35	165	221	152
<b>OPM(%)</b>	2.9	3.2	3.4	2.2	2.9	1.4	1.4	1.3	3.0	2.9	1.8
자원	9.1	11.7	11.8	5.3	11.2	3.2	3.3	1.1	10.5	9.5	4.9
트레이딩/신성장	2.8	2.1	2.0	1.5	2.2	0.7	0.8	0.9	2.4	2.1	1.1
물류	2.0	3.0	3.6	2.4	2.2	1.8	1.9	1.8	2.4	2.8	1.9
<b>세전이익</b>	130	171	172	(13)	117	65	60	56	343	460	298
<b>당기순이익</b>	98	113	121	(62)	110	56	47	31	193	269	245

자료: LX 인터내셔널, 유진투자증권

## LX인터내셔널(001120.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	7,995	8,931	8,790	9,159	9,182
유동자산	4,034	4,577	4,426	4,484	4,613
현금성자산	1,202	1,250	1,152	1,081	1,084
매출채권	1,556	1,804	1,713	1,793	1,871
재고자산	905	878	909	951	993
비유동자산	3,962	4,354	4,363	4,675	4,569
투자자산	1,142	1,329	1,329	1,337	1,345
유형자산	1,584	1,745	1,790	2,127	2,047
기타	1,236	1,280	1,245	1,210	1,177
<b>부채총계</b>	4,920	5,611	5,577	5,674	5,358
유동부채	2,608	3,397	3,358	3,451	3,131
매입채무	1,792	1,953	1,910	1,998	2,086
유동성이자부채	570	1,022	1,022	1,022	610
기타	247	422	427	431	435
비유동부채	2,312	2,214	2,218	2,223	2,227
비유동이자부채	1,978	1,796	1,796	1,796	1,796
기타	334	418	422	426	431
<b>자본총계</b>	3,075	3,320	3,213	3,485	3,825
재배지분	2,272	2,660	2,554	2,825	3,165
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	100	174	174	174	174
이익잉여금	1,966	2,100	2,268	2,540	2,880
기타	13	192	(82)	(82)	(82)
비지배지분	803	659	659	659	659
<b>자본총계</b>	3,075	3,320	3,213	3,485	3,825
총차입금	2,547	2,818	2,818	2,818	2,406
순차입금	1,345	1,568	1,666	1,737	1,322

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	842	797	424	821	885
당기순이익	193	269	245	364	456
자산상각비	314	364	441	511	494
기타비현금성손익	(46)	(273)	(1,168)	(932)	(964)
운전자본증감	37	(122)	14	(35)	(35)
매출채권감소(증가)	81	(148)	91	(80)	(78)
재고자산감소(증가)	(110)	104	(31)	(42)	(42)
매입채무증가(감소)	120	(29)	(43)	89	87
기타	(55)	(50)	(2)	(2)	(2)
<b>투자현금</b>	(777)	(253)	(450)	(814)	(381)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	73	93	0	0	0
설비투자	97	107	421	785	351
유형자산처분	12	8	0	0	0
무형자산처분	(79)	(25)	(29)	(29)	(30)
<b>재무현금</b>	(178)	(398)	(72)	(78)	(501)
차입금증가	(155)	(186)	0	0	(412)
자본증가	(194)	(76)	(72)	(78)	(89)
배당금지급	(194)	(76)	72	78	89
<b>현금 증감</b>	(412)	79	(98)	(71)	3
기초현금	1,551	1,139	1,218	1,120	1,049
기말현금	1,139	1,218	1,120	1,049	1,052
Gross Cash flow	805	920	410	856	920
Gross Investment	740	375	436	850	415
<b>Free Cash Flow</b>	65	544	(26)	7	504

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	14,514	16,638	16,638	17,069	17,465
증가율(%)	(22.6)	14.6	(0.0)	2.6	2.3
매출원가	13,139	15,131	15,274	15,491	15,771
<b>매출총이익</b>	1,376	1,507	1,364	1,577	1,694
판매 및 일반관리비	943	1,018	1,071	1,081	1,103
기타영업손익	8	8	5	1	2
<b>영업이익</b>	433	489	293	496	591
증가율(%)	(55.1)	12.9	(40.0)	69.1	19.2
<b>EBITDA</b>	747	853	734	1,007	1,085
증가율(%)	(37.7)	14.2	(14.0)	37.2	7.7
<b>영업외손익</b>	(90)	(29)	5	(17)	13
이자수익	54	52	51	50	49
이자비용	116	124	125	128	98
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(28)	44	79	61	62
<b>세전순이익</b>	343	460	298	479	604
증가율(%)	(69.7)	34.3	(35.2)	60.3	26.1
법인세비용	149	191	54	115	148
<b>당기순이익</b>	193	269	245	364	456
증가율(%)	(75.2)	39.4	(9.2)	48.6	25.3
지배주주지분	117	176	240	349	429
증가율(%)	(77.3)	50.1	36.5	45.6	22.8
비지배지분	76	94	5	14	27
<b>EPS(원)</b>	3,021	4,533	6,188	9,012	11,070
증가율(%)	(77.3)	50.1	36.5	45.6	22.8
수정EPS(원)	3,021	4,533	6,188	9,012	11,070
증가율(%)	(77.3)	50.1	36.5	45.6	22.8

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,021	4,533	6,188	9,012	11,070
BPS	58,621	68,634	65,885	72,897	81,667
DPS	1,200	2,000	2,000	2,300	2,500
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	9.7	6.0	4.9	3.4	2.8
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	3.3	3.1	3.9	2.9	2.3
배당수익율	4.1	7.4	6.6	7.5	8.2
PCR	1.4	1.1	2.9	1.4	1.3
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	3.0	2.9	1.8	2.9	3.4
EBITDA이익율	5.1	5.1	4.4	5.9	6.2
순이익율	1.3	1.6	1.5	2.1	2.6
ROE	5.2	7.1	9.2	13.0	14.3
ROIC	7.5	7.7	6.2	9.3	10.7
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	43.8	47.2	51.9	49.8	34.6
유동비율	154.6	134.7	131.8	129.9	147.3
이자보상배율	3.7	3.9	2.3	3.9	6.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
매출채권회전율	9.1	9.9	9.5	9.7	9.5
재고자산회전율	18.1	18.7	18.6	18.3	18.0
매입채무회전율	7.9	8.9	8.6	8.7	8.6

**Compliance Notice**

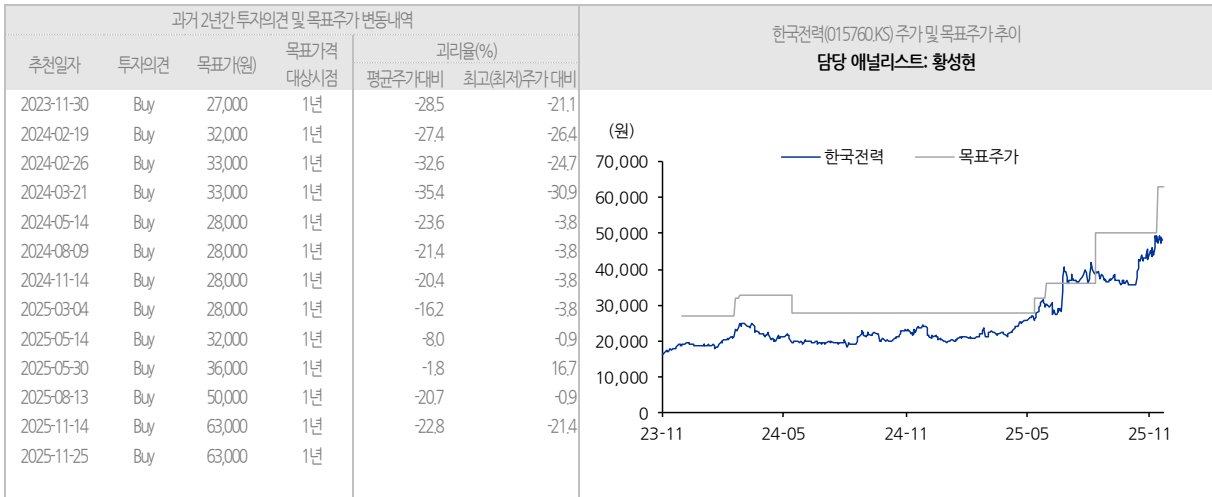
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 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/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)



지역별 차등 요금제가 불러올 나비효과

