유틸리티

10년 만에 돌아오는 배당 사이클

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 4일

지역난방공사(071320)
BUY | TP 140,000원(상향) | CP 93,600원

한국전력(015760)
BUY | TP 55,000원 | CP 45,050원

한전KPS(051600)
BUY | TP 62,000원 | CP 50,700원

원가 지표 양호. 유틸리티 기업 실적 개선 구간

최근 환율 약세가 확인되나 유가 하락의 영향력이 더 큰 상황이기 때문에 향후 국내 발전용 천연가스 가격 약세와 국내 SMP의 하락이 확인될 전망이다. 2024년 말 기준으로 한국가스공사의 장기도입계약 중 고가 물량이 만료되면서 기존 평균요금제 단가 하락으로 작용할 수 있다. 유가 등 가격 벤치마크가 적정 레벨을 유지할 경우 구조적인 SMP 약세 흐름 강화에 기여할 것으로 보인다. SMP 하락은 발전사업자 입장에서는 부정적 이슈지만 공공요금 관련 기업들에게는 수익성 확대의 기회로 작용한다. 향후 실적 성장은 유틸리티 기업의 배당성향 회복으로 이어질 가능성이 높다.

정부 배당 수요 증가. 배당성향 상향 가능성 높음

연초에 작게나마 배당이 집행되었기 때문에 향후 논점은 배당성향에 초점이 맞춰질 것이다. 재무상황 악화가 배당 약화의 근거였기 때문에 차입금 감소를 배당성향 확대의 기준점으로 볼 수도 있겠지만 과거에도 배당과 차입금은 별개였기 때문에 크게 고려할 대상은 아니다. 배당 정책의 근간이 잉여현금흐름이라면 논쟁의 여지가 없겠지만 공기업 배당 기준은 별도 당기순이익이다. 차입금 증가에도 배당이 이뤄진 사례는 다수 확인되며 배당 규모가 차입금 증가분보다 큰 사례도 볼 수 있다. 올해도 정부 세수 부족은 여전하고 배당 수취 필요성은 증가한 상황이기 때문에 적어도 기업 이익 체력이 개선되는 구간에서는 성향을 낮게 가져갈 개연성이 부족하다. 공공요금 관련 공기업들의 배당성향이 2024년 사업연도 대비 높아질 가능성은 매우 높으며 기존 가이드라인 40% 수준까지 상향될 것인지가 관건이다.

Top Picks: 지역난방공사, 한국전력. 고배당 가능성에 주목

2026년 유틸리티 섹터 Top Picks로 지역난방공사와 한국전력을 제시한다. 지역난방공사의 경우 그리 크지 않은 유동시총과 제한된 거래금액이 다소 아쉬운 부분이나 배당성향 40% 적용 시 배당수익률이 크게 제고될 수 있다는 점에서 상승여력이 가장 큰 상황으로 보인다. 한국전력의 경우 주요 원가 지표 추이에 따라 실적과 주가가 결정될 수밖에 없는 구조지만 2025년 하반기 유가와 환율의 흐름을 볼 때 SMP 하락에 따른 원가 절감이 나타날 수 있고 유의미한 실적 개선은 배당금 상향으로 이어질 것이다. 관심종목으로 한전KPS를 제시한다. 배당성향이 65% 수준으로 높기 때문에 성향 상향 등의 이벤트는 없을 전망이다. 다만 영업실적 측면에서 2026년 6월 발표될 경영평가 등급 결과에 따라 긍정적인 방향으로 변동성이 확대될 여지가 있고 높은 확률로 고배당주로 부각될 가능성이 존재한다.

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

목차

1. 2026년 전망: 고배당 3

1) 2026년 실적 전망 3
2) 여전히 우호적인 원가 흐름 4
3) 관건은 배당성향 5
4) Top Picks와 투자포인트 6

2. 배당이 늘어날 시점 7

1) 세수 부족과 출자기관 배당 추이 7
2) 정부 배당정책과 상장 공기업 배당성향 8
3) 유틸리티 기업 실적 개선 9

3. 국내 가스 가격 약세 국면 10

1) 유가와 환율 그리고 발전용 가스요금 10
2) 고가 장기도입계약 만료 11
3) 발전 Mix의 변화와 SMP 약세 12

4. 가스 가격 약세를 바라보는 각자의 입장 13

1) 한국전력: 유리 13
2) 지역난방공사: 유리 14
3) 한국가스공사: 중립(이하) 15
4) 발전사업자: 불리 16

5. 정책 비용 증가에도 급하지는 않은 전기요금 17

1) 온실가스배출권 정책 강화 17
2) CHPS 청정수소 입찰 취소 18
3) 고리 2호기 계속운전 허가 연기 19

기업분석 20

지역난방공사(071320) 21
한국전력(071320) 24
한전KPS(051600) 27

1. 2026년 전망: 고배당

1) 2026년 실적전망

2026년 커버리지 실적 전망
매출액 164.3조원
(YoY +1.5%)
영업이익 22.7조원
(YoY +18.5%)

2026년 유틸리티 커버리지 합산 매출액과 영업이익은 164.3조원, 22.7조원으로 전년대비 1.5%, 18.5% 증가할 것으로 예상된다. 실적 규모가 가장 큰 한국전력이 2026년 대비 외형 성장과 증익을 동시 달성할 것으로 기대되기 때문이다.

한국전력의 영업이익이 2025년 15.2조원에서 2026년 18.5조원으로 22.0% 증가가 예상되어 증익의 대부분을 구성한다. 한국가스공사는 요금기저 감소와 투자보수율 하락, 원자재 가격 하락으로 감익이 예상되나 LNG캐나다의 기여도에 따라 달라질 여지는 있다. 한전KPS는 2025년 1분기 이례적으로 부진했던 실적의 기저효과에 더해 2026년 경평등급 변화에 따른 노무비 감소 가능성을 감안하면 크게 개선될 전망이다. 지역난방공사는 신규 발전소 가동의 기저효과가 사라지지만 유가 약세와 열요금 마진 확대로 소폭 증익이 예상된다. 한전기술은 기존 잔고 소진으로 외형이 감소하는 구간이나 체코 원전 프로젝트 진행 시점에 따라 성장 및 증익 추세로 변경될 소지가 있다. SK가스는 울산GSP 이용률 정상화를 통해 SMP 약세를 극복할 수 있을지가 관건이다. SGC에너지는 온실가스배출권 정책 강화에 따른 가격 상승 수혜가 가능하나 아직은 SMP 하락에 따른 발전 부문 수익성 우려가 해소될 필요가 있다. SK이터닉스는 신안우이해상풍력 프로젝트 개발수익 인식 여부 및 규모에 따라 실적에 반영되는 시점에서 시장 눈높이를 상회할 가능성이 충분하다.

도표 1. 유틸리티 업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션(2026년)	구분	2024	2025F	2026F	2027F
한국전력 015760	PBR(배)/ROE(%) 0.5 / 22.0	매출액	93,399	97,295	97,652	97,811
		영업이익	8,365	15,192	18,531	18,437
		순이익	3,492	9,309	11,761	11,823
한국가스공사 036460	PBR(배)/ROE(%) 0.3 / 9.1	매출액	38,389	37,708	38,930	39,357
		영업이익	3,003	2,343	2,476	2,582
		순이익	1,149	858	1,084	1,235
지역난방공사 071320	PBR(배)/ROE(%) 0.4 / 11.2	매출액	3,570	4,037	4,025	4,087
		영업이익	328	476	474	456
		순이익	210	299	294	280
한전기술 052690	PBR(배)/ROE(%) 6.0 / 7.8	매출액	553	493	517	533
		영업이익	55	23	37	41
		순이익	59	95	49	55
한전KPS 051600	PBR(배)/ROE(%) 1.6 / 12.5	매출액	1,557	1,563	1,666	1,681
		영업이익	209	170	219	220
		순이익	172	136	172	173
SK가스 018670	PBR(배)/ROE(%) 0.8 / 11.6	매출액	7,096	8,282	8,927	8,930
		영업이익	287	491	483	483
		순이익	178	314	324	365
E1 017940	PBR(배)/ROE(%) 0.3 / 6.2	매출액	11,192	9,544	9,382	9,736
		영업이익	218	290	265	284
		순이익	63	95	110	126
SK이터닉스 475150	PBR(배)/ROE(%) 2.2 / 17.2	매출액	332	374	586	587
		영업이익	38	52	74	84
		순이익	22	45	56	65
SGC에너지 005090	PBR(배)/ROE(%) 0.4 / 5.3	매출액	2,355	2,513	2,629	2,539
		영업이익	190	147	177	179
		순이익	65	28	43	46

자료: 각 기업, 하나증권

2) 여전히 우호적인 원가 흐름

매크로 지표 대부분 상반기 대비 긍정적

연초 상반기말 현재
유가: 긍정 → 긍정 → 긍정
LNG: 부정 → 중립 → 긍정
석탄: 부정 → 긍정 → 중립
환율: 부정 → 긍정 → 부정

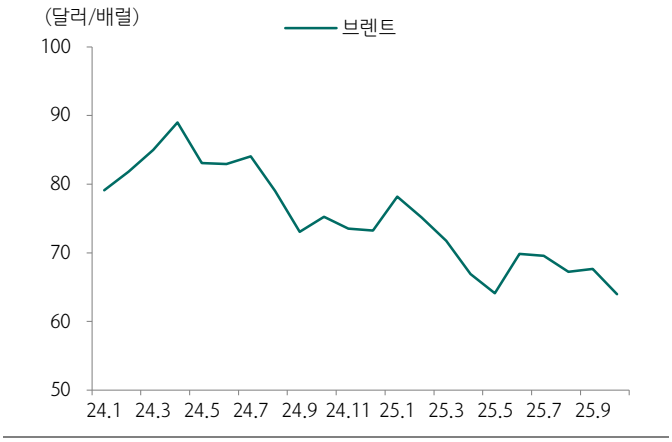
유가는 브렌트 기준 2025년 1월 평균 배럴당 78달러에서 출발했으나 10월 평균 64달러로 크게 낮아졌다. 러시아 제재에도 급등은 없었으며 OPEC+의 증산 완화에도 유가는 안정적인 모습이다. 5~6개월 시차를 감안하면 2026년 상반기 발전용 가스가격은 하락이 예상된다.

아시아 LNG 가격은 연초 mmbtu당 14달러에서 시작하여 하반기 평균 11달러 수준이 유지되고 있다. 10월 초 유럽의 가스 비축률은 83%로 2021년 이후 가장 낮다. 단기적으로 한파 여부가 중요하지만 장기적으로 주요국 수출물량 증가 시 접어들며 변동성 축소가 예상된다.

호주산 발전용 유연탄 가격은 2024년 말부터 약세를 기록해왔다. 연초 톤당 125달러에서 출발하여 4~5월 100달러 미만으로 낮아졌고 7~8월 110달러를 일시적으로 상회한 후 다시 104달러 수준으로 낮아졌다. 절대적인 연료비/구입비 규모에서 석탄 비중은 10년 전 대비 작아졌지만 원전 Mix 감소를 유연탄 증가로 대응할 수 있어 비용 절감 기조는 유의미하다.

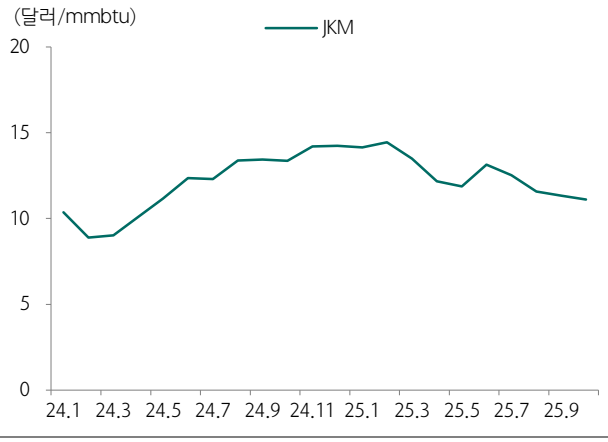
원/달러 환율은 1분기 평균 1,452원에서 2~3분기 1,400원 미만으로 하락했으나 10월부터 재차 약세 흐름을 보이며 10월 평균 1,423원으로 상승했다. 높은 기말환율은 한국가스공사 별도 당기순이익 증가 요인이나 당장 올해 기말까지도 불확실성이 존재한다. 한국전력에도 환율 약세는 부담 요인이지만 유가 하락 영향이 환율 상승 효과를 충분히 상쇄 가능하다.

도표 2. 국제유가 추이 (브렌트)



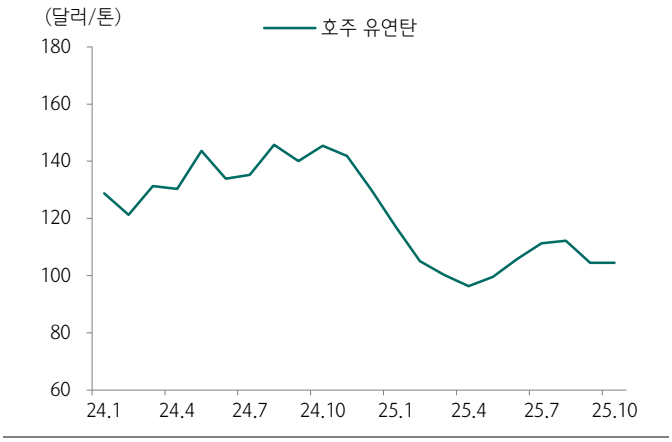
자료: Datastream, 하나증권

도표 3. LNG 가격 추이 (JKM)



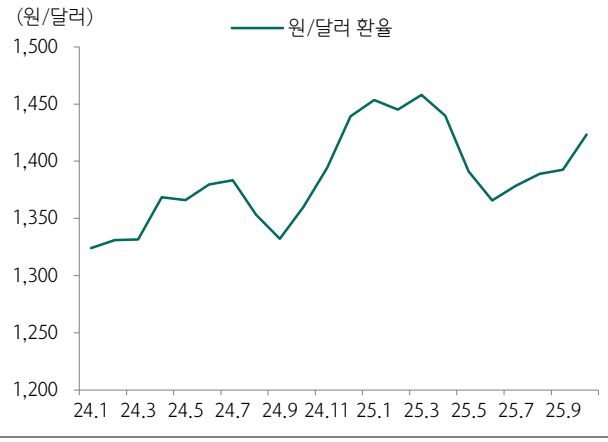
자료: Datastream, 하나증권

도표 4. 유연탄 가격 추이 (호주산)



자료: Datastream, 하나증권

도표 5. 원/달러 환율 추이



자료: Datastream, 하나증권

3) 관건은 배당성향

과거에도 차입금과 배당은 별개
2026년 확인될 배당성향이 중요
25% 또는 40% 또는 그 이상

2024년 결산 실적이 발표되던 2월 전후 유틸리티 종목들에 대해 제기된 이슈는 배당 재개 여부였다. 배당 재개와 중단 지속 각각의 가능성에 대해 충분히 합리적인 근거들이 있었던 상황이었다. 배당 재개의 경우 오랜 당기순손실에서 회복하여 흑자를 기록했고 정부 세수가 상당히 부족한 상황이었기 때문에 그 동안 배당을 실시하지 못했던 유틸리티 기업에 대한 배당 요구가 제기될 수 있는 국면이었다. 반면 배당 중단의 경우 한국전력은 누적된 별도 당기순손실 규모가 35조원에 달하는 수준이었고 한국가스공사는 미수금이 14조원을 상회한 시기였다. 지역난방공사는 흑자로 전환했고 부채비율도 가장 낮아 제일 나은 상황이었지만 회계방식 변경 이후 미수금이 증가하는 구간이었기 때문에 낙관이 어려웠다.

2025년의 경우 전년대비 훨씬 상황은 나아졌지만 지금도 비슷한 맥락의 의견차이가 존재할 수 있는 것은 마찬가지인 상황이다. 다만 연초에 이미 작게나마 배당이 집행되었기 때문에 2025년 당시 논의 주제였던 재개 여부보다는 배당 성향에 초점이 맞춰질 것이다. 재무상황 악화가 배당 약화의 근거였기 때문에 차입금 감소를 배당 성향 확대의 기준점으로 간주할 수 있겠으나 과거에도 배당과 차입금은 별개였기 때문에 크게 고려할 대상은 아니다. 배당 정책의 근간이 잉여현금흐름이라면 논쟁의 여지가 없겠지만 공기업 배당 기준은 별도 당기순이익이다. 차입금 증가에도 배당이 이뤄진 사례는 다수 확인되며 배당금 규모가 차입금 증가분보다 더 큰 사례도 볼 수 있다.

올해도 정부 세수 부족은 여전하고 배당 수취의 필요성은 증가한 상황이라서 적어도 이익 체력이 개선되는 구간에서는 배당성향을 기존 원칙 대비 낮게 가져갈 개연성이 부족하다. 2026년까지도 실적 성장이 예상되고 있기 때문에 유틸리티 기업 배당성향 회복으로 이어질 가능성이 높다.

도표 6. 유틸리티 3개 기업의 배당 시행 여부 및 총차입금 증감 추이

(단위: 십억원)

한국전력	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
배당 여부	X	O	O	O	O	O	X	X	O	X	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	증가	감소	감소	감소	증가	증가	증가	감소	증가	증가	증가	감소
배당금 규모	-	56	321	1,990	1,271	507	-	-	781	-	-	-	137
차입금 증감규모	4,204	1,036	(2,689)	(6,478)	(4,299)	368	3,762	5,270	(205)	7,872	37,802	12,697	(1,813)
FCF	248	292	(117)	1,399	(915)	17	(671)	360	(320)	(52)	44	1,134	(1,101)
한국가스공사	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
배당 여부	O	X	O	O	X	X	O	O	X	O	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	증가	증가	감소	감소	감소	증가	증가	감소	증가	증가	감소	감소
배당금 규모	119	-	22	15	-	-	119	33	-	234	-	-	127
차입금 증감규모	4,004	2,256	1,663	(2,646)	(2,143)	(1,583)	2,002	428	(2,525)	4,006	17,266	(4,893)	(415)
FCF	46	(22)	(6)	(29)	126	(66)	(74)	3	0	(4)	10	(292)	1,438
지역난방공사	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
배당 여부	O	O	O	O	O	O	X	X	O	O	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	감소	감소	증가	증가	증가	증가	증가	감소	증가	증가	증가	증가
배당금 규모	43	35	24	42	44	33	0	0	11	9	-	-	45
차입금 증감규모	40	(21)	(61)	36	209	279	63	290	(169)	143	574	527	233
FCF 규모	34	(0)	(35)	3	2	28	(26)	11	10	(15)	16	0	27

자료: Quantiwise, 하나증권

4) Top Picks와 투자포인트

Top Picks
지역난방공사 / 한국전력

관심종목
한전KPS

2026년 유틸리티 섹터 Top Picks로 지역난방공사와 한국전력을 제시한다. 지역난방공사의 경우 그리 크지 않은 유동시총과 제한된 거래금액이 다소 아쉬운 부분이나 배당성향 40% 적용 시 배당수익률이 크게 제고될 수 있다는 점에서 상승여력이 가장 큰 상황으로 보인다. 한국전력의 경우 주요 원가 지표 추이에 따라 실적과 주가가 결정될 수밖에 없는 구조지만 2025년 하반기 유가와 환율의 흐름을 볼 때 SMP 하락에 따른 원가 절감이 나타날 수 있고 유의미한 실적 개선은 배당금 상향으로 이어질 전망이다.

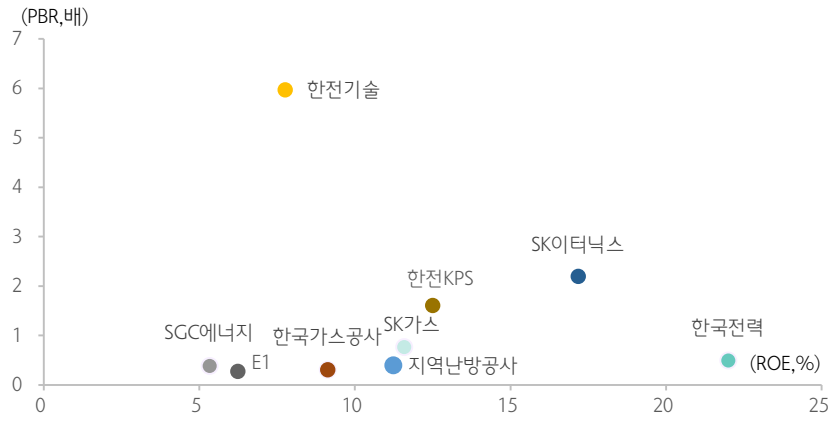
실적 회복 그리고 배당금의 절대적인 규모 증가는 충분히 예상되는 부분이다. 한국전력의 경우 2025년은 배당성향 수준에 따라 별도 차입금이 증가할 가능성이 있다. 하지만 이러한 제약 요인의 경우 2026년에는 실적 개선으로 해소될 가능성이 충분하다. 만약 배당성향이 40%로 정상화될 경우 지역난방공사는 11.1%, 한국전력은 5.6% 수준의 Yield가 예상된다.

관심종목으로 한전KPS를 제시한다. 이미 배당성향이 65% 수준으로 높기 때문에 성향 상향 등의 이벤트에 따른 큰 변화는 없을 것이다. 다만 영업실적 측면에서 2026년 6월에 발표될 경영평가 등급 결과에 따라 긍정적인 방향으로 변동성이 확대될 여지가 있고 높은 확률로 고배당주로 부각될 가능성이 존재한다.

도표 7. 유틸리티 커버리지 PBR-ROE Chart (2026년 실적 기준)

종목명 / PBR(배) / ROE(%)

지역난방공사 / 0.4 / 11.2
한국전력 / 0.5 / 22.0
한전KPS / 1.6 / 12.5

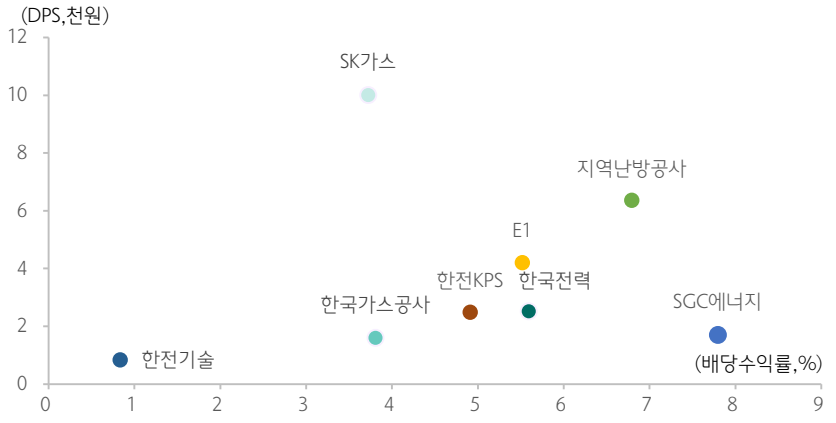


자료: 각 사 추정 재무모델, 하나증권

도표 8. 유틸리티 커버리지 DPS-예상배당수익률 (2026년 실적 기준)

종목명 / DPS / 배당수익률(%)

지역난방공사 / 6,360 / 6.8
한국전력 / 2,520 / 5.6
한전KPS / 2,490 / 4.9



자료: 각 사 추정 재무모델, 하나증권

2. 배당이 늘어날 시점

1) 세수 부족과 출자기관 배당 추이

최근 배당은 국책은행 주도
이제 유틸리티도 동참 가능

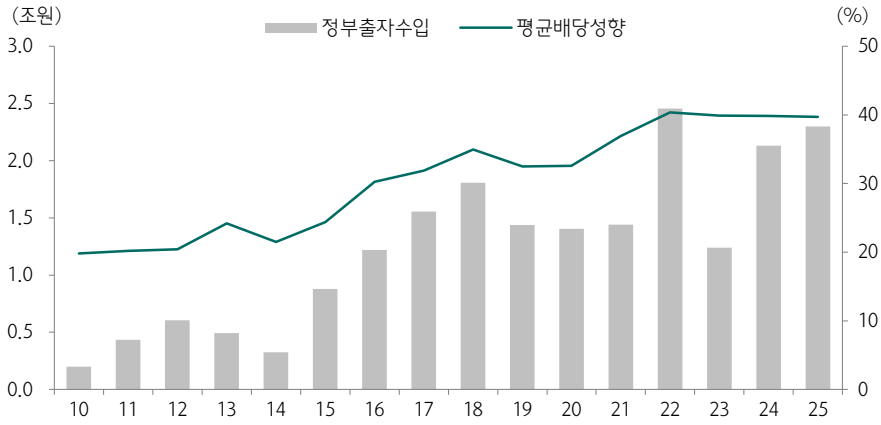
2022년 52.5조원 초과 세수가 발생한 이후 이후 2023년과 2024년 결손 56.4조원, 30.8조원으로 세수 결손을 기록해왔고 2025년에도 12.5조원 가량의 세수 결손이 예상되는 상황이다. 한 번 완화된 세금은 복구가 쉽지 않다. 2026년에는 지방선거가 있고 세간의 평가처럼 선거 이벤트를 앞두고 증세 정책을 주도하기 어려운 것도 현실이다. 주요 선거는 4~5년 주기로 이뤄지지만 재보궐 등을 고려하면 거의 매년 이뤄지는 양상이기 때문에 증세를 통한 세수 확보는 사실상 매년 고비가 있다. 정부가 세수를 늘리는 가장 손쉬운 수단 중 하나는 정부 출자기관 배당을 높이는 것이다.

과거 출자기관 배당성향을 보면 2019년~2021년은 가이드라인 대비 상당 부분 미달했지만 2023년~2025년은 -0.3%p 미만으로 지켜지는 중이다. 최근에 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행 등 금융위 소속 기관들로부터 배당을 많이 수취했다. 2023년~2025년 배당수입 중 국책은행 3사의 비중은 57.6%, 71.7%, 67.3%로 압도적이다. 과거 2016년~2018년에는 국책은행에 더해 한국전력공사, 인천국제공항공사, 한국토지주택공사도 비중이 높았고 3사 합산 비중은 62.3%, 56.8%, 57.2%로 유의미했다. 특히 2016년에는 한국전력이 전체 배당수입의 29.7%를 차지했다. 올해는 유틸리티 배당을 눈여겨볼 수 있는 시점이다.

출자수입 변동성은 큰 편이나
평균 배당성향은 대체로 준수

상장 유틸리티 기업으로부터
배당 수취 유인 높은 상황

도표 9. 정부출자수입 추이



자료: 기획재정부, 하나증권

도표 10. 2016년~2018년 정부 출자기관 배당수입 상위 10개사 추이

2016년	배당금	2017년	배당금	2018년	배당금
한국전력공사	**3,622**	한국토지주택공사	3,764	한국토지주택공사	4,681
인천국제공항공사	2,706	인천국제공항공사	3,473	인천국제공항공사	4,725
중소기업은행	1,491	**한국전력공사**	**2,313**	중소기업은행	2,067
한국토지주택공사	1,263	중소기업은행	1,608	한국산업은행	1,471
한국공항공사	655	주택도시보증공사	1,352	주택도시보증공사	1,025
주택도시보증공사	633	한국공항공사	660	**한국전력공사**	**923**
부산항만공사	427	한국주택금융공사	584	한국공항공사	679
한국도로공사	324	한국농어촌공사	386	한국주택금융공사	572
한국자산관리공사	158	부산항만공사	339	한국수출입은행	395
한국투자공사	150	한국도로공사	316	한국도로공사	388

자료: 기획재정부, 하나증권

2) 정부 배당정책과 상장 공기업 배당성향

정책을 기반으로 산정되는 배당성향으로 회귀할 시점

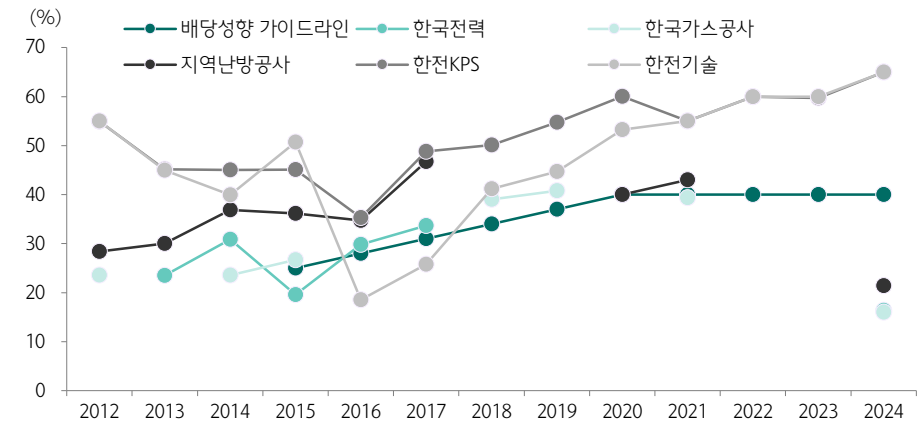
정부 출자기관의 평균 배당성향은 2014년 제시된 정부 배당정책 가이드라인에 따라 2015년 25%를 시작으로 2020년까지 40%까지 상향되었다. 보도자료 등 공시적인 출처가 정확하지 않지만 언론에 따르면 기재부는 지난 2022년에 기존 배당성향 목표치 40%를 2026년까지 유지할 것으로 결정했다. 2024년 이전을 기준으로 보면 해당 가이드라인에서 벗어난 시기는 4회다. 2015년 가이드라인 첫 적용 당시에 자산 매각으로 순이익이 과도하게 증가했던 한국전력(기준 25% 대비 5.42%), 2016~2017년 한전기술(기준 28% 대비 -9.48%, 31% 대비 -5.21%), 2021년 한국가스공사(기준 40% 대비 -0.62%) 외에 없었고 대체로 상회해왔다.

동유럽 분쟁 이후 공공요금 관련된 3개 기업들의 적자/미수금이 급격하게 증가해 2022년과 2023년은 해당 공기업들의 배당이 불가능했다. 이후 원자재 가격 안정화로 2024년에는 3개 기업의 별도 당기순이익이 흑자로 전환되었고 지속되어온 세수부족 현상과 맞물려 배당을 재개할 개연성이 높아졌다. 한편 대정부질의 등에서 공기업 배당과 관련된 부조리한 상반된 인식이 부각되며 배당을 하지 못했다. 배당을 하면 외화유출이라고 비난하는 논조와 결이 다르긴 하지만 부채를 갚는 것이 우선이란 의견이 지배적인 상황에서 배당 재개는 어려웠던 것으로 보인다. 배당은 정부(기획재정부)가 배당협의체를 구성해서 결정하지만 여론은 개별 공기업이 대응해야 하는 다소 불합리한 부분이 존재한다.

결론적으로 한 해 건너 2025년 2월 배당 재개가 결정되었으나 배당성향은 정책적인 기원을 찾기 어려운 16.4%(한국전력), 16.0%(한국가스공사), 21.4%(지역난방공사)로 결정되었다. 그나마 제일 높았던 지역난방공사의 경우 자체적인 배당 목표를 공시로 제시한 바 있으나 지켜지지 않았고 개념으로 정의된 조정당기순이익의 대부분을 배당 재원으로 사용한 것으로 보인다. 여기서도 개별 공기업의 의사결정 권한은 많지 않은 것을 확인할 수 있다. 차입금 상환과 배당 집행 사이 우선순위의 간극은 모두 합당한 필요성과 근거들을 기반으로 하고 있기 때문에 동시에 감당할 수 있을 정도로 실적이 개선되지 않는 한 지속될 수밖에 없다.

적자로 인한 배당 불가 제외 시 정부 가이드라인 하회 횟수 4번

도표 11. 주요 상장 공기업(유틸리티) 배당성향 추이



자료: Dart, 하나증권

3) 유틸리티 기업 실적 개선

법률은 특정 미래 시점에서도 해결이 가능한 당위적인 이슈

한편 누적된 정부 세수 부족은 당장 대책이 필요한 현실 문제

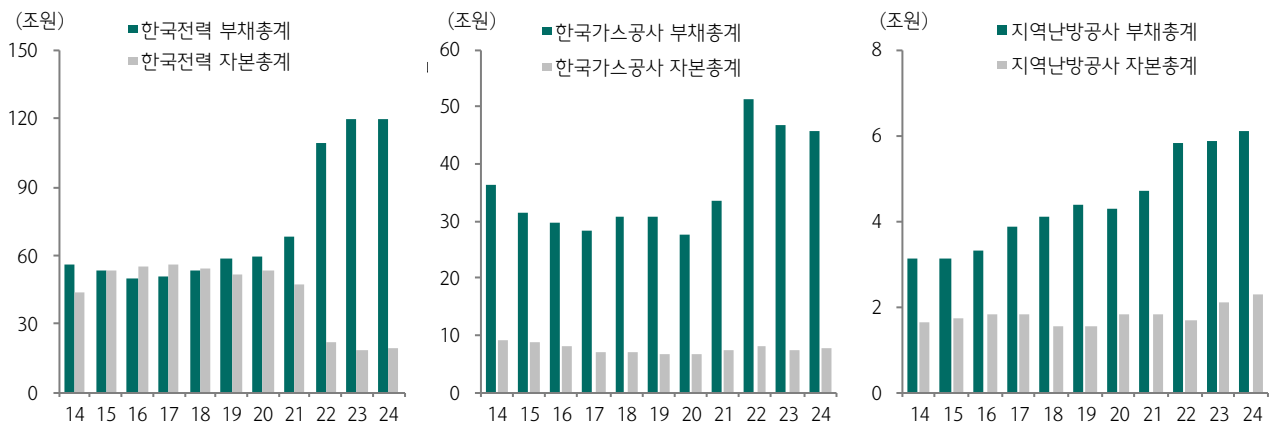
유틸리티 기업 실적 회복 감안 배당은 크게 걱정할 요인이 아님

적어도 2025년 결산 실적 기준 배당은 전년대비 개선될 여지가 많다. 실적이 좋아야 배당이 가능한데 지금은 실적이 개선되는 국면에 있기 때문이다. 개별 주체의 가능성 부여에 따라 별도 당기순이익 대비 25% 또는 40% 이상으로 배당성향을 전망할 수 있다. 해당 수치는 현재 정부가 추진 중인 세법개정안과 관련된 숫자다. 최종 결과에 따라 조정 여지가 있지만 법률로 제시된 숫자를 공기업이 대체로 따라갈 것이라는 가정 하에 기대할 수 있는 근거다.

관건은 배당을 실시하면서 차입금이 증가하는지의 여부다. 다만 이는 극도로 보수적인 관점에서의 접근이다. 이전에도 배당을 실시할 때 현금흐름과 무관하게 배당을 집행한 사례가 대부분이기 때문이다. 한국가스공사는 지난 2021년 회계연도 DPS를 2.728원으로 결정했다. 배당성향은 39.38%로 별도 당기순이익 5,945억원 중 2,341억원이 집행되었다. 한편 해당 별도 세전이익에는 해외 자원개발 자산(호주 GLNG) 장부가치 재산정에 따른 손상차손 환입 5,513억원 반영되어 있었다. 비현금성 이익을 제외하면 사실상 당기순이익 이상으로 배당을 실시한 것으로 볼 수 있다. 당장 2024년만 보더라도 배당과 차입금은 상보적인 관계가 아닌 것을 알 수 있다. 배당성향이 높지는 않았지만 적어도 배당을 집행하면서 순차입금 증가에 기여한 것이기 때문이다.

이는 사채발행한도를 바라보는 당위성과 현실적 이슈와 맞닿아 있다. 한국가스공사는 이미 도시가스사업법이 규정하고 있는 별도 부채비율 400% 미만을 위반하고 있는 상황이지만 별다른 제재가 없다. 한국전력의 경우 개정된 한국전력공사법을 아직 법을 어기지 않았다. 2022년에 법을 바꿨기 때문이다. 만약 2027년 기말이 다가오는 2027년에 사채발행한도를 2배로 낮출 수 있을지에 대해서는 회의적이다. 2배로 낮출 수 있을 만큼 재무적인 여력이 회복되어야 하는데 아직은 속도가 미진하기 때문이다. 향후 법률 개정을 통해서 2배 일몰 시점을 늦추는 절차가 동반될 개연성이 높다. 당장 전기요금을 두 자리 수 증가율로 조정할 경우 나타나게 될 혼란보다는 훨씬 낫기 때문이다. 과거 배당과 차입금 관계는 약했고 현재 개별 기업 실적은 개선되고 있으며 향후 정부의 세수 부족은 여전할 것이다. 따라서 당장 배당이 확대될 가능성에 높은 가중치를 두는 것이 타당하다고 판단된다.

도표 12. 별도 기준 한국전력-한국가스공사-지역난방공사 부채 및 자본 추이



자료: Dart, 하나증권

3. 국내 가스 가격 약세 국면

1) 유가와 환율 그리고 발전용 가스요금

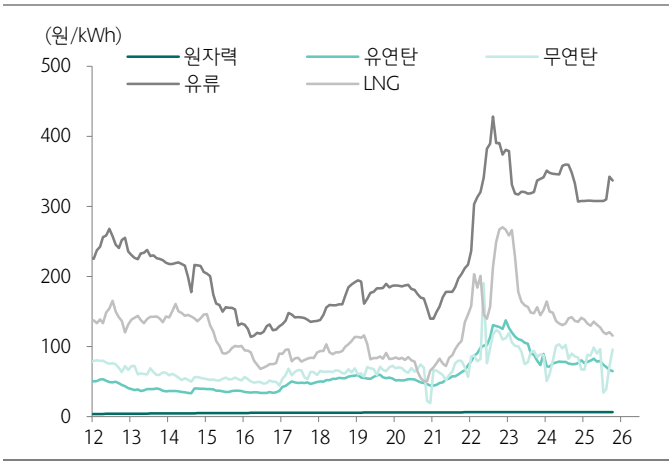
하반기 유가와 가스가격 안정화
2026년 상반기에도 긍정적 영향

2025년 유가 추이를 보면 WTI는 1월 75.6달러/배럴에서 10월 60.9달러/배럴로 크게 낮아졌다. 10월 중에는 배럴당 60달러를 약 2주 가량 하회한 적도 있다. 구조적인 공급과잉에 대한 판단은 시장 지배력이 높은 OPEC의 결정에 따라 달라지기 때문에 확신을 어렵겠지만 적어도 지금은 러시아 제재로 공급이 줄어드는 것보다 OPEC의 감산 완화에 초점이 맞춰져 있는 국면이기 때문에 우려 요인은 많지 않다고 판단된다.

원/달러 환율은 6월 1,366원을 저점으로 10월 평균 1,423원으로 상승했다. 2024년 12월에 급격히 약세가 진행되었던 당시 1,442원 레벨과 크게 차이가 나지 않는 수준이다. 시간을 두고 국내 수입 물가의 상승으로 연결될 수밖에 없다. 다만 적어도 천연가스 가격의 경우 환율과 함께 영향을 미치는 변수인 유가 하락 효과가 더욱 큰 상황이기 때문에 원화 약세에 따른 도입단가 상승 이슈를 만회할 것으로 보인다.

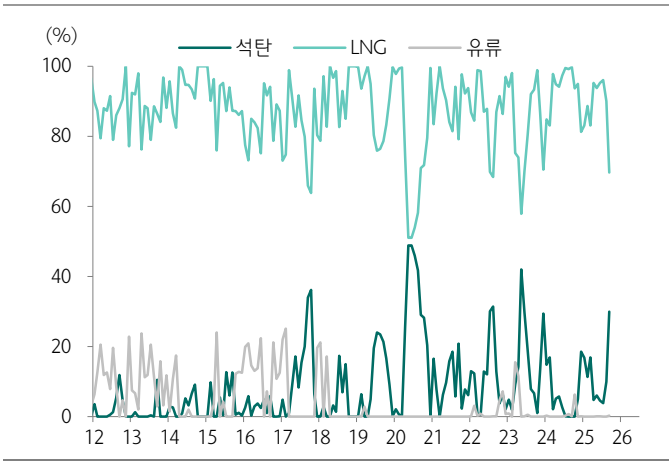
11월 발전용 천연가스 요금은 15.6원/MJ로 전년대비 21.1% 하락했다. 4월 19.9원을 단기 고점으로 꾸준하게 하락하는 추세다. 연중 유가 및 환율 변동을 후행하여 반응하기 때문에 월 단위 등락 가능성은 존재하지만 적어도 추세는 약세로 수렴하는 중이다. SMP 결정비중 가운데 LNG가 차지하는 비중이 평균 90% 수준으로 절대적이라는 점에서 천연가스 가격은 중요하다. 유연탄의 결정비중은 수요가 적은 비수기에 집중된다는 점에서 사실상 천연가스 가격이 전력시장 비용의 많은 것을 결정한다. 따라서 유가 안정화는 발전용 천연가스 가격 약세와 국내 SMP의 하락으로 이어질 전망이다.

도표 13. 연료비단가 (10월 LNG YoY -15.6%)



자료: EPSIS, 하나증권

도표 14. 연료원별 SMP 결정비중 (9월 기저전원비중 30.9%)



자료: 한국전력, 하나증권

2) 고가 장기도입계약 만료

발전용 천연가스 가격은 평균요금제 Mix 변화로 구조적 약세 구간 진입

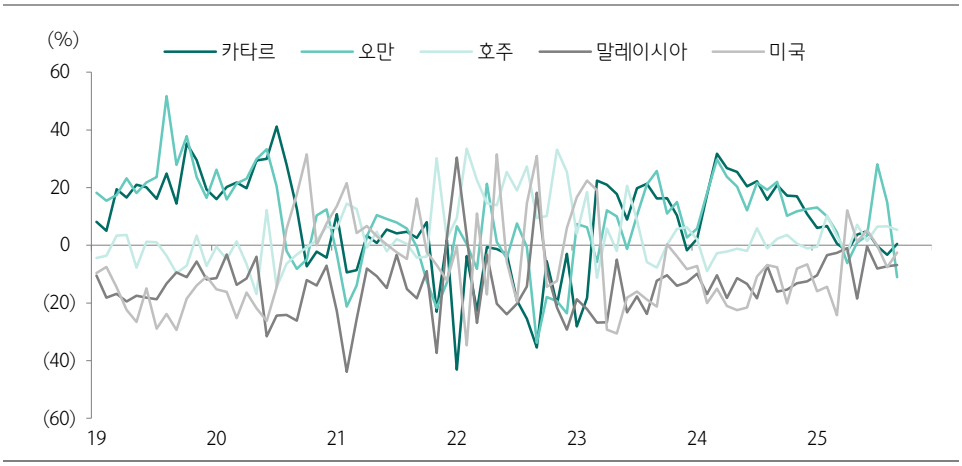
2024년 말 기준으로 한국가스공사의 장기도입계약 포트폴리오의 변화가 컸다. 1999년부터 카타르에서 도입하던 492만톤과 2000년부터 오만에서 도입하던 406만톤의 장기 계약이 만료되었기 때문이다. 과거 유가 레벨이 가장 낮았던 2015년~2016년을 제외하면 중동산 가격은 한국 도입 평균 가격 대비 대체로 프리미엄을 형성해왔다. 특히 카타르와 오만이 상대적으로 꾸준히 높은 편이었다.

최근 유가 대비 발전용 천연가스 가격의 기울기가 과거 대비 낮아진 것으로 보이는 원인으로 판단된다. 계약이 만료된 898만톤 중 상당 부분은 장단기 계약으로 대체되고 일부는 미국 등 중동 외 지역으로 다변화될 전망이다. 실제로 8월 말 한미 정상회담에서 체결된 여러 계약과 MOU 가운데 한국가스공사는 트라피구라, 토탈에너지스 등으로부터 2028년 이후 10년간 연 330만톤 도입계약을 체결한 바 있다. 개별요금제 대응 도입 물량이 아니기 때문에 2024년에 종료된 고가 중동 물량을 대체하면서 기존 평균요금제 단가 하락으로 작용할 수 있다. 가격 벤치마크가 적정 레벨을 유지할 경우 구조적 SMP 약세 흐름 강화에 기여할 것으로 보인다.

카타르, 미국 LNG 수출 프로젝트가 기존 일정대로 FID 및 준공을 마무리할 수 있을지 다소 의문이 존재하지만 적어도 공급 압력이 큰 점에서 향후 시장은 수요자 우위 시장이 형성될 것으로 보인다. 유럽의 러시아 의존도가 낮아지지만 중국으로 일부 물량이 전환되는 가운데 동남아 수요를 감안해도 공급 압력이 훨씬 클 것으로 예상되기 때문이다. 물론 시장 상황은 연속적으로 변하기 때문에 단정할 필요는 없지만 최소한 LNG 현물에 있어서는 과거 계절적 흐름과 달리 11월에도 크게 반응하지 않는 모습이다. 11월 기준 겨울철 수요 성수기를 앞둔 현재 유럽 가스 재고 현황이 90% 미만으로 낮지만 재고 축적 수요가 가격에 반영되지 않는 것에서 현실에서는 시장 수요 대비 실제 물동량 증가가 진행되고 있는 것을 가늠할 수 있다.

2024년 종료 계약
카타르 492만톤, 오만 406만톤

도표 15. 국내 천연가스 평균 도입가격 대비 국가별 프리미엄 추이



자료: 무역협회, 하나증권

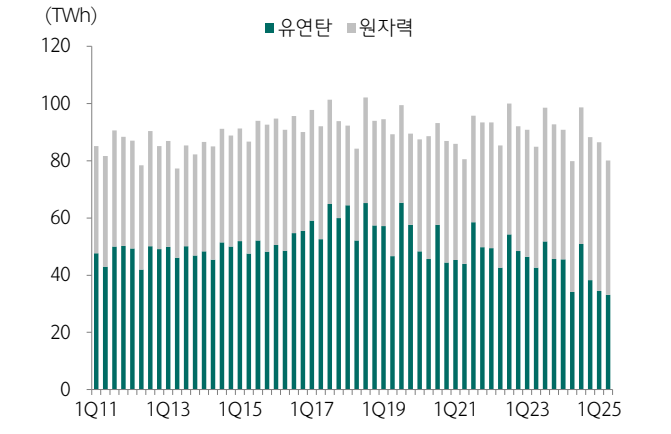
3) 발전 Mix의 변화와 SMP 약세

정산 방식이 변하지 않는 한 재생에너지 증가 국면에서 SMP는 약세 기조 불가피

원자력과 유연탄이 기저부하, LNG가 첨두부하를 담당하기 때문에 통상 기저발전 이용률과 LNG 발전량은 상보적인 관계로 볼 수 있다. 다만 최근 몇 년 동안 기저전원 발전량은 감소 국면이다. 원자력과 유연탄의 경우 입지 측면에서 지리적 한계가 있고 특히 일부 민자 석탄 발전소의 경우 대규모 송전시설 구축보다 빨리 준공된 설비가 많아 설비용량 대비 이용률은 하락 추세에 있다. 2025년 하반기처럼 원자력 발전소 이용률 하락 시 해당 공백을 석탄에서 메우는 경향이 확인되나 기저전원이라는 틀에서 보면 Mix 변화 외에 양적 성장은 확인되지 않는다. 반면 재생에너지는 증가 추세가 지속되고 있다. 간헐성 측면에서 24시간 가동 제약 요소가 없는 LNG 발전이 재생에너지 증감에 대응하고 있으며 이에 반해 석탄은 상대적으로 입지가 약해지는 모습이다.

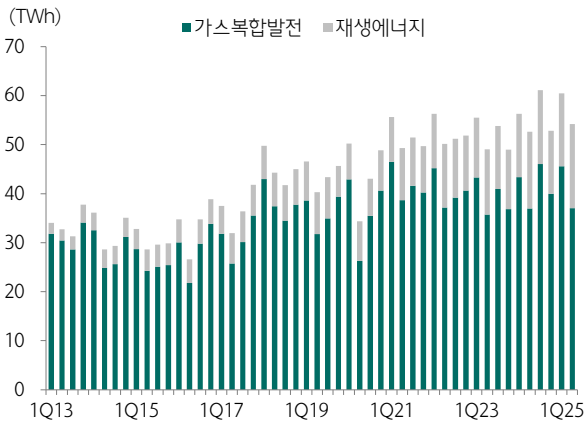
SMP 변동 원인은 여러가지다. SMP는 여러 변수들로 이뤄진 함수의 결과값이기 때문이다. 수요 증감과 그에 맞춰 준비되는 발전설비의 Mix 변화, 발전설비별 연료비단가를 결정하는 원자재 가격 및 환율, 도입계약의 가격 결정방식 등이 종합적으로 영향을 미친다. 적어도 발전 Mix의 경우 절대적으로 발전원별 가격 경쟁이 중심축을 형성하며 전력수급기본계획을 비롯한 정책들이 장기적으로 영향을 미친다. 전력시장에서 재생에너지의 한 가지 큰 특징은 SMP를 결정하지 않고 수요를 줄어들게 하는 방식에 있다. FTM의 경우 전기사업법 제31조 제4항 제3호에 따라서 재생에너지는 우선적으로 구매되기 때문에 전력수요 예측에서 재생에너지 발전량만큼 차감하게 되고 BTM의 경우에는 직접적으로 계통 수요를 줄어들게 한다. 결국 재생에너지가 늘어날수록 계통 수요는 감소하고 SMP 결정 한계발전기의 고점이 점차 낮아지기 때문에 SMP는 구조적으로 약세를 기록할 가능성이 높다.

도표 16. 분기별 기저발전량 추이



자료: 한국전력, 하나증권

도표 17. 분기별 가스 및 재생에너지 발전량 추이



자료: 한국전력, 하나증권

4. 가스 가격 약세를 바라보는 각자의 입장

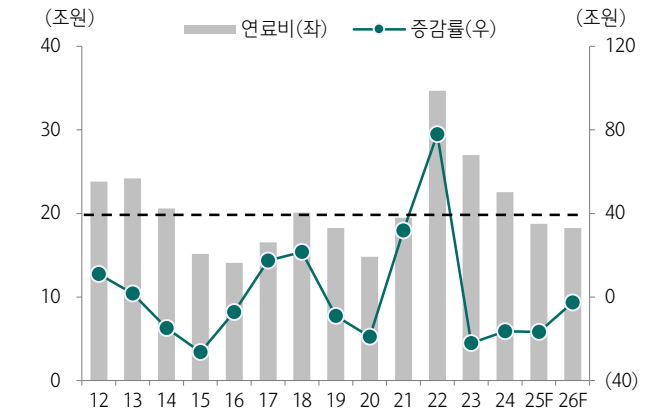
1) 한국전력: 유리

구입전력비 감소에 크게 기여
연료비에도 일부 긍정적

SMP는 발전용 천연가스 가격에 연동된다. SMP 변화가 직접적으로 영향을 미치는 계정은 구입전력비로 영업비용에서 높은 비중을 차지한다. 연료비의 경우 실제 연료비단가 하락에 반영되기 때문에 긍정적이지만 영향력이 구입전력비만큼 크지 않다. 2018년 이후 비용에서 구입전력비 비중은 2020년 30% 미만이었지만 2022년 이후 40%를 상회했다. 같은 기간 비용은 2020년 15.7조원에서 2022년 42.0조원으로 167.0% 증가했다.

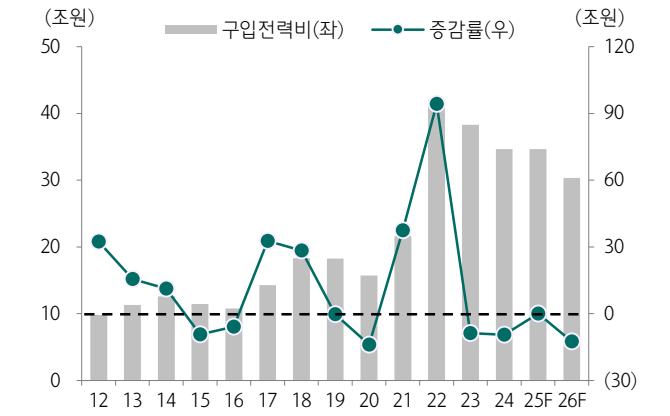
2025년 예상 기준 구입전력비는 34.7조원으로 전년대비 0.1% 증가할 전망이다. 한국전력 발전자회사의 Mix가 하락하고 IPP 비중이 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 2026년의 경우 최근 원/달러 환율(1,420원), 유가(WTI 60달러/배럴, 브렌트 65달러/배럴) 수준에서 대체로 변하지 않는다고 가정하면 30.3조원까지 개선될 수 있다. 같은 기간 연료비는 18.7조원에서 18.3조원으로 소폭 감소할 전망이다. 2025년 3분기 평균 환율과 유가 평균이 각각 1,387원, 65.8달러/배럴이고 4분기 들어 환율은 상승했으나 유가는 하락했기 때문에 낮아진 원가가 시차를 두고 이익 성장에 반영될 전망이다.

도표 18. 한국전력 연료비 추이



자료: 한국전력, 하나증권

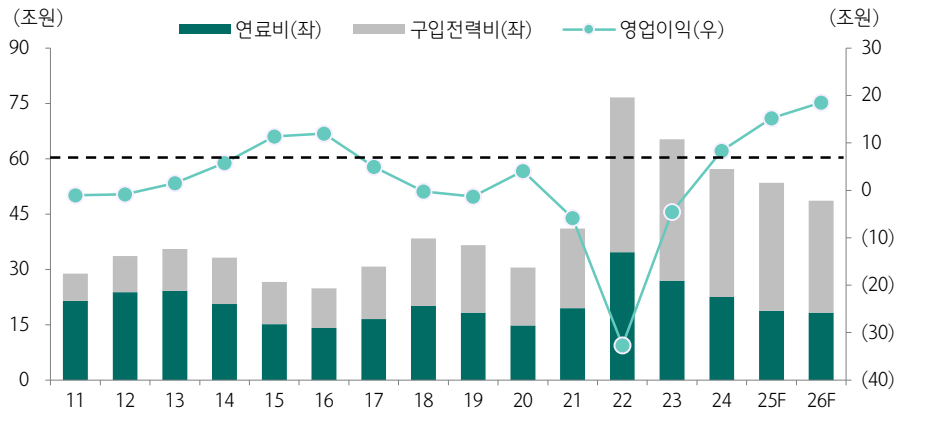
도표 19. 한국전력 구입전력비 추이



자료: 한국전력, 하나증권

한국전력 실적 개선 여부는
영업비용 증감 여부로 결정

도표 20. 주요 영업비용과 영업이익 추이



자료: 한국전력, 하나증권

2) 지역난방공사: 유리

열 전기 모두 원가 하락 공유
다만 전기 판가는 원가에 연동
열 판가는 고정될 가능성 높음

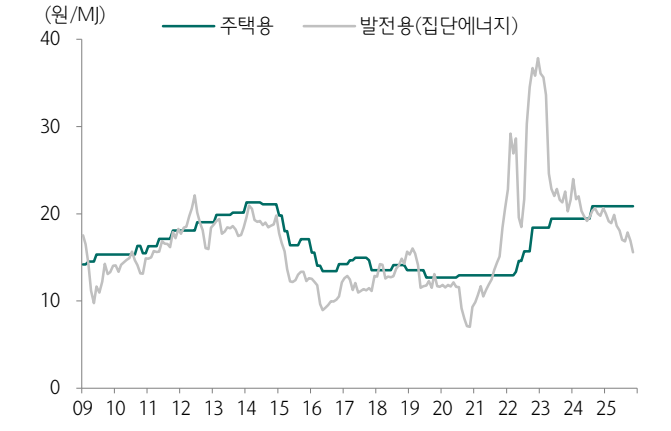
발전용 천연가스 가격 하락은 다른 조건 변화가 없을 경우 전기 사업부 마진 둔화 요인으로 연결될 수 있다. 발전 Mix 등의 영향을 제외하면 SMP는 발전용 천연가스 가격에 연동될 수 밖에 없는데 해당 지표가 전기 사업부의 매출단가이자 원재료에 연동되기 때문이며 판매량 감소 등의 경우에 따라 고정비 부담 확대가 나타날 여지가 존재한다.

따라서 열 부문 스프레드 확대

한편 열 사업부는 마진이 확대된다. 열 사업부에서는 표면상으로는 규제사업에서 보장하는 적정투자보수 이상의 실적이 나타날 수 없다. 요금기저는 연평균순가동설비자산과 적정연간 운전자금의 합계이며 적정투자보수율은 WACC을 사용하는 등 다른 공공요금과 유사 구조를 갖기 때문이다. 하지만 열 요금은 발전용 천연가스 가격과 직접 연동되지 않고 대체로 동결 기조가 유지될 것이다. 한국가스공사의 민수용 요금에 연동되기 때문이다. 미수금이 14조원 규모로 늘어난 상황에서 도시가스 민수용 요금은 인하되지 않으며 이에 지역난방공사 입장에서는 전사적인 매출과 비용 측면에서 볼 때 SMP 하락 원인이 되는 발전용 천연가스 가격 하락은 확실한 실적 개선 요인이다. 도시가스 주택용 요금과 발전용 집단에너지 요금 격차 만큼 열 부문 이익이 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

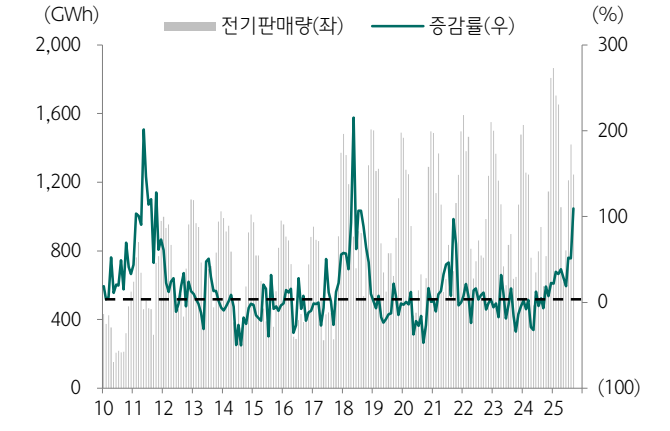
고정비 부담 증가 등 우려 요인을 볼 수 있었던 판매량의 경우에도 올해 들어 가파른 성장 추세를 나타내고 있다. LNG 개별요금제로 원료를 도입하는 대구지사 등의 발전소에서 낮은 원가로 높은 급전순위를 부여받고 있기 때문이다. 평균요금제 대비 약 59% 수준으로 원가 경쟁력을 보유했다. 물론 평균요금제 중 고가 물량 감소에 따른 원가 하락, 신규 기저발전 가동 등 전력시장 경쟁환경 변화에 따라 달라질 여지가 존재한다.

도표 21. 도시가스 주택용 요금과 발전용 집단에너지 요금 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 22. 월별 전기판매량 (2025년 3분기 YoY +66.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

3) 한국가스공사: 중립(이하)

원료비 하락은 미수금 감소에 긍정적

가스 가격 하락은 발전용뿐만 아니라 다른 용도별 가스요금의 원료비 하락에 영향을 주지만 도시가스 민수용의 경우 원료비 17.712원/MJ은 고정될 것이다. 미수금 회수를 위한 민수용 요금 인상은 가능성인 실현 가능성이 낮기 때문에 원재료 가격 약세 구간에서 상대적으로 높은 원료비를 고정함으로써 미수금을 조금씩 회수할 것이기 때문이다. 따라서 유가 하락은 차입금 감소라는 관점에서 긍정적이다.

다만 해외 연결 수익 악화와 미수금 이자비용 보전규모 축소 요금기저 감소 요인으로도 작용

한편 미수금 감소는 재무실적 안정화와는 별개의 이슈로 연결 영업이익에 부정적인 요소로 작동한다. 미수금은 부채이기 때문에 미수금 증가로 발생하는 이자비용은 영업외비용 증가 요인이지만 별도 과정으로 원가에서 차감된다. 따라서 미수금이 감소하면 부채비율은 개선되지만 영업이익은 감소하는 착시효과가 발생한다. 원자재인 천연가스에도 영향을 미친다. 연간 단위로 제시되는 예상판매량과 예상단가는 요금기저의 운전자본 항목 증감에 반영되기 때문이다. 낮은 가스 가격은 요금기저 하락과 그에 따른 적정투자보수 감소로 이어진다.

또한 가스 가격 하락의 원인인 원자재 가격 약세는 해외 자원개발 사업에 부정적으로 작동한다. 호주 GLNG, 미얀마 가스전, 모잠비크 KGM은 판매가격이 유가에 연동되지만 호주 Prelude는 아시아 LNG 가격 현물, 캐나다 LNG는 JKM에 연동되기 때문이다. 무엇보다 유가 흐름이 구조적 약세라는 판단이 컨센서스로 형성되는 경우 주요 기관별 장기 유가 전망치 하락에 따른 공정가치 감소로 손상차손이 발생할 수도 있다. 다행히 아직 장부가 대비 환입 또는 손상차손이 나타날 만큼의 원가 변동은 없기 때문에 단기 일회성 발생 여지는 제한적이다. 다만 현재 낮은 원자재 가격이 장기화되거나 추가적으로 하락이 가속화될 경우에는 언제든지 현실화될 수 있다. 중요한 것은 한국가스공사 입장에서 유가의 방향을 일방적으로 유리함 또는 불리함의 근거로 간주하기 힘들다는 구조적인 맥락을 파악해야 한다는 점이다.

도표 23. 한국가스공사 적정투자보수와 별도 영업이익 추이

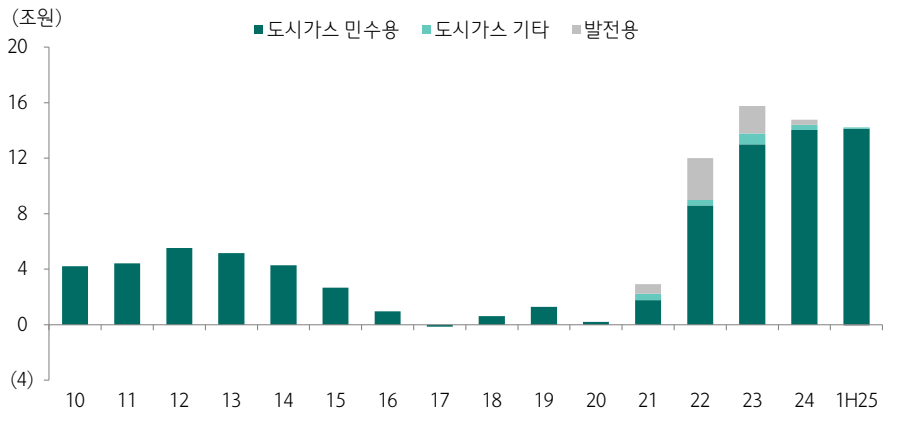
(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
적정투자보수율(%)	4.22	4.37	3.94	4.04	4.44	5.45	5.87
요금기저	212,974	216,490	218,236	224,013	321,398	249,953	238,652
적정투자보수	**8,981**	**9,457**	**8,595**	**9,055**	**14,272**	**13,612**	**14,015**
영업이익(별도)	**11,087**	**11,858**	**9,506**	**10,018**	**20,158**	**12,003**	**25,598**

자료: 한국가스공사, 하나증권

2025년 상반기 기준 도시가스 민수용 원료비 미수금 14.1조원

도표 24. 연도별 용도별 원료비 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

4) 발전사업자: 불리

가장 비싼 것으로 여겨졌던 한국가스공사 평균요금제 가격

한국전력의 증익은 발전사업자의 감익이다. 기본적으로 전력수요자와 생산자의 중간상으로 한국전력이 존재하기 때문에 발전사업자와 비용 줄다리기 게임을 하는 구조다. 따라서 국내 가스가격 하락과 SMP 약세는 발전사업자에게 일방적으로 불리한 조건이다.

유가 약세와 장기계약 만료로 하락 구간 진입 SMP 구조적 약세 가능

발전사업자 가운데 원재료에 따라 개별 기업의 차이가 확인될 수 있다. 유연탄, 우드펠릿, 천연가스 등 원재료의 차이에서 유불리를 점검해야 한다. 천연가스 내에서도 조달 계약에 따라 한국가스공사 평균요금제, 한국가스공사 개별요금제, 미국 천연가스 가격 연동 직도입, 아시아 LNG 현물가격 연동 직도입, 유가 연동 직도입 등으로 구분된다.

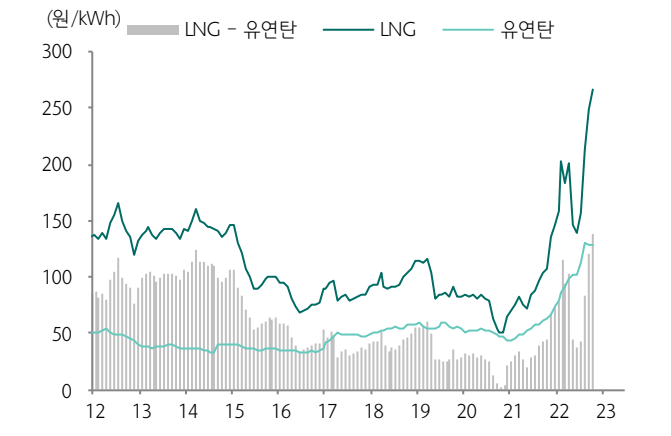
물론 해당 계약별 차이를 감안하더라도 전반적인 SMP 하락 영향을 극복하기는 쉽지 않다. 2020년에 원재료 가격이 극도로 낮아진 상황에서 SMP도 그만큼 낮아지면서 발전사업자는 수익을 내기 어려웠다. 구조상 적자가 거의 불가능한 한국전력 발전자회사들도 2020년에는 다수 업체가 영업적자를 기록한 바 있다. 특이한 사례로 SMP가 급등했음에도 이익이 제한되었던 2022년을 살펴보면 정부의 갑작스러운 SMP 상한제 규제로 기회이익이 크게 감소한 사례가 있다. 2026년에는 2020년처럼 극단적인 상황이 조성되지는 않을 것으로 보이지만 그렇다고 2025년 상하반기 대비 특별히 우호적인 환경이 펼쳐질 것이라고 보기도 어렵다.

도표 25. 한국전력 발전자회사 매출액 및 영업이익 추이

		14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
한국수력원자력	매출액	95,035	107,470	112,771	95,109	89,552	89,826	99,997	94,903	106,077	109,783	136,021
	영업이익	25,206	37,917	38,472	13,972	11,456	7,831	13,158	8,122	6,451	7,927	16,017
한국서부발전	매출액	48,445	42,247	41,798	42,224	48,692	44,686	36,290	50,016	81,774	69,588	62,404
	영업이익	2,087	4,889	5,887	3,615	1,406	747	(596)	(450)	2,292	1,997	6,627
한국동서발전	매출액	45,733	41,140	42,474	46,698	49,728	48,960	41,879	47,960	69,935	56,222	53,790
	영업이익	2,858	6,199	6,721	4,226	586	1,229	(851)	830	102	1,527	6,211
한국남부발전	매출액	62,436	43,327	42,188	44,958	59,731	54,393	43,049	60,483	99,980	77,881	69,204
	영업이익	1,383	3,704	6,034	2,662	1,861	1,519	256	530	56	3,183	5,576
한국남동발전	매출액	44,808	49,714	51,019	53,993	55,426	54,205	43,473	53,403	91,590	78,969	66,639
	영업이익	5,276	9,333	8,341	2,707	1,567	1,250	(781)	905	1,797	2,651	5,751
한국중부발전	매출액	51,120	40,351	38,173	42,607	44,583	45,474	43,577	54,340	87,917	77,623	72,329
	영업이익	1,663	3,232	5,204	1,956	221	905	1,025	3,176	1,475	1,284	4,813

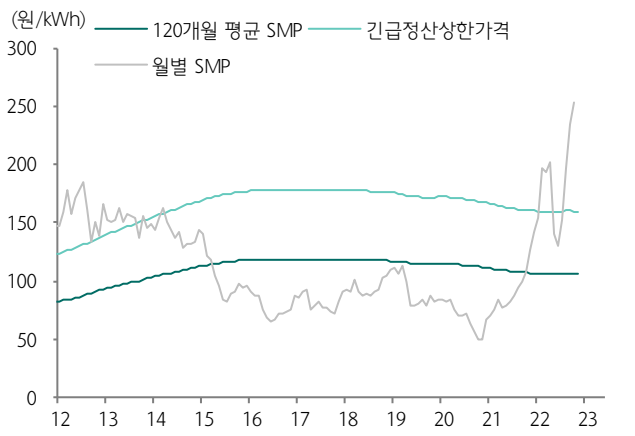
자료: Dart, 하나증권

도표 26. LNG/유연탄 연료비단가 차이 (2020년 10월 2.16원/kWh)



자료: EPSIS, 하나증권

도표 27. 2022년 12월 시행된 긴급정산상한가격제도(SMP 상한제)



자료: 한국전력, 하나증권

5. 정책 비용 증가에도 급하지는 않은 전기요금

1) 온실가스배출권 정책 강화

유상할당비율 상향으로 배출권 가격 강세 가능

유상할당비율 5% 상승으로 비용은 증가하나 우려는 제한적

다만 한국전력의 구입비 증가를 향후 어떻게 전가할지 관찰 필요

2026년부터 제4차 배출권 거래제가 시작된다. 제4차 계획기간은 2026년부터 2035년까지로 제4차, 제5차 할당계획기간은 각각 5년씩이며 2030년 NDC와 향후 제출될 2035년 NDC도 기간 내에 포함된다. 아직 구체적인 숫자가 확정되기 전이지만 2가지 중요한 사안을 확인할 수 있다. 첫 번째는 유상할당 비율 상승이다. 일반 부문의 경우 기존 10%에서 15%로 소폭 상향하고 철강, 석화 등 다배출 업종은 0%를 유지하기 때문에 영향이 크지는 않다. 발전 부문의 경우 2026년 15%에서 시작해서 2030년까지 50%로 상승한다. 두 번째는 예비분 축소다. 기존에는 발전 외 부문에서 할당량 상당 부분을 예비분으로 남겨놓고 시장 수급에 따라 활용할 수 있었으나 이제는 전체 예비분을 선제적으로 배출허용총량에 반영한다. 두 가지 내용에서 비롯되는 것은 온실가스배출권 잉여량 감소로 인한 중장기적인 배출권 가격 상승이며 당장 2026년부터 단기적인 배출권 가격 상승 흐름이 나타날 수 있다.

관건은 전기요금이다. 기후환경요금을 통해 보전되는 항목은 RPS(신재생에너지의무화제도), ETS(온실가스배출권거래제), 석탄발전 감축비용 세 가지다. 2023년 1월부터 적용되고 있는 각 항목별 요금은 RPS 7.7원/kWh, ETS 1.1원/kWh, 석탄발전 감축비용 0.2원/kWh으로 총 9.0원/kWh이다. RPS의 경우 2030년까지 점진적인 의무비율 상승에 비례하여 비용이 증가할 전망이다. 다만 향후 재생에너지 입찰제도 본격화 이후에는 외부에서 구체적인 비용 추정이 어려워질 수 있다. 석탄발전 감축비용은 원재료 가격, 정산단가 등에 따라 규모가 달라지나 향후 노후 석탄화력 폐지가 가속화된다는 점에서 축소될 것으로 보인다.

ETS는 배출권 규제 강화로 빠르게 증가할 전망이다. 과거 배출권 가격이 높았던 2019년의 경우 제2차 거래제였고 유상할당 비율이 3%였음에도 ETS 가격 평균 3만원 기준 연간 비용을 약 7,000억원 인식했었다. 한편 2022년부터 연료비단가에 ETS를 포함하기 때문에 한국전력 비용 계정에서 온실가스배출권 관련 비용은 따로 집계되지 않는다. 향후 P와 Q 모두 정책 영향으로 달라질 수 있다는 점에서 확정지어 판단하기는 어렵지만 최소한 비용 증가 자체는 사실로서 확정적으로 간주해도 무리가 없다. 문제는 기후환경요금이 2023년, 2024년 연속 동결된 상황이라는 점이다. 9.0원/kWh으로 2년 동안의 비용 변동을 감당 가능한 상황이면 변화의 필요가 없겠으나 다른 이유에서 해당 요금이 지속적으로 동결되었던 것일 경우 앞으로의 해당 비용 증분은 한국전력 자기자본으로 흡수해야 할 여지가 있다.

도표 28. 연도별 RPS 의무비율 추이

(단위: %)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
RPS 의무비율	13	13.5	14	15	17	19	22.5	25

자료: 산업부, 하나증권

도표 29. 기후환경요금 추이

(단위: 원/kWh)

	RPS 이행비용 (2012년 1월 시행)	ETS 이행비용 (2015년 1월 시행)	석탄발전 감축비용 (2019년 12월 시행)	합계
2021년 1월	4.5	0.5	0.3	5.3
2022년 4월	5.9	0.8	0.6	7.3
2023년 1월	7.7	1.1	0.2	9.0

자료: 한국전력, 하나증권

2) CHPS 청정수소 입찰 취소

청정수소 2024년 흥행 부진 2025년 입찰 연기

CHPS(청정수소발전의무화제도)는 기존 RPS에서 수소만 전담할 수 있도록 분리해낸 규제다. 일반수소와 청정수소로 나눠지며 일반수소는 매년 1,300GWh씩 연료전지를 대상으로 시장 개설이 이뤄진다. 청정수소의 경우 2024년에 첫 입찰이 시작되었다. 석탄발전은 암모니아 혼소 20% 이상, LNG발전은 수소 혼소 20% 이상으로 입찰에 참여하며 낙찰물량 모두 수소 발전에 해당된다. 혼소 외 발전량은 석탄 또는 천연가스를 기준으로 비용이 정산된다.

일반수소 탄소중립 기조 강화 시 점진적 물량 축소 예상

CHPS의 경우 기후환경요금처럼 별도 정산 매커니즘이 존재하지 않는다. 제도 설계 상 한국전력, 구역전기사업자를 포함하여 RE100 등 포함한 자발적 구매자들까지 입찰에 참여할 수 있지만 현실적으로는 한국전력이 모두 책임지는 구조다. 정산비용 모두 구입전력비에 반영되기 때문에 연료비 연동제로도 대응이 어렵고 총괄원가 기반의 정산이 해법으로 간주된다. 무탄소전원 확대와 재무실적 안정화 중 후자에 그나마 다행인 점은 2025년 CHPS가 입찰이 연기되었다는 것이다.

구입비용 부담은 큰 편이나 당장의 리스크는 없는 모습

2024년 청정수소 경쟁입찰에서 6,500GWh 입찰물량 중 남동발전의 750GWh만 낙찰되었고 가격은 450원/kWh 이상으로 알려졌다. 450원/kWh으로 가격을 가정하면 매년 한국전력의 구매비용으로 3,375억원이 소요된다. 만약 6,500GWh가 모두 낙찰되었다고 가정하면 매년 2.9조원 가량의 비용이 사업 개시 이후 15년 동안 반영되어야 했을 것이다. 2025년 CHPS 입찰은 입찰이 시작되는 17일에 입찰 공고가 취소되었다. 15년 동안 가동을 전제로 입찰이 진행되기 때문에 2040년까지 탈석탄을 완료하는 정책과 일부 상충된 부분을 감안하여 11월 중순쯤 수정 공고가 게시될 예정이다. 국내 석탄화력 발전소는 올해 12월 태안화력을 시작으로 연평균 2기 이상 폐지되며 설계수명이 남아있는 설비도 조기 폐쇄가 추진될 전망이다.

도표 30. 수소발전 입찰시장 연도별 개설물량

	2023년		2024년		2025년	
	상업운전 개시연도	개설물량(GWh)	상업운전 개시연도	개설물량(GWh)	상업운전 개시연도	개설물량(GWh)
일반수소	2025년	1,300GWh	2026년	1,300GWh	2027년	1,300GWh
청정수소	-	-	2027년~2028년	6,500GWh	2028년	3,000GWh

자료: 산업부, 하나증권

도표 31. 수소발전 입찰시장 연도별 누적 구매량

	2028년	2026년	2027년	2028년
일반수소	1,300GWh	2,600GWh	3,900GWh	5,200GWh
청정수소	-	-	3,500GWh	9,500GWh

자료: 산업부, 하나증권

도표 32. 2024년 청정수소 발전시장 경쟁입찰 결과

구분	발전기	설비용량	입찰가(상한선 kWh당 500원 추정)
남부발전	**삼척 1호기**	**1,022MW**	**400원대**
남동발전	영흥 5호기	870MW	500원대
동서발전	당진 10호기	1,020MW	
중부발전	신보령 1호기	1,019MW	
	보령 신복합	500MW	-
SK이노베이션E&S	보령 OO복합	1,050MW	600원대 중반

자료: 언론보도, 하나증권

3) 고리 2호기 계속운전 허가 연기

원전 이용률은 점차 하향 가능
유연탄이 빈 자리를 채울 것

한국에서 운영되고 있는 원전은 고리 5기, 새울 2기, 월성 3기, 신월성 2기, 한빛 6기, 한울 8기 등 총 26기다. 고리 1호기와 월성 1호기는 각각 2017년 6월, 2019년 12월 이후 가동을 멈추고 영구정지 절차를 밟고 있다. 현재 가동 가능한 26개 호기 가운데 고리 2호기, 고리 3호기는 수명연장 심사를 진행 중이다. 고리 2호기의 경우 2025년 6월 심사가 종료될 예정이었으나 11월로 미뤄졌다. 고리 3호기는 2026년 6월 심사 종료를 목표로 하고 있다. 연내 고리 4호기, 한빛 1호기 등의 수명 만료가 도래하며 이후 절차 진행을 위해 가동을 정지할 것으로 예상된다. 새울 3호기(신고리 5호기) 시운전 소식이 아직 없는 것을 보면 상업운전 시점은 2026년 상반기 이후가 될 것으로 보이며 그때까지는 수명만료 원전들의 가동정지로 인해 실질적인 설비용량은 일시적인 감소가 예상된다.

고리 2호기 계속운전의 경우 9월 25일 원자력안전위원회에서 가동 재개를 결정하는 안건이 올라왔지만 10월로 미뤄졌고 재차 11월로 연기된 상황이다. 원자력에 대한 현 정부 정책이 직전 정부만큼 우호적이라고는 볼 수 없지만 계속운전에 대해서는 특별히 부정하지 않았다. 다만 정부 출범 이후 정책적으로 명백하게 계속운전을 추진하는 것도 보이지 않았기 때문에 일말의 변화 가능성은 존재한다. 만약 계속운전 허가가 이뤄지지 않는다면 연평균 1~2기 가량의 원전이 지속적으로 전력Mix에서 빠져나간다. 일각에서 제기되는 우려와 달리 계속운전이 이뤄진다고 하더라도 설비 보강 등의 이슈로 실제 재가동 시점이 지연된다면 해당 기간 동안에는 전력Mix가 악화될 수밖에 없다. 따라서 고리 2호기가 어느 시점에 가동을 재개하는지에 맞춰 향후 원자력 발전소 이용률 추정치가 달라질 수 있다.

현재 수명 연장 심사를 진행 중인 월성 2호기, 고리 3호기 등의 지연 여부는 알 수 없으나 적어도 고리 2호기의 연내 가동 불가능을 가정해야 한다. 올해 원전 이용률은 3분기 70% 후반대를 저점으로 4분기 80% 초반으로 회복이 예상된다. 추가로 계속운전이 지연되거나 또는 계속운전의 취소될 경우에도 단기적인 Mix 변화 외에 예비력 문제는 발생하지 않을 전망이다. 비수기 이용률이 4~50% 수준에 머물러 있는 석탄발전소가 원자력의 빈 자리를 대체할 것이기 때문이다.

도표 33. 2030년 이전 운전 허가 만료 원자력 발전소 현황

발전소명	용량(MW)	운전 허가 만료	비고
고리 2호기	**650**	**2023년 04월 08일**	**허가 지연**
고리 3호기	950	2024년 09월 28일	
고리 4호기	950	2025년 08월 06일	
한빛 1호기	950	2025년 12월 22일	
한빛 2호기	950	2026년 09월 11일	
월성 2호기	700	2026년 11월 01일	
한울 1호기	950	2027년 12월 22일	
월성 3호기	700	2027년 12월 29일	
한울 2호기	950	2028년 12월 28일	
월성 4호기	700	2029년 02월 07일	

자료: 한국수력원자력, 하나증권

기업분석

지역난방공사(071320) 21
한국전력(015760) 24
한전KPS(051600) 27

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

지역난방공사 (071320)

부분 점수만 받아도 합격

BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원(상향)
현재주가(11.04) 93,600원

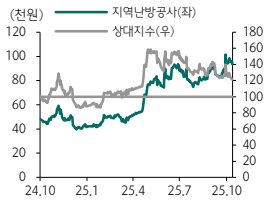
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	101,600/39,550
시가총액(십억원)	1,083.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	26.1
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
외국인지분율(%)	4.71
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3 인	75.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,861.1	3,660.5
영업이익(십억원)	442.0	402.5
순이익(십억원)	289.5	269.0
EPS(원)	25,034	23,085
BPS(원)	200,983	216,388

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,953.7	3,570.3	4,037.4	4,025.1
영업이익	314.7	327.9	476.4	474.3
세전이익	232.4	260.7	384.7	377.5
순이익	199.4	210.2	299.5	294.5
EPS	17,222	18,151	25,866	25,430
증감율	흑전	5.39	42.50	(1.69)
PER	1.42	2.28	3.72	3.78
PBR	0.14	0.21	0.44	0.41
EV/EBITDA	6.96	7.24	5.94	5.55
ROE	10.63	9.65	12.54	11.23
BPS	180,371	195,798	216,891	235,852
DPS	0	3,879	6,470	6,360

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

목표주가 140,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가를 140,000원으로 기존대비 27.3% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2026년 예상 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용했다. 2026년을 바라보는 입장에서 이익이 감소할 가능성을 고려하더라도 당장 다음 분기에 기대할 수 있는 배당수익률 대비 현저히 낮은 주가는 접근 매력도를 높여주는 요소다. 열 요금 측면에서 실적 변동성이 나타날 수 있으나 해당 요소를 감안해도 당분간 실적 하방 지지는 충분히 가능하기 때문에 고배당이 오랜 기간 이어질 여지가 있다. 2026년 예상 실적 기준 PER 3.8배, PBR 0.4배다.

2026년 영업이익 4,748억원(YoY -0.3%) 전망

2026년 매출액은 40,292억원으로 2025년 대비 0.2% 감소할 전망이다. 열은 수용호수 증가 추세를 감안하면 전년대비 변화 폭이 크지 않을 수 있으나 전기는 신규 발전소 가동에 따른 올해 판매량 증가의 기저효과를 고려할 때 변동 여지가 있다. 영업이익은 4,748억원으로 2025년 대비 0.3% 감소할 전망이다. 2022년 변동비 미반영분에 대한 2023년 7월 열요금 인상 효과가 2026년 상반기까지 적용되고 하반기는 열 부문 매출과 이익이 감소할 것이기 때문이다. 그럼에도 일정 부분 회복을 기대하는 요소는 수도권 전력수요 증가, 원자재 가격 하락, 추가 열 요금 인상이다. SMP 약세 기조가 강화되면서 전기 부문 수익성은 상승하기 어려울 수 있으나 수도권 소재 발전소 수익성 증가와 열 요금 고정에 따른 스프레드 개선이 가능하다. 도시가스 민수용 요금 인상 시 열 요금도 연동하여 상승하기 때문에 해당 부분도 일부 현실화될 가능성이 존재한다.

2026년 1분기에 결정될 배당에 관심을 가질 시점

앞으로 눈여겨볼 이벤트는 두 가지다. 소득세법 개정안 관련 배당수익 분리과세의 기준이 될 배당성향의 숫자 그리고 2026년 2월 배당협의체의 결과물이다. 공공요금 관련 3개 기업 중 어느 기업의 배당금 공시가 먼저 이뤄질 것인지는 미지수지만 적어도 선행 공시를 통해 정상화 여부를 판단할 수 있을 것이다. 현재 언급되고 있는 세법개정안의 배당성향 25%는 기대할만한 최소 수준으로 간주되며 상황에 따라 40% 이상도 가능하다. 과거 2017년 결산 배당에서 배당성향은 46.73%를 기록하며 당시 가이드라인 31%와 상단 40%를 상회한 바 있기 때문이다. 2025년 결산 기준 예상 DPS는 배당성향 25% 6,470원, 40% 10,350원이며 예상수익률은 각각 6.9%, 11.1%다. 2026년 이후로는 2022년 열요금 인상 요인 해소로 열 부문 감익에 따른 장기 실적 하향 가능성이 존재하나 배당성향 추가 상향 또는 에너지가격 변화 여부에 따라 만회할 여지도 충분하다.

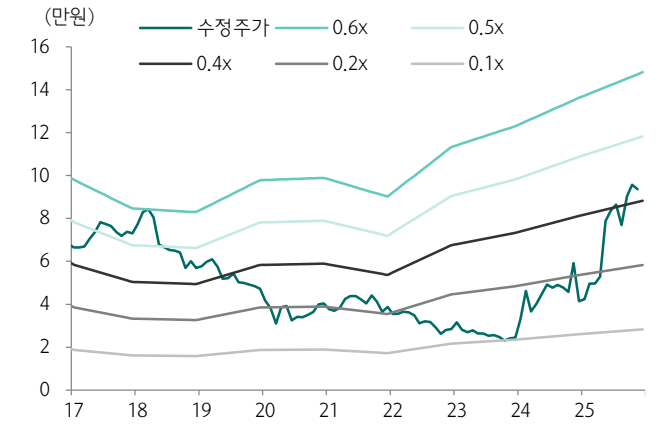
도표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025F				2026F				3Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**15,768**	**6,231**	**6,203**	**12,172**	**15,487**	**6,346**	**6,188**	**12,230**	**6.0**	**(0.4)**
열	8,525	2,627	1,543	6,327	8,965	2,769	1,655	6,557	6.0	(41.3)
전기	7,197	3,537	4,518	5,791	6,475	3,509	4,388	5,618	6.2	27.7
냉수	46	67	142	53	47	68	145	54	2.0	113.7
영업이익	**3,238**	**(96)**	**314**	**1,307**	**3,153**	**103**	**299**	**1,187**	**8.9**	**(428.8)**
세전이익	**1,604**	**(328)**	**(99)**	**472**	**1,620**	**(77)**	**(145)**	**290**	**(183.6)**	**(69.7)**
순이익	**1,657**	**267**	**427**	**871**	**1,555**	**215**	**461**	**932**	**143.4**	**59.6**
영업이익률(%)	(23)	(35)	(13)	(35)	(22)	(35)	(17)	(35)	137.6	(62.2)
세전이익률(%)	3,002	(278)	94	1,029	2,919	(107)	76	887	(73.6)	(133.7)
순이익률(%)	2,335	(216)	73	803	2,276	(83)	59	692	(77.6)	(133.9)
열판매량(천Gcal)	20.5	(1.5)	5.1	10.7	20.4	1.6	4.8	9.7	-	-
전기판매량(천MWh)	19.0	(4.5)	1.5	8.5	18.8	(1.7)	1.2	7.3	-	-

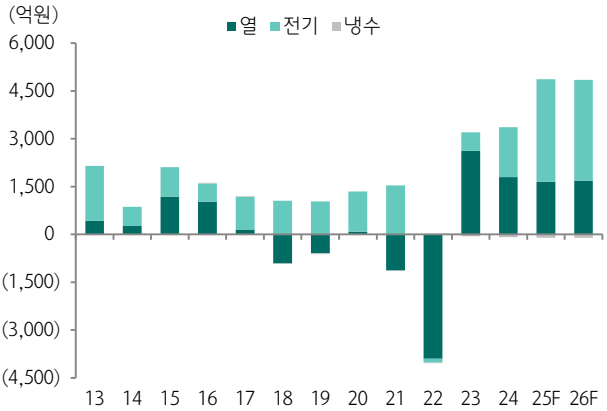
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



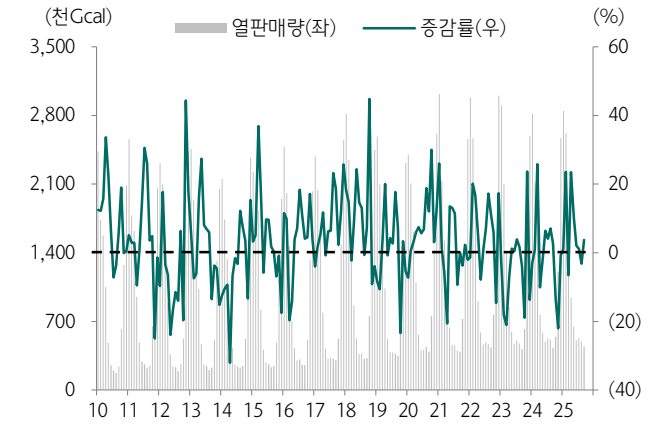
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 3. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이



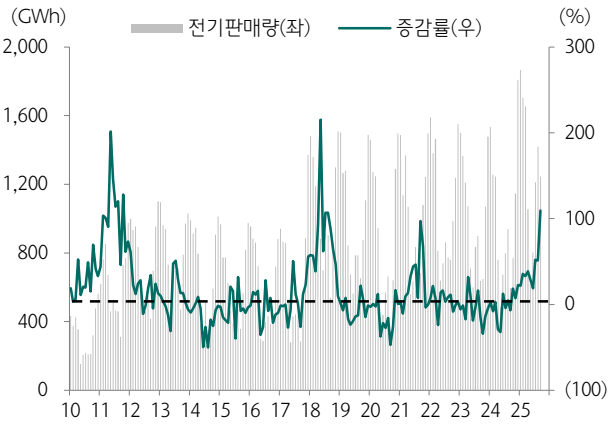
자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 4. 월별 열판매량 (2025년 3분기 YoY +0.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

도표 5. 월별 전기판매량 (2025년 3분기 YoY +66.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,953.7**	**3,570.3**	**4,037.4**	**4,025.1**	**4,086.6**
매출원가	3,540.2	3,137.4	3,448.9	3,438.5	3,516.9
매출총이익	413.5	432.9	588.5	586.6	569.7
판관비	98.8	105.0	112.2	112.3	113.9
영업이익	**314.7**	**327.9**	**476.4**	**474.3**	**455.8**
금융손익	(82.5)	(89.6)	(99.8)	(99.0)	(99.3)
종속/관계기업손익	0.4	(0.1)	0.2	0.1	0.1
기타영업외손익	(0.2)	22.5	7.8	2.1	2.8
세전이익	**232.4**	**260.7**	**384.7**	**377.5**	**359.4**
법인세	33.1	50.8	85.2	83.1	79.1
계속사업이익	199.4	209.9	299.5	294.5	280.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**199.4**	**209.9**	**299.5**	**294.5**	**280.4**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**199.4**	**210.2**	**299.5**	**294.5**	**280.4**
지배주주지분포괄이익	184.9	193.7	296.7	294.5	280.4
NOPAT	270.0	264.0	370.9	369.9	355.5
EBITDA	628.3	663.4	841.4	843.8	829.1
성장성(%)					
매출액증가율	(5.26)	(9.70)	13.08	(0.30)	1.53
NOPAT증가율	흑전	(2.22)	40.49	(0.27)	(3.89)
EBITDA증가율	흑전	5.59	26.83	0.29	(1.74)
영업이익증가율	흑전	4.19	45.29	(0.44)	(3.90)
(지배주주)순익증가율	흑전	5.42	42.48	(1.67)	(4.79)
EPS증가율	흑전	5.39	42.50	(1.69)	(4.79)
수익성(%)					
매출총이익률	10.46	12.13	14.58	14.57	13.94
EBITDA이익률	15.89	18.58	20.84	20.96	20.29
영업이익률	7.96	9.18	11.80	11.78	11.15
계속사업이익률	5.04	5.88	7.42	7.32	6.86

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**899.6**	**1,046.9**	**1,220.2**	**1,237.9**	**1,259.6**
금융자산	25.6	18.1	59.5	71.7	79.6
현금성자산	14.1	6.9	46.8	59.0	66.7
매출채권	707.4	723.9	817.1	821.0	830.8
재고자산	61.3	25.9	29.2	29.3	29.7
기타유동자산	105.3	279.0	314.4	315.9	319.5
비유동자산	**7,068.8**	**7,315.3**	**7,362.0**	**7,272.9**	**7,180.8**
투자자산	93.7	86.9	98.1	98.6	99.8
금융자산	79.3	73.7	83.2	83.6	84.6
유형자산	6,154.2	6,499.2	6,535.1	6,573.3	6,606.6
무형자산	**69.8**	**61.8**	**53.1**	**45.3**	**38.7**
기타비유동자산	**751.1**	**667.4**	**675.7**	**555.7**	**435.7**
자산총계	**7,968.4**	**8,362.2**	**8,582.2**	**8,510.8**	**8,440.4**
유동부채	**2,028.3**	**1,688.4**	**2,187.0**	**1,890.5**	**1,599.3**
금융부채	1,308.9	982.3	1,389.8	1,089.8	789.9
매입채무	505.6	503.6	568.5	571.2	578.0
기타유동부채	213.8	202.5	228.7	229.5	231.4
비유동부채	**3,846.9**	**4,405.6**	**3,883.8**	**3,889.4**	**3,903.5**
금융부채	**2,798.7**	**3,358.6**	**2,702.0**	**2,702.0**	**2,702.0**
기타비유동부채	1,048.2	1,047.0	1,181.8	1,187.4	1,201.5
부채총계	**5,875.2**	**6,094.0**	**6,070.8**	**5,779.9**	**5,502.9**
지배주주지분	**2,088.4**	**2,267.1**	**2,511.3**	**2,730.9**	**2,937.6**
자본금	**57.9**	**57.9**	**57.9**	**57.9**	**57.9**
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	499.5	499.5	499.5	499.5	499.5
기타포괄이익누계액	1.5	(3.8)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
이익잉여금	1,415.9	1,599.8	1,846.9	2,066.4	2,273.1
비지배주주지분	**4.8**	**1.1**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**2,093.2**	**2,268.2**	**2,511.3**	**2,730.9**	**2,937.6**
순금융부채	4,082.1	4,322.8	4,032.2	3,720.1	3,412.4

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	17,222	18,151	25,866	25,430	24,213
BPS	180,371	195,798	216,891	235,852	253,705
CFPS	54,570	58,594	73,854	72,535	70,482
EBITDAPS	54,259	57,294	72,665	72,877	71,603
SPS	341,462	308,350	348,695	347,625	352,941
DPS	0	3,879	6,470	6,360	6,050
주가지표(배)					
PER	1.42	2.28	3.72	3.78	3.97
PBR	0.14	0.21	0.44	0.41	0.38
PCFR	0.45	0.71	1.30	1.32	1.36
EV/EBITDA	6.96	7.24	5.94	5.55	5.28
PSR	0.07	0.13	0.28	0.28	0.27
재무비율(%)					
ROE	10.63	9.65	12.54	11.23	9.89
ROA	2.58	2.57	3.53	3.45	3.31
ROIC	4.13	3.72	5.03	5.01	4.88
부채비율	280.67	268.66	241.74	211.65	187.33
순부채비율	195.01	190.58	160.56	136.22	116.16
이자보상배율(배)	3.57	3.35	4.15	4.23	4.39

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(141.8)**	**416.7**	**667.1**	**668.7**	**665.5**
당기순이익	199.4	209.9	299.5	294.5	280.4
조정	337.3	356.2	427.9	369.5	373.2
감가상각비	313.5	335.4	365.0	369.6	373.2
외환거래손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	0.1	(0.9)	0.0	0.0
기타	24.2	20.7	63.8	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(678.5)	(149.4)	(60.3)	4.7	11.9
투자활동 현금흐름	**(633.6)**	**(624.4)**	**(347.0)**	**(280.5)**	**(281.3)**
투자자산감소(증가)	13.8	6.7	(11.2)	(0.5)	(1.2)
자본증가(감소)	(639.1)	(648.6)	(391.2)	(400.0)	(400.0)
기타	(8.3)	17.5	55.4	120.0	119.9
재무활동 현금흐름	**750.5**	**200.4**	**(305.9)**	**(374.9)**	**(373.5)**
금융부채증가(감소)	527.5	233.2	(249.1)	(300.0)	(299.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	233.7	(13.2)	(11.9)	0.0	(0.0)
배당지급	(10.7)	(19.6)	(44.9)	(74.9)	(73.6)
현금의 증감	**(24.9)**	**(7.2)**	**40.0**	**12.2**	**7.7**
Unlevered CFO	631.9	678.4	855.1	839.9	816.1
Free Cash Flow	(782.2)	(232.4)	275.3	268.7	265.5

자료: 하나증권

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

한국전력 (015760)

부채 감소가 동반되는 배당 증가 사이클

BUY (유지)

목표주가(12M)	55,000원(유지)
현재주가(11.04)	45,050원

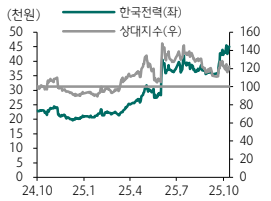
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	45,500/19,560
시가총액(십억원)	28,920.5
시가총액비중(%)	0.85
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,158.7
60일 평균 거래대금(십억원)	125.0
외국인지분율(%)	22.54
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	7.90

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	97,094.6	98,843.4
영업이익(십억원)	13,927.3	16,297.4
순이익(십억원)	8,201.9	9,693.3
EPS(원)	12,481	14,773
BPS(원)	73,533	87,001

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	88,219.5	93,398.9	97,295.3	97,651.8
영업이익	(4,541.6)	8,364.7	15,191.7	18,531.2
세전이익	(7,554.0)	5,256.5	12,688.6	15,681.9
순이익	(4,822.5)	3,491.7	9,308.6	11,761.4
EPS	(7,512)	5,439	14,500	18,321
증감율	적지	흑전	166.59	26.35
PER	(2.52)	3.69	3.11	2.46
PBR	0.34	0.32	0.60	0.49
EV/EBITDA	16.95	6.48	5.18	4.44
ROE	(12.63)	9.22	21.09	21.96
BPS	55,837	62,177	75,340	91,491
DPS	0	213	2,170	2,520

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

목표주가 55,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 55,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 환율, 유가 등 대외 변수 변화로 실적이 결정되기 때문에 추정치의 안정성이 높지는 않지만 올해 하반기의 주요 지표 흐름만으로도 2026년 상반기까지 개선되는 흐름은 명확한 상황이다. 현재 상황이 지속되는 경우 2026년에는 배당성향 40%를 적용해도 차입금이 줄어들 수 있는 이익 체력이 확보될 전망이다. 전기요금 인상 등의 영향을 가정하지 않아도 달성 가능한 수치로 판단된다. 2026년 예상 실적 기준 PER 22.0배, PBR 0.5배다.

2026년 영업이익 18.5조원(YoY +22.0%) 전망

2026년 매출액은 97.7조원으로 2025년 대비 0.4% 증가할 것으로 전망된다. 2024년 4분기 이뤄진 전기요금 인상효과가 사라지는 가운데 당분간 요금 인상 여력이 제한될 것으로 예상되기 때문이다. 전력판매량은 산업용 수요 둔화로 성장이 정체되는 흐름을 반영했다. 영업이익은 18.5조원으로 2025년 대비 22.0% 증가할 것으로 전망된다. 연료비와 구입전력비가 각각 18.3조원, 30.3조원으로 2.6%, 12.5% 감소가 예상되기 때문이다. 연료비는 환율 약세 흐름을 가정하더라도 유가 등 주요 원가 지표 약세로 개선될 전망이다. 구입전력비는 원전 이용률이 유지되는 가운데 SMP 하락으로 크게 개선될 전망이다. 유연탄 발전소 이용률은 46.1%로 3.1%p 감소할 것으로 보이지만 원전 이용률은 전년대비 0.1%p 개선된 83.0%로 예상된다.

정부 세수 부족 현상의 가장 효과적인 해결책 중 하나

과거 2015년과 2016년 저유가 국면에 더해 삼성동 부지 매각까지 당기순이익 개선에 기여하던 당시 정부 출자기관 배당수입의 15%에서 30%까지 책임졌던 경험이 있다. 배당성향 수준에 따라 2025년 결산 배당에서도 과거만큼 기여도가 상승할 여지가 있다. 배당성향을 25%에서 40% 범위를 가정하면 예상배당수익률은 4.8%에서 5.6%까지 분포하며 2026년 예상 실적 기준으로 범위가 7.7%에서 8.9%로 확대된다. 물론 주요 실적 변수 변화에 따라 하향 가능성이 존재하지만 배당성향 40%를 상단으로 가정할 때 배당 매력은 특별히 훼손되지 않는다. 향후 정부의 의지가 숫자로 확정될 필요가 있으며 늦어도 2026년 1분기에는 공시를 통해 확인될 전망이다.

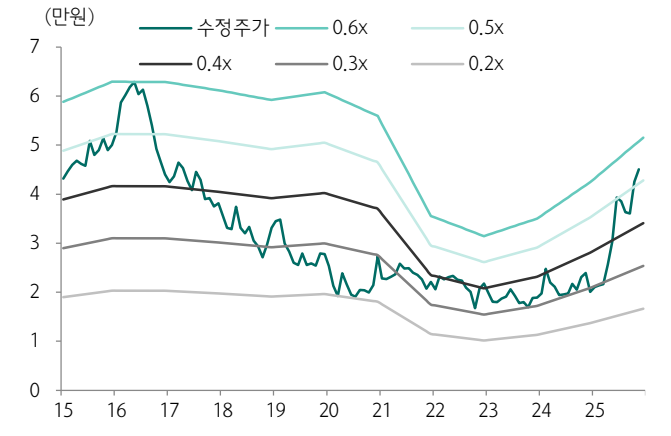
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025F				2026F				3Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**242,240**	**219,501**	**273,013**	**238,199**	**243,895**	**219,659**	**274,089**	**238,876**	**4.6**	**24.4**
전기판매수익	232,112	209,463	263,148	229,032	233,039	209,171	264,165	229,395	5.2	25.6
기타매출	10,128	10,038	9,864	9,167	10,855	10,487	9,924	9,481	(8.8)	(1.7)
영업이익	**37,536**	**21,359**	**57,987**	**35,035**	**49,743**	**33,549**	**64,102**	**37,918**	**70.7**	**171.5**
연료비	50,100	43,152	54,301	40,029	42,274	39,205	59,959	41,195	(19.3)	25.8
구입전력비	87,568	86,010	93,274	79,950	81,121	74,136	78,896	69,403	(3.3)	8.4
기타	67,036	68,980	67,451	83,185	70,756	72,769	71,132	90,360	6.5	(2.2)
세전이익	**32,319**	**16,652**	**51,488**	**26,428**	**42,494**	**26,453**	**58,106**	**29,766**	**73.0**	**209.2**
순이익	**23,282**	**11,367**	**38,616**	**19,821**	**31,871**	**19,839**	**43,580**	**22,325**	**108.8**	**239.7**
영업이익률(%)	15.5	9.7	21.2	14.7	20.4	15.3	23.4	15.9	-	-
세전이익률(%)	13.3	7.6	18.9	11.1	17.4	12.0	21.2	12.5	-	-
순이익률(%)	9.6	5.2	14.1	8.3	13.1	9.0	15.9	9.3	-	-
전력판매(GWh)	141,018	127,341	150,563	130,995	141,028	127,229	150,619	130,920	0.4	18.2
판매단가(원/kWh)	165	164	175	175	165	164	175	175	4.7	6.3
원/달러 환율	1,452	1,399	1,387	1,420	1,420	1,420	1,420	1,420	2.2	(0.9)
석탄(천원/톤)	193	185	166	160	160	165	165	165	(10.4)	(10.5)
LNG(천원/톤)	1,100	972	917	921	896	872	872	872	(14.7)	(5.7)

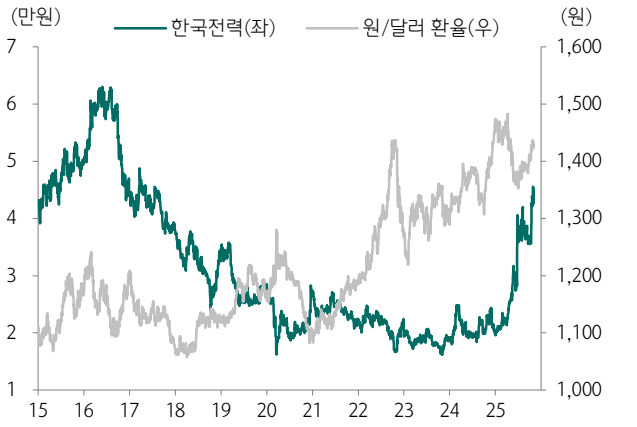
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



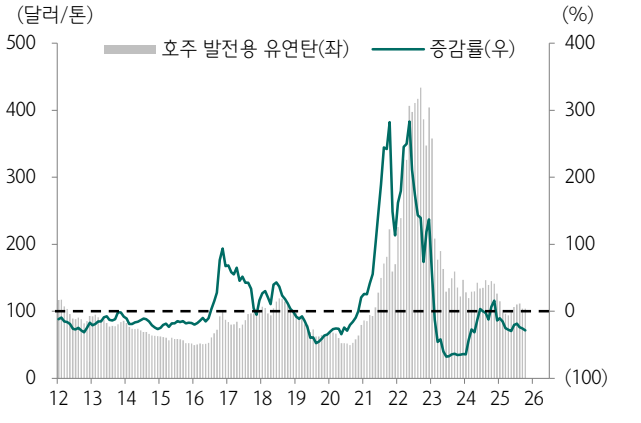
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



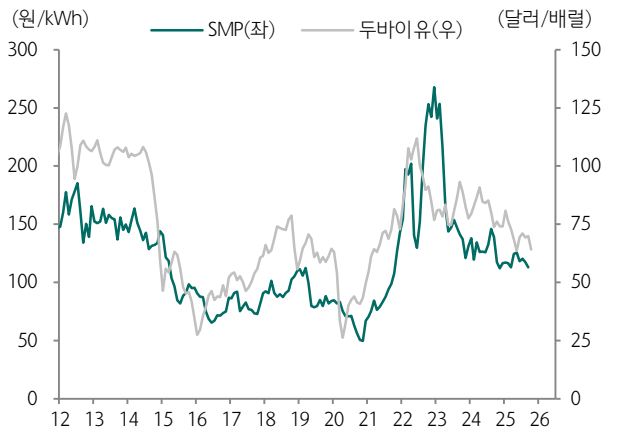
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (10월 YoY -28.3%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (9월 SMP YoY -18.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**88,219.5**	**93,398.9**	**97,295.3**	**97,651.8**	**97,810.6**
매출원가	89,699.5	81,964.2	78,490.8	75,218.9	75,560.2
매출총이익	(1,480.0)	11,434.7	18,804.5	22,432.9	22,250.4
판관비	3,061.6	3,070.0	3,612.8	3,901.7	3,813.8
영업이익	**(4,541.6)**	**8,364.7**	**15,191.7**	**18,531.2**	**18,436.6**
금융손익	(3,922.0)	(4,087.1)	(3,496.1)	(3,800.0)	(3,600.0)
종속/관계기업손익	613.0	882.3	675.7	675.7	675.7
기타영업외손익	296.6	96.6	317.3	275.1	251.2
세전이익	**(7,554.0)**	**5,256.5**	**12,688.6**	**15,681.9**	**15,763.5**
법인세	(2,837.8)	1,634.6	3,306.9	3,920.5	3,940.9
계속사업이익	(4,716.1)	3,622.0	9,381.7	11,761.4	11,822.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(4,716.1)**	**3,622.0**	**9,381.7**	**11,761.4**	**11,822.6**
비지배주주지분 순이익	106.4	130.3	73.1	0.0	0.0
지배주주순이익	**(4,822.5)**	**3,491.7**	**9,308.6**	**11,761.4**	**11,822.6**
지배주주지분포괄이익	(5,032.6)	4,070.2	8,609.4	11,817.2	11,878.7
NOPAT	(2,835.5)	5,763.6	11,232.5	13,898.4	13,827.5
EBITDA	8,490.6	22,362.1	29,131.7	32,526.3	32,571.5
성장성(%)					
매출액증가율	23.80	5.87	4.17	0.37	0.16
NOPAT증가율	적지	흑전	94.89	23.73	(0.51)
EBITDA증가율	흑전	163.37	30.27	11.65	0.14
영업이익증가율	적지	흑전	81.62	21.98	(0.51)
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	166.59	26.35	0.52
EPS증가율	적지	흑전	166.59	26.35	0.52
수익성(%)					
매출총이익률	(1.68)	12.24	19.33	22.97	22.75
EBITDA이익률	9.62	23.94	29.94	33.31	33.30
영업이익률	(5.15)	8.96	15.61	18.98	18.85
계속사업이익률	(5.35)	3.88	9.64	12.04	12.09

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**29,536.2**	**29,255.2**	**31,924.5**	**31,739.6**	**32,088.2**
금융자산	7,523.2	5,966.3	8,371.5	8,119.9	8,486.6
현금성자산	4,342.9	2,383.0	4,167.1	3,909.4	4,277.8
매출채권	11,009.5	11,099.2	11,236.3	11,268.3	11,259.6
재고자산	8,875.6	9,769.2	9,890.0	9,918.1	9,910.4
기타유동자산	2,127.9	2,420.5	2,426.7	2,433.3	2,431.6
비유동자산	**210,178.8**	**217,552.6**	**222,870.1**	**226,917.7**	**230,771.2**
투자자산	13,208.8	16,232.1	16,455.1	16,497.8	16,486.2
금융자산	3,546.2	4,946.0	5,029.5	5,039.7	5,037.0
유형자산	179,875.5	182,982.8	188,123.0	192,270.0	196,257.0
무형자산	**1,133.1**	**1,146.1**	**1,098.9**	**956.8**	**834.9**
기타비유동자산	**15,961.4**	**17,191.6**	**17,193.1**	**17,193.1**	**17,193.1**
자산총계	**239,715.0**	**246,807.8**	**254,794.6**	**258,657.2**	**262,859.3**
유동부채	**61,248.4**	**63,968.8**	**64,244.6**	**59,594.8**	**55,631.2**
금융부채	41,752.5	45,069.4	44,871.9	40,173.7	36,223.2
매입채무	4,341.5	4,494.5	4,550.1	4,563.0	4,559.5
기타유동부채	15,154.4	14,404.9	14,822.6	14,858.1	14,848.5
비유동부채	**141,201.8**	**141,476.2**	**141,039.0**	**139,183.0**	**137,143.9**
금융부채	**96,139.5**	**91,448.3**	**90,392.9**	**88,392.9**	**86,392.9**
기타비유동부채	45,062.3	50,027.9	50,646.1	50,790.1	50,751.0
부채총계	**202,450.2**	**205,445.0**	**205,283.6**	**198,777.9**	**192,775.1**
지배주주지분	**35,845.1**	**39,915.2**	**48,365.5**	**58,733.9**	**68,938.8**
자본금	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**
자본잉여금	2,444.6	2,444.6	2,449.9	2,449.9	2,449.9
자본조정	13,295.0	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄이익누계액	557.4	1,424.0	785.2	785.2	785.2
이익잉여금	16,338.3	20,128.2	29,211.9	39,580.3	49,785.2
비지배주주지분	**1,419.7**	**1,447.6**	**1,145.5**	**1,145.5**	**1,145.5**
자본총계	**37,264.8**	**41,362.8**	**49,511.0**	**59,879.4**	**70,084.3**
순금융부채	130,368.8	130,551.3	126,893.3	120,446.7	114,129.5

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(7,512)	5,439	14,500	18,321	18,416
BPS	55,837	62,177	75,340	91,491	107,387
CFPS	17,322	38,559	48,387	51,958	51,963
EBITDAPS	13,226	34,834	45,379	50,667	50,737
SPS	137,421	145,489	151,559	152,114	152,361
DPS	0	213	2,170	2,520	2,690
주가지표(배)					
PER	(2.52)	3.69	3.11	2.46	2.45
PBR	0.34	0.32	0.60	0.49	0.42
PCFR	1.09	0.52	0.93	0.87	0.87
EV/EBITDA	16.95	6.48	5.18	4.44	4.24
PSR	0.14	0.14	0.30	0.30	0.30
재무비율(%)					
ROE	(12.63)	9.22	21.09	21.96	18.52
ROA	(2.03)	1.44	3.71	4.58	4.53
ROIC	(1.55)	3.10	5.87	7.09	6.92
부채비율	543.28	496.69	414.62	331.96	275.06
순부채비율	349.84	315.62	256.29	201.15	162.85
이자보상배율(배)	(1.02)	1.79	3.45	4.33	4.51

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**1,522.2**	**15,876.1**	**22,558.8**	**25,901.3**	**25,918.2**
당기순이익	(4,716.1)	3,622.0	9,381.7	11,761.4	11,822.6
조정	11,380.0	16,044.5	14,801.7	13,995.1	14,134.9
감가상각비	13,032.3	13,997.4	13,940.0	13,995.1	14,134.9
외환거래손익	363.7	2,366.8	(1,263.0)	0.0	0.0
지분법손익	(613.0)	(882.3)	(293.4)	0.0	0.0
기타	(1,403.0)	562.6	2,418.1	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(5,141.7)	(3,790.4)	(1,624.6)	144.8	(39.3)
투자활동 현금흐름	**(13,073.8)**	**(14,093.1)**	**(20,722.1)**	**(18,048.7)**	**(17,986.8)**
투자자산감소(증가)	(880.5)	(3,023.2)	(223.0)	(42.7)	11.6
자본증가(감소)	(13,598.7)	(13,813.4)	(17,807.3)	(18,000.0)	(18,000.0)
기타	1,405.4	2,743.5	(2,691.8)	(6.0)	1.6
재무활동 현금흐름	**12,661.9**	**(3,849.3)**	**170.2**	**(8,091.3)**	**(7,568.2)**
금융부채증가(감소)	12,690.7	(1,374.3)	(1,252.9)	(6,698.2)	(5,950.5)
자본증가(감소)	332.2	0.0	5.3	0.0	0.0
기타재무활동	(305.5)	(2,337.8)	1,554.5	(0.0)	0.0
배당지급	(55.5)	(137.2)	(136.7)	(1,393.1)	(1,617.7)
현금의 증감	**1,108.1**	**(1,959.9)**	**1,927.2**	**(257.7)**	**368.4**
Unlevered CFO	11,120.4	24,753.4	31,062.4	33,355.3	33,358.5
Free Cash Flow	(12,386.2)	1,660.1	4,638.2	7,901.3	7,918.2

자료: 하나증권

2025년 11월 5일 | 기업분석_Update

한전KPS(051600)

2026년 깜짝 배당 성장 가능

BUY (유지)

목표주가(12M)	62,000원(유지)
현재주가(11.04)	50,700원

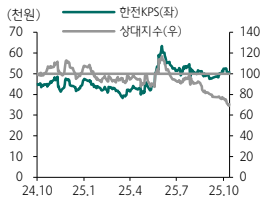
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,121.74
52주 최고/최저(원)	63,300/38,200
시가총액(십억원)	2,281.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	45,000.0
60일 평균 거래량(천주)	212.6
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
외국인지분율(%)	11.37
주요주주 지분율(%)	
한국전력공사 외 1 인	51.02
국민연금공단	9.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,575.2	1,645.7
영업이익(십억원)	183.1	209.1
순이익(십억원)	151.8	172.9
EPS(원)	3,373	3,843
BPS(원)	30,240	31,984

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,533.9	1,557.1	1,563.4	1,666.0
영업이익	199.4	209.5	170.0	218.7
세전이익	210.9	225.2	178.6	229.8
순이익	162.7	172.4	135.8	172.3
EPS	3,615	3,832	3,018	3,830
증감율	62.40	6.00	(21.24)	26.91
PER	9.42	11.51	16.80	13.24
PBR	1.20	1.49	1.71	1.61
EV/EBITDA	5.91	5.68	7.57	5.94
ROE	13.08	13.26	10.19	12.50
BPS	28,280	29,520	29,695	31,565
DPS	2,158	2,469	1,960	2,490

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

목표주가 62,000원, 투자의견 매수 유지

한전KPS 목표주가 62,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 연내 확인해야 할 부분으로 고리 2호기의 가동 재개 여부가 중요하다. 수명만료로 인한 가동이 정지되는 원전들이 누적되어 증가할 경우 계획예방정비 매출 Mix가 일부 감소할 여지가 있기 때문이다. 물론 마진 측면에서 부정적인 요소지만 전체적인 방향성에는 영향이 크지 않을 수 있다. 노후석탄발전소 폐지는 매출에 직결되는 이슈다. 새울 3,4호기의 상업운전 시점이 늦어지고 있으나 적어도 대형 기저전원 2기가 향후 매출로 들어올 여지가 있기 때문에 중단기적 매출 감소를 만회할 카드가 존재한다. 장기적으로 2029년까지 루마니아 체르나보다 원전 성능개선 사업의 실적 기여도가 높아질 전망이다. 2026년 예상 실적 기준 PER 13.2배, PBR 1.6배다.

2026년 영업이익 2,187억원(YoY +28.6%) 전망

2026년 매출액은 16,660억원으로 2025년 대비 6.6% 증가할 것으로 전망된다. 기저발전의 증감 관점에서 변동성 확대 가능성이 존재한다. 원자력은 새울 3,4호기의 상업운전 시점이 기존 계획 대비 다소 늦어질 여지가 있고 유연탄은 2025년 말부터 평균 2기 이상 폐지되기 때문이다. 장기적으로는 해외 매출 기여도가 상승하면서 국내 기저발전 감소 영향을 극복 가능하나 단기 실적 방향은 신규 설비 도입 및 기존 설비 퇴출 시점에 따라 달라질 것으로 예상된다. 영업이익은 2,187억원으로 2025년 대비 전년대비 28.6% 증가할 전망이다. 올해 1분기 실적 부진의 기저효과가 주요 원인이며 저수익 해외사업이 축소된 부분도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 경영평가 등급 변화로 추가적인 비용 감소가 나타날 여지가 있으나 실제 결과가 확인된 이후 실적 눈높이에 반영될 것으로 판단된다.

기저 효과에 더해 비용 개선 가능성 감안하면 매력 충분

2026년을 바라보는 시점에서 일단 2025년 1분기 실적 부진의 기저효과가 존재한다. 당시 감익은 정비 물량이 감소한 일시적 영향이었고 2분기부터 바로 정상화되었기 때문에 부진 지속 가능성은 제한적이다. 2026년에 기대할 요소는 비용 개선이다. 정부가 안전을 중요한 가치로 생각하고 있다는 것은 2025년 경영평가 편람의 안전 관련 배점 강화에서도 찾아볼 수 있다. 과거 2018년~2019년 영업실적이 2017년 대비 크게 개선된 사례와 비슷한 환경이 조성되고 있어 2026년 6월 경영평가 결과에 관심을 가질 필요가 있다. 배당성향은 65%로 이미 충분히 높기 때문에 추가적인 상향은 기대하기 쉽지 않다. 그럼에도 불구하고 실적의 개선 여지를 감안하면 DPS 상승이 가능하며 배당수익률 관점에서 저평가 영역에 위치한다.

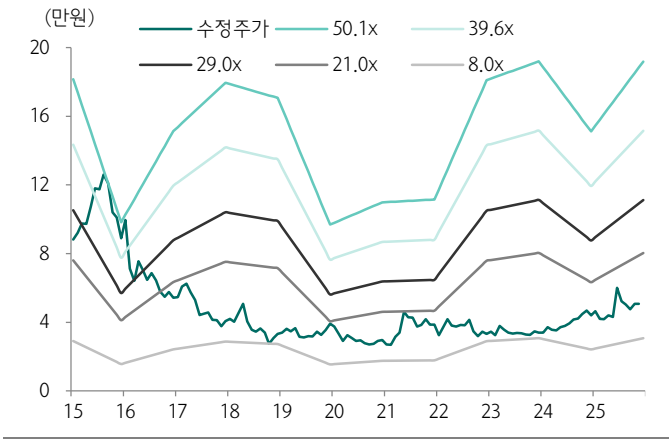
도표 1. 한전KPS 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025F				2026F				3Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**2,880**	**4,540**	**3,871**	**4,343**	**4,152**	**4,300**	**3,875**	**4,333**	**9.2**	**(14.7)**
화력	1,145	1,855	1,216	1,624	1,482	1,607	1,199	1,592	20.3	(34.5)
원자력/양수	1,031	1,501	1,541	1,567	1,563	1,588	1,606	1,646	(2.7)	2.7
송변전	263	283	290	315	272	292	300	326	2.9	2.5
대외	128	537	335	318	356	292	299	266	5.1	(37.5)
해외	313	364	489	519	479	521	472	504	40.2	34.4
영업이익	**78**	**656**	**499**	**467**	**587**	**579**	**579**	**441**	**18.9**	**(23.9)**
세전이익	**156**	**647**	**517**	**466**	**640**	**601**	**599**	**457**	**17.4**	**(20.1)**
순이익	**112**	**509**	**387**	**350**	**480**	**451**	**449**	**343**	**14.4**	**(23.8)**
영업이익률(%)	2.7	14.4	12.9	10.8	14.1	13.5	15.0	10.2	-	-
세전이익률(%)	5.4	14.2	13.3	10.7	15.4	14.0	15.4	10.6	-	-
순이익률(%)	3.9	11.2	10.0	8.1	11.6	10.5	11.6	7.9	-	-
재료비	125	387	243	277	275	271	268	280	1.0	(37.1)
노무비	1,409	1,505	1,446	1,744	1,462	1,563	1,343	1,762	7.7	(3.9)
경비	1,268	1,992	1,683	1,855	1,828	1,887	1,685	1,851	9.2	(15.5)

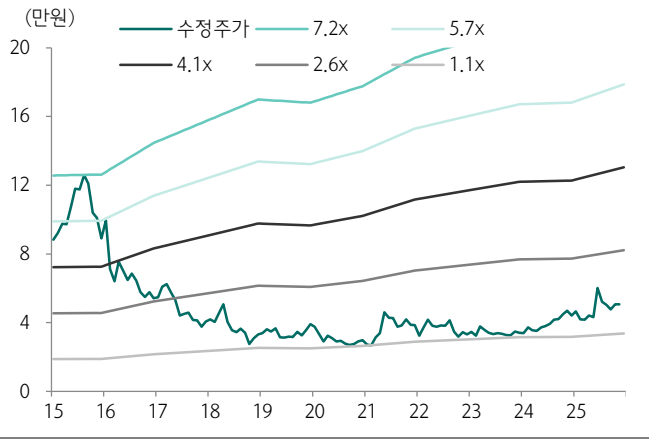
자료: 한전KPS, 하나증권

도표 2. 한전KPS 12M Fwd PER 추이



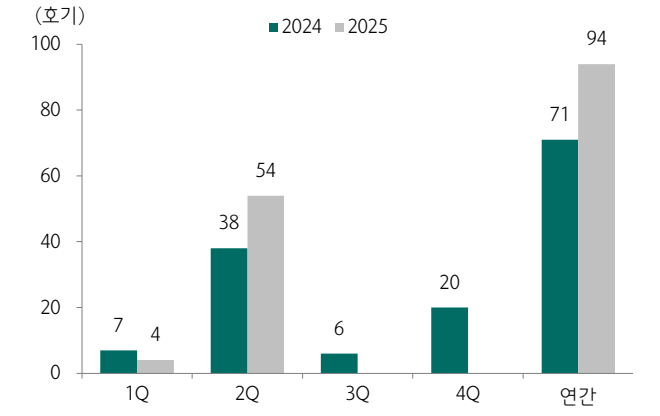
자료: 한전KPS, 하나증권

도표 3. 한전KPS 12M Fwd PBR 추이



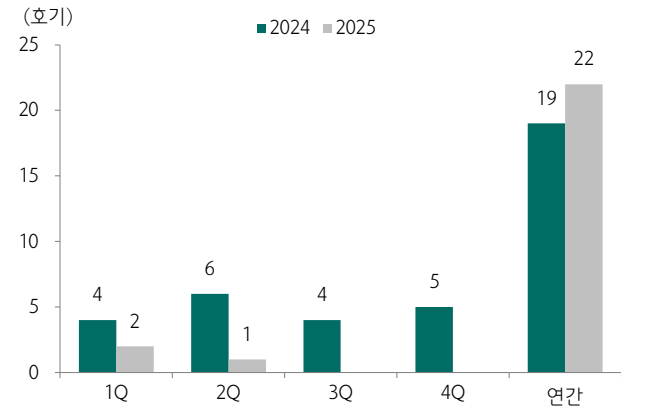
자료: 한전KPS, 하나증권

도표 4. 계획예방정비 계획 및 실적 - 화력



자료: 한전KPS, 하나증권

도표 5. 계획예방정비 계획 및 실적 – 원자력



자료: 한전KPS, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,533.9**	**1,557.1**	**1,563.4**	**1,666.0**	**1,681.2**
매출원가	1,250.9	1,261.7	1,300.2	1,344.1	1,356.2
매출총이익	283.0	295.4	263.2	321.9	325.0
판관비	83.5	85.9	93.2	103.3	105.1
영업이익	**199.4**	**209.5**	**170.0**	**218.7**	**219.9**
금융손익	10.0	16.0	12.6	12.9	13.8
종속/관계기업손익	0.3	0.6	(0.7)	(0.8)	(0.8)
기타영업외손익	1.3	(0.9)	(3.4)	(1.0)	(1.8)
세전이익	**210.9**	**225.2**	**178.6**	**229.8**	**231.2**
법인세	48.2	52.8	42.7	57.4	57.8
계속사업이익	162.7	172.4	135.8	172.3	173.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**162.7**	**172.4**	**135.8**	**172.3**	**173.4**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**162.7**	**172.4**	**135.8**	**172.3**	**173.4**
지배주주지분포괄이익	115.6	152.9	119.0	172.4	173.5
NOPAT	153.8	160.4	129.3	164.0	165.0
EBITDA	251.3	273.8	235.3	285.3	287.7
성장성(%)					
매출액증가율	7.33	1.51	0.40	6.56	0.91
NOPAT증가율	58.23	4.29	(19.39)	26.84	0.61
EBITDA증가율	41.02	8.95	(14.06)	21.25	0.84
영업이익증가율	52.68	5.07	(18.85)	28.65	0.55
(지배주주)순익증가율	62.38	5.96	(21.23)	26.88	0.64
EPS증가율	62.40	6.00	(21.24)	26.91	0.63
수익성(%)					
매출총이익률	18.45	18.97	16.84	19.32	19.33
EBITDA이익률	16.38	17.58	15.05	17.12	17.11
영업이익률	13.00	13.45	10.87	13.13	13.08
계속사업이익률	10.61	11.07	8.69	10.34	10.31

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**968.5**	**1,051.2**	**1,033.4**	**1,119.8**	**1,183.3**
금융자산	54.9	441.8	424.9	512.5	581.7
현금성자산	49.1	99.7	46.2	59.0	41.8
매출채권	212.8	190.3	191.6	191.2	189.3
재고자산	25.3	24.7	24.9	24.8	24.6
기타유동자산	675.5	394.4	392.0	391.3	387.7
비유동자산	**628.9**	**639.0**	**631.9**	**629.2**	**624.8**
투자자산	67.3	59.2	60.0	59.9	59.3
금융자산	66.9	58.2	59.0	58.8	58.3
유형자산	449.2	457.9	460.8	460.0	457.6
무형자산	**8.6**	**8.7**	**7.7**	**6.0**	**4.6**
기타비유동자산	**103.8**	**113.2**	**103.4**	**103.3**	**103.3**
자산총계	**1,597.3**	**1,690.2**	**1,665.3**	**1,748.9**	**1,808.1**
유동부채	**318.9**	**347.4**	**312.1**	**311.6**	**309.6**
금융부채	5.2	10.1	10.1	10.1	10.0
매입채무	13.6	13.4	13.5	13.4	13.3
기타유동부채	300.1	323.9	288.5	288.1	286.3
비유동부채	**5.9**	**14.3**	**16.9**	**16.8**	**16.7**
금융부채	**2.8**	**2.3**	**4.7**	**4.7**	**4.7**
기타비유동부채	3.1	12.0	12.2	12.1	12.0
부채총계	**324.7**	**361.7**	**329.0**	**328.5**	**326.3**
지배주주지분	**1,272.6**	**1,328.4**	**1,336.2**	**1,420.5**	**1,481.8**
자본금	**9.0**	**9.0**	**9.0**	**9.0**	**9.0**
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.2)	0.8	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	1,263.8	1,318.6	1,326.9	1,411.0	1,472.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**1,272.6**	**1,328.5**	**1,336.3**	**1,420.5**	**1,481.8**
순금융부채	(46.9)	(429.5)	(410.0)	(497.7)	(566.9)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,615	3,832	3,018	3,830	3,854
BPS	28,280	29,520	29,695	31,565	32,929
CFPS	8,487	9,601	6,809	6,186	6,181
EBITDAPS	5,584	6,084	5,230	6,340	6,394
SPS	34,086	34,602	34,742	37,023	37,361
DPS	2,158	2,469	1,960	2,490	2,510
주가지표(배)					
PER	9.42	11.51	16.80	13.24	13.16
PBR	1.20	1.49	1.71	1.61	1.54
PCFR	4.01	4.59	7.45	8.20	8.20
EV/EBITDA	5.91	5.68	7.57	5.94	5.65
PSR	1.00	1.27	1.46	1.37	1.36
재무비율(%)					
ROE	13.08	13.26	10.19	12.50	11.95
ROA	10.30	10.49	8.10	10.10	9.75
ROIC	15.19	18.06	18.78	25.51	25.71
부채비율	25.52	27.23	24.62	23.12	22.02
순부채비율	(3.68)	(32.33)	(30.68)	(35.04)	(38.26)
이자보상배율(배)	244.02	299.37	359.62	160.29	160.90

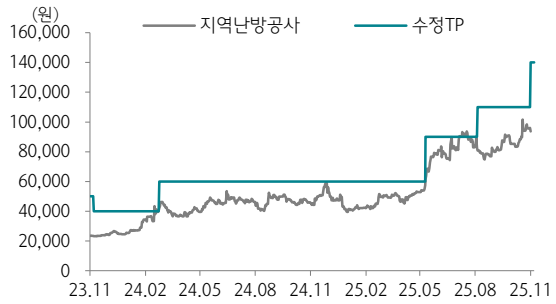
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(38.1)**	**540.5**	**249.0**	**239.3**	**243.0**
당기순이익	162.7	172.4	135.8	172.3	173.4
조정	162.5	213.9	129.9	66.6	67.8
감가상각비	51.9	64.3	65.3	66.6	67.8
외환거래손익	0.8	(1.9)	2.8	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(0.6)	0.6	0.0	0.0
기타	110.1	152.1	61.2	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(363.3)	154.2	(16.7)	0.4	1.8
투자활동 현금흐름	**30.3**	**(380.3)**	**(101.8)**	**(138.8)**	**(149.8)**
투자자산감소(증가)	8.7	8.0	(0.7)	0.1	0.6
자본증가(감소)	(37.9)	(47.5)	(55.8)	(64.0)	(64.0)
기타	59.5	(340.8)	(45.3)	(74.9)	(86.4)
재무활동 현금흐름	**(65.3)**	**(111.2)**	**(115.8)**	**(88.2)**	**(112.1)**
금융부채증가(감소)	(1.5)	4.3	2.5	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.1)	(18.4)	(7.2)	0.0	0.1
배당지급	(58.7)	(97.1)	(111.1)	(88.2)	(112.1)
현금의 증감	**(73.5)**	**50.6**	**(53.7)**	**12.7**	**(17.2)**
Unlevered CFO	381.9	432.1	306.4	278.4	278.2
Free Cash Flow	(79.3)	490.9	191.6	175.3	179.0

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

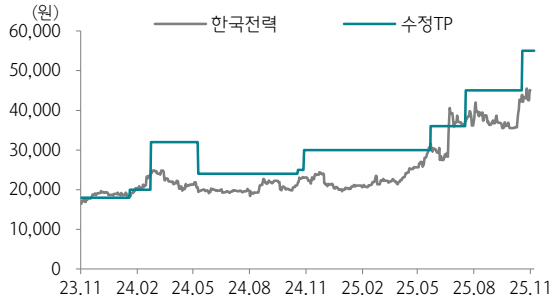
지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	140,000		
25.8.8	BUY	110,000	-22.50%	-7.64%
25.5.14	BUY	90,000	-8.49%	4.11%
24.2.27	BUY	60,000	-26.49%	-10.83%
23.11.10	BUY	40,000	-29.46%	8.38%
23.2.16	BUY	50,000	-47.46%	-40.90%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

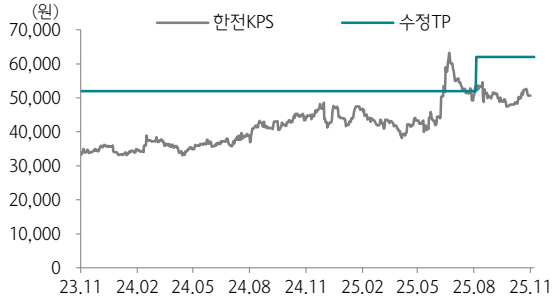
한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.22	BUY	55,000		
25.7.22	BUY	45,000	-15.71%	-2.56%
25.5.26	BUY	36,000	-7.36%	12.78%
24.11.1	BUY	30,000	-24.37%	2.33%
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.5.13	BUY	24,000	-16.93%	-5.21%
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%
24.1.23	Neutral	20,000	4.51%	17.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한전KPS



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.8	BUY	62,000		
24.9.27	BUY	52,000	-12.04%	21.73%
24.9.6	BUY	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 11월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 01일