유틸리티

산유국 싸움에 등 터진다

Neutral(하향)

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 5월 6일

SGC에너지(005090)
BUY | TP 76,000원 | CP 56,300원

SK가스(018670)
BUY | TP 330,000원 | CP 262,000원

한국가스공사(036460)
BUY | TP 55,000원 | CP 37,850원

한국전력(015760)
Neutral(하향) | TP 45,000원 | CP 45,050원

국제유가 100달러 시대. 천연가스 가격이 상대적으로 낮은 것은 그나마 다행

발전사업자의 매출은 한국전력의 구입비용이다. 지금처럼 발전원가가 급등하는 국면에서는 한국전력이 일방적으로 피해를 볼 수 밖에 없다. 천연가스는 전력시장 도매가격을 결정하는 에너지 원자재다. 국내로 도입되는 LNG 가운데 유가 연동 계약의 비중이 절대적으로 높다. 유가 벤치마크도 일반적인 3대 유종 선물이 아닌 JCC(일본평균원유도입단가)로 볼 수 있다. 일본 관세청 통계를 기반으로 하기 때문에 실제 수입 시점보다 3개월 늦게 반영되는 시차가 있다. 또한 현물 가격의 가중평균이기 때문에 현선물 스프레드가 플러스인 현재 시점에서는 선물가격보다 JCC가 높게 형성될 개연성이 크다. 따라서 유가 연동 LNG보다 낮은 가격으로 발전연료를 도입하는 발전소는 예상보다 수익성이 확대될 수 있다. 반대급부로 한국전력은 3분기부터 비용 증가가 유의미하게 나타날 것으로 추정된다. 2022년과 다르게 아시아 LNG 가격이 유가 대비 낮은 수준을 유지하고 있어 SMP 상단이 제한된 점은 불행 중 다행이다.

버틸 수 있기 때문에 단기적으로 전기요금 인상 기대감은 낮음

과거 한국전력은 대규모 적자를 기록했던 바 있다. 오랜 고통의 기간 동안 전기요금은 원칙보다는 덜 올랐지만 과거 어느 시점보다 빠르게 상승했고 연간 100조원에 버금가는 규모로 매출이 확대되었다. 이익 레버리지가 충분히 나타날 수 있는 수준의 매출이지만 아쉽게도 최근의 원가 상승은 이익 가시성을 낮추는 중이다. 긍정적인 부분은 과거 대비 이익 체력이 개선되었기 때문에 만약 적자로 전환되더라도 규모가 제한된다는 점이다. 부정적인 부분은 버틸 수 있기 때문에 정부의 요금 인상 개입 가능성이 낮아진다는 부분이다. 적자로 자본이 녹아내려 상장폐지에 대한 우려까지 제기되던 과거 시점과 지금의 상황을 비교하면 우려의 정도는 차이가 있을 수밖에 없다. 한전채 발행 확대도 불가피하나 규모는 제한적일 것이다.

Top Picks: SGC에너지, SK가스. 관심종목으로 한국가스공사 제시

2026년 하반기 유틸리티 섹터 Top Picks로 SGC에너지와 SK가스를 제시한다. SGC에너지는 유가 상승과 발전연료(국내산 미이용 우드칩) 가격 하락의 조합으로 발전 마진 스프레드가 확대될 수 있다. 하반기 가시화될 데이터센터 사업도 장기 EPS 및 멀티플 재평가 요소다. SK가스는 LNG 가격 공식에 미국 천연가스 Mix가 존재하기 때문에 원가 우위가 나타날 수 있다. 미국산 프로판의 공급 안정성도 눈여겨볼 요소다. 한국가스공사는 요금기저 상승에 따른 4분기 실적 성장 및 해외 자원개발사업 손상차손 환입 여력을 고려할 때 EPS 상향이 가능하기 때문에 관심종목으로 제시한다. 유틸리티 공기업 배당성향에 대한 기대감은 지난 2025년 사업연도 배당성향을 통해 이미 충분히 낮춰졌다. 다만 EPS 성장에 따른 절대적인 DPS 규모 성장 가능성은 여전히 유효하며 저평가 국면에서 관심을 가질 필요가 있다.

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

하나증권 리서치센터

목차

1. 2026년 하반기 전망: 제로섬 게임의 승자는 발전사 3

1) 2026년 하반기 실적 전망 3
2) 급격히 상승하는 원가 지표 4
3) 제로섬 게임에서 승자는 발전사업자 5
4) Top Picks와 투자포인트 6

2. 예상보다 늘어날 수 있는 원가 부담 7

1) JCC(Japan Crude Cocktail) 7
2) 원유 현물과 선물의 차이 8
3) 아시아 LNG 가격 9

3. 단기적으로 규제 당국은 누구의 편도 아니다 10

1) 발전연료 개별소비세 원상복구 10
2) 온실가스배출권 가격 상승 11
3) 산업용 전기요금 실질적 인하 12
4) SMP 상한제 13

4. 전력 Mix와 정책 점검 14

1) 제12차 전력수급기본계획 연내 수립 예정 14
2) 원전 가동 재개와 증설. 다만 발전 Mix는 장기 악화 15
3) 규제와 수요 이탈 16
4) 규제와 비용 증가 17

5. 투자는 계속되고 한전채도 늘어난다 18

1) 한국전력 Capex 변화 여지 제한적 18
2) 민간 송전망 투자 개방이 민영화는 아니다 19

기업분석 20

SGC에너지(005090) 21
SK가스(018670) 24
한국가스공사(036460) 27
한국전력(015760) 30

1. 2026년 하반기 전망: 제로섬 게임의 승자는 발전사

1) 2026년 하반기 실적 전망

2H26년 커버리지 실적 전망
매출액 81.5조원
(YoY +1.4%)
영업이익 2.4조원
(YoY -73.7%)

2026년 하반기 커버리지 합산 영업이익은 2.4조원으로 전년대비 73.7% 감소할 전망이다. 비중이 가장 큰 한국전력 영업이익이 0.8조원(추정)으로 89.5% 감익이 예상되기 때문이다. 3월부터 이어진 원가 지표 상승은 하반기 실적에 부담으로 작용한다. 만약 호르무즈 해협 안정화 시 단기 심리는 빠르게 개선되겠지만 실제 실적 회복 시점은 조금 늦어질 것이다.

한국가스공사는 요금기저 감소와 투자보수율 하락에도 유가 상승으로 해외 자원개발 사업 수익 개선이 기대된다. 미수금 증가와는 별개로 순이익 개선 여지가 존재한다. 한전KPS는 2025년 경영평가 결과에 따라 조건부로 대규모 증익이 가능할 전망이다. 지역난방공사는 총괄원가 방식 실적 인식 이전에 단행된 열요금 인상 효과가 하반기 사라짐에 따라 앞으로 1년 동안 감익 추세가 이어질 수 있다. 한전기술은 기존 대형 잔고 소진에 외형이 감소하는 구간이나 체코 원전 수주 및 기타 프로젝트 매출 인식에 따라 수익 변동 여지가 존재한다. SGC에너지는 원재료 단가가 하락하는 가운데 SMP 상승과 REC 발급량 증가로 발전 부문 이익 개선 가능성이 높다. SK이터닉스는 태양광 개발 프로젝트 수가 늘어날 경우 충전요금 할인 일몰로 인한 ESS 부문의 수익 악화를 만회할 수 있다.

도표 1. 유틸리티 업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션(2026년)	구분	2024	2025	2026F	2027F
한국전력 015760	PBR(배)/ROE(%) 0.6 / 5.2	매출액	93,399	97,429	97,940	98,096
		영업이익	8,365	13,491	6,204	5,853
		순이익	3,622	8,667	2,557	2,433
한국가스공사 036460	PBR(배)/ROE(%) 0.3 / 7.2	매출액	38,389	35,727	35,919	35,919
		영업이익	3,003	2,101	2,078	2,078
		순이익	1,149	132	797	797
지역난방공사 071320	PBR(배)/ROE(%) 0.5 / 8.1	매출액	3,570	3,998	3,769	3,739
		영업이익	328	530	340	354
		순이익	210	339	190	201
한전기술 052690	PBR(배)/ROE(%) 5.4 / 7.1	매출액	553	519	575	604
		영업이익	55	32	49	52
		순이익	59	82	44	43
한전KPS 051600	PBR(배)/ROE(%) 1.5 / 12.3	매출액	1,557	1,576	1,656	1,729
		영업이익	209	140	211	221
		순이익	172	125	170	178
SK가스 018670	PBR(배)/ROE(%) 0.8 / 11.3	매출액	7,096	7,676	7,534	8,102
		영업이익	294	443	431	498
		순이익	194	235	345	346
E1 017940	PBR(배)/ROE(%) 0.3 / 9.4	매출액	11,194	10,393	10,543	10,864
		영업이익	223	324	344	380
		순이익	70	105	198	188
SK이터닉스 475150	PBR(배)/ROE(%) 2.2 / 12.8	매출액	332	386	505	118
		영업이익	38	53	65	69
		순이익	22	31	41	45
SGC에너지 005090	PBR(배)/ROE(%) 1.2 / 6.8	매출액	2,355	2,461	2,699	2,623
		영업이익	190	96	179	228
		순이익	65	(61)	49	109

자료: 각 기업, 하나증권

2) 급격히 상승하는 원가 지표

유가, 환율, 유연탄 가격 우상향
JKM은 단기 급등 후 일시 조정

호르무즈 해협 통행 안정화가
근시일 내 확보되지 않을 경우
우상향 추세 지속 강화 예상

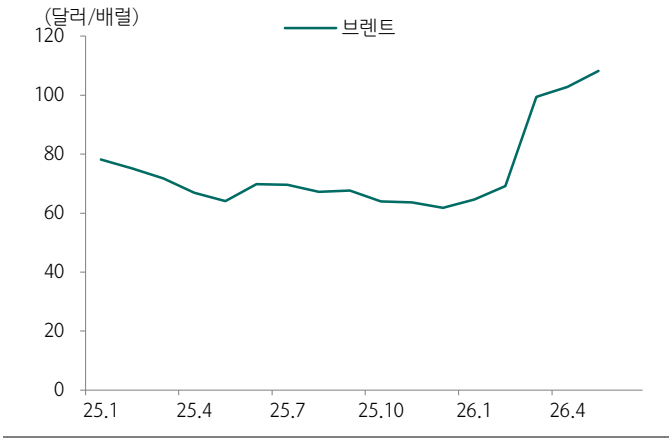
브렌트는 2월 평균 69.2달러/배럴에서 4월 101.5달러/배럴로 46.7% 상승했다. UAE의 OPEC 탈퇴와 OPEC 증산 계획은 단기 불균형 해소에 영향을 주지 못한다. 미국-이란 분쟁 기간이 길어졌기 때문에 생산 재개와 물동량 정상화에 소요되는 시간을 감안하면 당장 해협 개방이 이뤄지더라도 유가는 올해 안에 봉쇄 이전 수준으로 돌아가기 어려운 상황이다.

호주산 유연탄 가격은 130달러/톤 이상을 유지하고 있다. 주요 수입국인 중국의 내수 생산 확대로 인한 수입량 감소에도 운송비, 채굴비용 증가 등이 가격 상승 요인으로 작용할 수 있다. 가스가격 상승 시 대체재로 작동하기 때문에 LNG 가격이 주요 변수가 될 것이다.

아시아 LNG 현물은 카타르 등 주요 수출국 생산능력 상실 및 공급 제한으로 가격이 빠르게 상승했다. 유럽 가스 재고가 평시 대비 낮고 여름철 성수기와 재고 확보 시즌에 진입한다는 점에서 추가 강세 여지가 존재한다. 2022년 이후 미국 등 주요 수출국이 액화용량을 확대한 상황이나 단기 추가 확대 여력은 제한적이기 때문에 하반기 수요 경쟁이 나타날 수 있다.

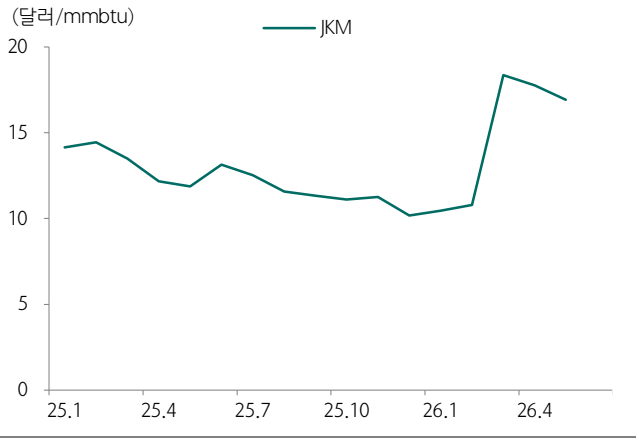
원/달러 환율은 1,400원대 후반에서 횡보 중이다. 높은 환율은 유틸리티 업체에게 수익성 및 자본건전성 측면에서 부정적으로 작용한다. 한국전력은 원재료 수입비용 증가가 나타날 전망이며 한국가스공사는 기말 별도 외화부채 평가손실 확대와 배당 여력 감소가 예상된다.

도표 2. 국제유가 추이 (브렌트)



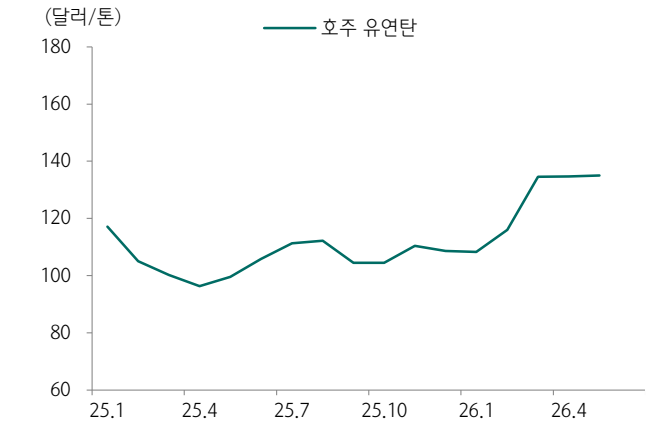
자료: Workspace, 하나증권

도표 3. LNG 가격 추이 (JKM)



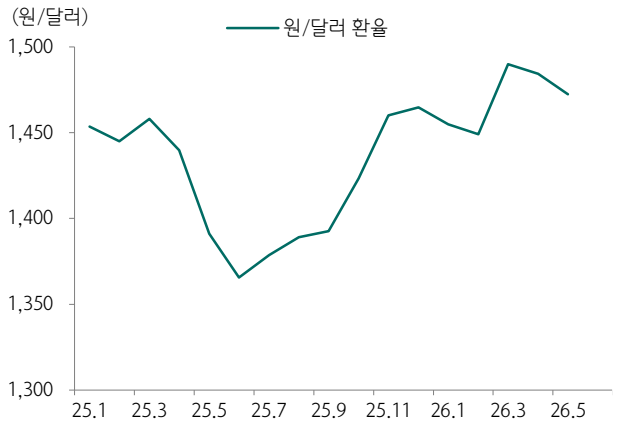
자료: Workspace, 하나증권

도표 4. 유연탄 가격 추이 (호주산)



자료: Workspace, 하나증권

도표 5. 원/달러 환율 추이



자료: Workspace, 하나증권

3) 제로섬 게임에서 승자는 발전사업자

SMP의 극단적인 상승이 아닌 감당할 수 있는 수준의 강세 당장 요금 인상의 근거는 희박함

전력시장에서 구매자와 판매자의 수익성을 결정하는 지표는 SMP다. 지표가 높을수록 발전사업자에게 긍정적이다. 지금은 발전사업자에게 매우 우호적인 환경이 조성되고 있다. 유가 상승은 국내 SMP에 약 5~6개월 정도 후행하여 반영되지만 당장 3월부터 원/달러 환율과 아시아 LNG 현물 가격이 급등했기 때문에 반영 시점은 조금 앞당겨질 수 있다.

SMP 상한제가 재시행되더라도 상한가격과 SMP의 차이가 작아 한국전력 비용절감 효과와 발전사 기회비용은 제한적

현재 LNG 중 아시아 현물, 미국산, 유가 연동 중 유가 연동의 가격이 가장 높다. 한국가스공사의 도입 Mix 유가 연동 비중이 다수라는 점에서 한국가스공사 발전용 천연가스 가격이 SMP를 결정할 것이다. 직도입 LNG, 유연탄, 바이오매스 등 단가가 낮은 원재료를 사용하는 발전소는 여름부터 수익성 확대가 예상된다. 유가 연동 물량 비중이 호르무즈 해협 봉쇄로 70%이고 나머지가 현물이라는 가정 하에 원/달러 환율 1,480원, 브렌트 100달러/배럴, JKM 16달러/mmbtu에서 LNG 연료비단가 상단은 168원/kWh 수준으로 추정된다. 기준을 각각 1,500원, 115달러, 20달러로 변경할 경우 단가 상단은 200원/kWh으로 상향될 수 있다.

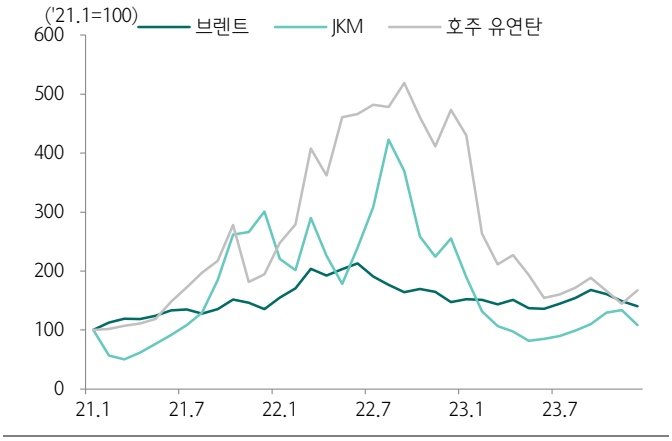
SMP 상한제는 정부가 도입을 재개했다는 신호가 없으며 만약 도입되더라도 직도입 발전소에게는 영향이 제한적일 것으로 보인다. 2022년에는 유가에 더해 아시아 LNG 현물, 미국산 LNG, 발전용 유연탄 모두 지금보다 높았기 때문이며 지금은 유가만 상대적으로 높다. 또한 SMP 상한제가 과거 규제 기준으로 발동하더라도 상한가격과 SMP의 차이가 크지 않을 전망이다. 따라서 역마진은 일부 한국가스공사 물량을 사용하는 발전소에 해당될 것이고 나머지 발전소들은 수익성 상단이 일부 제한되는 것에 그칠 수 있다. 물론 상황이 악화되는 경우 과거와 같은 효과가 나타날 수 있지만 적어도 현 시점에서는 제도 도입 여부조차 불확실한 상황이다. 선제적인 경계는 필요하나 과도한 우려를 반영할 이유는 없다고 판단된다.

도표 6. 주요 원가 지표 변화에 따른 LNG 연료비단가 민감도 추정

	원/달러 환율 1,480원				원/달러 환율 1,500원			
	100달러/배럴	105달러/배럴	110달러/배럴	115달러/배럴	100달러/배럴	105달러/배럴	110달러/배럴	115달러/배럴
16달러/mmbtu	168.2	174.0	179.8	185.6	170.4	176.3	182.2	188.1
17달러/mmbtu	171.2	177.0	182.8	188.6	173.4	179.3	185.2	191.1
18달러/mmbtu	174.2	180.0	185.8	191.6	176.5	179.3	188.3	194.2
19달러/mmbtu	174.2	180.0	188.8	194.6	179.5	179.3	188.3	197.2
20달러/mmbtu	174.2	180.0	191.8	197.6	182.5	179.3	188.3	200.2

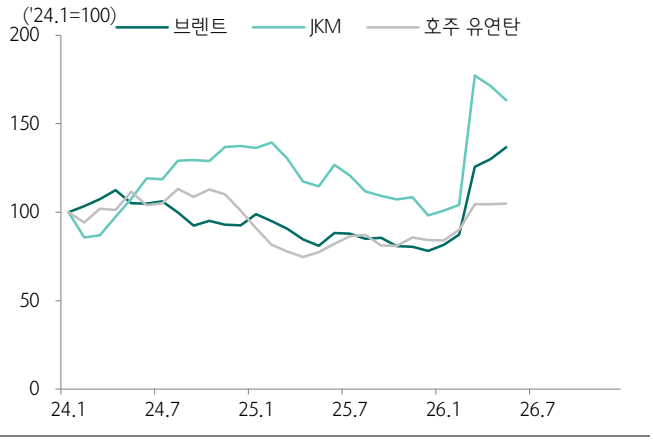
자료: 하나증권

도표 7. 2021년 이후 월별 원가 지표 추이



자료: Workspace, 하나증권

도표 8. 2024년 이후 월별 원가 지표 추이



자료: Workspace, 하나증권

4) Top Picks와 투자포인트

Top Picks
SGC에너지 / SK가스

관심종목
한국가스공사

하반기 Top Picks로 SGC에너지와 SK가스를 제시한다. SGC에너지는 국내산 미이용 바이오매스 물량 조달을 선제적으로 완료하면서 가격적인 부담을 낮춘 상황이다. 유연탄에 대한 노출도는 낮고 SMP와 온실가스배출권 가격 상승, REC 발급량 확대 등이 발전사업 수익에 긍정적일 것으로 판단된다. SK가스는 미국산 프로판 조달로 국내 수요처향 안정적 공급이 가능하기 때문에 중동 이슈로 인한 부정적 영향은 제한적이다. 국내 LPG 공급 물량 마진은 마이너스로 추정되나 산업체향 및 석화향은 양호하다. 울산GPS의 LNG 직도입 물량도 가격 경쟁력이 확보되었을 것으로 보이며 발전 부문 수익성 개선에 기여할 수 있다.

관심종목으로 한국가스공사를 제시한다. 본질적인 부채비율 악화와 다르게 표면적으로는 EPS 증가가 가능할 전망이다. 미수금은 다시 우상향 추세에 진입하지만 해외 자원개발 이익 성장과 과거 손상차손을 인식한 해외 사업 환입 가능성까지 감안하면 별도 EPS 상승과 배당 확대로 이어질 여지가 존재하기 때문이다. 다만 연초 기대되었던 유틸리티 공기업 배당성향 상향은 정부가 적극적으로 추진한 분리과세 적용 요건과 별개로 결정되는 모습이다. 당분간 영업실적 개선 외에 DPS 상향에 기대할 부분이 없다는 것은 아쉬운 지점이다.

도표 9. 유틸리티 커버리지 PBR-ROE Chart (2026년 실적 기준)

종목명 / PBR(배) / ROE(%)

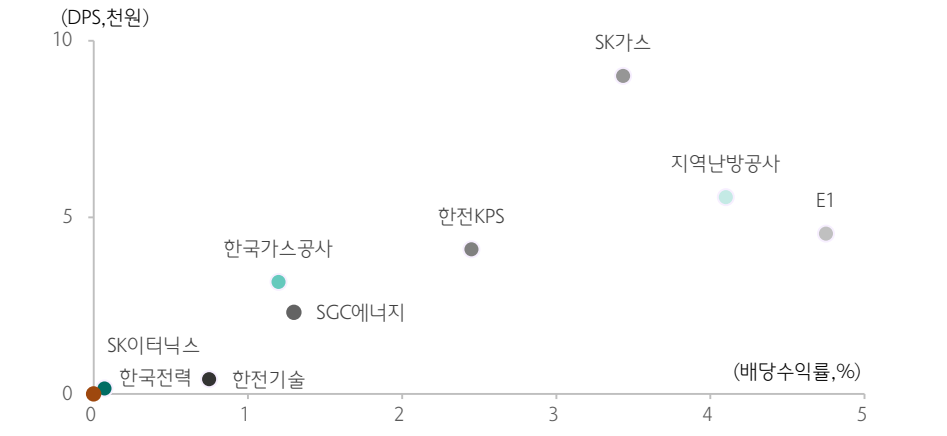
SGC에너지 / 1.2 / 6.8
SK가스 / 0.8 / 11.3
한국가스공사 / 0.3 / 7.2

자료: 하나증권

도표 10. 유틸리티 커버리지 DPS-예상배당수익률 (2026년 실적 기준)

종목명 / DPS / 배당수익률(%)

SGC에너지 / 1,300 / 2.3
SK가스 / 9,000 / 3.4
한국가스공사 / 1,200 / 3.2



자료: 하나증권

2. 예상보다 늘어날 수 있는 원가 부담

1) JCC(Japan Crude Cocktail)

최근 계약 JCC보다 브렌트 위주
다만 과거 시점에 체결되었던
장기도입계약을 감안하면
JCC 영향을 무시할 수 없음

JCC(Japan Crude Cocktail)는 일본이 수입하는 원유의 평균 통관 가격이다. 일본이 아시아 최초로 LNG를 도입한 이후 역내 유가 연동 LNG 계약의 주요 벤치마크로 활용되고 있다. 일본의 원유 조달처는 사우디아라비아, UAE 등 중동산이 대부분을 차지하기 때문에 JCC는 두바이유 연동으로 해석해도 문제가 없다. JCC는 수입 통관 가격이기 때문에 운송 기간 및 통관 데이터 공식 발표 준비 등의 기간을 감안하면 현물 가격과 최소 2~3개월 시차가 존재한다. 다수 LNG 도입계약이 3개월 이상 JCC 평균을 사용하고 있어 최종적으로 현물 가격 변동 영향이 반영되는 시점은 특정 시점 대비 5~6개월 가량 이후로 볼 수 있다. 최근에는 시차가 있는 JCC보다 브렌트를 주로 사용하는 모습이다.

물론 유가 레벨이 극단적으로 높게 상승할 경우를 대비한 S-Curve와 같은 방어장치가 존재한다. 한국의 경우 조달 국가를 미국, 호주 등으로 다변화했으며 도입 가격 산식 또한 유가 연동에 더해 하이브리드 등으로 유가 의존도를 낮췄다. 과거 30% 이상의 비중을 차지하던 중동 물량 비중은 순차적인 장기도입계약 종료로 20% 수준까지 낮아진 상황이다. 카타르의 공급이 원활하지 않은 모습이나 우려는 제한적일 것이다. 2025년 기말 기준으로 확인되는 한국가스공사의 LNG 장기 도입계약 3,135만톤 중 카타르 물량은 연간 610만톤이며 비중은 19.5% 가량이다. 장기계약 외에 현물, 직도입 등을 감안한 전체 수입량 대비로는 카타르 물량 비중은 소폭 낮아진다. 카타르 영향이 없지는 않지만 크게 우려할 수준은 아니며 만약 수급 문제가 있더라도 물량 확보 전략 차원에서 사전에 언급되지 않을 가능성이 높다.

그럼에도 불구하고 에너지 원자재 가격은 지역별 운송비 차이를 고려하여 수렴하는 경향을 나타내기 때문에 여러 방어 장치에도 불구하고 LNG 시장에서의 중동발 에너지 위기는 현재 진행 중인 것으로 판단된다. 유럽은 난방용 천연가스 소비가 감소하는 4월부터 재고를 확충하기 시작한다. 여름철 가스 사용량 및 이후 동절기 재고 확보 시까지 중동산 LNG 공급이 원활하지 않을 경우 2022년과 유사한 물량 확보 경쟁과 가격 상승이 재현될 여지가 있다.

도표 11. 2022년 1분기 이후 한국가스공사 재고자산 구매계약 변동 내용

(단위 천톤)

공급원	계약기간	물량	비고	공급원	계약기간	물량	비고
Malaysia LNG SDN. BHD.	2008~2028	2,000		Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd. 2	2023~2026	260	'22년 이후 계약
Rasgas Company Limited	1999~2024	4,920	종료	Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd. 3	2024~2039	150	'22년 이후 계약
Rasgas Company Limited	2007~2026	2,100		Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd. 4	2026~2034	320	'22년 이후 계약
Rasgas Company Limited	2013~2032	2,000		Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd. 5	2027~2036	280	'22년 이후 계약
Qatar Petroleum	2025~2044	2,000		Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd. 6	2027~2037	400	'22년 이후 계약
Oman LNG L.L.C.	2000~2024	4,060	종료	BP Singapore Pte. Limited 1	2025~2039	1,580	'22년 이후 계약
Sakhalin Energy Inv. Co., Ltd.	2008~2028	1,500		BP Singapore Pte. Limited 2	2026~2036	1,040	'22년 이후 계약
Petronas LNG	2023~2039	1,155		Trafigura Pte Ltd. 1	2023~2026	780	'22년 이후 계약
Gladstone LNG	2016~2036	3,500		Trafigura Pte Ltd. 2	2025~2027	1,260	'22년 이후 계약
Shell Eastern Trading (Pte.) Ltd.	2013~2038	3,640		Trafigura Pte Ltd. 3	2025~2028	1,960	'22년 이후 계약
TOTAL Gas & Power Limited	2014~2031	2,000		Trafigura Pte Ltd. 4	2027~2034	2,300	'22년 이후 계약
TOTALENERGIES Gas & Power Limited	2021~2025	200		Woodside Energy Trading Singapore Pte Ltd.	2026~2036	500	'22년 이후 계약
Sabine Pass LNG	2017~2037	2,800		Mercuria Energy Trading S.A.	2025~2028	420	'22년 이후 계약
PT Donggi Senoro LNG	2015~2027	700					

자료: 한국가스공사, 하나증권

2) 원유 현물과 선물의 차이

JCC는 실제 원유 도입가격 선물보다 현물 영향이 유의미

현재 시장에서 대표적 숫자로 준용하는 WTI, Brent 등 원유 가격은 근월물 선물 가격이다. 최근 원유 선물 가격도 빠르게 상승했지만 현물은 시장 수급의 심각한 상황을 더욱 강하게 반영하고 있다. Dated Brent(현물)와 Brent(선물)에서 볼 수 있듯이 최근 현물 가격과 선물 가격의 차이가 발견된다. 중동산 원유 공급이 중단된 상황에서 대체 공급처의 원유 가격에 프리미엄이 형성되고 있기 때문이다. 미국, 브라질, 아프리카 등의 원유 선물 가격과 실제 현물 가격은 4월 초중순까지 확대된 바 있다.

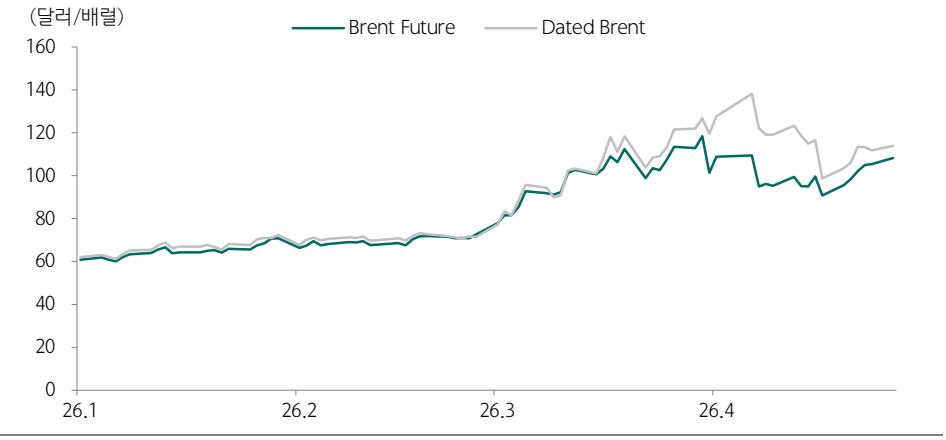
미-이 분쟁 및 해협 봉쇄 이후 선물보다 현물 프리미엄 형성

3월 JCC는 2월 이후 선적분이 반영되었기 때문에 공급 안정성 측면의 영향력은 없었지만 가격은 2월 67달러/배럴 수준에서 3월 102달러/배럴로 크게 상승했다. 4월 이후로는 중동산 물량의 경우 해상보험료 등의 추가 부담이 통관 비용으로 반영될 것이다. 미국 등으로 원유 도입처를 다변화하고 있지만 중동산을 대체하는 물량들의 경우 현물 프리미엄, 운임 상승, 톤마일 증가 등으로 JCC 우상향 추세를 강화시킬 수 있다. SMP에 영향을 미치는 원유 가격 기준을 브렌트 선물 가격으로 가정하는 경우 현물 프리미엄 등의 추가 가격 상승분을 반영하지 못하기 때문에 SMP가 과소추정될 여지가 존재한다.

4월 중순 이후 비축유 방출과 정유사 가동률 하락 등 수요가 감소하면서 프리미엄은 일부 완화되는 양상이다. 일시적으로 확대된 프리미엄은 LNG 가격에 단기 충격으로 작용할 수 있으나 이동평균으로 보면 효과는 점차 완화될 것이다. 물론 현재 공급 부족 국면이 장기화되면 프리미엄과 관계없이 가격 상승과 수요 감소가 극대화되는 결론으로 귀결될 전망이다.

원유 선물 대비 현물 프리미엄은 4월 7일 28.9달러/배럴에서 4월 27일 5.6달러/배럴로 축소

도표 12. 브렌트 선물과 현물 가격 추이



자료: EIA, Workspace, 하나증권

3) 아시아 LNG 가격

아직은 지난 2022년처럼 극단적인 상승 흐름은 없음

2025년 한국가스공사의 전체 가스판매량은 3,497만톤이다. 장단기 도입 계약이 체결되어 있는 물량은 3,135만톤이다. 도입 물량, 도입 시기 조절 등의 여지를 제외하고 단순 수치만 판단할 때 현물 비중은 10% 내외로 볼 수 있다. 에너지 위기가 발생했던 2022년 당시에는 민간 직도입 사업자들의 해외 트레이딩 법인을 통한 Spot 판매가 활발했고 한국가스공사의 현물 조달 물량 부담이 일시적으로 확대된 사례가 있었지만 이번에는 정유사 담합 조사 등 정부의 강한 통제가 확인되고 있어 민간의 수익성 제고 활동 여력은 낮은 상태로 판단된다.

유럽 가스 재고 확충 시기에 중국 수입이 감소 추세인 점은 불행 중 다행인 부분

중국은 최근 LNG 도입 비중을 극단적으로 낮추고 있다. 중국 해관총서에 따르면 2025년 LNG 수입량은 약 0.7억톤으로 전년대비 10% 가량 감소하며 3년만에 최저치를 기록했다. 호르무즈 해협 봉쇄 이후 2026년 3월 수입은 전년대비 20% 이상 줄어든 것으로 알려졌다. 오히려 아시아 현물 가격이 높아지면서 재판매 물량이 늘어나는 모습이다. 자국내 석탄 및 셰일오일 생산량을 늘리고 원유 비축 재고를 확대하는 등 화석연료 자급률을 높이고 있었기 때문에 가능한 대응으로 보인다.

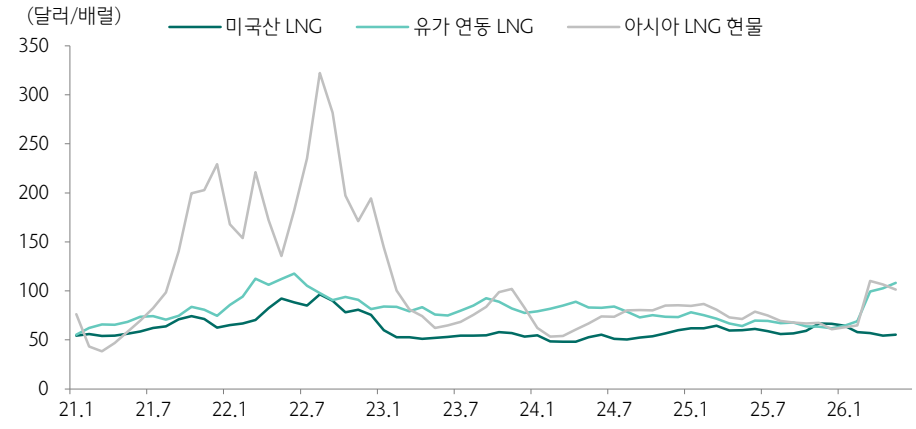
LNG 시장에서 가장 빠르게 수요가 증가했던 중국이 더 이상 신규 수요 증가 요인으로 작동하지 않는 가운데 향후 아시아 LNG 가격 방향에 주요 변수가 될 지역은 유럽으로 보인다. 2026년 4월 기준 유럽 가스 재고는 32.7%로 평년 대비 크게 낮다. 유럽에서 겨울철 난방 수요 성수기 종료 이후 가스 재고 비축이 본격되는 시기와 아시아 국가들이 냉방수요 증가 대비 비축량을 늘리는 시기가 겹치기 때문에 향후 6개월 가격 추이가 중요하다.

LNG 추가 물량 공급에서 미국이 중요한 역할을 수행하고 있으며 최근 내수 생산량 증가로 수출터미널 벤치마크 가격이 낮은 상황이다. 다만 액화용량이 포화되었기 때문에 수출량이 탄력적으로 늘어나는 것은 기대하기 쉽지 않다. 과거 2022년 Henry Hub 가격이 mmbtu당 8달러를 상회했던 극단적 가격 상승은 나타나지 않았지만 중동 이슈가 장기화되면 아시아 가격에 이어 미국산 LNG 가격까지 순차적으로 상승할 가능성을 배제할 수 없다. 물론 미국 내수 가격이 상승하더라도 보다 유의미한 프리미엄은 아시아 현물에 집중될 전망이다.

미국 내수 가격(Henry Hub)은 중동 지정학적 이슈에도 생산량 증가로 하락 국면

최근 아시아 LNG 가격은 유가 대비 소폭 낮은 수준 (JKM 6월물 기준 17달러)

도표 13. 유가 환산 기준 주요 벤치마크별 LNG 가격 추이



자료: Workspace, 하나증권

3. 단기적으로 규제 당국은 누구의 편도 아니다

1) 발전연료 개별소비세 원상복구

요금 인상요인 1원/kWh 미만

'개별소비세법 시행령' 개정안이 2026년 1월 1일부로 시행되면서 발전용 연료 개별소비세는 2025년 12월 말 기준으로 인하가 종료된다. 발전용 유연탄은 2014년부터 평균 36원/kg이 부과되었으나 2019년 4월부터 46원/kg으로 10원 인상되었고 LNG는 60원/kg에서 12원/kg으로 크게 낮아졌다. 2022년 8월부터는 탄력세율이 적용되어 15%가 추가로 인하되었다. 2022년 12월까지 5개월 동안만 시행 예정이던 정책이지만 한시적 유류세 인하 조치와 함께 지속적으로 연장되었다. 주요 에너지 원자재 가격이 급등했던 당시 세수 감소에도 불구하고 시행된 일종의 전기요금 관련 복지정책으로 볼 수 있다.

이번 인하 환원 조치로 발전용 유연탄 개별소비세는 39.1원/kg에서 46원/kg으로 6.9원/kg, LNG는 10.2원/kg에서 12원/kg으로 1.8원/kg 인상된다. 발전용 LNG은 인상폭이 크지 않아 한국가스공사와 직도입사들의 2025년 발전용 LNG 수입량을 고려할 때 약 400억원 수준의 비용 상승이 예상된다. 한편 발전용 유연탄은 4천억원대 중후반 가량 부담이 증가할 것으로 보인다. 발전용 유연탄은 2025년 기준 발전자회사 사용량이 약 5,700만톤 가량이고 민간도 발전량 기준 역산 시 최소 1,000만톤 이상 사용하는 것으로 추정되기 때문이다. 한국전력의 연간 전력판매량이 550TWh 가량인 부분을 감안하면 개별소비세 환원에 따른 비용 증분을 요금으로 환산할 때 1원/kWh 미만 수준의 인상 요인이 발생한다.

도표 14. 발전연료 개별소비세 한시적 인하 조치 사항

(단위: 원/kg)

구분		과거		~2025년 연말(탄력)
		기본	탄력	
LNG	발전용 LNG(일반)	12	12	10.2
	발전용 LNG(열병합)	12	8.4	8.4
유연탄	고열량탄(5,500kcal~)	46	49	41.6
	중열량탄(5,000~5,500kcal)		46	39.1
	저열량탄(~5,000kcal)		43	36.5

자료: 기재부, 하나증권

도표 15. 연도별 에너지원별 연료사용량

구분	석탄(t)			중유(kl)	경유(kl)	LNG(t)
	무 연 탄	유 연 탄	계			
2014	2,043,992	77,688,128	79,732,120	1,571,593	110,588	12,497,253
2015	2,125,486	79,432,656	81,558,142	1,850,640	111,411	8,763,723
2016	2,528,364	79,712,581	82,240,945	2,783,521	153,535	8,283,596
2017	1,078,762	89,217,393	90,296,155	927,885	173,561	7,743,153
2018	991,627	89,549,253	90,540,880	1,013,229	215,128	9,051,320
2019	1,164,840	83,321,351	84,486,191	361,925	322,568	8,016,783
2020	971,161	69,093,952	70,065,113	283,175	168,777	8,993,382
2021	899,642	66,877,894	67,777,536	290,828	206,882	11,195,840
2022	884,962	65,202,077	66,087,039	113,554	261,046	10,706,699
2023	913,726	59,378,751	60,292,477	14,835	279,536	9,340,048
2024	926,464	59,204,023	60,130,487	496	280,948	9,217,417
2025	666,917	60,535,488	61,202,405	0	256,073	7,646,199

주: 시운전 연료 사용량 포함, 한전, 자회사, 민간 4개사(포스코인터내셔널, GS EPS, GS POWER, CGN 율촌) 화력발전 연료사용량
자료: 한국전력, 하나증권

2) 온실가스배출권 가격 상승

발전 부문 유상할당비율 2026년 15% 2030년 50% 온실가스배출권 공급 부족 예상

2026년부터 제4차 배출권 거래제가 시작되었다. 발전 부문 유상할당 비율은 2026년 15%로 출발해 2030년 50%로 확대된다. 유상할당 비율이 급격히 조정되며 온실가스배출권 가격이 빠르게 상승하는 중이다. 발전 부문의 경우 2026년 15%에서 시작해서 2030년까지 50%로 상승한다. 4차 계획기간은 3차 대비 17.9% 줄어든 배출권 23.6억톤이 할당되었다. 기후부에 따르면 3차 계획기간 말 기준 예상되는 배출권 잉여량은 1.47억톤이다. 전체 할당량 감소와 유상할당비율 증가를 감안하면 공급부족이 나타날 전망이다. 전체 예비분도 선제적으로 배출 허용총량에 반영되면서 이전 계획과 달리 공급부족 현상이 매년 강화될 것으로 예상된다.

만약 배출량이 감소할 경우 할당량이 연계 축소

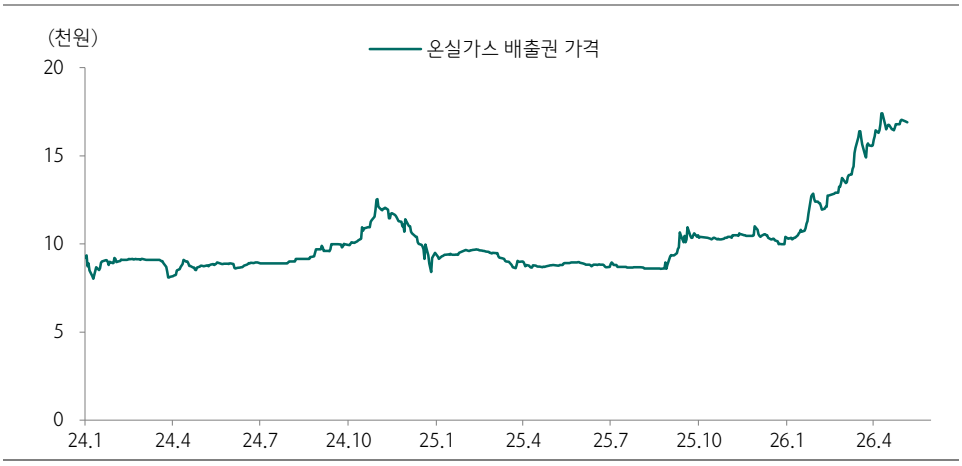
제조업 가동률 하락하더라도 과거처럼 공급과잉 국면은 재현되기 어려움

온실가스 배출권(KAU25) 가격은 5월 6일 종가 기준 16,900원으로 연초 이후 62.5% 상승했다. 제4차 계획기간 동안 할당량이 축소되는 것을 반영하는 모습이다. 향후 온실가스 배출권 가격의 방향이 변할 수 있는 이벤트를 두 가지 경로를 가정하여 예상할 수 있다. 첫 번째는 석탄 발전량 급증이다. 현재 정부는 원유 자원안보 위기경보를 관심에서 주의로 상향 발령한 바 있다. 천연가스의 경우 국내 가스 재고가 법정 의무수준을 상회했기 때문에 관심 단계를 유지하는 모습이다. 북반구 겨울 성수기가 종료된 상황에서 향후 여름철 전력수요 대응 목적 재고 확충 과정에서 물량 확보 경쟁이 치열해질 경우 상황이 달라질 여지가 있다. 천연가스 부족을 대비하는 방법으로 석탄 활용이 제기되었다. 석탄 발전량이 늘어나면 배출권 수요는 사후적으로 증가하게 된다. 두 번째는 수급 차질로 인한 산업설비 가동 정지다. 납사가 경제안보품목으로 한시 지정되었고 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 경우 기초소재 부족에 제조업 전반 가동률 저하로 이어질 여지가 있다. 다만 2022년 태풍 및 홍수로 포스코가 침수된 이후 잉여 배출권에 의한 공급과잉이 지속된 사례로 제4차 계획기간부터 배출량이 지나치게 감소하는 경우 할당량도 삭감되기 때문에 공급과잉에 대한 우려는 제한적이다.

온실가스배출권 비용은 한국전력의 구입비 증가로 연결되는 요소다. 최근 배출권 가격이 급등하면서 정부의 개입이 현실화되는 모습이다. 언론에 따르면 적정 가격 기준을 설정한 이후 배출권 가격이 기준을 상회할 경우 예비물량을 공급해 가격을 안정화시킬 것으로 보인다. 가격이 하락할 경우에는 경매 물량을 조절하여 반대 방향으로 대응하는 계획이다. 기준 가격은 8월 확정될 예정으로 알려졌으며 정부가 생각하는 시장 적정 가격으로 인식될 전망이다. 물론 중장기 방향은 규제 강화이기 때문에 기준 가격은 원자재 가격 강세 시기에 일시적으로 낮게 형성될 가능성이 높다.

도표 16. 온실가스배출권(KAU25) 일별 가격 추이

5월 6일 16,900원으로 연초대비 62.5% 상승



자료: 한국거래소, 하나증권

3) 산업용 전기요금 실질적 인하

계절·시간대별 전기요금 개편
최대부하 요금 인하
경부하 요금 인상

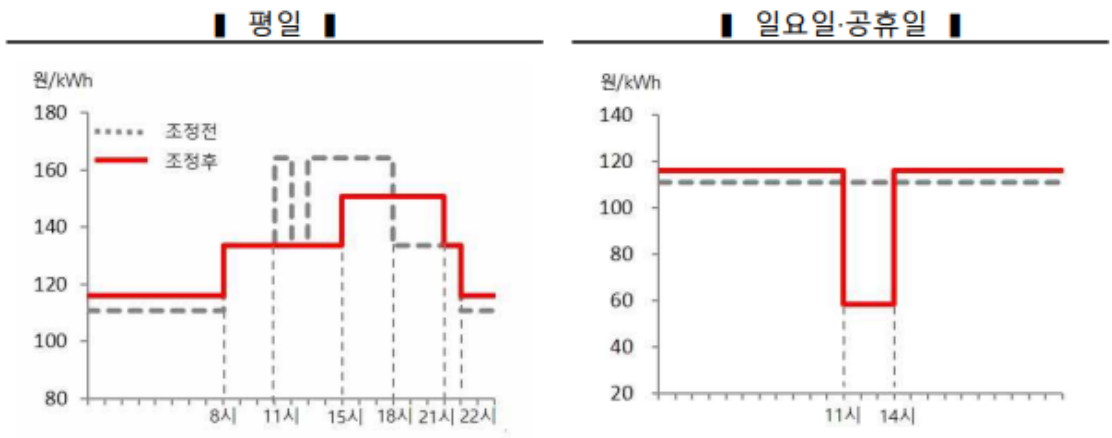
3월 13일 계절·시간대별 전기요금 개편안이 공개되었다. 개편안은 4월 16일부터 적용되며 2030년 12월 31일까지 운영 예정이다. 개편 취지는 재생에너지 중심의 전력 공급 변화를 가격 신호에 반영하는 동시에 산업계 요금 부담을 완화하려는 목적이다. 재생에너지 확대로 출력제어 횟수 및 제어량이 증가했고 최대부하 시간대도 저녁 시간으로 이동해왔다. 이에 따라 전력 공급이 증가하는 낮 시간대 요금을 낮추고 최대부하 시간대 요금을 높여 공급과 수요를 일치시키려는 의도가 반영되어 있다. 산업용(을) 요금에 유의미한 변화가 확인되며 시간대별 구분 기준 변경, 시간대별 단가 조정, 봄-가을 주말 할인 등으로 구성된다. 향후 송전비용 및 균형성장을 고려한 지역별 전기요금 도입도 추진할 계획이다.

심야 충전 주중 방전 패턴의 충전요금할인 일몰과 함께 기존 피크저감 ESS 설비의 수익성 악화 요소로 작동할 것

봄, 여름, 가을 평일 낮 시간대 중 일부 구간(11~12시, 13~15시)이 중간부하로 조정되면서 9~15시는 중간부하로 통일되고 기존에 중간부하였던 18시~21시는 최대부하로 변경된다. 각 부하별 요금의 변화를 살펴보면 경부하 요금은 kWh당 5.1원 인상되고 최대부하 요금은 여름·겨울철 16.9원, 봄·가을철 13.2원으로 평균 15.4원 인하가 기대된다. 출력제어 빈도가 높아지는 비수기(봄, 가을, 주말 및 공휴일 11~14시)에는 요금이 50% 할인된다. 최종적인 산업용(을) 요금의 평균 인하효과는 1.7원/kWh으로 제시되었다. 365일·24시간 전력소비가 동일한 경우 약 1원/kWh 하락할 것으로 분석되었다. 시간대별 구분 기준 조정은 산업용(갑)Ⅱ, 일반용(갑)Ⅱ, 일반용(을), 교육용(을) 등에 동일하게 적용되며 인하 효과는 1원/kWh 미만으로 추정된다.

산업용 내 갑/을 또는 전압별 선택 사용량 비중은 확인되지 않는다. 과거에 공개된 자료를 기준으로 산업용(을)이 90% 가량을 차지한다고 가정하면 2025년 전체 전력판매량 549TWh 중 산업용이 280TWh였기 때문에 1.7원/kWh 인하에 따른 효과는 대략 4,300억원 정도로 추정해볼 수 있다. 시간대별 구분 기준 조정에 의한 인하 효과도 해당 요금제들의 사용량을 산업용과 비슷한 방식으로 추정할 때 1원/kWh 미만의 인하 효과는 1천억원 수준으로 예상된다. 한국전력 연간 매출액이 97조원을 상회하는 점에서 합산 0.5조원 내외의 인하 효과는 크게 부담되지 않는 수준이나 지금처럼 원가 부담이 가중되는 국면에서는 아쉬운 소식이다.

도표 17. 2026년 전기요금 개편안 주요 내용



자료: 한국전력, 하나증권

4) SMP 상한제

SMP 상한제 재시행에 대한 공시적인 언급은 없음

2022년은 상한제가 없었을 경우 한국전력 자본잠식도 가능했던 극단적인 원가 급등 국면

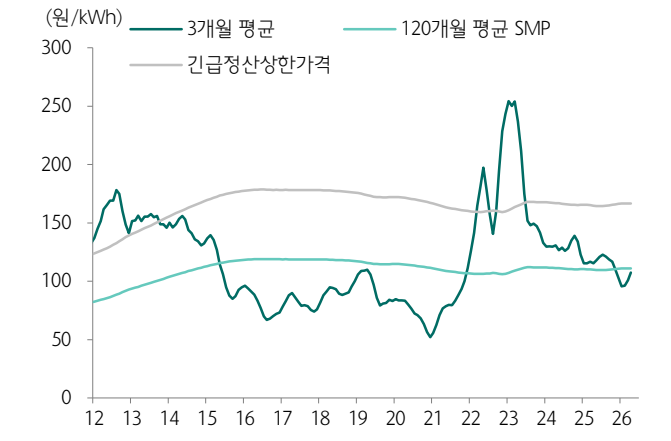
2026년은 유가에 치중된 가격 상승이 나타나고 있으며 2022년처럼 유연탄, LNG 등의 전방위적 가격 상승은 아님

세제혜택 축소, 정책비용 강화 및 전기요금 인하까지 한국전력 실적에 부담되는 요소들만 다수 확인된다. 크지는 않지만 작지도 않은 부담 요소들이 누적되면서 실적 추정치 상단이 점차 낮아지는 중이다. 이러한 가운데 원자재 가격까지 급등하며 하반기부터 이익이 급감할 수밖에 없는 상황이다. 상황이 분쟁 이전으로 돌아가려면 중동 이슈 종료와 에너지 생산 및 수출입이 정상화되어야 한다. 다만 정상화에 필요한 시간이 짧지 않기 때문에 사실상 연내 에너지 가격이 안정화될 가능성은 없다. 만약 상황이 장기화될 경우 일부 언론에서 언급한 것처럼 긴급정산상한가격제도가 부활할 여지도 존재한다. SMP 상한제 재시행이 물리적으로 불가능한 것은 아니기 때문에 가능성 점검 차원에서 과거 시행 내용을 복기할 필요가 있다.

긴급정산상한가격제도(SMP 상한제)는 2022년 5월에 시행 가능성이 언급된 이후 12월부터 시행되었고 1년의 시한이 지난 2023년 11월 일몰되었다. 상한가격 발동 조건은 직전 3개월(M-1부터 M-3) SMP 평균이 과거 120개월(M-4부터 M-123) 월별 SMP에서 상위 10%에 해당되는 것이다. 상한가격은 120개월 평균 SMP의 150%로 산정된다. 제도가 시행된 이후 2022년 12월부터 2023년 2월까지 3개월 연속 발동했다. 3개월 초과 연속 적용 금지에 따라 3월 일시 해제 이후 2023년 4월 마지막으로 발동되었다. 당장 5월에 시행되었다고 가정할 경우 기존 산식에 따라 상한가격은 166.55원/kWh으로 산출된다.

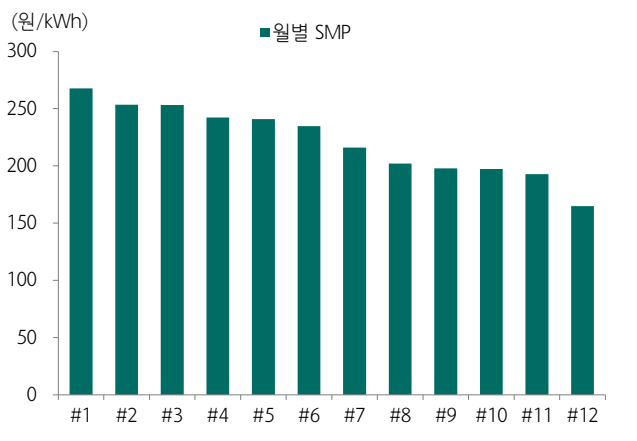
정부가 신경쓰는 가장 첫 순위는 물가일 것이고 개별 기업 단위로 비용 부담 전가가 발생할 수 있는 순서는 한국전력, 민간발전사로 볼 수 있다. 과거 SMP 상한제는 한국전력 자본이 순식간에 잠식될 수 있었던 상황에서 시행된 원칙 바깥의 불가피한 조치였고 지금은 해당 심각성을 언급할 정도로 급한 시기가 아니다. 한국전력 연간 매출액은 2021년 60.7조원에서 2025년에 97.4조원으로 증가했기 때문에 과거와 달리 버틸 수 있는 체력이 충분하다. 설령 상한제가 발동하더라도 유가 중심의 원가 상승이기 때문에 발전사가 감당할 역마진 규모는 이전 사례와 비교하기 어려울 정도로 작을 것이다. 2016년 4월 이후 월별 SMP 상위 10개 중 최고 254.36원/kWh, 최저 164.86원/kWh 범위로 형성된다. 11번째 값은 192.75원/kWh이기 때문에 SMP가 kWh당 193원 미만 구간에서 160원대 중반을 상회할 경우 발동 조건을 만족한다. 제도가 시행되더라도 160원대 중반 상한가격과 실제 SMP와 차이가 크지 않다면 한국전력과 발전사 모두에게 영향이 제한적이다.

도표 18. SMP 120개월(M-4부터 M-123) 평균과 긴급정산상한가격



자료: 한국에너지공단, 하나증권

도표 19. SMP 상한제 발동 조건 (직전 3MMA 평균 165원/kWh 상회)



자료: EPSIS, Workspace, 하나증권

4. 전력 Mix와 정책 점검

1) 제12차 전력수급기본계획 연내 수립 예정

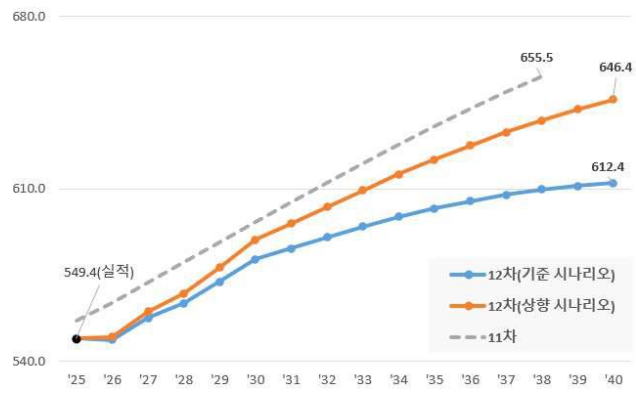
4월 22일
제12차 전력수급기본계획
전력수요 전망 공개토론회 개최

연초 환경부가 실시한 11차 전기본 상 신규 원전 계획 대국민 여론조사 결과가 발표되었고 2017년 신고리 5,6호기(및 신한울 3,4호기) 공론화 사례와 마찬가지로 조사의 결과에 따라 대형 원전 2기는 지속 추진하는 것으로 결정되었다. 향후 주목해야 할 지점은 부지 확보와 적기 운전 가능성이다. 아직 부지는 미정이고 기존 추진 부지를 검토할 경우 7차 전기본에 있었던 천지, 대진이 될 가능성이 있다. 해당 지역별로 계통 이슈(영덕: 345kV 포화, 삼척: 동해안 HVDC 준공 이후에도 용량이 부족할 가능성)로 정상 가동이 어려울 수 있다. 발전소 건설 대비 송전망 장기 지연 사례 감안 시 리스크가 대형 원전 대비 작다고 보기는 어렵다.

4월 22일 제12차 전력수급기본계획 전력수요 전망 공개토론회가 진행되었다. 전력수급기본계획 수립의 근간이 되는 수요 전망에 대한 내용이기 때문에 시장 참여자 관심이 많았지만 이목이 집중될 발전원별 전력 Mix는 향후 실무안 또는 초안을 통해 확인될 전망이다. 최종 목표수요 추정 과정에서 기존 수요 추정 모형에 신규로 부하패턴을 추정하기 위한 최소전력 및 부하패턴모형이 활용되었고 수요관리도 부하이전 효과 산정이 신규로 추가되었다. 수요 전망 잠정안에 따르면 2040년 전력소비량과 최대전력은 기준 시나리오 657.6TWh와 131.8GW, 상향 시나리오 694.1TWh와 138.2GW로 제시되었다. 기준 시나리오는 현재 경제 성장 흐름이 유지되고 전기화 정책(35NDC 53%)이 계획대로 이행되는 상황을 가정한 가장 개연성 높은 미래 수요 경로다. 상향 시나리오는 AI 확산, 경제 구조개혁에 의한 낙관적인 경제성장과 과감한 탄소중립 이행(35NDC 61%)을 상정한 가속 경로다. 향후 BTM 태양광 포함 자가용 재생에너지 보급계획 등을 반영하여 수요전망 결과를 재검토할 예정이다.

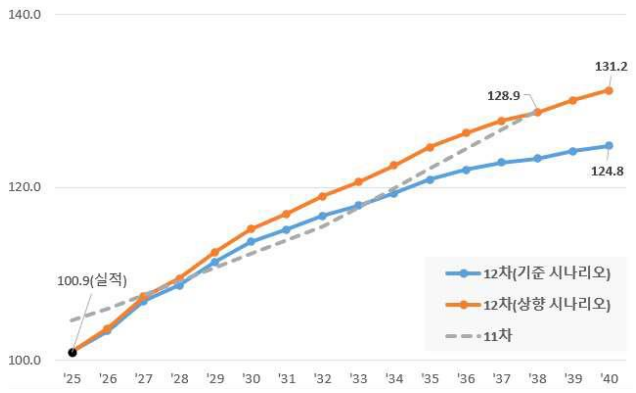
모형수요에 가산되는 첨단산업, 데이터센터, 전기화 등의 추가 수요 전망은 기준 시나리오에서 각각 전력소비량 29.3TWh, 26.5TWh, 112.6TWh, 최대전력 4.0GW, 4.0GWh, 17.2GW로 제시되었다. 첨단산업 신규투자 영향은 11차 전기본처럼 반도체 업종에 한하여 반영되었고 이차전지, 바이오, 로봇, 방산 등은 제외되었다. 추가 전력수요 전망에서 전기화 비중이 압도적이며 이는 이용률이 낮은 재생에너지 비중 확대를 의미하기 때문에 전통 발전원 대비 추가적인 인프라 투자 증가 가능성을 내포한다.

도표 20. 전력소비량 모형수요 전망결과 (단위: TWh)



자료: 제12차 전기본 수립 총괄위원회, 하나증권

도표 21. 최대전력 모형수요 전망결과 (단위: GW)



자료: 제12차 전기본 수립 총괄위원회, 하나증권

2) 원전 가동 재개와 증설. 다만 발전 Mix는 장기 악화

고리 2호기 4월 4일 가동 재개

원전의 경우 고리 2호기가 4월 4일 가동을 재개했다. 2023년 4월 설계수명 만료일 정지 후 계속운전 허가를 획득하여 약 3년만에 재가동된 원전이다. 2022년 이후에 계속운전 절차가 진행 중인 원전 중 첫 재가동 사례다. 현재 수명 만료로 정지된 고리 3~4호기, 한빛 1호기 등이 순차적으로 가동이 개시될 것으로 보인다. 후속 원전 3기의 재가동 예상 시점은 올해 연말 2기, 2027년 1분기로 확인된다.

고리 3,4호기 연내 재가동 기대

한빛 1호기 2027년 말로 연기

신규 설비는 새울 3호기가 상업운전을 앞두고 있다. 향후 2개 분기 가량 시운전을 진행하며 늦어도 4분기에는 100% 출력에 도달할 예정이다. 후속 원전인 새울 4호기는 아직 시운전 이전 단계이며 신한울 3,4호기 또는 i-SMR은 2030년 초중반 정도에 가동이 가능하다. 신규 대형 원전 2기 건설이 전기본에 반영되지만 가동 시점은 미지수다. 당분간 발전 Mix 개선 여력은 새울 4호기 상업운전 시점까지 확보될 수 있으며 이후 장기간 공백이 발생한다.

태안화력 1호기는 30년 설계수명 만료로 가동을 정지했다. 대체발전소로 구미에 500MW 규모 LNG 복합화력 설비가 건설 중이다. 태안 1호기를 시작으로 연평균 2기 이상의 노후 석탄발전소 폐지가 예정되어 있어 발전소 정비 업체들의 외형 감소가 불가피할 전망이다. 한편 중동 분쟁으로 에너지 수급 우려가 부각되면서 폐지 일정 일부 지연 가능성이 높아진 상황이다. 2026년 말 기준 폐지 예정인 석탄발전소는 태안 2호기, 하동 1호기, 보령 5호기 총 3기 1,500MW 규모다. 이후 2027년 5기 2,620MW, 2028년 3시 1,500MW, 2029년 6기 2,400MW 등 설비용량 감소가 집중되어 있으나 향후 에너지 수급 상황에 따라 상대적으로 공급이 안정적인 유연탄 의존도가 일시적으로 높아질 여지가 있다. 물론 중장기적인 석탄 설비 폐지 방향은 아직 바뀌지 않았고 폐쇄 연기는 단기 조치에 그칠 가능성이 높다.

노후 석탄발전소 폐지 일정이 연기되는 점은 단기 Mix 관점에서 긍정적이나 이번 정부가 탄소중립을 강조하기 때문에 NDC 목표 충족을 위해서라도 장기 폐쇄 확대는 불가피하다. 따라서 원가 시각에서 볼 때 발전 Mix는 2026년과 2027년을 정점으로 점차 악화될 것으로 예상된다.

도표 22. 운전 허가 만료 원자력 발전소 현황 및 전망

발전소명	용량(MW)	운전 허가 만료	가동 재개 시점
고리 2호기	**650**	**2023년 04월 08일**	**2026년 4월 4일**
고리 3호기	**950**	**2024년 09월 28일**	**2026년 12월 30일**
고리 4호기	**950**	**2025년 08월 06일**	**2026년 12월 30일**
한빛 1호기	**950**	**2025년 12월 22일**	**2027년 3월 31일**
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

3) 규제와 수요 이탈

최근 직접전력구매제도를 선택한 사업자가 불리한 국면으로 전환

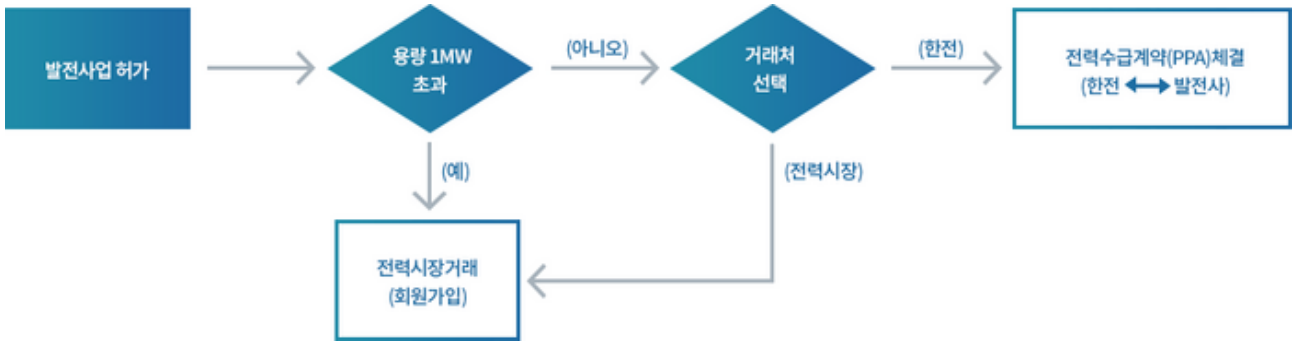
3년 의무존속기간 감안하면 비용 증가를 회피하기는 어려움

직접구매제도는 일정 용량(3만kVA) 이상 전기사용자가 전력시장에서 전력을 직접 구매할 수 있도록 열어놓은 통로다. 한편 2001년 5만kVA로 시작하여 2003년 3만kVA로 참여자격 완화 등 제도 활성화에 노력을 기울였지만 한국전력 요금이 더 낮았기 때문에 누구도 찾지 않는 제도였다. 전력거래소가 2025년 1월 8일 직접구매 제도 정비를 위한 규칙개정(안)을 제안했고 전기위원회를 거쳐 3월 28일 규제를 변경했다. 의무존속기간은 1년에서 3년으로 확대된 가운데 미이행 시 직접구매를 9년간 제한되었다. 산업용 수요에서 빈번한 이탈 및 재참여를 방지하기 위한 조치다. 2025년 산업용 요금 대비 SMP가 낮게 형성됨에 따라 한국전력 수전에서 전력거래소 전력직접구매로 발길을 돌리는 직접전력구매 사례가 확인되었다.

한편 과거에는 유리했던 포지션이 중동 분쟁으로 유가가 상승했기 때문에 과거와 달리 다소 불리한 방향으로 전환될 것으로 보인다. 기타 여러 비용을 감안할 때 140원/kWh 수준까지 우려할 부분이 없지만 그 이상으로 상승할 경우에는 한국전력 수전이 단기적으로 유리할 수 있다. 한국전력 적자폭이 유의미하게 확대되지 않는 한 단기 공공요금 인상 가능성은 낮기 때문이다. 중동 정세 불안정이 연간 단위로 장기화될 경우 전기요금이 인상될 수 있지만 SMP는 더 빠른 시점부터 더욱 높은 수준에서 형성되었을 것이기 때문에 직접전력구매제도 선택 사용자는 당분간 상대적인 비용 증가 이슈에서 자유롭기 어렵다.

구역전기, PPA, 자가발전 이탈의 경우 206년 4월 15일 이후 산업용 전기요금이 소폭 인하된 영향으로 기존 계획 대비 절감 혜택이 줄어들 수 있다. 물론 인하폭이 다소 미미한 수준에 그쳤기 때문에 개별 사업자의 전력 조달 가능 가격 수준에 따라 해당 선택지로 이탈 추세는 여전히 유효하다. 지역별 차등요금제의 경우 상반기 제도 도입 방안 마련 뒤 공론화 과정을 거쳐 올해 제도 확정을 목표로 진행 중이다. 국무회의에서 언급된 내용에 따르면 발전소와 수요지 거리에 따라 1kWh당 10~20원 수준의 전기요금 차이를 만들어낼 수 있는 것으로 보인다. 설계 상 전력 공급이 많은 지역에서는 SMP가 하락할 가능성이 높고 이는 추가적인 산업용 수요 이탈 요소로 작동할 여지가 충분하다.

도표 23. 직접전력구매제도 전력거래 개요



자료: 전력거래소, 하나증권

4) 규제와 비용 증가

온실가스배출권 정책 강화
해상풍력 입찰 정부 로드맵
CHPS 입찰물량 축소 여부

온실가스 배출권 공급 감소로 배출권 가격이 강세를 나타내는 중이다. 배출권 가격은 개별 발전소의 연료비단가에 포함되기 때문에 일정 부분 SMP 상승 요소로 작동할 것이다. 정부 정책으로 매년 강화되는 국면이기 때문에 단기 시장 조치가 현실화되더라도 중장기 방향은 우상향일 가능성이 높다.

연내 해상풍력 2035 입찰 로드맵 발표가 예정되어 있다. 군 작전성 평가 등 낙찰 이후에도 해상풍력 프로젝트 지연 요소로 작동하는 부분을 어떻게 해결할 것인지 내용을 확인할 수 있을 전망이다. 정부 주도로 인허가 조건을 선제적으로 해결하고 단지 입지를 선제적으로 조성한 뒤 입찰을 진행하는 구조가 확립된다면 해상풍력 보급 속도가 증가할 수 있다. 한편 LCOE 하향이 시장 성장의 전제이기 때문에 입찰가격은 정부 정책으로 지속 하락하는 모습이다. 규모의 경제로 발전단가가 하락하는 과정에서 나타나는 결과라면 긍정적이지만 가격 상한을 낮췄기 때문에 발생하는 현상이라면 인플레이션 우려 속에서 공급자 비용 리스크가 확대될 수 있다. 가동되는 해상풍력 프로젝트가 중장기적으로 증가할수록 전력구입비용의 우상향 추세가 강화될 수 있다.

CHPS에서 일반수소 입찰시장 폐지 가능성이 언급되는 모습이다. 청정수소가 궁극적인 목표이기 때문에 중간 과정인 일반수소는 특정 시점에 사라질 것으로 판단된다. 다만 기존 고시에는 2028년 입찰 물량까지 명시되어 있기 때문에 2년 가량의 사업 준비 기간을 감안하면 올해까지는 문제가 없을 가능성이 높다. 물론 탄소중립 관련하여 정부의 추진 의지가 강한 부분을 감안하면 조기 종료 여지가 아예 없다고 보기 어렵고 실제 존속/폐지 여부는 상반기 중에 이뤄질 고시의 유무를 통해 확인 가능할 전망이다.

언론에 따르면 청정수소발전 입찰 물량도 크게 감소할 것으로 보인다. 기존 연 3,000GWh 대비 1/3 수준으로 언급되고 있으며 이용률 75% 가정 시 낙찰 설비용량은 150MW 내외로 추정된다. 국산 그린수소 사용, 국산 기자재 적용 요건도 강화될 것으로 예상되는 모습이다. 가격 부담에 더해 물량 조달이 기존 계획과 달라질 경우 사업이 원활하게 진행되기 어려울 수 있다. 해상풍력 입찰, CHPS 입찰은 기본적으로 산업 육성과 가성비를 맞바꾸는 것이기 때문에 비용 증가 요인으로 누적될 것이다.

도표 24. 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 25. 수소발전 입찰시장 연도별 누적 구매량(계획)

구분		2025	2026	2027	2028
발전량(GWh)	일반수소	1,300	1,300	1,300	1,300
	청정수소	-	-	3,500	6,000
	합계	1,300	1,300	4,800	7,300

주: 2027년 청정수소 입찰은 정상 혼소율 가정한 6,500GWh 규모로 이뤄졌고 750GWh만 낙찰. 자료: 언론보도, 하나증권

5. 투자는 계속되고 한전채도 늘어난다

1) 한국전력 Capex 변화 여지 제한적

아직은 EBITDA 내에서 투자비 조달 가능

2026년 한국전력의 예상 EBITDA는 19.6조원 정도로 추정된다. 통상 계획 대비 실제 투자비 집행 비율이 90% 가량인 점을 고려할 때 2026년 투자계획 23.1조원 대비 94.2% 정도는 EBITDA 내에서 대응 가능하다. 물론 이는 호르무즈 해협 봉쇄 이슈가 적정 시점에 해결되고 원자재 가격이 추가 상승하지 않는다는 전제에서 출발한다. 원가 환경이 개선되지 않는다면 2027년부터 EBITDA가 투자비 대비 부족하게 된다. 따라서 한전채 발행이 증가할 가능성이 높은 상황으로 판단된다.

다만 중동 이슈가 장기화되면서 EBITDA 추정치는 하향 조정될 가능성이 높아진 상황

한전채 발행이 증가할 경우 2027년 말까지 사채발행한도를 준수할 가능성은 낮아질 것

한국전력 재무실적에서 가장 중요한 목표는 2027년 말 기준 사채발행한도를 충족할 정도로 자본 규모를 회복하는 것이다. 당장 한국전력공사법에서 규정된 한시적 사채발행한도 확대 조치가 2배로 일몰될 경우 자본 규정을 충족할 수 있는 방법은 없다. 한국가스공사는 이미 법을 어긴 상황이나 별다른 제재가 없다. 반면 한국전력은 아직 법을 어기지 않았다. 법을 바꿨기 때문이다. 만약 2027년 기말이 다가오는 2027년에 정말 사채발행한도는 2배로 낮출 것인지에 대해서는 회의적이다. 당장 4분기부터 영업적자가 예상되기 때문에 당장 한국전력 별도 자본 규모를 회복할 수 있는 대책은 전기요금 대규모 인상 외에 없기 때문이다. 다만 실제 문제가 발생할 여지는 제한적일 전망이다.

해결책으로 단기 요금 인상보다 한도 및 기간 변경 가능성 높음

전기요금 인상보다 법안을 바꿀 가능성이 더 높다고 판단된다. 단기적으로 요금을 급격히 인상시켜 자본 규모를 확충하는 것보다 사채발행한도를 단계적으로 하향하는 것이 시장에 충격을 적게 가하는 방식이기 때문이다. 사채발행한도를 바라보는 당위성과 현실적 이슈를 고려한 추정이다. 결국 한국전력 Capex 계획은 기존과 마찬가지로 적절한 수준에서 집행될 가능성이 높고 단기 자금 조달 필요성과 별개로 재무구조 개선도 병행되지만 Capex보다는 후순위로 밀릴 것으로 예상된다.

도표 26. 한국전력 자본예산 투자비 계획

구분		2024 실적		2025 계획		2025 실적		2026 계획	
송배전	건설	54,633	33%	62,212	32%	58,115	31%	67,640	29%
	보강	25,174	15%	27,066	14%	27,090	14%	28,534	12%
	합계	**79,807**	**48%**	**89,278**	**46%**	**85,205**	**46%**	**96,174**	**42%**
발전	원자력 건설	20,510	12%	21,045	13%	19,010	11%	25,324	11%
	원자력 보강	18,404	11%	20,381	12%	25,161	15%	30,378	13%
	화력 건설	16,792	10%	24,455	15%	21,411	13%	30,954	13%
	-석탄	1,545	1%	2,253	1%	2,639	2%	2,055	1%
	-LNG복합	15,246	9%	22,202	13%	18,772	11%	28,899	12%
	화력 보강	17,681	11%	20,255	12%	20,851	12%	23,341	10%
	-석탄	13,145	8%	15,335	9%	13,960	8%	13,999	6%
	-LNG복합	4,536	3%	4,920	3%	6,890	4%	9,342	4%
	신재생/기타	4,441	3%	5,181	3%	4,804	3%	9,626	4%
	합계	**77,827**	**46%**	**91,316**	**47%**	**91,236**	**49%**	**119,623**	**52%**
기타(통신 등)		10,177	6%	13,239	7%	10,449	6%	15,471	7%
투자비 합계		**167,811**	**100%**	**193,833**	**100%**	**186,890**	**100%**	**231,268**	**100%**

자료: 한국전력, 하나증권

2) 민간 송전망 투자 개방이 민영화는 아니다

소매 민영화는 송전망 소유권과 소매요금 수취 권한 등을 민간송배전사업자가 자유롭게 획득할 수 있어야 성립되는 개념

2025년 한국전력은 송전망 건설 적기 구축을 위한 마스터플랜을 발표했다. 기존 건설 기간은 입지 선정과 인허가 포함 10년 미만이지만 지연으로 평균 13년 가량이 소요되고 있다. 제도와 기술 혁신을 통해 적기에 호남 지역의 재생에너지를 수도권 대규모 수요처로 연결할 계획이다. 한편 송전망 준공 지연의 원인이 기술이 아닌 민원인 만큼 현실적인 정책 지원이 필요할 것이다. 이에 민간 준공 이후 한국전력에 소유권 이전 모델이 검토되고 있다.

'국가기간 전력망 특별법 개정안'이 국회 기후에너지환경노동위원회 법안소위를 통과했다. 전기사업법상 전력망 개발사업의 시행자는 송전사업자(한국전력 별도)로 제한되어 있으나 이를 개방하는 내용이 담겨있다. 한국전력은 사채발행한도 제한 등의 요소로 인해 단기적인 자금 조달 여력이 제한적일 경우 투자비 집행 부담이 불가피하게 발생한다. 민간에 역할을 부여함으로써 일종의 추가 투자비 조달을 가능하게 하는 것이다. 건설 사업에서도 공공과 민간의 진행 속도 차이가 확인되는 만큼 송전망 건설 영역에서도 효율을 극대화하는 전략을 취하는 모습이다.

법안에 따라 상이하나 일부 개정안의 경우 송전사업자 외 사업자가 전력망 개발사업에 참여하여 사업을 완료할 경우 즉시 설비를 송전사업자에게 양도한다는 내용도 담겨있다. 송전망 개방과 전력망 운영 민영화의 차이점을 명확하게 하려는 근거로 해석된다. BT 방식 등으로 민간은 규제 상의 최소한의 마진을 취하는 가운데 한전이 설비를 소유함으로써 거버넌스의 변화는 없을 것으로 보인다. 민간 자본의 요구수익률은 한국전력의 적정투자보수보다 높을 수밖에 없다. 한국전력의 WACC는 4~5% 수준이지만 민간은 두 자리 수에 가까울 것으로 보인다. 송전망이 운영되는 기간 동안 다소 높은 수익률이 민간에게 보장되기 때문에 비용 이슈는 불가피하다.

납기를 빠르게 가져가는 반대급부로 한국전력 대비 신용도가 높지 않은 민간의 마진과 이자 비용 등이 추가로 요금기저 증가 요인으로 작용할 것이다. 하지만 송전망 확충에 따른 유휴 발전설비 이용률 제고 등을 감안하면 소비자 측면에서 일방적으로 불리한 조건은 아닐 수 있다. 비용 증가보다 설비 이용률 개선이 시급한 과제이기 때문에 송전망 건설에서 시공에 대한 부분은 민간에게 개방될 가능성이 높다.

도표 27. 한국전력 전기요금 원가정보

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(예산)
총괄원가	612,193	609,427	555,358	671,873	1,033,952	1,127,797	1,219,580	1,203,768
적정원가(①+②+③+④+⑤)	596,445	594,690	535,413	652,752	1,020,576	1,112,714	1,198,921	1,182,201
①영업비용	604,138	602,038	541,267	659,761	1,019,825	913,659	876,891	920,837
②영업외비용	41	97	192	105	97	129	128	114
③법인세비용	5,831	5,447	7,422	7,110	4,931	5,269	7,270	7,596
④영업외수익(차감항목)	13,565	12,892	13,468	14,223	16,672	15,568	16,745	17,335
⑤원가연계형 요금제 정산					12,395	209,225	331,378	270,990
적정투자보수(①×②)	15,749	14,737	19,945	19,121	13,376	15,083	20,659	21,568
①요금기저	409,053	423,477	436,423	470,949	508,591	501,100	525,684	548,803
②적정투자보수율	**3.85%**	**3.48%**	**4.57%**	**4.06%**	**2.63%**	**3.01%**	**3.93%**	**3.93%**

자료: 한국전력, 하나증권

기업분석

SGC에너지(005090) 21
SK가스(018670) 24
한국가스공사(036460) 27
한국전력(015760) 30

2026년 5월 7일 | 기업분석_Update

SGC에너지 (005090)

판가가 오르는데 원가는 떨어지면

BUY (유지)

목표주가(12M)	76,000원
현재주가(5.06)	56,300원

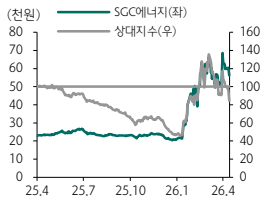
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,384.56
52주 최고/최저(원)	68,600/20,500
시가총액(십억원)	811.2
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	14,409.3
60일 평균 거래량(천주)	233.4
60일 평균 거래대금(십억원)	11.7
외국인지분율(%)	3.92
주요주주 지분율(%)	
이우성 외 8 인	54.76

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,628.6	2,695.3
영업이익(십억원)	161.0	190.2
순이익(십억원)	28.2	61.4
EPS(원)	1,888	4,030
BPS(원)	49,352	51,976

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,355.0	2,460.7	2,699.1	2,622.8
영업이익	189.6	95.8	178.9	227.7
세전이익	54.9	(106.7)	81.6	159.3
순이익	65.0	(61.4)	48.6	109.2
EPS	4,512	(4,259)	3,374	7,579
증감율	56.72	적전	흑전	124.63
PER	5.47	(5.15)	17.93	7.98
PBR	0.47	0.45	1.19	1.06
EV/EBITDA	6.11	9.15	8.23	6.89
ROE	8.80	(8.41)	6.79	14.07
BPS	52,584	48,666	50,740	57,020
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300

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

목표주가 76,000원, 투자의견 매수 유지

SGC에너지 목표주가 76,000원, 투자의견 매수 유지한다. 발전/에너지 부문의 실적 성장이 기대된다. SMP는 지속적으로 상승할 것으로 예상되는 가운데 주요 원재료인 국내산 미이용 우드칩 가격은 안정적인 흐름을 보이고 있기 때문이다. 일부 유연탄 가격 상승 영향이 연료비용 증가로 연결될 수 있으나 유연탄 발전소는 대부분 스팀 공급용으로 가동하고 있으며 열 단가는 원재료에 연동되기 때문에 불리한 요소는 제한적이다. 건설/부동산도 기존 수주잔고 중심의 안정적인 실적이 유지되는 중이며 연내 추가 플랜트 수주도 가능한 상황이다. 2026년 기준 PER 17.9배, PBR 1.2배다.

2026년 하반기 영업이익 1,029억원(YoY +132.4%) 전망

2026년 하반기 매출액은 14,029억원으로 2025년 대비 14.6% 증가할 전망이다. 하반기에 SMP가 상승하는 흐름이 예상되기 때문에 발전/에너지 중심의 외형 확대가 가능하다. 건설/부동산은 해외 플랜트 공정 진행으로 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 영업이익은 1,029억원으로 2025년 대비 132.4% 증가할 전망이다. 발전/에너지 부문 중심으로 가파른 증익이 기대된다. 판가가 상승하는 가운데 원재료 비용은 안정적으로 유지되면서 전년대비 278.2% 개선될 전망이다. 국내산 미이용 바이오매스 투입으로 REC 가중치가 상향되면서 REC 발급량은 꾸준히 증가하는 중이다. 온실가스배출권 가격이 연초 이후 빠르게 상승했기 때문에 언제든지 원가 절감 요인으로 작동할 수 있다. 건설/부동산도 두 자리 수 수준으로 이익 성장이 가능하다. 유리는 생산설비 보수 종료 이후 생산수율이 증가하며 작년 하반기 적자에서 올해는 흑자로 전환될 것으로 기대된다.

하반기 발전/에너지 실적 성장과 데이터센터 사업 윤곽 확인 기대

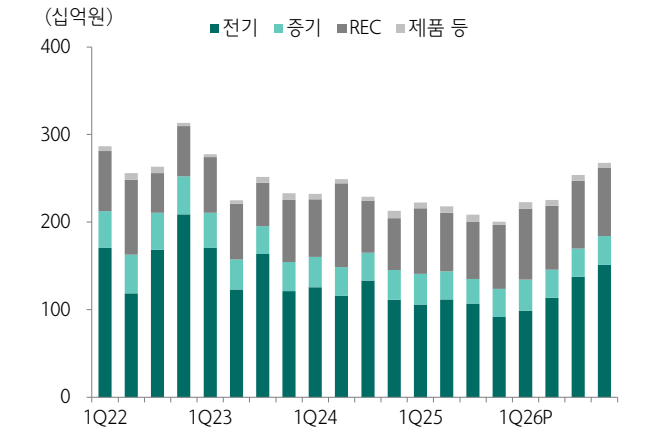
하반기에는 실적 모멘텀에 더해 신규 사업 프리미엄까지 부여될 수 있을 전망이다. 데이터센터 관련 신규 법인 설립 후 토지 양도를 완료했으며 제8회 전국동시지방선거 이후 본격적으로 인허가 절차가 마무리될 예정이다. SGC AI 인프라가 추진하는 1차 데이터센터 40MW 설비의 임차인에 대한 내용도 하반기 중에 확인될 것으로 기대된다. 100MW까지 한국전력 수전으로 전력을 조달할 예정이다. 이후 300MW까지 확대될 경우 규제 변화가 필요하지만 SGC 데이터 파워를 통해 전력 공급 사업을 추진할 전망이다. 신규 발전소 투자를 고민할 수 있으며 기존 운영 중인 바이오매스 전소 발전소의 경우 원전 발전자회사 REC 장기 공급계약 조건 변경이 가능하다면 즉시 활용이 가능하다.

도표 1. SGC에너지 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2025				2026F				1Q26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**6,185**	**6,185**	**5,989**	**6,248**	**6,120**	**6,841**	**6,836**	**7,193**	**(1.0)**	**(2.0)**
발전/에너지	2,222	2,178	2,083	2,004	2,227	2,254	2,538	2,678	0.2	11.2
건설/부동산	3,322	3,382	3,280	3,524	3,206	3,946	3,631	3,769	(3.5)	(9.0)
영업이익	**175**	**340**	**254**	**188**	**356**	**404**	**539**	**490**	**102.8**	**88.9**
발전/에너지	50	184	134	40	150	175	319	341	202.1	275.8
건설/부동산	128	161	123	153	188	231	213	146	46.8	22.4
세전이익	**(59)**	**(25)**	**(249)**	**(734)**	**124**	**171**	**278**	**242**	**흑전**	**흑전**
지배순이익	**(28)**	**2**	**(151)**	**(437)**	**45**	**90**	**172**	**179**	**흑전**	**흑전**
영업이익률(%)	2.8	5.5	4.2	3.0	5.8	5.9	7.9	6.8	-	-
세전이익률(%)	(1.0)	(0.4)	(4.2)	(11.7)	2.0	2.5	4.1	3.4	-	-
순이익률(%)	(0.4)	0.0	(2.5)	(7.0)	0.7	1.3	2.5	2.5	-	-

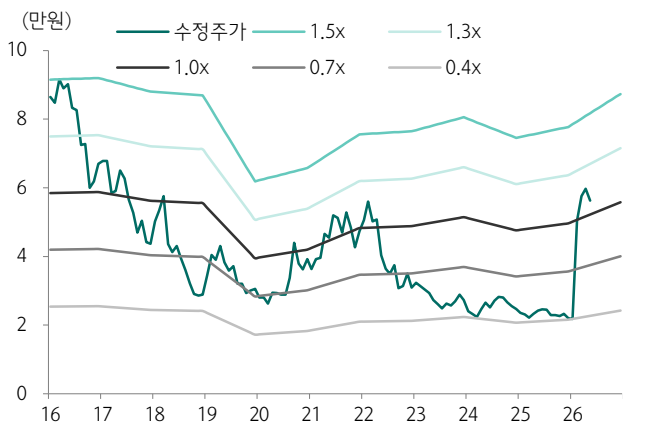
자료: SGC에너지, 하나증권

도표 2. 발전/에너지 분기별 매출액 추이 및 전망



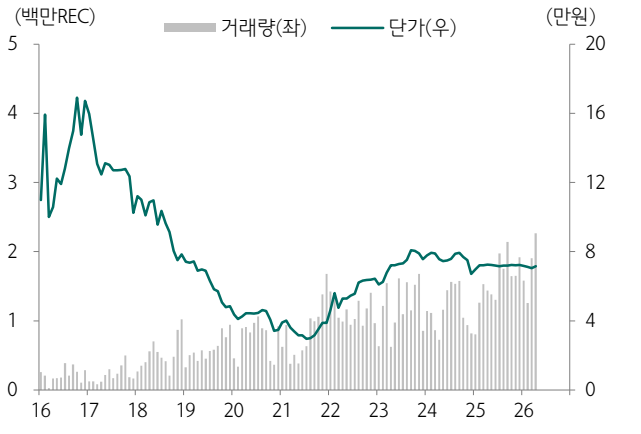
자료: SGC에너지, 하나증권

도표 3. SGC에너지 12M Fwd PBR 추이



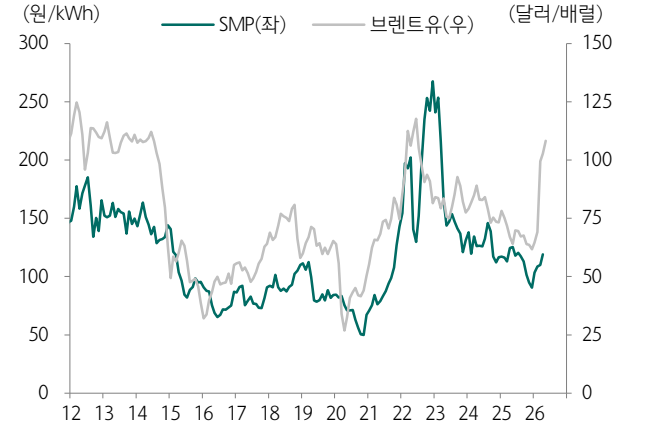
자료: SGC에너지, 하나증권

도표 4. 현물시장 REC 거래량/단가 (4월 YoY +57.7%/-1.1%)



자료: 전력거래소, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (4월 SMP YoY -4.5%)



자료: EPSIS, Workspace, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,355.0**	**2,460.7**	**2,699.1**	**2,622.8**	**2,647.5**
매출원가	2,051.1	2,258.7	2,404.5	2,282.7	2,259.6
매출총이익	303.9	202.0	294.6	340.1	387.9
판관비	114.3	106.2	115.7	112.4	113.5
영업이익	**189.6**	**95.8**	**178.9**	**227.7**	**274.4**
금융손익	(95.9)	(158.3)	(96.7)	(70.4)	(79.9)
종속/관계기업손익	(1.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(37.5)	(44.6)	(0.6)	2.0	2.0
세전이익	**54.9**	**(106.7)**	**81.6**	**159.3**	**196.6**
법인세	19.0	(11.9)	24.0	38.2	47.2
계속사업이익	35.9	(94.8)	57.7	121.1	149.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**35.9**	**(94.8)**	**57.7**	**121.1**	**149.4**
비지배주주지분 순이익	(29.1)	(33.4)	9.0	11.9	15.3
지배주주순이익	**65.0**	**(61.4)**	**48.6**	**109.2**	**134.0**
지배주주지분포괄이익	62.8	(63.6)	37.0	77.7	95.8
NOPAT	124.0	85.1	126.4	173.1	208.6
EBITDA	308.0	217.0	301.4	355.0	408.9
성장성(%)					
매출액증가율	(22.13)	4.49	9.69	(2.83)	0.94
NOPAT증가율	91.95	(31.37)	48.53	36.95	20.51
EBITDA증가율	43.79	(29.55)	38.89	17.78	15.18
영업이익증가율	77.53	(49.47)	86.74	27.28	20.51
(지배주주)순익증가율	54.39	적전	흑전	124.69	22.71
EPS증가율	56.72	적전	흑전	124.63	22.75
수익성(%)					
매출총이익률	12.90	8.21	10.91	12.97	14.65
EBITDA이익률	13.08	8.82	11.17	13.54	15.44
영업이익률	8.05	3.89	6.63	8.68	10.36
계속사업이익률	1.52	(3.85)	2.14	4.62	5.64

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,320.3**	**1,269.0**	**1,352.1**	**1,358.6**	**1,418.4**
금융자산	527.6	381.2	332.6	380.2	449.5
현금성자산	317.7	223.7	158.1	211.0	281.5
매출채권	108.8	126.9	146.2	140.2	138.8
재고자산	200.6	217.0	249.9	239.6	237.3
기타유동자산	483.3	543.9	623.4	598.6	592.8
비유동자산	**2,116.0**	**2,065.3**	**2,072.8**	**2,142.4**	**2,207.2**
투자자산	116.8	104.7	114.7	111.5	110.8
금융자산	96.8	68.9	73.5	72.1	71.7
유형자산	1,380.4	1,308.8	1,307.9	1,382.1	1,448.9
무형자산	**12.5**	**14.2**	**12.5**	**11.1**	**9.8**
기타비유동자산	**606.3**	**637.6**	**637.7**	**637.7**	**637.7**
자산총계	**3,436.3**	**3,334.3**	**3,424.9**	**3,501.0**	**3,625.6**
유동부채	**1,633.7**	**1,887.4**	**1,940.5**	**1,915.2**	**1,909.5**
금융부채	1,039.8	1,331.1	1,332.9	1,332.4	1,332.2
매입채무	286.5	294.7	307.3	294.7	291.8
기타유동부채	307.4	261.6	300.3	288.1	285.5
비유동부채	**914.3**	**687.7**	**686.3**	**685.2**	**685.0**
금융부채	**881.9**	**661.4**	**661.4**	**661.4**	**661.4**
기타비유동부채	32.4	26.3	24.9	23.8	23.6
부채총계	**2,548.1**	**2,575.0**	**2,626.7**	**2,600.5**	**2,594.5**
지배주주지분	**757.6**	**701.1**	**731.1**	**821.5**	**936.9**
자본금	**73.4**	**73.4**	**73.4**	**73.4**	**73.4**
자본잉여금	426.6	459.7	459.7	459.7	459.7
자본조정	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)
기타포괄이익누계액	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	270.8	181.9	211.8	302.3	417.6
비지배주주지분	**130.6**	**58.1**	**67.1**	**79.0**	**94.3**
자본총계	**888.2**	**759.2**	**798.2**	**900.5**	**1,031.2**
순금융부채	1,394.2	1,611.2	1,661.7	1,613.5	1,544.1

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,512	(4,259)	3,374	7,579	9,303
BPS	52,584	48,666	50,740	57,020	65,023
CFPS	21,511	15,040	20,855	26,507	29,503
EBITDAPS	21,378	15,058	20,920	24,636	28,378
SPS	163,435	170,770	187,314	182,024	183,737
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	5.47	(5.15)	17.93	7.98	6.50
PBR	0.47	0.45	1.19	1.06	0.93
PCFR	1.15	1.46	2.90	2.28	2.05
EV/EBITDA	6.11	9.15	8.23	6.89	5.85
PSR	0.15	0.13	0.32	0.33	0.33
재무비율(%)					
ROE	8.80	(8.41)	6.79	14.07	15.25
ROA	2.03	(1.81)	1.44	3.15	3.76
ROIC	6.50	4.56	6.69	8.99	10.54
부채비율	286.87	339.16	329.10	288.78	251.60
순부채비율	156.96	212.22	208.19	179.18	149.74
이자보상배율(배)	1.95	0.90	1.68	2.14	2.57

현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**94.1**	**(32.7)**	**104.9**	**270.4**	**288.9**
당기순이익	35.9	(94.8)	57.7	121.1	149.4
조정	163.3	202.5	122.5	127.3	134.4
감가상각비	118.4	121.1	122.5	127.3	134.5
외환거래손익	2.1	1.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.1	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	40.7	80.7	0.0	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	(105.1)	(140.4)	(75.3)	22.0	5.1
투자활동 현금흐름	**(468.7)**	**(107.2)**	**(146.9)**	**(191.6)**	**(198.1)**
투자자산감소(증가)	(27.5)	12.2	(10.0)	3.1	0.7
자본증가(감소)	(44.4)	(34.5)	(120.0)	(200.0)	(200.0)
기타	(396.8)	(84.9)	(16.9)	5.3	1.2
재무활동 현금흐름	**410.1**	**46.5**	**(16.9)**	**(19.3)**	**(18.9)**
금융부채증가(감소)	469.0	70.7	1.8	(0.6)	(0.1)
자본증가(감소)	(0.0)	33.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(32.8)	(29.7)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(26.1)	(27.6)	(18.7)	(18.7)	(18.7)
현금의 증감	**34.8**	**(94.1)**	**106.6**	**52.9**	**70.5**
Unlevered CFO	310.0	216.7	300.5	382.0	425.1
Free Cash Flow	49.5	(67.8)	(15.1)	70.4	88.9

자료: 하나증권

2026년 5월 7일 | 기업분석_Update

SK가스 (018670)

조달 우려가 없는 것부터 일단 합격

BUY (유지)

목표주가(12M)	330,000원(유지)
현재주가(5.06)	262,000원

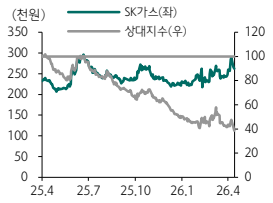
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,384.56
52주 최고/최저(원)	296,000/207,000
시가총액(십억원)	2,425.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	9,257.2
60일 평균 거래량(천주)	37.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
외국인지분율(%)	6.46
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 1 인	72.24
국민연금공단	6.01

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	7,899.3	8,075.7
영업이익(십억원)	468.4	488.9
순이익(십억원)	290.2	325.2
EPS(원)	27,168	30,211
BPS(원)	342,781	370,855

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	7,095.9	7,676.3	7,533.6	8,101.7
영업이익	287.2	442.8	431.0	498.5
세전이익	259.7	314.2	454.2	454.7
순이익	194.0	235.2	345.2	345.6
EPS	21,020	25,453	37,341	37,381
증감율	(38.66)	21.09	46.71	0.11
PER	9.85	8.84	7.14	7.13
PBR	0.69	0.71	0.77	0.71
EV/EBITDA	10.80	7.50	7.27	6.35
ROE	7.24	8.24	11.28	10.40
BPS	301,842	317,513	346,087	374,716
DPS	8,000	9,000	9,000	9,000

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

목표주가 330,000원, 투자의견 매수 유지

SK가스 목표주가 330,000원, 투자의견 매수 유지한다. 2025년 말부터 전쟁 이전까지 조성된 우호적인 가격 환경에서 트레이딩 기회가 포착되어 수익으로 이어지는 모습이며 2분기에도 양호한 실적이 기대된다. 3월 중동 분쟁으로 LPG 가격이 급등하며 파생상품 평가이익 또한 크게 증가할 것으로 보인다. 한편 LPG 도입 가격 상승에도 국내 판가는 동결이 지속되고 있어 대리점향 매출은 역마진 국면으로 판단된다. LPG 대비 아시아 현물 LNG 가격이 상승했기 때문에 차익거래 조건이 조성될 수는 있으나 실제 차익거래보다는 LPG를 연료로 하는 발전소 가동일수가 증가하면서 발전 부문 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 2026년 기준 PER 7.1배, PBR 0.8배다.

2026년 하반기 영업이익 2,060억원(YoY -1.5%) 전망

2026년 하반기 매출액은 4.0조원으로 2025년 대비 0.4% 증가할 전망이다. LPG 판매실적은 국내 수송용 역마진 구간에서도 판매는 양호할 것으로 예상되며 석화 및 산업체향도 견조할 전망이다. 다만 해외 트레이딩 물량은 중동 봉쇄 이후 크게 감소할 수 있다. 이는 LPG 가격 상승 효과를 물량 감소가 만회할 것으로 예상된다. 영업이익은 2,060억원으로 2025년 대비 1.5% 감소할 것으로 예상된다. 국내 수송용 공급물량 역마진과 해외 트레이딩 감소 영향을 다소 보수적으로 가정한 추정이다. 울산GPS는 SMP 강세 대비 도입 원재료 단가의 상대적 가격 약세로 수익이 극대화될 전망이다. SMP는 3분기부터 고점을 기록할 전망이며 원자재 수급 불안정이 길어질수록 우상향할 것으로 예상되기 때문이다. 지분법은 프로판-프로필렌 마진이 크게 개선됨에 따라 SK어드밴스드가 3월 흑자를 기록했고 현 상황이 지속되는 경우 하반기에도 유의미한 성과가 이어질 수 있다.

프로판 조달이 끊길 염려는 없음. 실적 상향 여지에 주목

중동산 에너지 조달에 어려움이 지속되는 중이다. 원료를 조달할 수 있는지의 관점에서 볼 때 미국산 프로판 조달 비중이 높은 국내 LPG 유통사의 실적은 양호할 것으로 예상된다. PDH 설비 가동률은 NCC와 달리 양호할 것으로 보이며 마진 또한 과거 적자에서 벗어나 수익 구간으로 전환되었기 때문에 프로판 수요는 견조할 전망이다. 한국가스공사도 열조용 LPG 수요를 최대한 활용하는 것이 경제적이기 때문에 국내 석화 및 산업체 수요는 양호할 것이다. 발전 부문에서는 LNG를 포트폴리오 사업자로부터 조달하기 때문에 공급 안정성은 상대적으로 확보된 상황으로 판단된다. 도입 가격 산식도 유가 연동이 아닌 하이브리드이기 때문에 원가 경쟁력으로 인한 이용률 상승도 기대해볼 수 있다.

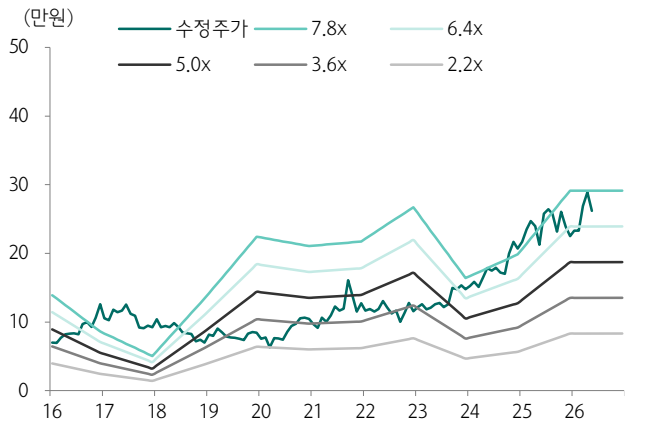
도표 1. SK가스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025				2026F				1Q26 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**18,270**	**18,804**	**19,502**	**20,187**	**17,560**	**17,909**	**19,730**	**20,137**	**(3.9)**	**(13.0)**
영업이익	**1,129**	**1,207**	**1,735**	**358**	**1,251**	**999**	**939**	**1,121**	**10.8**	**249.4**
세전이익	**1,068**	**522**	**1,537**	**15**	**2,008**	**656**	**828**	**1,051**	**88.1**	**13,474.8**
순이익	**875**	**512**	**1,122**	**(157)**	**1,526**	**498**	**629**	**799**	**74.4**	**흑전**
영업이익률(%)	6.2	6.4	8.9	1.8	7.1	5.6	4.8	5.6	-	-
세전이익률(%)	5.8	2.8	7.9	0.1	11.4	3.7	4.2	5.2	-	-
순이익률(%)	4.8	2.7	5.8	(0.8)	8.7	2.8	3.2	4.0	-	-
판매량(천톤)	1,607	1,862	2,096	2,090	1,734	1,828	1,741	1,815	7.9	(17.0)

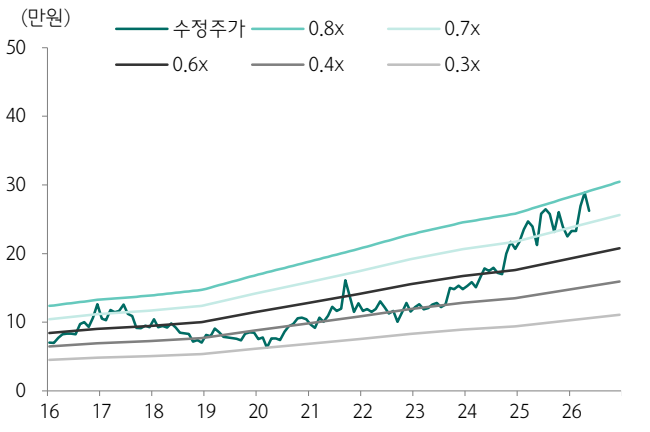
자료: SK가스, 하나증권

도표 2. SK가스 12M Fwd PER 추이



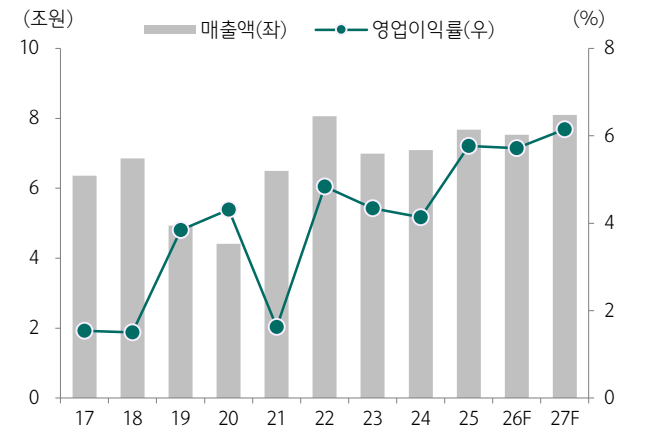
자료: SK가스, 하나증권

도표 3. SK가스 12M Fwd PBR 추이



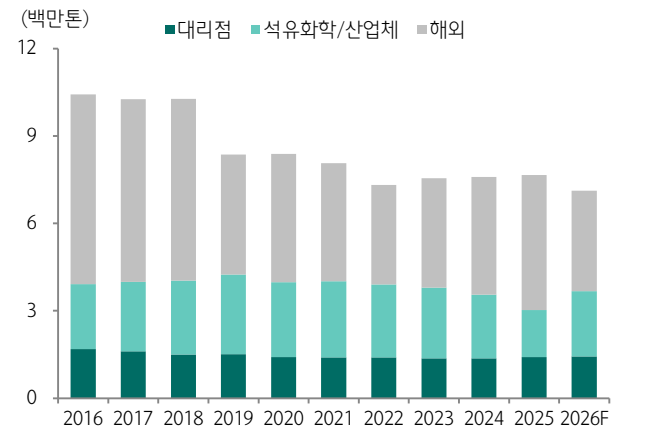
자료: SK가스, 하나증권

도표 4. SK가스 영업실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

도표 5. LPG 판매실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**7,095.9**	**7,676.3**	**7,533.6**	**8,101.7**	**8,281.5**
매출원가	6,488.1	6,889.0	6,761.1	7,237.8	7,404.2
매출총이익	607.8	787.3	772.5	863.9	877.3
판관비	320.6	344.5	341.5	365.4	373.3
영업이익	**287.2**	**442.8**	**431.0**	**498.5**	**504.0**
금융손익	12.5	(82.7)	70.0	(40.0)	(40.0)
종속/관계기업손익	(64.5)	(88.3)	(86.8)	(23.8)	(9.4)
기타영업외손익	24.5	42.4	40.0	20.0	20.0
세전이익	**259.7**	**314.2**	**454.2**	**454.7**	**474.7**
법인세	66.7	80.4	109.0	109.1	113.9
계속사업이익	193.0	233.8	345.2	345.6	360.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**193.0**	**233.8**	**345.2**	**345.6**	**360.8**
비지배주주지분 순이익	(1.1)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**194.0**	**235.2**	**345.2**	**345.6**	**360.8**
지배주주지분포괄이익	254.2	217.9	337.2	337.6	352.4
NOPAT	213.4	329.5	327.6	378.9	383.1
EBITDA	450.7	704.9	692.5	737.2	722.9
성장성(%)					
매출액증가율	1.48	8.18	(1.86)	7.54	2.22
NOPAT증가율	(2.65)	54.40	(0.58)	15.66	1.11
EBITDA증가율	9.58	56.40	(1.76)	6.45	(1.94)
영업이익증가율	(5.40)	54.18	(2.66)	15.66	1.10
(지배주주)순익증가율	(38.67)	21.24	46.77	0.12	4.40
EPS증가율	(38.66)	21.09	46.71	0.11	4.38
수익성(%)					
매출총이익률	8.57	10.26	10.25	10.66	10.59
EBITDA이익률	6.35	9.18	9.19	9.10	8.73
영업이익률	4.05	5.77	5.72	6.15	6.09
계속사업이익률	2.72	3.05	4.58	4.27	4.36

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,465.1**	**2,513.0**	**2,659.5**	**2,869.5**	**2,977.0**
금융자산	960.1	1,027.4	1,177.6	1,329.3	1,388.1
현금성자산	584.5	625.9	777.0	913.7	960.0
매출채권	884.4	866.2	864.0	898.1	926.5
재고자산	495.8	501.7	500.5	520.2	536.7
기타유동자산	124.8	117.7	117.4	121.9	125.7
비유동자산	**5,139.1**	**5,518.9**	**5,334.5**	**5,222.5**	**5,122.7**
투자자산	1,193.0	1,401.9	1,398.9	1,445.7	1,484.7
금융자산	201.9	426.2	425.7	434.1	441.1
유형자산	2,532.6	2,682.8	2,511.6	2,362.2	2,231.9
무형자산	**124.6**	**117.4**	**107.1**	**97.8**	**89.3**
기타비유동자산	**1,288.9**	**1,316.8**	**1,316.9**	**1,316.8**	**1,316.8**
자산총계	**7,604.2**	**8,031.9**	**7,994.0**	**8,092.0**	**8,099.7**
유동부채	**2,021.0**	**1,895.0**	**1,893.2**	**1,921.1**	**1,644.4**
금융부채	1,205.9	1,165.6	1,165.6	1,166.6	867.4
매입채무	366.2	373.5	372.6	387.2	399.5
기타유동부채	448.9	355.9	355.0	367.3	377.5
비유동부채	**2,795.2**	**2,992.3**	**2,692.0**	**2,497.5**	**2,502.1**
금융부채	**2,700.9**	**2,852.2**	**2,552.2**	**2,352.2**	**2,352.2**
기타비유동부채	94.3	140.1	139.8	145.3	149.9
부채총계	**4,816.2**	**4,887.3**	**4,585.2**	**4,418.6**	**4,146.5**
지배주주지분	**2,778.7**	**2,928.0**	**3,192.2**	**3,456.9**	**3,736.7**
자본금	**46.2**	**46.2**	**46.2**	**46.2**	**46.2**
자본잉여금	195.5	197.1	197.1	197.1	197.1
자본조정	(21.5)	(19.7)	(19.7)	(19.7)	(19.7)
기타포괄이익누계액	63.8	44.9	44.9	44.9	44.9
이익잉여금	2,494.7	2,659.6	2,923.7	3,188.4	3,468.3
비지배주주지분	**9.3**	**216.5**	**216.5**	**216.5**	**216.5**
자본총계	**2,788.0**	**3,144.5**	**3,408.7**	**3,673.4**	**3,953.2**
순금융부채	2,946.7	2,990.3	2,540.1	2,189.4	1,831.5

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	21,020	25,453	37,341	37,381	39,020
BPS	301,842	317,513	346,087	374,716	404,985
CFPS	44,917	81,166	86,404	82,955	81,584
EBITDAPS	48,825	76,264	74,899	79,738	78,186
SPS	768,766	830,550	814,859	876,307	895,757
DPS	8,000	9,000	9,000	9,000	9,000
주가지표(배)					
PER	9.85	8.84	7.14	7.13	6.83
PBR	0.69	0.71	0.77	0.71	0.66
PCFR	4.61	2.77	3.08	3.21	3.27
EV/EBITDA	10.80	7.50	7.27	6.35	5.99
PSR	0.27	0.27	0.33	0.30	0.30
재무비율(%)					
ROE	7.24	8.24	11.28	10.40	10.03
ROA	2.84	3.01	4.31	4.30	4.46
ROIC	5.97	7.68	7.58	9.12	9.53
부채비율	172.75	155.42	134.51	120.29	104.89
순부채비율	105.69	95.10	74.52	59.60	46.33
이자보상배율(배)	3.72	3.21	3.26	4.06	4.35

현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**373.3**	**672.6**	**739.2**	**700.5**	**689.9**
당기순이익	193.0	233.8	345.2	345.6	360.8
조정	168.3	462.9	393.6	361.5	334.6
감가상각비	163.5	262.0	261.5	238.7	218.8
외환거래손익	11.8	(11.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	57.4	88.3	0.0	0.0	0.0
기타	(64.4)	124.2	132.1	122.8	115.8
영업활동자산부채변동	12.0	(24.1)	0.4	(6.6)	(5.5)
투자활동 현금흐름	**(163.0)**	**(547.2)**	**(83.1)**	**(148.2)**	**(137.6)**
투자자산감소(증가)	(183.7)	(120.6)	2.9	(46.7)	(39.0)
자본증가(감소)	(349.3)	(294.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
기타	370.0	(132.6)	(6.0)	(21.5)	(18.6)
재무활동 현금흐름	**(146.6)**	**(81.1)**	**(506.3)**	**(396.2)**	**(489.8)**
금융부채증가(감소)	981.2	111.0	(300.1)	(199.0)	(299.1)
자본증가(감소)	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,056.0)	(121.3)	(125.1)	(116.3)	(109.8)
배당지급	(71.8)	(72.5)	(81.1)	(80.9)	(80.9)
현금의 증감	**90.8**	**41.4**	**182.9**	**136.7**	**46.3**
Unlevered CFO	414.6	750.2	798.8	766.9	754.3
Free Cash Flow	22.2	375.9	659.2	620.5	609.9

자료: 하나증권

2026년 5월 7일 | 기업분석_Update

한국가스공사 (036460)

과거의 손실은 올해의 수익

BUY (유지)

목표주가(12M)	55,000원(유지)
현재주가(5.06)	37,850원

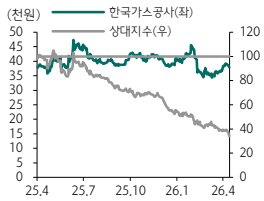
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,384.56
52주 최고/최저(원)	47,350/34,350
시가총액(십억원)	3,494.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	413.1
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
외국인지분율(%)	10.34
주요주주 지분율(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.63
국민연금공단	5.61

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	34,604.5	34,384.6
영업이익(십억원)	2,124.5	2,164.7
순이익(십억원)	786.3	870.9
EPS(원)	8,465	9,381
BPS(원)	131,849	140,048

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	38,388.7	35,727.3	35,919.2	36,403.9
영업이익	3,003.4	2,101.2	2,078.4	2,208.5
세전이익	1,637.6	396.5	1,063.1	1,280.3
순이익	1,146.7	133.0	797.3	960.2
EPS	12,422	1,441	8,637	10,402
증감율	흑전	(88.40)	499.38	20.44
PER	2.79	27.27	4.47	3.71
PBR	0.29	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	8.51	9.63	9.49	9.10
ROE	11.21	1.23	7.15	8.05
BPS	118,591	118,302	125,848	135,116
DPS	1,455	1,154	1,200	1,200

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

목표주가 55,000원, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가 55,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 4분기 인식한 대규모 손상차손이 환입될 여지가 존재한다. 중동 전쟁으로 장기 유가 전망치가 상승할 가능성이 높아졌기 때문이다. 민수용 미수금은 향후 우상향 추세로의 전환이 예상되며 원/달러 환율 또한 부정적인 방향으로 전개되고 있지만 세전이익의 일시적 증가로 인해 DPS가 개선될 수 있는 일말의 가능성에 기대를 걸어볼 수 있다. 2026년 적정투자보수는 투자보수율 하락으로 감소가 불가피하나 요금기저 과소 추정에 따른 4분기 상향 조정 여지가 존재한다. 2026년 기준 PER 4.5배, PBR 0.3배다.

2026년 하반기 영업이익 9,719억원(YoY +6.4%) 전망

2026년 하반기 매출액은 16.3조원으로 2025년 대비 6.0% 증가할 것으로 전망된다. 환율이 상승한 가운데 가스판매량도 도시가스용과 발전용 각각 전년대비 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 1분기 판매실적은 도시가스용 729.8만톤, 발전용 492.8만톤으로 각각 2.0% 감소, 11.3% 증가했다. 발전용 천연가스 가격이 상승함에 따라 경쟁연료 대비 가격 열위가 부각되는 경우 판매량이 줄어들 수 있으나 기본적으로 전력수요가 증가하는 국면에서는 감소할 가능성이 제한적이다. 영업이익은 9,719억원으로 2025년 대비 전년대비 6.4% 증가할 전망이다. 별도에서 도매공급비용 적정투자보수 감소, 취약계층 가스요금 지원금 증가, 원료비 미수금 금융비용 감소, 공급비용 정산원가 증가 등으로 둔화 여지가 존재하지만 천연가스 가격 상승에 따른 4분기 요금기저 정산 효과로 극복이 가능할 전망이다. 해외는 호주 GLNG, 호주 Prelude, 미얀마 등에서 유가 상승으로 실적 개선이 기대되며 캐나다 LNG도 실적에 일부 기여가 예상된다.

비우호적인 환율과 미수금 증가에도 DPS가 상향될 여지

원/달러 환율이 높아지고 있어 별도 당기순이익 감소 우려가 반영될 수 있다. 한편 2025년 4분기 장기 유가 전망 하락에 따른 장부가치 감소 및 일부 사업 할인율 조정으로 모잠비크, 호주 GLNG 및 Prelude 등에서 6천억원 이상 손상차손을 반영한 바 있다. 2026년 3월부터 유가 전망치가 대폭으로 상향될 가능성이 높다. 물론 할인율은 금리 상승에 의해 높아질 수 있으나 장기 유가 전망 회복만으로도 세전이익의 대규모 재평가 가능성이 존재한다. 5월에 민수용 공급비 인상이 무산됨에 따라 미수금 증가는 불가피한 요소다. 한편 미수금의 증감 여부와 DPS는 관계가 없는 것으로 판단된다. 2025년 사업연도에 배당성향은 정부 세제혜택 정책에도 불구하고 오히려 감소했기 때문이다. 결국 DPS는 EPS에 따라 결정될 것으로 추정되며 세전이익 대규모 성장 및 그에 따른 DPS 상향 가능성에 관심이 필요하다.

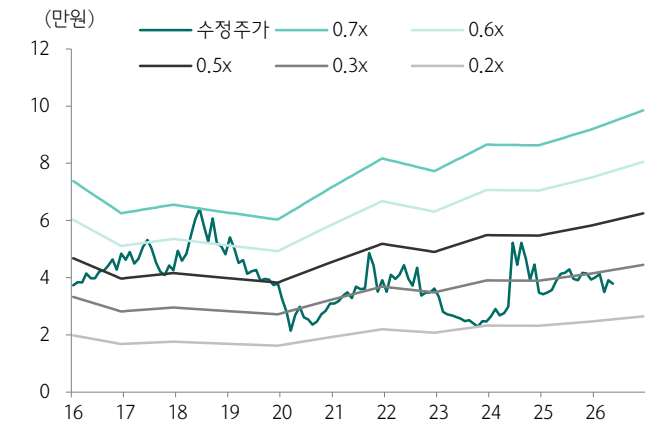
도표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025P				2026F				4Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**127,327**	**76,301**	**63,722**	**89,924**	**118,847**	**71,145**	**66,630**	**92,712**	**(9.5)**	**41.1**
가스도입 및 판매	123,090	71,914	59,735	85,446	113,831	66,468	61,263	86,978	(9.3)	43.0
해외/기타	4,237	4,387	3,987	4,478	5,015	4,678	5,366	5,733	(13.1)	12.3
영업이익	**8,339**	**4,046**	**3,890**	**4,736**	**7,344**	**3,918**	**3,808**	**5,063**	**(59.7)**	**21.7**
가스도입 및 판매	7,242	3,444	2,949	4,283	6,545	3,044	2,917	4,221	(56.6)	45.2
해외/기타	1,097	602	940	453	800	873	891	842	(76.2)	(51.9)
세전이익	**4,825**	**1,381**	**1,098**	**(3,340)**	**4,761**	**1,433**	**1,300**	**2,487**	**적전**	**적전**
순이익	**3,675**	**854**	**870**	**(4,069)**	**3,571**	**1,075**	**975**	**1,865**	**적전**	**적전**
영업이익률(%)	5.7	4.5	4.6	4.8	5.5	4.3	4.4	4.6	-	-
세전이익률(%)	3.8	1.8	1.7	(3.7)	4.0	2.0	2.0	2.7	-	-
순이익률(%)	2.9	1.1	1.4	(4.5)	3.0	1.5	1.5	2.0	-	-
도시가스용(천톤)	7,446	3,453	2,740	5,369	7,483	3,470	2,754	5,396	1.8	95.9
발전용(천톤)	4,429	3,567	3,718	3,791	4,451	3,585	3,737	3,810	8.4	2.0

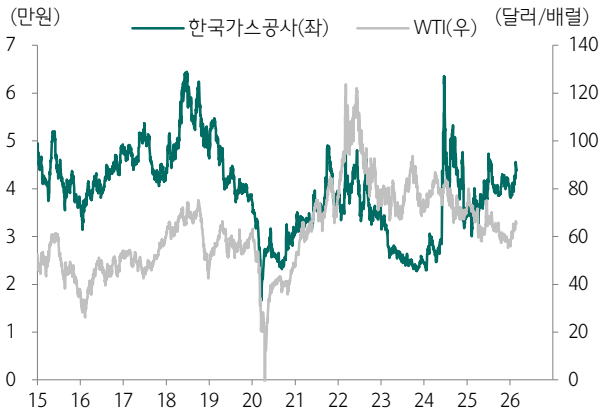
자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



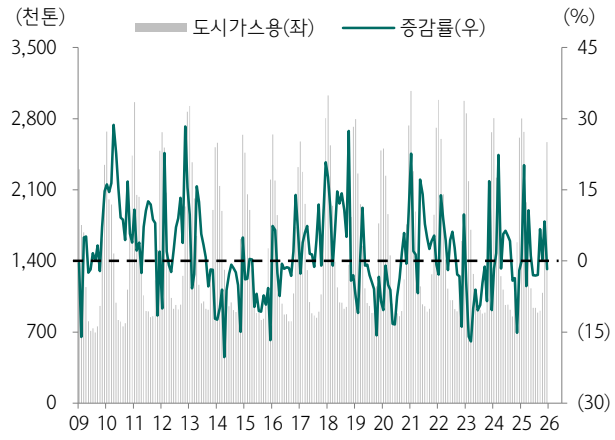
자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 3. 한국가스공사 주가와 유가 추이



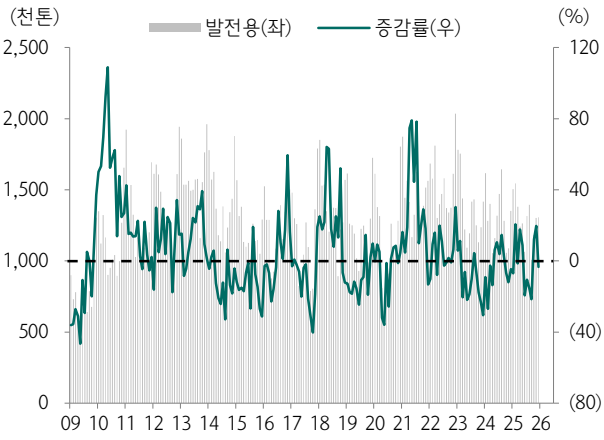
자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 4. 도시가스용 판매량 (2025년 4분기 YoY +1.8%)



자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 5. 발전용 판매량 (2025년 4분기 YoY +8.4%)



자료: 한국가스공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**38,388.7**	**35,727.3**	**35,919.2**	**36,403.9**	**36,652.6**
매출원가	34,976.1	33,167.0	33,413.8	33,762.9	34,010.3
매출총이익	3,412.6	2,560.3	2,505.4	2,641.0	2,642.3
판관비	409.3	459.1	427.0	432.4	434.9
영업이익	**3,003.4**	**2,101.2**	**2,078.4**	**2,208.5**	**2,207.4**
금융손익	(1,370.6)	(1,233.3)	(1,155.3)	(1,068.3)	(974.7)
종속/관계기업손익	136.6	97.9	140.0	140.0	140.0
기타영업외손익	(131.8)	(569.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**1,637.6**	**396.5**	**1,063.1**	**1,280.3**	**1,372.7**
법인세	488.6	264.2	265.8	320.1	343.2
계속사업이익	1,149.0	132.3	797.3	960.2	1,029.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1,149.0**	**132.3**	**797.3**	**960.2**	**1,029.5**
비지배주주지분 순이익	2.2	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**1,146.7**	**133.0**	**797.3**	**960.2**	**1,029.5**
지배주주지분포괄이익	1,213.2	105.6	797.5	960.4	1,029.7
NOPAT	2,107.2	700.9	1,558.8	1,656.4	1,655.6
EBITDA	4,986.0	4,025.1	4,045.9	4,181.5	4,186.7
성장성(%)					
매출액증가율	(13.84)	(6.93)	0.54	1.35	0.68
NOPAT증가율	56.42	(66.74)	122.40	6.26	(0.05)
EBITDA증가율	44.92	(19.27)	0.52	3.35	0.12
영업이익증가율	93.34	(30.04)	(1.09)	6.26	(0.05)
(지배주주)순익증가율	흑전	(88.40)	499.47	20.43	7.22
EPS증가율	흑전	(88.40)	499.38	20.44	7.22
수익성(%)					
매출총이익률	8.89	7.17	6.98	7.25	7.21
EBITDA이익률	12.99	11.27	11.26	11.49	11.42
영업이익률	7.82	5.88	5.79	6.07	6.02
계속사업이익률	2.99	0.37	2.22	2.64	2.81

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**16,968.5**	**13,634.4**	**14,626.3**	**15,094.6**	**15,607.3**
금융자산	1,394.9	1,298.6	1,625.4	1,977.3	2,464.8
현금성자산	929.1	1,147.4	1,467.7	1,818.5	2,305.8
매출채권	6,867.3	6,059.7	6,386.5	6,443.6	6,456.0
재고자산	4,604.8	3,345.8	3,526.2	3,557.8	3,564.6
기타유동자산	4,101.5	2,930.3	3,088.2	3,115.9	3,121.9
비유동자산	**40,701.1**	**39,993.5**	**40,048.1**	**40,496.5**	**40,921.8**
투자자산	2,572.5	2,267.8	2,389.9	2,411.3	2,415.9
금융자산	755.4	709.6	747.7	754.3	755.8
유형자산	23,008.2	22,833.8	22,389.0	21,928.2	21,451.4
무형자산	**1,670.3**	**1,429.3**	**1,306.7**	**1,194.5**	**1,092.0**
기타비유동자산	**13,450.1**	**13,462.6**	**13,962.5**	**14,962.5**	**15,962.5**
자산총계	**57,669.6**	**53,627.8**	**54,674.4**	**55,591.1**	**56,529.1**
유동부채	**21,266.5**	**17,237.2**	**17,439.2**	**17,474.6**	**17,482.2**
금융부채	17,972.3	13,605.4	13,621.0	13,623.8	13,624.3
매입채무	1,963.4	1,953.6	2,059.0	2,077.4	2,081.4
기타유동부채	1,330.8	1,678.2	1,759.2	1,773.4	1,776.5
비유동부채	**25,576.8**	**25,591.7**	**25,739.6**	**25,765.5**	**25,771.1**
금융부채	**22,634.6**	**22,849.4**	**22,849.4**	**22,849.4**	**22,849.4**
기타비유동부채	2,942.2	2,742.3	2,890.2	2,916.1	2,921.7
부채총계	**46,843.3**	**42,828.9**	**43,178.8**	**43,240.1**	**43,253.3**
지배주주지분	**10,829.1**	**10,802.4**	**11,499.1**	**12,354.5**	**13,279.3**
자본금	**461.6**	**461.6**	**461.6**	**461.6**	**461.6**
자본잉여금	1,354.7	1,354.7	1,354.7	1,354.7	1,354.7
자본조정	840.7	840.7	840.7	840.7	840.7
기타포괄이익누계액	391.9	369.6	369.6	369.6	369.6
이익잉여금	7,780.2	7,775.8	8,472.4	9,327.9	10,252.7
비지배주주지분	**(2.7)**	**(3.5)**	**(3.5)**	**(3.5)**	**(3.5)**
자본총계	**10,826.4**	**10,798.9**	**11,495.6**	**12,351.0**	**13,275.8**
순금융부채	39,212.0	35,156.2	34,845.0	34,495.9	34,008.9

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	12,422	1,441	8,637	10,402	11,153
BPS	118,591	118,302	125,848	135,116	145,134
CFPS	58,615	44,057	45,911	47,964	48,807
EBITDAPS	54,012	43,603	43,828	45,297	45,354
SPS	415,854	387,024	389,102	394,352	397,047
DPS	1,455	1,154	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	2.79	27.27	4.47	3.71	3.46
PBR	0.29	0.33	0.31	0.29	0.27
PCFR	0.59	0.89	0.84	0.80	0.79
EV/EBITDA	8.51	9.63	9.49	9.10	8.97
PSR	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10
재무비율(%)					
ROE	11.21	1.23	7.15	8.05	8.03
ROA	2.00	0.24	1.47	1.74	1.84
ROIC	4.69	1.62	3.72	3.92	3.88
부채비율	432.68	396.60	375.61	350.09	325.80
순부채비율	362.19	325.55	303.12	279.30	256.17
이자보상배율(배)	1.99	1.67	1.59	1.68	1.68

현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**3,629.8**	**6,539.3**	**2,655.4**	**2,914.0**	**3,004.7**
당기순이익	1,149.0	132.3	797.3	960.2	1,029.5
조정	2,960.2	2,818.9	1,967.5	1,972.9	1,979.3
감가상각비	1,982.6	1,923.9	1,967.5	1,972.9	1,979.3
외환거래손익	311.4	73.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(136.6)	(97.9)	0.0	0.0	0.0
기타	802.8	919.9	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(479.4)	3,588.1	(109.4)	(19.1)	(4.1)
투자활동 현금흐름	**(1,746.8)**	**(2,255.7)**	**(2,028.5)**	**(2,422.5)**	**(2,404.9)**
투자자산감소(증가)	185.1	304.7	(122.1)	(21.4)	(4.6)
자본증가(감소)	(1,660.3)	(1,984.0)	(1,400.0)	(1,400.0)	(1,400.0)
기타	(271.6)	(576.4)	(506.4)	(1,001.1)	(1,000.3)
재무활동 현금흐름	**(1,837.0)**	**(4,056.1)**	**(85.1)**	**(102.0)**	**(104.1)**
금융부채증가(감소)	(256.1)	(4,152.1)	15.6	2.7	0.6
자본증가(감소)	(663.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(891.2)	223.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(26.1)	(127.0)	(100.7)	(104.7)	(104.7)
현금의 증감	**148.5**	**218.2**	**389.2**	**350.8**	**487.3**
Unlevered CFO	5,410.9	4,067.0	4,238.2	4,427.7	4,505.5
Free Cash Flow	1,963.6	4,551.6	1,255.4	1,514.0	1,604.7

자료: 하나증권

2026년 5월 7일 | 기업분석_Update

한국전력 (015760)

속도 터지고 등도 터진다

Neutral (하향)

목표주가(12M)	45,000원(하향)
현재주가(5.06)	45,050원

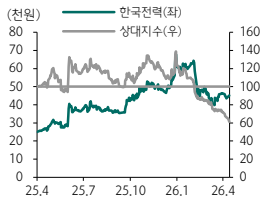
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,384.56
52주 최고/최저(원)	67,900/25,600
시가총액(십억원)	28,920.5
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	2,922.1
60일 평균 거래대금(십억원)	146.7
외국인지분율(%)	21.73
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 1 인	51.11
국민연금공단	7.90

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	98,430.6	99,753.7
영업이익(십억원)	13,637.5	15,765.7
순이익(십억원)	8,144.7	9,662.0
EPS(원)	13,206	15,471
BPS(원)	85,893	99,921

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	93,398.9	97,429.3	97,940.3	98,096.4
영업이익	8,364.7	13,490.6	6,203.9	5,852.8
세전이익	5,256.5	11,586.9	3,408.8	3,244.1
순이익	3,491.7	8,544.9	2,556.6	2,433.1
EPS	5,439	13,311	3,983	3,790
증감율	흑전	144.73	(70.08)	(4.85)
PER	3.69	3.55	11.17	11.74
PBR	0.32	0.63	0.57	0.55
EV/EBITDA	6.48	5.79	8.29	8.48
ROE	9.22	19.40	5.22	4.78
BPS	62,177	75,035	77,476	81,196
DPS	213	1,542	70	0

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

목표주가 45,000원으로 하향, 투자의견 중립으로 하향

한국전력의 목표주가를 45,000원으로 기존대비 18.2% 하향하며 투자의견을 중립으로 하향한다. 2026년 예상 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용했다. 상반기까지는 실적 상 특이사항 없이 시장 눈높이에 부합할 것으로 예상된다. 원전 자회사 해외 손상 여부에 따라 변동할 여지가 있지만 해당 요인을 제외하면 2분기까지 주요 영업비용은 이미 확정된 상황이기 때문이다. SMP는 낙관적 가정 하에서 3분기 144원/kWh, 4분기 160원/kWh으로 전망한다. 중동 분쟁 장기화로 원가 부담이 더욱 확대될 수 있다는 것을 감안하면 실적 추정치는 추가로 하향될 여지가 많다. 2026년 기준 PER 11.2배, PBR 0.6배다.

2026년 하반기 영업이익 7,958억원(YoY -89.5%) 전망

2026년 하반기 매출액은 51.2조원원으로 2025년 대비 0.1% 감소할 것으로 전망된다. 전력 판매실적을 보면 가장 비중이 큰 산업용 수요 둔화가 나타나고 있는 부분과 4월 중순부터 적용될 산업용/일반용 요금 인하 효과를 반영했다. 영업이익은 7,958억원으로 2025년 대비 전년대비 89.5% 감소할 전망이다. 연료비와 구입전력비는 각각 14.2조원, 19.3조원을 기록하며 전년대비 40.2%, 15.7% 증가할 것으로 추정된다. 연료비는 유연탄 개별소비세 할인 종료 영향에 더해 석탄 발전소 이용률 상승으로 인한 유연탄 사용량 확대로 증가할 것이다. 구입전력비는 원전 이용률 하반기 회복에도 불구하고 SMP 상승 영향으로 부담이 늘어날 수 있다. 하반기 기저발전 이용률은 유연탄은 전년과 유사한 수준이 예상되며 원전은 약 7%p 개선될 전망이다. 2025년 해외 원전 사업 관련 자회사 기타충당부채 설정액이 규모로 크게 증가한 바 있으며 2026년 실적에도 발생할 것인지에 대해 관심이 필요하다.

교착 국면이 지속되면서 해소되지 않고 있는 중동 불확실성

중동 분쟁이 조기에 해소될 것이라는 기대감과 달리 교착 상태에서 시간이 흘러가고 있다. 원유 및 천연가스 공급이 감소한 가운데 여름철 성수기 및 겨울철 수요 확충이 본격화되는 시점이 순차적으로 다가올 예정이다. 2022년 대비 아시아 LNG 현물, 발전용 유연탄 가격이 제한적 변동성을 나타내는 점이 그나마 다행인 요소지만 상황이 길어지면 낙관하기 어렵다. 국내 기저발전 이용률은 원전 회복 및 석탄 제고로 일정 부분 비용 감소가 기대되나 원자재 가격 강세로 인한 SMP 상승 효과를 극복하기에는 다소 부족할 전망이다. 단기적으로 공공요금은 동결 기조에 머물고 있으며 한국전력 연간 매출액이 100조원에 근접하는 만큼 과거와 달리 전기요금 인상에 대한 가시성은 높지 않은 상황이다. 일부 적자가 불가피하더라도 과거처럼 자본 규모가 급감하는 현상은 나타나지 않을 것이기 때문이다.

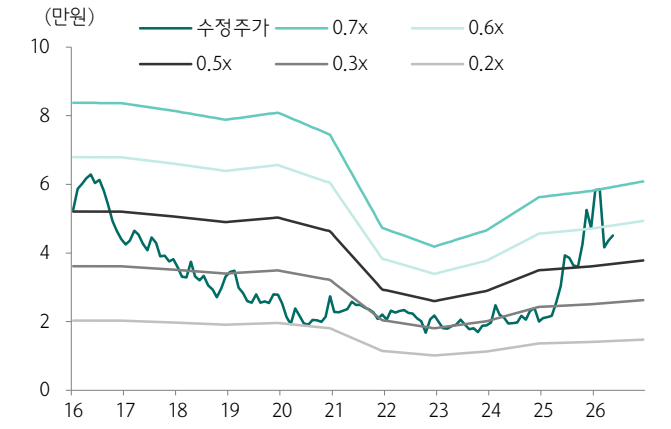
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2025				2026F				1Q26 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**242,240**	**219,501**	**275,725**	**236,828**	**246,660**	**220,472**	**276,934**	**235,337**	**1.8**	**4.2**
전기판매수익	232,112	209,463	264,741	223,730	234,296	208,282	264,300	221,713	0.9	4.7
기타매출	10,128	10,038	10,984	13,098	12,364	12,190	12,633	13,624	22.1	(5.6)
영업이익	**37,536**	**21,359**	**56,520**	**19,492**	**41,800**	**12,282**	**31,655**	**(23,697)**	**11.4**	**114.4**
연료비	50,100	43,152	55,008	46,104	56,269	49,013	76,333	65,389	12.3	22.0
구입전력비	87,568	86,010	92,485	74,464	79,115	87,989	95,540	97,607	(9.7)	6.2
기타	67,036	68,980	71,712	96,769	69,476	71,188	73,406	96,038	3.6	(28.2)
세전이익	**32,318**	**16,652**	**53,492**	**13,407**	**34,835**	**5,517**	**25,845**	**(32,108)**	**7.8**	**159.8**
순이익	**23,282**	**11,367**	**37,556**	**13,243**	**26,126**	**4,138**	**19,383**	**(24,081)**	**12.2**	**97.3**
영업이익률(%)	15.5	9.7	20.5	8.2	16.9	5.6	11.4	(10.1)	-	-
세전이익률(%)	13.3	7.6	19.4	5.7	14.1	2.5	9.3	(13.6)	-	-
순이익률(%)	9.6	5.2	13.6	5.6	10.6	1.9	7.0	(10.2)	-	-
전력판매(GWh)	141,018	127,341	151,506	129,551	141,715	127,230	151,556	129,493	0.5	9.4
판매단가(원/kWh)	165	164	175	173	165	164	174	171	0.4	(4.3)
원/달러 환율	1,452	1,399	1,387	1,449	1,466	1,490	1,480	1,480	0.9	1.2
석탄(천원/톤)	193	185	165	170	177	188	209	225	(8.0)	4.5
LNG(천원/톤)	1,100	972	967	883	910	1,046	1,177	1,307	(17.3)	3.1

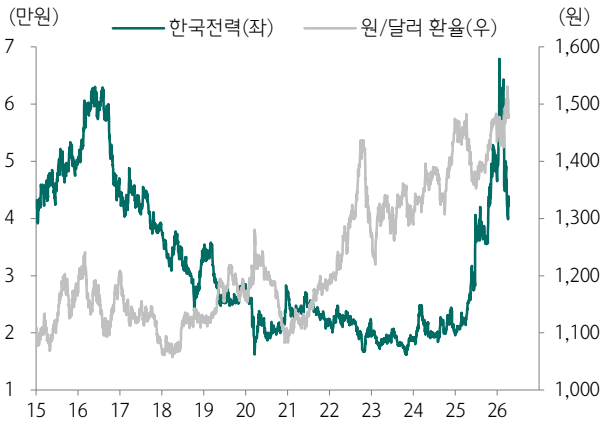
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



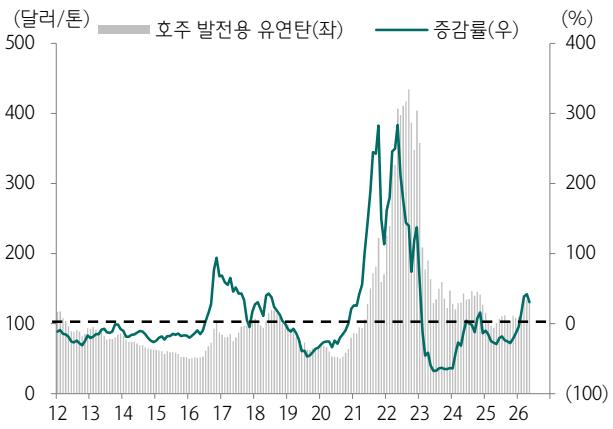
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



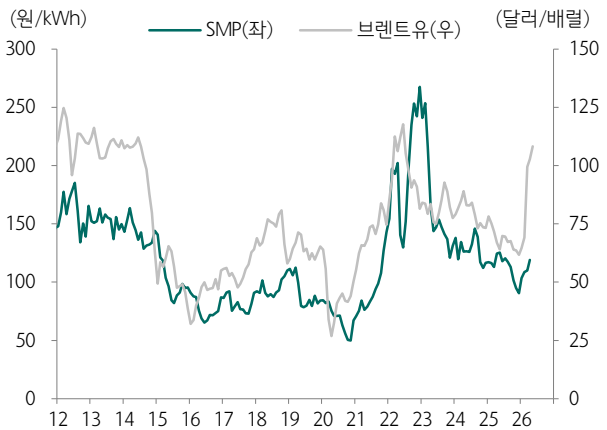
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (4월 YoY +40.8%)



자료: 산업부, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (4월 SMP YoY -4.5%)



자료: EPSIS, Workspace, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**93,398.9**	**97,429.3**	**97,940.3**	**98,096.4**	**98,480.3**
매출원가	81,964.2	80,704.8	87,891.0	88,496.5	87,014.9
매출총이익	11,434.7	16,724.5	10,049.3	9,599.9	11,465.4
판관비	3,070.0	3,234.0	3,845.4	3,747.0	3,612.7
영업이익	**8,364.7**	**13,490.6**	**6,203.9**	**5,852.8**	**7,852.7**
금융손익	(4,087.1)	(3,000.6)	(3,800.0)	(3,600.0)	(3,600.0)
종속/관계기업손익	882.3	576.1	576.1	576.1	576.1
기타영업외손익	96.6	520.9	428.8	415.1	400.7
세전이익	**5,256.5**	**11,586.9**	**3,408.8**	**3,244.1**	**5,229.4**
법인세	1,634.6	2,920.3	852.2	811.0	1,307.4
계속사업이익	3,622.0	8,666.7	2,556.6	2,433.1	3,922.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3,622.0**	**8,666.7**	**2,556.6**	**2,433.1**	**3,922.1**
비지배주주지분 순이익	130.3	121.7	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**3,491.7**	**8,544.9**	**2,556.6**	**2,433.1**	**3,922.1**
지배주주지분포괄이익	4,070.2	8,425.6	2,530.6	2,408.3	3,882.1
NOPAT	5,763.6	10,090.5	4,653.0	4,389.6	5,889.5
EBITDA	22,362.1	27,279.3	19,603.6	19,391.6	21,533.5
성장성(%)					
매출액증가율	5.87	4.32	0.52	0.16	0.39
NOPAT증가율	흑전	75.07	(53.89)	(5.66)	34.17
EBITDA증가율	163.37	21.99	(28.14)	(1.08)	11.05
영업이익증가율	흑전	61.28	(54.01)	(5.66)	34.17
(지배주주)순익증가율	흑전	144.72	(70.08)	(4.83)	61.20
EPS증가율	흑전	144.73	(70.08)	(4.85)	61.19
수익성(%)					
매출총이익률	12.24	17.17	10.26	9.79	11.64
EBITDA이익률	23.94	28.00	20.02	19.77	21.87
영업이익률	8.96	13.85	6.33	5.97	7.97
계속사업이익률	3.88	8.90	2.61	2.48	3.98

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**29,255.2**	**30,715.4**	**31,041.6**	**30,963.9**	**31,222.2**
금융자산	5,966.3	6,590.5	7,068.0	6,903.4	7,092.6
현금성자산	2,383.0	2,240.8	2,737.4	2,561.8	2,742.3
매출채권	11,099.2	11,624.9	11,551.7	11,593.8	11,627.2
재고자산	9,769.2	10,152.7	10,088.8	10,125.5	10,154.7
기타유동자산	2,420.5	2,347.3	2,333.1	2,341.2	2,347.7
비유동자산	**217,552.6**	**224,212.1**	**228,709.5**	**233,229.9**	**237,596.1**
투자자산	16,232.1	17,929.3	17,826.5	17,885.6	17,932.6
금융자산	4,946.0	4,565.6	4,546.8	4,557.6	4,566.2
유형자산	182,982.8	187,751.5	192,496.7	197,081.8	201,507.0
무형자산	**1,146.1**	**1,100.6**	**955.8**	**831.9**	**725.9**
기타비유동자산	**17,191.6**	**17,430.7**	**17,430.5**	**17,430.6**	**17,430.6**
자산총계	**246,807.8**	**254,927.5**	**259,751.1**	**264,193.8**	**268,818.3**
유동부채	**63,968.8**	**67,107.3**	**66,990.8**	**67,057.8**	**67,111.0**
금융부채	45,069.4	46,449.2	46,445.7	46,447.7	46,449.3
매입채무	4,494.5	3,543.0	3,520.7	3,533.5	3,543.7
기타유동부채	14,404.9	17,115.1	17,024.4	17,076.6	17,118.0
비유동부채	**141,476.2**	**138,497.2**	**141,870.6**	**143,858.3**	**144,507.5**
금융부채	**91,448.3**	**86,636.5**	**90,336.5**	**92,136.5**	**92,636.5**
기타비유동부채	50,027.9	51,860.7	51,534.1	51,721.8	51,871.0
부채총계	**205,445.0**	**205,604.5**	**208,861.4**	**210,916.1**	**211,618.5**
지배주주지분	**39,915.2**	**48,169.9**	**49,736.7**	**52,124.8**	**56,046.9**
자본금	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**	**3,209.8**
자본잉여금	2,444.6	2,410.4	2,410.4	2,410.4	2,410.4
자본조정	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄이익누계액	1,424.0	1,340.6	1,340.6	1,340.6	1,340.6
이익잉여금	20,128.2	28,500.6	30,067.3	32,455.4	36,377.5
비지배주주지분	**1,447.6**	**1,153.0**	**1,153.0**	**1,153.0**	**1,153.0**
자본총계	**41,362.8**	**49,322.9**	**50,889.7**	**53,277.8**	**57,199.9**
순금융부채	130,551.3	126,495.1	129,714.1	131,680.7	131,993.2

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,439	13,311	3,983	3,790	6,109
BPS	62,177	75,035	77,476	81,196	87,305
CFPS	38,559	49,316	32,111	32,235	35,660
EBITDAPS	34,834	42,494	30,537	30,207	33,543
SPS	145,489	151,768	152,564	152,807	153,405
DPS	213	1,542	70	0	0
주가지표(배)					
PER	3.69	3.55	11.17	11.74	7.28
PBR	0.32	0.63	0.57	0.55	0.51
PCFR	0.52	0.96	1.39	1.38	1.25
EV/EBITDA	6.48	5.79	8.29	8.48	7.65
PSR	0.14	0.31	0.29	0.29	0.29
재무비율(%)					
ROE	9.22	19.40	5.22	4.78	7.25
ROA	1.44	3.41	0.99	0.93	1.47
ROIC	3.10	5.27	2.37	2.19	2.87
부채비율	496.69	416.85	410.42	395.88	369.96
순부채비율	315.62	256.46	254.89	247.16	230.76
이자보상배율(배)	1.79	3.11	1.46	1.34	1.80

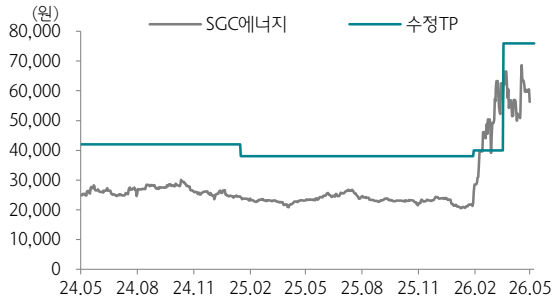
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**15,876.1**	**20,880.2**	**15,617.2**	**16,166.7**	**17,757.8**
당기순이익	3,622.0	8,666.7	2,556.6	2,433.1	3,922.1
조정	16,044.5	17,596.3	13,399.7	13,538.7	13,680.8
감가상각비	13,997.4	13,788.8	13,399.7	13,538.7	13,680.8
외환거래손익	2,366.8	(407.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(882.3)	(576.1)	0.0	0.0	0.0
기타	562.6	4,790.7	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(3,790.4)	(5,382.8)	(339.1)	194.9	154.9
투자활동 현금흐름	**(14,093.1)**	**(18,445.5)**	**(17,878.0)**	**(18,070.1)**	**(18,055.7)**
투자자산감소(증가)	(3,023.2)	(1,725.7)	102.9	(59.1)	(47.0)
자본증가(감소)	(13,813.4)	(15,366.5)	(18,000.0)	(18,000.0)	(18,000.0)
기타	2,743.5	(1,353.3)	19.1	(11.0)	(8.7)
재무활동 현금흐름	**(3,849.3)**	**(2,634.6)**	**2,706.6**	**1,757.1**	**501.6**
금융부채증가(감소)	(1,374.3)	(3,432.0)	3,696.5	1,802.0	501.6
자본증가(감소)	0.0	(34.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,337.8)	1,050.5	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(137.2)	(218.9)	(989.9)	(44.9)	0.0
현금의 증감	**(1,959.9)**	**(142.2)**	**697.4**	**(175.6)**	**180.4**
Unlevered CFO	24,753.4	31,659.1	20,614.3	20,693.7	22,892.2
Free Cash Flow	1,660.1	5,046.0	(2,382.8)	(1,833.3)	(242.2)

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

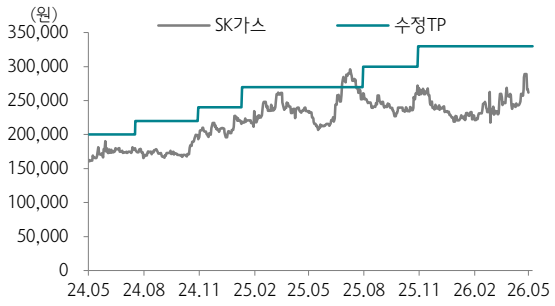
SGC에너지



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.24	BUY	76,000		
26.2.4	BUY	40,000	16.97%	58.25%
25.1.21	BUY	38,000	-38.41%	-29.61%
24.2.1	BUY	42,000	-39.03%	-28.33%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

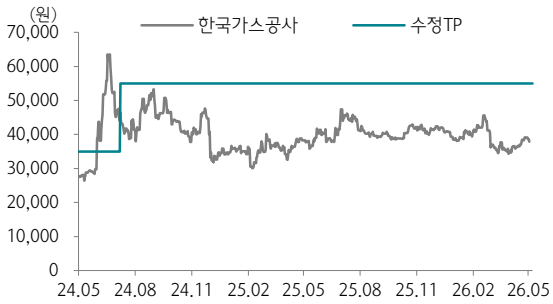
SK가스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	330,000		
25.8.5	BUY	300,000	-19.03%	-9.33%
25.1.16	BUY	270,000	-10.81%	9.63%
24.11.4	BUY	240,000	-13.07%	-5.21%
24.7.23	BUY	220,000	-20.44%	-9.23%
23.10.30	BUY	200,000	-20.57%	-4.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

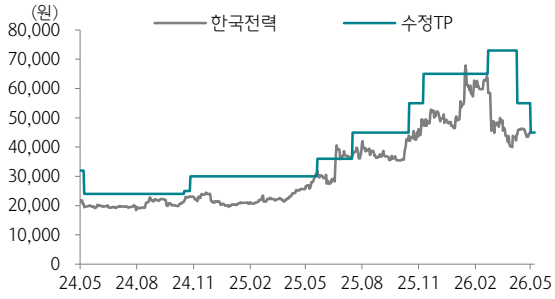
한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.18	BUY	55,000		
24.7.11	BUY	55,000	-18.21%	-3.09%
23.5.12	BUY	35,000	-27.15%	-12.57%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.7	Neutral	45,000		
26.4.15	BUY	55,000	-17.38%	-15.73%
26.2.27	BUY	73,000	-37.81%	-30.27%
25.11.14	BUY	65,000	-16.11%	4.46%
25.10.22	BUY	55,000	-18.18%	-9.91%
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%
24.9.10	BUY	24,000	-13.68%	-7.29%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 7일 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 2026년 5월 7일 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	97.29%	2.71%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 04일