

YUANTA RESEARCH

유틸리티

커지는 전력수요, 달라지는 가치

ENERGY
POWERS
A BRIGHTER
TOMORROW

POWER
TRANSFORMS
TOMORROW

손현정 유틸리티/음식료
02 3770 5595
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
02 3770 3649
koeun2.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

Part I. 산업분석	08
I. 규제 유틸리티의 이익은 회수구조가 결정한다	08
II. 국내 유틸리티의 실적은 어디서 움직이는가	12
III. 한국 유틸리티의 할인은 비용 회수 불확실성에서 발생	15
IV. AI가 전력 인프라 투자 사이클을 앞당긴다	18
V. 전력기기: 국내 Grid·AIDC, 두 번째 수요축의 조건	31
VI. 투자전략	40
Part II. 기업분석	42
한국전력: 낮아진 기대치, 시작된 구조 변화 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원 커버리지 개시	44
한국가스공사: 해외가 높은 이익 체력, 남은 건 미수금 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 커버리지 개시	63
SK가스: 연료 선택권이 만든 이익 체력 투자의견 BUY, 목표주가 340,000원 커버리지 개시	82

유틸리티

커지는 전력수요, 달라지는 가치

Summary

한국 유틸리티 산업은 다시 대규모 투자 국면에 진입하고 있다. 제12차 전력수급기본계획 수립 과정에서 AI 데이터센터와 반도체 클러스터 수요가 추가되면서 2040년 목표 최대전력은 158.4~165.0GW로 지난 4월 잠정 전망 대비 26.6~26.8GW 상향됐다. 사업용 재생에너지 설비도 2040년 220GW까지 확대하는 방안이 논의되고 있다. 전력수요 증가와 전원구성 변화는 발전·송변전 투자를 늘리고, LNG 발전의 역할에 따라 발전용 가스수요와 관련 인프라의 장기 경로에도 영향을 줄 것으로 판단한다.

AI 데이터센터는 구축 목표보다 실제 전력 확보가 중요하다. 정부는 국내 AIDC를 2029년 8.4GW, 2035년 18.4GW 규모로 확대하는 목표를 제시했고, 기업들의 투자계획도 12차 전기본 수요 전망에 단계적으로 반영되고 있다. 부지와 전력조달, 계통접속이 구체화될수록 변전소와 기자재 발주가 뒤따른다. 제11차 장기 송·변전설비계획의 투자비는 이미 2024~2038년 72.8조원으로 확대됐으며, 12차 전기본의 높아진 수요는 아직 반영되지 않은 규모다. 인허가 기간 단축과 정부 재정, 정책금융, 전기요금 선납, 민간의 송전망 건설 참여도 한전에 집중된 초기 자금부담을 분산하고 투자 집행을 앞당기는 방향으로 진행되고 있다.

같은 인프라 투자라도 기업가치에 전달되는 시점은 다르다. 전력기기 업체에는 고객의 CAPEX가 신규수주와 수주잔고로 먼저 나타나는 반면, 규제 유틸리티는 투자와 자금조달이 선행한 뒤 손익과 현금흐름에 반영된다. 전력기기는 수주와 EPS에서 투자 확대를 빠르게 확인할 수 있고, 유틸리티는 늘어난 투자부담을 감당하면서 안정적인 이익과 현금을 창출하는지가 중요하다. 기존 전력기기 커버리지에는 북미 중심의 구조적 수요에 국내 Grid·AIDC가 두 번째 수요축으로 추가된다.

이러한 변화에 맞춰 한국전력, 한국가스공사, SK가스의 커버리지를 개시한다.

유틸리티 Top Pick으로 한국전력을 제시한다. 단기 조달원가 상승을 반영해 이익 전망은 보수적으로 낮췄지만, 기존 원전 이용률 회복에 따른 원가 방어와 12차 전기본의 추가 원전, 해외 신규원전, Grid 투자 확대 등 중장기 Catalyst는 오히려 많아졌다. 관심종목으로 SK가스를 제시한다. 울산GPS 이익 확대와 FCF 개선, 주주환원에 주목한다. 울산 AIDC는 LNG·발전 인프라 활용도를 높일 수 있는 추가 옵션이다. 한국가스공사는 Canada LNG와 Coral FLNG를 중심으로 해외사업의 이익 체력이 높아지는 가운데 민수용 미수금 회수가 재무구조 정상화의 핵심이다.

12차 전기본과 AIDC는 국내 에너지 인프라 투자 규모를 키우고 있다. 앞으로의 주가 차별화는 투자 규모 자체보다 각 기업이 늘어난 수요와 자산을 이익과 현금흐름으로 전환하는 능력이 결정할 것으로 판단한다.



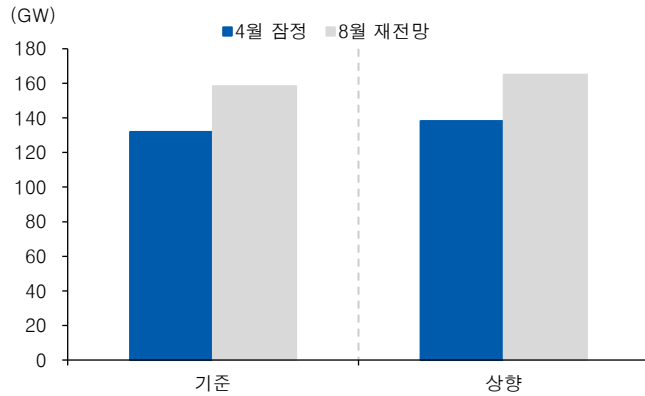
손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
한국전력	매수 (I)	47,000 (I)
한국가스공사	매수 (I)	48,000 (I)
SK가스	매수 (I)	340,000 (I)

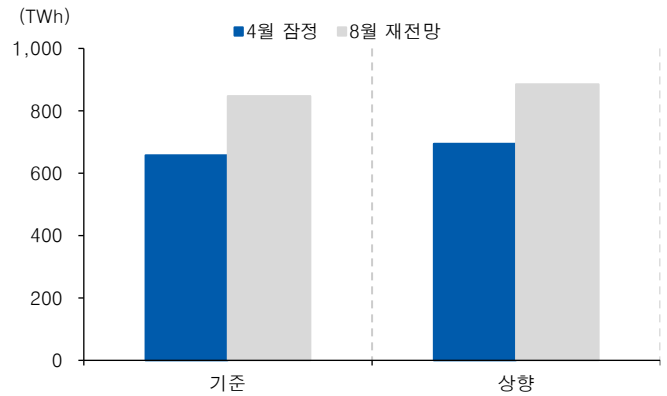
Key Charts

제 12 차 전력수급기본계획(잠정), 2040 년 목표 최대전력 전망 상황



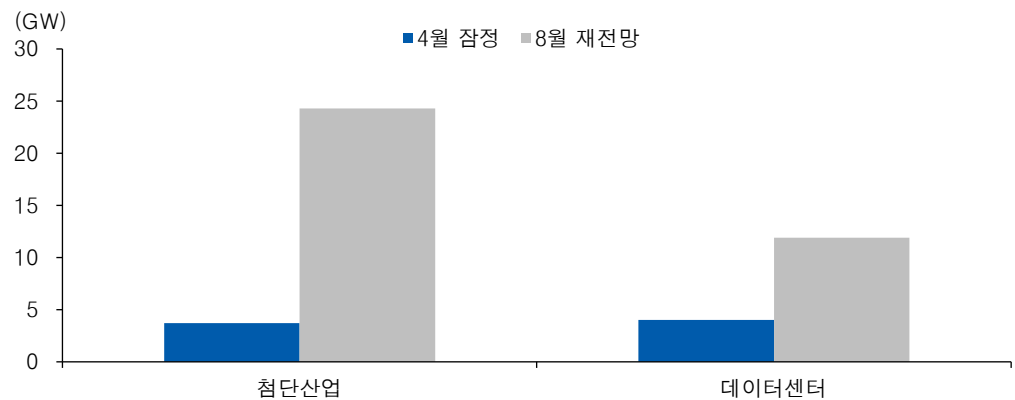
자료: 12 차 전기본 수요전망 공개토론회 관련 자료, 당사 정리, 유안타증권 리서치센터
주: 4 월 · 8 월 수치는 모두 수립 과정에서 제시된 잠정 전망이며 최종 전원 · 송변전 계획은 미확정

제 12 차 전력수급기본계획(잠정), 2040 년 전력소비량 전망 상황



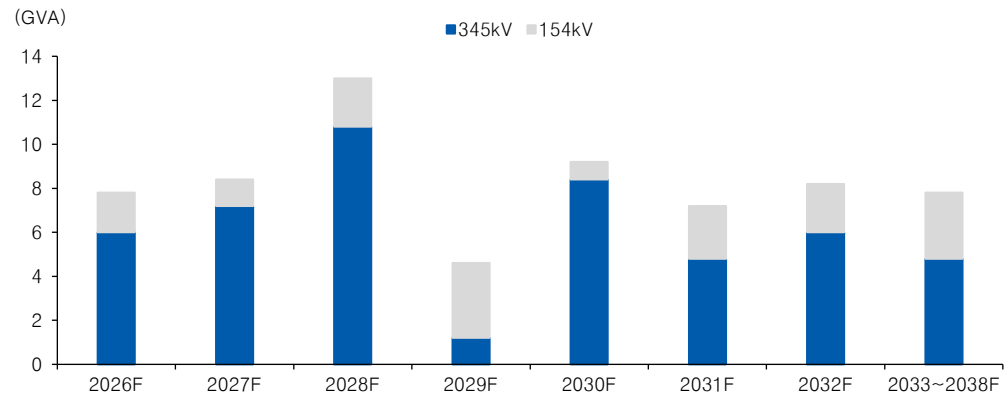
자료: 12 차 전기본 수요전망 공개토론회 관련 자료, 당사 정리, 유안타증권 리서치센터
주: 4 월 · 8 월 수치는 모두 수립 과정에서 제시된 잠정 전망이며 최종 전원 · 송변전 계획은 미확정

12 차 전기본 국내 첨단산업 · AIDC 최대전력 반영 규모



자료: 12 차 전기본 수요 재전망 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터
주: 잠정 수치

국내 수도권 345kV, 154kV 변전소 신규 공급 계획



자료: 한국전력공사, CBRE Research, 유안타증권 리서치센터

같은 인프라 사이클, 다른 가치 전달경로



자료: 당사 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 전력기기/규제 유틸리티 가치 전달경로를 단순화한 구조도

국내 AIDC 전력 인프라 밸류체인



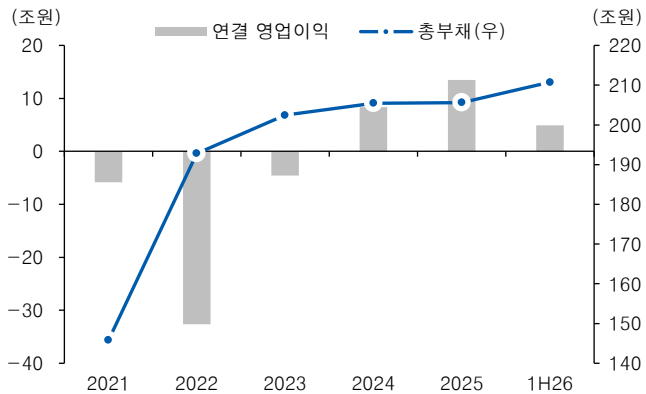
자료: 유안타증권 리서치센터

전력 흐름별 유틸리티/전력기기 업체별 노출도

구간	기능	발주·운영 주체	전력 구매·판매	국내 관련사	해외 비교
발전·전력조달	전력 생산 및 계통 공급	발전자회사 · 민간발전사	발전사 → KPX → 한국전력	한국전력 · 한수원 · 발전자회사 · SK 가스 · 포스코인터	Duke · NextEra · Vistra
광역 송전망	발전지역 → 수요지역 대응량 전송	한국전력	—	한국전력 / 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · LS ELECTRIC · 대한전선 · 일진전기	AEP · Duke · Dominion
유틸리티 변전소	초고압을 지역 공급전압으로 변환	한국전력	—	한국전력 / 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · LS ELECTRIC · 일진전기	AEP · Duke · FPL
지역 배전망	변전소 → 최종 수요 지역 전력 공급	한국전력	한국전력 → 최종 고객 판매	한국전력 / LS ELECTRIC · 전선업체	Duke · FPL · AEP
대형 수요처 인입	전력망과 데이터센터 · 산업체 연결	한국전력 + 수요처	한국전력 → 데이터센터/산업체	한국전력 / LS ELECTRIC · 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · 산일전기	Utility + Hyperscaler
수요처 내부 배전	수전 이후 건물·설비 내부 전력 분배	데이터센터 · 산업체	—	LS ELECTRIC · 산일전기 · 가온전선 등	Schneider · Eaton · ABB
최종 전력수요	서버·공장 등에서 실제 소비	최종 고객	전력 소비	데이터센터 · 산업체	Amazon · Meta · Google · Microsoft

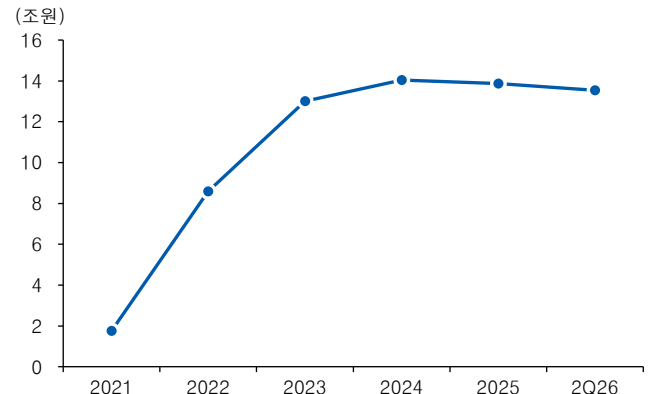
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

한전 손익은 회복, 부채는 높은 수준



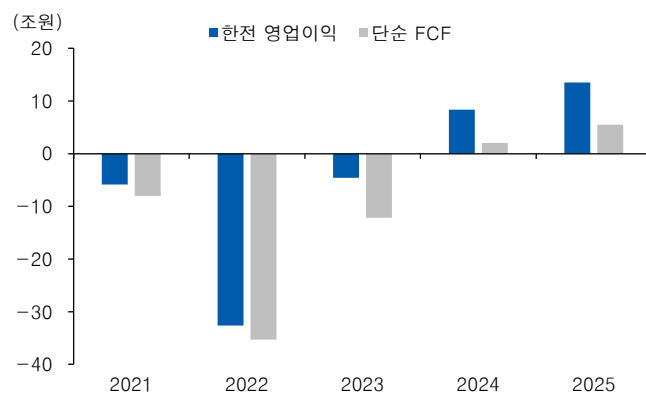
자료: 한국전력, 유안타증권 리서치센터
주: 총부채는 연결 기준 기말 잔액

한국가스공사 민수용 미수금 추이



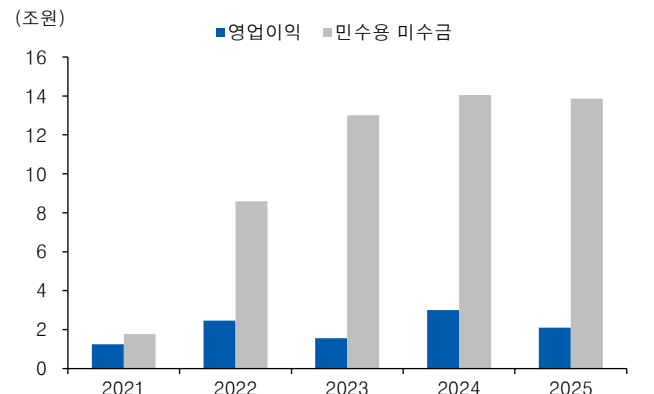
자료: 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터
주: 각 기말/분기말 잔액

한국전력 영업이익 vs 단순 FCF



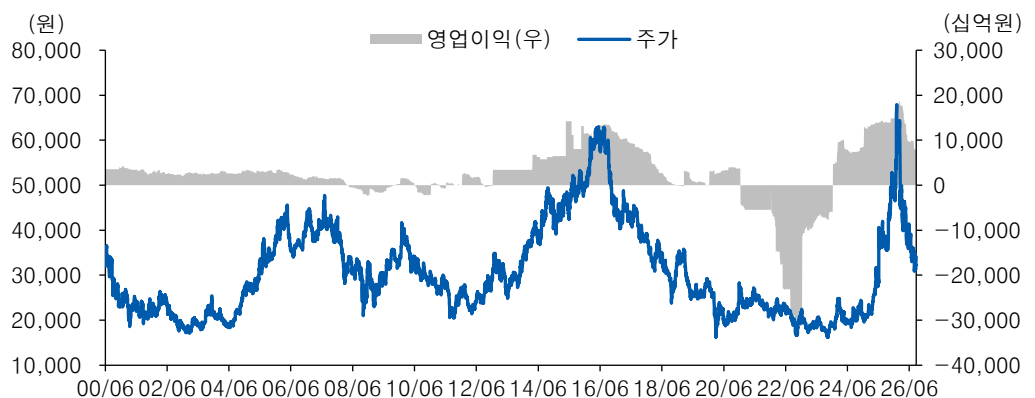
자료: 한국전력, 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터
주: 한전 단순 FCF=영업활동현금흐름-유·무형자산 취득, 한전 총부채는 연결 기말 잔액

한국가스공사 영업이익 vs 미수금



자료: 한국전력, 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

한국전력 주가 vs 영업이익 추이



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

I. 규제 유틸리티의 이익은 회수구조가 결정한다

전력수요 증가는 설비투자의 출발점이다. 유틸리티는 수요가 현실화되기 전에 발전소와 전력망, 가스배관 등 대규모 인프라를 구축하고 이후 투자비와 운영비를 요금을 통해 장기간 회수한다. 따라서 규제 유틸리티의 가치는 판매량 증가나 투자 규모만으로 판단하기 어렵다. 어떤 비용과 투자자산을 회수 대상으로 인정받는지, 이를 어느 수준의 수익률로 얼마나 빠르게 현금화할 수 있는지가 중요하다.

1. 자연독점은 네트워크에서 발생한다

전력과 가스산업에는 경쟁 가능한 영역과 자연독점 영역이 함께 존재한다. 발전은 연료조달 능력과 설비효율, 건설비에 따라 사업자 간 경쟁이 가능하고 LNG 역시 계약조건과 조달가격에 따라 경제성이 달라진다. 반면 송·배전망과 가스배관은 동일 지역에 복수의 설비를 중복 구축하는 것보다 하나의 네트워크를 공동으로 이용하는 편이 효율적이다.

네트워크 산업은 초기 고정비가 크다. 송전선로와 변전소, 배전망, 가스배관은 공급 이전에 대규모 투자가 필요하지만 망 구축 이후 추가 수요를 연결하는 비용은 상대적으로 작다. 이용자가 늘어날수록 고정비가 더 많은 수요에 분산되고 단위당 비용은 낮아진다. 이런 비용구조 때문에 망 부문에서는 자연독점적 특성이 형성된다.

국내 발전시장에는 한전 발전자회사와 민간발전사가 함께 참여하지만 전국 송·배전망은 한국전력이 사실상 담당한다. 가스 역시 LNG 도입에는 직수입을 통한 경쟁요소가 존재하지만 생산기지·저장설비와 전국 주배관망은 자연독점적 성격이 강하다.

국내 전력·가스 산업의 밸류체인

에너지	단계	주요 기능	시장 성격	국내 주요 주체
전력	발전	전력 생산	경쟁 가능	한전 발전자회사·민간발전사
전력	송전	장거리 대용량 이송	자연독점	한국전력
전력	배전	지역망을 통한 공급	자연독점	한국전력
전력	판매	최종 소비자 계약·청구	제도에 따라 상이	한국전력 중심
가스	LNG 도입	계약·운송·조달	경쟁 요소	가스공사·직수입자
가스	생산기지·주배관	저장·기화·도매수송	자연독점 성격	한국가스공사
가스	지역 배관·소매	최종 소비자 공급	지역 자연독점	도시가스사

자료: 전기사업법, 도시가스사업법, 전력거래소, 한국전력, 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

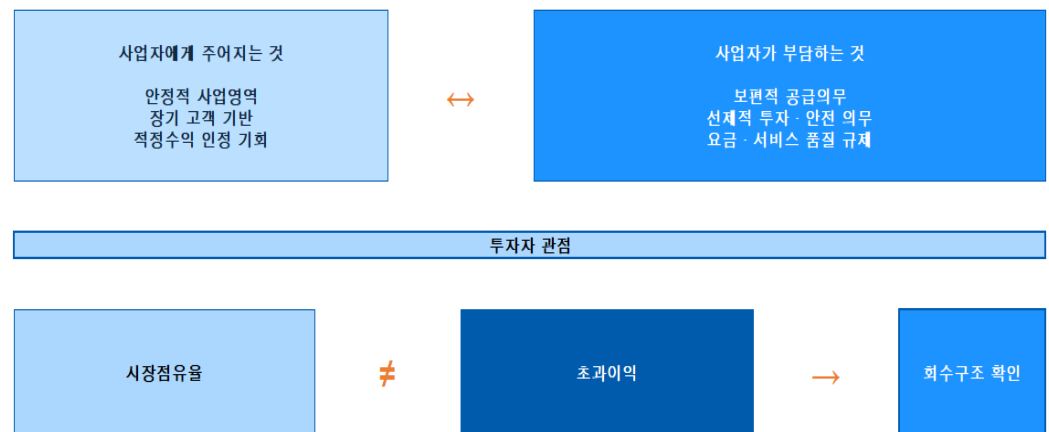
2. 독점에는 공급의무와 요금규제가 따른다

망을 한 사업자가 운영한다고 자유로운 가격 결정권까지 주어지는 것은 아니다. 소비자는 전기 요금이 높다고 다른 송전망을 선택하거나 가스요금 상승을 이유로 다른 배관망으로 옮기기 어렵다. 자연독점이 규제 없이 운영될 경우 독점가격 부과나 수익성이 낮은 지역에 대한 투자 지연 가능성이 생긴다.

정부는 사업자에게 일정한 사업영역과 안정적인 고객 기반을 인정하는 대신 요금과 서비스 품질을 규제한다. 사업자는 수익성이 낮은 지역에도 공급을 유지하고 미래 수요를 위한 선제적 설비 투자와 안전성·공급 신뢰도를 확보해야 한다.

한국전력과 한국가스공사의 높은 시장점유율을 일반 기업의 경제적 해자와 동일하게 평가하기 어려운 이유다. 고객 기반은 안정적이지만 가격 결정권은 제한되고 공급과 투자 의무는 지속된다. 결국 중요한 것은 독점 여부보다 공급의무를 이행하면서 발생한 비용과 투자자산에 어느 수준의 회수가 허용되는가다.

유틸리티 독점적 사업영역과 규제의 교환



자료: 국내 전기·가스 요금규제 구조, 유안타증권 리서치센터

3. 판매량보다 회수가 중요하다

일반 제조업에서는 판매량과 판매가격, 원가율이 이익을 결정한다. 반면, **규제 유틸리티**는 안정적인 공급에 필요한 비용과 투자자본을 산정하고 이를 요금을 통해 회수하는 구조다.

$$\begin{aligned}\text{총괄원가} &= \text{적정원가} + \text{적정투자보수} \\ \text{적정투자보수} &= \text{요금기저} \times \text{적정투자보수율}\end{aligned}$$

적정원가에는 연료비와 구입전력비, 인건비, 수선유지비, 감가상각비 등이 포함된다. 요금기저는 공급에 사용되는 자산과 운전자금 등을 기준으로 산정하며, 적정투자보수율에는 자기자본과 타인자본의 조달비용이 반영된다. 즉 **사업자는 공급과 투자를 위해 발생한 비용을 보전받고, 투입한 자본에 대해서는 일정 수준의 보수를 인정받는 구조다.**

판매량 증가가 기존 고정비의 단위당 부담을 낮추는 효과는 있다. 그러나 수요 확대에 따라 연료비와 구입전력비가 늘고 신규 발전·송배전·가스 인프라도 필요해진다. 결국 **수요 증가보다 증가한 비용과 자산을 실제 요금에 반영하는 과정이 유틸리티의 수익성을 좌우한다.**

4. CAPEX의 가치는 회수구조에서 결정된다

CAPEX는 해당 기간에 집행한 투자액이고, 요금기저는 누적 투자자산 가운데 요금 산정 시 투자보수 대상으로 인정되는 자산이다. 신규 CAPEX가 늘어도 동일한 금액이 즉시 이익으로 전환되지는 않는다.

규제 유틸리티에서 CAPEX가 기업가치로 연결되는 경로는 다음과 같다.

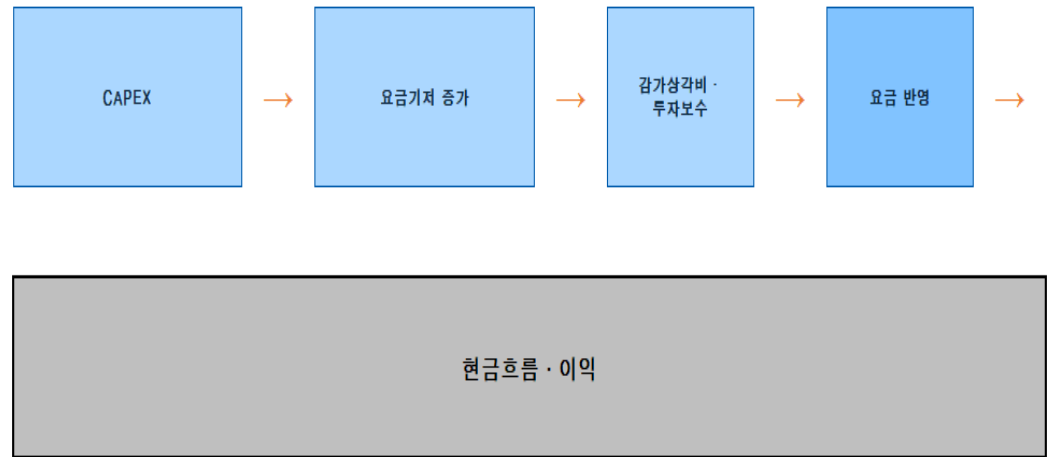
CAPEX → 요금기저 증가 → 감가상각비·투자보수 증가 → 요금 반영 → 현금흐름·이익 증가

핵심은 투자의 집행과 회수 사이에 존재하는 시차다. 공급에 필요한 자산으로 인정돼도 해당 비용이 실제 요금에 적기에 반영되지 않으면 현금 회수가 늦어진다.

미국 규제 유틸리티는 정기적인 요금심사를 통해 투자계획과 Rate Base, 필요수입을 심사받는다. 모든 투자가 자동으로 인정되는 것은 아니지만 승인된 투자비의 회수 방식과 시점을 상대적으로 예측하기 쉽다. 한국도 총괄원가와 적정투자보수 체계를 갖추고 있으나 실제 요금 조정에는 물가와 산업경쟁력, 소비자 부담 등 정책변수가 함께 작용한다. **중요한 차이는 규제 여부보다 인정된 비용과 투자보수를 실제 요금으로 전환하는 과정의 예측 가능성이다.**

회수가 원활하면 CAPEX는 자산과 장기 이익 성장의 기반이 된다. 반대로 **요금 반영이 지연될 경우 투자비를 차입과 채권으로 먼저 조달해야 하고** **이자비용 증가가 배당과 후속 투자여력을 제약한다.** 한국 유틸리티의 밸류에이션이 투자 확대 자체보다 **비용 회수의 예측 가능성에 민감한 이유다.**

규제 유틸리티 CAPEX가 현금흐름으로 연결되는 경로



자료: 유안타증권 리서치센터

미국과 한국의 비용 회수 과정 비교

구분	미국 규제 유틸리티	한국 규제 유틸리티
요금 산정	주 규제기관의 정기 요금심사	총괄원가 · 적정투자보수 원칙
투자자산 심사	필요성 · 적정성 검토 후 Rate Base 인정	요금기저 · 적정원가 산정
회수 장치	기본요금 조정 · 비용연동 · 별도 회수장치	요금 조정 · 연료비/원료비 제도
정책 변수	주별 제도와 규제판단	물가 · 산업경쟁력 · 소비자 부담
투자자가 보는 지표	승인 투자 · 회수 시점 · 수익률	총괄원가와 실제 요금의 차이
핵심 차이	회수 경로를 상대적으로 예측하기 쉬움	산정 원칙과 실제 회수 사이 간극 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

II. 국내 유틸리티의 실적은 어디서 움직이는가

국내 유틸리티의 실적은 표면적인 에너지가격보다 실제 판매단가와 조달원가, 그리고 비용이 요금과 현금으로 전달되는 과정에서 결정된다. 한국전력은 전기를 얼마에 조달해 얼마에 판매하는지, 한국가스공사는 LNG 원료비와 공급비가 얼마만큼 요금에 반영되고 현금화되는지를 봐야 한다.

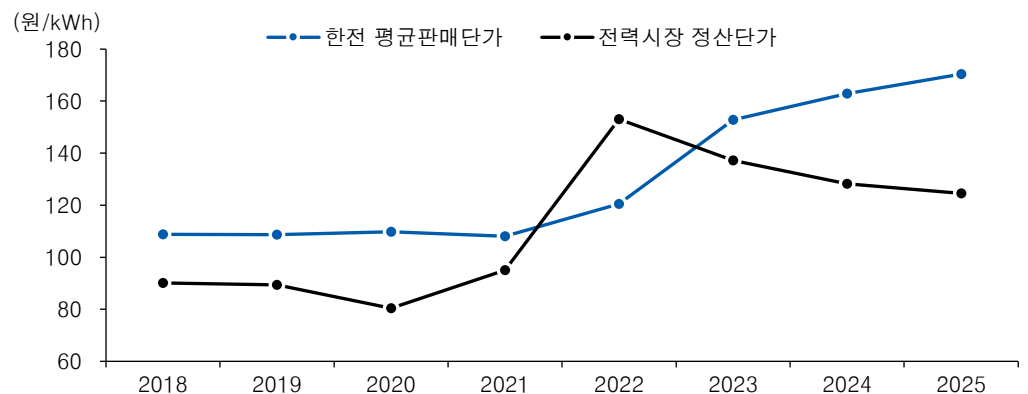
1. 한전의 이익은 판매단가와 조달원가가 결정

국내 전력시장에서 발전사가 생산한 전력은 전력거래소를 통해 정산되고, 한국전력은 이를 구입해 최종 소비자에게 판매한다. 전력수요 증가보다 실제 판매가격과 조달비용 사이의 관계가 단기 이익에 더 직접적인 영향을 미친다.

판매 측에서는 요금 조정과 계약종별 판매 비중이 평균판매단가를 결정한다. 주택용·일반용·산업용의 단가가 다르고 산업용 역시 전압·계절·시간대별 요금이 달라 특정 계약종의 요금 인상률을 전체 매출 증가율에 그대로 적용하기 어렵다.

비용 측에서는 발전믹스가 중요하다. 원전 등 저원가 발전원의 비중이 높아질수록 연결 기준 조달비용은 낮아지고, 원전 정비나 석탄 발전량 감소로 LNG와 민간 구입전력 의존도가 높아지면 비용 부담이 커진다. LNG 가격과 환율이 높은 구간에서는 이러한 발전믹스 효과가 더욱 크게 나타난다.

원가 충격을 요금이 따라가지 못했던 2022년



자료: 한국전력, 전력거래소, 유안타증권 리서치센터

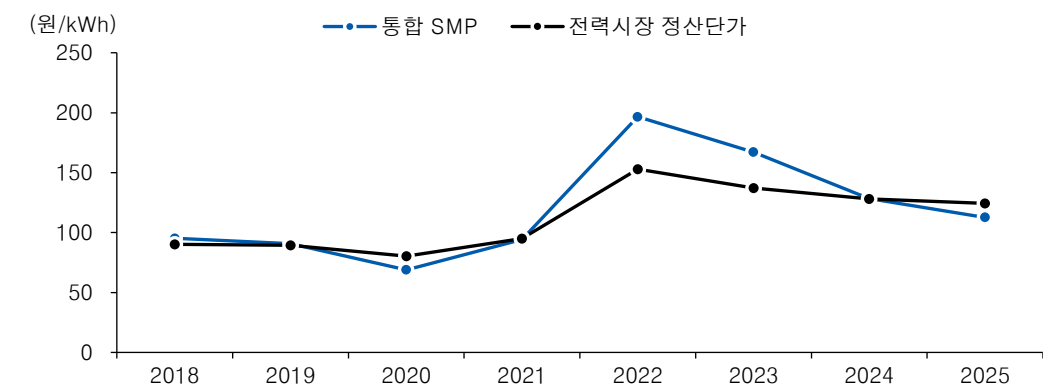
2. SMP 는 방향을 보여줄 뿐

SMP(System Marginal Price)는 국내 도매 전력가격의 대표 지표다. 한계발전기의 변동비를 기준으로 형성되며 LNG 발전이 가격결정 발전원이 되는 경우가 많아 국제 LNG 가격과 환율의 영향을 받는다.

그러나 SMP 와 한전의 실제 전력 구입단가는 일치하지 않는다. 구입전력비에는 전력량 정산금 외에도 용량요금과 계통운영 관련 정산비용 등이 포함되고 발전원 구성 역시 실제 비용에 영향을 준다.

따라서 SMP 하락이 구입전력비의 동일한 하락을 의미하지는 않는다. 고원가 발전 비중이나 기타 정산비용이 높아지면 조달비용 감소폭이 제한될 수 있다. 반대로 SMP 가 상승해도 원전 이용률 상승이 이를 일부 상쇄할 수 있다. **SMP 는 방향성 지표**이고, 평균구입단가는 실제 실적에 반영된 결과값에 가깝다.

SMP 와 전력시장 정산단가는 서로 다른 지표



자료: 전력거래소 · EPSIS, 유안타증권 리서치센터

3. 가스공사는 LNG 가격보다 공급비 회수가 중요

한국가스공사는 LNG를 도입해 저장·기화한 뒤 전국 주배관망을 통해 도시가스사와 발전사에 공급한다. 천연가스 도매요금은 크게 원료비와 공급비로 구성되며 원료비는 LNG 도입가격과 환율 등에 연동되고, 공급비에는 저장·기화·수송 과정의 비용과 투자보수가 반영된다.

LNG 가격 상승 자체가 가스공사의 이익 증가를 의미하지는 않는다. 원료비 상승분이 요금에 충분히 반영되지 않을 경우 미수금과 차입금 부담이 늘어난다. 국내 규제사업의 이익은 판매물량과 적정 공급비 확보에, 재무구조는 원료비 미회수분의 현금 회수에 더 민감하다.

4. 미수금 감소와 이익 회복은 다른 문제다

민수용 미수금은 실제 LNG 원료비가 요금에 반영된 원료비를 웃돌 때 증가한다. LNG 가격과 환율 하락, 민수용 요금 인상은 신규 미수금 발생을 둔화시킬 수 있지만 기존 미수금의 회수와는 별개의 문제다.

기존 잔액을 줄이려면 당기 원료비 외에 과거 미회수 원가까지 요금을 통해 회수해야 한다. 이 때문에 영업이익이 개선된 뒤에도 현금흐름과 재무구조 정상화가 늦어질 수 있다.

이익 정상화: 적정 공급비 확보

재무 정상화: 미수금 회수 → 차입금 감소 → 이자비용 감소 → 배당여력 회복

LNG 가격 하락은 미수금의 추가 증가를 완화할 수 있지만 기존 미수금의 해소는 결국 현금 회수가 필요하다.

III. 한국 유틸리티의 할인은 비용 회수 불확실성에서 발생

한국 규제 유틸리티의 낮은 밸류에이션에는 원가와 투자비의 회수 불확실성이 반영돼 있다. 2021년 이후 국제 에너지가격과 환율이 급등한 반면 전기·가스요금 조정은 이를 충분히 따라가지 못했다. 당시 소비자에게 즉시 전가되지 않은 비용은 한국전력의 영업손실과 한국가스공사의 미수금으로 남았고, 결국 차입금과 금융비용 증가로 이어졌다.

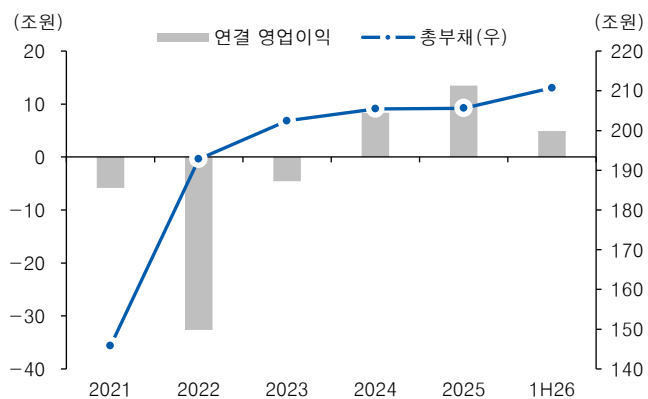
1. 한전은 손실로 가스공사는 미수금으로

한국전력은 2021년 5.8조원, 2022년 32.6조원, 2023년 4.5조원의 영업손실을 기록했다. 3년 누적 손실은 약 43조원이다. 한국가스공사의 민수용 미수금은 2021년 1.8조원에서 2024년 14.0조원까지 증가했고 2Q26 말에도 13.5조원 수준에 머물렀다.

회계처리 방식은 다르지만 경제적 결과는 유사하다. 에너지 원가를 소비자가 당시에 부담하지 않은 만큼 유틸리티가 현금을 먼저 지출했고, 부족한 자금은 차입으로 충당했다.

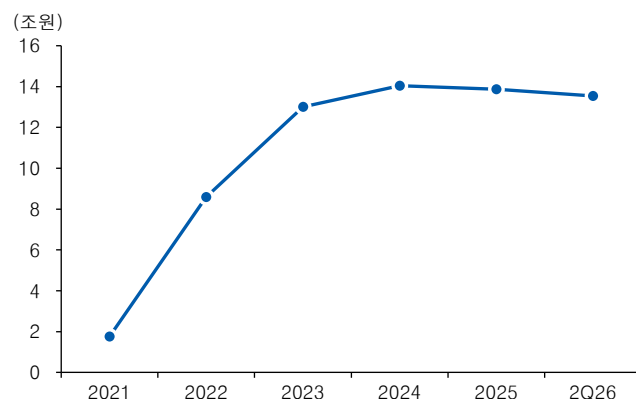
비용 회수 지연 → 현금흐름 악화 → 차입금 증가 → 금융비용 증가

한전 손익은 회복, 부채는 높은 수준



자료: 한국전력, 유안타증권 리서치센터
주: 총부채는 연결 기준 기말 잔액

한국가스공사 민수용 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터
주: 각 기말/분기말 잔액

2. 이익은 먼저 회복됐지만 재무구조는 아직

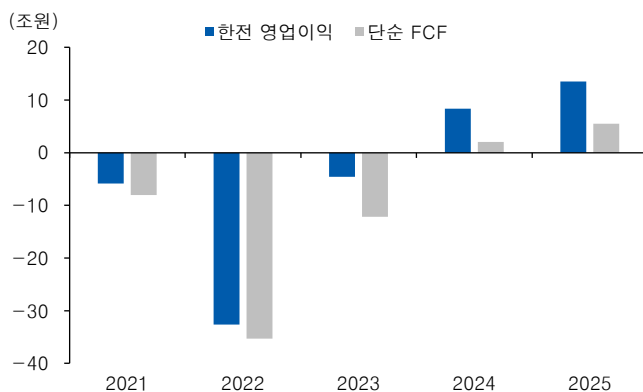
한국전력은 2024년 흑자전환했고 2025년 연결 영업이익은 13.5조원까지 확대됐다. 그러나 과거 손실과 지속적인 설비투자를 조달하기 위해 늘어난 차입금은 여전히 높은 수준이다. 향후 Grid 투자 확대 과정에서 잉여현금흐름이 충분하지 않다면 영업이익과 부채의 방향이 다시 엇갈릴 수 있다.

가스공사도 공급비 이익의 개선과 기존 미수금의 현금 회수 사이에 시차가 존재한다. 신규 미수금 발생이 멈춰도 기존 잔액이 현금으로 전환되지 않으면 차입금과 금융비용 부담은 지속된다.

영업이익 회복 → 영업현금흐름 개선 → 미수금·차입금 감소 → 금융비용 감소 → 배당여력 회복

한국전력의 다음 정상화 지표는 영업이익보다 FCF와 차입금, 한국가스공사는 미수금의 실제 현금 회수에 가깝다.

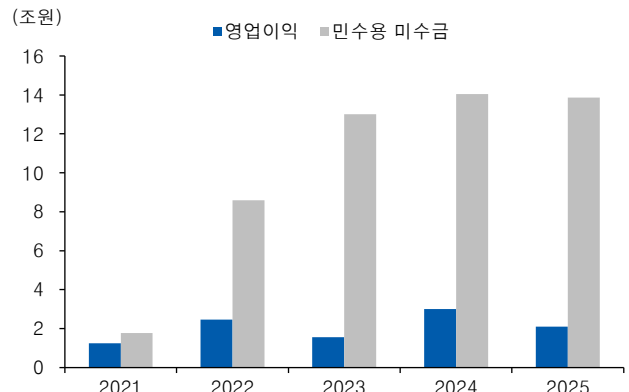
한국전력 영업이익 vs 단순 FCF



자료: 한국전력, 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

주: 한전 단순 FCF=영업활동현금흐름-유·무형자산 취득, 한전 총부채는 연결 기말 잔액

한국가스공사 영업이익 vs 미수금



자료: 한국전력, 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

주: 한전 단순 FCF=영업활동현금흐름-유·무형자산 취득, 한전 총부채는 연결 기말 잔액

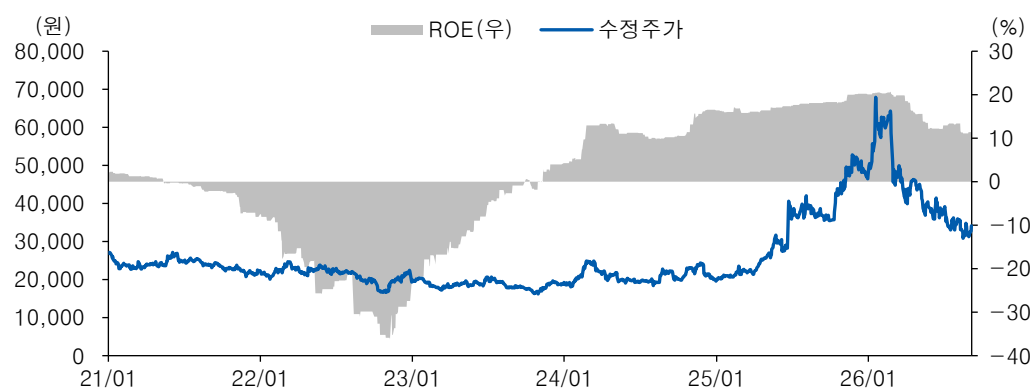
3. Re-rating 에는 회수구조에 대한 신뢰가 필요

PBR 은 특정 연도의 이익보다 지속 가능한 ROE 와 실적의 예측 가능성을 반영한다. 연료가격 하락만으로 이익이 증가하더라도 다음 원가 상승기에 대규모 미회수 비용이 다시 발생할 가능성이 높다면 높은 ROE 를 장기 수익성으로 평가하기 어렵다.

향후 확인할 변수는 원가 변화가 일정한 기준과 시차에 따라 요금에 반영되는지, 누적 차입금과 미수금이 실제 현금흐름을 통해 감소하는지, 신규 Grid 와 가스 인프라 투자비의 인정·회수 구조가 구체화되는지다.

실적 회복은 원가 하락으로도 가능하지만, Multiple 상승에는 회수구조의 신뢰 회복이 필요하다.

한국전력 주가 vs ROE 추이 (5년)



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

IV. AI가 전력 인프라 투자 사이클을 앞당긴다

AI 데이터센터와 반도체 클러스터의 확대는 국내 전력수요 전망을 다시 높이고 있다. 유틸리티 투자 관점에서는 늘어나는 전력판매량과 함께 신규 부하를 실제로 공급하기 위해 필요한 발전·저장·송변전설비와 연료 공급 인프라까지 살펴볼 필요가 있다.

대형 AIDC와 반도체 클러스터는 특정 지역에 GW 단위의 수요를 집중시킨다. 발전설비가 충분하더라도 해당 지역까지 전력을 전달할 송전선로와 변전소가 부족하면 가동이 지연될 수 있다. 동시에 높은 부하율의 신규 수요를 안정적으로 공급하려면 재생에너지 확대만으로는 부족하며 원전·LNG 등 안정적인 발전원과 ESS·양수 등 저장설비도 함께 필요하다.

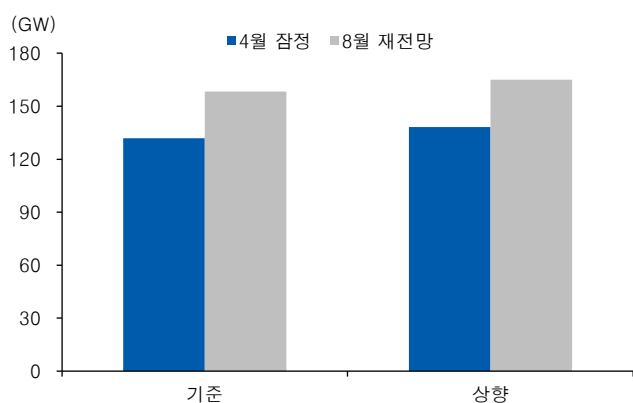
12차 전기본은 아직 수립 과정에 있다. 현재까지 수요 전망과 재생에너지 보급 전망 등이 공개됐지만, 추가 수요를 어떤 발전원과 저장설비로 충당할지에 대한 최종 설비계획은 확정되지 않았다. 따라서 현 단계에서는 개별 발전원의 신규 설비용량을 단정하기보다 수요 증가가 발전·Grid·가스 인프라 전반의 투자 필요성을 높이고 있다는 방향성에 주목할 필요가 있다.

1. AI·반도체가 전력수요의 경로를 바꿨다

지난 4월 12차 전기본 수립 과정에서 제시된 2040년 목표 최대전력은 131.8~138.2GW였다. 8월 공개토론회에서는 AI 데이터센터와 반도체 클러스터 등 대형 프로젝트를 추가 반영하면서 158.4~165.0GW로 높아졌다. 전력소비량 역시 657.6~694.1TWh에서 847.3~885.1TWh로 상향됐다. 불과 수개월 사이 최대전력 전망이 26.6~26.8GW 증가한 것으로, 향후 발전설비와 전력망 계획의 출발점 자체가 달라졌다.

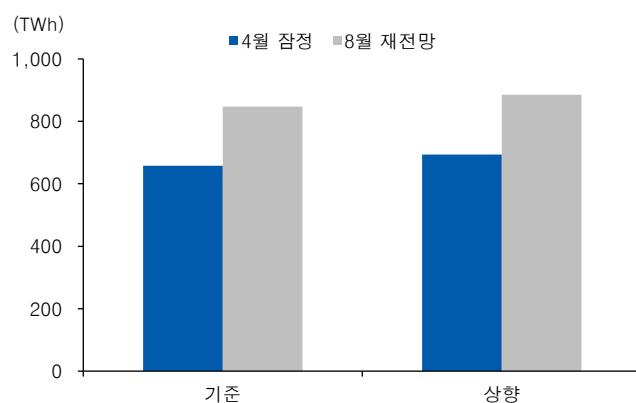
수요 증가의 중심에는 첨단산업과 데이터센터가 있다. 투자 관점에서는 연간 전력소비량뿐 아니라 최대전력과 수요가 발생하는 지역을 함께 봐야 한다. AI 데이터센터와 반도체 공장은 높은 부하율로 장시간 전력을 사용하고 개별 사업장의 수전용량도 크기 때문에, 신규 수요가 구체화될수록 발전설비뿐 아니라 송전선로와 변전소의 선제적인 증설을 요구한다.

제 12 차 전력수급기본계획(잠정), 2040년 목표 최대전력 전망 상황



자료: 12 차 전기본 수요전망 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터
주: 4월·8월 수치는 모두 수립 과정에서 제시된 잠정 전망이며 최종 전원·송변전 계획은 미확정

제 12 차 전력수급기본계획(잠정), 2040년 전력소비량 전망 상황



자료: 12 차 전기본 수요전망 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터
주: 4월·8월 수치는 모두 수립 과정에서 제시된 잠정 전망이며 최종 전원·송변전 계획은 미확정

2. 국내 AIDC 18.4GW, 계획보다 중요한 것은 전력확보

정부는 지난 6월 3대 메가프로젝트를 통해 국내 AI 데이터센터를 2029년 8.4GW, 2035년 18.4GW 규모로 확대하는 목표를 제시했다. 울산·동해·세종 등을 시작으로 주요 권역에 GW 급 AIDC를 구축하는 구상이며, SK·GS·네이버 등 주요 사업자도 단계적인 투자계획을 내놓고 있다. 계획이 현실화될 경우 데이터센터는 반도체와 함께 향후 국내 전력수요 증가를 주도하는 핵심 수요처가 될 전망이다.

AIDC 확대는 이미 12차 전기본의 수요 전망을 바꾸고 있다. 정부가 기업별 데이터센터 투자계획을 다시 조사한 결과 2040년까지 계획된 프로젝트의 계약전력은 총 20.8GW로 집계됐다. 이 가운데 입지와 사업계획이 상대적으로 구체화된 1단계 10.8GW를 이번 전기본에 우선 반영하고, 나머지 10GW는 사업 진행 상황을 확인한 뒤 차기 전기본에서 검토할 예정이다. 6월 제시된 18.4GW가 2035년까지의 AIDC 구축 목표라면, 20.8GW는 이후 기업 조사를 통해 파악한 2040년까지의 계약전력 기준 투자계획이다.

전기본은 이러한 사업계획을 토대로 전력계통이 실제로 감당해야 할 수요를 별도로 전망한다. 기존 데이터센터 성장과 신규 프로젝트를 함께 반영한 2040년 데이터센터 전체 최대전력은 14.2GW로 제시됐으며, 기존 성장추세를 제외하고 새롭게 늘어나는 최대전력은 11.9GW다. 지난 4월 잠정 전망의 추가 최대전력 4.0GW와 비교하면 신규 AIDC 프로젝트가 구체화되면서 전력계통에 반영해야 할 추가 부하가 약 3배로 확대됐다.

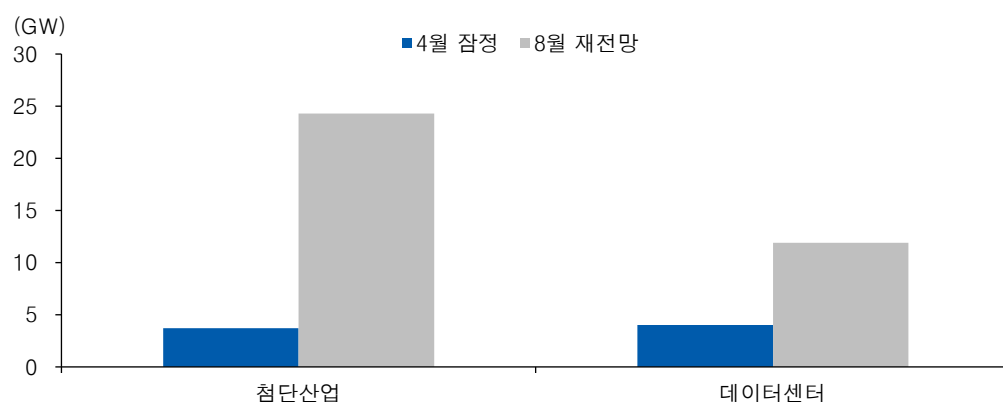
투자 관점에서는 전력판매보다 인프라 투자의 시점이 먼저 온다는 점이 중요하다. 데이터센터는 부지를 확보한 뒤 전력공급 가능 여부와 계통접속을 확정하고, 필요한 변전소와 인입선로를 구축해야 가동할 수 있다. 서버 설치와 가동률 상승에 따라 전력판매는 단계적으로 증가하는 반면, 송전선로와 변전소 등 Grid 투자는 그보다 앞서 진행된다. AIDC 수요 확대는 한전에 장기적인 판매량 증가를 제공하는 동시에 단기적으로는 CAPEX와 자금조달 수요를 먼저 발생시킨다.

입지 경쟁력 역시 전력 확보를 중심으로 변화하고 있다. 기존 민간 데이터센터는 네트워크 접근성과 고객 수요를 이유로 수도권에 집중돼 왔다. 2024년 국내 데이터센터 165개 가운데 60%가 수도권에 위치하고, 민간 데이터센터의 수도권 비중은 75.3%에 달한다. 반면 대규모 전력을 필요로 하면서 지연시간에는 상대적으로 덜 민감한 학습용 AIDC는 비수도권으로 분산될 가능성이 높다. 최근 울산·동해·세종 등에서 대규모 프로젝트가 추진되는 것도 같은 맥락이다. 추론용 데이터센터는 사용자와의 지연시간이 중요해 수도권과 주요 수요지 인근의 입지 경쟁력이 상대적으로 유지될 전망이다.

비수도권으로 이동한다고 전력 문제가 자동으로 해결되지는 않는다. 발전설비가 충분한 지역에서도 송전선로와 변전소의 접속 여력이 부족하면 GW 급 신규 부하를 수용하기 어렵다. 전남은 높은 전력자급률과 대규모 재생에너지 설비에도 계통 병목이 지속되고 있는 대표적인 사례다. AIDC 입지에서 중요한 것은 발전량 자체보다 필요한 시점에 대규모 전력을 실제로 공급할 수 있는 계통 여력이다.

따라서 국내 AIDC 투자 사이클에서는 발표된 GW 와 함께 부지 확보 → 전력조달 → 계통접속 → 전력설비 발주 → 가동으로 이어지는 사업의 진행 속도를 확인할 필요가 있다. 프로젝트가 구체화될수록 잠재 전력수요는 한국전력의 Grid CAPEX 와 전력판매 증가로, 동시에 변압기·GIS·배전반·케이블 등 전력기기 업체의 신규수주로 현실화될 전망이다.

12 차 전기본 국내 첨단산업·AIDC 최대전력 반영 규모



자료: 12 차 전기본 수요 재전망 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터

주: 잠정 수치

주요 국내 AIDC 프로젝트 타임라인

프로젝트	지역/범위	상태	2027	2028	2029	2035	비고
정부·기업 구축목표	울산·동해·세종 등	정책·기업 목표	추진	추진	1단계 8.4GW	총 18.4GW	SK 5→15, GS 2.4, NAVER 1GW 목표
SK 울산 선도사업	울산	착공/건설	41MW 우선 가동	증설	103MW	-	SK 5GW 전체 목표와 별도인 실제 선도사업
SK 텔레콤	울산·영남	장기 검토			5GW	총 15GW	아시아 AI 인프라 허브 구축
GS 동해	동해	MOU/계획	설계·인허가	1.2GW 목표	-	후속 1.2GW	사업주체·투자시기 등 구체화 필요
NAVER AI 인프라	각 세종 기반·임대	기업 계획	55→100MW	200MW	-	-	해외 임대 인프라 포함; 국내 신규 DC 용량과 다름
LG 유플러스 파주	파주	건설	200MW 준공 예정	-	-	-	수전용량 기준

자료: SK·GS·NAVER·LG 유플러스 공개자료, 유안타증권 리서치센터

주: 준공·착공·MOU·정책목표를 구분했으며 일정·용량은 변경 가능

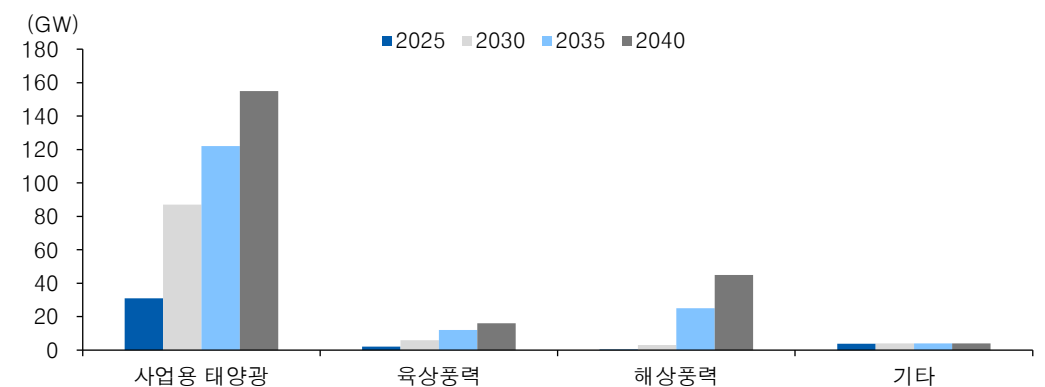
3. 재생에너지 220GW 가 수요를 다 충족할 수 없다

8월 26일 6차 공개토론회에서 제시된 잠정 전망에 따르면 사업용 재생에너지 설비는 2025년 약 37GW 에서 2030년 100GW, 2035년 163GW, 2040년 220GW 로 확대된다. 2040년 기준 사업용 태양광 155GW, 육상풍력 약 16GW, 해상풍력 45GW 등이 중심이다. 자가용 태양광 약 16GW 까지 포함하면 전체 재생에너지 설비는 약 236GW 에 이른다. 아직 12차 전기본 확정치가 아닌 토론회 잠정 전망이라는 점은 구분할 필요가 있다.

설비용량의 확대와 안정적으로 공급할 수 있는 전력의 증가는 동일하지 않다. 태양광과 풍력은 시간대와 기상조건에 따라 출력이 달라지기 때문에 신규 수요를 24시간 안정적으로 공급하려면 ESS·양수와 같은 저장설비와 원전·LNG 등 안정적인 발전원을 함께 구성해야 한다. 재생에너지가 늘어날수록 낮 시간대 잉여전력과 출력제한, 일몰 이후 공급 부족에 대응하기 위한 계통 유연성의 가치도 높아진다.

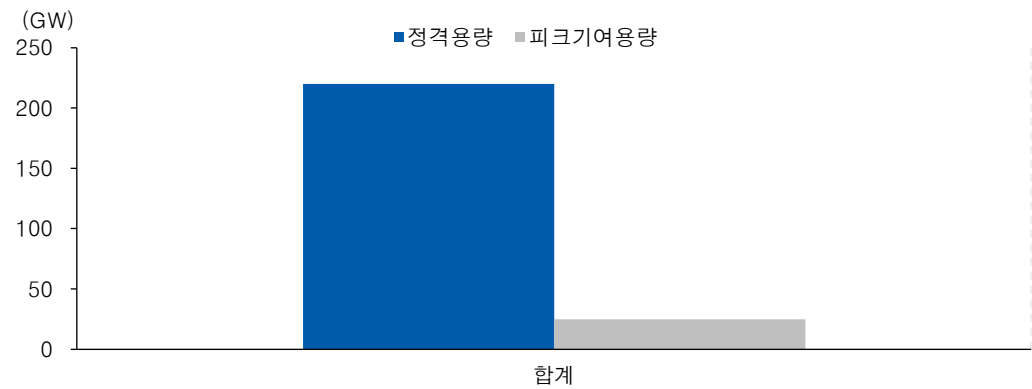
따라서 220GW라는 정격용량 자체보다 발전원별 피크기여도와 저장설비, 조정가능 발전원, 송전망을 포함한 전체 시스템의 실효 공급능력을 봐야 한다. 12차 전기본의 최종 발전설비 구성은 아직 결정되지 않았으며, 향후 원전·LNG·ESS 등의 추가 규모가 확정돼야 신규 수요에 대응하기 위한 실제 투자 규모도 구체화될 전망이다.

12 차 전기본 사업용 재생에너지 설비 전망



자료: 12 차 전기본 6 차 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터
주) 최종 전기본 확정 전

정격용량과 피크기여 용량의 차이 추정



자료: 12 차 전기본 재생에너지 잠정 전망, 제 11 차 전기본 발전원별 피크기여도, 당사 추정, 유안타증권 리서치센터
 주: 태양광 14.3%, 풍력 2.4%, 기타 31.2%를 단순 적용한 값으로 12 차 전기본 공식 실효용량 아님

4. 늘어난 전력수요는 발전과 가스 인프라도 요구

수요 전망이 상향된 만큼 송전망만 늘리면 되는 것은 아니다. 필요한 전력을 생산할 발전설비와 수급 변동에 대응할 저장설비가 함께 확보돼야 한다. 현재 12차 전기본에서는 추가 원전과 LNG, ESS 등의 구체적인 설비용량이 확정되지 않았지만, 대규모 산업부하를 안정적으로 공급하기 위해 LNG의 역할이 기존 계획보다 커질 가능성은 높아지고 있다.

김성환 기후에너지환경부 장관은 8월 18일 12차 전기본 수립 과정에서 “불가피하게 가스 발전이 일부 늘어날 것”이라고 언급했다. 8월 20일 전기본 4차 토론회에서도 2030년 재생에너지 100GW가 달성되더라도 메가프로젝트의 추가 전력량을 모두 충족하기 어렵다는 분석과 함께 원전·ESS 및 LNG의 역할이 논의됐다. 다만 이는 아직 최종 전원믹스가 아니며, 신규 LNG 발전의 정확한 용량은 향후 전기본 확정 과정에서 확인해야 한다.

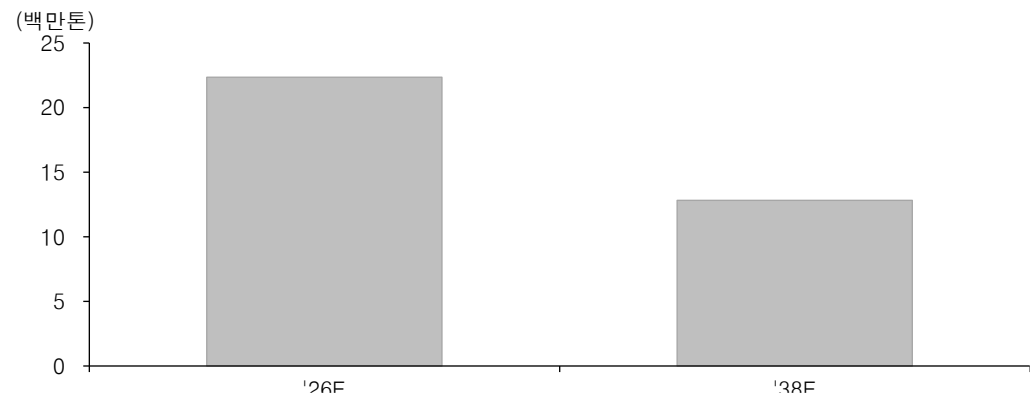
이 지점에서 한국가스공사의 장기 수요 전망도 다시 볼 필요가 있다. 7월 확정된 제16차 장기 천연가스 수급계획은 제11차 전기본의 전원구성을 전제로 발전용 천연가스 수요가 2026년 2,235만톤에서 2038년 1,284만톤으로 감소할 것으로 전망했다. 그러나 해당 계획은 반도체·퍼지컬 AI·AI 데이터센터 등 3대 메가프로젝트에 따른 발전용 천연가스 수요 변화를 12차 전기본 확정 이후 수정·보완하겠다고 명시했다. 12차 전기본에서 LNG 발전의 역할이 확대된다면 현재 가스수급계획의 발전용 수요 감소 경로 역시 달라질 수 있는 셈이다.

가스 인프라 투자도 이미 진행형이다. 제16차 장기 천연가스 수급계획은 2038년까지 민간기지 증설 등을 포함해 최대 887만톤의 저장용량을 확보하고, 천연가스 주배관 564km를 추가 건설하는 방안을 담고 있다. 이는 국가 전체 공급 인프라 계획이어서 전부를 한국가스공사의 CAPEX로 볼 수는 없지만, 발전용 가스수요가 기존 전망보다 높아질 경우 저장·기화·배관설비의 이용률과 추가 투자 필요성에도 영향을 줄 수 있다.

한국가스공사에는 두 가지 경로가 중요하다. LNG 발전량이 늘면 발전용 가스 판매량의 하락 속도가 완만해질 수 있고, 동시에 저장·기화·배관 등 공급 인프라 수요도 높아질 수 있다. 다만 발전사가 LNG를 직접 수입하거나 민간 터미널을 이용하는 경우도 있어 신규 LNG 발전용량이 가스공사의 판매량으로 그대로 연결되는 것은 아니다. 향후 12차 전기본 확정 이후 발전용 LNG 수요 전망이 얼마나 수정되는지, 추가 수요 가운데 가스공사 공급 물량이 어느 정도인지, 이에 맞춰 공급설비 투자가 어떻게 조정되는지를 확인할 필요가 있다.

발전용 LNG 수요 확대는 민간 직수입과 LNG 터미널의 활용도에도 영향을 미친다. SK가스는 LNG를 직도입해 KET에서 저장·송출하고 울산GPS의 발전연료로 활용하는 밸류체인을 구축했다. 향후 가스발전의 역할이 확대될 경우 울산GPS와 KET를 포함한 LNG 인프라의 활용 기회도 함께 늘어날 전망이다.

기존 수급계획, 발전용 천연가스 수요 하향



자료: 산업통상자원부 제 16 차 장기 천연가스 수급계획, 12 차 전기부 공개토론회 관련 자료, 유안타증권 리서치센터

5. 수요량만큼 수요의 위치가 중요하다

한국의 발전지역과 주요 수요지역은 일치하지 않는다. 원전과 화력발전은 동·남해안과 충남 등에 집중돼 있고, 향후 태양광·해상풍력의 확대는 호남과 해안지역의 발전량을 더욱 늘릴 가능성이 높다. 반면 기존 전력수요는 수도권과 주요 산업단지에 집중돼 있다. 발전설비가 늘어나는 것만으로 신규 수요를 공급할 수 없는 이유다.

AI 데이터센터는 이러한 지역 불균형을 일부 완화할 가능성도 있다. 학습용 AIDC가 울산·동해·세종 등 비수도권으로 이동하면 발전원과 대규모 수요처의 거리가 가까워질 수 있다. GS의 동해 AIDC처럼 발전설비가 위치한 지역에 신규 수요를 유치하는 방식은 장거리 송전 부담을 낮추는 하나의 대안이 될 수 있다.

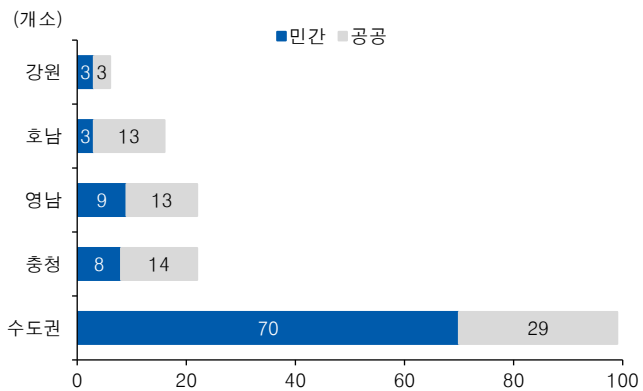
그러나 수도권의 기존 부하와 용인·평택 반도체 클러스터, 수도권에 남을 추론형 데이터센터 수요까지 지역 이전으로 해결하기는 어렵다. 향후 국내 전력시스템은 발전지역과 수도권을 연결하는 장거리 송전망 확충과, 신규 대형 수요를 발전지역 인근으로 분산하는 방식이 병행되는 구조가 될 가능성이 높다.

제11차 장기 송·변전설비계획에서 2024~2038년 투자비는 72.8조원으로, 직전 계획의 56.5조원에서 16.3조원 증가했다. 발전설비 연계에 약 50.7조원, 첨단산업 등 전력공급에 약 22.0조원이 투입될 예정이다. 특히 이 계획은 제11차 전기본의 수요와 발전 전망을 기초로 작성된 것으로, 현재 논의되는 12차 전기본의 상향된 수요 전망과 사업용 재생에너지 220GW는 반영되지 않았다. 향후 후속 장기 송·변전설비계획에서 신규 선로와 변전소, HVDC의 위치와 준공시점, 추가 투자 규모가 구체화될 전망이다.

국가기간 전력망 확충 특별법을 통해 인허가 절차도 단축되고 있어 향후 투자규모의 확대와 함께 실제 집행 속도가 빨라질 가능성도 높아졌다. 정부는 345kV 송전선로의 평균 건설기간을 기존 약 13년에서 9년 수준으로 단축하는 것을 목표로 하고 있다.

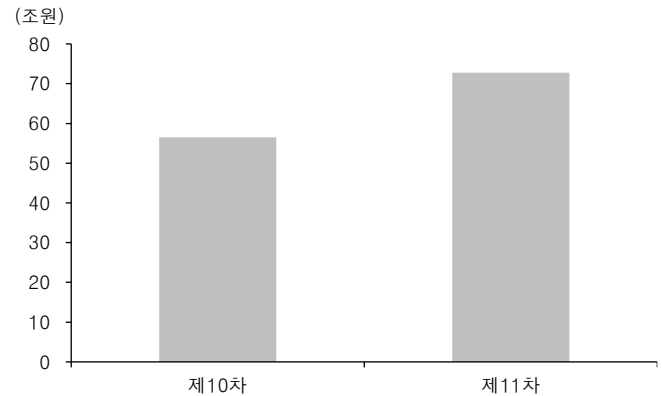
투자재원 측면에서도 변화가 나타나고 있다. 2027년 정부의 한전 출자와 계통설비 재정지원에 더해 정책금융과 민간자본, 전기요금 선납, 민간의 송전망 건설 참여 등 자금조달 수단이 확대되고 있다. 이는 전력망 투자비 자체를 줄이는 구조라기보다 한전에 집중됐던 초기 자금부담을 분산하고 투자 집행을 앞당기는 방향에 가깝다. 민간이 선투자해 송전망을 건설한 뒤 한전에 이전하는 방식이 활용될 경우 한전의 초기 CAPEX와 인력부담을 분산하면서 사업착수 시점을 앞당길 수 있다. 확대된 재원이 실제 송·변전설비 발주로 얼마나 빠르게 전환되는지가 중요해질 전망이다. 다만 지급부담까지 사라지는 것은 아니므로 장기적인 비용 회수 구조는 여전히 중요하다.

국내 지역별 데이터센터 분포



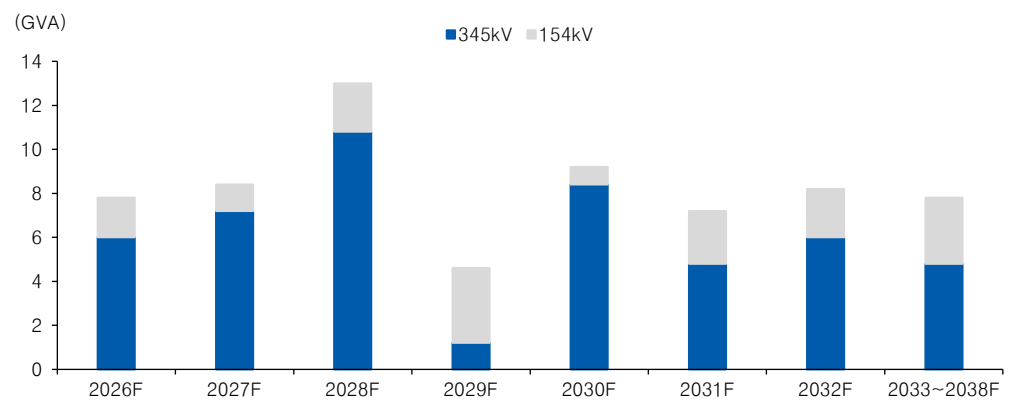
자료: 에너지경제연구원, 유안타증권 리서치센터

장기 송·변전설비계획 투자금액



자료: 한국전력 제 11 차 장기 송·변전설비계획, 유안타증권 리서치센터

국내 수도권 345kV, 154kV 변전소 신규 공급 계획



자료: 한국전력공사, CBRE Research, 유안타증권 리서치센터

6. 전력 인프라 CAPEX는 전력기기에 먼저 수주로 전환

대규모 신규 부하를 실제 전력공급으로 연결하는 과정에서는 발전소와 장거리 송전망뿐 아니라 변전소와 인입선로, 수요처 내부의 배전설비까지 연속적인 투자가 필요하다. 전력기기 발주는 데이터센터가 실제 전력을 사용하기 전부터 시작된다. 수전용량과 계통접속 방식이 결정되면 변전소 구성과 주요 장비 사양, 납기를 확정해야 하기 때문이다.

이 과정에서 규제 유틸리티와 전력기기 업체의 실적 반영 시점은 달라진다. 한국전력은 신규 수요에 대응해 송·변전 CAPEX와 자금조달 부담을 먼저 부담한 뒤 투자비를 요금을 통해 회수해야 한다. 한국가스공사 역시 LNG 발전 확대 여부에 따라 공급량과 가스 인프라 투자가 달라질 수 있으며, 추가 투자비가 공급비를 통해 회수되는 구조가 중요하다. 반면 전력기기 업체는 한전·발전사·데이터센터 사업자의 CAPEX가 장비 발주로 전환되는 시점부터 수주잔고와 향후 매출 가시성이 높아진다.

따라서 AI와 반도체가 만드는 인프라 투자 사이클은 기업별로 다른 시점에 나타난다. 전력기기는 수주에서 투자 확대를 먼저 확인할 수 있고, 한국전력과 한국가스공사는 투자 이후의 회수까지 확인해야 자산 성장이 주주가치로 연결된다.

국내 AIDC 전력 인프라 밸류체인



자료: 유안타증권 리서치센터

전력 흐름별 유틸리티/전력기기 업체별 노출도

구간	기능	발주 · 운영 주체	전력 구매 · 판매	국내 관련사	해외 비교
발전 · 전력조달	전력 생산 및 계통 공급	발전자회사 · 민간발전사	발전사 → KPX → 한국전력	한국전력 · 한수원 · 발전자회사 · SK 가스 · 포스코인터	Duke · NextEra · Vistra
광역 송전망	발전지역 → 수요지역 대용량 전송	한국전력	—	한국전력 / 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · LS ELECTRIC · 대한전선 · 일진전기	AEP · Duke · Dominion
유틸리티 변전소	초고압을 지역 공급전압으로 변환	한국전력	—	한국전력 / 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · LS ELECTRIC · 일진전기	AEP · Duke · FPL
지역 배전망	변전소 → 최종 수요 지역 전력 공급	한국전력	한국전력 → 최종 고객 판매	한국전력 / LS ELECTRIC · 전선업체	Duke · FPL · AEP
대형 수요처 인입	전력망과 데이터센터 · 산업체 연결	한국전력 + 수요처	한국전력 → 데이터센터/산업체	한국전력 / LS ELECTRIC · 효성중공업 · HD 현대일렉트릭 · 산일전기	Utility + Hyperscaler
수요처 내부 배전	수전 이후 건물 · 설비 내부 전력 분배	데이터센터 · 산업체	—	LS ELECTRIC · 산일전기 · 가온전선 등	Schneider · Eaton · ABB
최종 전력수요	서버 · 공장 등에서 실제 소비	최종 고객	전력 소비	데이터센터 · 산업체	Amazon · Meta · Google · Microsoft

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

국내 AIDC 전력 밸류체인: 기업별 노출도

기업	발전 · 조달	광역 송전	유틸리티 변전	인입 변전	MV/LV 배전	UPS · 제어	랙 전원	핵심 제품·역할	성격
한국전력	●	●	●	○	-	-	-	전력구매·판매, 송배전망 발주·운영	발주·운영
한국가스공사	○	-	-	-	-	-	-	발전용 LNG 도매공급	연료 공급
SK 가스	●	-	-	-	-	-	-	울산 GPS, KET 등 LNG·발전 인프라, 향후 AIDC 연계 가능	간접/조건부
효성중공업	-	●	●	○	○	-	-	초고압·배전변압기, GIS, HVDC/ESS 시스템	직접 장비
HD 현대일렉트릭	-	●	●	○	○	-	-	초고압 변압기, GIS, MV/LV 배 전반, Busduct	직접 장비
LS	-	○	-	○	○	-	○	LS 전선의 초고압/HVDC·MV 케이블·Busduct	지주사 간접
LS ELECTRIC	-	○	●	●	●	○	○	송배전·변전·MV/LV· Busway·ESS/전력제어	직접 장비
일진전기	-	●	●	○	○	-	-	초고압 변압기 · 전선·변전 설비	직접 장비
대한전선	-	●	-	△	△	-	-	초고압 · HVDC 케이블	직접 장비
산일전기	-	-	-	△	△	-	-	특수·배전변압기	조건부
가온전선	-	-	-	●	●	-	●	외부 MV 케이블 · 내부 Busduct	직접 장비

자료: 유안타증권 리서치센터

해석 기준: ●는 현재 확인 가능한 사업·제품 또는 망 운영의 직접 노출, ○는 제품 적용 가능성 또는 계열사를 통한 간접 노출, △는 개별 설계·고객 채택·기술 상용화가 필요한 조건부 노출.

동일한 ●라도 프로젝트 수주 시점과 매출 기여도는 상이

V. 전력기기: 국내 Grid·AIDC, 두 번째 수요축의 조건

앞서 살펴본 국내 AIDC 밸류체인을 이번에는 전력기기 업체의 수주 시점과 수익성 관점에서 재해석한다.

북미 전력망과 AI 데이터센터가 전력기기 업황의 현재 수주와 수익성을 견인하고 있다면, **국내에서는 12차 전기본과 AIDC가 새로운 수요원으로 등장하고 있다.** 다만 국내 투자계획을 기존 북미 사이클과 동일한 방식으로 평가하기는 어렵다. AIDC는 프로젝트마다 전력조달 방식과 계통접속 구조, 장비 발주 주체가 다르고, 국가 Grid 투자는 한전의 후속 송·변전설비계획과 실제 발주까지 시간이 필요하다.

따라서 국내 수요가 전력기기 업체에 미치는 영향은 발표된 투자규모가 실제 수주로 전환되는 시점과 함께 수주 Mix가 어떻게 달라지는지를 봐야 한다. 한전향 송·변전 물량이 늘어나면 신규수주의 절대 규모는 커질 수 있지만, 최근 수익성 상승을 이끈 북미향 고마진 물량의 비중이 낮아질 경우 전사 영업이익률에는 희석 요인이 될 수 있다. 반대로 민간 AIDC의 수전·배전·On-site 전력설비는 납기와 시스템 신뢰성, Package 공급능력이 중요해 기존 국내 공공 발주와 다른 수익성을 형성할 가능성도 있다.

결국 국내 Grid·AIDC는 당장 북미를 대체하는 새로운 이익축으로 보기보다 현재의 전력기기 수주 사이클을 연장할 두 번째 수요원으로 접근하는 것이 적절하다.

1. 국내 AIDC 18.4GW 의 의미

국내 AIDC 가 전력기기 수요를 확대한다는 방향은 분명하지만, 18.4GW 의 구축 목표 전체를 장비 수요로 환산해 국내 업체의 수주를 추정하는 것은 현 단계에서 정확도가 낮다. 데이터센터마다 전력을 공급받는 방식과 필요한 계통 보강 규모가 다르고, 내부 전력설비 공급사 역시 프로젝트별로 달라지기 때문이다.

SK 울산 AIDC 가 이를 잘 보여준다. 초기 100MW 프로젝트는 2027년 가동을 목표로 이미 착공됐으며, 인근 SK 멀티유틸리티의 300MW LNG 열병합발전소를 활용해 전력을 공급받는 구조다. 공용 전력망에 전적으로 의존하지 않아 발전지역과 수요처를 직접 연결하는 모델에 가깝다. 동시에 주요 MEP 장비는 슈나이더일렉트릭과 통합 구매계약을 체결했다. **국내에 AIDC 가 건설된다고 해서 전력망 투자와 내부 전력설비 발주가 모두 국내 상장 전력기기 업체로 연결되는 것은 아니라는 의미다.**

네이버도 2027년 상반기 55MW, 2027년 말 100MW, 2028년 200MW 를 목표로 AI 인프라를 확대하고 있지만, 200MW 까지는 외부 임대 상면을 적극 활용할 계획이다. 이 경우 네이버의 AI 용량 확대와 신규 국내 전력기기 발주가 반드시 같은 속도로 증가하지 않을 수 있다.

반면 GS 동해는 국내 전력기기 수요의 실체를 확인할 중요한 프로젝트가 될 수 있다. 현재 2028년까지 1.2GW, 이후 추가 1.2GW 확장이 제시돼 있으나 구체적인 투자금액과 시기, 사업주체 등은 아직 확정되지 않았다. 향후 전력조달 방식과 계통접속 구조, 주요 기자재 공급사가 구체화되면 GW 급 비수도권 AIDC 가 국내 전력기기 시장에 어느 정도의 신규수주를 만들어내는지 판단할 수 있는 첫 사례가 될 전망이다.

따라서 AIDC 수혜를 판단할 때는 **프로젝트 용량보다 전력조달 방식 → 계통접속 → 변전소 구성 → 장비 공급사 선정의 순서로 확인할 필요가 있다.**

2. 국내 AIDC 발주는 Grid 보다 먼저 시작될 수 있다

AIDC 의 전력 인프라는 하나의 시점에 일괄 발주되지 않는다. 데이터센터의 실제 가동과 직접 연결되는 수전·배전설비가 먼저 필요하고, 계통접속을 위한 변전소와 인입선로가 뒤따르며, 여러 대형 수요처와 신규 발전원을 동시에 연결하기 위한 국가 송전망 투자는 상대적으로 긴 시간이 소요된다.

기존 전력기기 분석에서도 데이터센터 접속구간은 장거리 송전망보다 프로젝트 규모는 작지만 가동 일정과 직접 연결돼 발주가 빠르고, 전력 블록 증설에 따라 반복 수요가 발생하는 영역으로 판단했다. 인입 변전소와 중·고압 배전망, 내부 MV/LV 배전설비 등이 여기에 해당한다.

현재 공개된 프로젝트 일정을 기준으로 보면 2026년 하반기~2027년에는 선도 AIDC 의 직접 전력설비, 이후 계통접속 설비, 장기적으로는 12차 전기본을 반영한 국가 Grid 발주가 확대되는 순서를 예상할 수 있다. 이는 공식 발주 일정이 아니라 데이터센터 가동 목표와 전력기기의 통상적인 선행 조달 구조를 바탕으로 한 시나리오다.

특히 2027~2028년 가동을 목표로 하는 프로젝트는 변압기와 주요 수배전설비의 사양과 공급사를 가동 직전에 결정하기 어렵다. 실제로 장납기 장비는 설계 단계부터 발주가 진행되는 만큼, 향후 1~2년간 국내 AIDC 관련 수주가 확인되는지가 중요하다. 반면 12차 전기본 확정 이후 후속 장기 송·변전설비계획이 마련되면 2027년부터 신규 선로와 변전소, HVDC 의 투자규모와 시점이 보다 구체화될 수 있다. 실제 대규모 기차재 발주는 사업별 인허가와 설계 진행에 따라 순차적으로 나타날 전망이다.

따라서 국내 전력기기 수요는 시간축에서 민간 AIDC 직접설비 → 계통접속 → 국가 Grid의 순서로 접근하는 것이 적절하다.

2027년 정부 예산의 구성도 이러한 발주 순서와 맞닿아 있다. 정부는 송전단 ESS에 5,724억원, 수요유치형 변전소에 658억원, 전기품질 안정화설비에 360억원을 편성했다. 반면 장거리 초고압 송전망의 추가 투자는 12차 전기본 이후 후속 송·변전설비계획에서 구체화될 예정이다. 단기적으로는 기존 계통의 활용도를 높이고 신규 대형 수요를 연결하는 ESS·변전·전력품질 설비의 발주가 먼저 나타날 가능성이 높다.

국내 AIDC 가동보다 전력설비 발주가 먼저



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 AIDC 전력기기 발주 시나리오 (당사 시나리오)

시기	주요 단계	예상 전력설비	주요 발주 주체
2H26~2027E	선도 AIDC 설계 · 구축	수전 변압기, GIS, 배전반, Busduct, MV Cable, UPS	AIDC 사업자 · EPC
2027~2028E	계통접속 구체화	인입 변전소, 변압기, 차단기, 인입선로	AIDC 사업자 · 한전
후속 송변전계획 확정 이후	국가 Grid 증설	초고압 변압기, GIS/GCB, 345kV 이상 송전 · HVDC · 초고압 케이블	한전
주	개별 프로젝트 및 후속 송 · 변전설비계획에 따라 변동		

자료: 주요 AIDC 가동 목표, 전력기기 통상 선행 조달 구조, 당사 시나리오, 유안타증권 리서치센터

주: 공식 발주 일정 아님

3. 국내 수주 확대가 미치는 영향

국내 Grid 투자 확대를 전력기기 업체의 이익 증가로 단순 연결하기 어려운 이유는 수익성 Mix에 있다. 최근 효성중공업과 HD 현대일렉트릭의 이익률 상승에는 공급이 부족한 북미 시장에서 수주한 고부가 초고압 제품의 매출 비중 확대가 크게 기여했다.

효성중공업은 2Q26 중공업 영업이익률이 20.2%까지 상승한 가운데 미국 매출 비중이 전년 동기 23%에서 38%로 확대됐다. 수주잔고에서도 미국 비중이 57%에 달한다. HD 현대일렉트릭 역시 2Q26 북미 매출 비중이 47%에 달하며, 영업이익률 25.1%로 글로벌 초고압 및 배전기기 판매 확대가 실적 성장을 이끌고 있다.

물론 국내 수주의 수익성이 북미보다 얼마나 낮다고 수치화할 수는 없다. 다만 최근 전사 수익성이 북미 중심의 지역·제품 Mix 개선과 함께 상승했다는 점에서 향후 한전향 비중 확대가 매출과 영업이익률에 동일한 방향으로 작용한다고 전제하기는 어렵다.

증설된 생산능력을 국내 신규수주가 채우는 경우에는 영업이익률이 일부 낮아져도 매출과 절대 영업이익 증가는 가능하다. 반면 기존 생산 슬롯이 이미 제한된 상황에서 국내 물량이 고마진 북미향 수주를 대체한다면 기회비용이 발생한다. 같은 1조원의 신규수주라도 어느 생산능력에서, 어떤 지역 물량을 대신해 생산되는지에 따라 이익 기여도가 달라지는 셈이다.

한편, 민간 AIDC 물량은 또 다른 가능성이 있다. 데이터센터는 공사기간과 장비 납기가 가동시점을 좌우하기 때문에 가격 외에도 납기와 신뢰성, 기존 설계와의 호환성, Package 공급 역량이 중요하다. LS ELECTRIC도 2Q26 실적에서 빅테크 배전 솔루션과 초고압 변압기 등 고부가 수주 확대를 통해 수익성을 높이고 있다고 밝혔다. 국내 AIDC가 이러한 민간 발주 형태로 확대될 경우 기존 한전 중심 국내시장보다 양호한 수익성을 확보할 여지는 있다.

전력기기 업체들의 국내 데이터센터 수주, CAPA와 가격에 따라 이익 효과 차별화

	가격경쟁 낮음	가격경쟁 높음
신규 증설 물량을 채우는 경우	가장 긍정적 Q ↑ · 절대이익 ↑	Q ↑ / Margin ↓ 가능 절대이익은 증가 가능
기존 북미 Slot을 대체하는 경우	수익성 확인 필요 지역 · 제품 Mix 점검	가장 부담 고마진 물량의 기회비용

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 정성적 시나리오이며 기업별 실제 계약가격과 생산계획에 따라 달라질 수 있음

4. 수혜의 순서도 기업마다 다르다

국내 Grid와 AIDC는 모든 전력기기 업체에 같은 방식으로 전달되지 않을 전망이다. 국가 송전망 투자에 노출된 업체와 민간 데이터센터의 접속·내부 전력설비를 공급하는 업체는 발주 시점과 수익성 구조가 다르기 때문이다.

LS ELECTRIC은 국내 AIDC의 직접적인 수혜 가능성이 가장 높다고 판단한다. AIDC 사업자가 전력조달을 확정된 뒤 필요한 초고압 변압기·GIS에서 수전설비와 중압 배전반, 전력제어까지 공급영역이 이어진다. 데이터센터 접속구간과 내부 전력설비는 대규모 국가 송전망보다 발주가 빠르고 전력 블록 단위의 반복 수요가 발생할 수 있어 국내 프로젝트가 실제 발주 단계로 이동할 경우 가장 먼저 확인할 업체다. 기존 북미 데이터센터에서도 접속설비와 내부 배전 패키지를 중심으로 수주가 확인돼 있다는 점도 강점이다. 특히 2027년 정부 예산이 송전단 ESS와 수요유치형 변전소, 전기품질 안정화설비에 우선 배정된 점도 초고압 장거리 Grid보다 접속·계통안정화 영역의 발주가 먼저 나타날 가능성을 높인다. LS ELECTRIC은 해당 영역에 걸친 제품군을 보유하고 있어 국내 수주 확인 시 상대적으로 빠른 실적 연결이 가능할 것으로 판단한다.

가온전선은 Busduct와 MV Cable을 통해 민간 AIDC 내부 배전과 직접 연결될 가능성이 있다. 초고압 국가 Grid보다 프로젝트 단위의 발주가 빠른 영역이며, 향후 국내에서도 AIDC 고객군이 확대되면 기존 범용 국내 전선과 다른 제품 Mix를 형성할 수 있는지 확인할 필요가 있다. 다만 현재 확인된 높은 부가가치의 AIDC 제품은 주로 북미 사업에서 나타나고 있어 국내에서도 같은 수익성이 재현될지는 실제 수주 이후 판단해야 한다. 최근 수주한 Busduct와 미국 MV Cable은 기존 국내 전선보다 높은 수익성을 갖는 것으로 확인된다.

HD 현대일렉트릭은 국내 국가 Grid 확대의 수혜가 직접적이다. 향후 국내 초고압 변압기와 차단기 발주 확대는 수주잔고 증가에는 긍정적이나, 현재 북미 중심의 높은 수익성을 감안하면 생산 Slot의 지역별 배분이 중요해질 전망이다.

효성중공업 역시 국내 AIDC 내부설비보다 계통 상단의 대용량 송·변전 투자가 주요 경로다. 초고압 변압기뿐 아니라 GIS·GCB, 향후 HVDC까지 공급범위를 보유해 12차 전기본 이후 송·변전 투자가 확대될 경우 프로젝트당 수주 범위가 넓다. 다만 현재 이익의 핵심은 미국 중심의 고마진 수주잔고다. 국내 물량은 북미 765kV를 대체하는 투자논리보다 증설 CAPA를 채우고 수주 사이클의 지속기간을 연장하는 추가 수요로 평가하는 것이 적절하다.

대한전선은 AIDC 내부설비보다 장거리 송전망과 HVDC가 주요 수혜 경로다. 따라서 개별 데이터센터 착공보다 12차 전기본 이후 후속 송·변전설비계획에서 실제 송전축과 케이블 발주 규모가 확정되는 시점이 중요하다. 상대적으로 수혜 시점은 늦지만 국가 Grid 투자 규모가 확대될수록 수주기간은 길어질 수 있다.

일진전기는 변압기와 전선을 함께 보유해 국가 Grid와 계통접속 양쪽의 Q 증가에 노출돼 있다. 향후 국내 송·변전 투자가 늘어나면 변압기와 케이블의 동반 수요가 가능하지만, 투자포인트는 국내 물량 자체보다 북미 LTA 를 포함한 기존 고수익 수주와의 Mix 변화까지 함께 판단할 필요가 있다.

산일전기는 국내 Grid 자체보다 On-site 전력확보 경로를 보는 것이 적절하다. 현재 사업구조는 미국과 Bloom Energy 향 특수변압기 수요에 크게 노출돼 있으며 2Q26 수출 비중 97%, 미국 비중 86.6%를 기록했다. 국내 AIDC 수요를 주요 실적축으로 선반영하기보다는 Grid 접속 지연이 On-site 발전 수요를 확대하고, 이 과정에서 실제 국내 특수변압기 발주가 발생하는지를 확인할 필요가 있다.

전력기기, 국내 Grid · AIDC 기업별 수혜 강도 추정

기업	현재 실적의 중심	국내 AIDC 직접	국가 Grid	국내 수요에서 볼 변수
LS ELECTRIC	북미 데이터센터 접속 · 배전 · 초	높음	중	한전 Mix, 민간 Package 발주
가온전선	Busduct · MV Cable	높음	낮음~중	국내 AIDC 제품 Mix
HD 현대일렉트릭	북미 초고압	중	높음	한전 Mix, 생산 Slot 배분
효성중공업	북미 초고압 · GIS/GCB	중	높음	한전 Mix, 증설 CAPA
일진전기	북미 변압기	중	중	수주 증가와 수익성
대한전선	초고압 · 해저 · HVDC 케이블	낮음~중	높음	송전축 확정 · 발주 시점, 국내 해상풍력
산일전기	미국 On-site · 특수변압기	중	낮음	실제 국내 On-site 수주

자료: 유안타증권 리서치센터

5. 북미가 Base, 국내는 수주 사이클을 연장할 Option

전력기기 업종의 실적과 수익성을 결정하는 중심 시장은 여전히 북미다. 노후 전력망 교체와 765kV 송전 투자, AI 데이터센터의 계통접속과 On-site·내부 배전 수요가 신규수주와 수주잔고 확대를 이끌고 있다.

국내에서는 12차 전기본과 AIDC 가 새로운 수요축으로 형성되고 있지만 아직 이를 기존 실적 추정에 대규모로 반영할 단계는 아니다. AIDC 18.4GW 가운데 실제 부지와 전력조달, 공급사가 구체화된 프로젝트는 일부에 불과하고, 국가 Grid 역시 후속 송·변전설비계획을 거쳐야 추가 발주 규모를 판단할 수 있기 때문이다.

향후 국내 수요의 가치는 두 단계에서 확인될 전망이다. 먼저 2027~2028년 가동을 목표로 하는 선도 AIDC 에서 국내 업체의 실제 수주와 수익성이 확인돼야 한다. 이후 12차 전기본을 반영한 국가 송·변전 투자에서 국내 발주 규모와 생산 Slot 배분이 구체화되면 중장기 EPS 에 반영할 수 있다.

앞서 언급한 것처럼 자원 다각화와 민간의 전력망 건설 참여가 현실화될 경우, 국내 Grid 의 실제 발주 속도가 빨라질 수 있다고 판단한다. 다만, 국내 Grid·AIDC 는 북미를 대체할 새로운 사이클이라기보다, 북미에서 시작된 전력기기 수주 사이클의 기간과 수주 상단을 높일 두 번째 수요축이다. 국내 발주 확대가 이익 상향으로 이어지는지는 수주 규모보다 발주 주체와 제품 Mix, 생산능력 배분을 통해 확인할 필요가 있다.

참고) 업데이트 - 미국 전력망 보안 강화, 현지 생산 프리미엄 확대

8월 26일 트럼프 행정부는 69kV 이상 Bulk-Power System 관련 외국산 전력기기 가운데 국가 안보·사이버·공급망 위험이 있는 거래를 DOE 가 제한할 수 있도록 하는 행정명령을 발표했다. 구체적인 적용 기준은 향후 120일 이내 마련될 예정이다.

국내 전력기기 업체에는 긍정적인 변화로 판단한다. 다만 중국산 장비 퇴출에 따른 직접적인 대체수요보다는 미국 내 기존 공급기반과 현지 생산능력의 가치가 높아진다는 점이 더 중요하다. 미국의 액체식 10MVA 초과 대형 변압기 수입에서 중국 비중은 이미 3% 수준에 불과한 반면 한국은 20% 내외를 차지하고 있어, 한국 업체들은 미국 시장에서 이미 주요 공급자로 자리잡고 있다.

여기에 미국산 에너지 인프라 우선조달 정책이 강화될 경우 현지 생산거점을 확보한 업체의 경쟁우위는 더욱 높아질 수 있다. 효성중공업은 뎀피스에서 대형 변압기를 생산하고 있으며 올해 말 증설 완료 이후 내년부터 생산능력이 크게 확대될 예정이다. HD 현대일렉트릭 역시 앨라배마 공장을 증설해 초고압변압기 생산능력을 약 50% 확대하고 765kV 급 제조·시험 역량을 확보할 계획이다. LS ELECTRIC도 유타 배전반 생산거점을 확대하고 있다.

따라서 이번 행정명령은 새로운 수요를 만드는 이벤트라기보다 미국 전력망 공급망의 진입장벽을 높이고 현지 생산 프리미엄을 강화하는 변화로 해석하는 것이 적절하다. 특히 이미 북미에서 높은 공급 지위를 확보한 효성중공업과 HD 현대일렉트릭에는 긍정적이다.

이 변화는 앞서 언급한 국내 수주 확대의 수익성 판단과도 연결된다. 미국 현지 증설을 통해 고마진 북미 물량을 현지에서 추가로 소화할 수 있다면, 국내 Grid 발주 증가는 기존 북미 생산 Slot을 대체하기보다 전체 생산량을 늘리는 방향으로 작용할 수 있다. 향후에는 국내 수주 규모와 함께 미국 증설 CAPA의 가동 속도와 지역별 생산배분을 확인할 필요가 있다.

VI. 투자전략

같은 성장 사이클, 투자기준은 다르다

12차 전기본을 통해 국내 에너지 인프라의 성장 방향은 이전보다 분명해졌다. AI 데이터센터와 반도체의 전력수요 확대는 발전·저장·송변전 투자를 앞당기고 있으며, LNG 발전의 역할에 따라 가스 공급 인프라에도 추가적인 변화가 나타날 수 있다. 앞서 살펴본 것처럼 전력기기 업체에는 이러한 투자가 신규수주로 먼저 전달되고, 규제 유틸리티에는 자산과 자금부담이 함께 증가한다.

향후 투자판단에서는 산업 성장 자체보다 각 기업이 성장의 효과를 어떤 방식으로 실적과 현금 흐름에 반영하는지를 구분할 필요가 있다. 한국전력은 Grid 투자 확대, 한국가스공사는 미수금 정상화와 발전용 LNG 수요 변화, SK가스는 발전사업과 연료조달 경쟁력이 핵심이다. 동일한 에너지 인프라 사이클 안에서도 주가를 움직이는 지표는 서로 다르다.

1. 한국전력: Grid 성장보다 FCF의 방향을 확인

한국전력은 12차 전기본 이후 Grid 투자 확대의 가장 직접적인 주체다. 전력수요와 재생에너지 설비가 증가할수록 송전선로·변전소·HVDC 등 투자 필요성은 높아진다. 다만 투자 규모 자체보다는 판매·조달 스프레드가 유지되는 가운데 늘어나는 CAPEX를 영업현금흐름으로 얼마나 충당할 수 있는지가 주가의 다음 변수가 될 전망이다.

단기적으로는 판매단가와 조달원가, 원전 이용률이 이익을 결정한다. 이후에는 FCF와 차입금의 방향을 확인할 필요가 있다. Grid 투자가 확대되는 환경에서도 차입금이 안정되기 시작한다면 한전의 자산 성장이 실제 기업가치로 연결되고 있다는 신호로 판단할 수 있다.

2. 한국가스공사: 해외가 높은 이익 체력, 미수금이 다음 변수

한국가스공사는 국내 도매사업의 안정적인 이익에 해외 자원개발이 새로운 성장축으로 더해지고 있다. Canada LNG의 상업생산과 Coral FLNG의 생산 확대를 바탕으로 해외사업 영업이익은 2025년 3,093억원에서 2026년 5,890억원으로 전년대비 90% 증가할 전망이다. 국내 도매이익이 정상화되는 2027년에도 연결 영업이익 2.2조원 내외를 유지할 수 있다는 점이 중요하다.

이후 투자판단의 핵심은 미수금이다. 2Q26 말 민수용 미수금은 13.5조원으로 여전히 높아, 해외사업의 이익 확대가 차입금과 금융비용 감소까지 연결되려면 기존 미수금의 현금화가 필요하다. 해외사업이 EPS를 높인다면 미수금 회수는 Multiple을 높이는 변수다.

장기적으로는 12차 전기본에서 LNG 발전의 역할이 어떻게 결정되는지도 추가 변수다. 발전용 LNG 수요의 기존 감소 경로가 완화될 가능성은 현재 실적과 목표주가에 반영하지 않았으며, 전원믹스 확정 이후 추가 Upside 로 판단한다.

3. SK 가스: GPS 가 만드는 증익, 다음은 현금의 활용

SK 가스는 LPG 본업의 이익 기반에 울산 GPS 가 새로운 성장축으로 더해지고 있다. 2027년에는 국제 LPG 가격 하락에 따른 판가 조정으로 매출액은 6.1% 감소하지만, LPG 이익이 견조하게 유지되는 가운데 울산 GPS 의 이익 기여가 확대되며 영업이익은 21.5% 증가할 전망이다. 매출 성장보다 사업 Mix 개선이 이익 성장을 이끄는 구간이다.

울산 GPS 와 KET 중심의 대규모 투자가 가동 단계로 이동하면서 현금흐름도 빠르게 개선될 전망이다. 2027년 FCF 는 4,450억원으로 확대될 것으로 추정한다. 차기 주주환원정책이 구체화되면 이익 성장과 현금창출 개선이 주주가치로 연결되는 경로가 보다 명확해질 수 있다. 울산 AIDC 는 향후 기존 LNG·발전 인프라의 활용도를 높일 추가 옵션으로 본다.

유틸리티 기업별 투자 판단 기준

구분	한국전력	한국가스공사	SK 가스
성장축	Grid CAPEX	해외 LNG · E&P / 발전용 LNG 수요 Option	울산 GPS · LNG 인프라
단기 실적	판매 · 조달 스프레드, 원전 이용률	국내 공급비 · 정산효과, 해외 생산량 · 판매가격	LPG 수익성 및 GPS 이익
다음 확인지표	FCF · 차입금	민수용 미수금	FCF, 주주환원
12차 전기본 영향	송변전 투자 확대	발전용 LNG 수요 변화	가스발전 역할 확대
리레이팅 조건	투자 확대에도 재무부담 안정	미수금의 지속적 감소	현금창출 및 주주환원 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 (015760)

한국가스공사 (036460)

SK가스 (018670)



한국전력 (015760)

낮아진 기대치, 시작된 구조 변화

Summary

한국전력에 대해 BUY, 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 단기 실적은 부담스럽다. 3분기 들어 SMP가 빠르게 상승한 반면 전기요금은 동결됐으며, 이에 따라 3Q26 영업이익은 1조 8,753억원(YoY -66.8%), 2026년은 6조 6,501억원(YoY -50.7%)으로 전망한다. 2027년 영업이익도 6조 9,416억원으로 낮은 수준에 머물 것으로 추정한다.

그럼에도 현 시점에서 긍정적인 이유는 단기 이익 기대가 낮아진 사이 장기 성장의 가시성은 오히려 높아졌기 때문이다. AI 데이터센터와 반도체 수요를 반영하면서 12차 전기본의 장기 전력수요 전망이 크게 상향됐고, 이에 따라 송·변전망과 원전의 역할도 확대될 가능성이 높아졌다.

투자포인트는 두 가지다. 첫째, 원전이다. 기존 원전의 안정적인 가동은 LNG와 외부 구입 전력 의존도를 낮춰 높아진 조달원가를 완충한다. 향후 국내 추가 원전과 해외 신규 원전은 현재 실적과 목표주가에 별도 가치를 반영하지 않은 추가 상승요인이다. 둘째, Grid다. AI·반도체 수요 증가로 장기간 송·변전 투자가 이어지면서 한전의 자산 성장 가능성이 높아졌다.

다만, 현재 목표주가는 장기 성장 기대를 공격적으로 선반영하지 않았다. 12차 전기본의 추가 원전과 해외 신규 원전 수주 가치는 별도로 반영하지 않았고, Grid 투자 역시 향후 투자비 회수가 확인될 필요가 있다는 점에 대해 평가했다. 단기 실적을 보수적으로 추정한 상황에서 원가 안정과 원전 이용률 개선, 국내외 원전 사업 구체화, 투자재원 다변화가 진행될 경우 실적과 기업가치의 추가 상승 여지가 남아 있다고 판단한다.

관건은 늘어난 투자자산을 실제 현금과 수익으로 회수할 수 있는지다. 대규모 Grid 투자로 차입 부담은 당분간 이어지겠지만, 정부 출자와 정책성 비용의 재정지원, 전기요금 선납 등 투자재원을 다변화하려는 움직임도 나타나고 있다. 향후 투자비 회수의 가시성이 높아질수록 한전의 장기 자산 성장이 주주가치로 이어질 가능성도 커질 전망이다.



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 47,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/9) 33,750원

상승여력 39%

시가총액 216,663억원

총발행주식수 641,964,077주

60일 평균 거래대금 693억원

60일 평균 거래량 1,954,827주

52주 고/저 67,900원 / 30,850원

외인자본율 21.11%

배당수익률 3.27%

주요주주 한국산업은행 외 1인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (5.2) (6.5) (11.4)

상대 (15.9) 7.3 (59.0)

절대 (달러환산) 0.5 5.8 (8.0)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,767	0.7	26.7	27,781	0.0
영업이익	1,875	-66.8	66.2	2,565	-26.9
세전계속사업이익	2,513	-53.0	489.8	2,281	10.2
지배순이익	2,238	-40.4	737.1	1,705	31.2
영업이익률 (%)	6.8	-13.7 %pt	+1.7 %pt	9.2	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	-5.5 %pt	+6.9 %pt	6.1	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	93,399	97,429	97,700	98,963
영업이익	8,365	13,491	6,650	6,942
지배순이익	3,492	8,545	3,647	3,880
PER	3.9	2.5	5.9	5.6
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	5.5	7.3	7.3
ROE	9.2	19.4	7.4	7.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

1. 2027년까지 낮아지는 이익 눈높이

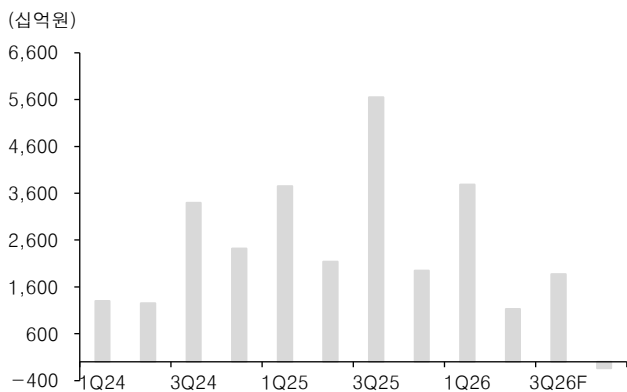
1) 3Q26 Preview: 조달비용 상승으로 감익 전망

3Q26 연결 매출액은 27조 7,667억원(YoY +0.7%), 영업이익은 1조 8,753억원(YoY -66.8%, OPM 6.8%)으로 전망한다. 전력판매량은 YoY +0.5% 증가하고 판매단가는 전년과 유사한 수준을 예상해 외형 변화는 제한적이다. 반면 연료비는 6조 4,207억원(YoY +16.7%), 구입전력비는 11조 5,804억원(YoY +25.2%)으로 증가하며 수익성 하락을 주도할 전망이다.

특히 구입전력비 부담이 빠르게 높아지고 있다. 육지 월평균 SMP는 8월 148.4원/kWh까지 상승했고, 9월 2일에는 일평균 167.91원/kWh를 기록했다. 반면 3분기 전기요금은 동결돼 판매단가 측면의 상쇄 효과는 제한적이다.

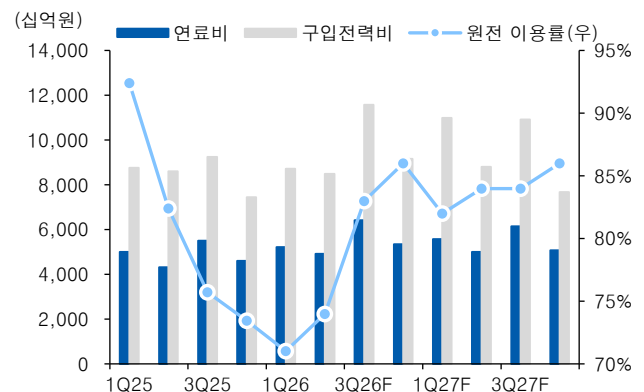
원전 이용률 상승은 비용 부담을 일부 완화할 전망이다. 다만 구입전력단가와 연료 투입단가의 상승폭이 더 크게 나타나면서, 3Q26 영업이익은 전년 대비 큰 폭의 감소가 예상된다. 결국 3분기 실적의 핵심 변수는 발전량 증가보다 조달단가 상승에 있다.

한국전력 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

연료비 · 구입전력비 및 원전이용률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2) 2026년: 판매는 정체, 조달비용은 두 자릿수 증가

2026년 연결 매출액은 97조 6,997억원(YoY +0.3%), 영업이익은 6조 6,501억원(YoY -50.7%, OPM 6.8%)으로 전망한다. 연간 전력판매량과 판매단가는 각각 YoY -0.2%, -0.1%로 전년과 유사한 수준을 예상한다. 전기판매수익 역시 전년 대비 큰 변화가 없어 매출 성장은 제한적이다.

감익은 비용에서 발생한다. 연료비는 21조 9,150억원(YoY +12.8%), 구입전력비는 37조 9,458억원(YoY +11.4%)으로 추정한다. 2024~2025년 실적 개선을 이끌었던 조달원가 하락 효과가 약해지고, 하반기로 갈수록 높아진 SMP와 연료가격이 비용에 반영되는 영향이다.

원전 이용률도 연간 기준으로는 78.5%로 2025년 81.0%보다 낮아질 것으로 예상한다. 3분기 이후 이용률은 회복되지만 상반기 부진의 영향이 연간 실적에 남는다. 이에 따라 하반기에도 비용 부담이 이어지며, 4분기 영업손익은 손익분기점 부근까지 낮아질 것으로 전망한다.

2026년은 판매 감소보다 조달비용 상승이 이익 감소를 설명하는 해다. 매출액은 전년 수준을 유지하지만 연료비와 구입전력비가 각각 두 자릿수 증가하면서 영업이익은 절반 수준으로 낮아질 것으로 예상된다.

3) 2027년: 원전 이용률 회복에도 높은 구입전력비 부담 지속

2027년 연결 매출액은 98조 9,633억원(YoY +1.3%), 영업이익은 6조 9,416억원(YoY 4.4%, OPM 7%)으로 전망한다. 전력판매량은 YoY +0.8%, 평균 판매단가는 +0.5% 증가하는 것으로 추정해 매출은 완만하게 성장할 전망이다.

발전믹스도 2026년보다 개선되는 것으로 가정했다. 원전 이용률은 84.0%까지 회복될 것으로 예상하며, 이에 따라 저원가 원전 발전량 증가가 연료비 부담을 일부 완화할 전망이다.

현재 실적 추정은 높은 조달원가가 이어지는 상황을 보수적으로 반영한 수치다. 향후 국제 에너지가격과 SMP가 예상보다 빠르게 안정되거나 원전 이용률이 당사 가정을 웃돌고, 전기요금 조정폭이 확대될 경우 실적 상향 여지가 있다. 반면 높은 조달가격이 장기화될 경우 수익성 회복 시점도 늦어질 수 있다.

당사는 2027년까지 보수적인 이익 추정을 반영하면서도 한국전력을 긍정적으로 본다. 이후 살펴볼 원전의 역할 확대와 Grid 투자에 따른 장기 자산 성장, 투자비 회수 여건의 변화는 증장기 기업가치에 추가적으로 반영될 여지가 있다고 판단한다.

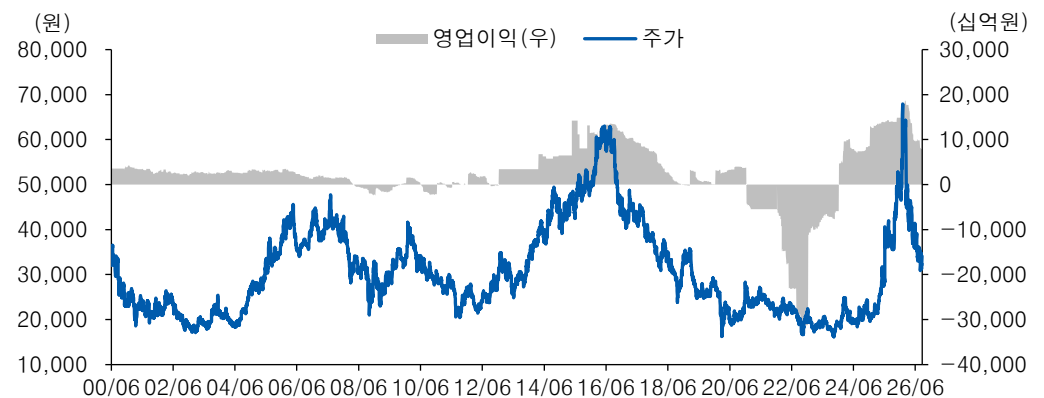
한국전력 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
주요 가정											
원/달러 환율	1,462.5	1,386.8	1,395.9	1,447.3	1,466.9	1,503.0	1,435.6	1,420.0	1,420.3	1,456.4	1,408.0
적용 SMP (원/kWh)	115.6	122.6	117.0	95.3	107.1	118.1	153.0	143.0	112.6	130.3	133.3
Newcastle (USD/t)	106.9	102.7	111.0	107.6	122.4	137.0	131.3	130.0	107.0	130.2	126.0
LNG 발전단가 (원/kWh)	179.9	175.3	151.3	151.5	152.1	174.8	193.6	203.4	164.5	181.0	191.5
전력판매량 (GWh)	141,018.2	127,341.4	151,506.4	129,551.2	139,742.0	126,928.5	152,264.0	129,421.6	549,417.3	548,356.2	552,597.9
전력 판매단가 (원/kWh)	169.5	165.4	175.6	170.2	170.4	164.6	175.3	169.8	170.4	170.3	171.1
원전 이용률 (%)	92.4%	82.4%	75.7%	73.5%	71.0%	74.0%	83.0%	86.0%	81.0%	78.5%	84.0%
실적 추이 및 전망											
매출액	24,224.0	21,950.1	27,572.4	23,682.8	24,398.5	21,918.9	27,766.7	23,615.6	97,429.4	97,699.7	98,963.3
전기판매수익	23,211.2	20,946.3	26,474.1	22,373.0	23,223.3	20,740.8	26,566.7	22,305.6	93,004.6	92,836.4	94,002.8
기타매출	1,012.8	1,003.8	1,098.3	1,309.8	1,175.2	1,178.1	1,200.0	1,310.0	4,424.7	4,863.3	4,960.5
영업비용	20,470.4	19,814.2	21,920.5	21,704.6	20,614.3	20,790.3	25,891.4	23,753.5	83,909.7	91,049.6	92,021.7
연료비	5,010.0	4,315.2	5,500.8	4,610.4	5,217.7	4,925.2	6,420.7	5,351.4	19,436.4	21,915.0	21,810.3
구입전력비	8,756.8	8,601.0	9,248.5	7,446.4	8,720.3	8,486.6	11,580.4	9,158.5	34,052.7	37,945.8	38,385.7
기타	6,703.6	6,898.0	7,171.2	9,647.8	6,676.3	7,378.5	7,890.3	9,243.6	30,420.6	31,188.7	31,825.8
영업이익	3,753.6	2,135.9	5,651.9	1,949.2	3,784.2	1,128.6	1,875.3	-137.9	13,490.6	6,650.1	6,941.6
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	6.8%	-0.6%	13.8%	6.8%	7.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 주가 vs 영업이익 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2. 원전, 높아진 비용을 완충하는 핵심 변수

1) 기존 원전, 에너지가격 상승기의 실적 방어

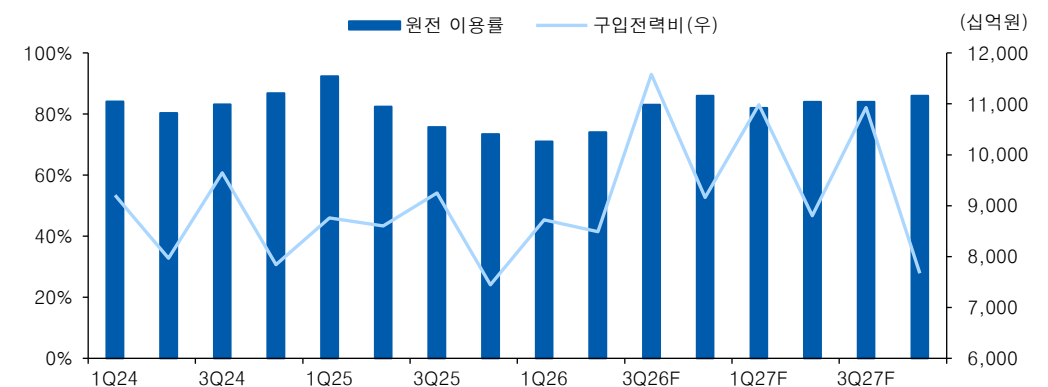
에너지가격과 SMP가 다시 상승하면서 원전 이용률의 중요성이 높아지고 있다. 원전 발전량이 늘면 상대적으로 비용이 높은 LNG 발전과 외부 구입전력 의존도를 낮출 수 있어 조달비용 상승을 일부 흡수할 수 있다. 반대로 계획예방정비가 집중되거나 이용률이 낮아지면 부족한 발전량을 LNG와 외부 구입전력으로 보완해야 해 원가 부담이 커진다.

당사는 3Q26 원전 이용률을 83.0%로 전년동기 75.7%보다 7.3%p 높게 전망한다. 3분기에는 이러한 원전 이용률 개선에도 높아진 구입전력단가와 연료 투입단가로 큰 폭의 감익을 예상하지만, 원전 발전량 회복이 비용 상승을 일부 완화할 전망이다. 2026년 연간 이용률은 상반기 정비 영향으로 78.5%를 예상하며, 2027년에는 84.0%까지 회복될 것으로 추정한다.

원전 이용률의 실적 영향도 크다. 당사 추정 기준 2027년 원전 이용률이 1%p 상승할 경우 연간 영업이익 개선 효과는 약 4,600억원이다. 추가 원전 발전량이 외부 구입전력을 대체한다는 가정에 따른 단순 민감도지만, 조달가격이 높을수록 안정적인 원전 가동의 가치가 커진다는 점을 보여준다.

따라서 현재 원전 투자포인트는 발전량 증가 자체보다 높아진 조달원가에 대한 방어력에 있다. 2024~2025년처럼 연료가격 자체가 하락하는 환경보다 현재와 같이 조달비용이 상승하는 구간에서 원전 이용률이 한전 수익성에 미치는 영향도 더욱 커질 전망이다.

원전 이용률과 구입전력비 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 변수별 2027년 영업이익 민감도

변수 변화	2027E OP 영향(십억원)	방향	반영
원전 이용률 +1%p	458	이익 증가	추가 원전 발전량이 시장구입 전력을 대체
판매단가 +1원/kWh	553	이익 증가	연간 판매량에 단가 인상 적용
SMP +10원/kWh	-2,398	이익 감소	시장 · PPA 구입량에 정산조정을 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

2) 전력수요 증가와 함께 원전의 역할도 확대

장기적으로는 높아진 전력수요와 전원구성 변화가 원전의 역할을 확대할 가능성이 높다. 12차 전기본 수립 과정에서 AI 데이터센터와 반도체를 반영한 전력수요 전망이 크게 상향된 가운데, 사업용 재생에너지 설비는 2040년 220GW 까지 확대하는 방안이 논의되고 있다. 동시에 석탄발전 축소가 추진되면서 대규모 신규 수요를 안정적으로 공급할 발전원과 저장설비의 확보가 중요해지고 있다.

국내 원전 설비는 현재 건설 중인 원전에 이어 제11차 전기본에 반영된 신규 대형원전과 SMR 까지 단계적인 확대가 예정돼 있다. 현재 상업운전 중인 원전 설비는 26.05GW이며, 12차 전기본에서는 상향된 전력수요를 고려한 추가 원전 여부도 논의되고 있다.

추가 원전의 구체적인 규모와 시점은 아직 확정 전인만큼 현재 실적 전망에는 반영하지 않았다.

한전에는 발전믹스 변화가 중요하다. 원전 발전비중이 높아질수록 LNG 와 외부 구입전력에 대한 의존도를 낮출 수 있어 국제 에너지가격과 환율 상승에 따른 실적 변동도 완화될 수 있다. AI 데이터센터와 반도체처럼 높은 부하율로 장시간 전력을 사용하는 수요가 확대될수록 안정적인 전원 확보의 중요성도 높아질 전망이다.

다만 신규 원전은 장기간의 설비투자를 수반한다. 원전 확대가 한전의 장기 수익성 개선으로 이어지기 위해서는 발전량 증가와 함께 건설비와 금융비용을 안정적으로 회수할 수 있는 구조가 뒷받침돼야 한다. 따라서 원전 확대의 장기 가치는 설비 증가와 함께 투자비 회수 구조까지 확인할 필요가 있다.

국내 원전 설비 확대 타임라인

단계	대상	추가 용량(GW)	일정 · 상태	확정도
가동 중	기존 원전 26기	26.05	공식 가동설비 기준점	현황
건설 중	새울 3 · 4호기	2.80	건설 · 시운전 중 / 2026~27년 목표 구	준공 시점 변동 가능
건설 중	신한울 3 · 4호기	2.80	2032 / 2033년 준공 목표	정부 발표 목표
11차 계획	SMR	0.70	2035~2036년 계획 구간	사업화 · 인가 필요
11차 계획	신규 대형 원전 2기	2.80	2037 / 2038년 계획	부지 · 건설 절차 필요
12차 논의	추가 원전		추가 계획 · 규모 미확정	

자료: 유안타증권 리서치센터

3) 국내 추가 원전과 해외 수주는 추가 상승요인

현재 당사 2026~2028년 실적 전망에는 12차 전기본에서 논의되는 추가 원전의 효과를 반영하지 않았다. 실제 가동까지 상당한 시간이 필요하고 건설 초기에는 한수원의 설비투자과 자금조달이 먼저 발생하기 때문이다. 향후 신규 원전의 규모와 일정, 투자비 회수방식이 구체화되면 장기 실적과 밸류에이션에 단계적으로 반영할 수 있다.

해외 신규 원전 수주 역시 현재 목표주가에는 별도의 사업가치를 반영하지 않았다. 2026년 원전 수출체계 개편으로 향후 대부분의 해외 대형원전 사업에서는 한전과 한수원이 사업개발과 주계약을 공동 수행하고, 한전은 대외협상과 지분투자, 한수원은 건설과 운영을 중심으로 역할을 분담한다. 다만 체코·필리핀 대형원전과 i-SMR 사업은 기존 체계를 유지할 예정이다.

최근에는 미국 원전이 새로운 수주 가능성으로 부각되고 있다. 한·미 대미투자 협의에 미국 내 원전 8기 건설 추진 방향이 부각되며, 9월 18일 MOU 체결이 추진이 기대되고 있다. 다만 산업통상부는 대미투자 원전 프로젝트와 관련한 구체적인 사항은 아직 정해지지 않았다고 공식 설명했다. 현 단계에서는 원전 기수와 노형, 사업비를 실적이나 기업가치에 반영하기보다 향후 한전의 사업 참여방식과 투자규모, 수익구조가 구체화되는지를 확인할 필요가 있다.

체코 두코바니 5·6호기 프로젝트는 2025년 본계약 체결 이후 인허가와 부지조사 등 착공 준비가 진행 중이다. 본격적인 건설은 2029년 이후 예정돼 있으며, 현재 공개자료만으로는 2026~2028년 연도별 매출 인식 규모를 구체적으로 산정하기 어렵다. 이에 따라 당사 실적 추정에는 체코 프로젝트의 진행매출을 별도로 반영하지 않았다. 계약에는 테멜린 3·4호기 2기를 추가 공급할 수 있는 옵션도 포함돼 있어 향후 행사 여부에 따라 추가 수주 가능성도 열려 있다.

향후 해외 신규 원전이 확정되고 프로젝트별 투자규모와 수익구조가 구체화되면 별도의 사업가치를 검토할 수 있다. 현재는 기존 원전 이용률을 실적에 반영하고, 국내 추가 원전과 해외 신규 원전은 구체화 과정에 따라 추가적으로 반영할 여지를 남겨두고 있다.

3. Grid, 성장의 기회와 투자 부담이 함께 커진다

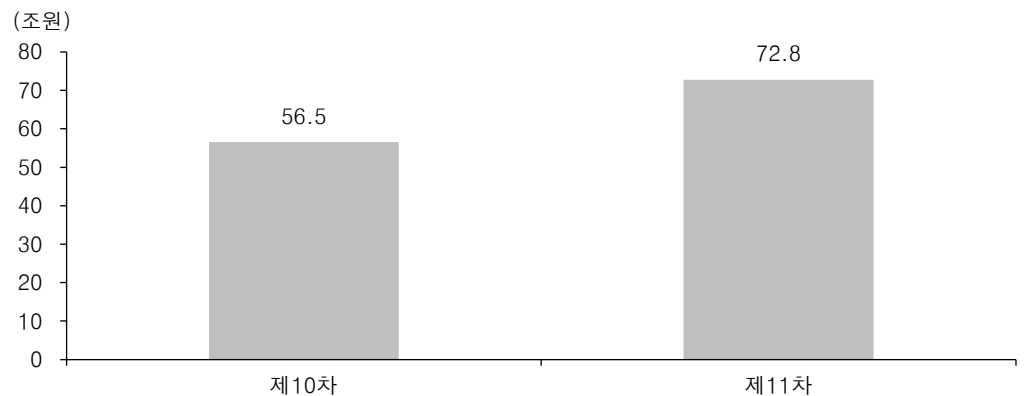
1) 높아진 전력수요, 송·변전 투자 사이클을 길게 만든다

AI 데이터센터와 반도체 클러스터를 반영하면서 국내 전력수요의 장기 경로가 높아졌다. 대규모 신규 수요는 발전설비뿐 아니라 발전지역과 수요지역을 연결하는 송전선로와 변전소 투자를 요구한다. 특히 수도권의 기존 수요와 용인·평택 반도체 클러스터가 확대되는 가운데 발전설비와 재생에너지는 비수도권에 집중돼 있어 장거리 송전망과 HVDC 확충의 필요성도 커지고 있다.

이미 제11차 장기 송·변전설비계획의 2024~2038년 투자비는 72.8조원으로 직전 계획의 56.5조원보다 16.3조원 증가했다. 이 가운데 발전설비 연계에 약 50.7조원, 첨단산업 등의 전력공급에 약 22조원이 예정돼 있다. 중요한 점은 해당 계획이 현재 논의 중인 12차 전기본의 상향된 전력수요와 사업용 재생에너지 220GW를 반영하기 이전에 수립됐다는 것이다. 향후 후속 송·변전설비계획에서 신규 선로와 변전소, HVDC를 중심으로 투자규모가 추가 확대될 가능성이 있다.

한전에는 장기간의 자산 성장 가시성이 높아지는 변화다. 신규 산업수요에 대한 전력공급뿐 아니라 재생에너지 계통연계와 노후설비 교체도 동시에 진행해야 해 전력망 투자는 수년에 걸쳐 이어질 전망이다. 당사는 2026~2028년 설비투자를 각각 19.5조원, 21.0조원, 23.0조원으로 추정한다. 현재 전망에는 12차 전기본 확정 이후 추가될 수 있는 송·변전 투자를 별도로 반영하지 않아, 후속 투자계획에 따라 설비투자 전망이 추가로 높아질 가능성도 있다.

장기 송·변전설비계획 투자금액



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2) 자산 성장보다 현금 부담이 먼저 온다

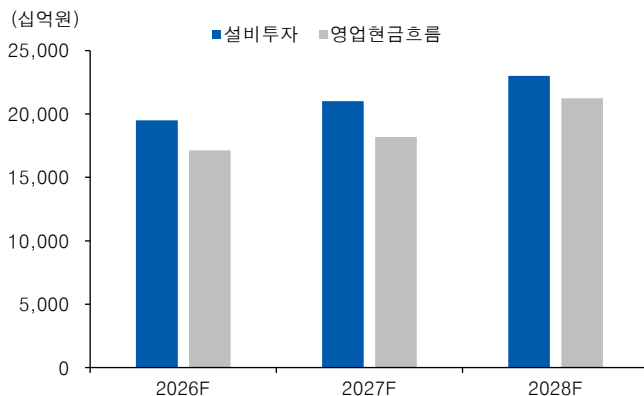
전력망 투자와 한전의 수익 인식에는 시차가 존재한다. 데이터센터와 반도체 공장이 실제 전력을 사용하기 전에 송전선로와 변전소를 먼저 구축해야 하기 때문이다. 한전은 투자비를 먼저 지출하고, 이후 가동된 자산의 비용과 투자보수가 요금에 반영돼야 현금으로 회수할 수 있다.

이러한 특성은 당분간 한전의 재무구조 개선을 제약할 전망이다. 1H26 한전의 연결 설비투자는 9.6조원으로 같은 기간 영업활동현금흐름 8.5조원을 이미 상회했다. 당사 추정에서도 2026~2028년 설비투자는 영업에서 창출하는 현금보다 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

높은 투자부담이 지속되면서 차입금 감소에도 시간이 필요하다. 당사 추정 연결 이자발생부채는 2025년 말 133.1조원에서 2026년 136.7조원, 2027년 144.7조원, 2028년 152.6조원으로 증가한다. 손익에 반영되는 이자비용도 2025년 4.3조원에서 2028년 5.2조원까지 높아질 것으로 예상된다. 이익이 회복된 이후에도 투자 확대가 현금흐름과 순이익 개선을 늦추는 구조다.

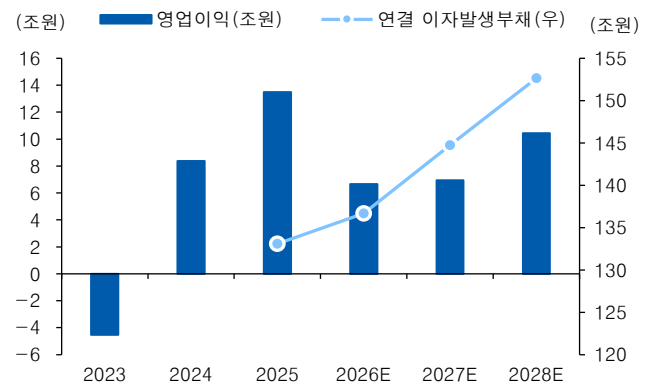
따라서 Grid 투자 확대를 한전의 성장으로 평가하기 위해서는 자산 증가와 함께 현금 회수도 확인돼야 한다. 향후 투자규모가 커지는 상황에서도 차입금 증가세가 둔화되고 금융비용이 낮아진다면, 늘어난 전력망 자산이 한전의 장기 수익으로 전환되고 있다는 근거가 될 수 있다.

한국전력 설비투자과 영업현금흐름 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 영업이익 vs 연결 이자발생부채



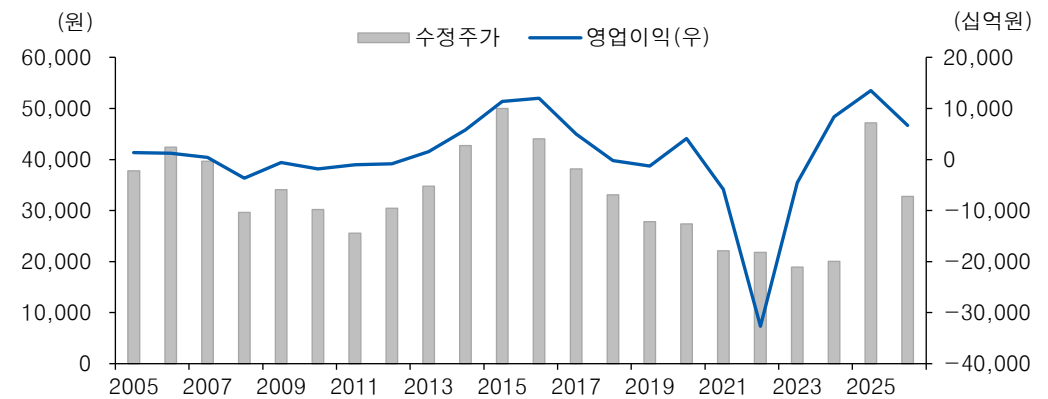
자료: 유안타증권 리서치센터

참고: 과거 주가도 투자규모보다 수익성 회복에 반응

한국전력은 과거에도 전력수요 증가에 대응해 발전·송전설비 투자를 확대해왔다. 그러나 투자 확대가 주가 상승으로 그대로 이어지지 않는 않았다. 2010년대 초반에는 설비투자가 지속되는 가운데 에너지가격 상승을 요금에 충분히 따라가지 못하면서 수익성과 재무구조가 악화됐다. 이후 전기요금 조정과 연료비 하락, 원전 가동 정상화가 맞물리며 실적과 현금창출력이 개선되자 주가 흐름도 크게 달라졌다.

이번 사이클에서도 같은 기준이 필요하다. AI·반도체가 전력망 투자규모를 키운다는 사실보다 늘어난 자산에서 적절한 수익을 확보하고 차입금 부담까지 낮출 수 있는지가 중요하다. 과거와 달리 장기 전력수요의 성장 가시성은 높아졌지만, 투자비 회수가 뒤따라야 자산 성장이 주주가치 상승으로 이어질 수 있다.

한국전력 장기 주가와 수익성



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

3) 비용과 투자부담을 나누는 움직임도 시작됐다

대규모 전력망 투자가 예정된 만큼 앞으로는 투자재원을 어떻게 마련할지도 중요하다. AI·반도체에 필요한 전력망은 한전의 장기 자산을 늘리는 동시에 국가 산업정책을 지원하기 위한 기반 시설의 성격도 갖는다. 투자비 대부분을 한전의 차입으로 먼저 조달할 경우 자산 성장과 함께 재무부담도 계속 커질 수 있다.

2027년 정부 예산안에서는 이러한 부담을 일부 분담하는 방향이 나타났다. 한국전력에 대한 현금출자 5,000억원, 전기요금 복지·특례 지원 3,500억원이 반영됐으며, 수요유치형 변전소 658억원과 송전단 ESS 5,724억원 등을 포함해 전력 분야에 총 1조 5,489억원이 편성됐다.

현재 발표된 지원규모만으로 한전의 재무구조가 크게 달라지기는 어렵다. 5,000억원은 연간 20조원 안팎의 설비투자과 100조원을 크게 웃도는 이자발생부채에 비하면 제한적인 규모다. 전력 분야 예산도 사업별로 한전의 현금흐름에 반영되는 방식이 다르다.

다만 정책 목적의 비용 일부를 정부 재정으로 이전하고, 전력망 구축에도 재정을 투입하기 시작했다는 방향성은 의미가 있다. 그동안 한전이 직접 부담하던 복지·특례 비용 일부가 재정으로 전환됐고, 첨단산업 전력공급을 위한 변전소와 계통설비에도 정부 지원이 확대됐다. 예산안은 국회 심의를 거쳐 연말 확정될 예정인 만큼 실제 규모와 집행방식을 확인할 필요가 있다.

재원 다각화는 정부 예산을 넘어 대규모 전력수요자까지 확대되고 있다. 한전은 삼성전자 20조원, SK하이닉스 5조원 등 총 25조원 규모의 향후 5년치 전기요금을 선납받는 방안을 제안했다. 미래의 전기요금 수입을 현재로 당겨 반도체 클러스터 등에 필요한 전력망 투자재원으로 활용하는 구조다. 현재 참여 여부와 금리, 선납규모 및 기간은 확정되지 않았으며 관련 법 개정도 필요해 당사 재무 추정에는 반영하지 않았다.

선납제는 이익을 늘리는 수단이라기보다 한전채 발행을 일부 대체하고 대규모 투자기간의 초기 유동성 부담을 낮출 수 있는 조달수단에 가깝다. 향후 제도가 실제 도입될 경우 한전의 투자여력은 높아질 수 있지만 미래 요금수입을 앞당겨 사용하는 만큼 구조적인 수익성 개선과는 구분할 필요가 있다.

이러한 변화가 대규모 송·변전 투자비의 회수방식까지 이어지는지가 중요하다. Grid 확대의 장기 가치는 투자규모보다 투자 이후의 현금 회수에서 결정될 전망이다. 투자비 회수의 예측 가능성이 높아질수록 한전이 늘어나는 전력망 자산을 장기 이익으로 전환할 가능성도 높아진다.

비용과 투자부담 부담의 변화

기존: 한국전력 부담 중심

변화: 재정 부담 경로 확대

정책성 요금 부담
전력망 설비투자
부족자금 차입 및 금융비용

현금출자: 자본 확충
복지·특례: 정책성 비용 지원
변전소·ESS: 사업별 투자 지원

자료: 유안타증권 리서치센터

4. 목표주가 47,000원, 구조 변화의 가능성을 반영

한국전력에 대해 BUY, 목표주가 47,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS 84,816원에 Target PBR 0.55배를 적용해 산출했다.

Target PBR 0.55배에는 장기 전력수요 증가와 송·변전 자산의 성장, 원전의 역할 확대에 따른 이익 안정성 개선 가능성을 반영했다. 반면 대규모 설비투자가 지속되는 가운데 투자비 회수와 재무구조 개선은 아직 확인 과정에 있다. 장기 성장 가능성은 인정하되, 향후 회수구조 개선까지 모두 선반영하지 않는 수준으로 적용했다.

2026년 영업이익은 전년 대비 큰 폭으로 감소할 전망이다. 2027년에는 소폭 회복하더라도 과거 이익 고점에는 미치지 못할 것으로 예상한다. 여기에 2026~2028년 높은 설비투자가 이어지면서 차입금과 금융비용 부담도 당분간 지속될 전망이다. 최근 정부의 현금출자와 정책성 비용의 재정지원, 투자재원 다변화 논의는 긍정적인 변화지만 현재 단계에서 한전의 재무구조를 크게 바꿀 수준으로 평가하기에는 이른다.

1) 추가 재평가를 위해 필요한 조건

향후 주가의 추가 재평가를 위해서는 높아진 전력수요가 자산 성장에 그치지 않고 수익성과 현금흐름 개선으로 연결되는 과정이 확인돼야 한다. 에너지가격 상승에도 원전 이용률과 요금 조정을 통해 수익성이 안정적으로 유지되고, 전력망 투자 확대 과정에서 차입금 증가세가 둔화되는지가 중요하다.

특히 Grid 투자비의 요금 반영 방식이 구체화되고 한전채 순발행과 이자발생부채가 감소하기 시작한다면 투자비 회수에 대한 신뢰도도 높아질 수 있다. 정부 재정과 대규모 수요자의 요금 선납, 민간·정책금융 등 신규 투자재원 조달방식이 실제 제도로 이어지는지도 확인할 필요가 있다. 이러한 변화가 구체화될 경우 목표 PBR의 추가 상향을 검토할 수 있다.

국내 추가 원전과 해외 신규 원전 수주는 현재 목표주가에 별도의 사업가치로 반영하지 않았다. 12차 전기본에서 추가 원전 계획과 투자비 회수방식이 구체화되거나, 해외 프로젝트에서 한전의 투자규모와 수익구조가 확인될 경우 추가적인 기업가치 반영이 가능하다. 최근 미국 내 원전 건설이 대미 투자 프로젝트의 후보로 논의되고 있다는 점도 중장기 추가 상승요인이다.

2) 주요 리스크

가장 큰 리스크는 높은 조달원가가 장기간 지속되는 가운데 요금 조정이 제한되는 경우다. SMP와 LNG·석탄 가격이 높은 수준을 유지하면 구입전력비와 연료비 부담이 예상보다 커질 수 있다.

원전 이용률 하락도 실적 변동성을 높이는 요인이다. 계획예방정비가 예상보다 길어지거나 비계획정지가 발생하면 LNG 발전과 외부 구입전력 의존도가 높아져 비용 부담이 확대될 수 있다.

전력망 투자 확대 과정에서는 투자 속도와 회수 속도의 차이를 확인해야 한다. 12차 전기본을 반영한 송·변전 투자가 당사 예상보다 빠르게 증가하는 반면 요금과 재정지원, 신규 투자재원이 이를 충분히 따라가지 못할 경우 차입금과 금융비용 부담이 예상보다 커질 수 있다.

지역별 산업용 요금 할인 등 정책성 요금제도도 재원 마련 방식에 따라 실적 부담으로 작용할 수 있다. 판매수입 감소분을 정부 재정이나 도매구입비 절감으로 충분히 보전하지 못할 경우 투자비 회수여건 개선이라는 당사 투자논리가 약화될 수 있다.

한국전력 목표주가 산정

구분	내용	비고
27F BPS(원)	84,816	(a) 2027년 추정 BPS
Target PBR(배)	0.55	(b) 과거 3개년 PBR 상단의 10% 할인
주당가치(원)	46,649	(c) = (a) × (b)
목표주가(원)	47,000	
현재주가(원)	33,750	2026.09.09 종가
상승여력(%)	39	

자료: 유안타증권 리서치센터

한국전력 밸류에이션 Table

(단위: 십억원, 십억엔, 백만달러, 백만유로, 백만HKD)

		한국전력	한국가스 공사	한전 KPS	한전기술	TOKYO ELECTRIC POWER COMPANY	NEXTEAR ENERGY INC	ENGIE	HONG KONG & CHINA GAS	TOKYO GAS CO LTD	INDRAPRA ST HA GAS LTD
시가총액		21,666	3,337	2,160	5,469	924	174,868	61,323	136,310	2,095	2,269
매출액	2025	97,429	35,727	1,577	519	6,329	27,412	71,944	54,326	2,835	1,831
	2026F	97,700	37,782	1,631	577	6,823	31,337	76,474	56,075	3,040	1,979
	2027F	98,963	40,455	1,703	737	6,804	34,409	79,247	56,794	3,022	2,083
	2028F	100,322	40,007	1,766	914	6,779	37,564	82,660	57,925	3,028	2,271
영업이익	2025	13,491	2,101	146	35	338	8,280	7,669	8,336	198	150
	2026F	6,650	2,404	175	65	338	11,147	9,672	8,225	174	162
	2027F	6,942	2,201	193	95	238	13,025	10,423	8,383	188	200
	2028F	10,424	2,374	206	151	234	14,482	10,941	8,599	196	221
영업이익률	2025	13.8%	5.9%	9.3%	6.8%	5.3%	30.2%	10.7%	15.3%	7.0%	8.2%
	2026F	6.8%	6.4%	10.7%	11.2%	4.9%	35.6%	12.6%	14.7%	5.7%	8.2%
	2027F	7.0%	5.4%	11.3%	12.9%	3.5%	37.9%	13.2%	14.8%	6.2%	9.6%
	2028F	10.4%	5.9%	11.7%	16.5%	3.5%	38.6%	13.2%	14.8%	6.5%	9.7%
당기순이익(지배)	2025	8,545	133	124	85	-454	6,835	3,827	5,688	227	176
	2026F	3,647	1,197	149	58	214	8,425	5,154	6,287	127	178
	2027F	3,880	950	163	83	271	9,349	5,411	6,433	138	199
	2028F	5,598	1,090	174	127	266	10,217	5,687	6,656	142	220
PER	2025	3.6	27.3	17.9	40.3	18.3	21.9	27.6	21.3	11.3	13.2
	2026F	5.9	2.8	14.5	94.5	4.3	20.8	11.9	21.7	16.4	12.8
	2027F	5.6	3.5	13.3	65.8	3.4	18.7	11.3	21.2	15.1	11.4
	2028F	3.9	3.1	12.4	43.1	3.5	17.1	10.8	20.5	14.8	10.3
PBR	2025	0.6	0.3	1.7	5.5	0.4	3.0	1.8	2.3	1.4	1.8
	2026F	0.4	0.3	1.5	8.6	0.4	2.5	1.5	2.3	1.2	1.8
	2027F	0.4	0.2	1.5	8.0	0.3	2.3	1.5	2.3	1.1	1.7
	2028F	0.3	0.2	1.4	7.2	0.3	2.1	1.4	2.3	1.1	1.5

자료: Bloomberg, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

주) 시가총액은 26.09.09 기준

한국전력 (015760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	97,700	98,963	100,322
매출원가	81,964	80,705	87,831	88,691	86,520
매출총이익	11,435	16,725	9,868	10,272	13,802
판매비	3,070	3,234	3,218	3,330	3,378
영업이익	8,365	13,491	6,650	6,942	10,424
EBITDA	22,362	27,279	20,975	21,886	26,116
영업외손익	-3,108	-1,904	-2,469	-2,673	-3,101
외환관련손익	-2,495	643	90	105	-7
이자손익	-4,198	-3,899	-3,955	-4,434	-4,728
관계기업관련손익	882	576	550	300	450
기타	2,702	777	846	1,356	1,183
법인세비용차감전순이익	5,257	11,587	4,181	4,268	7,323
법인세비용	1,635	2,920	460	427	1,611
계속사업순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
지배지분순이익	3,492	8,545	3,647	3,880	5,598
포괄순이익	4,251	8,521	3,683	3,814	5,684
지배지분포괄이익	4,070	8,426	3,642	3,771	5,620

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	15,876	20,880	17,124	18,184	21,228
당기순이익	3,622	8,667	3,721	3,842	5,712
감가상각비	13,834	13,630	14,163	14,784	15,531
외환손익	2,367	-407	-90	-105	7
중속, 관계기업관련손익	0	0	-550	-300	-450
자산부채의 증감	-3,790	-5,383	1,829	-2,165	-2,175
기타현금흐름	-156	4,373	-1,950	2,128	2,603
투자활동 현금흐름	-14,093	-18,445	-19,800	-21,635	-23,668
투자자산	-137	-2,746	-45	-212	-228
유형자산 증가 (CAPEX)	-14,216	-15,834	-19,500	-21,000	-23,000
유형자산 감소	403	468	0	0	0
기타현금흐름	-143	-333	-255	-423	-441
재무활동 현금흐름	-3,849	-2,635	3,681	8,928	8,960
단기차입금	-1,548	791	1,595	672	645
사채 및 장기차입금	174	-4,223	2,025	7,399	7,264
자본	0	-34	0	0	0
현금배당	-137	-219	-990	-193	0
기타현금흐름	-2,338	1,050	1,050	1,050	1,050
연결범위변동 등 기타	106	58	2,478	-1,076	-1,660
현금의 증감	-1,960	-142	3,483	4,401	4,860
기초 현금	4,343	2,383	2,241	5,723	10,125
기말 현금	2,383	2,241	5,723	10,125	14,985
NOPLAT	8,365	13,491	6,650	6,942	10,424
FCF	1,660	5,046	-2,376	-2,816	-1,772

자료: 유안타증권

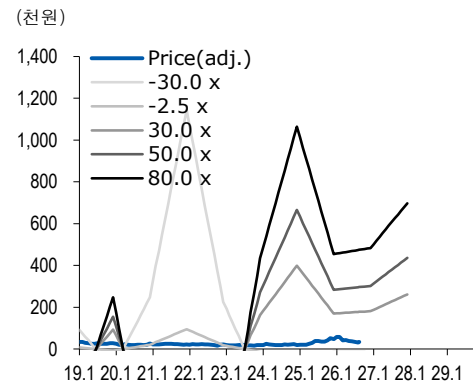
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	29,255	30,715	31,131	35,481	40,427
현금및현금성자산	2,383	2,241	5,723	10,125	14,985
매출채권 및 기타채권	12,128	12,519	8,565	8,732	8,877
재고자산	9,769	10,153	11,208	10,905	10,761
비유동자산	217,553	224,212	230,890	237,098	244,572
유형자산	182,983	187,752	193,088	199,304	206,773
관계기업 등 자본관련 자산	11,286	13,364	13,401	13,574	13,761
기타투자자산	4,946	4,566	4,574	4,612	4,654
자산총계	246,808	254,927	262,022	272,579	285,000
유동부채	63,969	67,107	70,035	73,144	76,432
매입채무 및 기타채무	9,079	8,412	9,286	9,035	8,916
단기차입금	9,123	9,979	11,573	12,238	12,875
유동성장기부채	35,319	35,908	37,175	39,715	42,318
비유동부채	141,476	138,497	139,970	143,797	147,245
장기차입금	3,119	3,275	3,283	3,472	3,653
사채	84,973	80,608	81,357	86,027	90,507
부채총계	205,445	205,605	210,005	216,942	223,678
지배지분	39,915	48,170	50,789	54,449	60,018
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,410	2,410	2,410
이익잉여금	20,128	28,501	31,158	34,845	40,443
비지배지분	1,448	1,153	1,227	1,189	1,303
자본총계	41,363	49,323	52,017	55,638	61,322
순차입금	130,551	126,495	129,894	137,965	145,874
총차입금	136,518	133,086	136,706	144,777	152,686

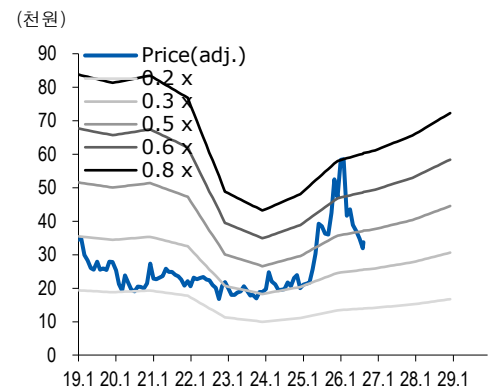
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,439	13,311	5,681	6,044	8,720
BPS	62,177	75,035	79,115	84,816	93,492
EBITDAPS	34,834	42,494	32,673	34,093	40,682
SPS	145,489	151,768	152,189	154,157	156,274
DPS	213	1,542	300	0	400
PER	3.9	2.5	5.9	5.6	3.9
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	5.5	7.3	7.3	6.5
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	5.9	4.3	0.3	1.3	1.4
영업이익 증가율 (%)	흑전	61.3	-50.7	4.4	50.2
지배순이익 증가율 (%)	흑전	144.7	-57.3	6.4	44.3
매출총이익률 (%)	12.2	17.2	10.1	10.4	13.8
영업이익률 (%)	9.0	13.8	6.8	7.0	10.4
지배순이익률 (%)	3.7	8.8	3.7	3.9	5.6
EBITDA 마진 (%)	23.9	28.0	21.5	22.1	26.0
ROIC	3.1	5.3	3.1	3.2	4.0
ROA	1.4	3.4	1.4	1.5	2.0
ROE	9.2	19.4	7.4	7.4	9.8
부채비율 (%)	496.7	416.9	403.7	389.9	364.8
순차입금/자기자본 (%)	327.1	262.6	255.8	253.4	243.0
영업이익/금융비용 (배)	1.8	3.1	1.5	1.4	2.0

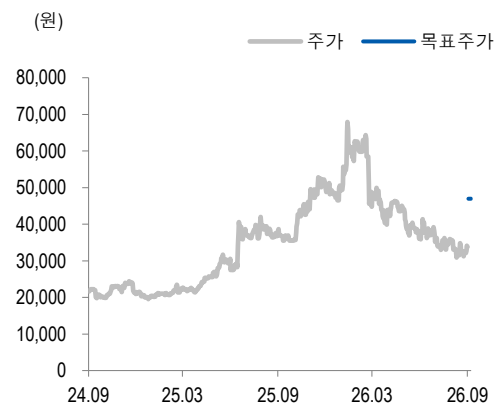
P/E band chart



P/B band chart



한국전력 (015760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-10	BUY	47,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한국가스공사 (036460)

해외가 높은 이익 체력, 남은 건 미수금

Summary

한국가스공사에 대해 BUY, 목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시한다. 핵심 투자포인트는 해외 자원개발이 한국가스공사의 정상 이익 수준을 한 단계 높이고 있다는 점이다. Canada LNG의 상업생산과 Coral FLNG의 생산 확대에 힘입어 2026년 해외사업 영업이익은 전년대비 약 90% 증가할 전망이다.

이번 변화는 단순한 에너지가격 상승보다 과거 투자한 해외 자산이 실제 이익을 창출하기 시작했다는 데 의미가 있다. Canada LNG는 1H26에만 1,430억원의 영업이익을 기록했고, Coral FLNG 역시 2026년부터 이익 규모가 크게 확대되고 있다. 국내 규제사업에 집중됐던 이익원이 해외 LNG·자원개발로 넓어지면서 이익의 지속성과 성장성이 과거보다 높아졌다고 판단한다.

남은 과제는 미수금이다. 2Q26 말 총 원료비 미수금은 14조원을 웃돌며 아직 재무구조 정상화를 제약하고 있다. 다만 이는 동시에 향후 Re-rating의 여지다. 해외사업이 EPS를 높인다면, 미수금 회수와 차입금 감소는 Multiple을 높이는 변수다. 현재 목표주가는 해외 이익의 구조적 개선은 반영하되 빠른 미수금 정상화는 전제하지 않았다. 향후 미수금의 순감소와 차입금·금융비용 축소가 확인될 경우 추가적인 할인 축소가 가능하다.

여기에 현재 수립 중인 12차 전기본에서 발전용 LNG 수요의 감소 경로가 완화된 경우 국내 도매사업의 장기 성장성에 대한 우려도 낮아질 수 있다. 반면 에너지자원공사 통합 과정에서 한국석유공사의 부실자산이나 관련 부채가 한국가스공사에 이전될 경우 재무구조 개선 속도가 늦어질 수 있어 관련 구조는 추가 확인이 필요하다.



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 48,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/9) 36,150원

상승여력 33%

시가총액	33,371억원
총발행주식수	92,313,000주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	168,636주
52주 고/저	45,600원 / 31,700원
외인지분율	13.10%
배당수익률	2.94%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	6.3	(9.3)
상대	(10.3)	22.1	(58.1)
절대 (달러환산)	7.2	20.3	(5.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,982	25.3	6.3	7,397	7.9
영업이익	359	-7.7	-46.8	439	-18.3
세전계속사업이익	218	98.7	-55.5	177	23.4
지배순이익	163	87.7	-51.8	163	0.3
영업이익률 (%)	4.5	-1.6 %pt	-4.5 %pt	5.9	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.0	+0.6 %pt	-2.5 %pt	2.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	38,389	35,727	37,782	40,455
영업이익	3,003	2,101	2,404	2,201
지배순이익	1,147	133	1,197	950
PER	3.0	27.2	2.8	3.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	8.5	9.6	8.4	8.1
ROE	11.2	1.2	10.6	7.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

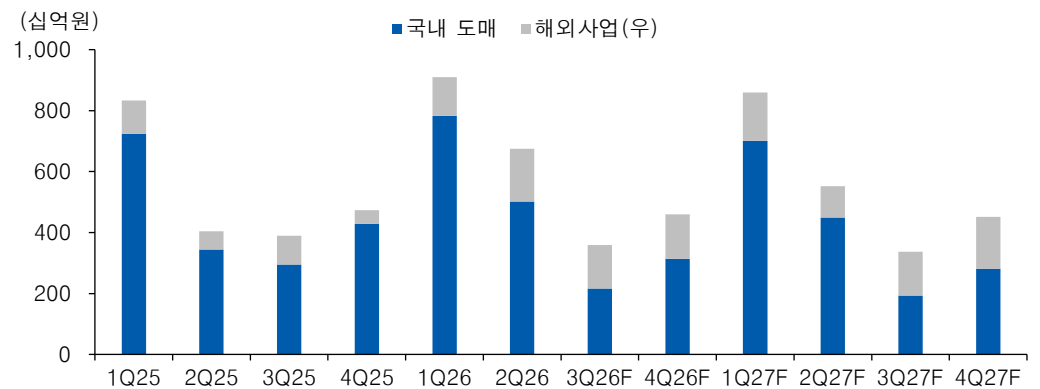
1. 국내는 정상화, 해외가 이익을 채운다

1) 3Q26 Preview: 국내 비수기를 해외사업이 상쇄

3Q26 연결 매출액은 7조 9,820억원(YoY +25.3%), 영업이익은 3,590억원(YoY -7.7%, OPM 4.5%)으로 전망한다. 3분기는 도시가스 판매량이 감소하는 계절적 비수기로 국내 도매사업의 이익 기여도가 낮아지는 시기다. 당사는 국내 도매 영업이익을 2,163억원, 해외사업 영업이익을 1,427억원으로 추정한다. 해외사업이 연결 영업이익의 약 40%를 차지하며 국내사업의 계절적 감익을 상쇄할 것으로 전망한다.

해외사업의 이익 기여 확대는 상반기부터 확인됐다. Canada LNG 는 1Q26 707억원에 이어 2Q26에도 723억원의 영업이익을 기록했고, Coral FLNG 는 2Q26 판매량과 판매가격 상승에 힘입어 584억원의 영업이익을 기록했다. GLNG 역시 제3자 가스 구매비중 하락으로 2Q26 수익성이 크게 개선됐다. 해외사업은 개별 프로젝트의 생산량과 판매가격, cargo timing 등에 따라 분기 변동성이 존재하지만, Canada LNG 와 Coral 등 신규 생산자산의 기여가 확대되면서 전체 이익 기반은 과거보다 넓어지고 있다.

분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

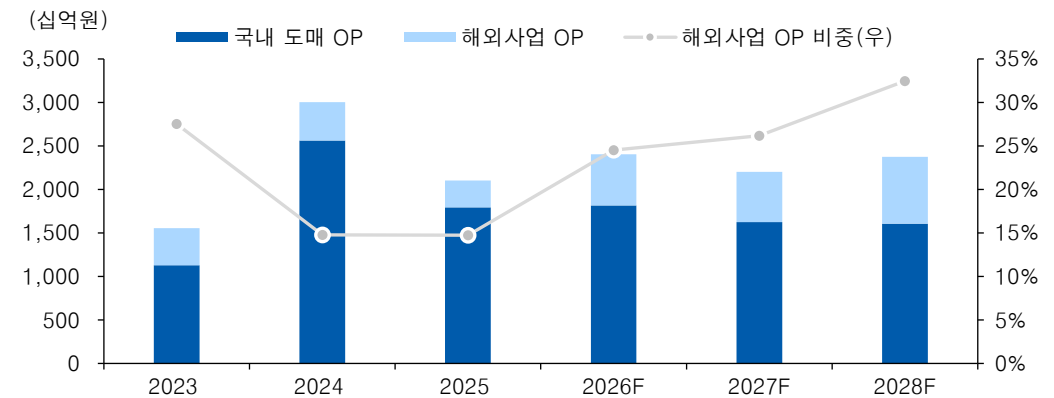
2) 2026년: 증익의 대부분은 해외에서 발생

2026년 연결 매출액은 37조 7,819억원(YoY +5.8%), 영업이익은 2조 4,042억원(YoY +14.4%, OPM 6.4%)으로 전망한다. 국내 도매 영업이익은 1조 8,153억원으로 전년 1조 7,919억원과 유사한 반면, **해외사업 영업이익은 3,093억원에서 5,890억원으로 90.4% 증가하며 전사 증익을 주도할 전망이다.**

국내 도매사업은 구조적인 성장보다 2026년 일시적으로 높아진 이익의 정상화 관점에서 볼 필요가 있다. 한국가스공사가 공개한 2026년 예산 기준 요금기저는 21.7조원, 적정투자보수율은 5.38%로, 이에 따른 적정투자보수는 약 1.17조원이다. 당사가 예상하는 국내 도매 영업이익 1.82조원에는 정산·예결산 효과가 추가로 반영돼 있어 이를 모두 반복 가능한 정상 이익으로 보기 어렵다.

반면 해외사업에서는 Canada LNG의 본격적인 실적 반영과 Coral FLNG의 생산 확대가 시작됐다. 2026년 전사 증익은 국내 규제이익 확대보다 기존 해외 투자자산이 실제 이익으로 전환되면서 발생한다는 점에 의미가 있다. 해외사업이 보조적인 이익원에서 전사 실적 방향을 결정하는 사업으로 올라서는 첫 해로 판단한다.

국내/해외 영업이익 및 해외 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 2027년: 국내 정상화에도 이익 체력은 유지

2027년 연결 매출액은 40조 4,547억원(YoY +7.1%), 영업이익은 2조 2,012억원(YoY -8.4%, OPM 5.4%)으로 전망한다. 전사 영업이익은 전년 대비 소폭 감소하지만, 이는 이익 체력의 훼손보다 국내 도매사업의 정상화 영향이 크다.

국내 도매사업에서는 2026년에 높았던 정산·예결산 효과가 축소되면서 영업이익이 낮아질 것으로 예상된다. 반면 적정투자보수에 기반한 규제사업의 기본적인 이익 기반은 유지될 전망이다. 즉 2027년 국내 이익은 정상 이익 수준으로 복귀하는 과정에 가깝다.

중요한 점은 국내 이익이 정상화되는 과정에서도 연결 영업이익이 2.2조원 안팎에서 유지된다는 것이다. Canada LNG와 Coral FLNG의 생산·판매 확대가 이어지고 기존 해외 프로젝트의 실적도 더해지면서 국내 정산이익 감소분을 상당 부분 보완할 전망이다. 해외사업의 연결 영업이익 비중은 2025년 14.7%에서 2026년 24.5%, 2027년 26.2%까지 높아질 전망이다.

한국가스공사 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
주요 가정												
원/달러 환율		1,462.5	1,386.8	1,395.9	1,447.3	1,466.9	1,503.0	1,435.6	1,380.0	1,420.3	1,446.4	1,402.5
Dubai (\$/bbl)		77.8	65.0	71.7	64.5	86.3	96.0	81.8	69.0	69.4	83.3	70.5
JKM (\$/mmbtu)		14.0	12.4	11.8	10.9	13.2	17.7	20.1	20.0	12.0	17.7	16.4
가스 판매량 (천톤)		11,875.0	7,020.0	6,458.0	9,160.0	12,226.0	7,232.0	6,532.4	8,998.9	34,513.0	34,989.3	34,342.6
실적 추이 및 전망												
매출액		12,732.7	7,630.1	6,372.2	8,992.4	11,802.2	7,508.0	7,982.0	10,489.8	35,727.3	37,781.9	40,454.7
국내 도매		12,309.0	7,191.4	5,973.5	8,544.5	11,418.4	7,150.4	7,618.4	10,055.8	34,018.4	36,243.0	38,673.4
해외/기타		423.7	438.7	398.7	447.8	383.8	357.5	363.6	434.0	1,708.9	1,538.9	1,781.3
미얀마		25.0	33.5	25.4	23.6	26.2	35.2	28.0	31.0	107.5	120.4	108.6
GLNG		253.0	242.1	201.8	240.9	213.8	205.2	215.0	247.0	937.8	881.0	721.5
Prelude		83.0	71.1	72.3	123.0	64.8	19.7	50.0	65.0	349.4	199.5	290.0
주바이르		155.0	158.7	145.7	169.0	157.1	54.7	80.0	99.0	628.4	390.8	494.3
Coral FLNG		60.0	43.6	48.6	49.7	49.8	85.9	110.0	120.0	201.9	365.7	404.9
Canada LNG		0.0	0.0	40.0	45.0	131.1	92.5	120.0	135.0	85.0	478.6	503.4
영업이익		833.9	404.6	389.0	473.6	910.0	675.3	359.0	459.9	2,101.2	2,404.2	2,201.2
영업이익률		6.5%	5.3%	6.1%	5.3%	7.7%	9.0%	4.5%	4.4%	5.9%	6.4%	5.4%
국내 도매		724.2	344.4	294.9	428.3	783.4	501.4	216.3	314.2	1,791.9	1,815.3	1,625.2
해외/기타		109.7	60.3	94.1	45.3	126.6	173.9	142.7	145.8	309.4	589.0	576.0
미얀마		15.6	21.2	15.5	14.4	16.1	27.0	17.4	19.2	66.7	79.7	69.8
GLNG		9.0	2.3	-2.4	-0.5	-12.3	64.5	1.9	2.2	8.4	56.3	28.8
Prelude		26.6	19.4	33.0	26.5	5.4	-13.8	15.1	19.6	105.5	26.3	61.5
주바이르		29.9	18.9	13.7	6.2	28.1	-7.8	8.7	10.8	68.7	39.9	52.3
Coral FLNG		31.4	17.7	36.1	13.4	22.3	58.4	53.7	58.6	98.6	193.0	207.4
Canada LNG		-1.6	-1.7	9.5	-6.9	70.7	72.3	57.2	48.3	-0.7	248.5	209.1
자배주순이익		367.5	85.4	87.1	-406.9	548.7	339.1	163.4	145.5	133.0	1,196.6	949.9

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 해외 자원개발, 정상 이익 레벨이 달라졌다

한국가스공사의 해외사업은 과거 대규모 투자와 손실 가능성, 프로젝트별 실적 변동성이 함께 부각돼 왔다. GLNG와 Prelude, 미얀마, 이라크 등 기존 생산자산의 실적이 유가와 생산량, 가동률에 따라 크게 움직이는 반면 신규 프로젝트의 이익 기여는 제한적이었다. **최근에는 이 구조가 달라지고 있다. Canada LNG가 상업생산 단계에 진입하고 Coral FLNG의 생산·판매가 확대되면서 신규 LNG 프로젝트가 실제 이익을 만드는 구간으로 들어섰기 때문이다.**

중요한 점은 이번 증익이 단순히 유가나 LNG 가격 상승에만 의존하지 않는다는 것이다. 기존에 없던 Canada LNG의 이익이 새로 더해지고 Coral의 생산량이 확대되면서 해외사업의 이익원 자체가 늘어나고 있다.

1) Canada LNG: 없던 이익이 새로 더해진다

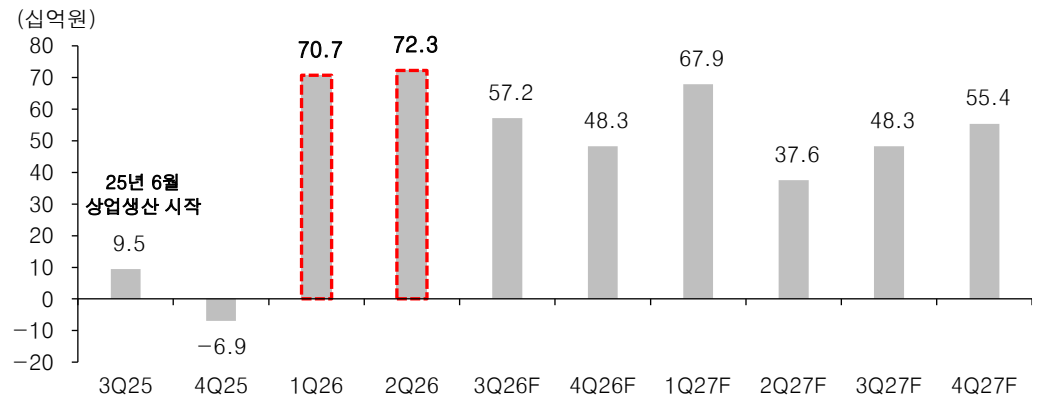
Canada LNG는 해외사업의 이익 체력이 달라졌음을 가장 분명하게 보여주는 프로젝트다. LNG Canada는 2025년 6월 상업생산을 시작했으며 한국가스공사는 프로젝트 지분 5%를 보유하고 있다. 상업생산 이후 1H26까지 한국가스공사가 인수한 LNG 물량은 37.4만톤이다.

실적 기여도 빠르게 확대됐다. Canada LNG 영업이익은 1Q26 707억원, 2Q26 723억원으로 상반기에만 1,430억원을 기록했다. 2025년에는 생산 초기 단계였던 만큼 이익 기여가 미미했으나, **2026년부터 두 개 Train의 생산이 본격화되면서 새로운 이익축으로 자리잡기 시작했다.**

Canada LNG의 강점은 원가구조에 있다. 캐나다의 상대적으로 낮은 천연가스 가격을 기반으로 LNG를 생산해 아시아 시장에 판매하는 구조이기 때문에 LNG 판매가격과 현지 원료가스 가격 간 spread가 수익성의 핵심 변수다. 향후 LNG 가격과 feed gas 비용에 따라 분기 이익은 변동할 수 있으나, 2025년까지 존재하지 않았던 생산자산의 이익이 추가됐다는 점은 구조적인 변화다.

따라서 Canada LNG의 투자포인트는 2026년부터 연중 생산되는 신규 LNG 자산이 해외사업의 이익 기반에 추가됐다는 점에 의미가 있다. 가동 안정성이 확인될수록 Canada LNG는 해외사업의 주요 이익원으로 자리잡을 전망이다.

Canada LNG 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

2) Coral FLNG: 생산 확대가 만드는 두 번째 성장축

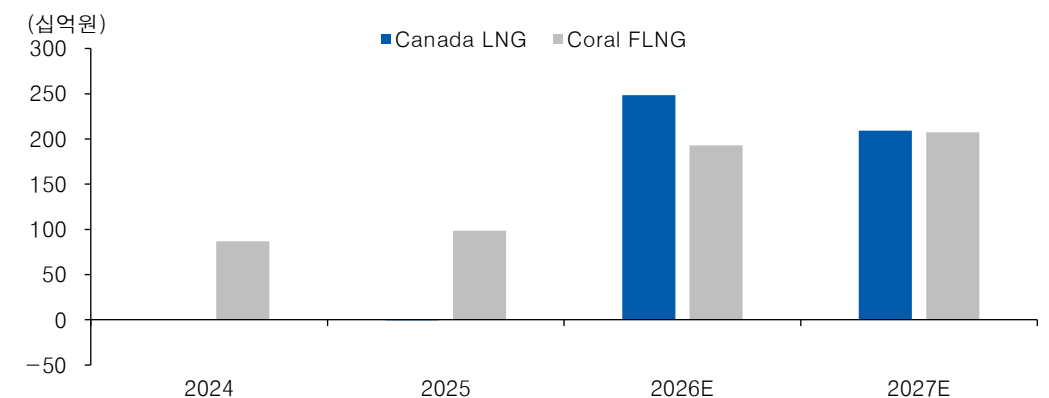
Coral FLNG 역시 해외사업의 정상 이익 수준을 높이는 핵심 프로젝트다. 한국가스공사는 모잠비크 Area 4에 10% 지분으로 참여하고 있으며, Coral FLNG는 해당 가스전을 기반으로 해상에서 천연가스를 생산·액화해 판매하는 사업이다.

Coral 영업이익은 2025년 986억원에서 2026년 1,930억원, 2027년 2,074억원으로 확대될 것으로 전망한다. 2Q26에는 판매량과 판매가격 상승에 힘입어 584억원의 영업이익을 기록했다.

Canada LNG와 달리 Coral의 핵심은 자체 가스전을 기반으로 생산물량을 늘리는 구조에 있다. 외부에서 원료가스를 대규모로 조달해야 하는 부담이 상대적으로 제한적이고, 생산량 증가가 곧 LNG 판매량 확대와 연결된다. 이에 따라 생산이 안정적으로 이어질 경우 가격 변동이 있더라도 일정 수준의 이익 기반을 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

2025년까지 1천억원 수준에 머물렀던 Coral의 이익이 2027년부터 2천억원 이상으로 확대되면서 Canada LNG와 함께 해외사업의 새로운 성장축을 형성할 전망이다.

Canada LNG · Coral FLNG 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 기존 프로젝트의 변동성을 신규 LNG 자산이 보완

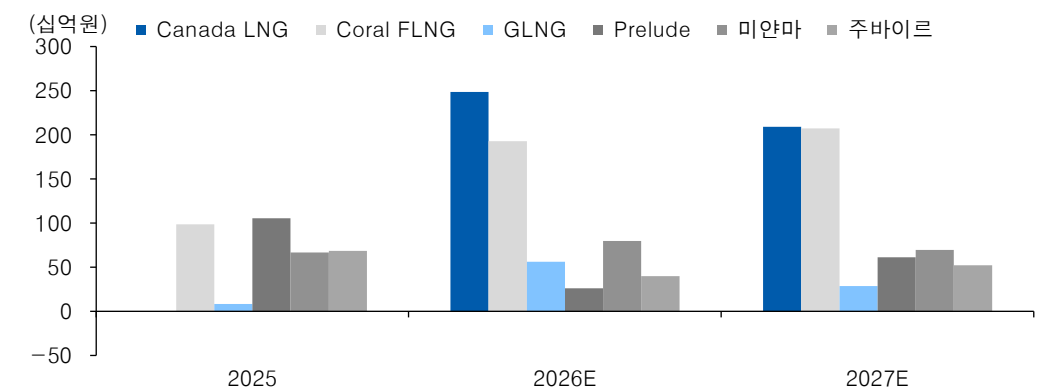
한국가스공사의 해외사업을 단순히 유가 상승의 수혜로 보기는 어렵다. 프로젝트마다 수익구조가 다르기 때문이다. GLNG 는 LNG 판매가격뿐 아니라 제3자 원료가스 조달비용이 중요하고, Prelude 는 LNG·LPG·Condensate 가격과 설비 가동률, cargo 수에 따라 실적 변동성이 크다. 미얀마는 생산량과 가스 판매, Zubair 는 원유 생산량과 기술서비스계약에 따른 보상수익이 핵심 변수다.

실제로 GLNG 는 제3자 가스 구매비중이 높아지면서 수익성이 악화된 적이 있었지만, 2Q26에 는 해당 비중이 낮아지면서 수익성이 개선됐다. Prelude 역시 생산설비의 정비와 가동 여부에 따라 분기 실적 변동성이 크다. 반면 Canada LNG 와 Coral 은 각각 신규 상업생산과 생산량 확대가 진행되는 단계라는 점에서 기존 프로젝트와 차이가 있다.

한국가스공사는 GLNG 15%, Prelude 10%, Canada LNG 5%, 모잠비크 Area 4 10%, 미얀마 A-1/A-3 8.5% 등 다양한 LNG·E&P 프로젝트에 참여하고 있다.

기존에는 GLNG 와 Prelude 등 일부 프로젝트의 부진이 해외사업 전체 실적을 크게 흔들었다면, 이제는 Canada LNG 와 Coral 의 이익이 추가되면서 사업 포트폴리오가 넓어지고 있다. 개별 프로젝트의 변동성은 여전히 존재하지만, 복수의 생산자산이 동시에 이익을 창출하면서 해외사업 전체의 이익 하단은 과거보다 높아질 수 있다.

주요 해외 프로젝트 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

한국가스공사 주요 글로벌 프로젝트

프로젝트	지분	핵심 변수	현재 판단	지역
Canada LNG	5%	LNG 가격 - 현지 가스 · 액화 · 수송비	신규 성장	Canada
Coral FLNG	10%	생산량 · LNG 판매가격	신규 성장	Mozambique
GLNG	15%	LNG 가격 · 제3자 가스 조달비	회복	Australia
Prelude	10%	가동률 · Cargo · 제품가격	변동성 높음	Australia
Myanmar	8.5%	생산량 · 가스 판매	안정적	Myanmar
Zubair	23.8%	원유 생산량 · 보상수익	생산량 변수	Iraq

자료: 한국가스공사, 유안타증권 리서치센터

아직 반영하지 않은 해외 Upside

현재 당사 실적 전망은 이미 상업생산에 진입한 프로젝트를 중심으로 산정했다. 후속 개발 프로젝트의 가치는 현재 실적 및 목표주가에 별도로 반영하지 않았다.

LNG Canada는 Phase 2와 관련한 전력공급시설 등의 후속 절차가 진행되고 있으나 투자규모와 최종 개발일정이 확정되지 않았다. 모잠비크에서도 기존 Coral FLNG 외에 Rovuma LNG 개발 가능성이 남아 있다. 향후 투자규모, 생산 일정이 구체화될 경우 2030년 이후 해외사업의 추가 성장 여력으로 평가할 수 있다.

3. 이익은 먼저 회복됐다, 이제 미수금의 현금화를 볼 때

2021년 이후 한국가스공사의 가장 큰 밸류에이션 할인 요인은 미수금이었다. LNG 도입원가 급등을 민수용 요금에 충분히 따라가지 못하면서 민수용 미수금은 2021년 1.8조원에서 2024년 14.0조원까지 증가했다. 2Q26 말에도 민수용 미수금은 13.5조원, 총 원료비 미수금은 14.2조원에 달한다. 특히 총 원료비 미수금은 1Q26 13.7조원에서 2Q26 14.2조원으로 다시 증가세로 돌아섰다.

중요한 것은 영업이익의 회복이 곧바로 미수금 회수로 이어지는 것은 아니라는 점이다. 원료비가 요금에 충분히 반영되지 않더라도 미회수분을 정산자산으로 인식하면서 당기 손익은 일정 부분 보호된다. 반면 LNG 구매대금은 이미 현금으로 지급된 만큼 미수금이 누적되는 동안 차입금과 금융비용 부담은 남는다. 기존 미수금을 줄이기 위해서는 향후 요금에서 당기 원료비뿐 아니라 과거 미회수분까지 추가로 회수해야 한다.

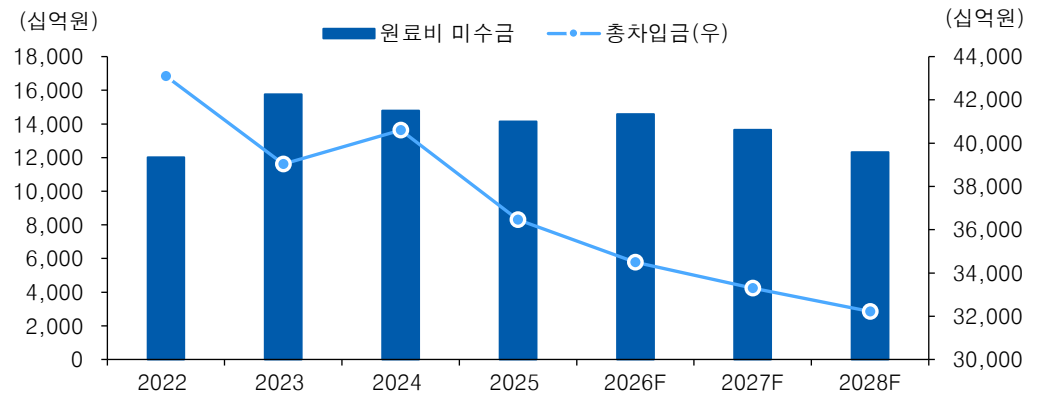
따라서 미수금 회수의 효과는 영업이익보다 재무구조에서 먼저 나타난다.

미수금 감소 → 영업현금흐름 개선 → 차입금 감소 → 이자비용 감소 → 배당여력 확대 → PBR 할인 축소

2026년은 이익 회복에도 미수금 부담이 지속되고, 2027년 이후에야 완전한 순회수가 시작될 것으로 전망한다. 미수금이 여러 분기에 걸쳐 실제 감소하기 시작한다면 현재 예상보다 재무구조 개선 속도는 빨라질 수 있다. 총차입금은 2024년 40.6조원에서 2025년 36.5조원으로 감소했으며, 2026년 34.5조원, 2027년 33.3조원, 2028년 32.2조원으로 추가 하락할 것으로 전망한다. 다만 미수금이 14조원 이상 남아 있는 만큼 현재의 차입금 감소만으로 재무 정상화가 완료됐다고 보기는 어렵다. 향후 미수금 회수가 동반될 경우 부채 감소와 금융비용 축소가 빨라지면서 세전이익과 배당여력도 함께 개선될 수 있다.

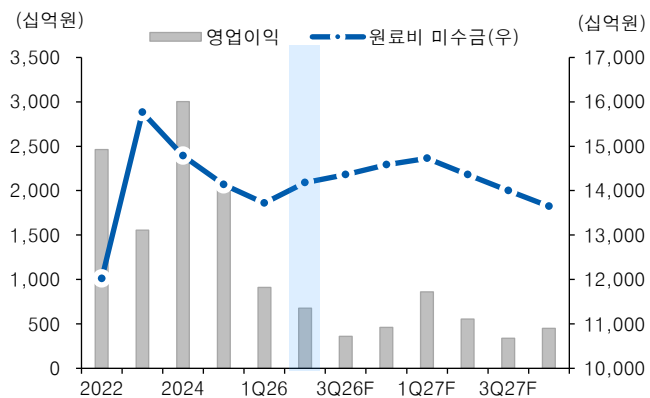
결국 해외사업이 EPS를 높인다면, 미수금의 현금화는 Multiple을 높이는 변수다. 손익 정상화 이후 주가의 다음 재평가를 위해서는 영업이익보다 미수금과 차입금이 함께 감소하는지를 확인할 필요가 있다.

미수금 및 총차입금 추이 및 전망



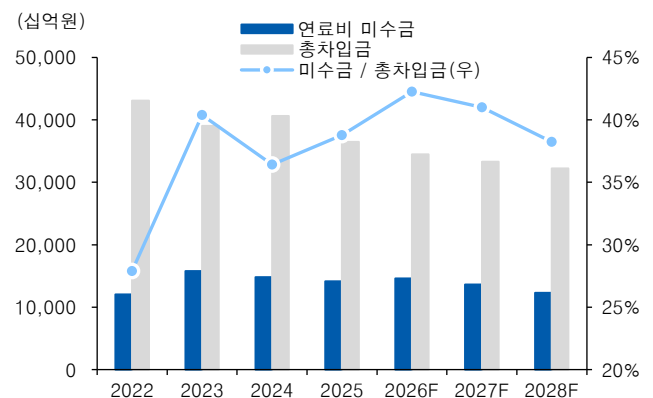
자료: 유안타증권 리서치센터

영업이익 vs 원료비 미수금



자료: 유안타증권 리서치센터

원료비 미수금 vs 총차입금



자료: 유안타증권 리서치센터

12차 전기본, 발전용 LNG 의 감소 속도를 다시 본다

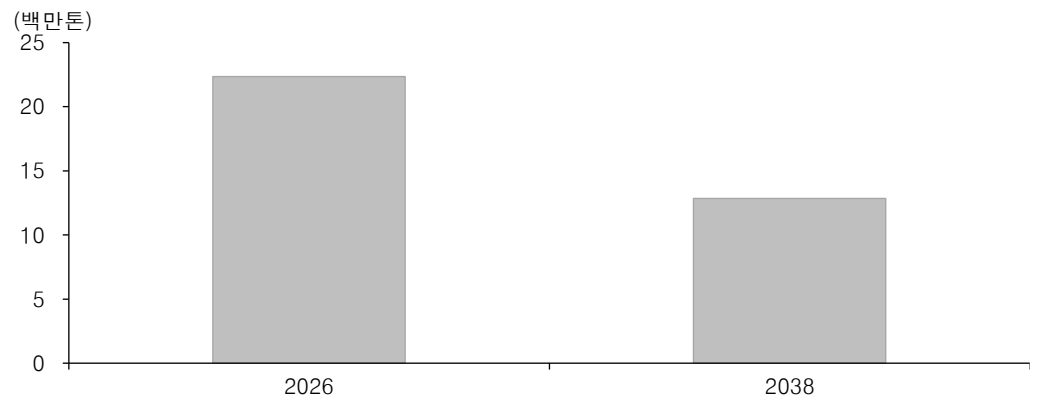
국내 도매사업의 장기 전망에는 발전용 LNG 수요 감소라는 부담이 존재한다. 제16차 장기 천연가스 공급계획은 제11차 전기본의 전원구성을 전제로 발전용 천연가스 수요가 2026년 2,235만톤에서 2038년 1,284만톤으로 감소할 것으로 전망한다.

다만 이 전망에는 현재 수립 중인 12차 전기본에서 논의되는 신규 전력수요가 반영되지 않았다. AI 데이터센터와 반도체 클러스터 등을 추가 반영하면서 2040년 최대전력 전망은 기존 잠정 전망 대비 26.6~26.8GW 상향됐다. 향후 전원믹스 확정 과정에서 LNG 발전의 역할이 기존 계획보다 확대될 경우 발전용 가스수요의 감소 속도 역시 완화될 가능성이 있다.

투자포인트는 발전용 LNG 수요가 다시 증가한다고 단정하는 데 있지 않다. 기존 계획이 전제한 가파른 수요 감소 경로가 완화될 가능성에 있다. 당사는 현재 실적 전망에 기존 발전용 판매량 감소 추세를 적용했으며, 12차 전기본 확정 이후 가스수급계획이 상향 조정될 경우 추가적인 Upside가 가능하다고 판단한다.

다만 발전용 LNG 수요 증가분이 모두 한국가스공사의 판매량으로 연결되는 것은 아니다. 직수입과 민간 LNG 터미널 확대를 감안하면 실제 수혜 폭은 제한될 수 있다. 따라서 12차 전기본은 단기 EPS보다 국내 사업의 장기 수요 감소 우려를 완화할 수 있는 옵션으로 평가한다.

발전용 천연가스 수요 전망



자료: 유안타증권 리서치센터
주: 제16차 장기 천연가스 공급계획 기준

에너지자원공사, 시너지보다 부담의 배분을 먼저 본다

정부는 한국가스공사와 한국석유공사를 통합해 가치 에너지자원공사를 출범시키는 방향을 제시했다. 석유와 가스를 아우르는 국가 에너지안보 전략을 구축하고 해외 자원개발 역량과 협상력을 높이는 것이 목적이다.

다만 현재 주주가치 판단에서는 사업 시너지보다 한국석유공사 부실의 처리 방식이 더 중요하다. 한국석유공사는 완전자본잠식 상태가 지속되고 있으며, 미수금과 높은 차입 부담을 이미 보유한 한국가스공사가 부실자산과 관련 부채를 직접 승계할 경우 재무구조 정상화 속도가 늦어질 수 있다.

따라서 통합에 따른 시너지는 현재 실적과 목표주가에 반영하지 않는다. 향후 확인할 변수는 존속·상장법인, 부실자산의 분리 여부, 관련 부채의 승계 범위, 정부 자본지원, 기존 한국가스공사 주주의 권리다.

에너지자원공사 통합 시나리오



자료: 유안타증권 리서치센터

4. 목표주가 48,000원, 이익의 질은 개선되고 재무 정상화는 남았다

한국가스공사에 대해 BUY 의견과 목표주가 48,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS 146,559원에 Target PBR 0.33배를 적용해 산출했다. 적용배수 0.33배는 해외사업의 이익 기여 확대를 긍정적으로 평가하되, 14조원 수준의 원료비 미수금과 에너지자원공사 통합 관련 불확실성을 함께 반영한 수준이다.

향후 0.5배 이상으로의 Re-rating 을 위해서는 실적 성장보다 재무구조 개선의 확인이 중요하다. 특히 민수용 미수금의 순감소가 여러 분기에 걸쳐 지속되고, 이를 통해 총차입금과 금융비용이 함께 감소하는지를 확인할 필요가 있다.

해외사업 역시 Canada LNG 와 Coral FLNG 를 중심으로 연간 6천억원 이상의 영업이익이 안정적으로 유지될 경우 정상 이익에 대한 신뢰도는 높아질 수 있다. 여기에 에너지자원공사 통합 과정에서 한국석유공사의 부실자산 및 부채가 기존 한국가스공사 주주에게 전가되지 않는다면 추가적인 할인 축소가 가능하다.

결국 Re-rating 의 조건은 세 가지다.

- ① 해외사업 이익의 지속성 확인
- ② 미수금 순회수와 차입금·금융비용 감소
- ③ 에너지자원공사 통합에 따른 재무부담 최소화

한국가스공사 목표주가 산정

구분	내용	비고
27F BPS(원)	146,559	(a) 2027년 추정 BPS
Target PBR(배)	0.33	(b) 과거 5개년 평균 PBR
주당가치(원)	48,365	(c) = (a) * (b)
목표주가(원)	48,000	
현재주가(원)	36,150	2026.09.09 종가
상승여력(%)	33	

자료: 유안타증권 리서치센터

한국가스공사 밸류에이션 Table

(단위: 십억원, 십억엔, 백만달러)

		한국가스공사	한국전력	포스코 인터내셔널	지역난방공사	삼천리	HK&CHINA GAS	TOKYO GAS	INDRAPRAT HA GAS LTD
시가총액		3,337	21,666	10,204	866	488	136,310	2,095	2,269
매출액	2025	35,727	97,429	32,374	3,998	5,275	54,326	2,835	1,831
	2026F	37,782	97,700	34,715	3,922	5,436	56,075	3,040	1,979
	2027F	40,455	98,963	37,323	3,938	5,486	56,794	3,022	2,083
	2028F	40,007	100,322	39,838	3,881	5,588	57,925	3,028	2,271
영업이익	2025	2,101	13,491	1,165	530	160	8,336	198	150
	2026F	2,404	6,650	1,453	511	184	8,225	174	162
	2027F	2,201	6,942	1,598	425	179	8,383	188	200
	2028F	2,374	10,424	1,697	409	186	8,599	196	221
영업이익률	2025	5.9%	13.8%	3.6%	13.2%	3.0%	15.3%	7.0%	8.2%
	2026F	6.4%	6.8%	4.2%	13.0%	3.4%	14.7%	5.7%	8.2%
	2027F	5.4%	7.0%	4.3%	10.8%	3.3%	14.8%	6.2%	9.6%
	2028F	5.9%	10.4%	4.3%	10.5%	3.3%	14.8%	6.5%	9.7%
당기순이익(지배)	2025	133	8,545	614	339	112	5,688	227	176
	2026F	1,197	3,647	924	326	155	6,287	127	178
	2027F	950	3,880	1,110	273	145	6,433	138	199
	2028F	1,090	5,598	1,258	254	148	6,656	142	220
PER	2025	27.3	3.6	14.2	3.3	4.7	21.3	11.3	13.2
	2026F	2.8	5.9	11.0	2.7	3.1	21.7	16.4	12.8
	2027F	3.5	5.6	9.2	3.2	3.4	21.2	15.1	11.4
	2028F	3.1	3.9	8.1	3.4	3.3	20.5	14.8	10.3
PBR	2025	0.3	0.6	1.3	0.5	0.3	2.3	1.4	1.8
	2026F	0.3	0.4	1.3	0.4	0.3	2.3	1.2	1.8
	2027F	0.2	0.4	1.2	0.3	0.2	2.3	1.1	1.7
	2028F	0.2	0.3	1.1	0.3	0.2	2.3	1.1	1.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주) 시가총액은 26.09.09 기준

한국가스공사 (036460) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	38,389	35,727	37,782	40,455	40,007
매출원가	34,976	33,167	34,899	37,699	37,088
매출총이익	3,413	2,560	2,883	2,756	2,920
판매비	409	459	479	555	546
영업이익	3,003	2,101	2,404	2,201	2,374
EBITDA	4,986	4,025	4,271	3,997	4,105
영업외손익	-1,366	-1,705	-574	-385	-404
외환관련손익	-761	114	415	368	373
이자손익	-1,416	-1,178	-1,055	-910	-714
관계기업관련손익	137	98	284	250	230
기타	674	-739	-218	-93	-293
법인세비용차감전순이익	1,638	396	1,830	1,816	1,970
법인세비용	489	264	641	872	887
계속사업순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
지배지분순이익	1,147	133	1,197	950	1,090
포괄순이익	1,201	105	1,162	917	1,056
지배지분포괄이익	1,213	106	1,165	920	1,059

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,630	6,539	4,003	3,824	4,438
당기순이익	1,149	132	1,190	944	1,084
감가상각비	1,864	1,803	1,755	1,693	1,637
외환손익	311	73	-415	-368	-373
중속, 관계기업관련손익	0	0	-284	-250	-230
자산부채의 증감	-479	3,588	1,101	972	1,623
기타현금흐름	785	943	656	833	699
투자활동 현금흐름	-1,747	-2,256	-3,246	-3,119	-2,943
투자자산	38	-21	-130	-169	28
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,666	-1,988	-1,300	-1,100	-1,100
유형자산 감소	6	4	0	0	0
기타현금흐름	-124	-251	-1,816	-1,850	-1,871
재무활동 현금흐름	-1,837	-4,056	27	36	-29
단기차입금	-316	-2,957	17	22	-4
사채 및 장기차입금	60	-1,195	0	0	0
자본	-664	0	0	0	0
현금배당	-26	-127	-101	-175	-192
기타현금흐름	-891	223	111	189	166
연결범위변동 등 기타	103	-9	60	1,443	1,548
현금의 증감	149	218	844	2,184	3,014
기초 현금	781	929	1,147	1,992	4,175
기말 현금	929	1,147	1,992	4,175	7,189
NOPLAT	3,003	2,101	2,404	2,201	2,374
FCF	1,964	4,552	2,703	2,724	3,338

자료: 유안타증권

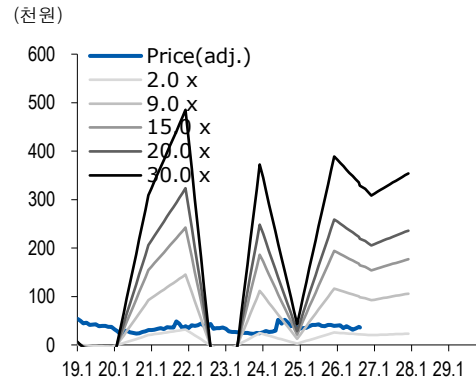
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	16,969	13,634	15,227	18,344	21,202
현금및현금성자산	929	1,147	1,992	4,175	7,189
매출채권 및 기타채권	6,954	6,086	6,467	6,925	6,848
재고자산	4,605	3,346	3,538	3,788	3,747
비유동자산	40,701	39,993	39,815	38,141	36,189
유형자산	23,008	22,834	22,378	21,785	21,249
관계기업 등 지분관련 자산	1,817	1,558	1,648	1,764	1,745
기타투자자산	755	710	750	803	794
자산총계	57,670	53,628	55,042	56,486	57,391
유동부채	21,267	17,237	17,463	17,756	17,707
매입채무 및 기타채무	2,857	2,691	2,846	3,047	3,013
단기차입금	10,081	7,078	7,078	7,078	7,078
유동성장기부채	4,929	5,149	5,149	5,149	5,149
비유동부채	25,577	25,592	25,749	25,955	25,920
장기차입금	331	348	348	348	348
사채	21,055	21,413	21,413	21,413	21,413
부채총계	46,843	42,829	43,212	43,711	43,627
지배지분	10,829	10,802	11,841	12,791	13,786
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355
이익잉여금	7,780	7,776	8,872	9,647	10,545
비지배지분	-3	-3	-10	-16	-22
자본총계	10,826	10,799	11,830	12,775	13,764
순차입금	39,212	35,156	32,350	28,949	24,861
총차입금	40,607	36,455	34,500	33,291	32,216

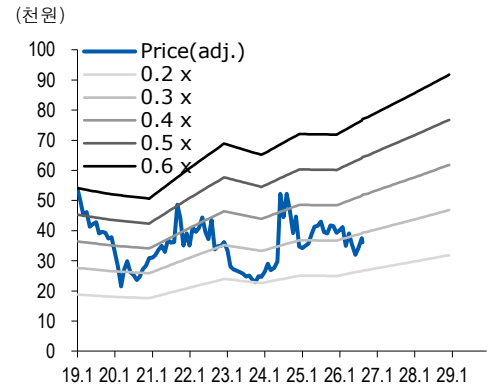
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	12,422	1,441	12,962	10,290	11,806
BPS	124,079	123,774	135,670	146,559	157,963
EBITDAPS	54,012	43,603	46,265	43,298	44,473
SPS	415,854	387,024	409,280	438,234	433,388
DPS	1,455	1,154	2,000	2,200	2,300
PER	3.0	27.2	2.8	3.5	3.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	9.6	8.4	8.1	6.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-13.8	-6.9	5.8	7.1	-1.1
영업이익 증가율 (%)	93.3	-30.0	14.4	-8.4	7.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-88.4	799.6	-20.6	14.7
매출총이익률 (%)	8.9	7.2	7.6	6.8	7.3
영업이익률 (%)	7.8	5.9	6.4	5.4	5.9
지배순이익률 (%)	3.0	0.4	3.2	2.3	2.7
EBITDA 마진 (%)	13.0	11.3	11.3	9.9	10.3
ROIC	5.8	2.0	5.1	4.0	3.9
ROA	2.0	0.2	2.2	1.7	1.9
ROE	11.2	1.2	10.6	7.7	8.2
부채비율 (%)	432.7	396.6	365.3	342.2	317.0
순차입금/자기자본 (%)	362.1	325.4	273.2	226.3	180.3
영업이익/금융비용 (배)	2.0	1.7	2.1	2.0	2.2

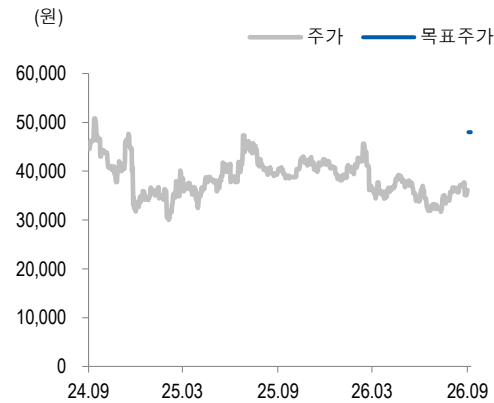
P/E band chart



P/B band chart



한국가스공사 (036460) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-10	BUY	48,000	1년		
2026-04-08	1년 경과 이후		1년		
2025-04-08	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK가스 (018670)

연료 선택권이 만든 이익 체력

투자 의견 BUY, 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시한다.

SK가스는 해외에서 LPG를 조달해 국내외에 판매하는 국내 대표 LPG 수입·유통 사업자다. 조달한 LPG는 대리점과 석유화학·산업체에 판매하고 해외 트레이딩에도 활용한다. 최근에는 사업영역이 LNG 인프라와 발전까지 확장됐다. LNG는 KET를 통해 저장·송출하고, 약 1.2GW 규모의 울산GPS에서는 LNG와 LPG를 연료로 전력을 생산한다. LPG 조달·판매에 발전과 LNG 인프라가 더해지면서 이익을 창출할 수 있는 경로가 넓어졌다.

투자포인트는 세 가지다. 첫째, LPG 본업의 이익 기반이 견조하다. 실물과 파생상품의 손익 인식 시차로 분기 실적 변동성이 크게 나타나지만 국내외 판매와 트레이딩을 기반으로 연간 이익 창출력은 유지되고 있다. 2Q26 손실 이후 하반기에는 판가와 원가 간 시차가 완화된 뒤 LPG 이익 회복을 예상한다.

둘째, 울산GPS 가동으로 이익 체력이 한 단계 높아졌다. LNG와 LPG를 모두 사용할 수 있어 상대가격에 따라 경제성이 높은 연료를 선택할 수 있고, 기존 LPG 트레이딩과 KET 저장 인프라까지 연결된다. 같은 에너지원을 국내에 판매할지, 해외에서 거래할지, 발전에 사용할지를 선택할 수 있는 구조다. 연료 선택권과 조달 경쟁력을 바탕으로 안정적인 발전 이익을 이어갈 전망이다.

셋째, 대규모 투자 이후 현금의 활용처가 달라진다. 울산GPS와 KET에 집중했던 투자가 가동 단계에 진입하면서 CAPEX 부담은 낮아지고 현금창출 여력은 확대될 전망이다. 기존 주주환원정책이 2026년까지 적용되는 만큼 차기 정책에서 배당 확대나 자사주 활용이 구체화 될 경우 추가적인 기업가치 상승 요인이 될 수 있다.

울산 AIDC는 향후 추가적인 성장 옵션이다. 2027년부터 울산 AIDC가 단계적으로 가동되면서 지역 내 전력과 LNG 수요가 확대될 전망이다. 울산GPS와 KET 등 SK가스가 이미 구축한 LNG·발전 인프라의 활용도가 높아질 가능성에 주목한다.



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 340,000원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (9/9) 242,500원

상승여력 40%

시가총액	22,478억원
총발행주식수	9,269,244주
60일 평균 거래대금	31억원
60일 평균 거래량	13,752주
52주 고/저	290,000원 / 198,000원
외인지분율	5.71%
배당수익률	4.00%
주요주주	SK 디스커버리 외 1 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.4	14.1	1.3
상대	(5.6)	31.0	(53.2)
절대 (달러환산)	12.7	29.1	5.2

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,772	42.1	19.8	2,362	17.4
영업이익	117	-32.7	흑전	144	-18.9
세전계속사업이익	119	-14.2	흑전		
지배순이익	96	-5.2	흑전		
영업이익률 (%)	4.2	-4.7 %pt	흑전	6.1	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	-1.8 %pt	흑전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	7,096	7,676	10,219	9,600
영업이익	287	443	425	517
지배순이익	194	235	371	327
PER	8.2	9.5	6.0	6.9
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.1	7.7	8.1	6.8
ROE	7.2	8.2	12.1	9.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

1. LPG 트레이딩, 분기 손익보다 연간 수익성이 중요

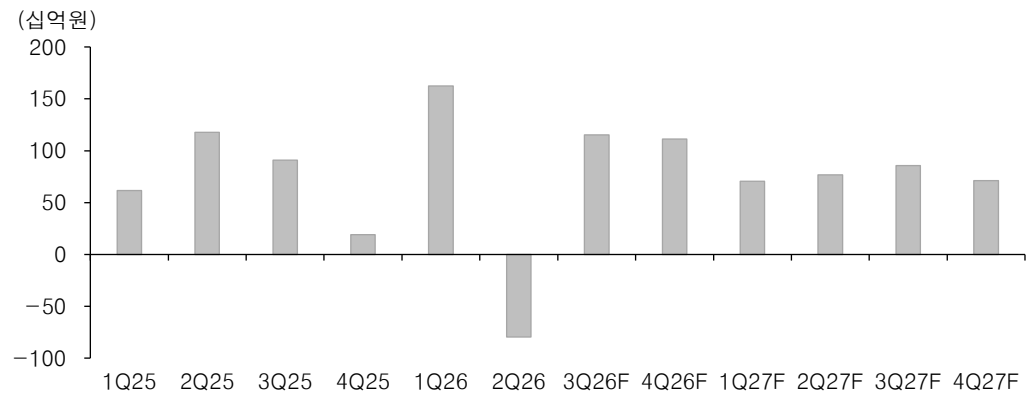
LPG 사업은 실물 거래와 파생상품을 함께 운용한다. 실물 LPG 의 구매·판매 시점과 파생상품 평가손익의 인식 시점이 달라 분기별 손익 변동성이 크게 나타날 수 있다.

1Q26 LPG 영업이익은 1,623억원, 2Q26에는 -796억원을 기록했다. 1Q에는 LPG 가격 상승 과정에서 파생상품 평가이익이 먼저 반영됐고, 2Q 에는 고가 실물이 매출원가에 반영되면서 손익이 반대 방향으로 움직였다. 2Q26 손익 악화의 약 70%가 실물과 페이퍼의 손익 인식 시점 차이와 연관된 것으로 파악된다.

여기에 국제 LPG 가격과 국내 판매가격 간 반영 시차가 더해졌다. 국제가격 상승분이 국내 판매가에 즉시 반영되지 않으면서 2Q 수익성이 낮아졌고, 하반기에는 국제가격 안정과 함께 일부 마진 회수가 가능할 것으로 추정한다.

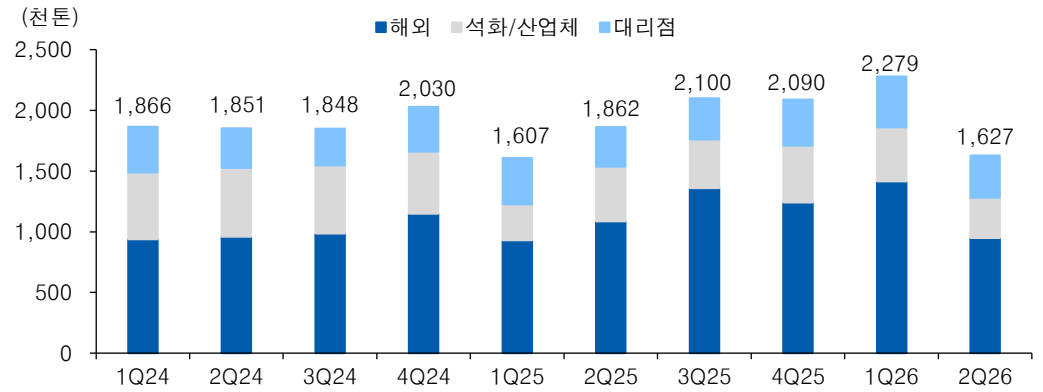
하반기에는 판가와 원가 간 시차가 완화되면서 LPG 수익성이 회복될 전망이다. 3Q26 전사 영업이익은 1,168억원으로 **흑자전환을 예상한다**. LPG는 국내외 판매 기반과 트레이딩을 바탕으로 전사 이익의 기초를 형성하며, 2027년에도 연간 3,000억원 수준의 영업이익을 유지할 전망이다.

분기별 LPG 영업이익 추이 및 전망



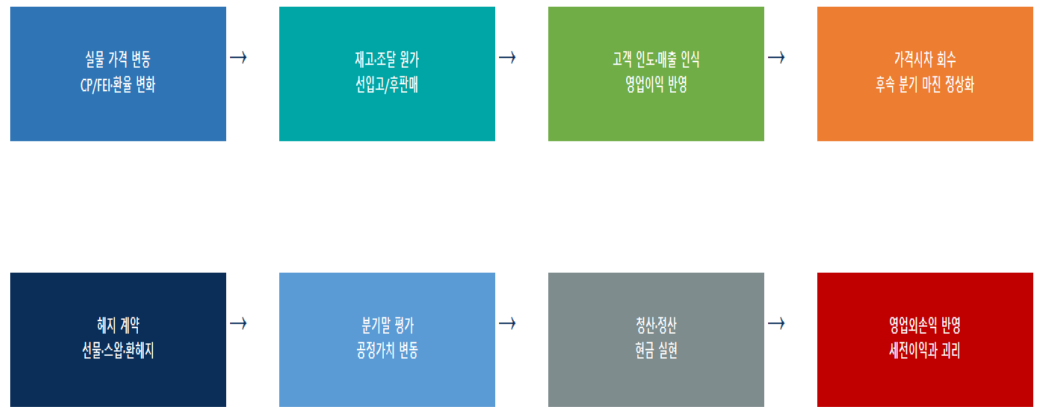
자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 LPG 판매량과 판매처 구성 추이



자료: SK 가스, 유안타증권 리서치센터

실물 LPG와 파생손익의 인식 시차



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 울산GPS, 2027년 증익의 핵심

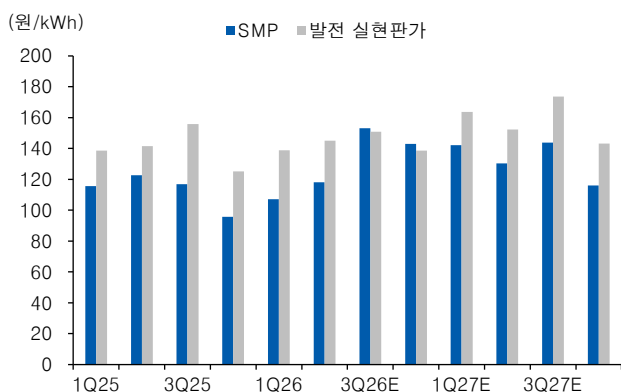
울산GPS는 LNG 발전단 기준 1,212MW, LPG 발전단 기준 1,171MW 규모다. LNG는 SK Gas International을 통해 직도입하고 KET를 통해 저장·송출하며, LPG는 SK가스가 직접 공급한다.

LNG와 LPG의 상대가격이 달라지면 연료 선택도 달라진다. LNG가 상대적으로 저렴한 구간에서는 LNG 사용 비중을 높이고, LPG의 경제성이 높아지는 구간에서는 LPG를 사용할 수 있다.

SK가스는 여기에 기존 LPG 트레이딩과 저장 역량을 결합한다. 같은 LPG를 국내 고객에게 판매하거나 해외에서 트레이딩하거나 GPS 연료로 사용할 수 있으며, LNG 역시 저장과 발전을 연결할 수 있다. 이 구조의 핵심은 원료 가격 변화에 대응할 수 있는 선택권이다.

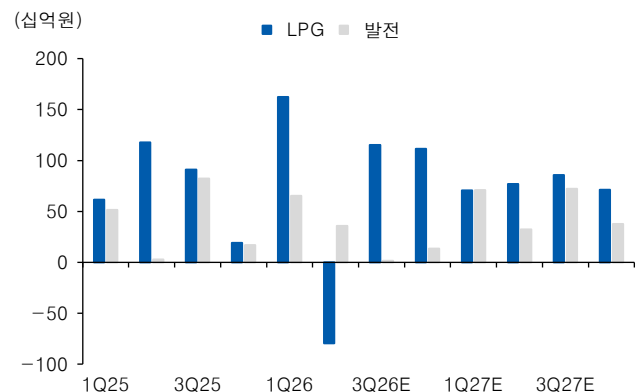
이러한 사업구조는 2027년 실적에서 본격적으로 나타날 전망이다. 발전 매출액은 2027년 전년 대비 4.2% 증가하는 가운데 발전 영업이익은 1,160억원에서 2,128억원으로 큰 폭 증가할 것으로 예상된다. 전력가격은 2026년 대비 낮게 가정했으며, 연료 선택과 조달 경쟁력을 통해 발전 수익성이 개선될 것으로 추정한다.

SMP vs 발전 실현판가 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

LPG에서 LNG·발전까지 연결된 밸류체인



자료: 유안타증권 리서치센터

3. 투자에서 회수로, 주주환원이 다음 변수

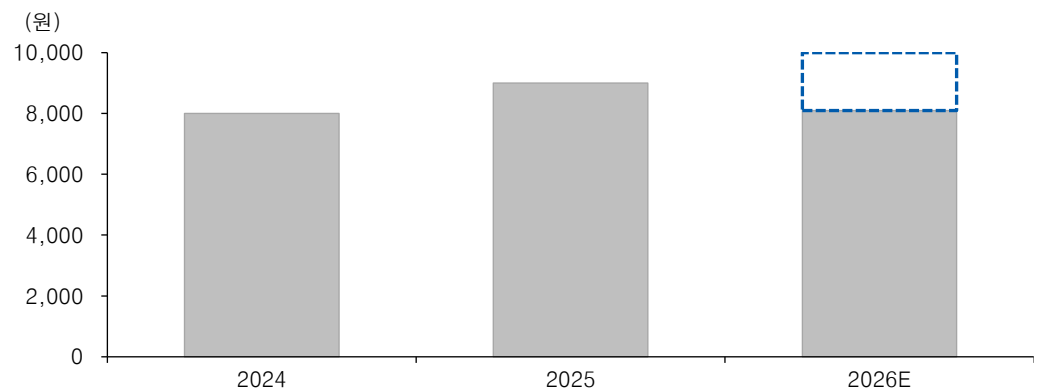
울산 GPS 와 KET 를 중심으로 진행된 대규모 투자가 가동 단계에 진입했다. 신규 자산에서 이익이 발생하기 시작하면서 SK 가스의 현금흐름도 투자 집행 중심에서 투자금 회수 중심으로 이동할 전망이다.

울산 GPS 는 이미 전사 영업이익의 한 축으로 자리 잡았고, KET 역시 LNG 저장·송출 인프라로 활용되고 있다. 향후 CAPEX 부담이 낮아지면서 영업에서 창출되는 현금의 활용 여력도 확대될 것으로 예상된다.

주주환원 역시 다음 변수가 될 수 있다. 기존 주주환원정책은 2026년까지 적용된다. 10월 CEO Investor Day 에서 증장기 성장전략과 함께 차기 주주환원정책 공개가 기대된다.

대규모 투자 사이클 종료 이후 현금창출력이 높아지는 시점에서 배당 확대 또는 자사주 활용 정책이 구체화될 경우 추가적인 주가 상승 동력이 될 수 있다.

DPS 추이 및 전망



자료: SK 가스, 유안타증권 리서치센터

4. 3Q26부터 이익 회복, 2027년에도 견조한 이익 체력

3Q26 연결 매출액은 2조 7,719억원(YoY +42.1%), 영업이익은 1,168억원(YoY -32.7%, OPM 4.2%)으로 전망한다. 2Q26 LPG 사업에 부담으로 작용했던 실물 원가와 국내 판가 간 시차가 완화되면서 LPG 이익이 회복되고, 울산 GPS도 견조한 이익 기여를 이어갈 것으로 예상된다.

2026년 연결 매출액은 10조 2,192억원(YoY +33.1%), 영업이익은 4,253억원(YoY -3.9%, OPM 4.2%)으로 전망한다. 상반기 LPG 가격 급등과 실물·파생상품 간 손익 인식 시차가 연간 실적 변동성을 키울 것으로 예상된다.

2027년 연결 매출액은 9조 6,004억원(YoY -6.1%), 영업이익은 5,169억원(YoY +21.5%, OPM 5.4%)으로 전망한다. 매출 감소는 LPG 판매량보다 국제 LPG 가격 하락에 따른 판매단가 조정의 영향이 크다. 실제 LPG 매출은 2026년 9.33조원에서 2027년 8.68조원으로 감소하는 반면 발전 매출은 8,866억원에서 9,239억원으로 증가할 전망이다. LPG 영업이익은 2027년에도 약 3,000억원을 유지하고, 울산 GPS 영업이익이 크게 증가하면서 전사 OPM은 2026년 4.2%에서 2027년 5.4%로 상승할 전망이다.

2027년의 핵심은 매출 성장보다 이익 성장이다. LPG 가격 하락으로 외형은 낮아지지만 LPG 본업의 이익은 유지되고, 울산 GPS의 이익 기여가 확대되면서 전사 영업이익은 두 자릿수 성장할 전망이다.

SK가스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,827.0	1,880.4	1,950.2	2,018.7	2,635.3	2,313.0	2,771.9	2,499.0	7,676.3	10,219.2	9,600.4
LPG	1,596.5	1,783.8	1,695.3	1,840.7	2,375.0	2,136.0	2,530.6	2,291.0	6,916.2	9,332.6	8,676.6
발전	230.6	96.6	254.9	178.0	260.3	177.0	241.3	208.0	760.1	886.6	923.9
% YoY											
매출액	5.9%	13.9%	12.5%	1.7%	44.2%	23.0%	42.1%	23.8%	8.2%	33.1%	-6.1%
LPG	-7.5%	8.5%	0.5%	-0.7%	48.8%	19.7%	49.3%	24.5%	0.1%	34.9%	-7.0%
발전		1327.9%	443.5%	35.1%	12.9%	83.2%	-5.3%	16.8%	309.9%	16.6%	4.2%
영업이익	112.9	120.7	173.5	35.8	227.7	-43.9	116.8	124.8	442.8	425.3	516.9
% YoY	51.3%	157.0%	303.3%	-70.8%	101.7%	-136.4%	-32.7%	248.5%	54.2%	-3.9%	21.5%
LPG	61.5	117.8	91.1	18.9	162.3	-79.6	115.4	111.3	289.3	309.4	304.1
발전	51.4	2.9	82.4	16.9	65.4	35.7	1.5	13.4	153.6	116.0	212.8
영업이익률	6.2%	6.4%	8.9%	1.8%	8.6%	-1.9%	4.2%	5.0%	5.8%	4.2%	5.4%
LPG	3.9%	6.6%	5.4%	1.0%	6.8%	-3.7%	4.6%	4.9%	4.2%	3.3%	3.5%
발전	22.3%	3.0%	32.3%	9.5%	25.1%	20.2%	0.6%	6.5%	20.2%	13.1%	23.0%
세전이익	113.8	60.2	138.7	1.5	358.1	-42.6	119.0	112.1	314.2	546.7	518.8
지배주주순이익	92.9	57.3	100.9	-15.8	259.8	-36.5	95.6	52.4	235.3	371.3	326.8

자료: 유안타증권 리서치센터

5. 목표주가 340,000원 커버리지 개시

SK 가스에 대해 BUY, 목표주가 340,000 원을 제시한다. 목표주가는 2027 년 예상 BPS 378,619 원에 Target PBR 0.9 배를 적용해 산출했다.

Target PBR 0.9 배는 울산 GPS 의 이익 기여 확대와 대규모 투자 이후 현금창출 개선을 반영했다. 2027 년에는 영업이익이 21.5% 증가하고 FCF 가 확대되면서 기존 투자자산이 실제 이익과 현금으로 전환되는 과정이 본격화될 전망이다.

추가적인 밸류에이션 상승 변수는 ① 차기 주주환원정책 강화, ② 울산 GPS 의 발전수익 확대, ③ LPG·LNG optionality 수익의 추가 확인, ④ 울산 AIDC 를 포함한 기존 에너지 인프라의 활용도 상승이다.

울산은 SK 가스가 보유한 LPG·LNG 조달망과 KET, 울산 GPS 등 에너지 인프라가 집중된 지역이다. 2027 년부터 울산 AIDC 가 단계적으로 가동되면서 지역 내 안정적인 전력과 LNG 인프라의 활용도도 높아질 전망이다. 초기 전력공급은 SK 멀티유틸리티가 담당하며, 향후 데이터센터 증설 과정에서 울산 GPS 와 KET 등 기존 에너지 자산의 추가 활용 가능성을 주목한다. 현재 실적과 목표주가는 기존 LPG·발전사업을 기준으로 산정했으며 AIDC 연계는 추가 성장 옵션으로 평가한다.

SK 가스 목표주가 산정

구분	내용	비고
27F BPS(원)	378,619	(a) 2027년 추정 BPS
Target PBR(배)	0.9	(b) 역사적 밸류에이션 상단
주당가치(원)	340,757	(c) = (a) * (b)
목표주가(원)	340,000	
현재주가(원)	242,500	2026.09.09 종가
상승여력(%)	40	

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 가스 밸류에이션 Table

(단위: 십억원, 백만달러)

		SK 가스	포스코 인터내셔널	E1	SK 이노베이션	DORIAN	ATMOS ENERGY CORP	BW LPG
시가총액		2,248	10,204	675	25,950	2,288	28,402	3,808
매출액	2025	7,676	32,374	10,393	80,296	482	4,703	3,582
	2026F	10,219	34,715	15,410	104,117	640	5,142	1,259
	2027F	9,600	37,323	15,408	95,386	417	5,509	791
	2028F	9,733	39,838	15,067	95,408	324	6,014	729
영업이익	2025	443	1,165	324	-270	210	1,560	348
	2026F	425	1,453	165	8,733	415	1,873	808
	2027F	517	1,598	449	4,547	183	2,145	353
	2028F	523	1,697	453	4,385	86	2,426	273
영업이익률	2025	5.8%	3.6%	3.1%	-0.3%	43.6%	33.2%	9.7%
	2026F	4.2%	4.2%	1.1%	8.4%	64.8%	36.4%	64.2%
	2027F	5.4%	4.3%	2.9%	4.8%	43.8%	38.9%	44.6%
	2028F	5.4%	4.3%	3.0%	4.6%	26.7%	40.3%	37.5%
당기순이익(지배)	2025	235	614	105	-3,348	194	1,199	242
	2026F	371	924	155	2,911	338	1,414	698
	2027F	327	1,110	145	2,014	161	1,556	302
	2028F	335	1,258	148	2,084	89	1,740	249
PER	2025	8.8	14.2	5.5	-	7.5	22.9	-
	2026F	6.1	11.0	4.4	8.9	6.8	20.1	5.5
	2027F	6.9	9.2	4.7	12.9	14.2	18.3	12.6
	2028F	6.7	8.1	4.6	12.4	25.8	16.3	15.3
PBR	2025	0.7	1.3	0.2	0.8	1.3	2.0	-
	2026F	0.7	1.3	0.3	0.9	1.6	-	1.8
	2027F	0.7	1.2	0.2	0.9	1.7	-	1.8
	2028F	0.6	1.1	0.2	0.8	1.8	-	1.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주) 시가총액은 26.09.09 기준

SK 가스 (018670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	7,096	7,676	10,219	9,600	9,733	
매출원가	6,488	6,889	9,379	8,672	8,799	
매출총이익	608	787	840	929	934	
판매비	321	344	415	412	411	
영업이익	287	443	425	517	523	
EBITDA	451	705	686	782	799	
영업외손익	-28	-129	121	2	6	
외환관련손익	-68	8	68	69	70	
이자손익	-46	-108	-111	-112	-108	
관계기업관련손익	-65	-88	90	0	0	
기타	152	60	74	45	45	
법인세비용차감전순이익	260	314	547	519	530	
법인세비용	67	80	138	130	132	
계속사업순이익	193	234	409	389	397	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	193	234	409	389	397	
지배지분순이익	194	235	371	327	335	
포괄순이익	254	217	418	398	406	
지배지분포괄이익	254	218	420	400	409	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	373	673	330	745	669	
당기순이익	193	234	409	389	397	
감가상각비	155	250	250	255	266	
외환손익	12	-12	-68	-69	-70	
중속, 관계기업관련손익	65	88	-90	0	0	
자산부채의 증감	12	-24	-384	26	-72	
기타현금흐름	-63	137	213	144	147	
투자활동 현금흐름	-163	-547	-628	-232	-410	
투자자산	-75	-239	-233	96	-21	
유형자산 증가 (CAPEX)	-351	-297	-250	-300	-350	
유형자산 감소	2	3	0	0	0	
기타현금흐름	262	-14	-145	-28	-40	
재무활동 현금흐름	-147	-81	-174	-164	-189	
단기차입금	-166	-1	9	-2	0	
사채 및 장기차입금	1,147	112	0	0	0	
자본	0	2	0	0	0	
현금배당	-72	-72	-81	-90	-90	
기타현금흐름	-1,056	-121	-102	-72	-100	
연결범위변동 등 기타	27	-3	257	36	75	
현금의 증감	91	41	-215	385	144	
기초 현금	494	585	626	411	796	
기말 현금	585	626	411	796	940	
NOPLAT	287	443	425	517	523	
FCF	22	376	80	445	319	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

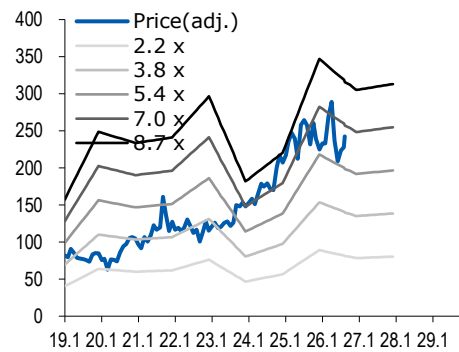
재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,465	2,513	2,935	3,168	3,345
현금및현금성자산	585	626	411	796	940
매출채권 및 기타채권	957	911	1,231	1,157	1,173
재고자산	496	502	668	627	636
비유동자산	5,139	5,519	5,727	5,673	5,764
유형자산	2,533	2,683	2,683	2,728	2,811
관계기업등 지분관련자산	991	976	1,299	1,220	1,237
기타투자자산	202	426	336	319	323
자산총계	7,604	8,032	8,662	8,841	9,109
유동부채	2,021	1,895	2,145	2,084	2,097
매입채무 및 기타채무	726	660	879	826	837
단기차입금	532	580	580	580	580
유동성장기부채	599	560	560	560	560
비유동부채	2,795	2,992	3,039	3,027	3,030
장기차입금	709	749	749	749	749
사채	908	998	998	998	998
부채총계	4,816	4,887	5,184	5,112	5,127
지배지분	2,779	2,928	3,224	3,413	3,604
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	195	197	197	197	197
이익잉여금	2,495	2,660	2,950	3,186	3,432
비지배지분	9	216	254	316	378
자본총계	2,788	3,145	3,478	3,729	3,982
순차입금	2,947	2,990	3,087	2,731	2,581
총차입금	3,907	4,018	4,026	4,024	4,025

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	21,020	25,453	40,095	35,260	36,186
BPS	309,598	325,701	357,680	378,619	399,792
EBITDAPS	48,825	76,264	74,104	84,412	86,176
SPS	768,766	830,550	1,103,608	1,035,730	1,050,064
DPS	8,000	9,000	10,000	10,000	10,000
PER	8.2	9.5	6.0	6.9	6.7
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.1	7.7	8.1	6.8	6.5
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	1.5	8.2	33.1	-6.1	1.4	
영업이익 증가율 (%)	-5.4	54.2	-3.9	21.5	1.3	
지배순이익 증가율 (%)	-38.7	21.2	57.8	-12.0	2.6	
매출총이익률 (%)	8.6	10.3	8.2	9.7	9.6	
영업이익률 (%)	4.0	5.8	4.2	5.4	5.4	
지배순이익률 (%)	2.7	3.1	3.6	3.4	3.4	
EBITDA 마진 (%)	6.4	9.2	6.7	8.2	8.2	
ROIC	6.5	9.5	9.5	10.0	10.3	
ROA	2.8	3.0	4.4	3.7	3.7	
ROE	7.2	8.2	12.1	9.8	9.6	
부채비율 (%)	172.7	155.4	149.0	137.1	128.8	
순차입금/자기자본 (%)	106.0	102.1	95.8	80.0	71.6	
영업이익/금융비용 (배)	3.7	3.2	3.0	3.6	3.5	

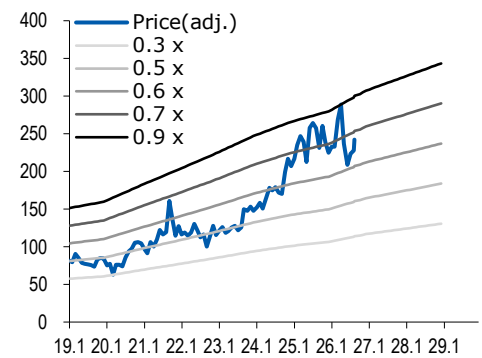
P/E band chart

(천원)

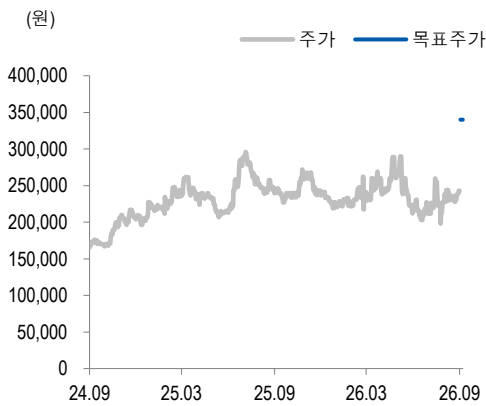


P/B band chart

(천원)



SK 가스 (018670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-09-10	BUY	340,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-09-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **최현재**
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전자/신에너지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com			
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Market Analyst	이재원	5719 jaewon2.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤	3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전자/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com			
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643 jongsung.bae@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	신승우	5594 sungwoo.shin@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김영민	5602 yeongmin.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조계철	2665 gyecheol.jo@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com			
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com			
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com			
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com			
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com			
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com			
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com			
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com			
방산/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com			
운송	최지윤	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com			
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com			
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com			
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com			
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com			

