



Overweight

2025년 7월 16일 | 산업분석_Update

유틸리티

낙관에 대한 고민

한국수력원자력과 한국전력

팀코리아 원전 사업의 디벨로퍼는 한수원으로 일원화되면서 모회사와 자회사 역할 조정은 마무리되었다. 대형 원전 건설 수익성은 긴 건설기간으로 불확실성이 존재한다. UAE 바라카 원전은 매출총이익 BEP 수준으로 마무리되었고 2022년 수주한 이집트 엘다바 원전은 올해 1분기 총당부채를 반영한 상황이다. 과거 이력이 미래 성패를 결정하지는 않지만 참고에는 적절한 지표로 활용 가능하다. 미국의 대형 원전 부활 선언은 기대감 측면에서 긍정적이긴 하지만 긴 시간에 노출되어 있어 마진의 안정성은 쉽게 담보되기 어렵다. 자회사의 상장 가능성에 대한 기대감은 정산조정계수의 존재로 일부 사실 확인이 필요하다. 2016년 남동발전과 동서발전 상장이 추진될 당시 외국인 지분 허용 범위도 문제이지만 정산조정계수로 인한 실적 불확실성이 상장 불발 근거로 해석된다. 당시 한국수력원자력도 상장 가능성이 언급된 바 있다. 실적 안정성 제고를 위해서는 정부승인차액계약(VC) 등 규제 도입이 필요하나 현재 논의가 중단된 상황이다. 계약 갱신 시 투자보수율 변화가 이슈가 될 수 있으며 한국전력과 체로섬이기 때문에 한수원에게 유리할 경우 의도치 않은 요금 인상 요인이 될 수 있다.

상법 개정과 전기요금

주요 시장형 공기업의 공공지분은 한국전력 51%, 한국가스공사 55%, 지역난방공사 75% 수준이다. 또한 의사결정 권한이 대주주인 정부에게 있다는 사실을 넘어 의사결정의 구조를 볼 때 상법 개정안이 전기요금 결정에 미치는 영향은 제한적일 수밖에 없다. 전기요금 조정 절차는 한국전력의 조정을 산업부 장관과 기획재정부 장관의 협의 하에 전기위원회에서 심의 및 의결하도록 규정되어 있다. 비록 요금 결정 권한이 이사회에 없지만 3개월 주기로 발표되는 연료비 조정단가를 요금 조정안으로 간주하면 한국전력은 전기요금 조정을 위해 꾸준히 노력하는 상황으로 해석할 수 있다. 2015년 대법원 판결에서도 전기사업의 공공성, 공익성을 강조한 것을 볼 수 있듯이 특별한 단기 변화 요인이 되기는 어렵다고 판단된다.

세법 개정은 유무형의 변화로 이어질 가능성

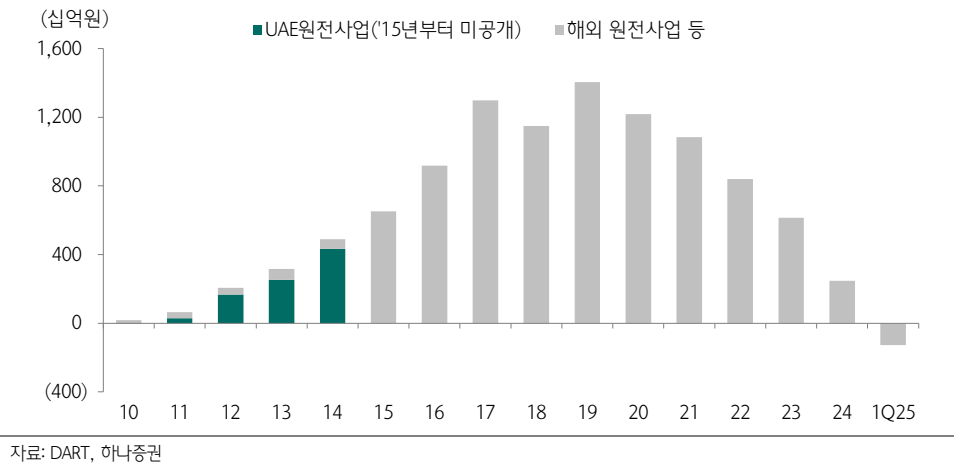
배당성향 35% 이상 상장사의 배당금을 분리과세하는 소득세법 개정안이 발의된 상황이다. 2024년 밸류업이 정책으로 구체화된 당시에 정부 규제를 받는 산업군의 재평가가 급격히 나타났다. 한편 유틸리티 섹터에서 공공서비스를 담당하는 기업들의 경우 2024년 사업연도 기준 배당성향이 20% 내외로 낮았다. 물론 개별 기업들의 재무 상황을 고려할 때 배당이 재개된 것만으로도 충분히 공격적인 정책으로 볼 수 있다. 만약 정부 정책으로 배당 강화 기조가 나타난다면 기존 가이드라인이었던 40%까지 기대해볼 여지도 충분하다. 실제 배당 여부에 앞서 정책 변화가 주가 반응을 이끌어낼 개연성에 대비할 필요가 있다.



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

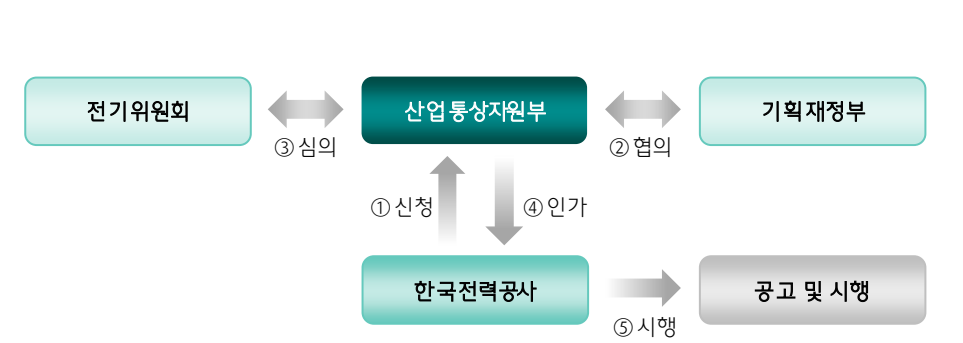
한국전력의 누적 건설계약 손익
매출총이익 기준 BEP 이하

도표 1. 한국전력 연결 기준 건설계약(해외 원전사업 포함) 누적손익 추이



산업부에 전기요금 조정신청
산업부는 기재부와 협의
전기위원회 심의 거친 후 인가

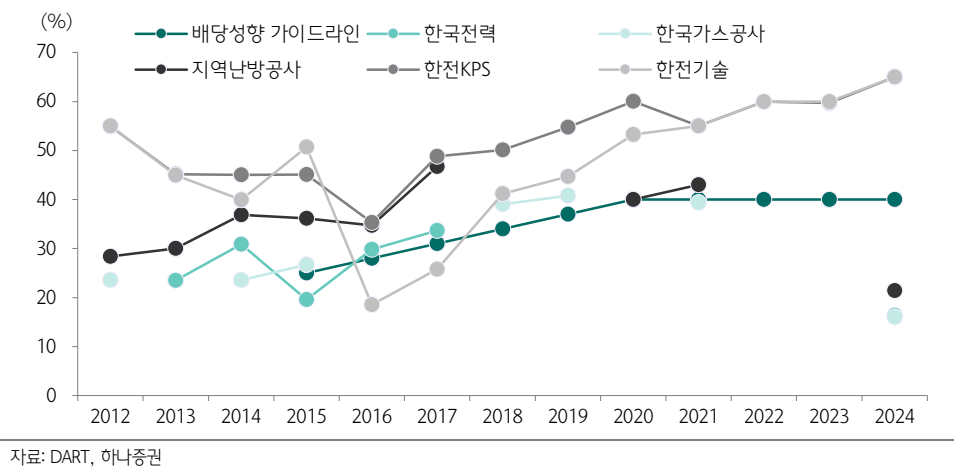
도표 2. 전기요금 조정 절차



정부출자기관 배당성향목표로
2020년 이후 유틸리티 기업
배당성향 40% 이상 유지

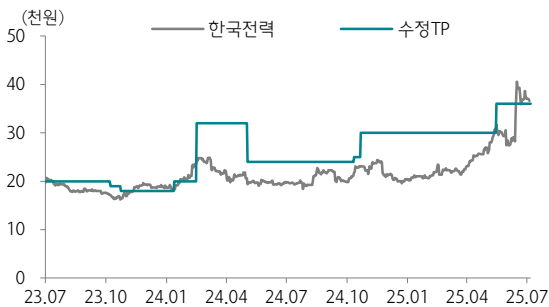
한편 연이은 재무구조 악화로
2024년 사업연도 배당성향은
이례적으로 낮은 수준 기록

도표 3. 주요 상장 공기업(유틸리티) 배당성향 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.26	BUY	36,000		
24.11.1	BUY	30,000	-24.37%	2.33%
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.9.10	BUY	24,000	-13.68%	-7.29%
24.9.6	BUY	-	-	-
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%
24.1.23	Neutral	20,000	4.51%	17.75%
23.11.3	Neutral	18,000	3.23%	9.17%
23.10.12	1년 경과		-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 7월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 13일