

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권

유틸리티 Overweight | Analyst 유재선



10년 만에 돌아오는
배당 사이클

하나증권

10년 만에 돌아오는 배당 사이클

- 2023년~2024년에 이어 2025년에도 세수 부족 예상. 최근 3년 유틸리티 기업 수익 악화로 국책은행 배당 수취 의존도 증가
- 주요 원가 지표 양호로 유틸리티 섹터 실적 개선 구간. 정부 배당 수요 증가로 유틸리티 기업 배당성향 상향 가능성 높음
- Top Picks: 지역난방공사, 한국전력. 고배당 가능성에 주목

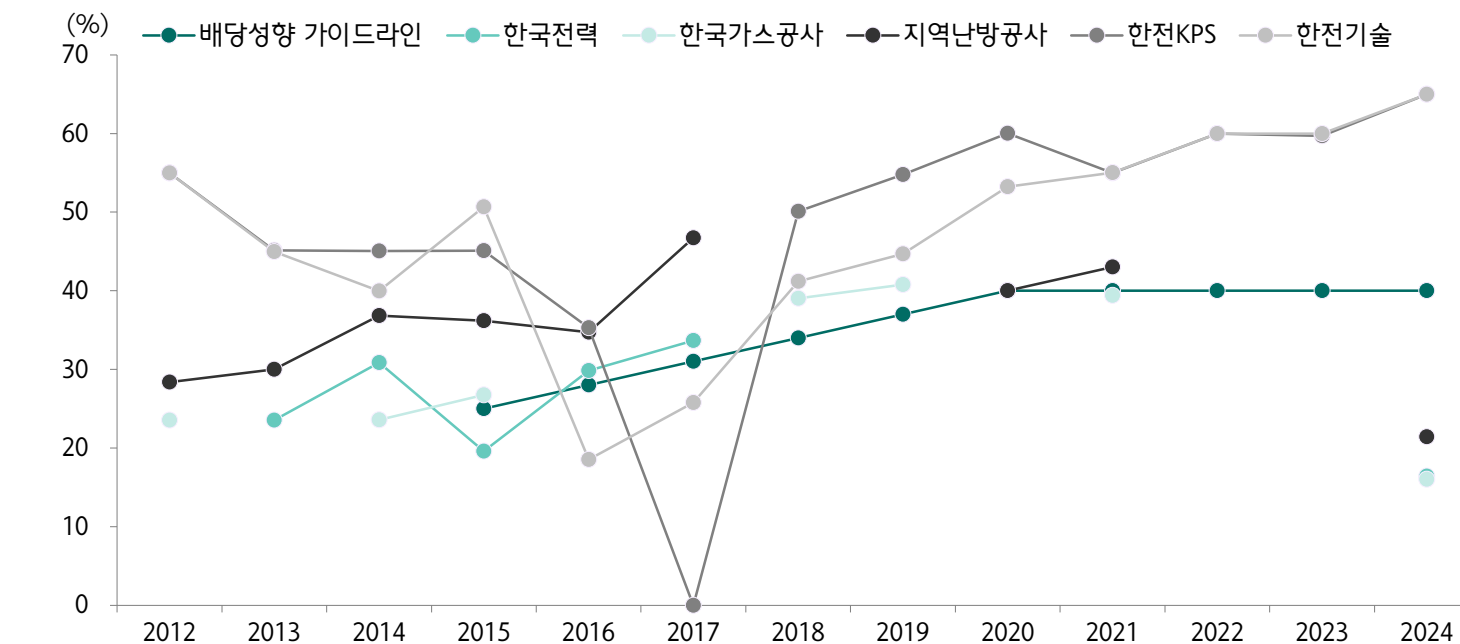
2016년	배당금	2017년	배당금	2018년	배당금
한국전력공사	3,622	한국토지주택공사	3,764	한국토지주택공사	4,681
인천국제공항공사	2,706	인천국제공항공사	3,473	인천국제공항공사	4,725
중소기업은행	1,491	한국전력공사	2,313	중소기업은행	2,067
한국토지주택공사	1,263	중소기업은행	1,608	한국산업은행	1,471
한국공항공사	655	주택도시보증공사	1,352	주택도시보증공사	1,025
주택도시보증공사	633	한국공항공사	660	한국전력공사	923
부산항만공사	427	한국주택금융공사	584	한국공항공사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

자료: 기획재정부, 하나증권

정부 배당정책과 상장 공기업 배당성향

- 정부 출자기관의 평균 배당성향은 2014년 배당정책 가이드라인에 따라 2015년 25%를 시작으로 2020년까지 40%까지 상향
- 동유럽 분쟁 이후 공공요금 관련된 3개 기업 적자/미수금 증가. 2022년~2023년은 유틸리티 공기업들의 배당이 불가능했던 시기
- 2025년 2월 유틸리티 3사 배당 재개. 다만 배당성향은 가이드라인 하회. 한국전력 16.5%, 한국가스공사 16.0%, 지역난방공사 21.4%

주요 상장 공기업(유틸리티) 배당성향 추이

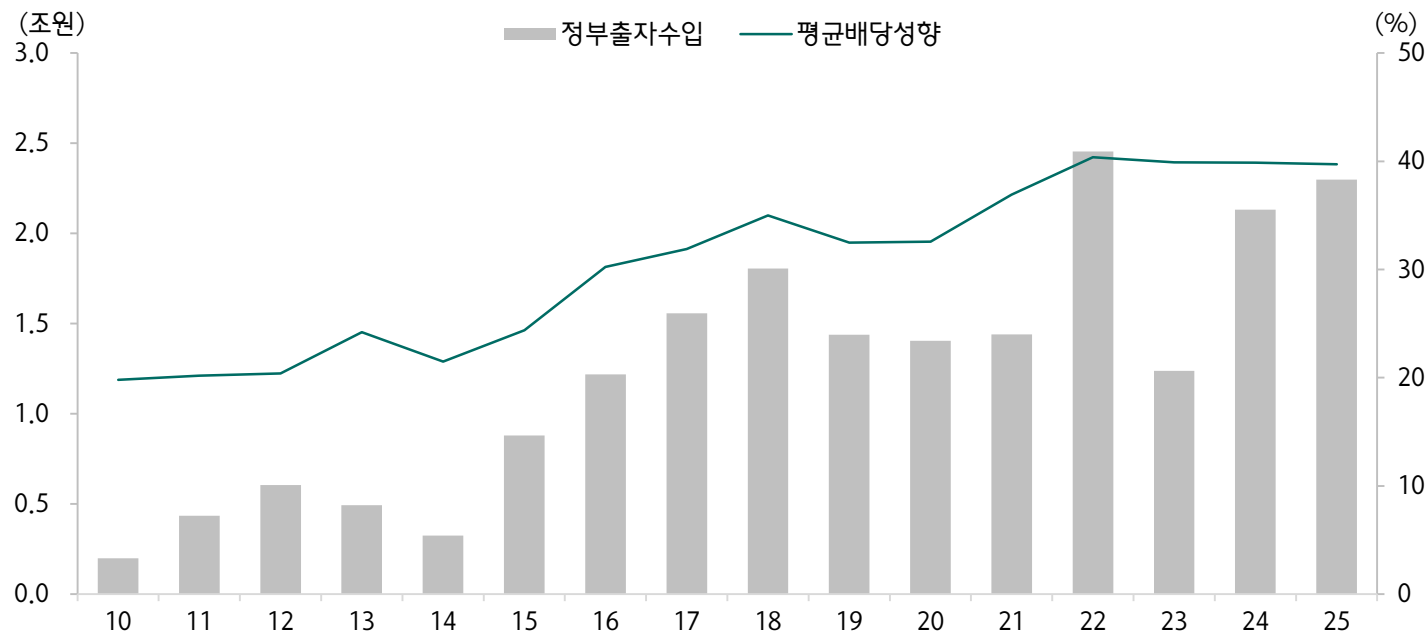


자료: Dart, 하나증권

세수 부족과 출자기관 배당 추이

- 최근에 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행 등 금융위 소속 기관들로부터 배당을 많이 수취
- 2023년~2025년 배당수입 중 국책은행 3사의 비중은 57.6%, 71.7%, 67.3%로 압도적
- 2016년~2018년 국책은행에 더해 한국전력공사, 인천국제공항공사, 한국토지주택공사 높게 기여. 3사 비중 62.3%, 56.8%, 57.2%

정부출자수입 추이

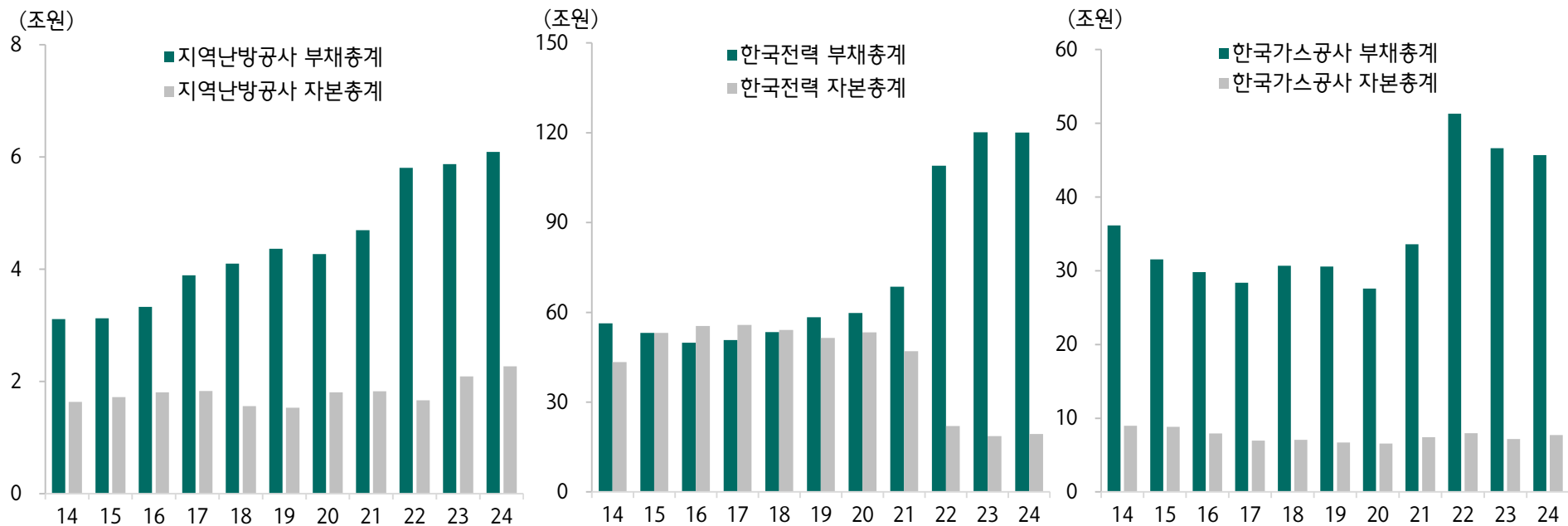


자료: 기획재정부, 하나증권

유틸리티 기업 실적 개선

- 배당 성향 상향 제약 요소는 차입금. 한국전력 사채발행한도 제약(2027년 말 한도 확대 일몰)도 배당을 낙관하기 어려운 요인
- 다만 법률은 특정 미래 시점에서도 해결이 가능한 당위적인 이슈. 그에 비해 누적된 정부 세수 부족은 당장 대책이 필요한 현실 문제
- 유틸리티 기업 실적 회복 감안하면 차입금 증가는 제한적인 상황. 배당금 증가로 인한 부채비율 상승은 크게 걱정할 요인이 아님

별도 기준 한국전력-한국가스공사-지역난방공사 부채 및 자본 추이



자료: Dart, 하나증권

- 연초에 이미 작게나마 배당이 집행되었기 때문에 2025년 당시 논의 주제였던 재개 여부보다는 배당 성향에 초점이 맞춰질 것
- 공기업 배당 기준은 별도 당기순이익. 차입금 증가와 배당 정책은 무관. 실적 성장 감안하면 배당 성향도 회복 가능할 전망

유틸리티 3개 기업의 배당 시행 여부 및 총차입금 증감 추이

한국전력	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
배당 여부	X	O	O	O	O	O	X	X	O	X	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	증가	감소	감소	감소	증가	증가	증가	감소	증가	증가	증가	감소
배당금 규모	-	56	321	1,990	1,271	507	-	-	781	-	-	-	137
차입금 증감규모	4,204	1,036	(2,689)	(6,478)	(4,299)	368	3,762	5,270	(205)	7,872	37,802	12,697	(1,813)
FCF	248	292	(117)	1,399	(915)	17	(671)	360	(320)	(52)	44	1,134	(1,101)

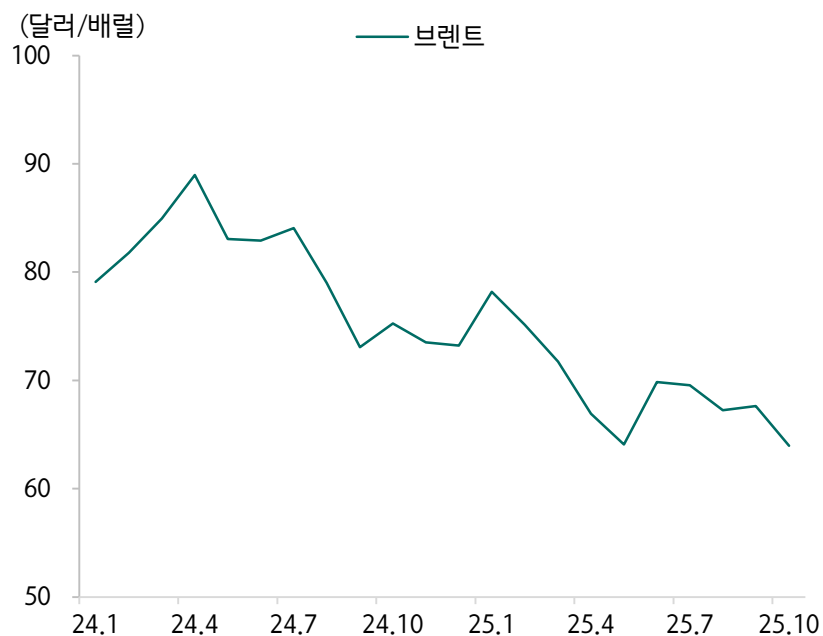
한국가스공사	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
배당 여부	O	X	O	O	X	X	O	O	X	O	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	증가	증가	감소	감소	감소	증가	증가	감소	증가	증가	감소	감소
배당금 규모	119	-	22	15	-	-	119	33	-	234	-	-	127
차입금 증감규모	4,004	2,256	1,663	(2,646)	(2,143)	(1,583)	2,002	428	(2,525)	4,006	17,266	(4,893)	(415)
FCF	46	(22)	(6)	(29)	126	(66)	(74)	3	0	(4)	10	(292)	1,438

지역난방공사	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
배당 여부	O	O	O	O	O	O	X	X	O	O	X	X	O
차입금 증감 여부	증가	감소	감소	증가	증가	증가	증가	증가	감소	증가	증가	증가	증가
배당금 규모	43	35	24	42	44	33	0	0	11	9	-	-	45
차입금 증감규모	40	(21)	(61)	36	209	279	63	290	(169)	143	574	527	233
FCF 규모	34	(0)	(35)	3	2	28	(26)	11	10	(15)	16	0	27

여전히 우호적인 원가 흐름

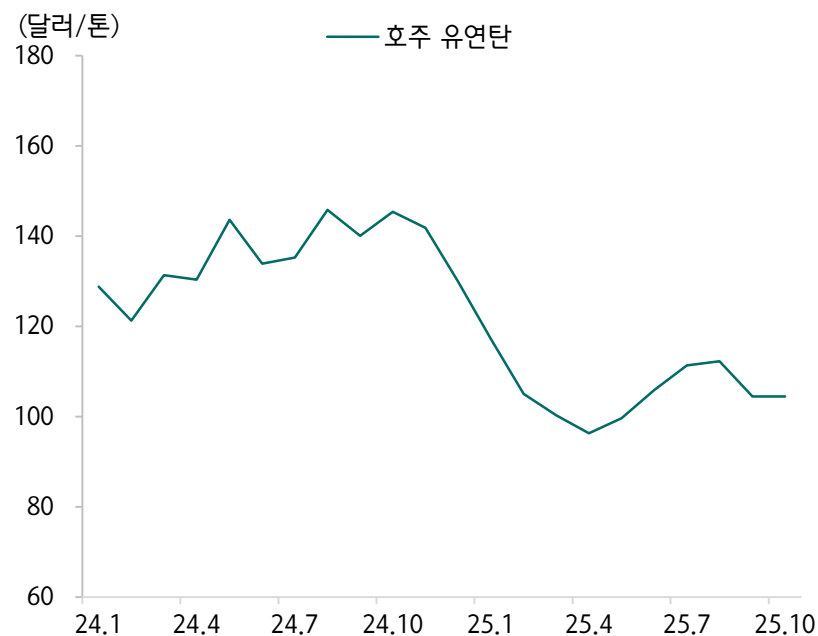
- 2025년 유가 약세 국면 지속. 원가로 반영되는 5~6개월 시차 감안하면 2026년 상반기 발전용 가스가격 하락 예상
- 천연가스 현물 가격 연초 대비 하락 추세. 단기적으로 한파 여부 중요. 장기적으로 주요국 수출물량 증가 시 변동성 축소 예상
- 발전용 유연탄 가격도 약세 지속. 비용 측면에서 석탄 비중은 과거 대비 작아졌지만 여전히 원가 절감 기조는 유의미

국제유가 추이 (브렌트)



자료: Datastream, 하나증권

유연탄 가격 추이 (호주산)

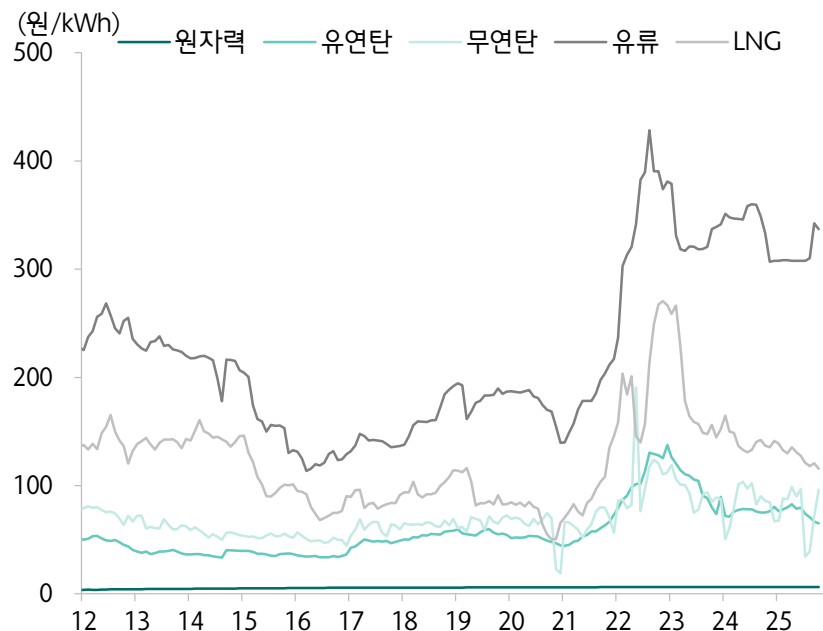


자료: Datastream, 하나증권

유가와 환율 그리고 발전용 가스요금

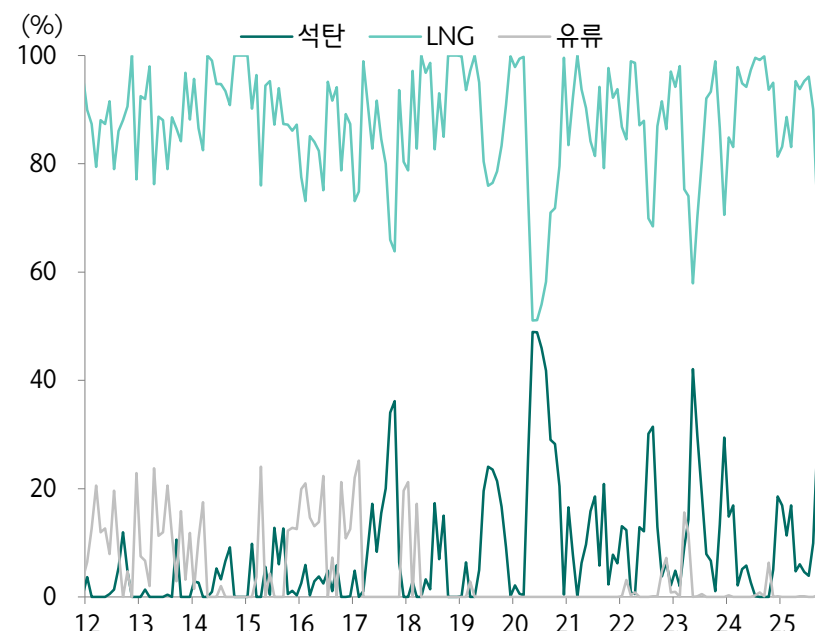
- 지금은 러시아 제재로 공급이 줄어드는 것보다 OPEC의 감산 완화에 초점이 맞춰져 있는 국면
- 천연가스 가격의 경우 환율과 함께 영향을 미치는 변수인 유가 하락 효과가 더욱 큰 상황
- 발전용 천연가스 가격 약세는 국내 SMP(전력도매가격)의 하락으로 이어질 전망. 한국전력의 원가 절감 요인

연료비단가 (10월 LNG YoY -15.6%)



자료: EPSIS, 하나증권

연료원별 SMP 결정비중 (9월 기저전원비중 30.9%)

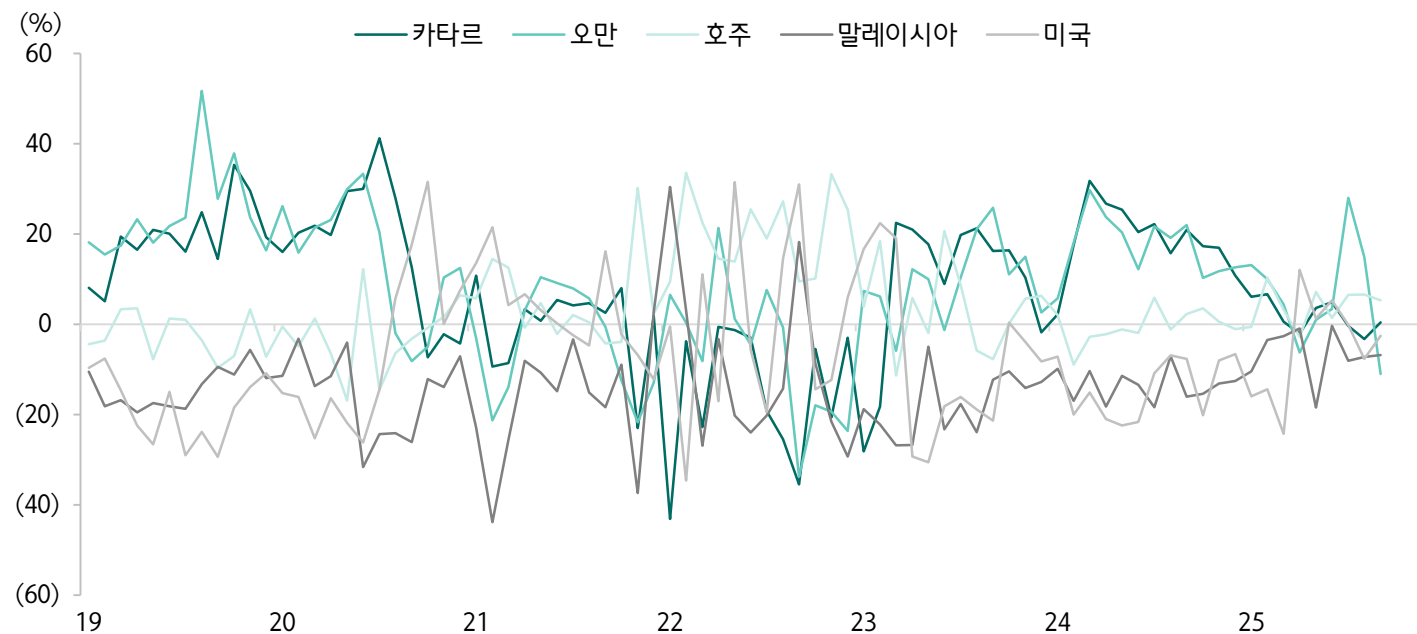


자료: 한국전력, 하나증권

고가 장기도입계약 만료

- 한국 도입 평균가격 대비 프리미엄 가격을 형성해온 중동(카타르 492만톤, 오만 406만톤) 장기도입계약 2024년 말 만료
- 계약 만료 물량. 상당 부분은 장단기 계약으로 대체. 일부 미국 등 중동 외 지역으로 다변화될 전망. 평균요금제 단가 하락 요인
- 한국가스공사는 2028년 이후 10년간 연 330만톤 미국산 LNG 도입계약 체결. 구조적 SMP 약세 흐름 강화 전망

국내 천연가스 평균 도입가격 대비 국가별 프리미엄 추이

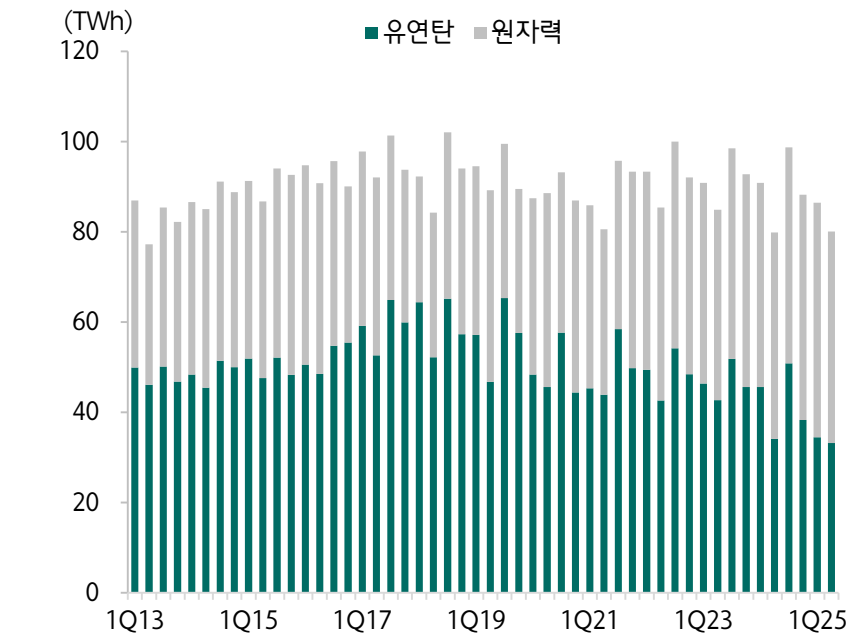


자료: 무역협회, 하나증권

발전 Mix의 변화와 SMP 약세

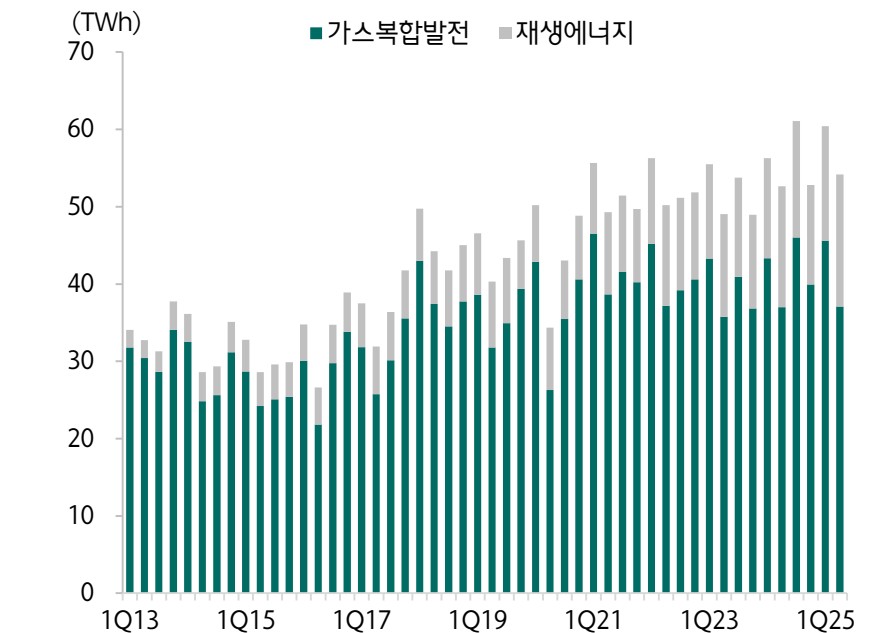
- SMP는 발전 Mix 변화, 발전설비별 연료비단가를 결정하는 원자재 가격 및 환율, 도입계약의 가격 결정방식 등으로 종합적으로 결정
- 발전 Mix 관점에서 기존 기저전원(원자력, 석탄)의 기여도는 점차 감소하는 추세. 반면 재생에너지는 빠른 속도로 증가하는 추세
- 정산방식으로 인해 전력시장 계통 수요를 줄어둘게 하는 것이 재생에너지의 특징. 재생에너지 증가는 SMP의 구조적 약세 요인

분기별 기저발전량 추이



자료: 한국전력, 하나증권

분기별 가스 및 재생에너지 발전량 추이

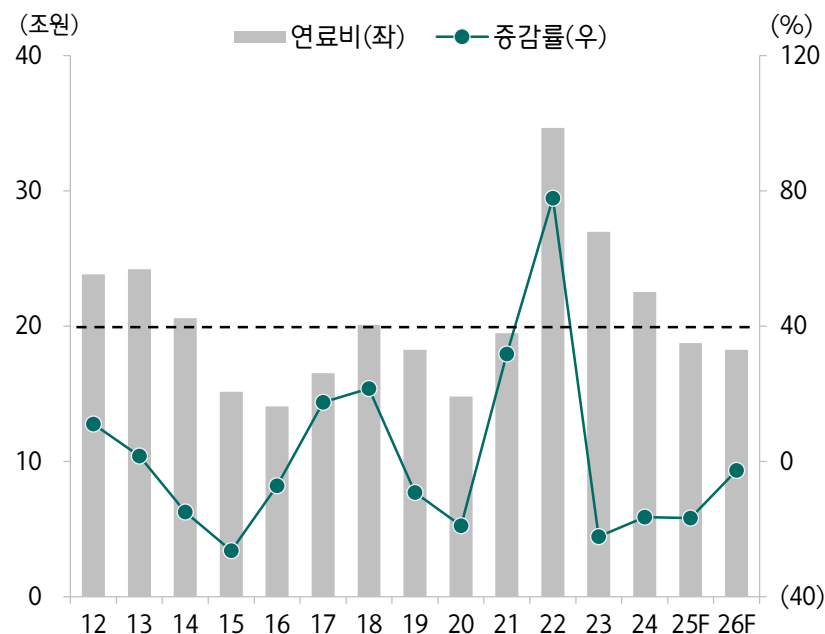


자료: 한국전력, 하나증권

한국전력: 유리

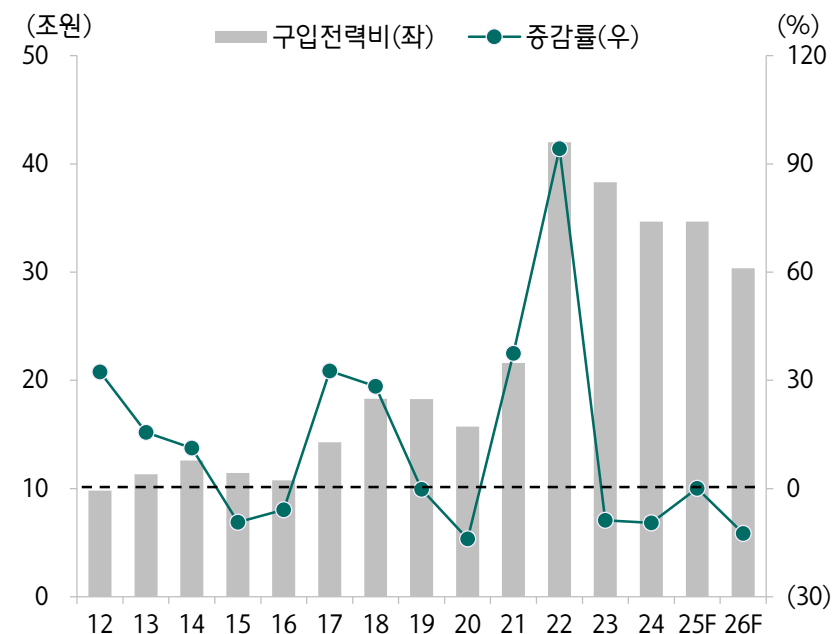
- SMP는 발전용 천연가스 가격에 연동. 구입전력비는 SMP 변화에 직접적으로 영향을 미치는 계정
- 구입전력비 비중은 2020년 30% 미만. 2022년 이후 40%를 상회. 2020년 15.7조원에서 2022년 42.0조원으로 167.0% 증가
- 2025년 구입전력비는 한국전력 발전자회사의 Mix가 하락하고 IPP 비중이 늘어나지만 SMP 하락으로 제한적 증가 전망

한국전력 연료비 추이



자료: 한국전력, 하나증권

한국전력 구입전력비 추이

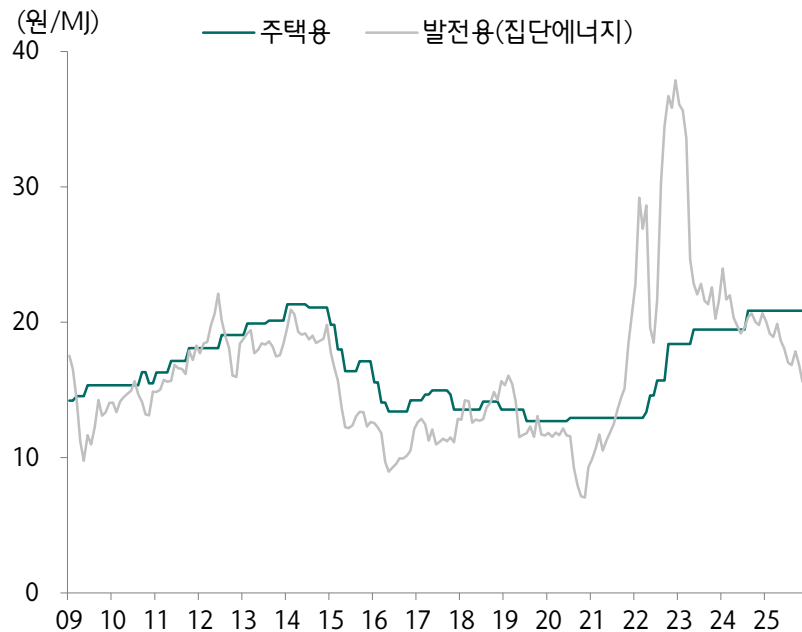


자료: 한국전력, 하나증권

지역난방공사: 유리

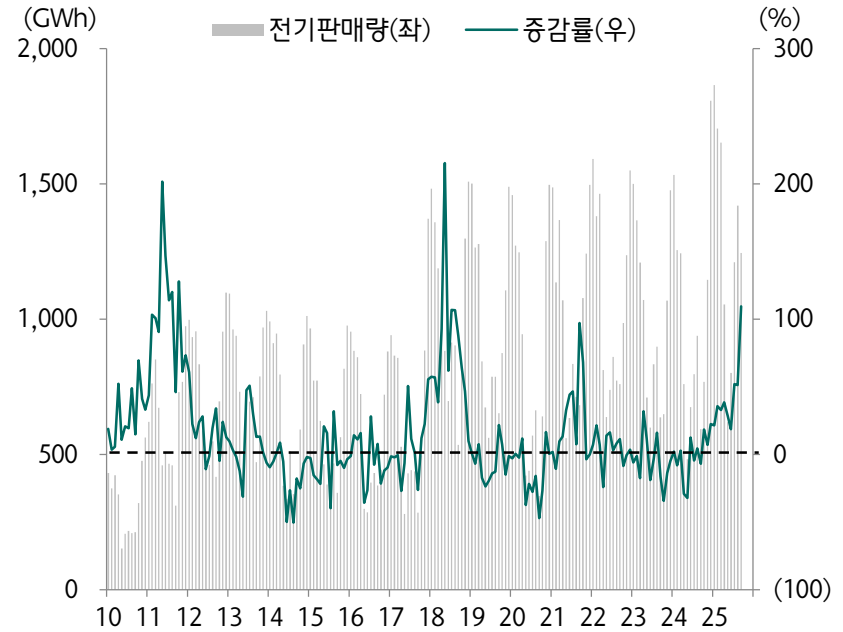
- 발전용 천연가스 가격 하락은 전기 부문에는 중립 이하 영향. 열 부문에는 긍정적 효과로 작동
- 연료비는 발전용 천연가스에 동행. 전기 부문 판가도 발전용 천연가스에 동행. 반면 열 판가는 도시가스 민수용 요금에 동행
- 도시가스 민수용 요금은 미수금이 14조원 규모로 늘어난 상황에서 인하되기 어려운 상황. ‘판가 동결-원가 하락’으로 스프레드 확대

도시가스 주택용 요금과 발전용 집단에너지 요금 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

월별 전기판매량 (2025년 3분기 YoY +66.4%)

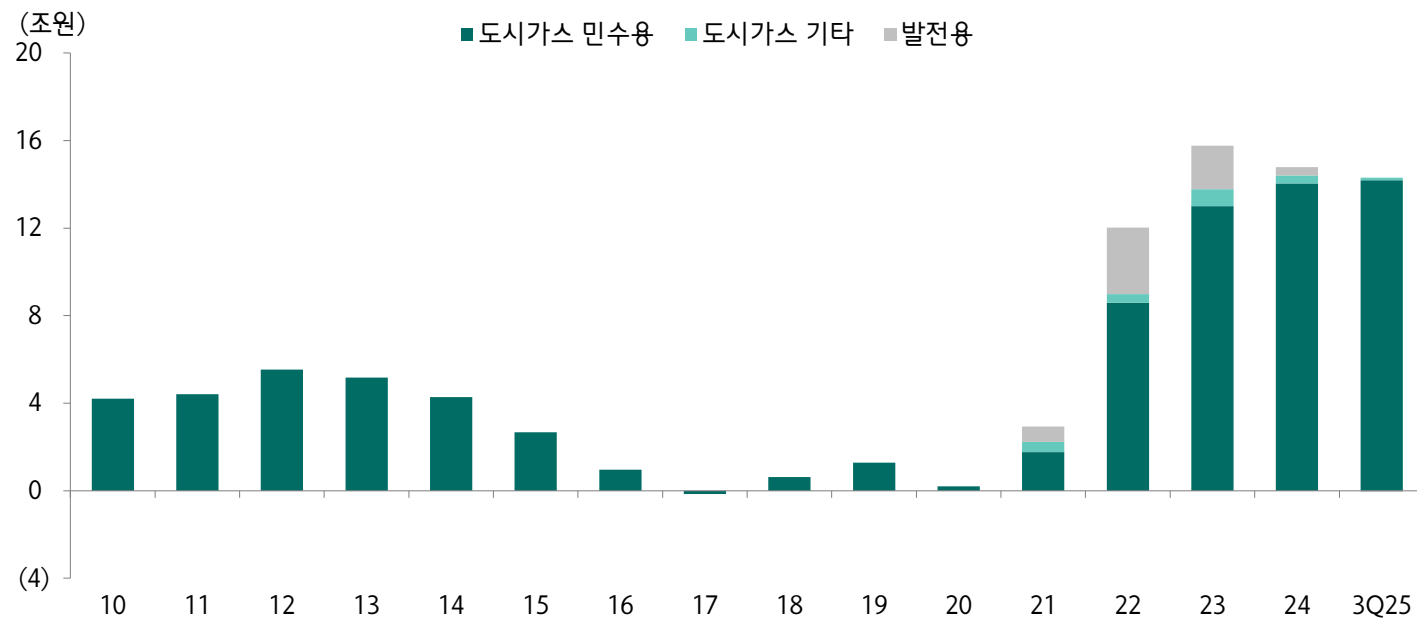


자료: 지역난방공사, 하나증권

한국가스공사: 중립(이하)

- 가스 가격 약세는 원료비 하락 및 미수금 회수로 연결. 부채비율 감소에 따른 재무적 체력 개선 관점에서 긍정적
- 다만 미수금이 감소하면 부채비율은 개선되지만 이자비용 보전금액은 축소. 이에 따라 영업이익은 감소하는 착시효과 발생
- 별도 운전자금 감소에 따른 요금기저 역성장 그리고 일부 해외 자원개발 사업 수익성 악화로도 연결될 이슈

연도별 용도별 원료비 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

발전사업자: 불리

- 기본적으로 전력수요자와 생산자의 중간상으로 한국전력이 존재하기 때문에 발전사업자와 비용 줄다리기 게임을 하는 구조
- 한국전력의 증익은 발전사업자의 감익. 국내 가스가격 하락과 SMP 약세는 발전사업자에게 일방적으로 불리한 조건
- 발전사업자 가운데 원재료 종류 및 도입 방식에 따라 개별 기업의 차이가 확인될 수 있으나 SMP 하락 영향에서 벗어나기는 어려움

한국전력 발전자회사 매출액 및 영업이익 추이

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

자료: Dart, 하나증권

ETS, CHPS, 노후 석탄설비 폐지, 원전 계속운전 허가 지연

- 발전 부문 유상할당비율 2026년 15%에서 2030년 50%까지 상향. 연료비단가 상승에 의한 구입전력비 증가 요인
- CHPS(청정수소의무화제도) 의무구매량도 매년 누적 증가. 마찬가지로 구입전력비 증가 요인. 장기적으로 전기요금으로 전가 필요
- 2025년 말부터 태안화력 1호기를 시작으로 연평균 2기 이상 석탄설비 폐지. 노후 원전(고리 2호기 등) 계속운전 재개 시점 중요

제11차 전력수급기본계획 공급물량 제외설비 현황

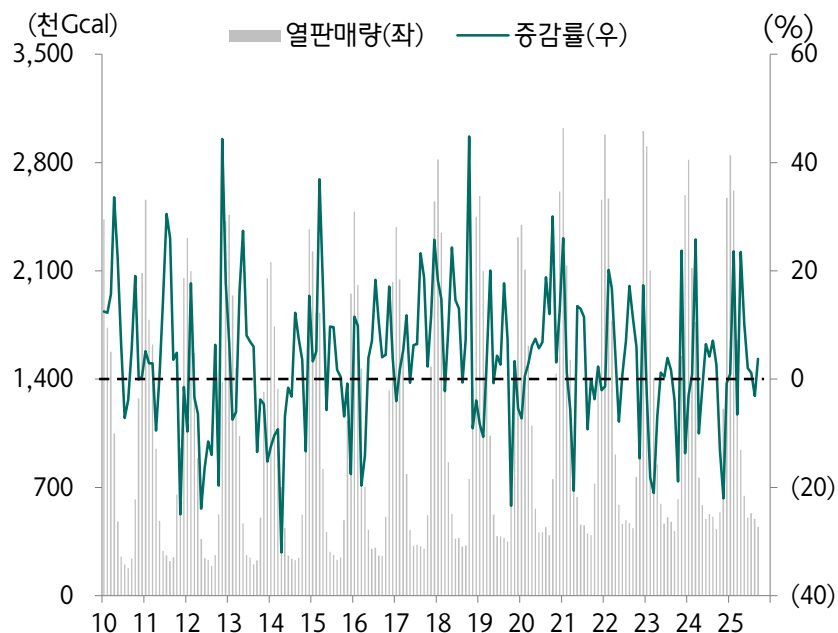
구분	유연탄	LNG	유류	계
2024			대구열병합 (44) - LNG 전환 제주내연#2 (40) - 바이오중유 전환	84(2기)
2025	태안#1 (500) - LNG 전환	평택#1~4 (1,400)		1,900(5기)
2026	태안#2, 하동#1, 보령#5 (1,500) - LNG 전환		대산복합 (466) - LNG 전환	1,966(4기)
2027	삼천포#3-4, 보령#6, 하동#2-3 (2,620) - LNG 전환			2,620(5기)
2028	삼천포#5, 태안#3, 하동#4 (1,500) - LNG 전환		수원열병합 (39) - LNG 전환	1,539(4기)
2029	동해#1-2, 삼천포#6, 태안#4, 당진#1-2 (2,400) - LNG 전환			2,400(6기)
2030	당진#3-4 (1,000) - LNG 전환			1,000(2기)
2031	하동#5-6 (1,000) - LNG 전환			1,000(2기)
2032	태안#5-6 (1,000) - LNG 전환			1,000(2기)
2034	영흥#1-2 (1,600) - LNG 전환			1,600(2기)
2036	당진#5-6 (1,000) - LNG 전환			1,000(2기)
2037	당진#7-8, 태안#7-8 (2,000) - 양수·무탄소 전환			2,000(4기)
2038	영흥#3, 보령#3-4-7-8 (2,920) - 양수·무탄소 전환			2,920(5기)
합계	19,040	1,400	588	21,029
('24~'38)	(37기)	(4기)	(4기)	(45기)

주: 석탄→암모니아혼소 설비 개조 3기 1,870MW (공급물량 제외 미반영)
자료: 산업부, 하나증권

지역난방공사(071320) | BUY | TP 140,000원 | CP(11월13일) 109,100원

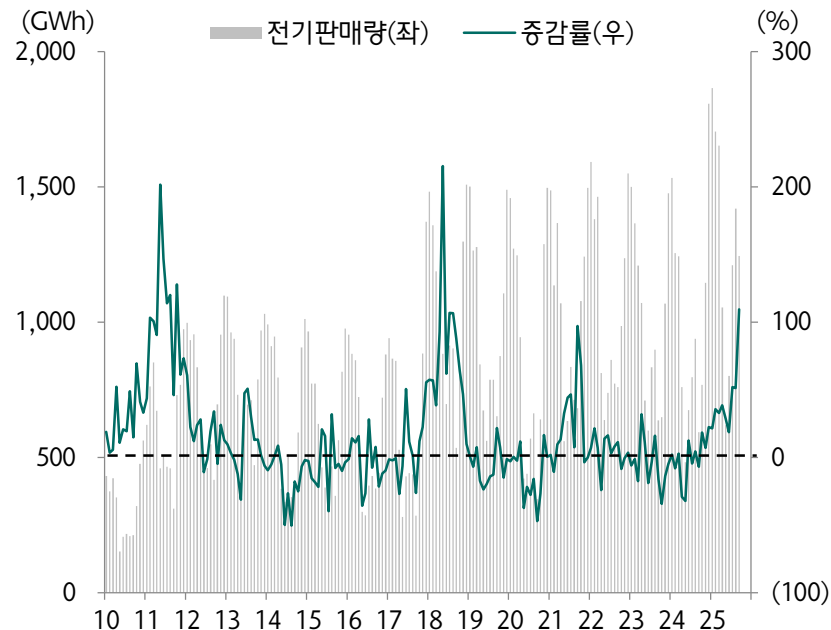
- 2025년 결산 기준 예상 DPS는 배당성향 25% 7,520원, 40% 12,030원이며 예상수익률은 각각 6.9%, 11.0%
- 2026년 이후 열 부문 감익에 따른 장기 실적 하향 가능성 존재. 다만 배당성향 상향 또는 에너지가격 변화 여부에 따라 만회 여지 존재
- 과거 2017년 결산 배당에서 배당성향은 46.73%를 기록하며 당시 가이드라인 31%와 최종 상단 40%를 상회한 바 있음

월별 열판매량 (2025년 3분기 YoY +0.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

월별 전기판매량 (2025년 3분기 YoY +66.4%)



자료: 지역난방공사, 하나증권

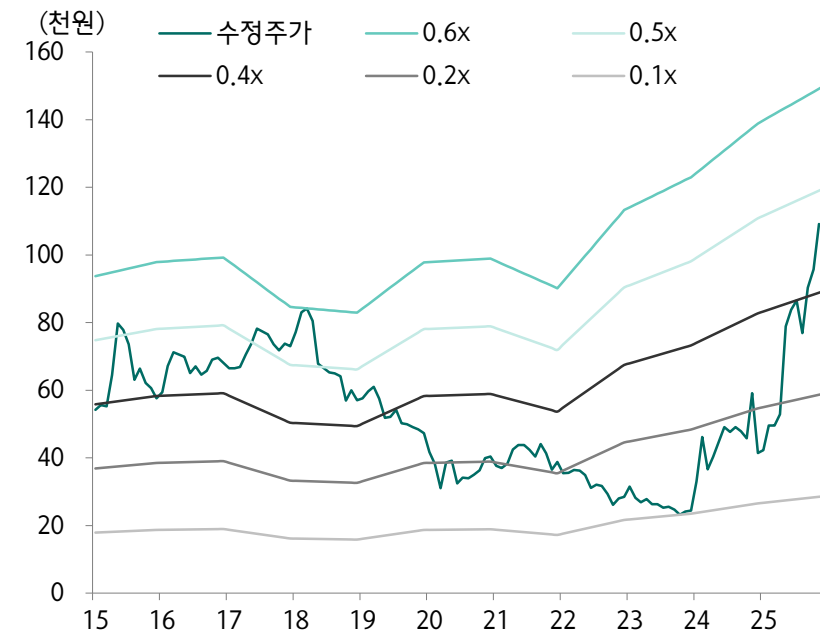
지역난방공사(071320) | BUY | TP 140,000원 | CP(11월13일) 109,100원

- 2026년 매출액 4.0조원(YoY -4.2%), 영업이익 4,750억원(YoY -12.6%) 전망
- 2026년 감익 가능성에도 당장 2026년 1분기 기대할 수 있는 배당수익률 대비 현저히 낮은 주가는 접근 매력도를 높여주는 요소
- 당분간 실적 하방 지지는 충분히 가능하기 때문에 고배당이 오랜 기간 이어질 것으로 기대. 2026년 기준 PER 4.3배, PBR 0.5배

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,570.3	4,175.4	4,000.3	4,061.4
영업이익	327.9	543.5	475.0	457.3
순이익	209.9	348.3	293.6	279.8
증감률	(9.7)	16.9	(4.2)	1.5
PER	2.28	3.63	4.30	4.51
PBR	0.21	0.49	0.46	0.42
ROE	9.65	14.43	11.02	9.75
DPS	3,879	7,520	7,520	6,340

자료: 하나증권

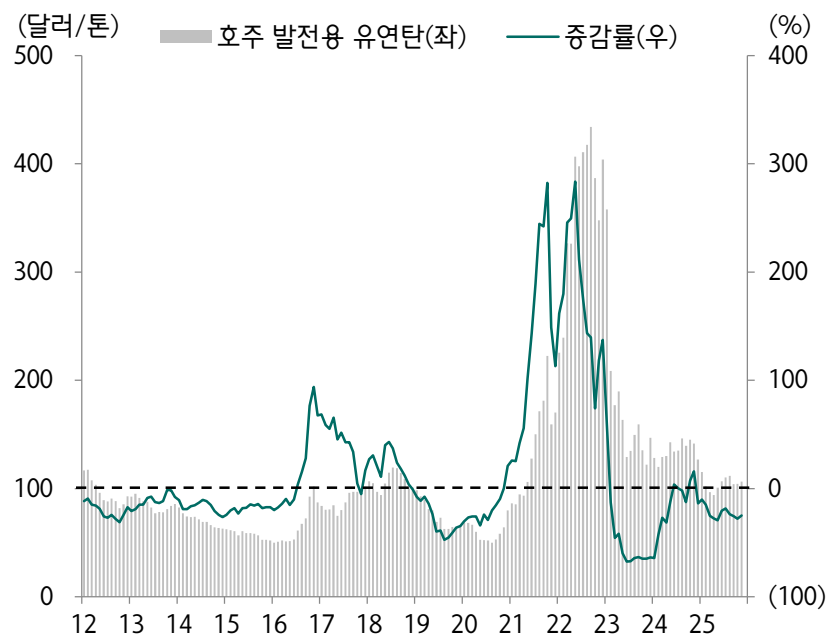
지역난방공사 12M Fwd PBR 추이


자료: 하나증권

한국전력(015760) | BUY | TP 65,000원 | CP(11월13일) 49,250원

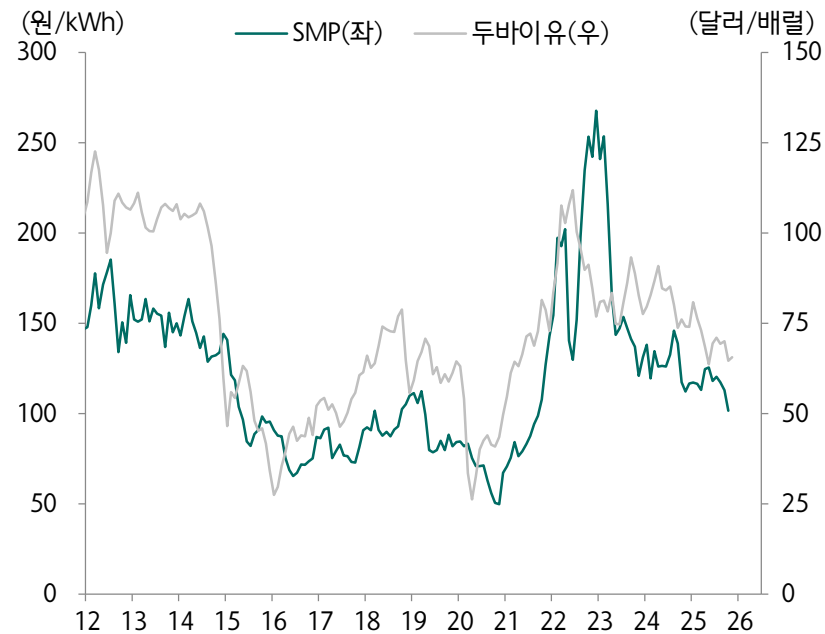
- 과거 2015년과 2016년 저유가 국면에서 정부 출자기관 배당수입의 15%에서 30%까지 책임졌던 경험
- 배당성향 25~40% 가정 예상배당수익률은 4.7%에서 7.5%까지 분포. 2026년 예상 실적 기준으로 범위가 5.1%에서 8.1%로 확대
- 향후 정부의 의지가 숫자로 확정될 필요가 있으며 늦어도 2026년 1분기에는 공시를 통해 확인될 전망

호주 발전용 유연탄 (10월 YoY -28.3%)



자료: KOMIS, 하나증권

SMP와 국제유가 추이 (10월 SMP YoY -13.4%)



자료: EPSIS, 하나증권

한국전력(015760) | BUY | TP 65,000원 | CP(11월13일) 49,250원

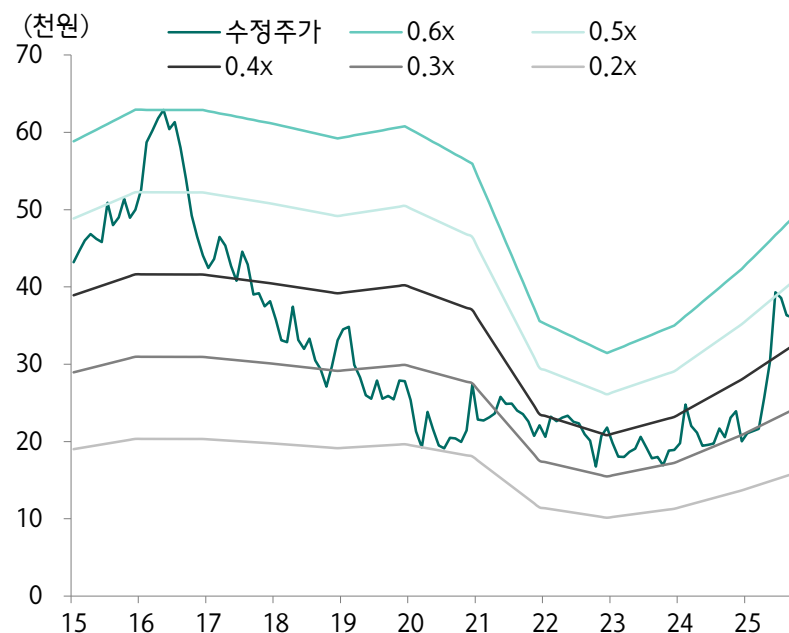
- 2026년 매출액 97.9조원(YoY +0.3%), 영업이익 17.9조원(YoY +19.1%) 전망
- 환율, 유가 등 대외 변수 변화로 실적 결정. 올해 하반기의 주요 지표 흐름만으로도 2026년 상반기까지 개선되는 흐름 명확
- 현재 지표 지속 시 전기요금 인상 없이도 배당성향 상향과 차입금 동반 감소 가능. 2026년 기준 PER 2.8배, PBR 0.5배

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	93,398.9	97,563.9	97,877.2	98,041.1
영업이익	8,364.7	15,014.4	17,875.6	16,618.3
순이익	3,491.7	9,206.9	11,416.8	10,632.3
증감률	흑전	163.7	24.0	(6.9)
PER	3.69	3.43	2.77	2.97
PBR	0.32	0.65	0.54	0.47
ROE	9.22	20.88	21.45	16.95
DPS	213	2,300	2,500	2,670

자료: 하나증권

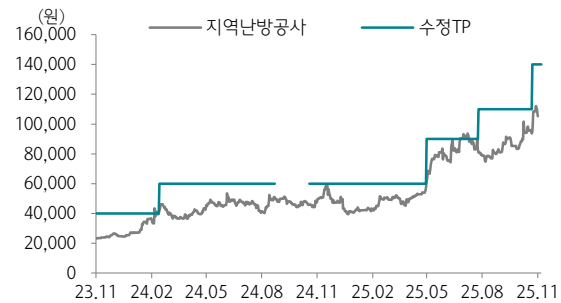
한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

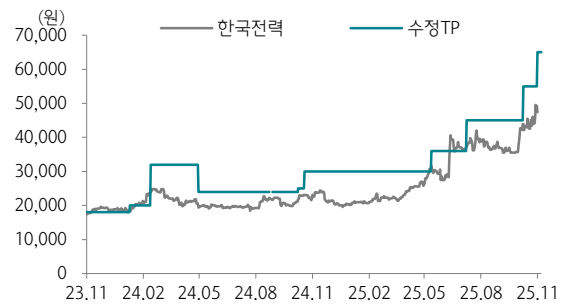
지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.5	BUY	140,000		
25.8.8	BUY	110,000	-22.37%	-7.64%
25.5.14	BUY	90,000	-8.49%	4.11%
24.11.1	BUY	60,000	-20.18%	-1.50%
24.9.6	BUY	-	-	-
24.2.27	BUY	60,000	-26.49%	-10.83%
23.11.10	BUY	40,000	-29.46%	8.38%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.14	BUY	65,000		
25.10.22	BUY	55,000	-18.18%	-9.91%
25.7.22	BUY	45,000	-15.71%	-2.56%
25.5.26	BUY	36,000	-7.36%	12.78%
24.11.1	BUY	30,000	-24.37%	2.33%
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.9.10	BUY	24,000	-13.68%	-7.29%
24.9.6	BUY	-	-	-
24.5.13	BUY	24,000	-16.93%	-5.21%
24.2.26	BUY	32,000	-30.36%	-22.34%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 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 11월 17일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 14일