

유틸리티 Neutral | Analyst 유재선

산유국 싸움에 등 터진다

제로섬 게임의 승자는 발전사

- 전력시장에서 구매자와 판매자의 수익성을 결정하는 지표는 SMP. 지표가 높을수록 발전사업자에게 긍정적
- 지금은 유가 상승으로 3~4분기 SMP 상승이 예상되어 발전사업자에게 매우 우호적인 환경이 조성되고 있음
- 환율 1,480원, 브렌트 100달러/배럴, JKM 16달러/mmbtu에서 LNG 연료비단가 상단 168원/kWh으로 추정

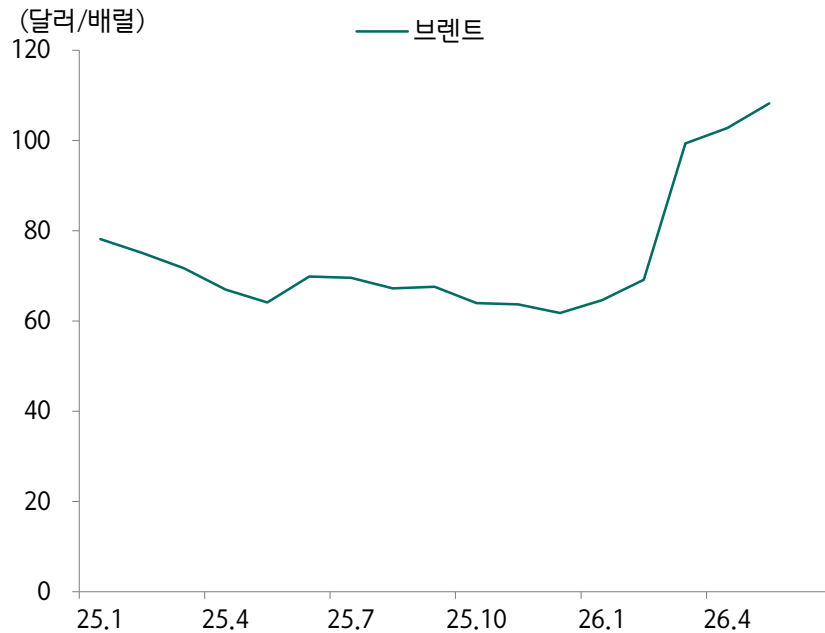
	원/달러 환율 1,480원				원/달러 환율 1,500원			
	100달러/배럴	105달러/배럴	110달러/배럴	115달러/배럴	100달러/배럴	105달러/배럴	110달러/배럴	115달러/배럴
16달러/mmbtu	168.2	174.0	179.8	185.6	170.4	176.3	182.2	188.1
17달러/mmbtu	171.2	177.0	182.8	188.6	173.4	179.3	185.2	191.1
18달러/mmbtu	174.2	180.0	185.8	191.6	176.5	179.3	188.3	194.2
19달러/mmbtu	174.2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

자료: 하나증권

급격히 상승하는 원가 지표

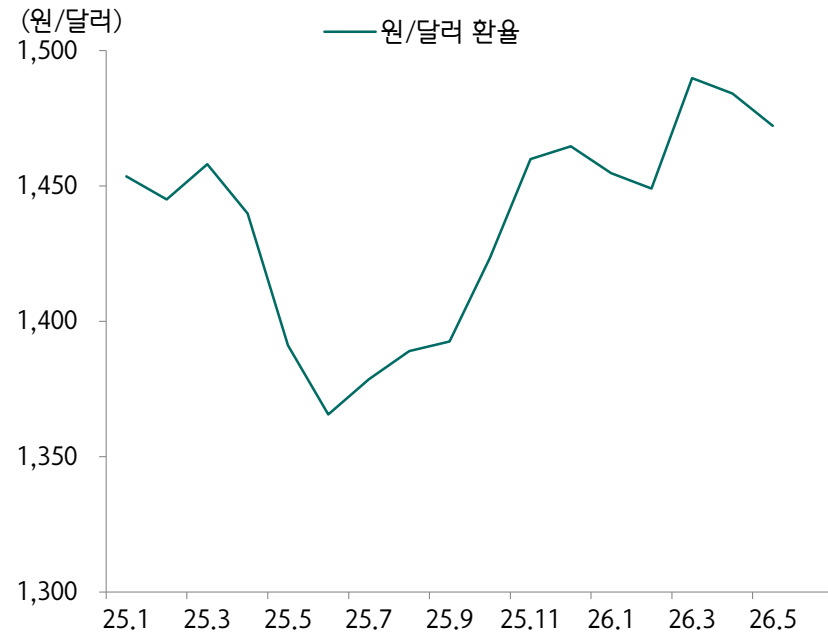
- 원유: UAE의 OPEC 탈퇴와 OPEC 증산 계획에도 미국-이란 분쟁 기간 장기화로 인해 꾸준한 강세 흐름 지속 중
- 석탄: 주요 수입국인 중국의 내수 생산 확대에 따른 수입량 감소에도 운송비, 채굴비용 증가 등으로 점진적 가격 상승
- 환율: 1,400원대 후반에서 횡보 중. 높은 환율은 유틸리티 업체에게 수익성 및 자본건전성 측면에서 부정적으로 작용

국제유가 추이 (브렌트)



자료: Bloomberg, 하나증권

원/달러 환율 추이



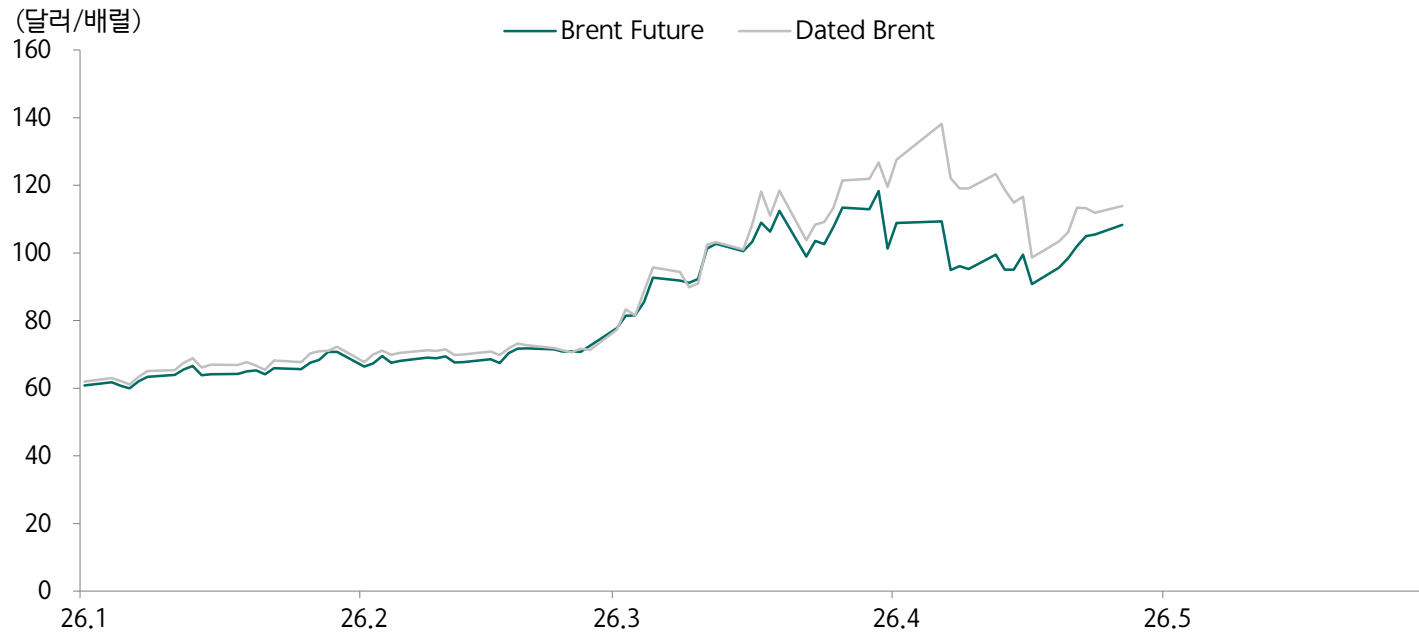
자료: Bloomberg, 하나증권

2. 예상보다 늘어날 수 있는 원가 부담

JCC(Japan Crude Cocktail), 원유 현물과 선물의 차이

- JCC는 일본 수입 원유 평균 통관 가격. 아시아 최초로 LNG를 도입한 이후 역내 유가 연동 LNG 계약의 주요 벤치마크로 활용
- WTI, Brent 등은 근월물 선물 가격. 최근 원유 선물 가격도 빠르게 상승했지만 현물은 시장 수급의 심각한 상황을 더욱 강하게 반영
- 원유 가격 기준을 브렌트 선물 가격으로 가정하는 경우 프리미엄 등을 반영하지 못하기 때문에 SMP가 과소추정될 여지 존재

브렌트 선물과 현물 가격 추이

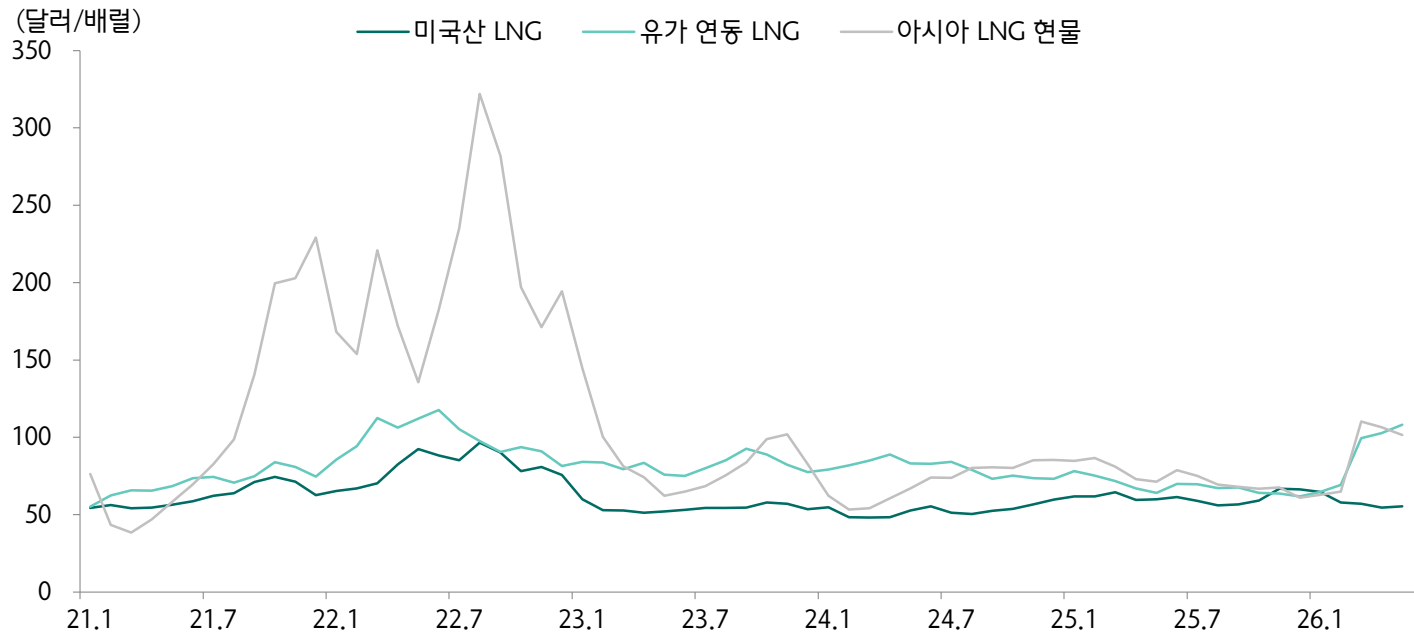


자료: EIA, 하나증권

아시아 LNG 가격

- 아직 LNG는 2022년과 같은 극단적 상승 흐름은 없음. 유럽 가스 재고 확충 시기에 중국 수입이 감소 추세인 점은 불행 중 다행
- 미국 내수 가격(Henry Hub)은 중동 지정학적 이슈에도 원유 생산 시 수반되는 가스 등의 생산량 증가로 상대적 약세 국면
- 아시아 LNG 가격은 유가 대비 소폭 낮은 수준(JKM 6월물 기준 17달러 내외)이지만 가스 재고 비축 본격화 국면에서 상승 가능

유가 환산 기준 주요 벤치마크별 LNG 가격 추이



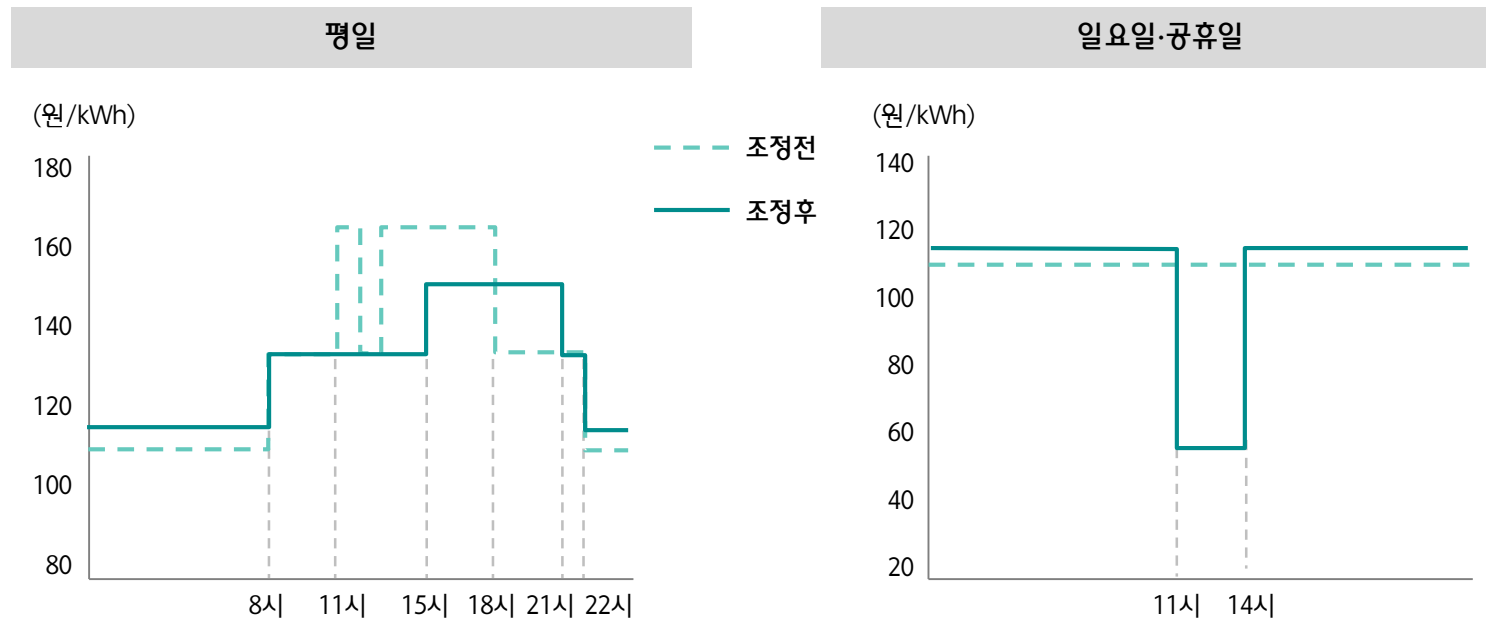
자료: Bloomberg, 하나증권

3. 단기적으로 규제 당국은 누구의 편도 아니다

산업용 전기요금 실질적 인하

- 전기요금 제도 개편. 취지는 재생에너지 중심의 전력 공급 변화를 가격 신호에 반영하는 동시에 산업계 요금 부담을 완화하려는 목적
- 산업용(을) 경부하 요금은 kWh당 5.1원 인상되고 최대부하 요금은 여름·겨울철 16.9원, 봄·가을철 13.2원으로 평균 15.4원 인하
- 산업용(을) 요금의 평균 인하효과는 1.7원/kWh 수준. 개별소비세 인하 일몰 및 온실가스배출권 가격 상승과 함께 정책 비용 증가 요소

2026년 전기요금 개편안 주요 내용



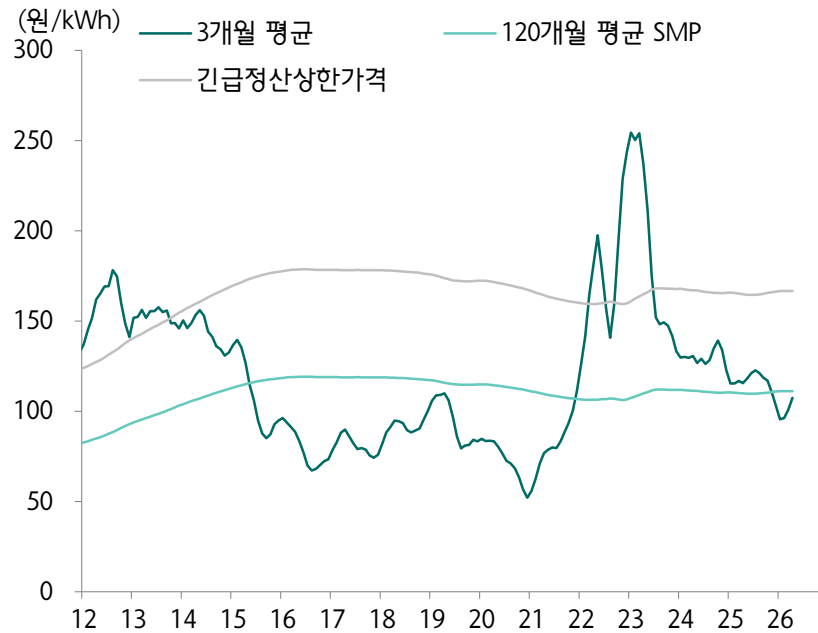
자료: 한국전력, 하나증권

3. 단기적으로 규제 당국은 누구의 편도 아니다

SMP 상한제

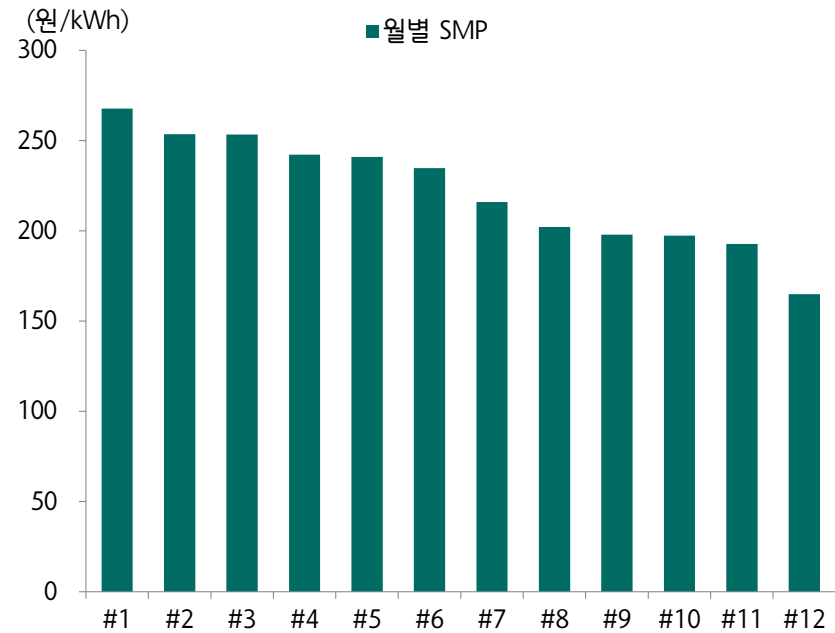
- 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 경우 긴급정산상한가격제도가 부활할 여지도 존재. 일몰된 제도지만 재시행이 불가능하지만은 않음
- 과거 산식 기준으로 볼 때 3개월 평균 SMP가 kWh당 166.55원을 상회할 경우 발동 조건은 만족할 수 있음
- 한편 제도가 시행되더라도 160원대 중반 상한가격과 실제 SMP와 차이가 크지 않다면 한국전력과 발전사 모두 제한적 영향

SMP 120개월(M-4부터 M-123) 평균과 긴급정산상한가격



자료: EPSIS, 하나증권

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



자료: EPSIS, 하나증권

원전 가동 재개와 증설. 다만 발전 Mix는 장기 악화

- 고리 2호기 4월 4일 가동 재개. 계속운전 원전 중 첫 재가동 사례. 현재 정지된 고리 3~4호기, 한빛 1호기 등 순차 가동할 계획
- 새울 3호기 하반기 상업운전 예정. 후속 원전 새울 4호기는 시운전 이전 단계. 신한울 3,4호기 또는 i-SMR은 2030년 초중반 가동 가능
- 발전 Mix 개선 여력은 새울 4호기 상업운전 시점까지 확보. 이후부터는 노후 석탄발전설비 폐쇄로 Mix 개선이 쉽지 않음

운전 허가 만료 원자력 발전소 현황 및 전망

발전소명	용량(MW)	운전 허가 만료	가동 재개 시점
고리 2호기	650	2023년 04월 08일	2026년 4월 4일
고리 3호기	950	2024년 09월 28일	2026년 12월 30일
고리 4호기	950	2025년 08월 06일	2026년 12월 30일
한빛 1호기	950	2025년 12월 22일	2027년 3월 31일
한빛 2호기	950	2026년 09월 11일	-
월성 2호기	700	2026년 11월 01일	-
한울 1호기	950	2027년 12월 22일	-
월성 3호기	700	2027년 12월 29일	-
한울 2호기	950	2028년 12월 28일	-
월성 4호기	700	2029년 02월 07일	-

자료: 한국수력원자력, 하나증권

5. 투자는 계속되고 한전채도 늘어난다

한국전력 Capex 변화 여지 제한적

- 아직은 EBITDA 내에서 투자비 조달 가능. 다만 실적 전망치 하향 가능성이 높아진 상황에서 한전채 의존도 높아질 수 있음
- 한전채 발행이 증가할 경우 2027년 말까지 사채발행한도 준수 가능성은 낮아짐. 단기 요금 인상보다 한도 및 기간 변경 가능성 높음
- ‘국가기간 전력망 특별법 개정안’과 민영화는 별개. 한편 민간 자본을 활용 시 마진과 이자비용 등이 추가로 요금에 반영될 수 있음

한국전력 자본예산 투자비 계획 (계획 대비 실제 투자비 집행 비율은 90% 수준)

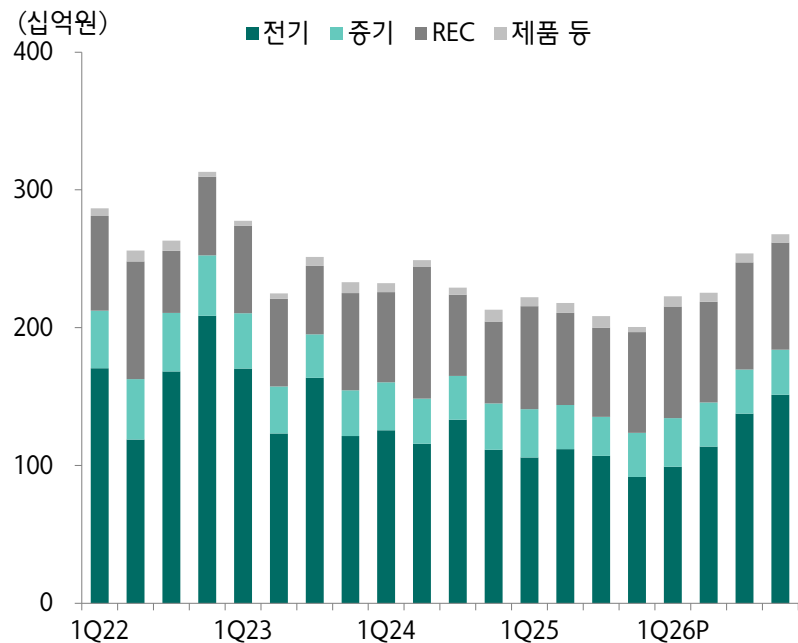
단위: 억원		2024 실적		2025 계획		2025 실적		2026 계획	
송배전	건설	54,633	33%	62,212	32%	58,115	31%	67,640	29%
	보강	25,174	15%	27,066	14%	27,090	14%	28,534	12%
	합계	79,807	48%	89,278	46%	85,205	46%	96,174	42%
발전	원자력 건설	20,510	12%	21,045	13%	19,010	11%	25,324	11%
	원자력 보강	18,404	11%	20,381	12%	25,161	15%	30,378	13%
	화력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

자료: 한국전력, 하나증권

SGC에너지(005090) | BUY | TP 76,000원 | CP(5월21일) 49,050원

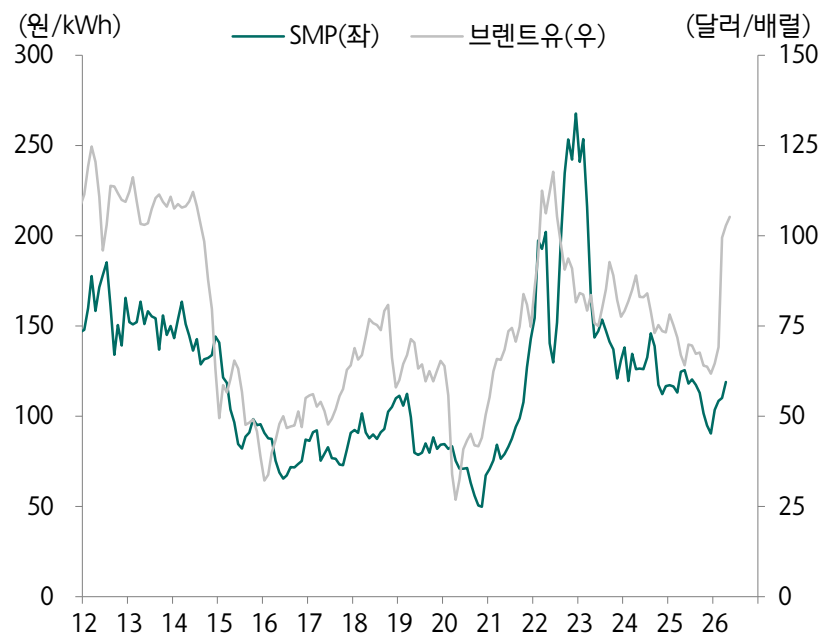
- 발전/에너지 부문 실적 성장 기대. SMP는 강세가 예상되는 가운데 주요 원재료인 국내산 미이용 우드칩 가격은 안정적인 흐름이기 때문
- 유연탄 가격이 강세지만 유연탄 발전소는 대부분 스팀 공급용으로 가동. 열 단가는 원재료에 연동되기 때문에 불리한 요소는 제한적
- 건설/부동산도 기존 수주잔고 중심의 안정적인 실적이 유지되는 중이며 연내 추가 플랜트 수주도 가능한 상황

발전/에너지 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: SGC에너지, 하나증권

SMP와 국제유가 추이 (4월 SMP YoY -4.5%)



자료: EPSIS, 하나증권

SGC에너지(005090) | BUY | TP 76,000원 | CP(5월21일) 49,050원

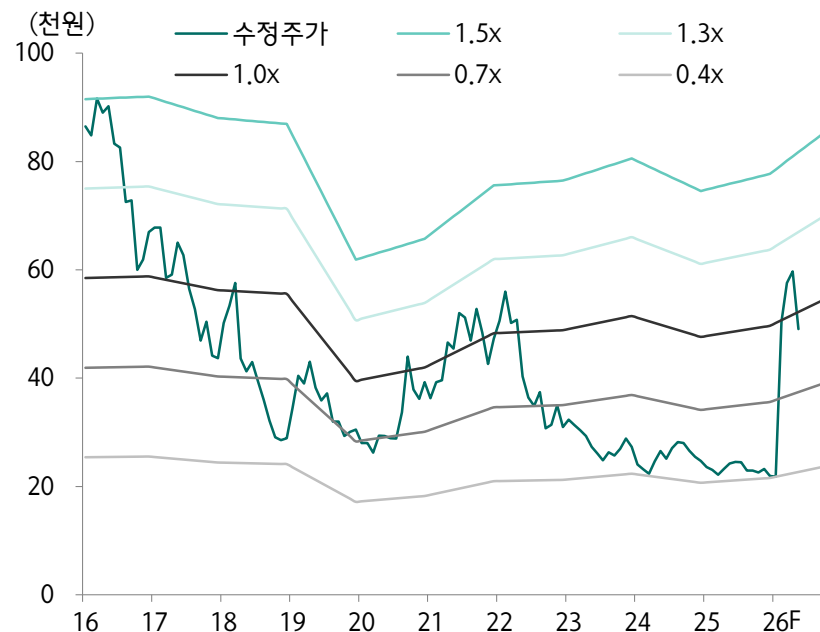
- 하반기 실적 모멘텀에 신규 사업 프리미엄도 부여 가능. 데이터센터 관련 신규 법인 설립 및 토지 양도 완료 후 인허가 마무리 중
- 1차 데이터센터 40MW 설비 관련 임차인 확인 기대. 향후 사업 확장 시 100MW까지는 한국전력 수전으로 전력을 조달할 예정
- 300MW까지 확대될 경우 SGC 데이터 파워를 통해 신규 전력 공급 사업 추진 예정. 2026년 기준 PER 14.5배, PBR 1.0배

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,355.0	2,460.7	2,699.1	2,622.8
영업이익	189.6	95.8	178.9	227.7
순이익	65.0	(61.4)	48.6	109.2
증감률	56.7	적전	흑전	124.6
PER	5.47	(5.15)	14.54	6.47
PBR	0.47	0.45	0.97	0.80
ROE	8.80	(8.41)	6.79	14.07
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300

자료: 하나증권

SGC에너지 12M Fwd PBR 추이

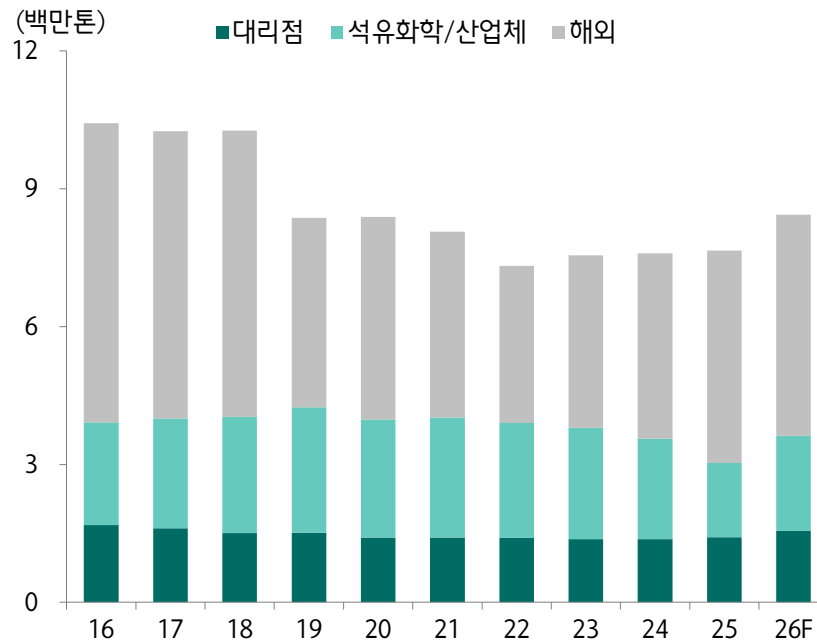


자료: 하나증권

SK가스(018670) | BUY | TP 365,000원 | CP(5월21일) 251,500원

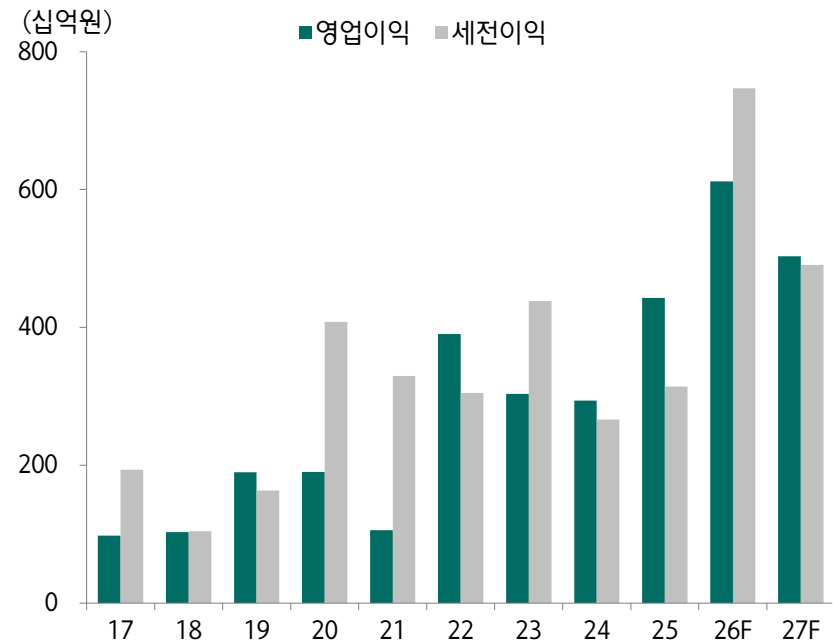
- LPG 가격이 3월부터 급등했고 과거 확보한 물량 기반으로 해외 트레이딩 규모 확대. 국내도 대리점뿐만 아니라 석화/산업체도 견조
- 에너지 원료 조달 가능 여부의 관점에서 볼 때 미국산 프로판 조달 비중이 높은 국내 LPG 유통사의 실적은 양호할 것으로 예상
- PDH 설비 가동률은 NCC와 달리 양호할 것으로 보이며 프로필렌 마진 상승으로 수익 구간으로 전환

분기별 LPG 판매실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

연간 영업이익과 세전이익 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

SK가스(018670) | BUY | TP 365,000원 | CP(5월21일) 251,500원

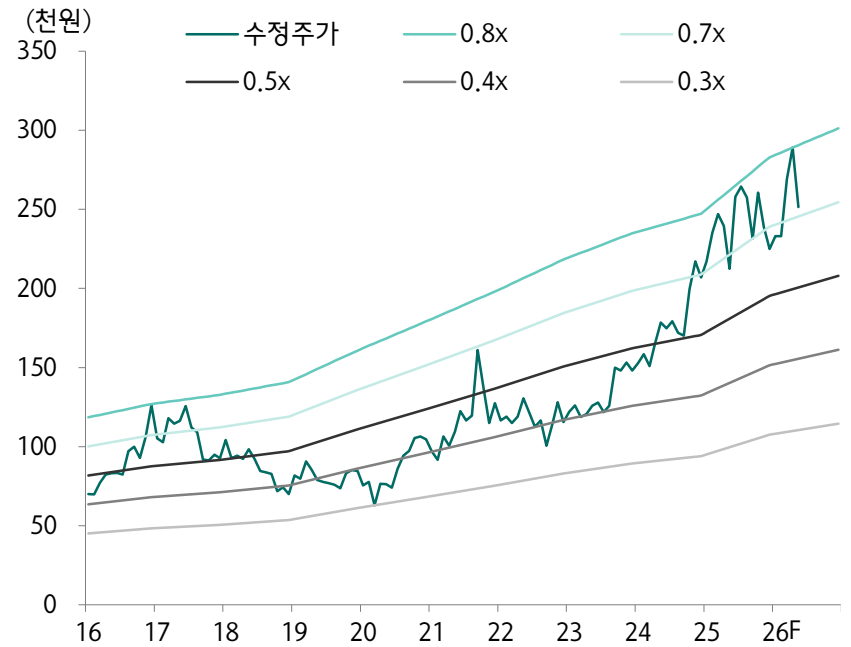
- SMP는 3분기부터 고점을 기록할 전망이며 원자재 수급 불안정 기간이 길어질수록 우상향할 것으로 예상
- 울산GPS는 SMP 강세 대비 도입 원재료 단가의 상대적 가격 약세로 수익 극대화 전망. 유가 연동이 아닌 하이브리드이기 때문
- 중동 에너지 수급 정상화 전까지 안정적 선택지. 하반기 발전 수익성 개선에 관심 필요. 2026년 기준 PER 4.6배, PBR 0.7배

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	7,095.9	7,676.3	9,175.4	8,844.6
영업이익	287.2	442.8	611.6	503.3
순이익	194.0	235.2	505.9	298.4
증감률	(38.7)	21.1	115.0	(41.0)
PER	9.85	8.84	4.59	7.79
PBR	0.69	0.71	0.69	0.64
ROE	7.24	8.24	16.11	8.62
DPS	8,000	9,000	9,000	9,000

자료: 하나증권

SK가스 12M Fwd PBR 추이



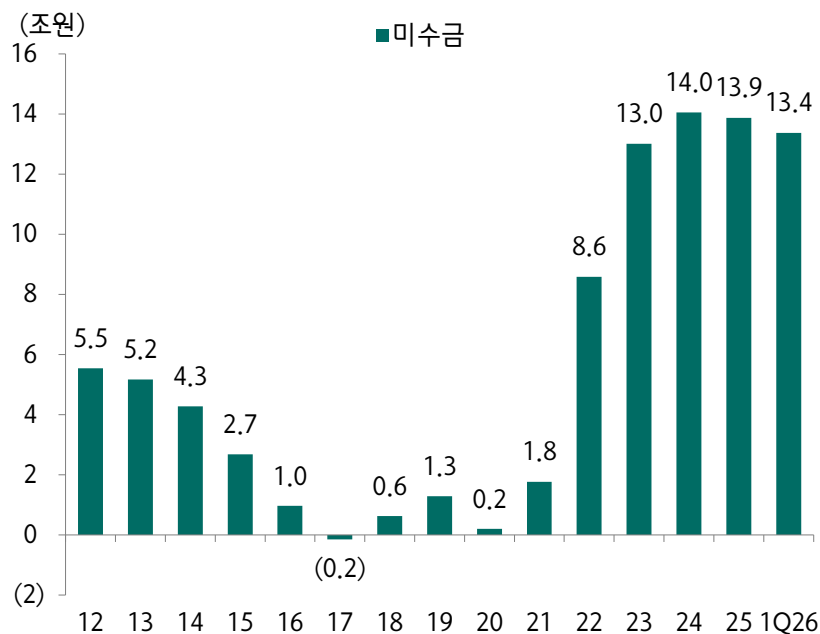
자료: 하나증권

5. Top Picks

한국가스공사(036460) | BUY | TP 55,000원 | CP(5월21일) 37,800원

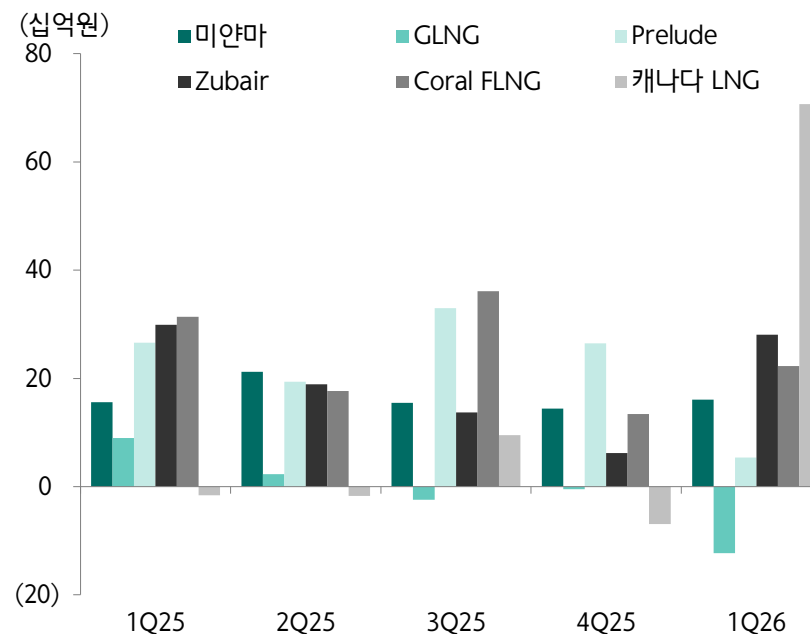
- 원/달러 환율이 높아지고 있어 외화환산손실에 따른 별도 당기순이익 감소 가능. 별도 이익도 전년대비 다소 부진 불가피
- 2026년 3월부터 에너지 가격 강세. 미수금 증가하지만 호주 Prelude, 캐나다 LNG 등 해외 자원개발 사업 실적 개선 기대
- 주요 전망 기관의 장기 유가 전망 상승 시 과거 손상차손 인식했던 해외 자원개발 사업 재평가 가능성 존재

연도별 도시가스용 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

주요 해외사업장 분기별 영업이익 추이



자료: 한국가스공사, 하나증권

한국가스공사(036460) | BUY | TP 55,000원 | CP(5월21일) 37,800원

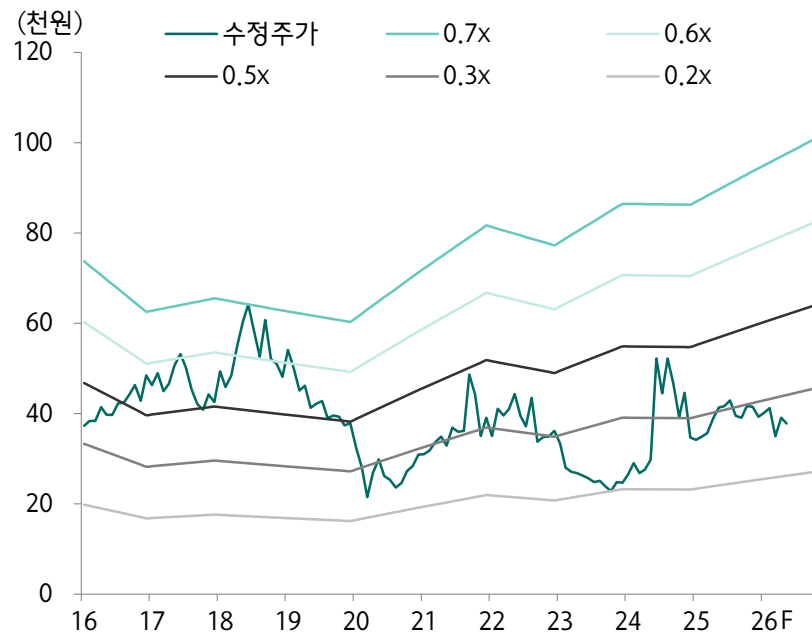
- 5월에 민수용 공급비 인상이 무산됨에 따라 미수금 증가는 불가피한 요소. 한편 미수금 증가와 배당 여부는 별개로 판단
- 2025년 사업연도에 배당성향은 미수금 안정화와 정부 세제혜택 정책에도 불구하고 오히려 감소했기 때문
- 결국 DPS는 EPS에 따라 결정될 것으로 판단. 세전이익 개선과 DPS 상향 가능성에 관심 필요. 2026년 기준 PER 3.1배, PBR 0.3배

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	38,388.7	35,727.3	34,329.4	34,429.2
영업이익	3,003.4	2,101.2	2,332.9	2,294.6
순이익	1,146.7	133.0	1,119.9	1,120.8
증감률	흑전	(88.4)	741.9	0.1
PER	2.79	27.27	3.12	3.11
PBR	0.29	0.33	0.29	0.27
ROE	11.21	1.23	9.90	9.10
DPS	1,455	1,154	1,500	1,500

자료: 하나증권

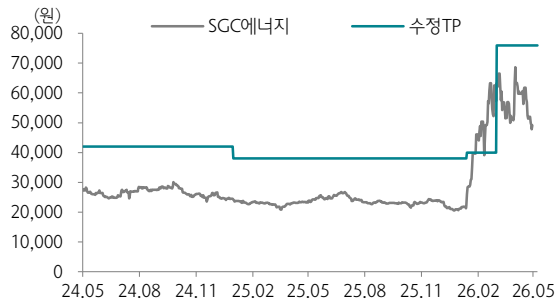
한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



자료: 하나증권

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

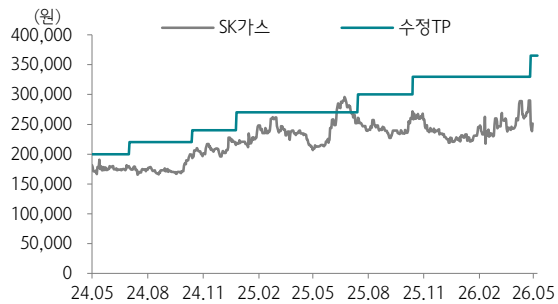
SGC에너지



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.24	BUY	76,000		
26.2.4	BUY	40,000	16.97%	58.25%
26.1.21	1년 경과		-	-
25.1.21	BUY	38,000	-38.41%	-29.61%
24.2.1	BUY	42,000	-39.03%	-28.33%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK가스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.18	BUY	365,000		
25.11.4	BUY	330,000	-26.27%	-12.12%
25.8.5	BUY	300,000	-19.03%	-9.33%
25.1.16	BUY	270,000	-10.81%	9.63%
24.11.4	BUY	240,000	-13.07%	-5.21%
24.7.23	BUY	220,000	-20.44%	-9.23%
23.10.30	BUY	200,000	-20.57%	-4.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국가스공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.18	BUY	55,000	-	-
24.10.4	Not Rated	-	-	-
24.9.6	BUY	-	-	-
24.7.11	BUY	55,000	-18.21%	-3.09%
24.5.23	1년 경과	-	-	-
23.5.23	BUY	35,000	-26.95%	-12.57%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2026년 5월 16일 현재 해당회사의 유가증권 권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

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

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.25%	2.75%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 23일