



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 4월 30일

한국전력(015760)

BUY | TP 30,000원 | CP 25,650원

SK이터닉스(475150)

BUY | TP 24,000원 | CP 16,980원



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 2일 | 산업분석_Industry In-depth

유틸리티

선수가 심판의 가족

대체로 심판과 가까운 쪽이 불리하지 않은 경기

2021년부터 2024년까지 70% 상승한 산업용 전기요금 덕분에 한국전력은 재무 정상화를 기대할 수 있게 되었다. 한편 의도와 다르게 산업용 요금이 전력시장 변화의 계기를 만드는 모습이다. 수익 개선과 비용 증가라는 경계선을 가운데 두고 전력공급, 전력판매, 전력수요 사이의 긴장감이 확인되고 있다. 아직 규제의 틀은 단단하고 방향 전환에 대한 강한 증거는 확인되지 않는다. 한편 작은 틈이 분명 존재하기 때문에 기존과는 다른 접근 사례가 점차 늘어날 전망이다. 한국전력의 독점적 시장지배력은 고객 이탈 가능성으로 일정 부분 축소될 수 있으며 줄어든 만큼 다수 민간 사업자에게 기회가 생길 것이다. 다만 과거 SMP 상한제 사례에서 볼 수 있듯이 급작스러운 변화는 규제를 재차 강화하는 방향의 원인으로 작동할 수 있다. 장기적 관점에서 시장은 개방되겠지만 속도는 생각보다 느릴 여지가 많다.

주목해야 할 이벤트: 산업용 전력수요 이탈 가능성

산업용 전기요금 추가 인상은 쉽지 않다. 주택용과 일반용으로 시선이 옮겨지겠지만 B2C 성격의 공공요금 특성 상 산업용만큼 가파른 인상은 어렵다. 산업용 요금 인하도 가능성이 낮다. 매출로 전가하지 못해서 대규모 적자로 흡수한 원가 증분을 긴 시간에 걸쳐 회수해야 하는데 애써서 인상한 것을 다시 내린다는 것은 시점 상 적절하지 않다. 현재 교착상태가 변화의 출발점이다. 경직적인 산업용 요금 때문에 전력 다소비 업종에서 자가소비 비중을 확대하려는 시도가 확인된다. 마침 LNG 용량시장 도입으로 신규 발전사업이 제한된 정책 상황과 맞물려 구역전기사업, 직접전력구매 등 잊혀져 있던 규제에 대한 관심이 부각되는 중이다. 재생에너지 PPA도 RE100 이행 수요에 대응하여 이전보다 활성화될 여지가 있다. 한편 과거 정책 변화는 대체로 공기업 편이었기 때문에 걱정 일변도의 입장일 필요는 없다.

Top Picks: 한국전력. 관심종목: SK이터닉스

2025년 하반기 유틸리티 섹터 Top Picks로 한국전력을 제시한다. 2025년 원자력 이용률은 큰 변화가 없지만 에너지 원자재 가격 하락이 원가에 반영될 4분기부터는 재차 이익 성장이 뚜렷할 전망이다. 이미 연간 12조원 이상의 이익 체력을 보유한 가운데 원가 지표 하락으로 비용 절감 모멘텀까지 오래 지속될 수 있다면 연말로 진행될수록 저평가 및 고배당 매력이 부각될 것으로 판단된다. 관심종목은 SK이터닉스다. 높아진 산업용 전기요금에 재생에너지 PPA 관련 태양광 개발 프로젝트가 늘어날 수 있다. 대기업 계열로서 사업자 신뢰도를 갖춘 점이 주요 RE100 고객사향으로 영업을 확대할 수 있는 장점으로 부각될 전망이다.

목차

1. 2025년 하반기 전망: 줄다리기	3
1) 2025년 하반기 실적전망	3
2) 한국전력 정상화 국면을 만들어낸 변동성	4
3) 주목해야 할 이벤트: 산업용 전력수요 이탈 가능성	5
4) Top Picks와 투자포인트	6
2. 주요 지표와 정책 점검	7
1) 매크로: 경기 둔화 우려와 OPEC 증산 기대감	7
2) 전력Mix: 원전 이용률 상고하자 흐름 예상	9
3. 편식은 건강에 해롭다	10
1) 가장 가파르게 인상된 산업용 전기요금	10
2) 산업용 판매 비중을 보면 불가피한 선택	11
3) 한편 수요 측면에서 변화가 나타나는 중	12
4. 전기요금이 오르자 활성화되는 시장	13
1) 열리지 않을 것 같은 비상구에도 틈은 있다	13
2) 탈출 루트 1: 구역전기사업자	14
3) 탈출 루트 2: 직접전력구매제도	15
4) 탈출 루트 3: 재생에너지 PPA	16
5. 그 밖의 주목할만한 이슈	17
1) 자원개발과 공기업	17
2) 해외 대형 원전 사업의 방향	18
3) 새로운 정부와 제12차 전력수급기본계획	19
기업분석	23
한국전력(015760)	24
SK이터닉스(475150)	28

1. 2025년 하반기 전망: 줄다리기

1) 2025년 하반기 실적전망

2025년 하반기 실적 전망
매출액 85.5조원
(YoY +5.0%)
영업이익 8.4조원
(YoY +5.1%)

2025년 하반기 유틸리티 커버리지 합산 매출과 영업이익은 85.5조원, 8.4조원으로 전년대비 5.0%, 5.1% 증가할 것으로 예상된다. 실적 규모 가장 큰 한국전력이 2024년 대비 외형과 이익의 동반 개선이 기대되기 때문이다. 한국가스공사는 해외 사업 중심의 감익이 예상되며 지역난방공사는 비수기지만 적자폭 축소가 예상된다. SK가스, SGC에너지 등 발전사업 영위하는 기업들은 3분기 여름철 SMP 강세로 우호적인 흐름이 기대된다. 한전KPS 등 공기기업은 6월 20일 전에 발표되는 경영평가 등급에 따라 변동 여지가 있다.

전기요금은 이제 산업용을 올리기 어려울 것이다. 가장 쉬운 선택이었는데 남용의 결과로 이제는 가장 어려운 선택지가 되었다. 주택용과 일반용을 올려야 하며 원가회수를 이하로 운영되는 농사용도 올려야 한다. 하지만 이는 원칙의 차원이며 지난 2024년 11월 22일에 있었던 산업부 장관의 전기요금 인상 고민은 새 정부로 넘어가게 될 전망이다. 어차피 전기요금은 계절적으로 3분기 이후 변하는 계절성이 뚜렷하기 때문에 당장 고민할 필요는 없다.

도표 1. 유틸리티 업체 실적전망 (단위: 십억원)

기업명	구분	2023	2024	2025F	2026F
한국전력 015760	매출액	88,219	93,399	98,211	99,478
	영업이익	(4,542)	8,365	12,462	13,729
	순이익	(4,823)	3,492	6,955	8,125
한국가스공사 036460	매출액	44,556	38,389	38,341	38,727
	영업이익	1,553	3,003	2,584	2,540
	순이익	(761)	1,147	1,081	1,120
지역난방공사 071320	매출액	3,954	3,570	3,921	4,028
	영업이익	315	328	334	320
	순이익	199	210	201	186
SK가스 018670	매출액	6,992	7,096	9,094	9,333
	영업이익	304	287	468	474
	매출액	316	179	300	322
E1 017940	매출액	7,828	11,192	13,697	13,880
	영업이익	93	218	246	264
	순이익	213	73	108	154
SK이터닉스 475150	매출액	0	332	342	585
	영업이익	0	38	42	65
	순이익	0	22	22	41
SGC에너지 005090	매출액	3,024	2,355	2,628	2,678
	영업이익	107	190	145	164
	순이익	42	65	53	67
한전기술 052690	매출액	545	553	571	588
	영업이익	29	55	59	62
	순이익	33	59	107	64
한전KPS 051600	매출액	1,534	1,557	1,600	1,607
	영업이익	199	209	220	213
	순이익	163	172	176	172

자료: 각 기업, 하나증권

2) 한국전력 정상화 국면을 만들어낸 변동성

에너지 원자재 가격 하락 긍정적
다만 공급 측면의 이슈가 아닌
대외 불확실성으로 나타난 결과

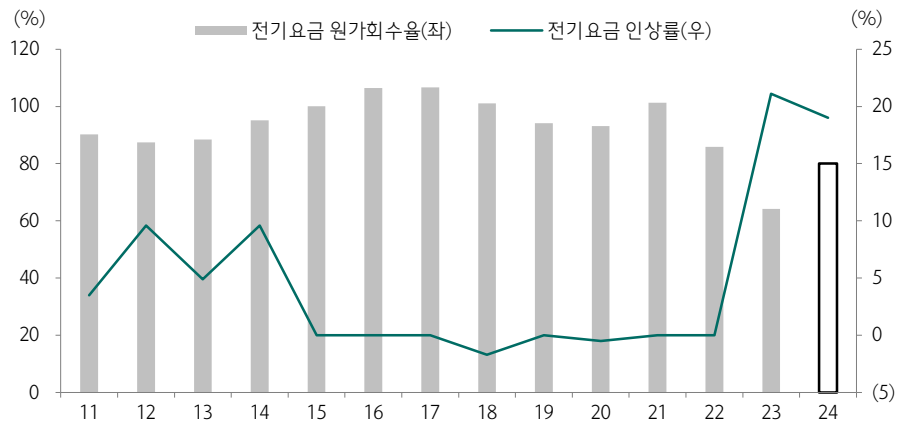
국제 정세 안정화될 경우
매크로 지표는 부정적 추세로
전환될 가능성 존재

지금은 즐거운 상황이지만
혹시나 모를 전환에는 대비 필요

공공기관 경영정보 공개시스템에서 확인 가능한 전기요금 원가회수율 추이를 살펴보면 아직 2022년 결산 기준 자료가 정부 승인을 받지 못한 것으로 보인다. 한국전력 홈페이지에 공개되는 전기요금 원가정보도 마찬가지로 2022년 예산이 최신 자료다. 원가회수율이 100%에 가까워졌다면 향후 전기요금 인상에 대한 여지는 사라지기 때문에 공개되지 않는 것이 한국전력 입장에서는 나쁘지만은 않다. 실적 추이로 본다면 2022년을 저점으로 원가회수율은 점차 개선되고 있다. 개선 근거는 산업용 전기요금 인상, 에너지 원재료 가격 하락이다.

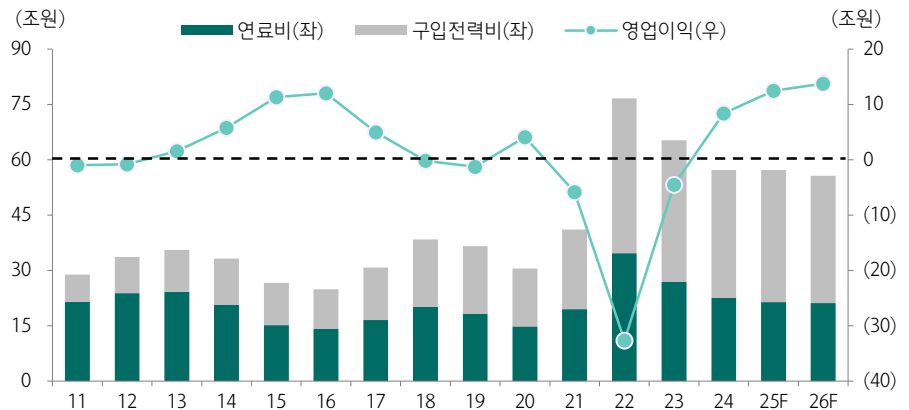
2024년 4분기 전기요금 인상과 최근 에너지 가격 하락으로 2025년 실적은 역대 최대 규모 달성이 가능하다. 추가 개선 여지는 매크로 상황에 따라 달렸다. 현재 환율, 석탄, 원유 및 LNG 가격 추이를 감안하면 예상 외로 실적 성장이 나타날 개연성도 충분하다. 다만 문제는 이러한 가격 하락이 공급 측면에서 이뤄진 것이 아니라 미국 주도의 매크로 불확실성으로 인한 것이다. 경기 둔화 우려가 지속되는 동안 한국전력에게 우호적인 상황이 조성되겠지만 상황이 반전될 경우 매크로 지표는 반대 방향으로 강하게 움직일 수 있어 경계가 필요하다.

도표 2. 전기요금 원가회수율 추이



주: 22년은 예산기준으로 작성되었으며 '22년 결산기준 및 '23년 예산기준 자료는 정부 미승인으로 승인완료 후 공시예정
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주요 영업비용과 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국전력, 하나증권

2025년 하반기 영업이익
6.5조원(YoY +12.1%) 전망

3) 주목해야 할 이벤트: 산업용 전력수요 이탈 가능성

전력시장이 빠르게 변하는 중
업체별 유틸리티 여부가 중요

산업용 수요 이탈이 큰 이슈로
부각될 여지가 존재하나
과거 사례를 볼 때
일방적 우려는 필요하지 않음

2025년 하반기 시행 예정이던 지역별 SMP는 2026년으로 시기가 미뤄지는 모습이다. 소매 요금과 연동하여 조정하려는 계획으로 보이며 전력자급률이 낮은 지역의 SMP가 낮아질 수 있는 규제였기 때문에 지연에 대해서는 발전사 입장에서 긍정적인 소식이다. 다만 철폐가 아닌 단순한 시점 조정이기 때문에 2024년 연간 전력자급률 기준 100% 미만 지자체 소재 발전사들의 수익성에 대한 우려는 2026년에 부각될 수 있다. 사실 아직 기준도 불확실하다.

산업용 요금이 최근 몇 년 동안 급등함에 따라 수요 이탈의 기조가 감지된다. 2025년 3월에 전력직접구입제도에 대한 개정이 이뤄졌고 구역전기사업자에 대한 관심과 진출 시도가 확인된다. RE100이라는 거스르기 힘든 대의명분 수행에 있어 경제적인 이슈로 성장이 제한되던 PPA는 산업용 요금 상승으로 상대적 마이너스 갭이 축소되는 상황이다.

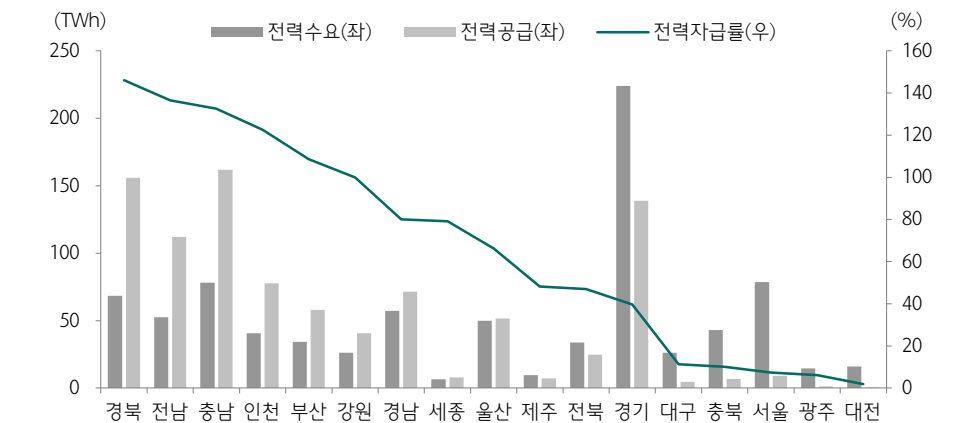
한국전력 수익 개선의 원천은 산업용에 집중되어 있기 때문에 수요가 이탈하면 장기적으로 손익은 둔화될 수밖에 없다. 교차보조 형태로 굳어진 현 상황을 타개하려면 산업용 요금을 낮추거나 산업용 다음으로 비중이 높은 일반용, 주택용 요금을 크게 올려야 하지만 1인 1표 보통선거의 원칙이 잡혀있는 국가에서는 다소 쉽지 않은 결정이다. 명목요금이 산업용보다 주택용이 비싸야 한다는 이유를 외면하는 상황에서 국민적 동의를 얻기 힘들뿐더러 경기가 침체되는 국면에서 상업시설에 적용되는 일반용 요금도 조정하기 어렵다.

산업용을 낮추면 이탈 이슈가 해소되지만 손익과 맞바꾸는 것이기 때문에 정상화된 이후에 가능하고 단기적으로는 현실화될 가능성이 낮다. 하지만 과거 사례를 볼 때 규제는 늘 상상 하던 바깥 영역에서 갑자기 다가온다. 룰이 마음에 들지 않으면 룰을 바꿀 수 있는 심판이 공기업 편이기 때문에 산업용 수요 이탈에 대해 우려 일변도의 입장을 취할 필요는 없다.

도표 4. 행정구역별 전력판매량 및 발전전력량 비교

경북~울산 9개 행정구역
전력자급률 100% 상회

제주~대전 8개 행정구역
전력자급률 100% 하회



자료: 한국전력, 하나증권

4) Top Picks와 투자포인트

Top Picks: 한국전력

2025년 하반기 유틸리티 섹터 Top Picks로 한국전력을 제시한다. 2025년 원자력 이용률은 연간 단위로 소폭 개선이 기대되며 에너지 가격 하락이 원가에 반영될 4분기부터 재차 이익 성장이 뚜렷할 전망이다. 이미 연간 12조원 이상의 이익 체력을 보유한 가운데 원가 지표 하락으로 비용 절감 모멘텀까지 오래 지속될 수 있다면 연말로 진행될수록 저평가, 고배당 매력에 부각될 것으로 판단된다. 관심종목은 SK이터닉스다. 높아진 산업용 전기요금에 재생 에너지 PPA 관련 태양광 개발 프로젝트가 늘어날 수 있다. 대기업 계열로서 사업자 신뢰도를 갖춘 점이 주요 RE100 고객사향으로 영업을 확대할 수 있는 장점으로 부각될 전망이다.

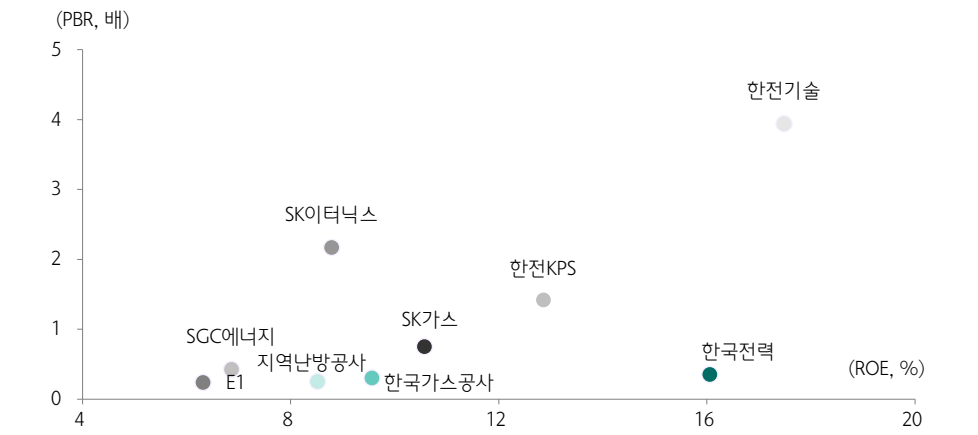
전력시장 규제는 다음 몇 가지 사항을 명심하면 된다. 1) 전기요금과 물가 사이에서 물가가 우선, 2) 한국전력과 발전사 사이에서 한국전력이 유리, 3) 주택용 요금 인상은 최후의 수단이라는 점이다. 2022년 시행되었던 SMP 상한제를 앞서 언급한 세 가지 조건을 대체로 만족하는 사례로 볼 수 있다. 규제는 늘 변하지만 한국에 시장 자유화가 정착하려면 아직 해결해야 할 과제가 많다. 시장 개방은 그 이후에나 가속화될 수 있다.

도표 5. 유틸리티 커버리지 PBR-ROE Chart (2025년 실적 기준)

종목명 / PBR(배) / ROE(%)

한국전력 / 0.4 / 16.1

SK이터닉스 / 2.2 / 8.8



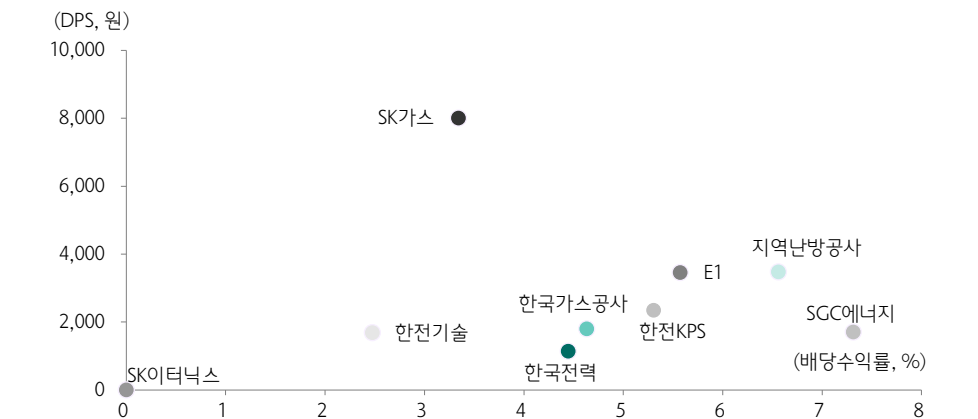
자료: 각 사, 하나증권

도표 6. 유틸리티 커버리지 DPS-예상배당수익률 (2025년 실적 기준)

종목명 / DPS / 배당수익률(%)

한국전력 / 1,660 / 7.2

SK이터닉스 / 0 / 0



자료: 각 사, 하나증권

2. 주요 지표와 정책 점검

1) 매크로: 경기 둔화 우려와 OPEC 증산 기대감

매크로 지표 대부분
2024년 대비 긍정적

국제유가: 긍정 → 긍정
아시아 LNG: 중립 → 중립
발전용 유연탄: 중립 → 긍정
원/달러 환율: 중립 → 부정

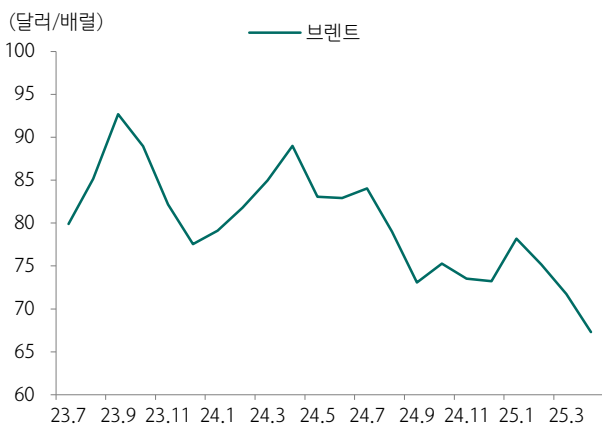
국제유가는 브렌트 기준 2024년 7월을 마지막으로 월평균 배럴당 80달러를 하회하고 있다. 국내 전력시장 원가로 반영되는 5~6개월 시차를 감안하면 2025년부터는 낮은 수준이 지속 반영되는 것으로 볼 수 있다. 글로벌 무역분쟁과 OPEC 증산 기대감으로 4월 기준 배럴당 70달러를 밑돌고 있어 늦어도 4분기부터는 추가적인 비용 개선 요소로 작용할 수 있다.

아시아 LNG 가격은 mmbtu당 10달러 초반 수준이 유지되고 있다. 유럽 전력 수급이 주요 변수가 되었고 계절적 패턴의 변화는 크지 않다. 다만 2024년 고점이 2023년 대비 낮아진 점과 최근 유가 하락과 공급 증가 기대감으로 LNG 가격이 약세를 보이는 점이 긍정적이다.

발전용 유연탄 가격은 2024년 말부터 크게 하락했다. 중국의 석탄 자급률 증가로 고열량탄 국제 가격이 급락했다. 발전 Mix에서 유연탄 발전이 작아지면서 과거만큼 절감 효과는 기대하기 어렵지만 그래도 아직은 비중이 크기 때문에 비용 개선 규모는 유의미할 수 있다.

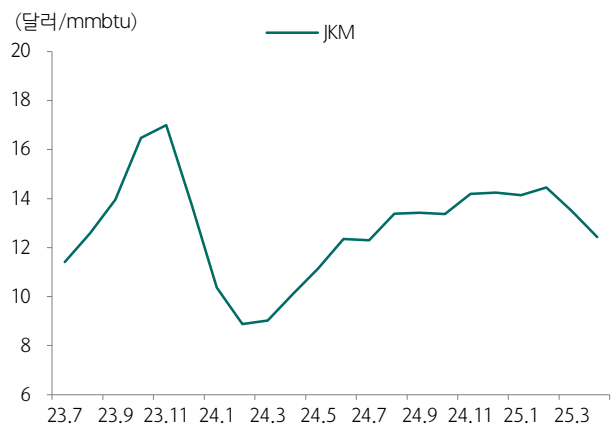
원/달러 환율도 2024년 말부터 급등했다. 국내 정치환경 불확실성이 부각된 후 나타난 약세 흐름은 4월 해당 이슈 해소에도 불구하고 미중 분쟁에 따른 원화 가치 하락으로 지속되는 중이다. 다만 2024년 기말 대비로는 낮은 수준이며 추가 약세 여력은 많지 않은 상황이다.

도표 7. 국제유가 추이 (브렌트)



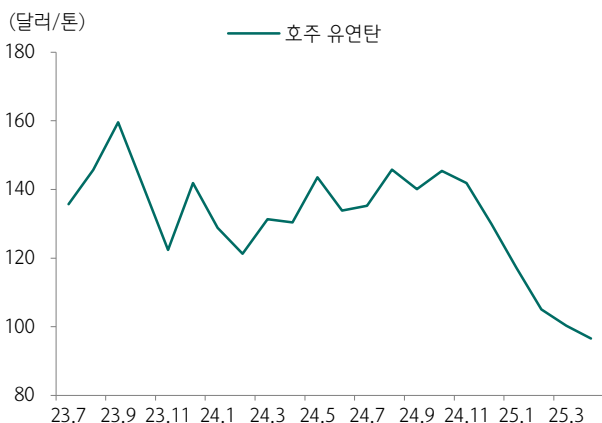
자료: Datastream, 하나증권

도표 8. LNG 가격 추이 (JKM)



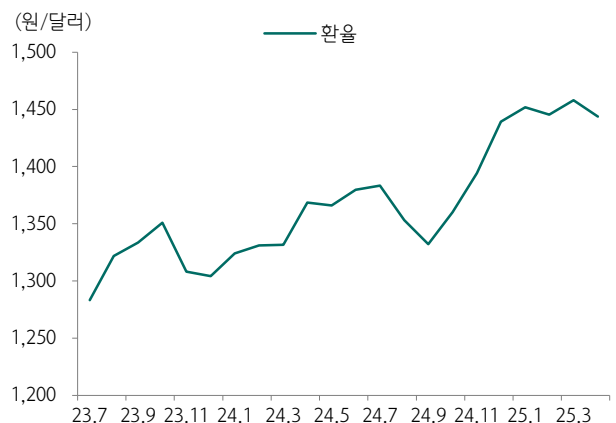
자료: Datastream, 하나증권

도표 9. 유연탄 가격 추이 (호주산)



자료: Datastream, 하나증권

도표 10. 원/달러 환율 추이



자료: Datastream, 하나증권

2) 전력Mix: 원전 이용률 상고하자 흐름 예상

신규 원전 2026년으로 지연
연내 수명만료 2기 발생

올해 분기 원전 이용률은
1 > 2 > 4 > 3 순서 예상

다만 개별 계획예방정비 일정은
수시로 조정되고 있어 변화 가능

연내 고리 4호기, 한빛 1호기 수명 만료가 도래할 예정이기 때문에 평균 이용률은 전년대비 개선되기 어려울 전망이다. 2026년에도 수명 만료 원전이 추가 발생하기 때문에 첫 사례인 고리 2호기 가동 재개 시점이 중요하다. 심사가 완료되어도 성능 개선 등 가동 재개를 위해 물리적으로 필요한 작업이 발생할 여지가 있다.

제11차 전기본에 따르면 새울 3,4호기의 기존 준공 일정은 2026년으로 지연되는 모습이다. 신규 설비가 없기 때문에 올해는 분기 이용률 추이가 주요 변수가 될 것이다. 정비 일정 상 이용률은 1분기가 가장 높고 3분기가 가장 낮을 전망이다. 계통 제약, 출력 감발 등 이슈로 일부 차이가 발생할 여지는 존재하지만 전반적인 흐름에 영향을 미칠 정도는 아닐 것이다.

화력발전 공급 제외 설비 물량의 경우 연초 평택 LNG 기력발전소 1.4GW가 제외되었지만 연내 영향이 크지 않을 것이다. 석탄화력은 2026년부터 퇴출 물량이 급격히 증가한다. 다만 지금도 이용률이 낮기 때문에 Mix에 기여하는 바는 제한적이다. 그래도 리스크 요인이 될 소지가 있으며 무엇보다 정비 물량 감소는 시장에 영향을 미칠 수 있는 주요 이슈다..

도표 11. 운전 허가 만료 원자력 발전소 현황 및 전망

발전소명	용량(MW)	운전 허가 만료
고리 2호기	650	2023년 04월 08일
고리 3호기	950	2024년 09월 28일
고리 4호기	950	2025년 08월 06일
한빛 1호기	950	2025년 12월 22일
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

도표 12. 공급물량 제외설비 현황 (제11차 전력수급기본계획 기준)

(단위: MW)

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

도표 13. 원자력 발전소별 계획예방정비 일정 (2025년 4월 29일 기준)

발전소	설비용량 (MW)	계획예방정비		정비일수(일)				
		시작	종료	1분기	2분기	3분기	4분기	합계
고리2	650	2023-04-08	2025년 6월(목표)	90	91			181
고리3	950	2024-09-28	2027년 6월(목표)	90	91	92	92	365
고리4	950	-	-					
신고리1	1,000	2025-08-24	2025-10-02			38	2	40
신고리2	1,000	2025-10-17	2025-12-01				46	46
새울1	1,400	2024-12-19	2025-02-27	58				58
새울2	1,400	2025-09-18	2025-11-17			13	48	61
월성2	700	2025-08-28	2025-10-12			34	12	46
월성3	700	2025-09-10	2025-10-22			21	22	43
월성4	700	2025-07-18	2025-10-04			75	4	79
신월성1	1,000	2025-12-23	2026-02-08				9	9
신월성2	1,000	2025-07-19	2025-08-31			43		43
한빛1	950	-	-					
한빛2	950	2025-05-17	2025-06-29		44			44
한빛3	1,000	2025-06-19	2025-08-19		12	50		62
한빛4	1,000	2025-10-25	2025-12-21				58	58
한빛5	1,000	2025-04-07	2025-06-18			73		73
한빛6	1,000	-	-					
한울1	950	2025-05-23	2025-07-03		39	3		42
한울2	950	-	-					0
한울3	1,000	-	-					0
한울4	1,000	2024-10-18	2025-01-01	1				1
한울5	1,000	-	-					0
한울6	1,000	2025-03-18	2025-05-22	14	52			66
신한울1	1,400	2025-09-01	2025-11-19			30	50	80
신한울2	1,400	2025-04-20	2025-07-16		72	16		88
정비일수 합계				253	401	488	343	1,485

주: 고리 2,3,4호기, 한빛 1호기는 수명연장 심사 일정 반영. 자료: 한국수력원자력, 하나증권

3. 편식은 건강에 해롭다

1) 가장 가파르게 인상된 산업용 전기요금

2021년 이전
기본요금, 전력량요금

2021년 이후
기본요금, 전력량요금
기후환경요금, 연료비조정요금

2023년 이후
기후환경요금, 연료비조정요금은
유명무실화

전기요금은 기본요금, 전력량요금, 기후환경요금, 연료비조정요금으로 구성된다. 기본요금은 변전소, 송배전선로 등 전기를 공급하기 위한 설비를 구축하고 유지보수 비용을 반영한다. 다만 주택용은 사용량을 기준으로 기본요금이 산정된다 전력량요금은 연료비 등 사용량에 따라 발생하는 비용을 반영한다. 기후환경요금은 재생에너지 의무화제도(RPS), 온실가스배출 거래제도(ETS), 미세먼지 계절관리제 관련 비용에 대한 요금이다. 연료비조정요금은 연료비 변동분을 주기적으로 측정하여 반영하도록 만들어진 요금이다.

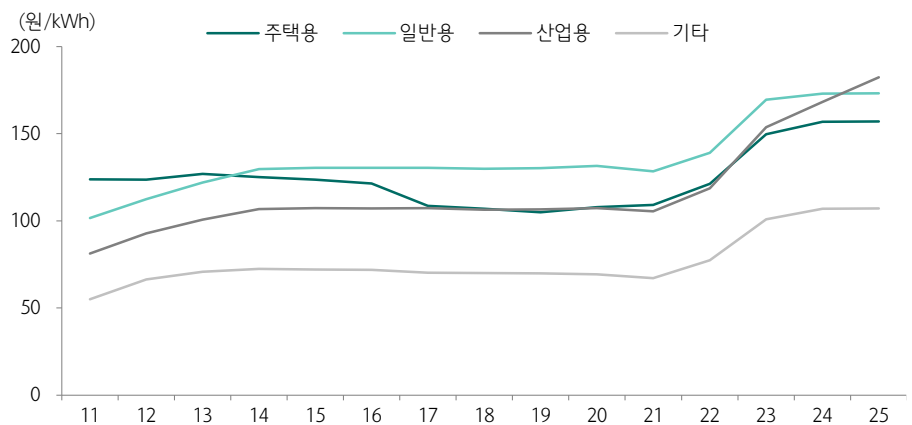
2020년까지는 전력량요금 중심의 용도별 요금 변동이 이뤄졌다. 2021년부터 연료비연동제 실시로 기후환경요금과 연료비조정요금이 신설되었고 해당 요소들을 통해서 변동비 전가가 가능해졌다. 한편 연료비조정요금은 제도가 시행된 2021년부터 곧바로 적절하게 작동하지 않았고 기후환경요금은 2023년 연초 변화 이후 2년 연속 동결된 상황이다. 2022년 초까지 온전하지는 않더라도 총괄원가 기반 요금 조정이 작동했으나 2022년 4분기부터 다시 과거 처럼 용도별 전력량요금을 조정하는 방식으로 회귀했다. 특히 산업용 요금이 다른 용도와 다르게 가파르게 상승했다. 이후 2023년 4분기, 2024년 4분기에도 산업용만 인상되었다.

명목 요금 기준 주택용이 산업용보다 비싼 '정상' 시장은 2017년부터 없어졌고 2023년 이후 가격이 역전된 '비정상' 시장이 조성되었다. 2023년 이후 상승률만 보더라도 다른 용도들과 달리 산업용에만 형평성이 거의 없었던 것을 확인할 수 있다.

도표 14. 용도별 전기요금 추이

2011년부터 2025년(추정)까지
평균 전기요금 상승률 92.2%

용도별 전기요금 상승률
주택용 26.8%
일반용 70.3%
산업용 124.3%



자료: 한국전력, 하나증권

2) 산업용 판매 비중을 보면 불가피한 선택

산업용 판매량 비중은
매년 점차 감소하는 추세
그럼에도 여전히 50% 이상

부가가치 측면에서 산업용보다 주택용 요금 명목 단가가 더 높아야 한다. 산업용은 경우에 따라 22.9kv 고압으로 수전이 가능하고 주택용은 220v로 강압하여 수전한다. 입지 측면에서 볼 때 인구가 모여있는 수도권보다 산업단지가 집중된 지역이 전력 자립도가 높다. 이 또한 송전, 배전 측면에서 비용 차이가 발생하는 요소다. 소비 패턴도 주택용은 평일, 주말, 연휴, 시간대별 사용 패턴이 극명하기 다르다. 산업용은 경우에 따라 다르지만 패턴 변화가 크지 않고 고객 수가 적기 때문에 공급 불확실성이 낮다.

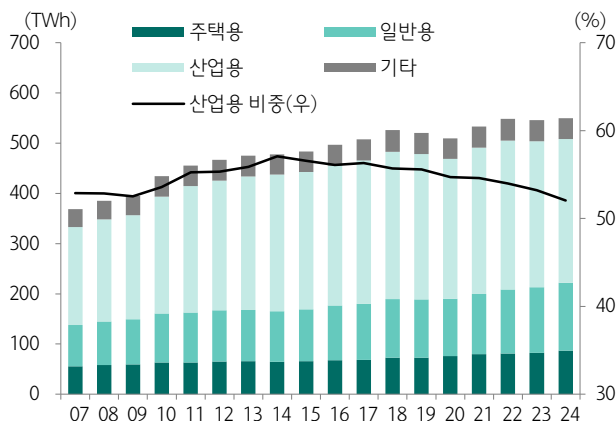
산업용 판매 비중은 이전부터 50%를 상회했다. 경제 구조 상 제조업 비중이 높아 산업용 전력수요가 전체 수요의 다수를 차지할 수밖에 없었다. 한편 전기요금 조정 여부는 정부가 결정(산업부와 기재부 합의)하는 구조이고 요금 인상을 전력 수요자 대부분 반기지 않는다. 직선제 하에서 결과에 대한 책임이 의사결정권자에 귀속되기 때문에 상대적으로 인상폭이 클 수 밖에 없었다. 비중이 높아 레버리지 효과도 커서 때문에 여러모로 편한 선택지로 볼 수 있다. 다만 이는 정무적 판단에 가깝고 일반론적으로는 적절하지 않을 여지가 많다.

도표 15. 전기요금 현황 (2023년 기준)

종별	적용범위	요금체계	고객수 (천호)	판매량 (백만kWh)	비중 (%)	판매수입 (억원)	판매단가 (원/kWh)
주택용	주거용, APT	3단계 누진제 저압, 고압	15,901	82,348	15	123,320	149.75
일반용	공공, 영업용	시간대별(고압 이상), 계절별 차등 저압, 고압A, 고압B	3,555	130,844	24	221,729	169.46
교육용	학교, 박물관 등	시간대별(1MW 이상), 계절별 차등 저압, 고압A, 고압B	21	9,232	2	12,817	138.83
산업용	광업, 공업용	시간대별(고압 이상), 계절별 차등 저압, 고압A, 고압B, 고압C	439	290,555	53	446,619	153.71
농사용	농업, 어업용	갑(관정), 을(농작물재배, 건조, 냉동) 농(을) 고압은 계절별 차등	2,160	20,763	4	15,593	75.1
가로등	가로, 보안등	갑(정액), 을(종량)	2,373	3,399	1	5,190	152.7
심야	전 종별	갑(난방), 을(냉방)	680	8,825	1	8,988	101.85
전체			25,129	545,966	100	834,255	152.8

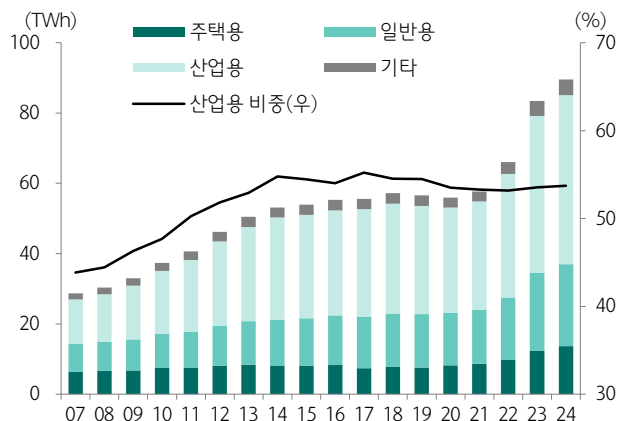
자료: 한국전력, 하나증권

도표 16. 용도별 전력판매량 추이 (2024년 산업용 비중 52.1%)



자료: 한국전력, 하나증권

도표 17. 용도별 전력판매금액 추이 (2024년 산업용 비중 53.7%)



자료: 한국전력, 하나증권

3) 한편 수요 측면에서 변화가 나타나는 중

업종별로 원가에서 전력 비중이
높은 산업에서 수요 감소 확인

개별 업종 사이클 외적으로
전기요금 부담의 영향일 여지

산업용 판매량을 업종별로 보면 2024년 기준 상위 3개 업종(전자·통신, 화학, 1차금속)에서 50.4%, 상위 5개 업종(+자동차, 연탄·석유) 62.9%, 상위 10개 업종(+식료품, 비금속, 기타 기계, 플라스틱, 전기장비) 83.6%로 높은 비중을 차지한다. 고도화된 제조업 설비가 국가 단위 전력사용량의 상당 부분을 구성하는 것이 확인된다.

연도별 추이를 보면 2021년의 경우 전체적으로 코로나19의 기저효과로 증가한 것으로 볼 수 있으며 2022년에도 과거 전력수요 성장 추세와 비교할 때 특별한 변화는 찾기 어렵다. 한편 2023년과 2024년의 경우 전년대비 감소가 확인된다. 업종별 사이클 변화로 인한 증감으로 해석하는 것이 일반적이나 해당 사이클 변화에 전기요금이 기여했을 것으로 판단된다.

선진국 대부분 2022년~2023년에 걸쳐 전기요금을 인상한 바 있고 원자재 가격이 하락한 2023년 하반기부터는 전력가격이 안정화되었다. 한국은 2023년 4분기부터 산업용 요금에 집중된 인상을 시행했다. 업종 호황-불황 사이클 외적으로 전기요금으로 인한 가격 경쟁력 둔화 측면에서 일정 부분 기여했을 여지가 존재한다. 원가에서 전기요금이 차지하는 비중이 높은 화학, 1차금속 등에서 판매량이 줄어든 것에서 약하지만 연결고리를 찾을 수 있다.

도표 18. 제조업종별 전력판매량

(단위: TWh)

	2020	2021	2022	2023	2024(잠정)
전자·통신	53.3	57.8	60.2	58.4	57.5
화학	38.3	41.3	41.0	44.2	41.6
1차금속	36.3	35.0	35.0	32.9	30.1
자동차	16.5	18.0	18.5	19.0	18.9
연탄·석유	12.5	13.3	14.0	13.4	13.4
식료품	11.5	12.1	12.4	12.5	12.8
비금속	10.2	11.1	11.4	11.3	11.3
기타기계	11.2	11.7	11.8	11.4	10.5
플라스틱	8.7	9.5	9.5	9.0	9.1
전기장비	6.9	7.7	8.2	8.7	9.3
금속가공	8.4	8.8	8.7	8.5	8.2
펄프·종이	7.9	8.0	8.0	7.7	7.7
섬유제품	7.7	8.2	7.8	6.9	6.1
기타운송	4.2	4.1	4.2	4.7	4.8
의료·광학	3.8	4.1	4.1	3.9	3.5
의료·의약	2.5	2.7	3.0	3.2	3.3
기타제품	2.6	2.8	2.8	2.7	2.6
목재·나무	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6
음료	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
인쇄·매체	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
가구	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
의복·모피	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
가죽·가방	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
담배	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
산업기계	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
합계	248.5	262.4	266.9	264.2	256.5

자료: 전력통계정보시스템, 한국전력, 하나증권

4. 전기요금이 오르자 활성화되는 시장

1) 열리지 않을 것 같은 비상구에도 틈은 있다

산업용 전기요금 상승으로
수요자 자체조달 필요성 상승

자가발전에 적합한 LNG는
LNG 용량시장 입찰이라는
새로운 규제로 관리되는 중

전력시장에서 공급자는 한국전력 외에도 다양하게 존재한다. 다만 공급 안정성과 가격적인 측면에서 한국전력이 주도적 위치를 선점하고 있기 때문에 일부 자체조달이 필요한 사업자 외에는 다른 선택지가 필요하지 않았다. 하지만 집중된 전기요금 인상으로 산업용 수요는 감소하는 흐름에 있으며 전체 수요 측면의 변화에 더해 조달 관점에서도 일부 방향 전환이 확인되는 중이다. 물론 시장의 규제는 수요자에게 편한 쪽으로만 마련되어 있지 않다.

산업용 수요는 기본적으로 공급의 안정성이 중요하다. 따라서 재생에너지를 사용하기에는 간헐성 측면에서 부적합한 측면이 존재한다. ESS를 결합한다면 안정성을 확보할 수 있으나 전력생산 효율 관점에서 볼 때 아직은 한국에서 투자비 조달 부담이 큰 선택지다. 결국에는 전통 에너지원에 의존할 수밖에 없으며 원자력은 정부 규제로 진출이 불가능하고 유연탄은 퇴출되는 분위기이기 때문에 남은 답은 열공급까지 가능한 LNG 복합화력발전뿐이다.

한편 정부는 2024년 초부터 LNG 열병합발전소의 확대를 제한하고 있다. NDC에 더해 탄소 중립 목표 달성 과정에서 LNG도 결국 퇴출되기 때문이다. 집단에너지사업법 제48조에 따라 집단에너지사업허가를 받은 자는 전기사업법에 따른 발전사업 허가를 받은 것으로 의제처리 되었다. 하지만 산업부는 집단에너지사업법 시행규칙을 변경하면서 집단에너지사업허가가 전력수급기본계획 체제에 편입되었다. 신규 LNG 설비 진입 방식을 집단에너지로 제한하고 LNG 용량시장 입찰로 신규 설비를 관리하는 방향이다. 2024년 입찰에서 묘도열병합, 대전 열병합이 사업자로 선정되었다. 향후 연도별로 공급 부족물량에 대해 제한적인 입찰이 시행되며 현재 제11차 전기본 기준으로 2031년~2032년 1.3GW 외에 진입 여력이 없다.

도표 19. 11차 전기본 사업자 선정 필요물량 및 선정 방식

구분		사업자 선정 필요물량	선정 방식
발전설비	LNG열병합	'31~'32년 1.3GW	LNG 용량시장
		('24.12월 시범입찰 낙찰 0.9GW 제외)	
	무탄소경쟁	'35~'36년 1.5GW	무탄소 통합 용량시장
백업설비(장·단주기 ESS)	양수	'36~'38년 1.25GW	우선순위 심사 또는 중앙계약시장
	기타 저장장치	육지: '26~'29년 2.1GW	중앙계약시장
		제주: '26~'28년 0.12GW	

자료: 산업부, 하나증권

도표 20. 집단에너지사업 형태별 인허가 방식 변경

사업형태	현행	개정
CHP 건설 (열+전기 공급)	공급지역별 사업허가 신청 기술검토 후 인허가 (복수 사업자 신청 시 기술검토 전사업자 평가위 구성)	발전용량시장 통합 입찰. 낙찰 시 인허가
PLB 건설 (열만 공급)		좌동(입찰 참여 X)
구역전기사업자		좌동(입찰 참여 X)
발전공기업컨소시엄		석탄전환 물량 초과 건설 시 물량 낙찰 후 인허가

자료: 언론보도, 하나증권

2) 탈출 루트 1: 구역전기사업자

구역전기도 전기본 체계로
편입할 가능성 존재

한국전력의 송배전망을 사용해야
하기 때문에 해당 요금이 오를
경우 비용 부담 증가 가능

그 외 리스크는
산업용 전기요금 인하
하지만 이는 현실성 높지 않음

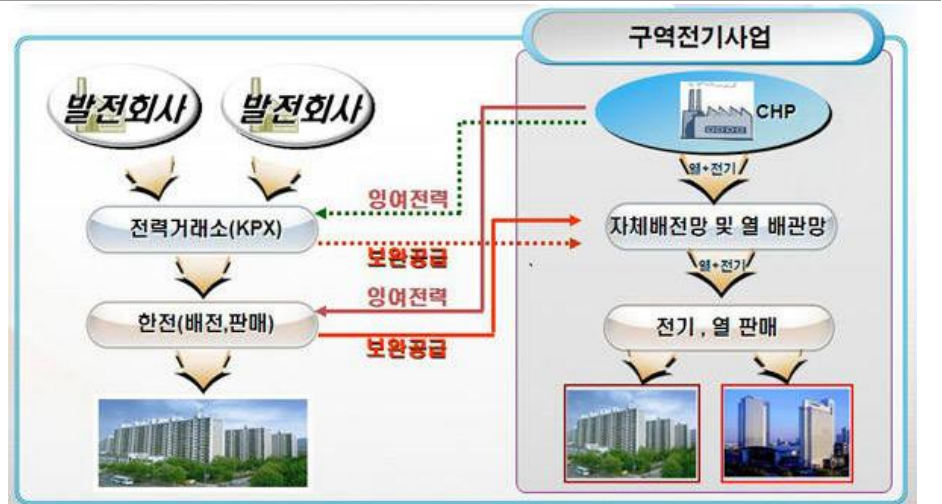
CHP(열병합발전, Combined Heat & Power) 설비는 2024년 규제 변화로 인해 앞으로 LNG 용량시장에서 낙찰된 사업자에 한하여 인허가를 받을 수 있다. 한편 구역전기사업자는 아직 규제의 사각지대에 머물러 있다. 구역전기사업자는 특정 지역 내에서 수요처를 찾아 전기를 직접 판매하는 비중양급전 방식의 전력공급자다. 공급지역별로 사업허가 신청 및 기술검토 후 인허가를 획득하는 구조다. 산업단지 내 전력 자체조달을 위해 구역전기사업자 형태로 발전설비를 건설한다면 기존 CHP와 달리 입찰시장에서의 낙찰이 필요하지 않다. 올해 들어 여러 사업자가 적극적인 행동을 취하고 있다. 한화에너지는 500MW 규모 '여수국가산업단지 구역형 집단에너지사업' 허가를 받았고 포스코인터내셔널은 광양국가산업단지 500MW 규모, SK 이노베이션은 울산복합플렉스에 300MW 규모의 사업을 추진한다. S-Oil은 기존 자가발전설에 폐열회수보일러를 추가하여 전기생산능력 121MW를 추가 확보한다. 현대제철도 2028년에 준공을 목표로 499MW LNG 설비를 건설하는 계획을 진행하고 있다.

2024년 분산에너지 활성화 특별법 관련 고시 제정에 따라 공급계약을 체결한 고객 사용량 비중이 기존 50%에서 70%로 상향되어 한전 역송 가능 물량이 감소한다. 하지만 산업용 전기요금 인상을 자체조달로 대체하려는 관점에서는 딱히 규제 강화로 보기는 어렵다. 전력 판매단가는 기존에는 경쟁력이 낮았지만 한국전력 요금 급등으로 경쟁력이 확보되고 있다. 열까지 동시 공급할 경우 한국지역난방공사 요금의 110%를 상한으로 열 판매가 가능하며 발전용 천연가스 요금은 하락하고 판가가 연동되는 도시가스 민수용 요금은 오랜 기간 동안 동결될 가능성이 높아 전력 외 매출도 수익이 안정적일 수 있다.

도표 21. 구역전기사업 운영 개념도

온실가스 감축, 전력공급 안정성,
소비자 서비스 강화, 전력인프라
건설비용 회피 등 다양한 장점

하지만 구역전기사업자
수익성이 낮은 것이 단점



자료: 산업부, 하나증권

3) 탈출 루트 2: 전력직접구매제도

SMP는 140원/kWh를 상회한
사례가 많지 않기 때문에
SMP + 정산금에서
정산금의 수준이 중요할 것

직접구매제도 안정화를 위해 관련 기준이 개정되었다. 직접구매제도는 일정 용량(3만kVA) 이상 전기사용자가 전력시장에서 전력을 직접 구매하는 제도다. 2001년 5만kVA로 시작하여 2003년 3만kVA로 참여자격을 완화하는 등 제도 활성화를 위해 노력했지만 찾지 않는 제도였다. 전력거래소가 2025년 1월 8일 직접구매 제도 준비를 위한 규칙개정(안)을 제안했고 전기위원회를 거쳐 3월 28일 규제가 개선되었다. 의무준속기간이 1년에서 3년으로 확대된 가운데 미이행 시 직접구매를 9년간 제한한다. 산업용 수요에서 빈번한 이탈 및 재참여를 방지하기 위한 조치다. 언론에 따르면 현재 SK어드밴드스, LG화학 등 다수 산업용 수요자가 규제 기관에 문의를 하는 모습이다. 아직은 절차에 소요되는 기간이 길기 때문에 실제 수요 전환이 나타나더라도 영향은 2026년부터 확인될 수 있다.

한국전력 산업용 전기요금은 가끔씩 나타나는 요금 변동 외에 변화가 없는 이산(Discrete) 분포이고 직접전력구매의 가격은 여러 정산금을 포함하여 SMP에 연동되는 일간 단위 연속(Continuous) 분포다. 정산금은 산식에 의해 조건별로 달라질 여지가 있으나 대략 20~30원/kWh 범위로 가정하면 SMP 140원/kWh 미만 구간에서 대체로 전력직접구매가 이득이 될 수 있다. SMP가 140원/kWh를 상회한 사례는 2011년 이후로 볼 때 2014년까지 지속되었던 고유가 시기, 2022년 러-우 전쟁 영향이 나타난 시기, 2024년 8월 외에 없다. 따라서 편익 발생 가능성이 높다고 볼 수 있으며 실제로 수요 이탈로 이어질 가능성이 존재한다.

도표 22. 직접전력구입제도 전력거래대금 구성요소

1. 시장정산금	1) 전력량정산금	
	2) 용량정산금	
	3) 부가정산금	
		(1) 에너지정산금
		(2) 보조서비스정산금
		(3) 의무이행비용정산금
		(4) 배출권거래비용정산금
		(5) 지역자원시설세정산금
	4) 양수동력 정산금	
		(1) 양수 전력량 정산금
2. 차액정산금	5) 수수료	
		(1) 전력거래수수료
	3. 재생에너지 발전량 예측제도 정산금	
	4. 수소발전입찰시장 차액계약정산금	
	5. 복지특례할인비용 정산금	

자료: 전력거래소, 하나증권

4) 탈출 루트 3: 재생에너지 PPA

2025년은 PPA 비중 확대의
원년이 될 가능성 높음

2021년 1월부터 기존 전력시장 구조에서 벗어난 재생에너지 조달 체계가 도입되었다. 전력 시장 외에서 거래가 가능하도록 PPA 규정이 바뀌었다. 제3자 PPA는 2021년 6월부터, 직접 PPA는 2022년 9월부터 시행되었다. 제3자 PPA는 전기판매사업자의 중개를 통해 사용자에게 공급되며 계통연계형만 가능하다. 한편 직접 PPA는 전력시장을 통하지 않고 계통 연계형과 비연계형 모두 가능하다. 비연계형은 한국전력의 망을 사용하지 않는 것이다.

아직은 RE100 이행 수단 중 녹색프리미엄이 대부분을 차지하고 REC 직접구매가 그나마 두 자리 수를 기록하는 것으로 보이며 자가발전과 PPA는 1% 미만으로 극도로 미미하다. 직접 및 제3자 PPA의 한전 송배전 사용에 따른 비용 증가, 온사이트 PPA의 계통 미접속에 따른 초과발전량 역송 및 REC 판매 불가 등은 공급과 수요 양측 의지가 크기 어려운 조건이다.

한편 최근 언론에 따르면 국내 PPA 물량은 2022년 70MW, 2023년 908MW, 2024년 1,100MW로 가파르게 커지는 중이다. 2024년 계약들은 현대자동차, 현대엘리베이터, LG전자, 네이버 등 대기업 중심이었고 이들은 전력소비 상위 산업 분류에 속하기도 한다. 전기요금 상승으로 인한 탈출 수요다. 향후 RPS 제도가 일몰되어 REC 가중치가 사라지게 될 경우 태양광 등 상대적으로 REC 수익이 높았던 RPS 대응 수요가 PPA로 전환될 여지도 존재한다.

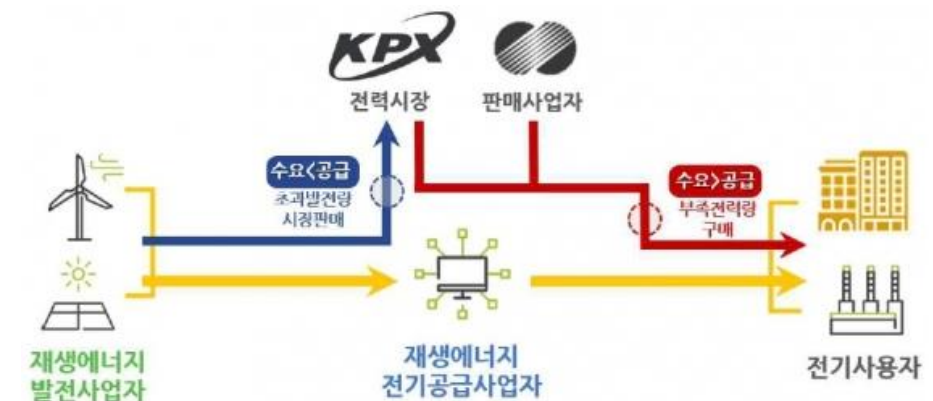
이처럼 다수의 탈출구로 산업용 전력 이탈 시도가 확인된다. 물론 리스크도 존재한다. 향후 한국전력 적자가 회수된 후 산업용 요금이 하락하면 기회비용이 크게 나타날 여지가 있다. 물론 이는 단기적 리스크로 보기는 어렵다. 아직 구역전기사업은 규제 바깥에 있지만 CHP 처럼 전기본 체계로 편입되어 입찰시장으로 전환되면 신규 진입이 제한될 수 있다. 법령상 한국전력 송배전망을 사용해야 하며 관련 정산금이 상승하면 수익이 훼손된다.

SMP 상한제를 생각하면 예상치 못한 규제 변화의 영향을 충분히 상기할 수 있을 것이다. 일방적인 조치였지만 사업자 재산권 침해 등은 인정받지 못했다. 일부 사업자에 SMP 상한 대비 연료비 초과분의 보상은 이뤄졌으나 기대수익이 감소한 것에 상응하는 보상은 없었다. 법원에서 전기의 공공재적 특성을 감안하여 판결을 내렸다. 정부 의사결정에 게임의 룰이 달라지기 때문에 전력시장 참여자의 편익 일변도 추세는 기대하기 어렵다.

도표 23. 직접PPA 거래구조

-계통 연계형
초과전력 대응 REC 발급
한국전력 송배전망 비용 발생

-계통 비연계형
온사이트 PPA로 낮은 가격
초과발전량 역송 불가



자료: 산업부, 하나증권

5. 그 밖의 주목할만한 이슈

1) 자원개발과 공기업

역대 최대 규모 전기요금 인상

미국산 에너지 수입 관련 이슈로 알래스카 LNG가 부각되는 중이다. 환경 이슈로 여러 차례 개발이 지연된 과거 이력 및 개발 완료 이후 상업운전 시점이 2031년으로 예상되는 부분 등 여러 불확실성들을 제외하더라도 운송 기간, 도입처 다변화는 한국 입장에서 매력적으로 보일 수 있다. 극동 지역을 수요처로 가정할 때 중동, 멕시코만 대비 짧은 운송 거리는 비용 및 시간 측면에서 유리하다. 다만 한국 도착 기준 10달러/mmbtu 초반은 유가 연동 계약과 큰 차이가 없다. 자원 안보 측면에서 볼 때 개발 초기 단계 지분 투자를 통해 off-take 물량 확보를 긍정적으로 평가할 수 있을 것이다. 다만 사업 진행 관련한 불확실성이 상당히 크고 미국 본토, 카타르 등에서 LNG 수출 터미널 확대가 진행되고 있어 공급 증가에 따른 가격 하락을 방어할 수단이 필요하다. 지금은 협상 초반 단계이기 때문에 일본, 대만 등 다른 LNG 수입국의 대응도 함께 관찰해야 한다.

한국을 산유국 반열에 올려놓았던 동해-1 가스전은 2004년부터 생산을 시작했고 2021년에 공급을 중단했다. 포항 앞바다 석유가스전은 끊어진 맥을 잇는 중요한 자산이 될 수 있다. 산업부가 승인한 국내 심해석유가스전 탐사시추 계획은 첫 번째 시추에서 실패했지만 기존 계획에 따르면 향후 2026년까지 시추를 이어갈 예정이다. 한국석유공사가 기존 조광권을 정부에 반납하고 새로운 조광권을 부여받은 뒤 동해 심해 가스전 해외투자 유치에 나선다. 향후 해외 주요 업체들이 입찰에 참여하는 정도에 따라 관심이 다시 집중될 여지가 있다. 미국의 관세 부과 대응 관점에서 부각된 알래스카 LNG와 함께 동해 가스전에서 예상하지 못한 이벤트가 발생하는 경우에 대비할 시점이다

도표 24. 알래스카 LNG 프로젝트



자료: 언론보도, 하나증권

도표 25. 동해 광구 탐사지역



자료: 한국전력, 하나증권

2) 해외 대형 원전 사업의 방향

국내 대형 원전은
추가 확대 어려움

해외는 유럽 시장 철수
폴란드는 정체 국면

향후 지역별 가능성 높은 국가는
중동 - UAE / 동남아 - 베트남
다만 아직 구체화되지 않았음

고준위 방폐법은 2060년까지 사용후핵연료 영구 폐기장 건설, 2050년까지 중간 저장 시설 건설이 가능해진 것이 주요 내용이다. 부안 사례를 볼 때 지역 갈등이 불가피한 사안이기 때문에 빠른 추진은 쉽지 않다. 다가오는 원전 부지 내 사용후핵연료 습식 저장시설의 포화 시점을 중간 저장시설을 통한 해소가 추진된다. 다만 고준위 특별법에서 원전 부지 내 저장 시설 용량이 설계수명 이내로 설정되었기 때문에 포화 시점이 정지될 가능성도 존재한다.

지난 1월 체코 원전 수출의 걸림돌이었던 웨스팅하우스 합의 진전이 언론 보도를 통해 확인되었다. 향후 원자력 부문에서 한-미 공동 대응의 틀이 명확해진 가운데 역할 조정이 일정 부분 마무리되는 모습이다. 유럽 진출은 웨스팅하우스 승인이 필요하며 중동, 동남아시아는 제약이 없는 것으로 보인다. 실제로 한수원이 네덜란드 신규 원전 건설 기술 타당성 조사에 불참하면서 스웨덴, 슬로베니아에 이어 세 번째 유럽 철수가 확인되었고 폴란드도 진척이 없기 때문에 팀코리아와 웨스팅하우스의 교집합이 그나마 안정적인 지점으로 간주된다.

이슈가 될 부분은 중동 시장의 크기다. 사우디아라비아는 미국 원자력 수출 규제 조건(IAEA 추가의정서 미가입)으로 진행이 어려울 수 있다. UAE 외 단기적으로 기대할 수 있는 시장이 제한적이며 후속 5,6호기 일정도 미정인 가운데 경쟁입찰로 진행될 여지가 많아 불확실성이 없다고 보기 어렵다. 4월에 베트남과 정부간 2건, 기관간 1건의 MOU가 체결되었다. 원자력 및 LNG 발전, 전력망 및 에너지 신산업 등이 주요 내용이다. 베트남은 산업용 수요가 높아 동남아시아에서 현실적으로 도전해볼 수 있는 얼마 남지 않은 국가로 간주된다. 다만 건설 자금 조달에 있어 한국이 상당한 역할을 수행할 필요가 있을 것으로 판단된다.

도표 26. 체코 신규 원전 사업 개요

규모	두코바니-테멜린 지역에 1200MW급 원전 최대 4기 건설
발주사	체코전력공사 자회사
입찰사	한국수력원자력, 프랑스전력공사
총사업비	30조원
진행일정	2024년 7월: 체코 정부, 우선협상대상자 선정 및 발표 2025년 5월 7일: 최종 계약 체결 2029년: 건설 착수 2036년: 원전 가동 시작

자료: 언론보도, 하나증권

도표 27. 한-폴 원전협력 프로젝트 개요



자료: 산업부, 하나증권

3) 새로운 정부와 제12차 전력수급기본계획

11차 전기본 발표 이후
새롭게 바뀌는 정부

달라질 부분은 많지 않지만
일부 가능성은 언제나 존재

12차 전기본은 화석연료 퇴출
관련한 중요한 내용이 담길 것

지금은 주요 공약과 그에 대한
구체적인 '행동' 유무를 볼 시점

새로운 정부가 6월에 출범할 예정이다. 아직 구체화되지 않았지만 공약을 볼 필요가 있다. 다만 NDC가 전기본 기준이 되었기 때문에 향후 장기 전력Mix 변화 가능성은 현 시점에서 크지 않다. 과거와 같은 원자력에 대한 일방적 제외 가능성도 제한적이다. 완전한 신뢰는 어렵지만 과거보다 SMR에 대한 적극적인 시각과 계속운전 유지 정책으로 가능할 수 있다. 다만 아직 입지가 확정되지 않은 장기 신규 대형 원전의 경우 계통 이슈 및 Mix 관점에서 재검토될 가능성이 높다. 원자력은 특별한 제약사항이 확인되지 않는 가운데 석탄의 경우 2040년까지 퇴출하는 내용이 언급되었다. 11차 전기본에서 석탄은 2023년 39.2GW에서 2039년 22.2GW까지 감소로 반영되었다. 임기 중 발표될 12차 전기본에 구체적인 계획이 나타날 것이며 노후 석탄 LNG 전환 설비의 장기 이용률 하락도 해결책이 제시될 수 있다.

재생에너지 보급 목표가 늘어날 여지가 있다. 하지만 전기본 목표는 숫자에 불과하고 관찰해야 하는 쟁점은 정부 차원에서 이뤄지는 제도 개선과 역할 정리다. 한국전력 재무구조가 나쁘지 않은 상황에서 해상풍력 투자가 이뤄질 수 있다. 물론 절차상 해상풍력특별법 통과 이후 간소화된 부분이 있지만 아직은 갈 길이 멀다고 판단된다. 태양광은 산업용 전기요금 때문에 빠르게 증가할 전망이다. RPS 제도가 경쟁입찰로 변하는 과정에서 REC가 없어져도 금리가 낮아지는 구간에서 보조금 없이 가격경쟁력을 갖춰가고 있기 때문이다.

한반도 에너지 고속도로, RE100 산업단지, 강원도 해상풍력 및 수소산업 육성 추진 소식도 확인된다. 정책의 의도와 추진 과정도 중요하겠으나 사업이 안착할 수 있을 것인지 여부를 결정하는 최종적인 변수는 가격이다. 경제성 열위를 극복하는 출발은 보조금 등의 재원투입이다. 문제는 해당 재원이 한국전력으로부터 나오고 결국 전기요금 인상이라는 출발점으로 돌아오게 된다는 것이다. 이슈에 대한 빠른 대응도 필요하겠지만 지속 가능한 투자의 관점에서는 단순한 목표 제시보다 제도 변화 등 실질적인 행동 유무가 중요하다.

도표 28. 노후 화력설비 관리 방안

구분	설비 개체 가능한 경우	설비 개조 가능한 경우
석탄	① 10차까지 LNG 개체 확정물량 - 일부는 LNG열병합으로 변경 가능	암모니아 혼소 (CHPS 낙찰 전제)
	② 11차에서는 LNG로 전환 중단, 양수, 수소 등 무탄소 대체	
LNG	① LNG열병합으로 변경하는 경우 - 근시일내 수소혼소전환 조건부	수소혼소 (CHPS 낙찰 전제)
	② CHPS 낙찰받은 경우	

주: 석탄발전은 설비 개조시에도 수명연한 준수

자료: 산업부, 하나증권

도표 29. 기간별 신규설비 필요용량 및 전원구성

기간	'31~'32	'33~'34	'35~'36	'37~'38	누계
부족 설비물량 (GW)	2.2	1.5	2.2	4.4	10.3
투입설비	열병합 2.2 / (시범사업 0.9)	유보 1.5	SMR 0.7 무탄소경쟁 1.5	대형원전 2.8 유보 1.6	열병합 2.2 / 원자력 3.5 무탄소경쟁 1.5/ 유보 3.1

자료: 산업부, 하나증권

도표 30. 연도별 전원구성 전망 (정격용량 기준)

연도	구분	원전	석탄	LNG	재생e	신e	양수	기타	미정 (무탄소,유보)	계
2023 (실적)	용량(GW)	24.7	39.2	43.2	30.0	1.4	4.7	1.3	-	144.4
	비중(%)	17.1	27.1	29.9	20.8	1.0	3.3	0.9	-	100.0
2025	용량(GW)	26.1	40.8	47.3	39.0	1.8	4.7	1.2	-	160.8
	비중(%)	16.2	25.4	29.4	24.3	1.1	2.9	0.7	-	100.0
2030	용량(GW)	28.9	31.7	58.8	78.0	2.9	5.2	0.7	-	206.1
	비중(%)	14.0	15.4	28.5	37.8	1.4	2.5	0.3	-	100.0
2035	용량(GW)	32.4	28.1	64.7	107.8	3.6	7.9	0.7	2.2	247.4
	비중(%)	13.1	11.4	26.2	43.6	1.5	3.2	0.3	0.9	100.0
2038	용량(GW)	35.2	22.2	69.2	121.9	4.0	10.4	0.7	4.6	268.1
	비중(%)	13.1	8.3	25.8	45.5	1.5	3.9	0.2	1.7	100.0

주: 원전에는 SMR 포함, 석탄에는 '암모니아 혼소' 포함, LNG에는 '수소 혼전소' 포함

자료: 산업부, 하나증권

도표 31. 2038년 신재생에너지 설비용량

구분	태양광	풍력	수력	해양	바이오	연료전지	IGCC	소계
정격용량(MW)	77,203	40,671	1,909	256	1,852	3,621	346	125,857
피크기여도(%)	14.3	2.4	21.2	0.0	45.9	73.2	100.0	-
실효용량(MW)	11,040	976	405	-	1,083	2,650	346	16,500

주: 실효용량은 정격용량에 피크기여도를 적용하여 산정

자료: 하나증권

도표 32. 전원별 발전량 및 비중 전망

연도	구분	원전	석탄	LNG	재생e	신e	청정수소 암모니아	기타	합계	탄소	무탄소
'23년 (실적)	발전량(TWh)	180.5	184.9	157.7	49.4	7.2	-	8.3	588.0	358.2	229.9
	비중(%)	30.7	31.4	26.8	8.4	1.2	-	1.4	100	60.9	39.1
'30년	발전량(TWh)	204.2	110.5	161	120.9	18.7	15.5	11.8	642.6	302	340.6
	비중(%)	31.8	17.2	25.1	18.8	2.9	2.4	1.8	100	47.0	53.0
'35년	발전량(TWh)	236	88.9	101.1	179.9	24.3	32.8	28.5	691.5	242.8	448.7
	비중(%)	34.1	12.9	14.6	26.0	3.5	4.7	4.1	100	35.1	64.9
'38년	발전량(TWh)	248.3	70.9	74.3	205.7	26.4	43.9	34.9	704.5	206.7	497.8
	비중(%)	35.2	10.1	10.6	29.2	3.8	6.2	5.0	100	29.3	70.7

주1: 무탄소발전 : 원전 + 재생 + 청정수소·암모니아

주2: 신규설비 중 '무탄소경쟁' 물량은 수소전소(0.7GW) 및 ESS연계형 태양광(0.8GW)으로 반영

자료: 산업부, 하나증권

도표 33. 청정수소·암모니아 발전량 전망

구분	'30년	'38년
청정수소·암모니아 발전량(TWh)	15.5	43.9
발전량 비중(%)	2.4	6.2

주: 향후 입찰시장 결과, 기술개발, 연료도입 등에 따라 발전량 전망 조정 가능

자료: 산업부, 하나증권

도표 33. 노후 석탄화력발전 설비 현황

30년 경과시점	발전기명	설비용량(MW)	30년 경과시점	발전기명	설비용량(MW)
2023	삼천포#3	560	2031	당진#4	500
	보령#5	500		하동#6	500
2024	삼천포#4	560		태안#5	500
	보령#6	500	2032	태안#6	500
2025	태안#1	500	2034	영흥#1	800
	태안#2	500		영흥#2	800
2027	하동#1	500	2035	당진#5	500
	하동#2	500	2036	당진#6	500
	태안#3	500	2037	당진#7	500
	태안#4	500		당진#8	500
	삼천포#5	500		태안#7	500
2028	삼천포#6	500		태안#8	500
	하동#3	500	2038	보령#3	550
	동해#1	200		보령#4	500
2029	하동#4	500		보령#7	500
	동해#2	200		보령#8	500
	당진#1	500		영흥#3	870
	당진#2	500		영흥#4	870
2030	당진#3	500		하동#7	500
	하동#5	500		하동#8	500
-			합계		20,910

주: 보령#3-4는 성능개선 시행을 고려, 가동 후 45년 시점 반영
 자료: 산업부, 하나증권

도표 34. 노후 LNG 복합발전-열병합발전 설비 현황

30년 경과시점	발전기명	설비용량(MW)	30년 경과시점	발전기명	설비용량(MW)
2022	서인천#1	225	2027	한림복합	105
	서인천#2	225	2029	포스코복합#3	450
	서인천#3	225	2031	GS당진복합#1	501
	서인천#4	225		포스코복합#4	450
	서인천#5	225	2032	보령복합#1	450
	서인천#6	225		보령복합#2	450
	서인천#7	225		보령복합#3	450
	서인천#8	225	2033	부산복합#1	450
2023	분당복합#1	574		부산복합#2	450
	일산복합#1	600	2034	부산복합#3	450
2025	울산복합#1	300		부산복합#4	450
2026	일산복합#2	300	2035	인천복합#1	504
2027	울산복합#2	450		울촌복합#1	526
	울산복합#3	450	2036	광양복합#1	495
	신인천#1	450		광양복합#2	495
	신인천#2	450	2038	GS당진복합#2	533
	신인천#3	450		부산정관에너지	46
	신인천#4	450	합계		13,877
	분당복합#2	348			

주: 노후 LNG 발전설비 관리방안에 대해 전문가 용역 실시 후, 차기 전기분 반영 예정
 자료: 산업부, 하나증권

도표 35. 집단에너지 현황

(단위: GW)

구분	'23년	'24년	'25년	'26년	'27년	'28년	'29년	'30년	'31년	'32년	합계
발전사업 허가	-	1.3	0.3	1.4	0.8	1.1	1	-	-	-	5.9
전기본 확정설비	9.8	0.8	1.2	1	-	0.2	0.1	-	-	-	13.1
신규 사업자 선정	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9	0.9

주1: 노후석탄 열병합 대체 등 발전사업 허가 : 고양창릉, 송산그린, 아산항정 열병합 등 포함

주2: 신규 LNG열병합 사업자 선정('24.12): 묘도, 대전 열병합

자료: 산업부, 하나증권

도표 36. 집단에너지 설비계획

연도	발전소명	신규용량(MW)	폐지용량(MW)	누적용량(MW)
2023	기존설비	-	-	9,821
2024	대구열병합(기존)	-	44	9,778
	대구열병합	270	-	10,048
	신세중복합	597	-	10,645
2025	청주열병합	270	-	10,915
	김포열병합(중설)	145	-	11,059
	부천복합#2-1	498	-	11,557
	마곡열병합	285	-	11,842
2026	여수그린에너지	495	-	12,337
	남양주열병합	493	-	12,830
2028	수원열병합(기존)	-	39	12,791
	수원열병합	141	-	12,932
	부천복합(기존)	-	450	12,482
	부천복합#2-2	498	-	12,980
2029	성림에너지	13.2	-	12,993
합계		3,704	532	12,993

자료: 산업부, 하나증권

도표 37. 첨단산업(반도체 업종) 전력수요 영향 전망 결과

구분		'25년	'27년	'30년	'36년	'38년
전력소비량 (TWh)	추세 대비 증분 ('추가수요')	5.8	7.7	10.3	7.6	1.1
	전체	41.7	50.2	65.3	99.5	110.2
전체 하계 최대전력 (GW)	추세 대비 증분 ('추가수요')	0.9	1.3	2.0	2.2	1.4
	전체	5.6	6.8	9.1	14	15.4

주: '23년 첨단산업 전력수요 실적: 전력소비량 기준 31.5TWh, 최대전력 기준 4.1GW

자료: 산업부, 하나증권

도표 38. 데이터센터 전력수요 영향 전망 결과

구분		'25년	'27년	'30년	'36년	'38년
전력소비량 (TWh)	추세 대비 증분 ('추가수요')	2.7	8.4	10	13.9	15.5
	전체	8.2	14.8	18	26.4	30
전체 하계 최대전력 (GW)	추세 대비 증분 ('추가수요')	0.5	1.5	2.3	3.9	4.4
	전체	1.2	2.3	3.3	5.4	6.2

주: '23년 데이터센터 전력수요 실적: 전력소비량 기준 5.0TWh, 최대전력 기준 0.6GW

자료: 산업부, 하나증권

도표 39. 주요 해상풍력 발전 추진 현황

발전소명	준공시기	용량(MW)	비고
탐라해상	'17.09	30.0	상업운전
영광해상	'18.12	34.5	
서남해 실증	'19.10	60.0	
한림해상	'24.10	100.1	
전남	'25.04	96.0	추진 중
영광낙월	'26.06	364.8	
고창	'27.09	76.2	
신안 우이	'28.09	396.8	
영광 안마1	'29.01	224.0	
영광 안마2	'29.01	308.0	
완도 금일	'29.08	200.0	
완도 금일 2단계	'29.08	400.0	
충남 태안	'29.09	500.0	
영광 아월	'30.09	104.0	
울산 반딧불이	'30.12	750.0	
해상풍력 용량 합계		3,644.4	

주: 현재 추진 중인 고정가격계약 경쟁입찰 낙찰 사업이며, 준공시기는 사업자계획으로 변동가능
 자료: 산업부, 하나증권

도표 40. 11차 전기본 장주기 ESS 필요물량

연도	필요물량(누적)		신규설비(연도별)		설비용량(누적)	
	전국(MW)	제주(MW)	전국(MW)	제주(MW)	양수(MW)	기타 저장장치(MW)
2023(실적)	-	-	-	-	4,700	-
2024	-	-	-	-	4,700	-
2025	-	-	-	68(기타 저장장치)	4,700	68
2026	-	39	500(기타 저장장치)	40(기타 저장장치)	4,700	608
2027	-	78	500(기타 저장장치)	40(기타 저장장치)	4,700	1,148
2028	1,000	117	500(기타 저장장치)	40(기타 저장장치)	4,700	1,688
2029	2,100	155	600(기타 저장장치)	-	4,700	2,288
2030	4,000	194	500(양수)	-	5,200	-
2031	7,600	233	-	-	5,200	-
2032	10,000	272	600(양수)	-	5,800	-
2033	12,500	311	700(양수)	-	6,500	-
2034	17,500	350	1,400(양수)	-	7,900	-
2035	17,500	388	-	-	7,900	-
2036	20,000	427	1,500(양수)	-	9,400	-
2037	21,000	466	1,000(양수)	-	10,400	-
2038	22,500	505	1,250(양수)	-	11,650	-
합계	22,500	505	9,050	188	11,650	2,288

자료: 산업부, 하나증권

도표 41. 연도별 백업설비 필요물량

구분		~'30년	~'35년	~'38년
초단주기	동기조상기(GWs)	15	27	32
단·장주기	소계(GW)	4.2	17.9	23.0
		(육지 : 4.0)	(육지 : 17.5)	(육지 : 22.5)
		(제주 : 0.2)	(제주 : 0.4)	(제주 : 0.5)
	기타 저장장치(GW)	4.2	17.9	21.75
	양수(GW)	-	-	1.25

자료: 산업부, 하나증권

기업분석

한국전력(015760)	25
SK이터닉스(475150)	28

2025년 5월 2일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 30,000원(유지)
현재주가(4.30) 25,650원

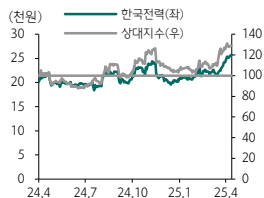
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.61
52주 최고/최저(원)	25,700/18,400
시가총액(십억원)	16,466.4
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,643.0
60일 평균 거래대금(십억원)	37.3
외국인지분율(%)	17.85
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.88

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	97,374.0	99,450.2
영업이익(십억원)	13,555.1	14,969.7
순이익(십억원)	7,326.3	8,533.7
EPS(원)	11,315	13,181
BPS(원)	72,567	84,428

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	88,219.5	93,398.9	98,210.9	99,478.4
영업이익	(4,541.6)	8,364.7	12,461.8	13,729.1
세전이익	(7,554.0)	5,256.5	9,452.4	10,833.8
순이익	(4,822.5)	3,491.7	6,954.5	8,125.3
EPS	(7,512)	5,439	10,833	12,657
증감율	적지	폭전	99.17	16.84
PER	(2.52)	3.69	2.37	2.03
PBR	0.34	0.32	0.35	0.30
EV/EBITDA	16.95	6.48	5.47	5.06
ROE	(12.63)	9.22	16.05	16.11
BPS	55,837	62,177	72,797	84,314
DPS	0	213	1,140	1,580



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

한국전력(015760)

길게 보면 편식은 건강에 해롭지만

목표주가 30,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 30,000원, 투자의견 매수 유지한다. 실적과 관련된 주요 매크로 지표의 변동이 극심하다. 관련 변수들이 현재 수준을 향후에도 지속할 경우 실적 추정치는 상향될 가능성이 매우 높다. 한편 지표 둔화가 공급 측면에서의 이슈가 아닌 강대국 관세 분쟁으로 인한 우려의 결과물이란 점에서 추세의 견고함은 상대적으로 떨어지는 것으로 볼 수 있다. 다만 글로벌 불확실성 증가 국면 이전의 레벨로 회복된다고 가정하더라도 두 자리 수 ROE, 역대 최대 규모 영업이익 달성 가능성을 충분하다. 2025년 기준 PER 2.4배, PBR 0.4배다.

2025년 하반기 영업이익 6.5조원(YoY +12.1%) 전망

2025년 하반기 매출액은 51.8조원으로 2024년 대비 4.3% 증가할 전망이다. 2024년 10월 인상된 전기요금 영향이 산업용 판매량 감소를 만회할 것으로 보인다. 여름철 기온 추이가 매년 3분기 실적 변화 요인이기 때문에 무더위 여부가 중요하다. 영업이익은 6.5조원으로 2024년 대비 12.1% 증가할 전망이다. 연료비, 구입전력비는 각각 11.2조원, 19.2조원으로 전년대비 3.6% 감소, 9.5% 증가할 것으로 추정된다. 연료비는 원/달러 환율 약세에도 주요 원자재 가격 하락폭이 유의미할 전망이다. 구입전력비는 2024년 대비 하반기 원전 이용률 하락이 예상되고 3분기 SMP 강세가 나타날 가능성을 감안했다. SMP는 1분기 지속 약세를 기록한 가운데 4월에는 일시적으로 상승했지만 SMP는 5월에 다시 전월대비 하락 전환이 예상된다. 분기별 원자력 발전소 이용률은 1분기 89.8%, 2분기 83.6%, 3분기 80.5%, 4분기 84.7%로 상고하저 흐름이 추정된다.

요금인상 모멘텀 해소. 이제 실적이 얼마나 개선되는지에 관심을 가질 때

한국전력 주요 개선 동력인 산업용 전기요금 인상은 당분간 기대하기 어렵다. 한편 요금이 이미 충분히 상승했고 더 이상 조정될 필요가 크지 않다면 실적을 봐야 한다. 무역분쟁에 의한 경기 둔화 우려가 시장에서 완전히 해소되기 전까지는 유가 등 주요 위험 지표 상승이 제한적일 전망이다. 교착 상태가 지속되는 기간 동안은 실적이 개선되기 때문에 오랜만에 유틸리티 섹터가 갖는 방어주 기능을 발휘할 수 있는 상황이다. 상단을 돌파하는 과정에서 가장 큰 불확실성은 매크로 지표 흐름보다 배당 성향으로 간주된다. 증익 국면이기 때문에 배당 성향 20% 미만이 유지되어도 DPS는 전년대비 상향이 가능하다. 만약 원자재 가격이 하향 안정화된다면 추가적인 이익 성장과 함께 배당이 개선될 여지도 빠르게 확대된다.

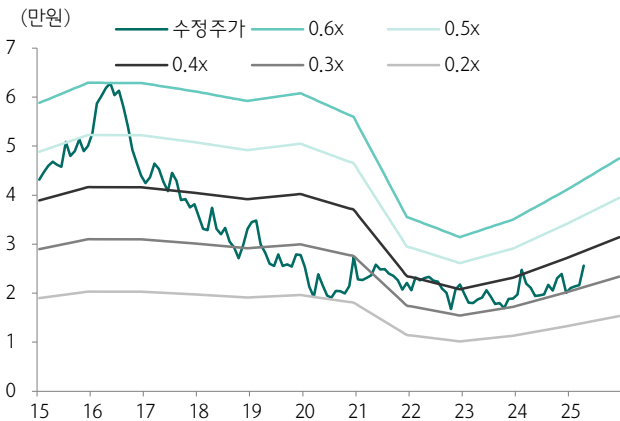
도표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				1Q25 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	232,928	204,737	261,034	235,291	244,118	220,366	275,309	242,315	4.8	3.8
전기판매수익	221,650	195,406	250,223	221,619	232,592	209,510	264,179	231,833	4.9	5.0
기타매출	11,278	9,331	10,811	13,672	11,526	10,857	11,130	10,483	2.2	(15.7)
영업이익	12,994	12,503	33,961	24,191	41,142	18,312	33,069	32,096	216.6	70.1
연료비	61,601	47,563	67,247	48,967	51,878	49,753	65,776	46,307	(15.8)	5.9
구입전력비	92,029	79,697	96,467	78,406	84,278	82,240	109,898	81,607	(8.4)	7.5
기타	66,304	64,974	63,359	83,727	66,820	70,062	66,566	82,306	0.8	(20.2)
세전이익	7,378	3,491	29,766	11,932	34,241	10,684	25,819	23,781	364.1	187.0
순이익	5,615	651	18,493	10,158	24,653	7,692	19,364	17,836	339.1	142.7
영업이익률(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	16.9	8.3	12.0	13.2	-	-
세전이익률(%)	3.2	1.7	11.4	5.1	14.0	4.8	9.4	9.8	-	-
순이익률(%)	2.4	0.3	7.1	4.3	10.1	3.5	7.0	7.4	-	-
전력판매(GWh)	141,696	126,787	149,900	131,438	141,020	128,055	151,399	132,752	(0.5)	7.3
판매단가(원/kWh)	156	154	167	169	165	164	174	175	5.4	(2.2)
원/달러 환율	1,329	1,371	1,357	1,397	1,452	1,450	1,450	1,450	9.3	3.9
석탄(천원/톤)	196	190	185	190	201	199	181	185	2.9	6.0
LNG(천원/톤)	1,157	1,022	1,075	1,043	1,081	1,124	1,124	1,046	(6.5)	3.7

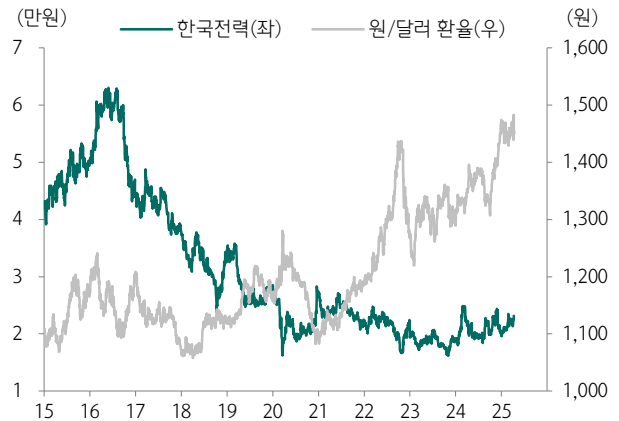
자료: 한국전력, 하나증권

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



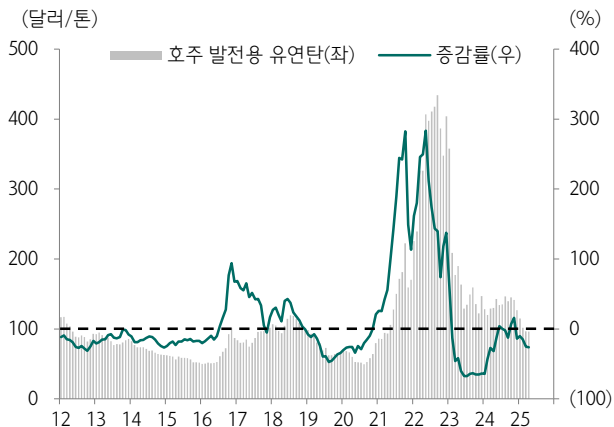
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



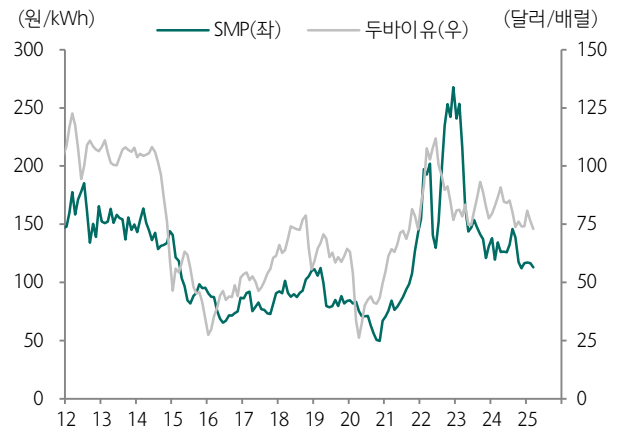
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (4월 YoY -26.0%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (3월 SMP YoY -15.9%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219.5	93,398.9	98,210.9	99,478.4	100,576.8
매출원가	89,699.5	81,964.2	81,694.2	81,704.6	84,122.3
매출총이익	(1,480.0)	11,434.7	16,516.7	17,773.8	16,454.5
판매비	3,061.6	3,070.0	4,054.9	4,044.8	4,004.3
영업이익	(4,541.6)	8,364.7	12,461.8	13,729.1	12,450.2
금융손익	(3,922.0)	(4,087.1)	(4,000.0)	(3,800.0)	(3,600.0)
종속/관계기업손익	613.0	882.3	714.2	643.8	591.2
기타영업외손익	296.6	96.6	276.4	260.9	235.5
세전이익	(7,554.0)	5,256.5	9,452.4	10,833.8	9,677.0
법인세	(2,837.8)	1,634.6	2,497.9	2,708.4	2,419.3
계속사업이익	(4,716.1)	3,622.0	6,954.5	8,125.3	7,257.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4,716.1)	3,622.0	6,954.5	8,125.3	7,257.8
비배주주지분 순이익	106.4	130.3	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(4,822.5)	3,491.7	6,954.5	8,125.3	7,257.8
지배주주지분포괄이익	(5,032.6)	4,070.2	6,681.5	7,806.4	6,972.9
NOPAT	(2,835.5)	5,763.6	9,168.6	10,296.8	9,337.7
EBITDA	8,490.6	22,362.1	26,057.1	27,463.0	26,325.9
성장성(%)					
매출액증가율	23.80	5.87	5.15	1.29	1.10
NOPAT증가율	적지	흑전	59.08	12.31	(9.31)
EBITDA증가율	흑전	163.37	16.52	5.40	(4.14)
영업이익증가율	적지	흑전	48.98	10.17	(9.32)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	99.17	16.84	(10.68)
EPS증가율	적지	흑전	99.17	16.84	(10.67)
수익성(%)					
매출총이익률	(1.68)	12.24	16.82	17.87	16.36
EBITDA이익률	9.62	23.94	26.53	27.61	26.17
영업이익률	(5.15)	8.96	12.69	13.80	12.38
계속사업이익률	(5.35)	3.88	7.08	8.17	7.22

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(7,512)	5,439	10,833	12,657	11,306
BPS	55,837	62,177	72,797	84,314	94,039
CFPS	17,322	38,559	42,397	44,564	42,793
EBITDAPS	13,226	34,834	40,590	42,780	41,008
SPS	137,421	145,489	152,985	154,960	156,670
DPS	0	213	1,140	1,580	1,580
주기지표(배)					
PER	(2.52)	3.69	2.37	2.03	2.27
PBR	0.34	0.32	0.35	0.30	0.27
PCFR	1.09	0.52	0.60	0.58	0.60
EV/EBITDA	16.95	6.48	5.47	5.06	5.19
PSR	0.14	0.14	0.17	0.17	0.16
재무비율(%)					
ROE	(12.63)	9.22	16.05	16.11	12.68
ROA	(2.03)	1.44	2.78	3.17	2.78
ROIC	(1.55)	3.10	4.80	5.28	4.68
부채비율	543.28	496.69	426.44	365.62	325.88
순부채비율	349.84	315.62	264.17	222.68	196.30
이자보상배율(배)	(1.02)	1.79	2.52	2.83	2.62

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	29,536.2	29,255.2	31,240.4	31,892.3	32,128.7
금융자산	7,523.2	5,966.3	7,260.0	7,593.2	7,602.1
현금성자산	4,342.9	2,383.0	3,613.8	3,918.0	3,906.2
매출채권	11,009.5	11,099.2	11,430.5	11,583.2	11,692.2
재고자산	8,875.6	9,769.2	10,060.9	10,195.3	10,291.2
기타유동자산	2,127.9	2,420.5	2,489.0	2,520.6	2,543.2
비유동자산	210,178.8	217,552.6	222,400.0	226,870.0	231,140.0
투자자산	13,208.8	16,232.1	16,674.8	16,878.7	17,024.4
금융자산	3,546.2	4,946.0	5,051.7	5,100.5	5,135.3
유형자산	179,875.5	182,982.8	187,537.0	191,931.2	196,165.4
무형자산	1,133.1	1,146.1	996.6	868.5	758.6
기타비유동자산	15,961.4	17,191.6	17,191.6	17,191.6	17,191.6
자산총계	239,715.0	246,807.8	253,640.4	258,762.3	263,268.8
유동부채	61,248.4	63,968.8	62,490.1	59,530.3	57,301.9
금융부채	41,752.5	45,069.4	43,088.1	39,896.7	37,502.9
매입채무	4,341.5	4,494.5	4,628.7	4,690.5	4,734.7
기타유동부채	15,154.4	14,404.9	14,773.3	14,943.1	15,064.3
비유동부채	141,201.8	141,476.2	142,969.7	143,657.9	144,149.3
금융부채	96,139.5	91,448.3	91,448.3	91,448.3	91,448.3
기타비유동부채	45,062.3	50,027.9	51,521.4	52,209.6	52,701.0
부채총계	202,450.2	205,445.0	205,459.8	203,188.2	201,451.2
지배주주지분	35,845.1	39,915.2	46,733.0	54,126.5	60,369.9
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6	2,444.6
자본조정	13,295.0	12,708.6	12,708.6	12,708.6	12,708.6
기타포괄이익누계액	557.4	1,424.0	1,424.0	1,424.0	1,424.0
이익잉여금	16,338.3	20,128.2	26,946.0	34,339.5	40,583.0
비지배주주지분	1,419.7	1,447.6	1,447.6	1,447.6	1,447.6
자본총계	37,264.8	41,362.8	48,180.6	55,574.1	61,817.5
순금융부채	130,368.8	130,551.3	127,276.4	123,751.8	121,349.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,522.2	15,876.1	22,051.5	22,551.2	21,627.5
당기순이익	(4,716.1)	3,622.0	6,954.5	8,125.3	7,257.8
조정	11,380.0	16,044.5	13,595.3	13,733.9	13,875.6
감가상각비	13,032.3	13,997.4	13,595.3	13,733.9	13,875.6
외환거래손익	363.7	2,366.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(613.0)	(882.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(1,403.0)	562.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(5,141.7)	(3,790.4)	1,501.7	692.0	494.1
투자활동 현금흐름	(13,073.8)	(14,093.1)	(18,505.6)	(18,233.0)	(18,166.4)
투자자산감소(증가)	(880.5)	(3,023.2)	(442.7)	(204.0)	(145.7)
자본증가(감소)	(13,598.7)	(13,813.4)	(18,000.0)	(18,000.0)	(18,000.0)
기타	1,405.4	2,743.5	(62.9)	(29.0)	(20.7)
재무활동 현금흐름	12,661.9	(3,849.3)	(2,118.0)	(3,923.2)	(3,408.1)
금융부채증가(감소)	12,690.7	(1,374.3)	(1,981.3)	(3,191.4)	(2,393.8)
자본증가(감소)	332.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(305.5)	(2,337.8)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(55.5)	(137.2)	(136.7)	(731.8)	(1,014.3)
현금의 증감	1,108.1	(1,959.9)	1,373.9	304.2	(11.8)
Unlevered CFO	11,120.4	24,753.4	27,217.4	28,608.7	27,471.6
Free Cash Flow	(12,386.2)	1,660.1	4,051.5	4,551.2	3,627.5

2025년 5월 2일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 24,000원
현재주가(4.30) 16,980원

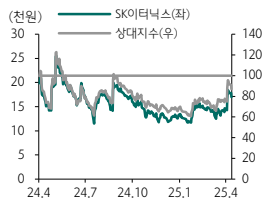
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,556.61
52주 최고/최저(원)	25,502/11,468
시가총액(십억원)	573.1
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	33,754.0
60일 평균 거래량(천주)	800.8
60일 평균 거래대금(십억원)	12.3
외국인지분율(%)	2.28
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 2인	31.06
한에너지개발홀딩스유한회사	22.02

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	355.8	634.4
영업이익(십억원)	46.0	65.7
순이익(십억원)	27.0	43.2
EPS(원)	802	1,279
BPS(원)	7,836	9,041

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	0.0	332.2	341.8	585.5
영업이익	0.0	37.6	42.1	64.7
세전이익	0.0	27.5	29.6	53.8
순이익	0.0	22.4	22.2	40.9
EPS	0	811	659	1,212
증감율	N/A	N/A	(18.74)	83.92
PER	0.00	14.86	25.77	14.01
PBR	0.00	1.68	2.17	1.88
EV/EBITDA	0.00	10.74	10.46	7.93
ROE	0.00	9.25	8.79	14.37
BPS	0	7,193	7,838	9,050
DPS	0	0	0	0



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

SK이터닉스(475150)

역량을 발휘할 수 있는 규제 환경

목표주가 24,000원, 투자 의견 매수 유지

SK이터닉스 목표주가 24,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 녹색프리미엄이 RE100 이행 수단 중 대부분을 차지하고 자가발전과 PPA는 1% 미만으로 미미하다. 한전 송배전 사용에 따른 비용 증가, 온사이트 PPA의 계통 미접속에 따른 초과발전량 역송 및 REC 판매 불가 등이 성장 제약 조건이다. 한편 국내 PPA 물량은 2022년 70MW, 2023년 908MW, 2024년 1,100MW로 빠르게 증가하고 있다. 전력소비 상위 분류에 속하는 대기업이 대부분이며 전기 요금 상승으로 인한 영향으로 보인다. 향후 RPS 제도가 일몰되어 REC 가중치가 사라지면 RPS 물량 감소와 PPA 공급 증가로 이어질 수 있다. 2025년 기준 PER 25.8배, PBR 2.2배다.

2025년 하반기 영업이익의 319억원(YoY -19.3%) 전망

2025년 하반기 매출액은 2,666억원으로 2024년 대비 14.9% 감소할 전망이다. 매출 규모가 큰 연료전지 프로젝트 수가 줄어들기 때문이다. 군위풍백 육상풍력 공정 진행과 신안우이 해상풍력의 실적 기여를 감안해도 2024년은 연료전지 49MW 규모 3개 프로젝트가 인도된 반면 2025년에는 40MW 규모 1개 프로젝트만 실적에 반영될 예정이기 때문이다. 태양광 개발의 경우 2024년처럼 1개 프로젝트가 4분기에 인식될 수 있을 전망이다. 영업이익은 319억원으로 2024년 대비 19.3% 감소할 전망이다. 하지만 연내 기대되는 태양광 구조화 사업 2개 프로젝트 중 1개가 2분기에서 3분기로 매출 인식 시점이 지연될 경우 반기 단위 이익 추세는 증가로 전환될 수 있다. 현재 태양광 사업 실적은 2분기와 4분기에 각각 1개 프로젝트가 인식될 것으로 예상되며 연료전지의 경우 4분기에 1개 프로젝트 인도가 완료될 전망이다.

PPA 수요가 확대될 수 있는 규제 환경이 조성되는 중

재생에너지 PPA의 경우 비경제성이 성장 제약 요인으로 작용했지만 산업용 요금 상승으로 상대적 가격 격차 축소가 확인되고 있다. 대규모 전력 사용자들이 구역전기사업, 직접전력 구매 등 여러 대안을 검토하는 모습이며 RE100 의무 이행과 가격을 동시에 챙길 수 있는 재생에너지 PPA가 유효한 선택지로 부각될 수 있다. 거래 상대방으로서 높은 신뢰를 제공할 수 있는 대기업 계열로서 B2B 비즈니스에서 유리한 위치를 점하고 있어 향후 태양광 개발 프로젝트 확대 기회가 늘어날 전망이다. 정체를 보였던 1MW 미만 소규모 태양광 설치량이 최근 1GW 수준으로 회복함에 따라 향후 사업 확장에 유리한 국면이 조성되는 모습이다.

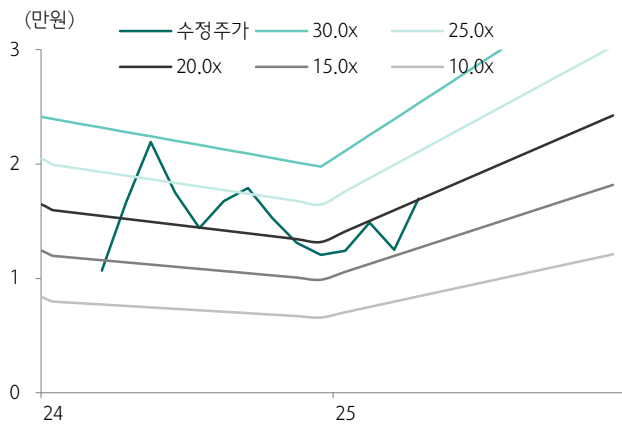
도표 1. SK이터닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2024				2025F				1Q25 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	48	140	1,603	1,530	381	370	372	2,294	691.7	(75.1)
에너지	22	56	1,508	1,459	278	285	286	2,188	1,148.0	(81.0)
ESS	26	84	95	71	104	85	86	106	300.1	45.4
영업이익	4	(24)	144	251	8	93	2	318	103.6	(96.6)
에너지	6	(6)	143	282	18	110	10	304	208.2	(93.7)
ESS	4	10	29	7	19	11	20	42	426.4	160.3
기타/조정	(5)	(28)	(27)	(38)	(28)	(28)	(28)	(28)	442.6	(25.5)
세전이익	(13)	(21)	52	257	(15)	68	(19)	287	21.0	적전
순이익	(15)	(27)	68	198	(12)	52	(15)	221	(19.3)	적전
영업이익률(%)	8.6	(16.8)	9.0	16.4	2.2	25.2	0.5	13.8	-	-
세전이익률(%)	(26.1)	(15.1)	3.2	16.8	(4.0)	18.3	(5.2)	12.5	-	-
순이익률(%)	(30.1)	(19.3)	4.2	12.9	(3.1)	14.1	(4.0)	9.6	-	-

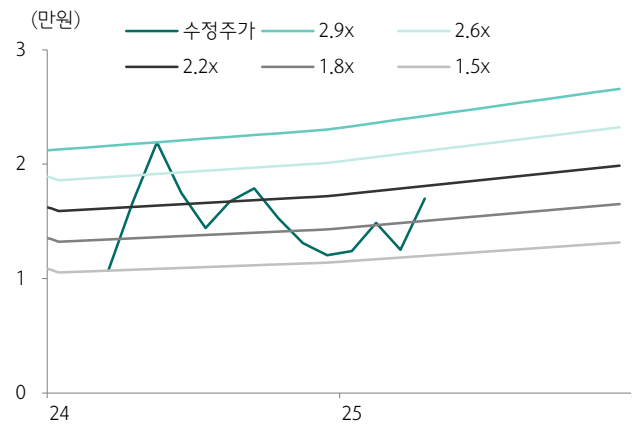
자료: SK이터닉스, 하나증권

도표 2. SK이터닉스 12M Fwd PER 추이



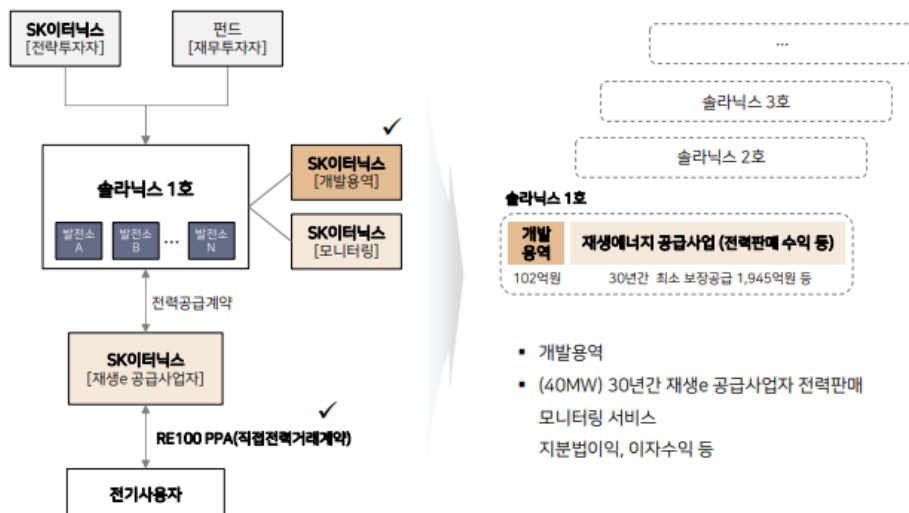
자료: SK이터닉스, 하나증권

도표 3. SK이터닉스 12M Fwd PBR 추이



자료: SK이터닉스, 하나증권

도표 4. SK이터닉스 태양광 사업구조



자료: SK이터닉스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	332.2	341.8	585.5	585.1
매출원가	0.0	275.7	290.6	500.2	491.5
매출총이익	0.0	56.5	51.2	85.3	93.6
판매비	0.0	18.8	9.1	20.6	19.6
영업이익	0.0	37.6	42.1	64.7	74.0
금융손익	0.0	(9.5)	(8.5)	(8.0)	(7.9)
종속/관계기업손익	0.0	(3.3)	(4.0)	(2.8)	(0.8)
기타영업외손익	0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.0	27.5	29.6	53.8	65.3
법인세	0.0	5.1	7.4	12.9	15.6
계속사업이익	0.0	22.4	22.2	40.9	49.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	22.4	22.2	40.9	49.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	22.4	22.2	40.9	49.7
지배주주지분포괄이익	0.0	22.9	22.2	40.9	49.7
NOPAT	0.0	30.6	31.6	49.1	56.3
EBITDA	0.0	60.0	70.0	93.8	104.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	2.89	71.30	(0.07)
NOPAT증가율	N/A	N/A	3.27	55.38	14.66
EBITDA증가율	N/A	N/A	16.67	34.00	11.09
영업이익증가율	N/A	N/A	11.97	53.68	14.37
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	(0.89)	84.23	21.52
EPS증가율	N/A	N/A	(18.74)	83.92	21.53
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	17.01	14.98	14.57	16.00
EBITDA이익률	N/A	18.06	20.48	16.02	17.81
영업이익률	N/A	11.32	12.32	11.05	12.65
계속사업이익률	N/A	6.74	6.50	6.99	8.49

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0	811	659	1,212	1,473
BPS	0	7,193	7,838	9,050	10,523
CFPS	0	2,288	2,361	3,285	3,675
EBITDAPS	0	2,175	2,075	2,780	3,088
SPS	0	12,031	10,127	17,345	17,333
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	14.86	25.77	14.01	11.53
PBR	0.00	1.68	2.17	1.88	1.61
PCFR	0.00	5.27	7.19	5.17	4.62
EV/EBITDA	0.00	10.74	10.46	7.93	7.39
PSR	0.00	1.00	1.68	0.98	0.98
재무비율(%)					
ROE	0.00	9.25	8.79	14.37	15.06
ROA	0.00	3.06	2.84	4.64	4.99
ROIC	0.00	9.99	10.16	15.37	17.22
부채비율	0.00	202.39	215.45	204.80	199.54
순부채비율	0.00	98.67	103.21	93.33	87.65
이자보상배율(배)	0.00	2.03	1.65	2.06	2.24

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0.0	255.0	302.5	350.9	417.8
금융자산	0.0	84.8	101.1	109.3	123.4
현금성자산	0.0	66.6	79.0	82.4	90.7
매출채권	0.0	16.7	24.5	35.9	52.5
재고자산	0.0	59.2	61.6	64.1	66.7
기타유동자산	0.0	94.3	115.3	141.6	175.2
비유동자산	0.0	476.7	530.9	579.1	645.2
투자자산	0.0	197.3	239.5	276.9	333.2
금융자산	0.0	37.3	45.0	40.4	45.7
유형자산	0.0	235.5	248.5	260.2	270.6
무형자산	0.0	6.7	5.8	5.0	4.3
기타비유동자산	0.0	37.2	37.1	37.0	37.1
자산총계	0.0	731.7	833.5	930.0	1,062.9
유동부채	0.0	297.1	374.9	428.4	509.0
금융부채	0.0	139.3	189.5	209.8	250.1
매입채무	0.0	31.9	33.2	34.6	36.0
기타유동부채	0.0	125.9	152.2	184.0	222.9
비유동부채	0.0	192.7	194.4	196.5	199.0
금융부채	0.0	184.3	184.3	184.3	184.3
기타비유동부채	0.0	8.4	10.1	12.2	14.7
부채총계	0.0	489.7	569.2	624.9	708.0
지배주주지분	0.0	242.0	264.2	305.1	354.8
자본금	0.0	6.7	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	0.0	213.7	213.7	213.7	213.7
자본조정	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	0.0	21.4	43.7	84.6	134.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	242.0	264.2	305.1	354.8
순금융부채	0.0	238.8	272.7	284.8	311.0

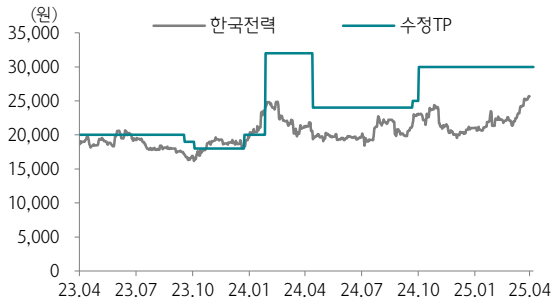
현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0.0	66.8	54.8	75.3	85.2
당기순이익	0.0	22.4	22.2	40.9	49.7
조정	0.0	29.9	28.0	29.2	30.3
감가상각비	0.0	22.4	27.9	29.2	30.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	3.3	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	4.2	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.0	14.5	4.6	5.2	5.2
투자활동 현금흐름	0.0	(66.9)	(86.1)	(82.1)	(102.1)
투자자산감소(증가)	0.0	(194.1)	(42.2)	(37.4)	(56.3)
자본증가(감소)	0.0	(12.4)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
기타	0.0	139.6	(3.9)	(4.7)	(5.8)
재무활동 현금흐름	0.0	(50.4)	50.2	20.3	40.3
금융부채증가(감소)	0.0	323.6	50.2	20.3	40.3
자본증가(감소)	0.0	220.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(594.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.0	(50.5)	129.5	3.4	8.2
Unlevered CFO	0.0	63.2	79.7	110.9	124.1
Free Cash Flow	0.0	54.2	14.8	35.3	45.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
24.11.1	BUY	30,000		
24.10.22	BUY	25,000	-8.74%	-7.60%
24.5.13	BUY	24,000	-16.93%	-5.21%
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%
23.10.18	Neutral	19,000	-12.60%	-10.95%
23.10.12	1년 경과		-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

SK이터닉스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
25.4.28	BUY	24,000		
24.9.11	BUY	20,000	-27.71%	-0.40%

Compliance Notice

- 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
- 당사는 2025년 5월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 5월 2일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	94.95%	5.05%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 29일