

유틸리티
overweight

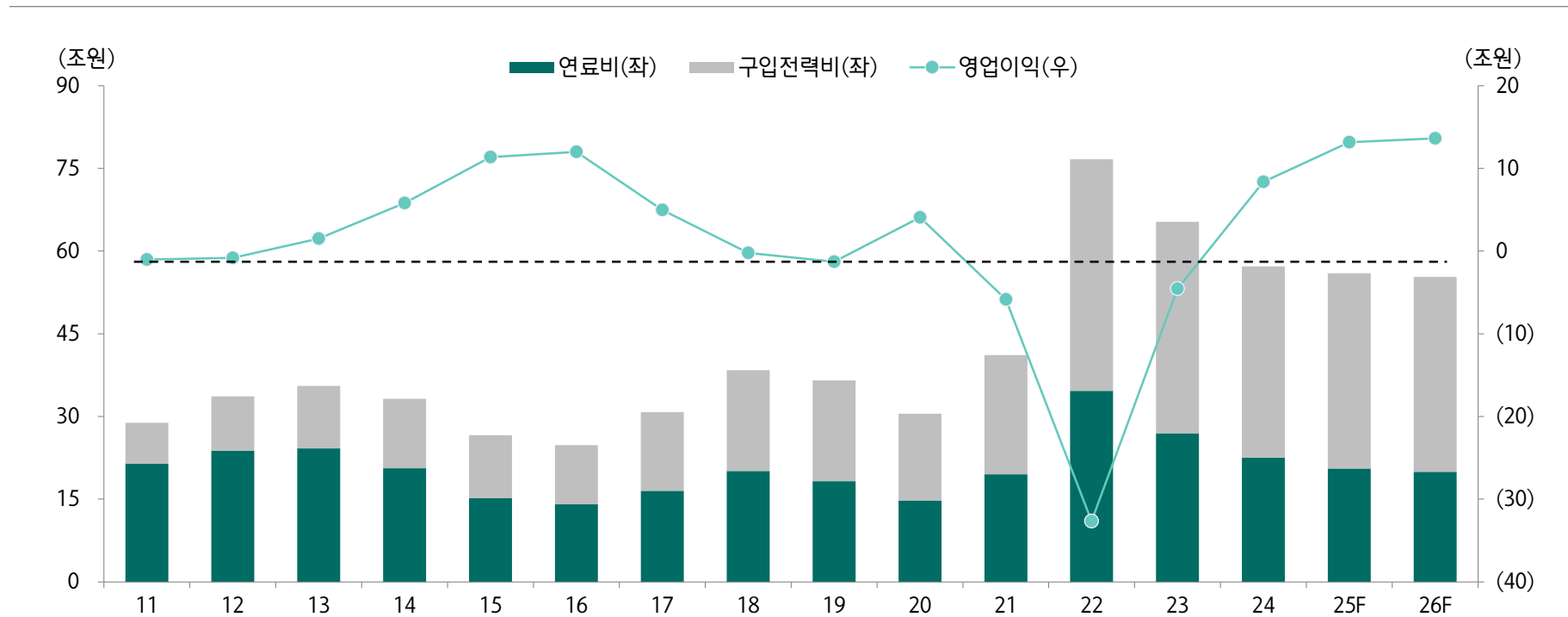
선수가 심판의 가족

✧ Analyst 유재선 ✧



한국전력 정상화 국면을 만들어낸 매크로 지표 변동성

- 2024년 4분기 전기요금 인상과 최근 에너지 가격 하락으로 2025년 실적은 영업이익 기준 역대 최대 규모 달성 가능
- 추가 개선 여지는 매크로 상황에 따라 달려있음. 현재 환율, 석탄, 원유 및 LNG 가격 추이를 감안하면 예상 바깥의 성장 개연성 충분
- 미국 주도의 매크로 불확실성으로 인한 것. 경기 둔화 우려가 지속되는 동안 한국전력에게 우호적인 상황 조성



자료: 한국전력, 하나증권



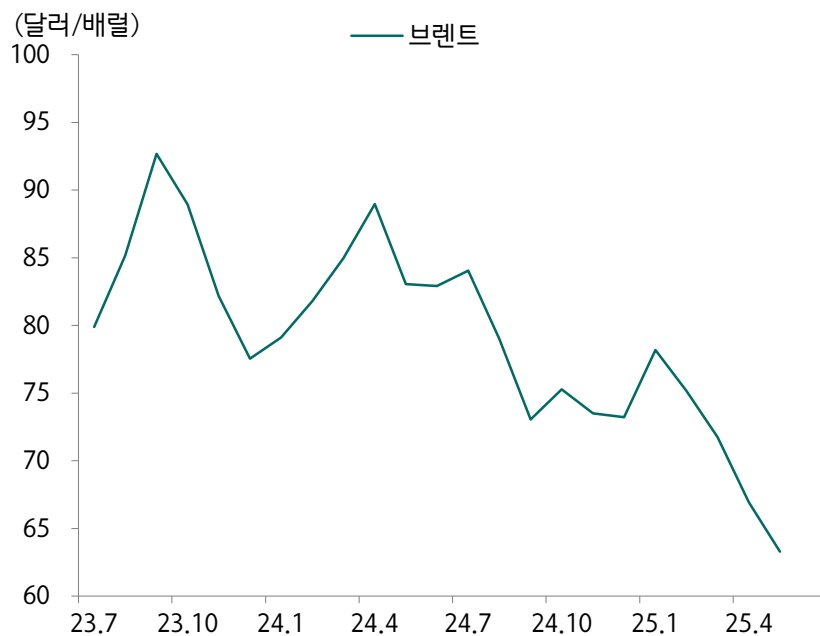
1. 주요 지표와 정책 점검



매크로: 경기 둔화 우려와 OPEC 증산 기대감

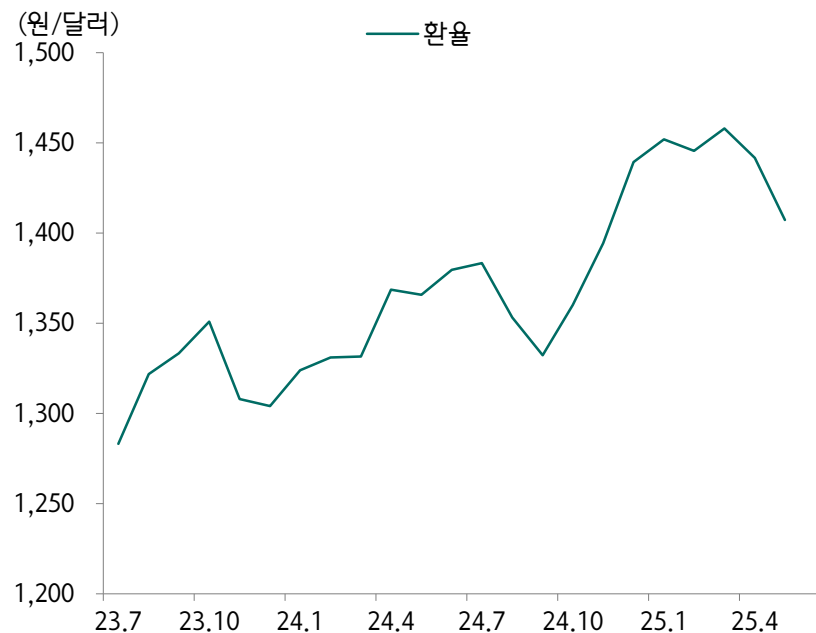
- 국제유가: 무역분쟁과 OPEC 증산 기대감으로 배럴당 70달러 하회. 늦어도 4분기부터 추가적인 비용 개선 요소로 작용
- 발전용 유연탄: 톤당 100달러를 하회하며 2024년 말부터 지속 약세. 발전 Mix에서 유연탄 발전 비중 하락하며 영향력 축소
- 원/달러 환율: 국내 정치환경 불확실성이 부각된 후 나타난 상승 흐름에서 최근 반락하며 1,400원 수준 접근. 긍정적 레벨

국제유가 추이 (브렌트)



자료: Bloomberg, 하나증권

원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하나증권





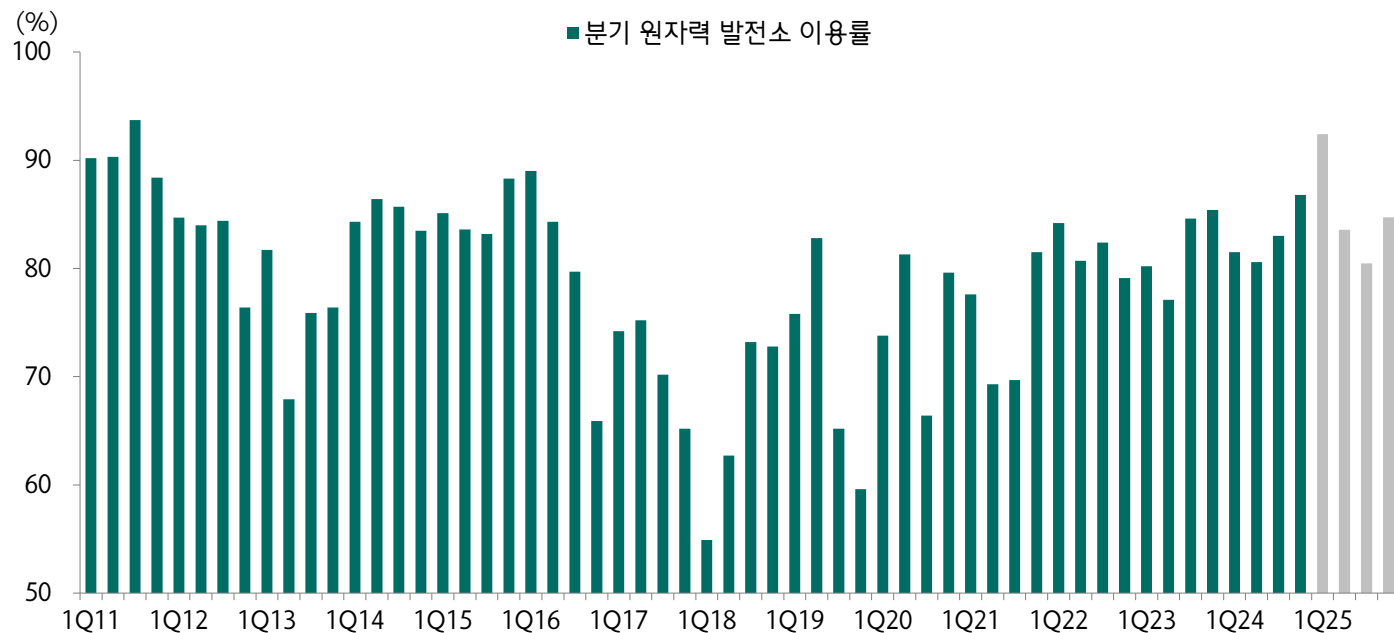
1. 주요 지표와 정책 점검



전력Mix: 원전 이용률 상고하자 흐름 예상

- 2025년 중 고리 4호기, 한빛 1호기 수명 만료 도래 예정. 따라서 평균 이용률은 전년대비 개선되기 어려울 전망
- 첫 정지 원전인 고리 2호기 가동 재개 시점 중요. 가동 재개를 위해 물리적 작업 발생 여지 존재. 2026년도 수명 만료 원전 추가 발생
- 신규 진입 설비가 없어 2025년은 분기 이용률 추이가 주요 변수. 정비 일정 상 이용률은 1분기가 가장 높고 3분기가 가장 낮을 전망

원자력 발전소 이용률 추이 및 전망



자료: 한국전력, 하나증권





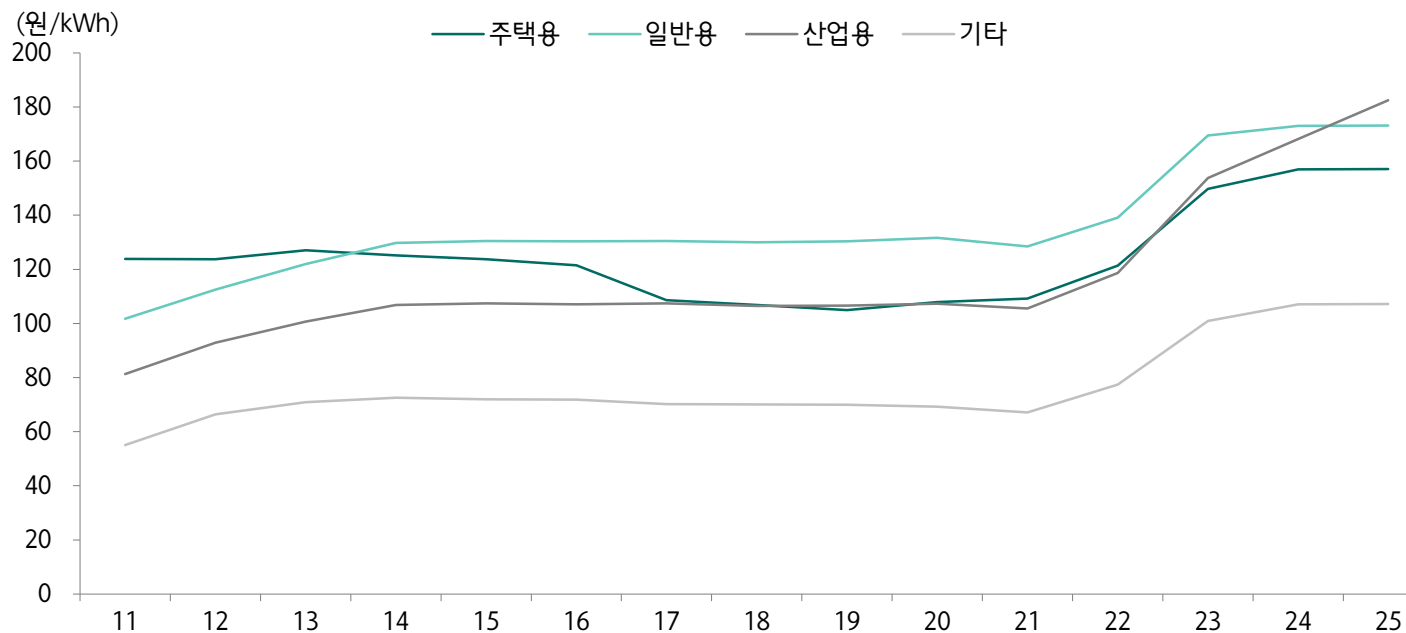
2. 편식은 건강에 해롭다



가장 가파르게 인상된 산업용 전기요금

- 2022년 초까지 연동제와 총괄원가 기반 요금 조정 작동. 2022년 4분기부터 다시 과거처럼 용도별 전력량요금 조정으로 회귀
- 특히 산업용 요금이 다른 용도와 다르게 가파르게 상승. 이후 2023년 4분기와 2024년 4분기에는 산업용 요금만 인상
- 명목 요금 기준 주택용이 산업용보다 비싼 '정상' 시장은 2017년부터 없어졌고 2023년 이후 가격이 역전된 '비정상' 시장 조성

용도별 전기요금 추이



자료: 한국전력, 하나증권





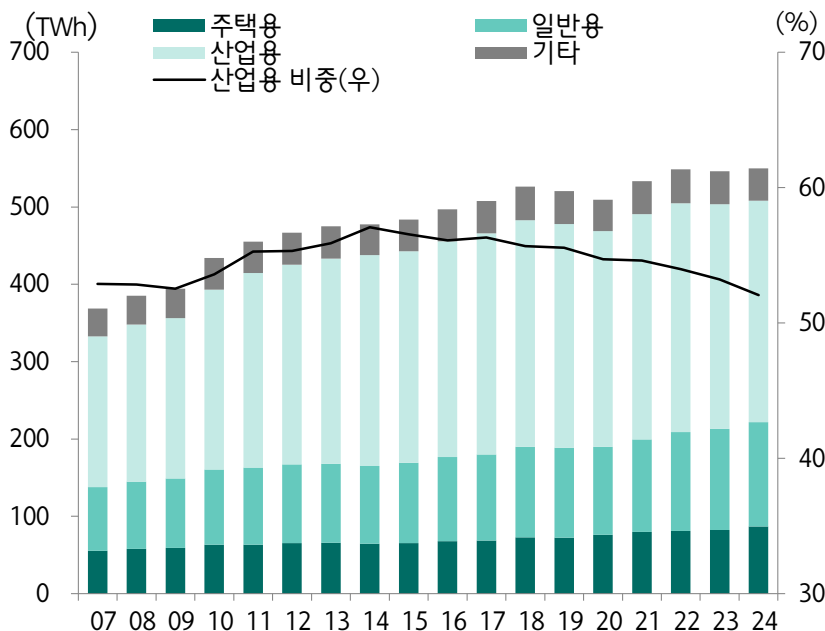
2. 편식은 건강에 해롭다



산업용 판매 비중을 보면 불가피한 선택

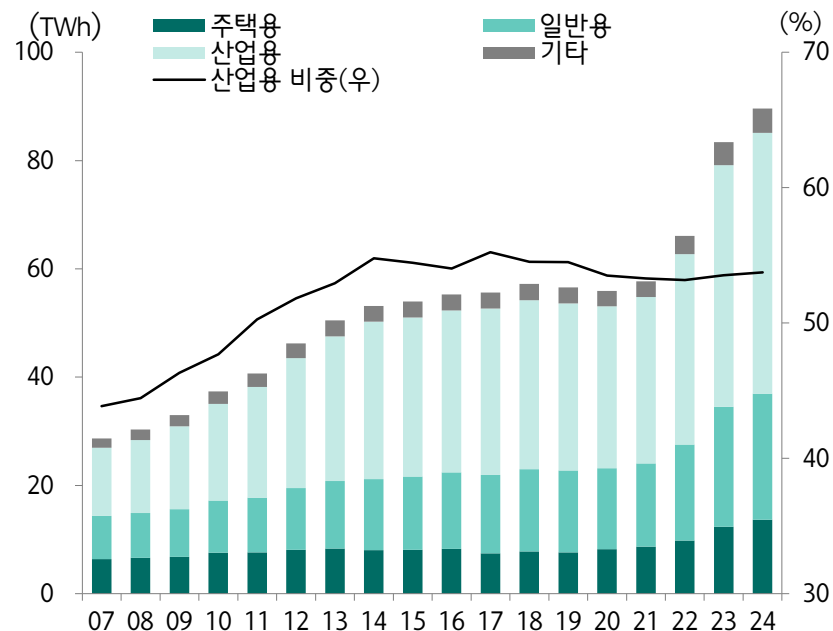
- 부가가치 측면에서 산업용보다 주택용 요금 명목 단가가 더 높아야 함. 일별/계절별 소비 패턴을 고려해도 마찬가지
- 한편 산업용 판매 비중은 이전부터 50%를 상회. 비중이 높아 레버리지 효과도 크기 때문에 여러모로 편한 선택지로 볼 수 있음
- 전기요금 조정 여부는 정부가 결정하는 구조. 요금 인상을 전력 수요자 대부분 반기지 않기 때문에 산업용 중심의 인상 발생

용도별 전력판매량 추이 (2024년 산업용 비중 52.1%)



자료: 한국전력, 하나증권

용도별 전력판매금액 추이 (2024년 산업용 비중 53.7%)



자료: 한국전력, 하나증권



2. 편식은 건강에 해롭다



한편 수요 측면에서 변화가 나타나는 중

- 업종별 산업용 판매량에서 상위 10개 업종(+식료품, 비금속, 기타기계, 플라스틱, 전기장비) 83.6%로 높은 비중 차지
- 2024년 사용량 감소. 업종 호황-불황 사이클 외적으로 전기요금으로 인한 가격 경쟁력 둔화가 일정 부분 기여했을 여지 존재
- 원가에서 전기요금이 차지하는 비중이 높은 화학, 1차금속 등에서 판매량이 줄어든 것에서 약하지만 연결고리를 찾을 수 있음

제조업종별 전력판매량

	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

자료: 한국전력, 하나증권





3. 전기요금이 오르자 활성화되는 시장



열리지 않을 것 같은 비상구에도 틈은 있다

- 정부는 2024년 초부터 LNG 열병합발전소의 확대를 제한. NDC에 더해 탄소중립 목표 달성 과정에서 LNG도 결국 퇴출되기 때문
- 집단에너지사업허가가 전력수급기본계획에 편입. 신규 LNG 설비 진입 방식을 집단에너지로 제한. LNG 용량시장 입찰로 신규 설비 관리
- 향후 연도별로 공급 부족물량에 대해 제한적인 입찰 시행. 현재 제11차 전기본 기준으로 2031년~2032년 진입 여력은 1.3GW 수준

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



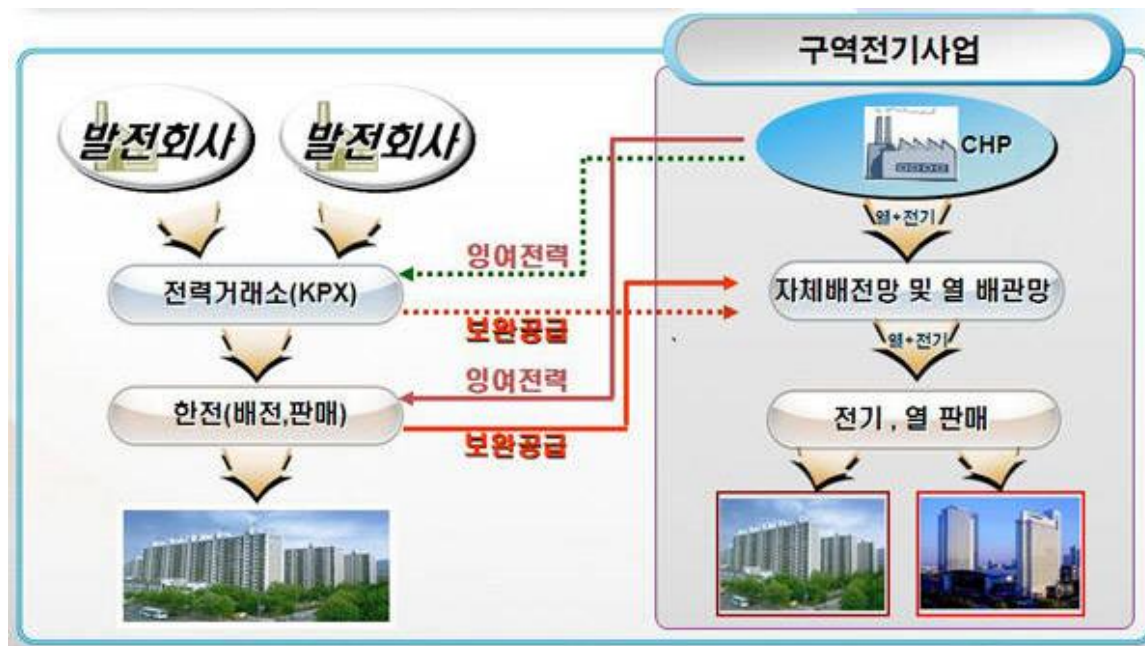


3. 전기요금이 오르자 활성화되는 시장

탈출 루트 1: 구역전기사업자

- 구역전기사업자는 특정 지역 내에서 수요처를 찾아 전기를 직접 판매하는 비중앙급전 방식의 전력공급자
- 전력판매단가는 기존에는 경쟁력이 낮았지만 한국전력 요금 급등으로 경쟁력 확보. 열까지 동시 공급할 경우 수익이 안정적일 수 있음
- 최근 한화에너지, 포스코인터내셔널, SK이노베이션, S-Oil, 현대제철 등 다수 사업자 기존 공급 권역 내에서 역량 확대 모색 중

구역전기사업 운영 개념도



자료: 산업부, 하나증권



3. 전기요금이 오르자 활성화되는 시장



탈출 루트 2: 전력직접구매제도

- 직접구매제도는 일정 용량(3만kVA) 이상 전기사용자가 전력시장에서 전력을 직접 구매하는 제도
- 2025년 3월 28일 규제 개선으로 의무존속기간이 1년에서 3년으로 확대된 가운데 미이행 시 직접구매를 9년간 제한
- 빈번한 이탈 및 재참여를 방지하기 위한 조치. 절차에 소요되는 기간이 길기 때문에 실제 수요 전환 여부는 2026년부터 확인 가능

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
5) 수수료		(1) 전력거래수수료
2. 차액정산금		
3. 재생에너지 발전량 예측제도 정산금		
4. 수소발전입찰시장 차액계약정산금		
5. 복지특례할인비용 정산금		

자료: 산업부, 하나증권



탈출 루트 3: 재생에너지 PPA

- 최근 언론에 따르면 국내 PPA 물량은 2022년 70MW, 2023년 908MW, 2024년 1,100MW로 가파르게 커지는 중. RE100 + 이탈 수요로 간주
- 2024년 계약들은 현대자동차, 현대엘리베이터, LG전자, 네이버 등 대기업 중심이었고 이들은 전력소비 상위 산업 분류에 속하는 편
- 향후 RPS 제도 일몰로 REC 가중치가 사라질 경우 태양광 등 상대적으로 REC 수익이 높았던 RPS 대응 수요가 PPA로 전환될 여지 존재

직접PPA 거래구조



자료: 산업부, 하나증권



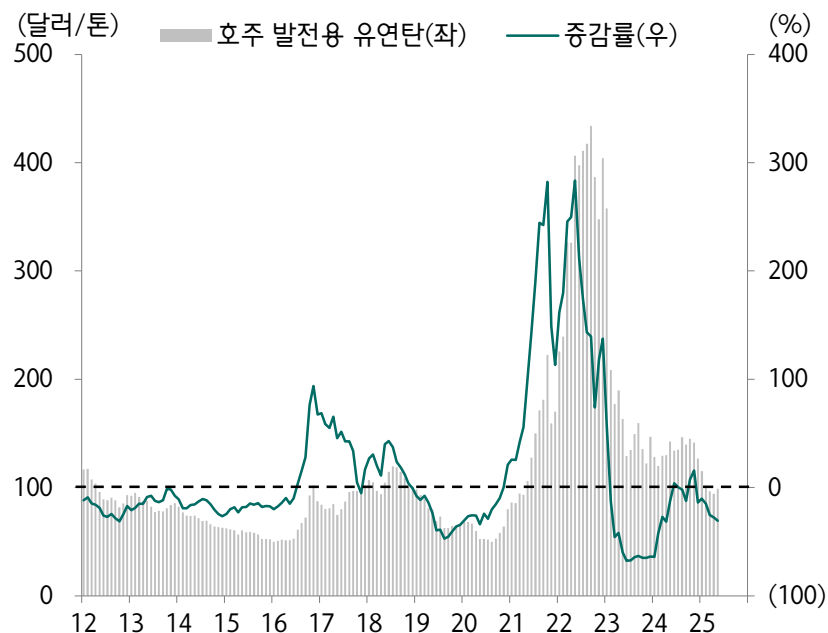
4. Top Picks



한국전력(015760) | BUY | TP 36,000원(상향) | CP(5월22일) 29,700원

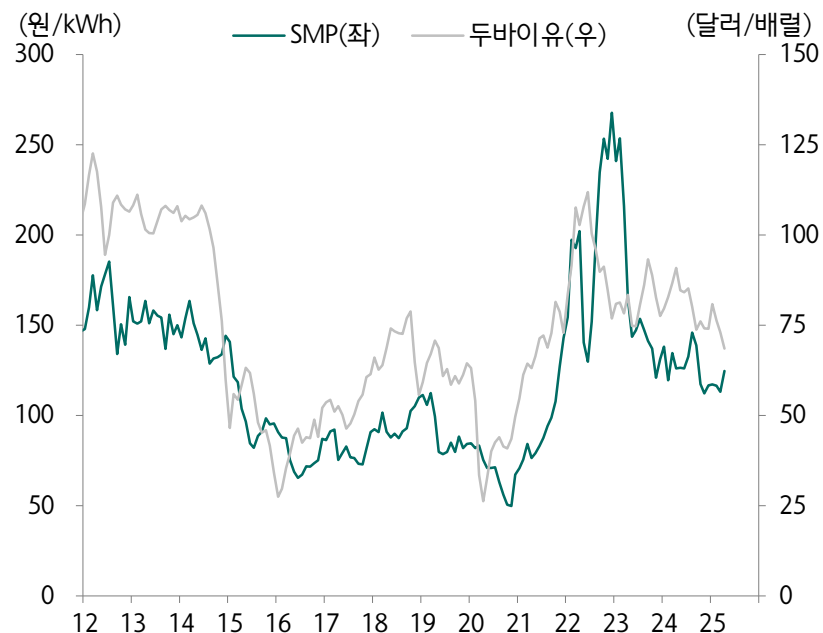
- 무역분쟁에 의한 경기 둔화 우려가 시장에서 완전히 해소되기 전까지는 유가 등 주요 위험 지표 상승이 제한적일 전망
- 교착 상태가 지속되는 기간 동안은 실적이 개선되기 때문에 오랜만에 유틸리티 섹터가 갖는 방어주 기능을 발휘할 수 있는 상황
- 상단을 돌파하는 과정에서 가장 큰 불확실성은 배당 성향으로 간주. 증익 국면에서 배당 성향 20% 미만 유지되어도 DPS는 상향 가능

호주산 발전용 유연탄 가격 추이



자료: 산업부, 하나증권

SMP와 국제유가 추이



자료: 전력거래소, 하나증권





4. Top Picks



한국전력(015760) | BUY | TP 36,000원(상향) | CP(5월22일) 29,700원

- 실적과 관련된 주요 매크로 지표의 변동이 극심. 관련 변수들이 현재 수준을 향후에도 지속할 경우 실적 추정치는 상향될 가능성 높음
- 글로벌 불확실성 증가 국면 이전의 레벨로 회복된다고 가정하더라도 두 자리 수 ROE, 역대 최대 규모 영업이익 달성 가능성 충분
- 2026년 예상 BPS에 PBR 0.4배를 적용하여 목표주가를 36,000원으로 기존 대비 20% 상향. 2025년 기준 PER 2.5배, PBR 0.4배

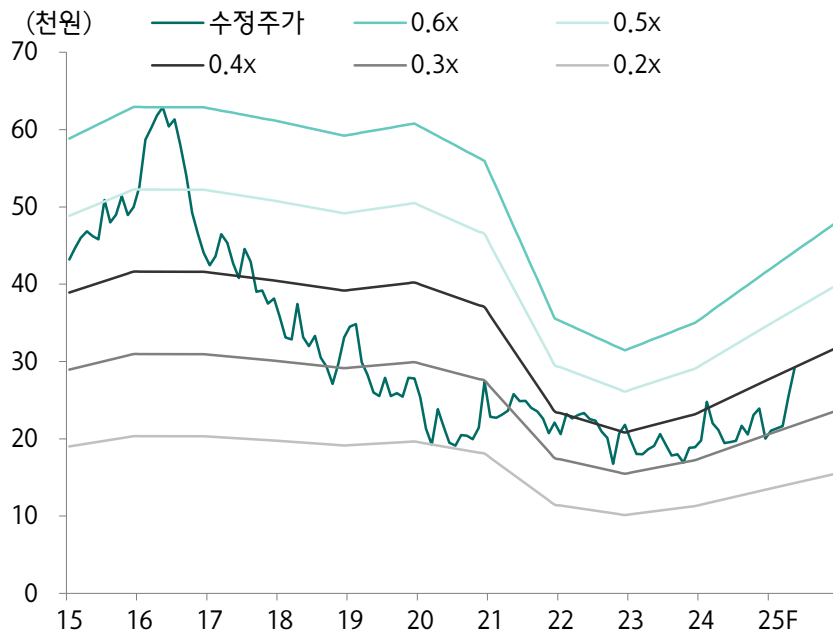
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,822.0	9,339.9	9,802.2	9,934.5
영업이익	(454.2)	836.5	1,313.3	1,328.0
순이익	(482.3)	349.2	756.3	794.8
증감률	적지	흑전	116.6	5.1
PER	(2.52)	3.69	2.52	2.40
PBR	0.34	0.32	0.40	0.35
ROE	(12.63)	9.22	17.33	15.59
DPS	0	213	1,050	1,580

자료: 하나증권

한국전력 12MF PBR 추이



자료: 하나증권





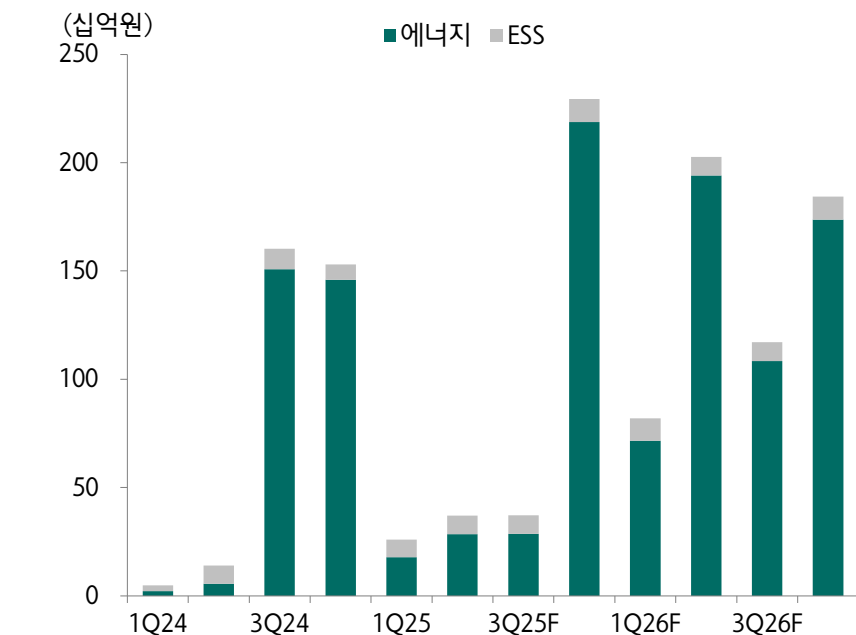
4. Top Picks



SK이터닉스(475150) | BUY | TP 24,000원 | CP(5월22일) 20,300원

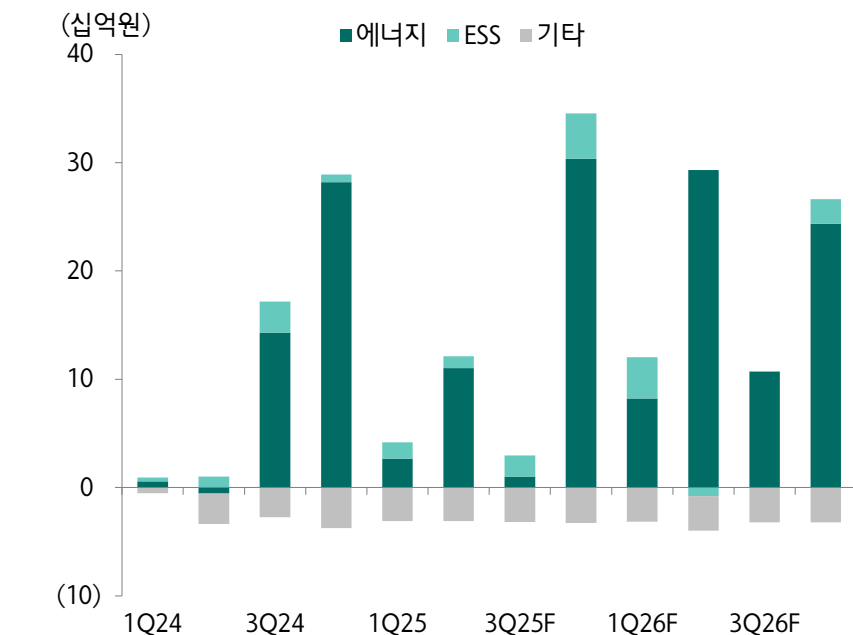
- 재생에너지 PPA의 경우 비경제성이 성장 제약 요인으로 작용했지만 산업용 요금 상승으로 상대적 가격 격차 축소 확인
- 대규모 전력 사용자들이 여러 대안을 검토하는 모습. RE100 의무 이행과 가격을 동시에 채길 수 있는 재생에너지 PPA가 유효한 선택지
- 거래 상대방으로서 높은 신뢰를 제공할 수 있는 대기업 계열로서 B2B 비즈니스에서 유리한 위치. 향후 태양광 개발 프로젝트 확대 기회

부문별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: SK이터닉스, 하나증권

부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: SK이터닉스, 하나증권





4. Top Picks

SK이터닉스(475150) | BUY | TP 24,000원 | CP(5월22일) 20,300원



- RE100 이행 수단 중 자가발전과 PPA는 1% 미만으로 미미. 한전 송배전 비용 증가 및 온사이트 PPA의 불리함 등이 성장 제약 조건
- 한편 PPA 수요가 확대될 수 있는 규제 환경이 조성되는 중. 정체를 보였던 1MW 미만 소규모 태양광 설치량도 1GW 수준으로 회복
- 최근 솔라닉스 2호 실적 반영 확인. 태양광 프로젝트 성장에 관심 필요. 2025년 기준 PER 38.3배, PBR 2.6배

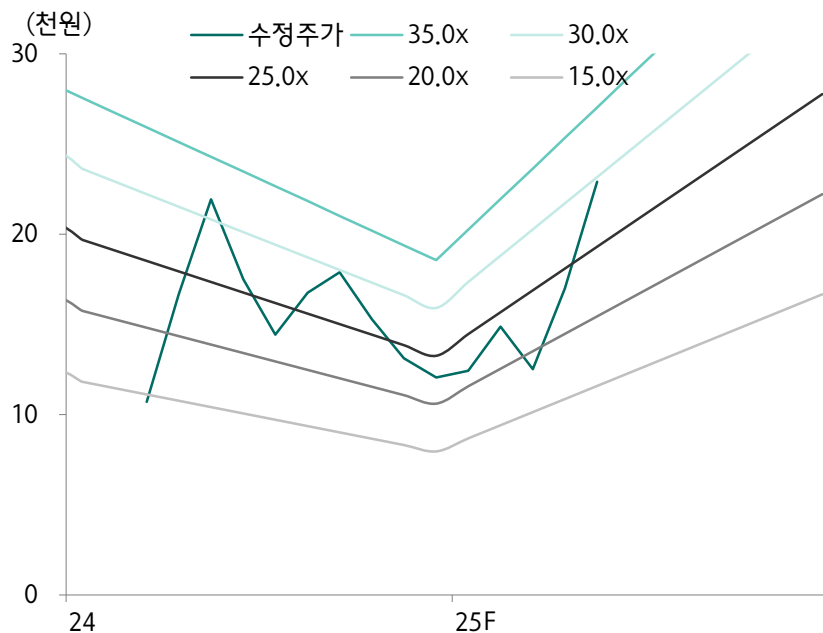
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	0.0	33.2	33.0	58.6
영업이익	0.0	3.8	4.1	6.5
순이익	0.0	2.2	1.8	3.8
증감률	N/A	N/A	(20.1)	109.5
PER	0	14.86	38.30	18.27
PBR	0	1.68	2.63	2.30
ROE	0	9.25	7.13	13.45
DPS	0	0	0	0

자료: 하나증권

SK이터닉스 12MF PER 추이

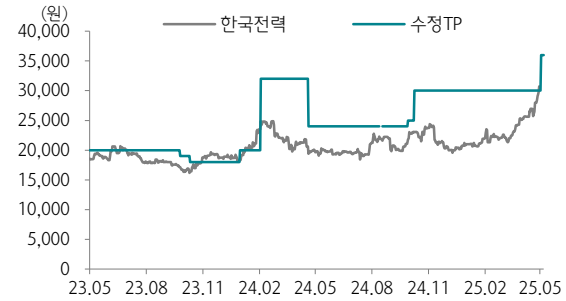


자료: 하나증권



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%
24.5.13	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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이터닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 23일