

고진감래(苦盡甘來)

동사의 2025E BPS 76,744원에 Target PBR 0.49x를 적용한 37,630원을 목표주가로 제시한다. 21~23년 별도기준 누적 적자 34조, 그 치욕적인 오명을 벗고 동사는 드디어 고대하던 턴어라운드 순간을 만끽할 준비를 마쳤다. 이전 하락 안정화될 LNG 가격과 벌어질 P-C 스프레드로 13~16년의 전성기를 회복할 동사, 기대해도 좋다.

투자포인트 1. 지금, 전력요금 인상에 베팅하라

17년 이후 항상 유지되어 왔던, 산업용 < 주택용 < 일반용이라는 전기요금 공식이 정부의 선별적인 산업용 전기요금 인상으로 깨지고 있다. 국내 물가에 미치는 영향이 크며 민생과 직결되는 주택용, 일반용 전기요금 인상을 정부는 최대한 미뤄온 것으로 보이나, 이제는 더 이상 미룰 수 없다. 한전법을 지키기 위해서라도 빠른 시기 내에 수익을 증가시켜야만 하는 상황에 놓여있고, 물가 상승률이 낮고 선거까지 기간이 남아있으며, 결정권자의 강한 인상 의지가 엿보이는 지금이 동사가 주택용, 일반용 전기요금을 인상할 적기이다. 구체적인 인상액과 인상시기를 알아보며 전력 판매량 또한 꾸준히 증가할 수밖에 없음을 알아보자.

투자포인트 2. Under Pressure, C

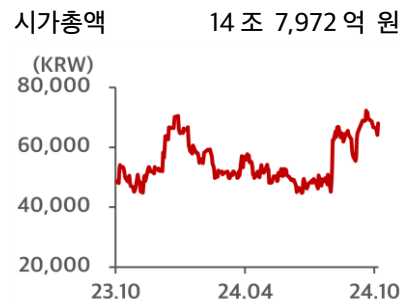
아래에서 위로 봐도 매력적인 동사다. 복잡한 구조로 베일에 싸여있는 동사의 비용구조는 사실 SMP와 LNG 가격에 의해 대부분 결정된다. 턴어라운드의 키를 쥐고 있는 LNG 가격은 최대 9배까지의 폭등을 끝내고 드디어 하락하기 시작했다. LNG를 둘러싼 글로벌 수요와 공급 상황을 분석하여 주요 수입국의 쌓여가는 곳간과, 미국 신규 LNG CAPA 증대로 LNG 가격은 하방 압력을 받을 것으로 예상된다. 나아가 수급적 유사성을 바탕으로 한 LNG 가격 추정을 통하여 25년에 낮아질 C의 크기를 확인하고, 동사의 턴어라운드가 확실한 베팅임을 확인해보자.

Rating

Buy

목표주가: 37,630 원
현재주가: 23,050 원
상승여력: 63.25%

12M 추가추이



B/S data (1H24)

자산 총계 241 조 원
부채 총계 203 조 원
자본 총계 38 조 원

Earning data (24F)

PBR 0.40x
BPS 61,264 원
ROE 8.82%

주요 주주

한국산업은행 32.90%
대한민국정부 18.20%

SMIC 1 팀

팀장 49기 김희준
팀원 49기 강석주
49기 박상은
50기 김태형
50기 정성우

연결 포괄손익계산서								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
수익(매출액)	58,570	60,674	71,258	88,219	43,766	96,256	103,780	107,895
YoY(%)	-1.02%	3.59%	17.44%	23.80%	-	9.11%	7.82%	3.96%
매출원가	51,804	63,644	100,904	89,700	39,764	84,347	83,638	85,397
매출총이익(손실)	6,766	(2,971)	(29,646)	(1,480)	4,003	11,909	20,142	22,498
GPM(%)	11.55%	-4.90%	-41.60%	-1.68%	9.15%	12.37%	19.41%	20.85%
판매비와관리비	2,678	2,876	3,009	3,062	1,453	3,339	3,365	3,420
영업이익(손실)	4,087	(5,846)	(32,655)	(4,542)	1,299	8,570	16,778	19,077
OPM(%)	6.98%	-9.64%	-45.83%	-5.15%	2.97%	8.90%	16.17%	17.68%
기타손익(손실)	10	124	415	297	107	185	185	185
금융손익(손실)	(1,386)	(1,843)	(2,913)	(3,922)	(2,070)	(4,332)	(4,397)	(4,484)
관계기업 관련이익(손실)	281	495	1,310	613	500	557	557	557
법인세비용차감전순이익(손실)	2,993	(7,072)	(33,844)	(7,554)	1,087	4,980	13,122	15,336
법인세비용(수익)	899	(1,856)	(9,415)	(2,838)	376	1,496	3,942	4,607
당기순이익(손실)	2,094	(5,216)	(24,429)	(4,716)	710	3,484	9,180	10,729
지배지분귀속	1,992	(5,030)	(24,467)	(4,823)	627	3,315	8,734	10,208
비지배지분귀속	102	(185)	38	106	84	169	446	521
NPM(%)	3.40%	-8.29%	-34.34%	-5.47%	1.43%	3.62%	8.85%	9.94%
가중평균자본	66,539	52,163	52,163	38,195	37,052	37,587	44,247	54,936
ROE(%)	2.99%	-9.64%	-46.90%	-12.63%	1.69%	8.82%	19.74%	18.58%

CONTENTS

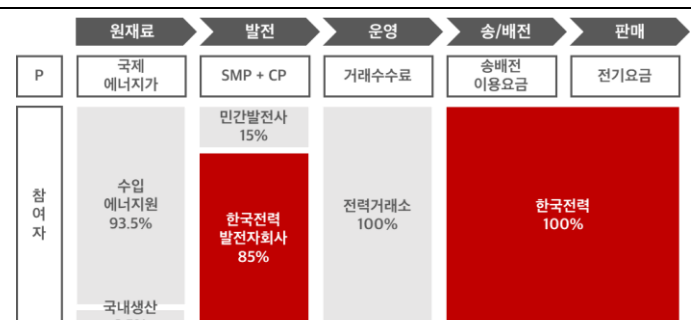
1. 생활의 시작, 전력 속으로 - 산업분석	03
2. 대한민국의 혈관, 한국전력 - 기업분석	05
3. 주가의 저점을 찾아서 - 투자전략	07
4. 지금, 전력요금 인상에 베팅하라 - 투자포인트 1	11
5. Under Pressure, C - 투자포인트 2	18
6. 매출 추정	22
7. Valuation - Historical PBR Method	26
Appendix	31

1. 생활의 시작, 전력 속으로 - 산업 분석

1.1. 국가에 꼭 잡힌 K-전력

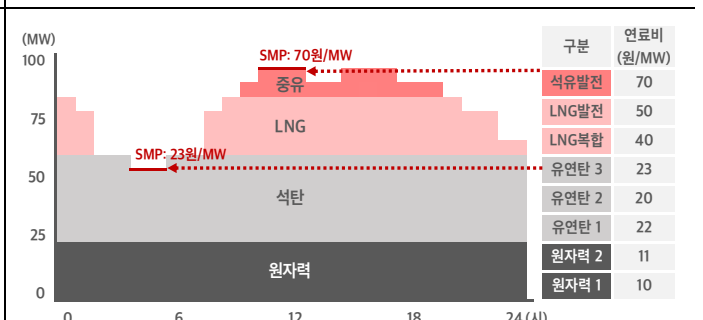
전력산업은 국가 기간산업	현대사의 패러다임은 전기의 발견으로부터 시작되었으며, 전력은 이제 필수불가결한 존재가 되었다. 전력이 멈추면 모든 산업활동과 생활이 멈춘다. 이처럼 전력산업은 모든 경제인구의 이해 관계를 담고 있는 국가 기간산업이다. 광활한 국토를 가로지르는 공급망을 촘촘히 설치하고, 실시간으로 발생하는 수요에 차질 없이 공급해야 하므로 정부의 규제와 관여도가 높다.
한국 전력산업은 한국전력이 쥐고 있다	전력산업은 한 국가의 산업, 지형, 기술과 경제 수준을 비추며 전력판매량의 증가율은 국가의 경제성장률에 비례한다. 따라서 국가마다 전력 운영방식에 편차가 존재한다. 국내 전력산업의 가장 큰 특징은 공급이 한국전력 중심의 공공독점 형태라는 점이다. 발전-송전-배전으로 구성된 산업 구조에서 한국전력은 발전부문 85%, 송배전부문 100%를 독점하고 있다.
국내 전력요금은 OECD 중 뒤에서 두 번째	일부 민영화가 허용된 발전부문조차 한국전력의 수요가 선제적으로 보장된다. 한전 발전자회사는 원자력과 석탄을, 민간발전사는 LNG를 주 발전원으로 하며 발전단가는 LNG가 가장 높는데, 전력 공급 시 발전단가가 저렴한 순서대로 투입되기 때문이다. 즉 한전의 전력이 소진되어야 민간발전사에 기회가 주어지며, 발전 이후 과정에서는 한전이 유통독점자로 기능하므로 산업에서 한전의 영향력은 가히 절대적이다. 그러나 독점이 공공성을 담보로 보장되는 만큼, 전력요금은 여러 목소리에 부딪혀 낮게 유지된다. 한국의 전력요금은 현재 OECD 국가 중 두 번째로 낮다.
국내 전력가격은 변동비에 기반해 결정	국내 전력시장의 가격은 변동비반영시장(Cost Based Pool, CBP)제도 하에 의해 결정된다. CBP란 전력가격이 발전회사들의 입찰가가 아닌, 발전원의 변동비로 정해지는 방식이다. 전력을 웃으로 바꿔 예를 들자면, 의류회사가 시장에 제시하는 판매가가 아닌, 목화가격의 변동분이 매일 옷값을 결정한다는 뜻이다. 현재 CBP를 운영하는 국가는 우리나라와 일부 중남미 국가가 유일하다.
CBP는 중앙통제력과 공급안정성을 제고	반대로 미국, 일본, 유럽 주요 국가들이 선택한 도매전력시장(Wholesale Market)은 발전사들이 자유롭게 가격을 입찰하고, 실시간 수요공급에 의해 시장가격이 형성되어 변동성이 높다. 반면 CBP에서는 단일 중앙기관의 통제 하에 전력공급이 안정적이다. 실제 한국의 정전률은 미국, 영국의 1/5, 1/4 수준이며, 송배전 손실률은 미국, 일본의 1/2수준으로 탄탄한 공급 수준을 자랑한다.
전력가격은 SMP에서부터 출발	전력의 판매가는 전력시장에서 SMP라는 형태로 책정된다. SMP는 거래시간별로 다르게 결정되며, 한 번 정해지면 모든 발전기가 동일하게 적용받는다. 각 시간대마다 변동비용이 저렴한 발전부터 순서대로 발전기에 투입되는데, 전력의 수요와 공급이 일치하는 시점에 가장 비싼 발전기의 변동비용이 해당 시간대의 SMP로 결정된다. 기준가격이 되는 단골은 비싼 LNG와 유류다. 한국전력은 SMP를 기반으로 전력구매소에서 발전전력을 구매, 전기요금으로 소비자에 판매한다.

도표 1-1. 국내 전력 공급 Value Chain



출처: SMIC 1팀

도표 1-2. SMP 책정 과정



출처: SMIC 1팀

1.2. 전기요금 결정과정

여러 이해관계자가
개입하는 전기요금

전기요금이 쉽게 조정되기 어려운 이유는 여러 이해관계자가 관여하기 때문이다. **공공재라는 인식이 강하고 최종 재화가 전기로 일원되어 가격이 유일한 경쟁 요인**이므로 전력요금은 정권 교체시기마다 도마 위에 오르는 작금의 주인공이다. 전기요금의 결정체계에 대해 자세히 알아보자.

(1) 결정참여자

SMP 결정은
전력거래소 단독

전력거래소에서 일단위로 거래되는 SMP는 전력거래소 내에서 결정된다. 전력거래소에서 거래일의 전력수요를 예측하고, 발전계획을 산정해 최종 시장가격(SMP)을 결정한다. 전력거래소는 산업통상자원부 산하 비영리 특수 법인으로, 전기사업법 제31조에 따라 국내 모든 전력거래는 반드시 전력거래소에서 이루어져 시장가격에 대한 결정권을 보장받는다.

전기요금 결정은
한국전력,
산업통상자원부,
기획재정부

국가 단위로 일괄적으로 적용되는 기본요금은 산업통상자원부, 기획재정부의 인가를 거쳐 결정된다. 전기요금은 공공요금이므로, 기획재정부 장관의 전문성에 기반한 자문적 성격이 아닌, 물가와 관련된 최종적 검토를 하는 동의적 성격의 협의가 이루어지는 것이다. 한국전력이 전기요금 인상을 산업통상자원부에 신청하면, 전기요금 및 소비자보호 전문위원회에 자문을 구하고, 기획재정부와 협의를 통해 인가를 내리면, 한국전력이 최종적으로 시행하는 형태이다.

(2) 전기요금 P, Q, C

전기요금 P:
기본요금+전력량요금
+연료비 조정요금
+기후환경요금

그렇다면 전기요금은 어떤 변수들로 구성될까? 먼저 요금 구성부터 살펴보자. **전기요금은 '기본요금+전력량요금+연료비 조정요금+기후환경요금' 형태로 구성된다.** 먼저 국가에서 지정된 기본요금에 기준연료비 및 기타비용을 포괄한 전력량요금이 추가된다. 연료비 조정요금은 석탄, LNG 유류, 관세청 수출입무역통계와 같은 연료비의 변동분을 반영한 금액이다. 기후환경요금은 석탄 발전 감축비용과 같이 기후환경과 관련된 비용을 반영한 값으로, 연간 조정단가로 산정한다.

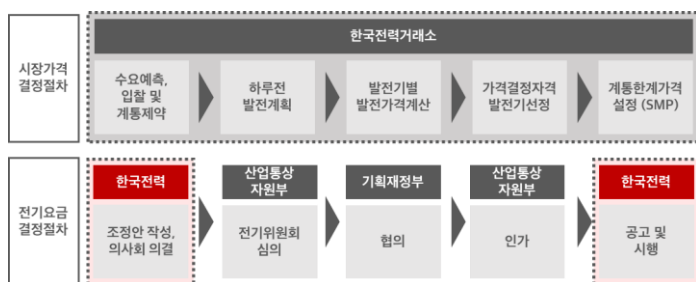
전기요금 Q:
국가 전체 전력수요

전력의 특징적인 점은 수요예측이 선행된다는 점이다. 전술했듯 전력은 저장이 어려워 공급을 실시간으로 보내주어야 하므로 미리 발생할 수요를 예측해야 한다. 전력 수요는 5분단위로 예측되며, 사실상 모든 수요가 단일 공급망에서 발생하므로 Q는 곧 국가 전체 전력수요이다. 따라서 변동이 제한적이고 GDP성장률과 동행하며, 필수재이므로 시장가격에 둔감하게 반응한다.

전기요금 C:
국제 에너지가격

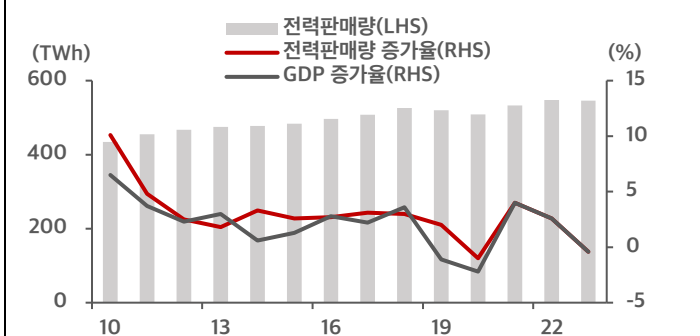
전술했듯 국내 전력시장은 변동비반영시장(CBP)이다. 따라서 에너지원의 가격변동에 민감한데, 수입 비중은 93.5%에 달해 국제 에너지가격에 큰 영향을 받는다. 유가 배럴당 1달러가 상승할 때마다 한전의 영업이익은 1,000억원 하락한다. 원유, 유연탄, LNG, 원자력 순으로 수입한다.

도표 1-3. 시장가격 및 전기요금 결정절차



출처: 한국전력거래소, 동사, SMIC 1팀

도표 1-4. 전력판매량 증가 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

2. 대한민국의 혈관, 한국전력 - 기업 분석

2.1. 한국의 전력, 한국전력을 소개합니다

대한민국 전력
= 한국전력

동사는 1887년 한국 최초의 전기점등 이후, 121년간 전력 단일공급자로 한국 전력산업의 궤를 함께해온 시장형 공기업이다. 1998년 설립된 한성전기회사를 모태로 하며 1982년 정부가 전액 출자하여 산업통상자원부 산하로 설립되었다. 과거 동사는 송배전을 비롯해 발전부문까지 전력 공급을 수직통합 하였으나, 01년 김대중 정부에서 발전부문을 자회사로 분리하여 현재 별도회사는 유통판매만 담당하고 있다. 주주구성이 한국산업은행 32.9%, 대한민국정부 18.2%로 정부소유지분이 51%를 초과하는 정부 주도 기업이다.

BM① 전력판매:
P-C스프레드가
수익을 결정

동사의 수익모델은 전력판매와 발전원으로 매우 단순하다. 전체 매출비중의 95.3%를 차지하는 전력판매사업은 전력 발전사로부터 전력을 구입하여(C) 국내 이용고객에 판매(P)하는 사업이다. 동사가 국내 단일공급자이기 때문에 이용고객(Q)은 고정적이라서, 전력구매비와 판매비 사이 P-C 스프레드가 동사의 수익을 결정하며 이는 국내 전력시스템 전반의 수익-비용과 동행한다. 동사는 전력요금을 주택, 일반, 산업, 기타부문으로 분류하여 과금하며, 판매비중은 산업용 53%, 일반용 24%, 주택용 14%로 산업용 전력매출의 비중이 과반을 차지한다.

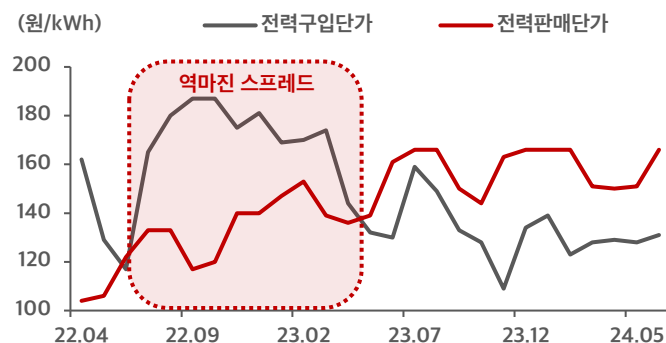
BM② 전력발전:
지분율 100%
자회사에서 구매

발전부문의 경우 지분율 100%의 발전자회사 6개를 보유하고 있다. 동사 발전자회사는 석탄을 태우는 화력발전과 원자력발전을 주 발전원으로 하며, 원자력발전과 수력발전의 경우 동사 자회사가 국내 독점으로 진행한다. 동사는 발전 자회사들로부터 전력을 구매해서 다시 매출을 발생 시키므로, 내부거래 비중이 높아 연결기준 동사 매출액에 자회사들의 영향력은 매우 낮다. 실제 동사 별도기준 매출액은 연결기준의 97.3%에 달한다. 동사 해외사업으로는 발전사업과 송배전 사업을 수행하고 있으며 95년 진출을 시작으로 현재 18개국에 39개 프로젝트를 진행하고 있다.

정부지분 51%,
사업 절차에서
국가기관의 협의 필요

공기업이라는 동사의 성격은, 기업으로서 이익을 계산하는 동시에 공익을 충족시켜야 하므로 정치의 영향력이 크다. 동사는 한국전력공사법에 근거하여 설립되어 전기사업법, 공공기관 운영에 관한 법률 하에 전기사업 허가, 전기요금 조정 권한 등 사업 절차 전반에서 산업통상자원부, 기획재정부, 의회와 협의를 거쳐야 한다. 이처럼 정치적 입김이 사업운영에 크게 작용하므로 전문성만큼 정무적 능력이 중시되어, 현재 임기중에 있는 김동철 사장은 국회의원 출신이다. 동사가 독점한 전력공급은 전후방으로 파급효과가 크므로 정책과 긴밀하게 연결되는 것이다.

도표 2-1. 동사 P-C 스프레드



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-2. 동사 발전자회사



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

2.2. 재무 분석

(1) 수익구간의 초입을 알리는 P-C 스프레드

중요한 것은

P와 C

동사 매출액은 꾸준히 증가해 23년 88.2조를 기록했고, 1H24 OPM 5.83%로 흑자전환에 성공했다. 전술했듯, 동사의 단순한 유통판매 수익모델은 P-C 스프레드에 의해 수익성이 결정된다. 전력의 구매비(C)와 판매비(P)의 차이가 동사의 영업이익을 결정하는 것이다. 따라서 **동사 재무에서 가장 중요한 지표는 자회사의 원자재구매비(C), 동사 별도 구입전력비(C), 전력판매가(P)**이다.

지난 적자는

P-C 역마진 스프레드 때문

최근 4년 평균 동사의 구입전력비 비중은 101%이며, 이로 인한 동기간 매출원가율은 113%를 기록했다. 다시 말해 비싸게 사와 싸게 판매했다는 것이다. 러우전쟁으로 에너지가격이 급상승한 22~23년 원자재 가격이 급등하였고, 직격탄을 맞은 독일을 비롯한 유럽의 주요국들은 전기요금을 대폭 인상하였다. 그러나 한국은 표심이 엇나 전기요금을 미미하게 인상하여 **P-C 스프레드가 좁혀지다 못해 전력 구매가가 판매가를 추월했으며, 팔수록 적자를 보았다.**

다시 마진 구간으로

돌아왔고,
흑자전환도 완료

동사는 4년의 공백 끝에 22년을 시작으로 전기요금을 7회 인상했다. 올 해 상반기에는 파격적으로 전력판매 매출의 53%를 차지하는 산업용 전기요금을 9.7% 인상하였다. 끝을 모르고 폭등했던 원자재 가격도 점차 안정화되어 **P-C스프레드는 다시 마진 구간으로 돌아왔고, 올 해 1분기 영업이익은 턱어라운드했다.** 전기요금을 1원 인상할 때마다 영업이익은 5,500억 원 증가하는 효과가 있음을 감안하면, 동사가 수익의 호재를 누릴 구간이 다가오고 있음은 명확하다.

(2) 국가가 보증해주는 동사의 신용

부채비율?

걱정하지 마

동사의 부채비율은 23년 543.3%를 달성했으나, 수익성이 개선됨에 따라 점진적인 감소세에 있다. **눈에 띄는 부채의 급증은 전술한 P-C스프레드의 역마진구간에서 시작되었다.** 급격한 적자로 이자가 눈덩이처럼 불어났고, 고금리 여파까지 더해졌으나 걱정할만한 일은 일어나지 않는다.

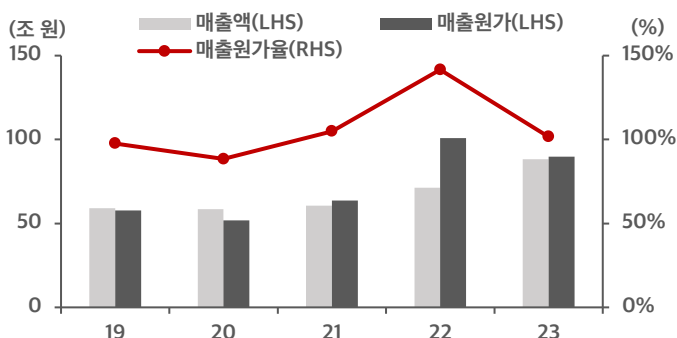
국가 신용등급이

곧 동사 신용등급
이니까

동사의 신용은 국가가 보증하고 있기 때문이다. **동사 신용등급은 국가 신용등급과 일치하며,** 한국전력공사법에 따라 동사의 사채는 정부에서 원리금 상환을 보증한다. 동사 신용등급은 Moody's, S&P 기준 한국과 동일한 Aa2/AA로, 동사가 발행한 채권은 채권시장의 인기스타로 발행 직후 완판 행렬을 보였으며, 자금이 쓰린 탓에 한전채는 22년 레고랜드 사태의 발단이 되기도 했다. 일각에서는 동사를 **'부채를 쌓으며 나라를 경영하는 미국과 같다'**고 표현하기도 한다.

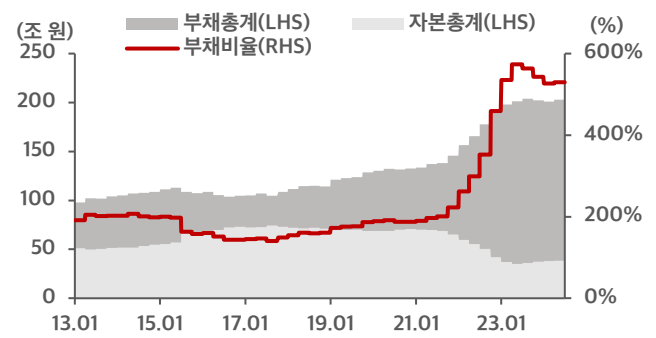
동사는 대한민국 전력업을 움켜쥐고 있고, 동사의 신용은 국가가 보증한다. 이제 동사에 대한 의심은 거두고, 투자포인트에서 P, Q, C를 뜯어보며 동사의 업사이드를 확인해보자.

도표 2-3. 동사 매출액, 매출원가, 매출원가율



출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-4. 동사 부채비율



출처: DART, SMIC 1팀

3. 주가의 저점을 찾아서- 투자전략

3.1. Part1. 배당수익률로 가능해보는 주가의 저점

다가오는 배당, 배당수익률 관점의 접근 필요

이론적으로 배당수익률은 주가의 하방을 뒷받침해주는 역할을 한다. 일정 수준의 배당이 예상되는 경우 주가가 하락할 시 자연스럽게 배당수익률이 증가하므로 주식의 매력도도 높아진다. 급격하게 높아진 배당수익률은 주가 상승의 동인이 되기도 한다. 후술하겠으나 동사는 25년을 시작으로 배당이 지속될 가능성이 높아진 상황이며 배당수익률 관점에서의 매력도가 높다.

궁극적으로 필요한 것은 정량적인 기준

이론이 언제나 현실에 부합하는 것은 아니며 궁극적으로 필요한 것은 정량적인 기준이다. 과거 배당 사이클을 돌이켜 볼 때 정확히 몇 퍼센트의 배당수익률이 동사의 주가 하방을 지탱해주었는지, 현 시점에서 추정되는 배당수익률이 기준에 부합하는 지를 확인하는 것이 필수적이다. 따라서 25년의 별도 기준 당기순이익, 예상되는 배당성향을 통해 DPS를 추정 후 구체적인 숫자로 도출되는 배당수익률을 바탕으로 그 의미를 논하고자 한다.

25년 별도 기준 당기순이익 흑전

현 주가의 배당수익률을 가능해보기 위해 25년의 DPS를 추정하였다. 25년 DPS 도출을 위한 별도 포괄손익계산서는 본 페이지 하단에, 별도 기준 매출액 및 비용을 추정 내역은 Appx.에 첨부하였다. 10월 결정된 산업용 전기요금 인상 이외의 추가 인상 가능성은 반영하지 않았으며 추정 결과 동사의 별도 당기순이익은 25년 추정 약 4조 5천억 원으로 25년 턴어라운드가 확실시되는 상황이다. 별도 기준 이익 발생이 시작되는 동시에 배당을 기대할 수 있게 된다.

25년 배당성향 23.5% 추정

25년의 배당성향은 13년의 배당성향인 23.5% 수준일 것으로 예상된다. 현재 지속된 적자가 동사에게 부담으로 작용하고 있는 상황이나 이는 13년과 정확히 일치한다. 동사는 08년부터 12년까지 5년간 누적적자 11조 원을 기록한 상황에서 13년 2,300억 원 수준의 이익이 발생한 직후 바로 배당을 단행한 바 있다. 현재 동사도 과거 3개년의 적자기간을 거쳤음을 감안할 때, 동사의 25년 적정 배당성향은 과거 턴어라운드에 성공한 직후의 배당성향인 23.5%가 적절하다.

25년의 추정 당기순이익에 배당성향 23.5%를 반영하여 총 배당금 약 1조 원, 도출한 25년 예상 DPS는 1,646 원으로 현재 주가 23,050원 기준 배당수익률은 7.14%에 달한다.

별도 포괄손익계산서								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
수익(매출액)	57,989	59,661	68,952	85,826	42,994	93,808	99,678	101,945
YoY(%)	-1.60%	2.88%	15.57%	24.47%	-	9.30%	6.26%	2.27%
매출원가	53,396	65,149	100,883	90,338	40,874	91,568	89,445	92,322
매출총이익(손실)	4,593	(5,488)	(31,932)	(4,512)	2,120	2,240	10,233	9,622
GPM(%)	7.92%	-9.20%	-46.31%	-5.26%	4.93%	2.39%	10.27%	9.44%
판매비와관리비	1,808	1,937	1,977	1,991	951	1,965	1,971	1,979
영업이익(손실)	2,785	(7,426)	(33,909)	(6,504)	1,262	275	8,261	7,644
OPM(%)	4.80%	-12.45%	-49.18%	-7.58%	2.94%	0.29%	8.29%	7.50%
기타손익(손실)	280	261	181	285	130	260	246	246
금융손익(손실)	(336)	(194)	(967)	675	(1,203)	(2,612)	(2,515)	(1,665)
관계기업 관련이익(손실)	(11)	(16)	(67)	338	6	(14)	(14)	(14)
법인세비용차감전순이익(손실)	2,699	(7,455)	(34,658)	(5,141)	102	(2,091)	5,979	6,210
법인세비용(수익)	747	(1,847)	(9,360)	(1,891)	150	(579)	1,481	1,677
당기순이익(손실)	1,951	(5,608)	(25,298)	(3,249)	137	(1,512)	4,497	4,533
NPM(%)	3.37%	-9.40%	-36.69%	-3.79%	0.32%	-1.61%	4.51%	4.45%

<p>배당성향 7.14% 이상의 주가 3,935 일 중 35 일</p>	<p>배당수익률 7.14%를 내재하는 주가는 과거 동사의 배당 사이클내에서 극 하단에 위치한다. 근 20년 간 배당이 지급되었던 3,935 거래일 중 매년 배당수익률 7.14% 이상으로 주가가 머물러 있었던 적은 35 거래일에 불과하다. 연 배당수익률 5%를 가정할 경우 매년 배당수익률 5% 이상으로 주가가 머물러 있었던 빈도는 3,935 거래일 중 832일 수준임을 감안할 때 차이는 분명하며 배당수익률 7.14%라는 숫자가 보다 유의미한 기준이 될 수 있다.</p>
<p>배당수익률로 보면 지금은 명실상부 저점</p>	<p>이는 배당사이클 내에서 주당 배당수익률이 7.14% 수준인 시점에 동사 주식을 매수할 시, 배당이 지속되는 한 주가가 매수단가 이하로 내려가는 상황이 거의 발생하지 않음을 의미한다. 별도 기준 당기순이익을 추정함에 있어 투자포인트1.에서 후술할 추가 요금인상 가능성을 반영하지 않았다. 배당 수익률이 주가의 하방을 지지해주는 것으로 판단되는 지금이 배당 수익률 관점에서 주가의 저점에 해당하며 높은 매력을 보이는 상황이라고 판단된다.</p>
<p>배당락까지 승률 100%</p>	<p>주가가 배당수익률 7.14% 수준의 하단을 하회했던 시기는 15년, 20년 총 두 개 년이며 당해 배당락을 기준으로 손실을 기록한 적은 없다. 15년의 경우 동사의 주가는 배당수익률 7.14%를 하회한 이후 배당기준일까지 배당수익률 6.20% 수준까지 수렴하며 주가는 약 12% 상승하였다. 20년의 경우에도 동사주가는 배당기준일까지 배당수익률 4.44% 수준까지 상승하여 배당수익률 7.14% 주가대비 약 60.8%로 대폭 상승하였다. 7.14% 배당수익률에 해당하는 주가는 하방을 보장하는 동시에 최소한 당해 배당기준일까지 하락한 적이 없는 승률 100%의 투자지표인 것이다.</p>
<p>가감 없는 확실한 하방</p>	<p>현 주가가 배당수익률 7.14% 수준이라는 점은 후술할 P 상승이라는 투자포인트 실현으로 인한 증익은 반영하지 않은 현 상태 그대로에서의 주가 하방 논리로 작용한다. 확실한 하방을 바탕으로 투자포인트 실현을 통한 추가 모멘텀까지 있는 현 시점, 동사를 주목하지 않을 이유가 없다.</p>
<p>배당재개 시 질 수 없는 게임</p>	<p>지금까지 25년 추정 배당수익률을 통하여 현 주가가 하단에 위치함을 확인하였다. 궁극적으로 이 모든 논의는 배당가능 여부에 의해 결정되므로 25년 배당만 보장이 된다면 주가의 하방이 보장된 상태로 지지 않는 게임을 할 수 있게 된다. 이제 25년 배당가능성에 대해 확인해보자.</p>

도표 3-1. 주가 및 연도별 7.14% 배당수익률 가정 하단주가



출처: DART, SMIC 1팀

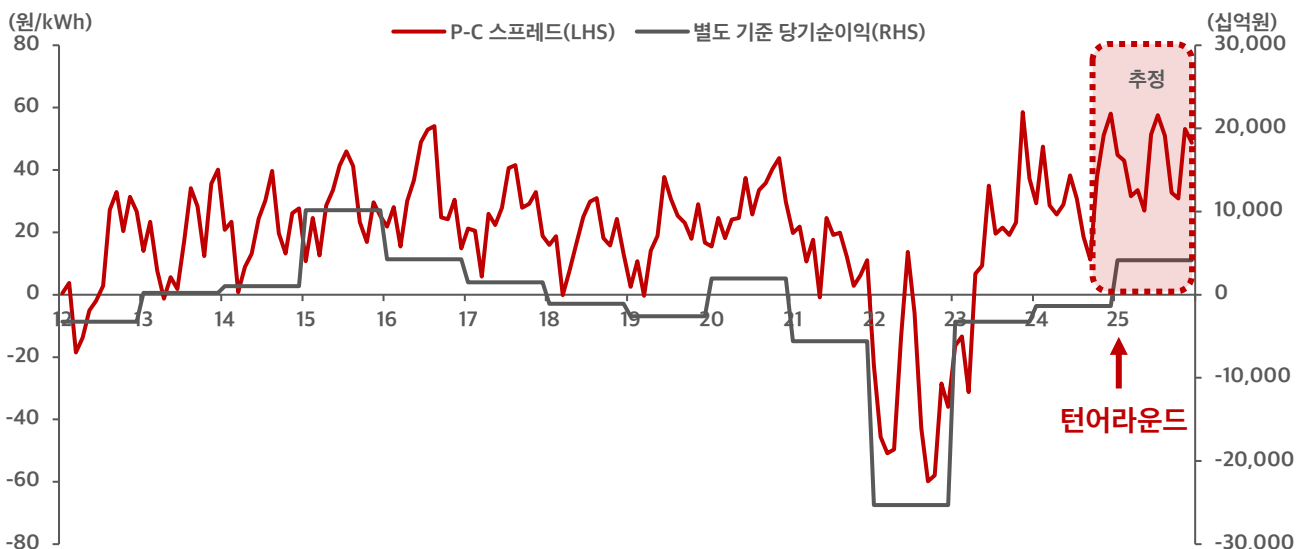
3.2. Part 2. 배당 가능성

‘별도기준 이익발생 = 배당’은 동사의 공식	별도기준 이익이 발생하면, 배당한다. 00년 이후 23년간 동사에게 깨지지 않는 공식이다. 역사는 반복된다지만, 18년부터 적자를 이어온 동사이기에 선뜻 돈을 맡기기는 쉽지 않다. 미래 이익의 실현시점과 과거 배당이력을 두고, 투자자들은 앞뒤를 돌아보며 언제 배팅을 시작해야 할지 머릿속이 복잡하다. 본 보고서는 25년 발생할 동사 별도 이익의 턴어라운드와 함께, 지금 이 적기임을 강력히 주장한다.
23년간 한 차례도 깨지지 않음	먼저 동사의 과거가 명백한 배당의지를 입증한다. 10년이면 강산도 변한다고 한다. 동사는 00년 이후 23년간 별도재무제표 기준으로 당기순이익이 흑자인 해에는 단 한 차례도 빠짐없이 배당을 진행하였다. 동사는 공공기관으로서 주주가치 제고라는 공익에 대한 의무감을 가진다. 동사에게 이익이 발생하면 주주들과 나누는 것은, 정권의 변화에도 바뀌지 않는 습관 같은 것이다.
마침, 현 정부는 주주환원에 진심	마침, 현 정부는 국내 주식시장 부양에 매우 강력한 의지를 표명하고 있다. 연초부터 시작된 밸류업 정책은 꿈쩍 않던 금융주에 활력을 불어넣었고, 대기업의 주주환원율을 35%까지 올렸다. 정부가 더욱 큰 영향력을 행사하는 공기업들은 일찌감치 배당성향을 상향조정하였다. 정부는 올해 밸류업 정책의 일환으로 공공기관 경영평가 항목으로 주주가치 제고여부를 추가하였으며, 22년 정부출자기관의 배당성향목표를 5년간 40%로 끌어올렸다.
지난 10월 대규모 요금인상은 이익 개선으로의 질주	지난 10월, 동사는 전례 없는 대규모 요금 인상을 발표했다. 산업용 전기요금 1원/kWh 인상에 동사의 영업이익 5,500억이 좌우됨을 고려하면, 요금 인상은 곧 동사 수익성 개선의 시발점임을 알 수 있다. 해당 인상에서 동사는 매출비중의 과반을 차지하는 산업용 전기요금을 9.7%나 인상하여 상반기 시작된 이익 개선구간으로 질주하는 모습을 보였다.
이익 가시화 전에도 배당 재개에 대한 의지 표명	괄목할만한 점은, 동사는 상반기 흑자전환 이전부터 간담회를 통해 올 해 배당 재개 가능성에 대해 언급했다는 것이다. 이익이 가시화되기 전부터, 요금 인상을 통해 수익성을 본격적으로 도모하기 전부터 배당에 대해 언급한 모습에서 배당에 대한 경영진의 강한 의지를 확인할 수 있다.
그렇다면 1) 배당할 자금 2) 법적근거는 충분한가?	23년간 지속되어온 동사의 배당공식, 현 정부의 정책 기초, 시작된 이익 턴어라운드와 경영진의 강력한 의지까지, 동사는 배당하지 않을 이유가 없다. 그렇다면 배당할 자금은 충분한지, 배당하는 과정에 있어 법적으로 막힘이 없는지 명확히 결론지어보자.
1) 현금흐름표로 자금여력을 판단해보자	먼저 동사의 현금흐름을 통해 당기순이익이 아닌 현금흐름으로 배당이 가능한지 확인해보자. 24년도, 25년도 배당 반영 이전 별도 기준 현금흐름표를 추정하였다. 관련 사항은 Appx.에 첨부하였다. 주요 추정 논리는 다음과 같다. 영업활동 창출 현금흐름의 경우에는 별도 I/S에서 추정한 24년, 25년 당기순이익, 이자비용, 감가상각비를 활용하여 당기순손익 조정을 위한 가감항목에 반영하였다. 투자활동 현금흐름은 유형자산 취득 관련 현금흐름은 동사 CapEx 계획안 및 이행을 반영하여 추정하였다. 재무활동 현금흐름의 경우, 차입금 및 사채 관련 현금흐름은 동사가 국회에 제출한 동사 부채 계획안을 반영하여 추정하였다.
동사 유동성 리스크를 고려해도, 배당은 충분히 가능	25년 현금흐름표 추정 결과, CapEx와 부채 상환을 고려해도 배당은 충분히 가능하다. 별도 기준으로 25년 흑자전환하고 영업활동현금흐름이 약 13조가 발생한다. 여기서 CapEx 예산안 * 이행률 = 9조만 감안한다면 약 4조의 현금흐름이 남는다. 이때, 이행률은 16년 이후 송배전 투자비 계획 대비 실제 투자비를 계산한 값이다. 동사는 25년 부채를 상환하지 않고 추가로 3.3조 증가할 계획이기 때문에 25년에 배당을 할 현금 여력은 최소 7조 이상 존재한다.

2) 법적 가능성 상법 이상 무	다음으로, 법적으로 배당이 가능한지 확인해보자. 상법을 살펴보면, 흑자전환하는 25년에 배당이 가능하다. 상법상 배당가능 이익은 ‘순자산액 - (자본금 + 자본준비금 + 이익준비금 + 당기 적립해야 할 이익준비금)’으로 계산 가능하다. 즉, 회계상 자본에서 미처분 이익잉여금이 존재하여야 한다. 25년 말 기준 동사의 미처분 이익잉여금 = 1H24말의 잔액 440억 + 2H24 당기순손실 1조 5,000억 + 25년 당기순이익 4조 1,660억 = 2조 7100억 이기 때문에 상법상 배당 가능하다.
한전법 시나리오① 일몰기한 연장	동사는 상법 외에도 특별법인 한국전력공사법(이하 한전법)의 영향을 받는다. 한전법에 따르면 28년부터 사채 발행액의 한도가 (자본금+적립금) * 5배에서 2배로 줄어든다. 동사의 사채 관리 계획안에 따르면 27년 사채 잔액은 66조이다. 따라서 27년까지 33조의 자본금 및 적립금이 필요하다. 동사의 자본금 및 적립금 상태를 고려하면, 매년 8조 이상 적립금을 쌓아야 한전법을 준수 가능하다. 이를 위해서 동사는 매년 당기순이익 중 대부분을 이익잉여금이 아니라 적립금 항목에 쌓아 두어야 하기 때문에 미처분 이익잉여금을 쌓기 어려워 배당 가능성이 낮아진다.
일몰기한 연장 가능성 높음	그러나 동사의 당기순이익 수준을 고려했을 때, 27년까지 33조의 자본금 및 적립금을 쌓기에는 현실적으로 불가능하기 때문에 관련 법 연장 가능성이 높다. 또한, ‘일몰기한 없이’ 사채 한도를 자본금 및 적립금의 5배까지 인정해준 한국가스공사 사례 및 순자산의 350%까지 인정해준 광물자원공사 사례 등으로 미루어 보아 충분히 가능한 시나리오다.
한전법 시나리오② CP를 통한 롤오버	또 다른 시나리오는 CP 발행을 통해 만기가 도래하는 사채를 상환하는 것이다. 부채 중에서는 사채만 한전법에 의해 한도가 설정되어 있기 때문에 CP를 발행하여 롤오버하는 경우에는 한전법 상 한도 문제로부터 자유로워지기 때문에 동사 입장에서 일시적으로 활용 가능하다.
동사의 하방 확인 완료 업사이드 확인하자	본 투자전략 Part 1에서는 예상 배당 수익률을 통해 지금이 역사적 저점임을 확인하였고, Part 2에서는 배당 가능성을 확인하며 돌아오는 25년 턴어라운드와 함께 동사가 배당을 재개할 수밖에 없음을 확인하였다.

*지금부터는 25년부터 P-C 스프레드가 더욱 벌어질 수 밖에 없음을 살펴보면서,
동사의 열려 있는 업사이드를 살펴보자.*

도표 3-2. P-C 스프레드 및 별도 기준 당기순이익 (10/24 기준)



출처: 동사 전력통계월보, SMIC 1팀

산업용 전기의 원가가 더 싼 이유 1: 고압전송
 산업용 전기의 원가가 낮은 이유는 고압선으로 공급되어 1)전력손실이 적고, 2)변전과정이 생략되기 때문이다. 1)고압 전기는 평균 30,000V 이상으로 공급되어 전류의 세기가 약해지기 때문에 전송 과정에서 저항이 적게 발생한다. 따라서 300V 수준으로 공급하는 주택용 전기에 비해 전력 손실이 약 0.01%만 발생한다. 2)또한, 고압으로 공급할 때에는 변전 과정이 필요 없기 때문에 변전소 및 배전망의 설치비, 유지보수비가 적게 든다. 전력비를 제외한 총괄원가 중 80%를 송배전비용과 유지보수비용이 차지하기 때문에 고압선이 가져오는 원가 절감 효과는 크다.

산업용 전기의 원가가 더 싼 이유 2: 대용량 공급
 또한, 산업용 전기는 주택용 전기에 비해 대용량으로 공급하기 때문에 전력 생산 시에 규모의 경제 효과가 발생하여 원가가 낮아진다. 제조업체의 월 전력 소비량은 500만 kWh 이상이고, 가정의 월 전력 소비량은 500kWh 이상이다. 1회 계약 시 3~6개월 단위로 계약함을 감안하면, 산업용 전기의 계약 규모가 3만 배 이상 크고, 따라서 규모의 경제 효과로 산업용 전기의 단위당 생산 원가가 더 싸진다. 위에서 확인했듯이, 이론적으로 산업용 < 주택용 요금일 수밖에 없다.

산업용 < 주택용: OECD 대부분 국가에서 성립
 산업용 < 주택용 요금 관계는 이론적으로 성립할 뿐만 아니라 실제로 OECD 대부분 국가에서도 성립한다. 우리나라의 경우 10년부터 21년까지 12년 중에 11개 연도 모두 산업용 요금이 주택용 요금에 비해서 낮았다. 또한, 24년 기준으로 OECD 내 38개국 중 원가주의를 채택하고 있으면서 동시에 산업용 > 주택용인 국가는 튀르키예, 리투아니아 등 4개국뿐이다. 해당 국가는 원가주의를 채택하고 있지만, 실질적으로는 보조금을 통해 의도적으로 주택용 요금을 낮게 설정하고 있다. 따라서, 원가주의 채택 국가 중에 산업용 > 주택용 인 국가는 실질적으로 우리나라 뿐이다.

②주택용 < 일반용 성립 원인: 주택용 요금 완화 정책

두번째로, 주택용 < 일반용의 관계는 17년도에 있었던 주택용 요금 완화 정책 이후로 유지되어 왔다. 16년 이전에는 주택용 요금제가 6단계로 구성되어 있었는데, 17년 1월부터 3단계로 개편하면서 주택용 요금이 약 13원 하락하였다. 그 결과, 17년부터 주택용 < 일반용 요금 관계가 계속 유지되어 왔고, 그 간격이 약 21.55원으로 일정하였다. 두 요금 사이 특징은 두 요금 모두 체감 경기에 영향을 미치는 요인이라서 항상 동행해왔다는 점이다. 이러한 특징을 고려할 때, 주택용 요금을 강화하여 요금을 폭발적으로 늘리지 않는 한 둘 간의 차이는 뒤집어지기 어렵다.

결론: 주택용, 상업용 요금 인상은 확실. 그 시점이 중요.

위 내용을 통해 산업용 < 주택용 < 일반용이 오랜 기간 유지되어온 기본 공식임을 확인하였다. 지금부터는 28년 역사의 평균으로 다시 돌아가기 위해 남은 유일한 선택지가 주택용, 일반용 요금 인상임을 확인하고, 주택용, 일반용 요금 인상 시점이 코앞으로 다가왔음을 확인하고자 한다.

도표 4-2. 산업용 < 주택용 < 일반용 관계 성립 이유



도표 4-3. 주택용 요금제 완화 정책

기본요금 (원/호)		기본요금 (원/호)	
100kWh 이하 사용	410	200kWh 이하 사용	910
101~200kWh 사용	910	101~200kWh 사용	1,600
201~300kWh 사용	1,600	201~300kWh 초과 사용	7,300
301~400kWh 사용	3,850		
401~500kWh 사용	7,300		
500kWh 초과	12,940		
전력량요금 (원/kWh)		전력량요금 (원/kWh)	
처음 100kWh까지	60.70	처음 200kWh까지	93.30
다음 100kWh까지	125.90	다음 200kWh까지	187.90
다음 100kWh까지	187.90	400kWh 초과	280.60
다음 100kWh까지	280.60		
다음 100kWh까지	417.70		
500kWh 초과	709.50		

출처: SMIC 1팀

출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.2. 24년 10월 요금 인상 이후 남은 유일한 선택지: 주택용, 일반용 요금 인상

최근 전기요금 인상
동향: 산업 요금만
인상

동사는 23년 하반기부터 2번 연속 산업용 요금만을 인상하면서 주택용, 일반용 요금 인상을 위한 밑바닥을 다지고 있다. 동사는 14년부터 21년까지 7년간 요금인상 없이 심 호흡을 길게 하다가, 22년 요금 인상의 신호탄을 쏘았다. 이후 24년까지 총 6번의 전기요금 인상이 있었는데, 22년 4월 10월, 23년 1월 5월의 경우 산업용, 주택용, 일반용 모두 동일 금액을 인상하였다. 그러나 23년 11월, 24년 10월의 경우 산업용 요금만 약 10% 인상하고 나머지 요금은 동결했다.

2번 연속 산업용 오른
결과: 주택용, 일반용
요금 인상안만 남은

다른 요금과 다르게 산업용 요금 인상이 가능했던 이유는 산업용 요금은 국내 물가에 미치는 영향이 비교적 적어 소비자의 반발이 적고, 기업 입장에서 판매가를 통해 요금 인상분을 전가할 수 있기 때문이다. 하지만 동사는 산업용 요금 인상만을 두 번 단행하면서 역사적으로 한 번도 없었던 요금 형태를 띠게 되었다. 그 결과, 동사의 선택지 중에 산업용 요금만 인상하는 방안이 없어졌고, 주택용, 일반용 요금 인상을 하는 방안만 남았다.

주택용, 일반용 요금
인상안만 남은 이유 1:
엄청난 스프레드

주택용 요금 인상안이 유일한 선택지인 이유는 산업용 요금과 주택용 요금 간에 전례 없는 스프레드가 발생했기 때문이다. 23년 11월 산업용 요금만 약 13.5원 인상함으로써 산업용 요금이 주택용 요금보다 약 7원 비싸졌다. 여전히 산업용 요금이 일반용 요금보다는 낮은 상태로 유지되고 있었다.(주택용<산업용<일반용) 그러나, 24년 10월 인상으로 산업용이 주택용에 비해서 약 22.5원 비싸졌고 심지어 일반용 요금까지 앞지른 상태이다.(주택용<일반용<산업용) 산업용 요금이 일반용 요금보다 높았던 시점은 동사가 사업보고서를 공시한 97년 이래 단 한번도 없었다.

주택용, 일반용 요금
인상안만 남은 이유2:
너무 오래 지속된
산업용 > 주택용

또한, 산업용 요금이 주택용 요금을 앞질러 있는 기간 역시 이례적으로 길다. 연 단위 ASP간 비교하면, 주택용 < 산업용인 구간이 2년 이상 지속 중이고, 월 단위 ASP간 비교를 하더라도 10개월 이상 지속 중이다. 역사적으로는 월 단위 ASP 기준 주택용 요금보다 산업용 요금이 비쌌던 기간은 평균적으로 2.7개월 수준이고, 가장 길었던 기간은 4개월이다. 과거에 비해 4배 긴 기간 동안 산업용 요금이 주택용 요금을 앞서고 있는 특수한 상황이다.

유일한 해결책: 주택
용, 일반용 요금 인상

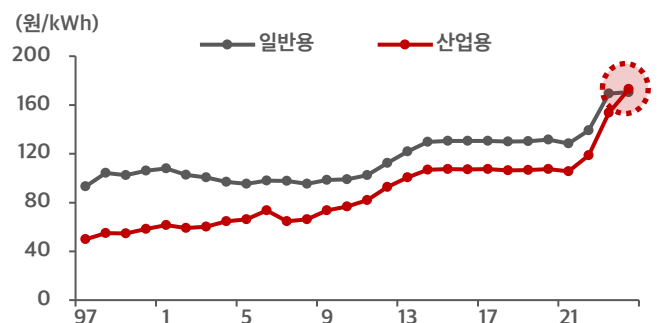
이러한 이례적인 상황으로부터 벗어나 정상적인 상태로 회귀하기 위해서는 빠른 시간 내에 주택용, 일반용 요금을 인상하는 방법밖에 없다. 1년 이상의 기간 동안 미루어왔던 주택용, 일반용 요금 인상을 더 이상 미룰 수가 없다. 그리고 지금, 요금 인상의 적기가 찾아왔다.

도표 4-4. 22년 이후 요금 인상 내역

22년 이후 전기 요금 인상내역							
(단위: 원/kWh)	22.04	22.07	22.1	23.01	23.05	23.11	24.10
주택용	+6.9	+5.0	+7.4	+13.1	+8.0	-	-
일반용	+6.9	+5.0	+7.4	+13.1	+8.0	-	-
산업용	+6.9	+5.0	+7.4	+13.1	+8.0	+10.6	+9.7%

출처: 동사, SMIC 1팀

도표 4-5. 97년~24년 산업용, 일반용 요금 관계



출처: DART, SMIC 1팀

4.3. 주택용, 일반용 요금인상의 적기: 삼박자가 모두 들어맞는다

1 단계: 동사의 필요성. 우선, 동사는 가능한 빠른 시기 내에 수익을 증가시켜야만 하는 상황에 놓여있다. 동사는 수익을 증가시키므로써 원가회수율을 정상 수준으로 높이고, 자본을 쌓아 사채 관련 특별법 이슈로부터 벗어나야 한다. 동사는 21년을 기점으로 급격하게 증가한 전기 생산원가를 판매가격으로 온전히 전가하지 못하면서 낮은 원가회수율을 보이고 있다. 20년까지는 92%~100%의 원가회수율을 보였지만, 21년에는 87%, 22년에는 64%까지 떨어졌다. 정상적인 수준을 회복하기 위해서는 판매 수입이 50% 증가해야 하고, 이를 통해 최종적으로 누적된 적자를 해소하여야 한다.

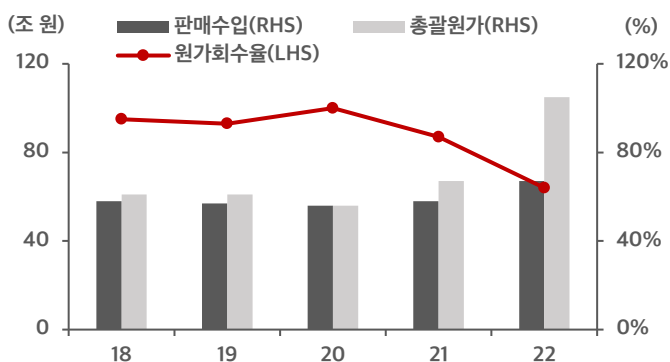
수익 증가를 통해 사채 또한, 동사는 수익을 증가시켜서 사채 발행 한도와 관련된 한전법을 준수해야 한다. 투자 IDEA 에서 전술하였듯이, 27년까지는 한전법상 자본금 및 적립금을 합한 금액의 5배(산자부 장관 승인 시 6배)만큼 사채가 인정되나, 28년부터는 관련 특별조항이 사라지면서 2배만큼 사채가 인정된다. 물론, 특별조항이 연장될 가능성이 높지만, 장기적으로는 해결해야 하는 문제이다. 따라서 주택용, 일반용 요금을 올려서 꾸준히 적립금을 쌓아 두어야 한다.

2 단계: 결정권자의 의지. 의사결정권자인 산업통상자원부(이하 산자부) 장관은 이러한 동사의 요금 인상 필요성에 동의하여 요금 인상을 반드시 하고자 한다. 동사의 요금결정 과정을 살펴보면, 동사가 요금 조정안을 작성하여 이사회 의결을 거쳐 산자부에 조정을 신청한다. 이후, 산자부는 기획재정부와 협의하여 전기위원회 심의 하에 최종 결정을 내린다. 따라서 산자부 장관의 의지가 요금 인상 여부에 가장 많은 영향을 미치는데, 최근 산자부 장관의 행보를 보면 주택용 요금의 인상이 머지 않았다.

산자부 장관의 의지가 보이는 말과 행동 10월 7일 산자부 장관은 국정감사에서 이번 정부 내에 구체적인 요금 인상 목표를 제시하겠다고 하였으며, 실제로 10월 23일 산업용 전기료 인상을 실행하였다. 또한, 산자부 장관은 산업용 전기요금 인상은 임시방편이라 하며, 다른 요금도 인상하겠다고 발표하였다. 24년 1월에 부임하여 10개월 내에 실행까지 해낸 것으로 미루어 보아, 나머지 요금 인상 역시 떼어놓은 당상이다.

3 단계: 타이밍. 그렇다면, 산자부 장관은 과연 언제 올리는 것이 가장 합리적일까? 물가상승률이 낮아졌고, 앞으로 1년 내에 선거 이슈가 없는 지금이 가장 적기이다. 먼저 소비자물가지수의 상승률의 추이를 살펴보면, 23년까지 전년도 동월 대비 상승률이 3% 미만으로 떨어진 적이 없었다. 하지만, 24년을 기점으로 조금씩 둔화되어 24년 9월에는 소비자물가지수 상승률이 1.6%까지 떨어졌다. 물가 상승률이 둔화되면, 전기료 인상에 대한 반감이 줄어들기 때문에 산자부 장관 입장에서 요금을 인상하기에 훨씬 유리한 환경이 된다. 실제로 10년부터 21년까지 총 5번의 인상 가운데에 3번이 물가상승률 1%대에서 이루어졌고, 1번이 2%대에서 이루어졌다.

도표 4-6. 원가 회수율 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 4-7. 물가상승률 추이 및 요금 인상 시점



출처: 통계청, SMIC 1팀

정치적으로 내년이
올릴 적기

또한, 앞으로 중요한 선거 일정을 살펴보면 4년 내에 선거가 없는 유일한 해는 25년이다. 26년에는 지방 선거, 27년에는 대통령 선거, 28년에는 국회의원 선거가 연이어서 기다리고 있다. 선거가 다가오면, 산자부 장관 입장에서는 전기 요금 인상이 선거 결과에 영향을 미칠 것을 걱정하여 쉽사리 요금 인상을 하지 못한다. 실제로 24년 총선을 인식하여, 23년에는 1월, 5월에만 주택용 요금을 인상하였다. 26년 지선이 27년 대선의 바로미터인 점을 감안하면, 산자부 장관은 26년 이전에 주택용, 일반용 요금을 올리기로 계획하는 것이 합리적이다.

정치적인 이유로
못 올린다는
착각하지 마세요

이러한 상황에서도 대통령의 지지율 하락을 걱정하여 산자부 장관이 주택용, 일반용 요금을 올리지 않을 것이라 걱정할 수 있지만, **현 대통령 임기 내 요금 인상 추이를 보면 이는 기우에 불과하다.** 재임기간 내 주택용 요금 인상은 3번 있었는데, 당시 긍정적 평가 비율을 보면 29%, 30%, 35%이다. 재임기간 평균 긍정 비율이 32%인데, 비율이 평균치를 하회할 때에도 전기요금 인상을 단행하였다. 따라서, 현재 대통령 지지율이 평균보다 낮지만 요금 인상에는 문제 없다.

4.4. 주택용, 일반용 전기요금 예상 인상시기과 인상액

주택용 전기요금 예상
인상액 및 인상시기

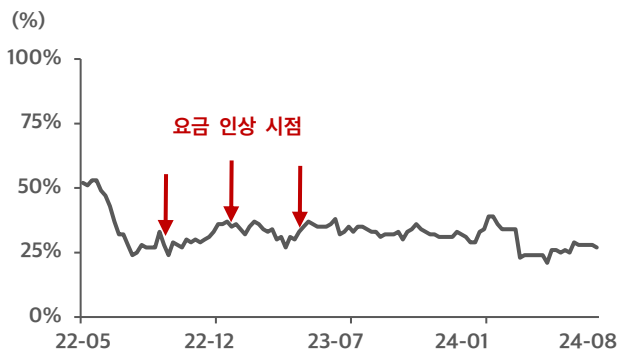
지금까지 주택용, 일반용 요금 인상이 이루어질 것임을 확인했다. 그렇다면, 언제, 얼마나 올릴까? **주택용 요금부터 살펴보면, 과거 인상 추이를 감안했을 때 25년 2Q와 4Q에 약 8원씩 인상하는 방안이 가장 현실적이다.** 줄줄이 이어질 선거에 앞서 25년 이내에 요금을 인상할 것이고, 그렇다면 산업용 요금 인상 직후인 1Q와 전력 성수기인 3Q를 제외하고 2Q, 4Q 인상이 유력하다. 또한, 장기적으로는 **주택용 요금이 약 25.8원 인상하여, 17년에서 21년까지의 평균 스프레드인 0.8원 만큼 산업용 요금보다 더 비싸져야 한다.** 이에 다가서기 위해서, 22년부터 23년까지 연평균 인상액인 16원을 일 년에 두 번 8원씩 인상할 것이다.

일반용 전기요금 예상
인상액 및 인상시기

일반용 전기요금 역시 주택용 전기요금과 동일한 시기에 동일한 금액을 인상할 것이다. 앞서 설명했듯이, 주택용 요금과 일반용 요금은 둘 다 소비자가 직접적으로 요금인상을 체감할 수 있다는 점에서 공통점을 가진다. 따라서 17년부터 항상 동일 시기에 동일 금액을 인상해왔고, 앞으로도 이러한 경향성은 유지될 것이다. 이와 더불어, 교육용 요금, 가로등 요금도 일반적으로 동시에 올리는 경향이 있기 때문에 해당 전기 요금 역시 같은 시기에 같은 금액만큼 인상할 것이다.

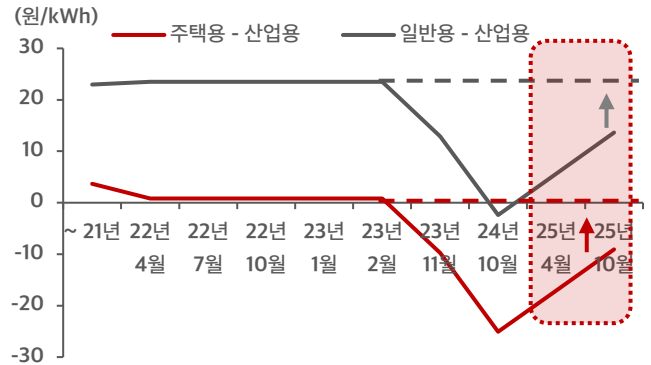
모든 지표는 동사의 요금 인상을 가리키고 있다. 요금 인상이 필요한 동사, 이를 인식하고 있는 산자부 장관, 때마침 인상하기 좋은 거시적, 정치적 환경까지. 삼박자가 들어맞는 순간이다.

도표 4-8. 대통령 긍정 평가 비율 및 요금 인상 시점



출처: 갤럽, SMIC 1팀

도표 4-9. 주택용, 일반용 전기요금 예상 인상시기, 인상액



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.5. 연료비 조정 요금, 기후환경 요금도 동사를 돕는다

연료비 조정 요금,
기후환경 요금도
동사 편

지금까지는 전기요금의 4가지의 구성요소 중에서 기본요금과 전력량 요금이 인상할 것임을 확인하였다. 남아있는 구성요소 2가지인 **연료비 조정 요금과 기후환경 요금**은 21년에 처음으로 전기요금 내에서 별도로 표시되기 시작하여 인지도가 낮지만, **이 둘 역시 동사의 편이다.**

연료비 조정 요금
+5/kWh으로 유지

연료비 조정 요금은 3Q22부터 지금까지 계속 유지되고 있는 요금이 앞으로도 지속된다. 연료비 조정 요금은 21년에 새로 도입된 요금으로, 원가연계를 위해 국제 연료 가격 변동에 따라 매 분기마다 조정되는 요금이다. 최근 1년 간 평균연료비에 비해서 최근 분기의 평균연료비가 비싸거나 싸다면, 이를 반영해 최대 5원/kWh까지 인상 혹은 인하 가능하다. 하지만 이 요금은 도입된 이후 총 2번만 변동하였으며, 가장 최근 변동인 3Q22이후로는 **+5원으로 유지되고 있다.**

연료비 조정 요금 유지
되는 이유: 누적 적자
해소

연료비 조정 요금이 유지되고 있는 이유는 누적 적자를 해소하기 위함이다. 동사는 3Q23부터 분기 평균연료비가 1년 평균 연료비보다 30원/kWh 이상 비싸서 연료비 요금 상한인 +5원/kWh 만큼 인상하였다. 그러나 4Q23부터는 분기 평균 연료비가 1원/kWh 이상 싼 상태가 유지되고 있어, 원칙적으로는 연료비 조정 요금을 낮추어야 한다. 그러나 동사는 누적된 적자를 해소하기 위해서 4Q23 이후로도 +5원/kWh를 유지하고 있다. 따라서, **적자를 해소할 의지가 강한 동사 입장에서 당분간 연료비 조정 요금을 인하할 이유가 없다.**

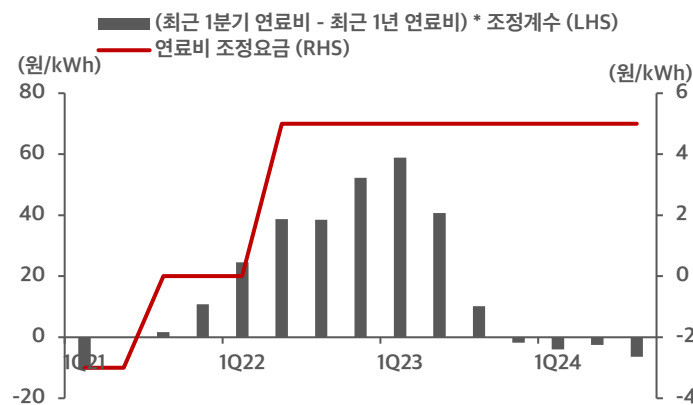
기후환경 요금 장기적
으로 인상

마지막 구성 요소인 기후환경 요금은 장기적으로 인상될 것이다. 기후환경 요금은 신재생에너지 보급 등을 위한 비용을 반영하기 위해 시행되고 있는 요금이다. 요금은 크게 RPS(신재생에너지 의무공급제도) 이행비용, ETS(배출권 거래제도) 이행비용, 석탄발전 감축비용으로 이루어져 있다. 세 가지 구성요소 모두 발전사업자가 의무를 이행하기 위해 지출한 금액을 보전하는 성격의 금액이다. 현재는 각각 7.7원/kWh, 1.1원/kWh, 0.2원만큼 부과하고 있다.

기후환경 요금 인상
이유: 신재생 에너지
변환

장기적으로 신재생 에너지로 전환을 시도할 것이기 때문에 기후 환경 요금에게는 추가 인상의 길만 남아 있다. 500MW 이상 발전 용량을 갖춘 발전업체들은 신재생에너지 발전 비율을 22년 12.5%, 23년 13%, 24년 13.5%로 점점 높여왔다. 산업부의 24년 계획에 따르면 신재생에너지 발전 비율을 25년 14%, 27년 17%로 앞으로도 꾸준히 증가한다. 신재생에너지 비율 증가 시 발전업체의 생산비도 증가하기 때문에 이를 보전하는 기후환경 요금도 같이 인상할 일만 남았다.

도표 4-10. 연료비 조정 요금 변화 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 4-11. 기후환경 요금 구성 요소

기후 환경 비용		
RPS	ETS	석탄 발전
공급의무자 (500MW 이상의 발전사업자) 가 신재생 에너지 의무이행을 위해 지출한 비용에 대해 전기 판매사업자가 지급한 금액	발전사업자가 탄소배출 감축 의무를 이행하기 위해 지출한 비용에 대해 전기 판매사업자가 지급한 금액	미세먼지로 인한 국민의 피해를 최소화하기 위한 정부의 정책 등에 따라 석탄 발전 감축운전에 소요된 비용
7.7 (원/kWh)	1.1 (원/kWh)	0.2 (원/kWh)

출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.6. Q도 꾸준히 증가

Q 또한 증가한다

P상승에 대한 증명은 끝났고, 이제 Q에 대해 알아보자. 동사는 지난 20년 간 연평균 2.83%씩 판매량이 지속적으로 증가해온 우직한 기업이다. 실질GDP 증가율에 따라 판매량이 꾸준히 증가하고 있음은 자명한 사실이며, AI데이터 센터와 반도체 클러스터는 새로운 수요를 창출하고 있다.

실질GDP 상승 예정.
따라서 전기 판매량도
상승 예정

우선, 전력 판매량은 실질GDP와 높은 상관관계를 가지기 때문에 실질GDP 증가율과 연동하여 연 1~3% 수준으로 꾸준히 증가할 것이다. 지난 30년 간의 전력 판매량과 실질GDP 사이 상관관계에 대해 회귀분석을 실시해보면 결정계수 0.81일 정도로 전력 판매량과 실질GDP는 동행하였다. 따라서, 우리나라 실질GDP가 역성장한 케이스는 지난 30년 동안 98년 IMF, 20년 코로나 오직 두 번 밖에 없었음을 감안하면, 전력 판매량은 지금 수준에서 유지되거나 증가할 것이다. 실제로 전력거래소, KDI, OECD, IMF의 25년 실질GDP 예상성장률을 살펴보면, 평균적으로 2.5% 성장을 예측한다. 따라서 전력 수요량도 25년, 26년에 2%대 성장은 충분히 가능하다.

실질GDP와 전기
판매량이 높은 상관
관계를 가지는 이유

이렇게 높은 상관성을 보이는 이유는 실질GDP가 성장하면 생산의 증가와 소비의 증가로 이어져 산업용, 주택용, 일반용 전력량 수요가 모두 같이 증가하기 때문이다. 산업 성장으로 실질GDP 증가 시, 전력 사용량이 많은 제조업, 철강, 조선업에서의 전력 수요량이 더욱 늘고, 가정은 소득이 늘어 전자기기 사용량이 늘어나며, 상업시설의 운영시간도 늘어나 전력 사용량이 증가한다.

장기적 Q 상승 요인 1:
AI 데이터센터

장기적으로 보았을 때, 국내 AI 데이터센터와 반도체 클러스터는 동사의 전력 판매량에 날개를 달아줄 것이다. 먼저 신규 AI 데이터센터는 동사의 전력 판매량을 이끌어갈 미래 수요처다. 23년 말 기준으로 국내에는 150개의 데이터센터가 있고 용량은 1,986MW 수준이다. 29년까지의 신규 데이터 수요는 732개이며 소요 전력 용량은 49.397MW이다. 이 용량은 지금까지 최대전력 94,509MW의 52% 수준이다. 부동산 개발을 우선적으로 선점하기 위해 전력 용량을 과도하게 많이 신청했다 하더라도, 데이터센터가 미래 전력 수요를 이끌어갈 것임은 변치 않는 사실이다.

장기적 Q 상승 요인 2:
반도체 클러스터

반도체 클러스터 역시 동사 판매량을 증가시킬 요인이다. 현재 우리나라는 30% 수준인 반도체 공급망 자립률을 50%까지 올릴 목표로 용인 등지에서 반도체 클러스터를 조성하고 있다. 현재 추진 중인 용인 국가산업단지에는 총 10GW 이상의 전력이 추가로 필요하다. 27년까지 생산랩 3기, 연구랩 3기 완공 예정을 감안하면, 장기적으로 전력은 더 많이 필요하다.

도표 4-12. 전력 판매량 추이와 실질GDP 추이



출처: KDI, DART, SMIC 1팀

도표 4-13. 각 기관별 실질GDP 성장률 추정치

실질 GDP 성장률 추정			
(단위: %)	24E	25E	26E
IMF 추정치	2.5	2.2	2.2
KDI 추정치	2.5	2.1	2.3
정부	2.6		
한국은행	2.4		
OECD	2.5	2.2	2.2
아시아 개발은행	2.5		

출처: 각 사, SMIC 1팀

5. Under Pressure, C - 투자포인트 2

투자포인트1에서 상술한 P 상승의 가능성과 Q의 견조한 증가가 배당의 증가로 이어지기 위해서 **별도 기준 비용의 감소가 선행되어야 한다.** 복잡한 비용구조를 가지고 있는 동사 속, 턴어라운드 의 확실한 증거를 찾기 위해서 1) **비용의 대부분을 차지하는 구입전력비는 SMP가 결정하며** 2) 이 SMP를 결정하는 LNG가격이 폭등을 끝내고 하락하고 있고 3) **추후 확실한 하방압력을 받고** 있다는 점을 통해 **별도기준으로도 이익 턴어라운드가 확실한 베팅임을 확인해보도록** 하겠다.

5.1. 동사 C감소의 열쇠, LNG 가격

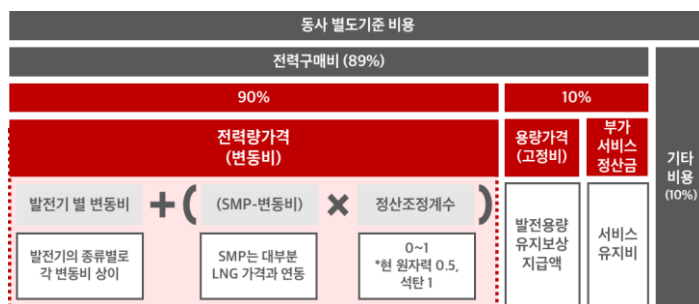
구입전력비가 별도 기준 이익의 핵심
별도 기준 이익의 핵심 **별도 기준 이익의 필요조건이자 충분조건은 구입전력비의 하락이며, 23년 기준으로 비용에서 차지하는 비중은 89%로 대부분을 차지한다. 21~23년 별도 기준 적자가 지속됐을 때 매출액 대비 구입전력비의 비중은 평균 108%로 이는 앞으로도 별도 기준 턴어라운드를 기대하기 위해서는 반드시 구입전력비의 하락이 동반되어야 함을 반증한다.**

구입전력비는 SMP가 결정
동사의 구입전력비는 복잡한 과정을 거쳐 산출되나 대부분은 SMP를 기준으로 결정된다. 발전원 종류에 상관없이 전력구매단가는 전력량가격, 용량가격, 부가정산금의 합으로 이루어지는데 이 중 전력량가격이 90%를 차지한다. 전력량가격은 변동비를 차감한 SMP에 정산조정계수를 곱한 후 다시 변동비만큼을 더해 보전해주는 식으로 결정된다. LNG의 정산조정계수는 1이라 전력량가격이 항상 SMP가 되며, 원자력과 석탄발전의 경우 변동비가 SMP와 최대 3배까지 차이 나기 때문에 SMP의 영향력이 절대적이다.

SMP = LNG 가격이 결정
SMP 가격은 세 가지 발전원 중 연료비가 가장 높아 마지막으로 가동되는, LNG 가격으로 대부분 결정된다. 하단의 <5-2>에서 보이듯 연중 대부분의 SMP는 LNG 가격에 연동되는 것을 확인할 수 있다. 실제 24년 6,569회의 SMP 결정 중 LNG가 6,215회를 결정하여 95%를 점유하고 있다. 결국 동사의 구입전력비는 SMP를 거쳐 LNG의 가격에 의해 결정되는 것이다.

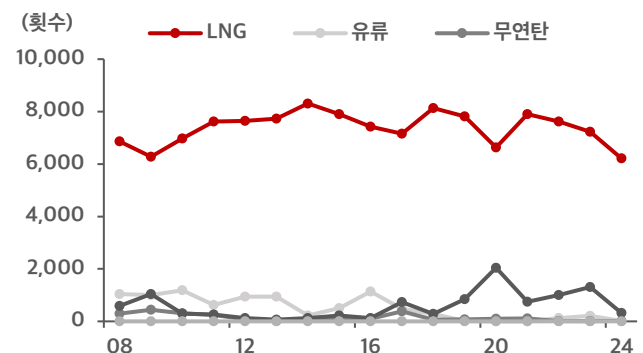
전쟁으로 인한 LNG 가격 폭등, 미래는?
투자자들의 뇌리에 강하게 남아 있듯이 LNG가격은 22년 러-우 전쟁 시작과 함께 1H23까지 급격한 상승을 보였다. 러시아 천연가스 의존도가 40%에 달했던 유럽은 공급망 차질로 LNG 최대 수입국 중 하나인 일본의 한 해 수입량과 맞먹는 4,500만 톤을 공급받지 못했고, 해당분을 대체하기 위해 LNG를 수입하면서 아시아와의 수입 경쟁이 심화되었다. 그 결과 유럽과 아시아의 LNG 가격지표인 TTF와 JKM은 21년 대비 22년에 최대 9배 상승했다. 여전히 전쟁은 끝나지 않았고, 공급망 차질은 계속되는 상황에서 LNG 가격은 하향 안정화 될 수 있을까?

도표 5-1. 동사 비용구조 도식화



출처: SMIC 1팀

도표 5-2. 발전원별 SMP 결정 횟수



출처: EPSIS, SMIC 1팀

5.2. 수급 상황은 가격 하락을 가리킨다

재고에서 얻은 힌트 글로벌 LNG 수급에 핵심적인 영향을 미치는 미국, 유럽, 한국, 일본의 LNG 재고는 모두 지난 5년 내 최고 수준이다. 이는 두 가지 큰 의미를 갖는다. 먼저 유럽, 한국, 일본의 LNG 수입 점유율은 60%에 달한다. 이들의 높은 재고 수준은 수입 수요의 단기적 감소로 이어질 것이다. 미국은 전쟁 이후 증가된 유럽의 LNG 수요를 담당하는 핵심 국가이다. 실제로 21년 대비 22년의 미국에서 유럽으로의 LNG 수출 증가량은 3,317만 톤으로 러시아산 천연가스 감소분의 74%에 해당하는 물량을 담당했다. 미국의 재고 증가는 특히 유럽향 LNG 공급 증가로 이어질 것이다.

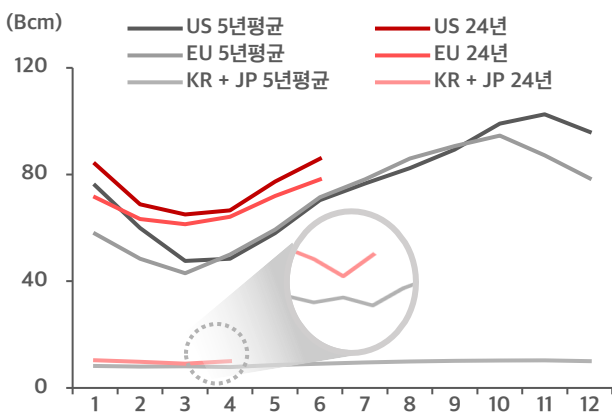
미국 공급량 증대, 답은 미국 내 가동 예정 LNG 생산시설을 모두 조사해본 결과, 폭발적인 CAPA 증가가 예정되어 있다. 23년 신규 CAPA 증가량이 없었고, 24년 330만톤 증설에 그쳤으나 25년은 2,330만톤 증설이 이루어질 예정이다. 해당 물량은 23년 글로벌 LNG 수출입량 증가량인 757만톤의 3배가 넘는 물량이며 추가적으로 26년 증설물량 1,640만톤까지 고려해보면 전쟁으로 인한 유럽의 수요 증가분을 충분히 상쇄하고도 남는 증설이 이뤄질 것이고, LNG가격의 하방압력으로 작용할 것이다.

트럼프가 당선된다면? 현 시점 차기 미국 대통령의 유력한 후보인 트럼프는 공식적으로 취임 직후 행정명령으로 LNG, 석유 생산량을 늘릴 것을 천명했다. 트럼프의 공식 공약을 모아놓은 Agenda 47에도 LNG, 화석 연료의 생산량과 사용량을 늘려, 에너지가격을 낮추겠다는 공약이 중심을 이루는 것을 확인할 수 있다. 실제로 이전 트럼프 1기 공약에서도 천연가스 생산량 증대를 강조했으며, 실제로 당선 이후 17년 대비 20년에 생산량은 24%, 수출량은 15배 증가했다.

천연가스, 석유 공급 ↑, 에너지 정책 측면에서 취임 첫날 석유 채굴을 시작하는 대통령 행정명령을 발령하겠다고 공약하고, 러-우 전쟁 종식 가능 재생에너지에 대한 보조금 폐지를 강조하면서 트럼프는 화석연료 공급량 증대에 대해 강한 톤을 숨기지 않고 있다. 추가적으로 미국의 국방비를 줄이기 위하여 우크라이나 지원을 중단하고 러시아와의 협상을 통해 러-우 전쟁을 종식하겠다고 선언하고 있다. 전쟁이 종식된다면, 중장기적인 천연가스 공급망의 정상화로 공급량은 더 증가할 가능성도 충분하다.

수요 측면, 수요 측면에서도 공급망 차질에 직격타를 맞은 유럽은 이를 전화위복 삼아 천연가스 의존도를 유럽도 아시아도 ↓ 더욱 낮추려고 하고 있다. 유럽의 천연가스 소비량은 23년 YoY 10% 감소하여, 이전 5년 평균 YoY 1.3% 증가에 비해 급격하게 소비량을 줄이고 있다. 아시아도 중국 중심의 천연가스 소비량 둔화에 따라 23년 YoY 1.6% 증가에 그치는 등, 수요의 성장세가 확실히 둔화된 모습을 보인다.

도표 5-3. 24년 주요 지역 LNG 재고 추이



출처: IEA, SMIC 1팀

도표 5-4. 미국 신규 LNG 생산시설 가동 계획

생산시설명	가동연도	생산용량(천 톤)
Plaquemines LNG T1-6	24	3,300
Golden Pass LNG T1	25E	5,200
Golden Pass LNG T2	25E	5,200
Plaquemines LNG T7-12	25E	3,300
Corpus Christi LNG Stage 3 T1	25E	1,500
Corpus Christi LNG Stage 3 T2	25E	1,500
Plaquemines LNG T13-18	25E	3,300
Plaquemines LNG T19-24	25E	3,300
Golden Pass LNG T3	26E	5,200
Plaquemines LNG T25-36	26E	6,700
Corpus Christi LNG Stage 3 T3	26E	1,500
Corpus Christi LNG Stage 3 T4	26E	1,500
Corpus Christi LNG Stage 3 T5	26E	1,500

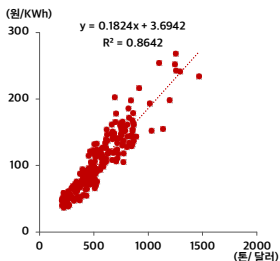
출처: IEEFA, SMIC 1팀

5.3. 25년 LNG를 알고 싶다면 17년을 보라

상술한 것처럼 모든 수요과 공급의 방향은 LNG 가격의 하향 안정화를 가리키고 있다. 그렇다면 25년 국내 LNG 수입가격이 얼마가 될 것이며, 이에 따른 SMP가 어떤 식으로 변화할지 구체적인 숫자로 확인해 보자.

상황적 유사성 1. 공급 LNG의 공급 측면에서 현재의 상황은 16년 말 상황과 유사하다. 해당 시기는 트럼프 대통령 당선으로 미국의 천연가스 생산량과 수출량이 모두 크게 늘어났던 시기이다. 실제로 17년 미국 천연가스 생산량은 1,510만 톤 증가하여 25년에 예상되는 증설분 2,330만 톤에 생산시설 평균 가동률 80%를 가정한 1,864만톤과 매우 유사하다. 17년은 수출량도 4배 이상 증가하며 수출이 본격화된 시기로, 미국의 유럽향 LNG 수출이 증가할 25년과 닮아 있다.

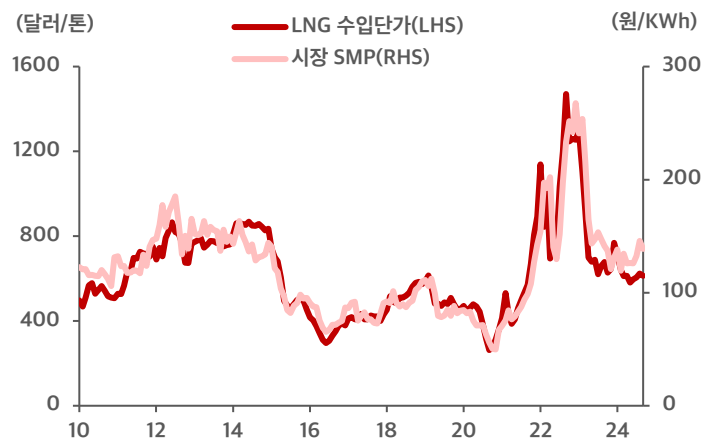
상황적 유사성 2. 수요 LNG 수요 측면에서의 상황도 16년 말과 유사성을 갖는다. 17년은 중국과 한국 중심의 수요 증가로 전년 대비 수입량 증가가 2,457만톤 늘어나며, YoY 12% 증가하여 직전 10년 평균 성장률 6.3%를 크게 상회했던 시기이다. 25년은 아시아의 수요 증가세는 지속적으로 둔화될 것으로 보이나 유럽향 LNG 대체수요가 발생하고 있는 상황이다. 실제로 21년 대비 23년 유럽의 LNG 수입량 증가량이 그대로 유지된다 가정하면, 3,317만톤의 대체수요가 아시아 시장에서 발생하는 것과 마찬가지로의 수요 증가를 예상해볼 수 있는 것이다.



구체적인 LNG 수입단가 추정은 24년 남은 기간의 월별 LNG 수입단가는 24년 10월의 수입단가가 유지될 것이라 가정하여 도출했다. 25년 LNG 수입단가는 상술한 상황적 유사성을 반영하고, LNG 수입단가가 난방수요가 늘어나는 1, 2, 12월에 높아지는 계절성을 가진다는 점을 반영하여 17년 월별 수입단가의 MoM 증감율을 적용하여 추정하였다. 이어 SMP는 장기적으로 꾸준히 LNG 수입단가에 의해 결정되어 왔다는 점을 고려하여, 회귀분석을 진행했다. 회귀식에 LNG 수입단가를 대입하여 25년 월별 SMP를 추정하였다. 그 결과는 하단의 도표 <4-6>과 같다.

25E SMP 5원 하락 → 추정된 25년 연평균 SMP는 127원/KWh로 24년 9월까지의 연평균 대비 5원/KWh 하락할 것이 별도 기준 1조 ↑ 다. SMP 가격이 1원 하락하면, 별도 영업이익이 약 2,000억원 상승한다는 점에서 5원/KWh의 하락은 별도 기준으로 1조원 이상의 이익 상승으로 이어질 것이다. 이에 동사는 P-C 스프레드의 개선으로 25년부터 별도 기준 확실한 턴어라운드를 경험할 것이다.

도표 5-5. LNG 수입단가, 시장 SMP 추이



출처: 관세청, EPSIS, SMIC 1팀

도표 5-6. 25년 월별 LNG 수입단가, 시장 SMP 추정

25E 월별 LNG 수입단가, 시장 SMP 추정			
일자	LNG 수입단가	수입단가 MoM	시장 SMP
25년 1월	671	8.84%	126
25년 2월	680	1.28%	128
25년 3월	663	-2.43%	125
25년 4월	663	0.03%	125
25년 5월	703	6.01%	132
25년 6월	663	-5.78%	125
25년 7월	664	0.14%	125
25년 8월	692	4.30%	130
25년 9월	685	-1.08%	129
25년 10월	686	0.22%	129
25년 11월	651	-5.05%	123
25년 12월	699	7.28%	131

출처: SMIC 1팀

5.4. 추가적 C하락 모멘텀

가시화된 LMP 시행 베일에 쌓여있던 지역별 전력도매요금제(LMP)의 초안이 공개되며 25년 상반기 시행을 기대해볼 수 있게 되었다. 전력거래소 회의를 거친 이번 초안에 따르면 기존 제주만 따로 구분되었던 사실상의 단일 SMP를 수도권, 비수도권, 제주의 3분할로 구분하여 지역별 SMP를 차등 적용하게 된다. 이를 통해 동사는 수도권과 비수도권의 SMP 차이만큼 비수도권 발전사에게 적게 정산할 수 있어 구입전력비 절감이 가능하다.

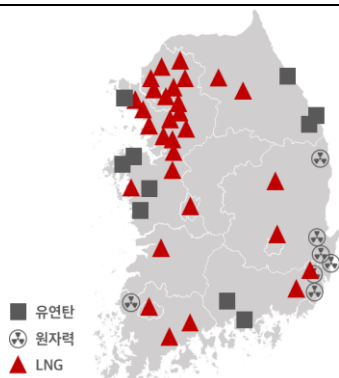
송전망 제약 → 동사 부하시간 비용부담 가중 우리나라의 전력 생산, 소비의 불일치는 점점 심화되고 있다. 이로 인해 더 많은 비수도권 생산 전력이 수도권으로 이동하는 과정에서 송전망 제약이 심화되고 있다. 일례로 수도권 - 동해안 송전망 제약은 22년 대비 24년 3배 증가했는데, 이는 발전비가 싼 원자력, 석탄발전은 동해안에 집중되고 수도권은 비싼 LNG 발전원이 밀집되어 있기 때문이다. 이로 인해 부하시간에 비수도권 발전소가 가동되지 못하고 수도권 LNG 발전소가 가동되어 동사의 비용부담이 커졌다.

이전 단일 SMP 방식, 동사 이중 비용 부담 이전 도매요금제는 동사에게 이중비용 부담을 강제했다. 육지 내 단일 SMP 하에서는 비수도권 발전사에게도 수도권 LNG 발전소와 같은 SMP가 적용되어 더 높은 가격으로 전력을 구매하면서 동사가 추가적인 비용을 이중으로 부담했기 때문이다. 최근 단일 SMP하에서의 동사의 비용 부담은 더욱 가중되고 있는데, 도표 <4-8>에서 확인할 수 있듯 시간대별 SMP의 변동이 21년 이후 심화됐고, 일평균 SMP와 시간대별 SMP의 최대 격차도 21년 5원/Wh에서 24년 15원/Wh까지 점차 커지고 있다는 것을 확인할 수 있다.

LMP 도입 시 비용 감소 효과? 연간 8,000억 구체적으로 LMP 도입 시 동사의 전력구매비 절감액은 연간 8,236억원에 이를 것으로 기대된다. 비수도권, 수도권의 평균 SMP 격차인 10원~30원/KWh의 하단인 10원과 하루 중 평일 부하시간 8시간을 가정하였다. 이를 23년 기준 비수도권 거래량에 LMP에 영향을 안받는 신재생 PPA 거래량을 뺀 나머지 거래량 368,766GWh에 대입하여 계산하였다.

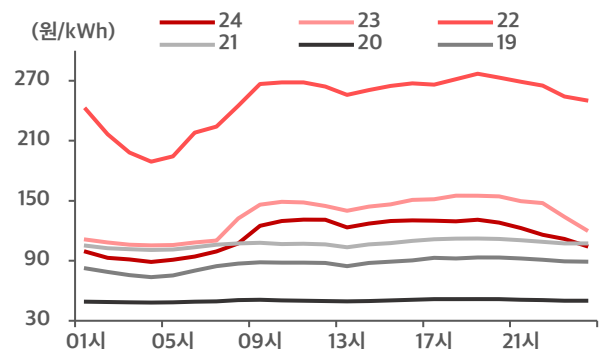
원자력 Mix 증가 → 중장기 비용 감소 가능 중장기적으로 우리나라의 발전원 중 원자력 Mix의 증가도 동사의 비용 하락으로 이어질 것이다. 최근 발표된 제 11차 전기본에서 기존 예상치였던 원전 2기가 아닌 SMR을 포함한 4기 설치를 계획한 것이나, 최근 울진 신한울 1,2호기의 종합준공과 3,4호기의 착공을 동시에 진행하는 등 현 정부의 원자력 밀어주기가 본격화되고 있는 상황이다. 원자력 구입단가가 석탄, LNG 구입단가의 각각 0.4배, 0.25배 밖에 되지 않아, 중장기적으로 원자력 발전비중의 증가는 동사의 C하방 압력으로 작용할 것이다.

도표 5-7. 국내 발전원별 발전소 입지 분포



출처: EPSIS, SMIC 1팀

도표 5-8. 19~24년 시간대별 SMP 추이



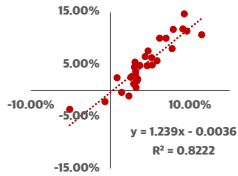
출처: EPSIS, SMIC 1팀

6. 매출추정

동사의 연결매출은 1) 한국전력공사(별도) 2) 내부거래를 제외한 자회사 부문으로 나누어 엄밀하게 추정하였다.

6.1. 한국전력공사(별도) 매출 추정

6.1.1. 전기 판매량 추정



전기 판매량의 경우 계절적 요인으로 인해 월별 전기판매량이 상이하며 한국전력의 전기요금도 용도별, 계절별로 구분되어 있기에 각 용도별, 월별 판매량을 추정하였다. 한국전력의 전력 판매 증가량은 대한민국의 GDP 성장률과 동행한다. 이에 1994년부터 2023년까지 30년 데이터를 회귀분석한 결과 전력판매 증가량과 GDP 성장률의 상관계수는 0.9로 매우 강한 상관성을 지니며, R2(결정계수)는 0.82로 적합성이 매우 높음을 확인하였다. 이에 회귀분석으로 도출한 회귀식에 IMF에서 추정한 2024, 2025, 2026년 GDP 성장률을 적용하여 전체 전기 판매량을 도출하였다.

도출한 전체 전기 판매량에 각 용도별 판매 비중을 적용하여 용도별로 분류해주었다. 과거 용도별 판매 비중 확인 결과 그 비중 변동률이 1% 내외임을 확인하였다. 이에 과거 3개년 용도별 비중의 평균을 적용하여 총 전력 판매량을 용도별로 분류해주었다. 그 결과는 다음과 같다.

전력 판매량 추정(GDP 모형)

(단위: GWh)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주택용	76,303	79,915	80,996	82,348	83,835	85,782	87,767
일반용	113,639	119,550	127,193	130,844	130,090	133,112	136,192
산업용	278,660	291,333	296,036	290,555	302,579	309,607	316,771
기타	40,668	42,632	43,708	42,218	44,307	45,337	46,386
계	509,270	533,431	547,933	545,966	560,812	573,837	587,116
연간 전력 판매량 증가율	-2.16%	4.74%	2.72%	-0.36%	2.72%	2.32%	2.31%

위와 같이 GDP 모형을 통해 추정한 결과는 과거 30년 데이터를 활용한 결과이므로 반도체클러스터와 데이터센터의 영향을 고려하지 못한다고 판단하였다. 이에 26년까지 신규 설치 예정인 반도체클러스터와 데이터센터의 전력 소비량을 추정하여 산업용 전력 판매량에 더해주었다.

반도체클러스터의 경우 산업통상자원부에서 발표한 자료에 따르면 2026년까지는 추가적인 완공 계획이 없다. 이에 따로 고려해주지 않았고, 데이터센터의 경우 데이터센터협회에 따르면 24년 16개, 25년 5개, 26년 4개 설치될 예정이다. 이들의 규모는 기존의 데이터센터보다 클 것으로 예상되지만 보수적 추정 위해 기존 데이터 센터 1개의 평균 연간 전력 소비량인 25GWh 적용하여 신규 데이터센터의 연간 전력 소비량을 구해주었다. 그 값을 산업용 전력 판매량에 추가한 결과는 다음과 같다.

전력 판매량 추정 (GDP 모형 + 데이터센터, 반도체 클러스터 반영)

(단위: GWh)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주택용	76,303	79,915	80,996	82,348	83,835	85,782	87,767
일반용	113,639	119,550	127,193	130,844	130,090	133,112	136,192
산업용	278,660	291,333	296,036	290,555	302,904	310,057	317,321
기타	40,668	42,632	43,708	42,218	44,307	45,337	46,386
계	509,270	533,431	547,933	545,966	561,137	574,287	587,666
연간 전력 판매량 증가율	-2.16%	4.74%	2.72%	-0.36%	2.72%	2.32%	2.31%

위와 같이 추정된 용도별 전력 판매량을 각 월별로 분류하였다. 과거 각 용도별 월별 전력 판매량 비율 데이터를 활용하여 분류해주었다. 각 용도별로 월별 전력 판매량 비율이 유지됨을 확인하여, 용도별로 근 3개년 비율을 평균해서 각 용도별 전력판매량에 적용해주었다. 그 결과 최종 전력판매량 추정 결과는 다음과 같다.

용도별, 월별 전력 판매량 (단위: GWh)		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주택용	1월	6,462	7,163	7,093	7,236	7,408	7,580	7,755
	2월	6,470	6,902	7,061	7,027	7,234	7,402	7,573
	3월	6,051	5,930	6,223	5,977	6,249	6,394	6,542
	4월	6,101	6,087	6,286	6,122	6,375	6,523	6,674
	5월	5,727	5,762	5,780	5,850	5,994	6,134	6,275
	6월	5,931	6,016	5,993	6,136	6,254	6,399	6,547
	7월	6,169	6,965	7,549	7,241	7,497	7,671	7,849
	8월	7,380	9,269	8,962	9,377	9,515	9,736	9,961
	9월	7,860	7,139	7,394	8,315	7,869	8,052	8,238
	10월	5,766	6,088	6,045	6,291	6,350	6,497	6,647
	11월	5,998	6,174	6,108	6,169	6,359	6,507	6,658
	12월	6,389	6,419	6,504	6,608	6,731	6,887	7,047
일반용	1월	10,980	11,417	11,519	12,948	12,359	12,646	12,939
	2월	10,490	10,728	11,733	12,035	11,880	12,156	12,437
	3월	9,115	9,089	10,165	9,983	10,071	10,304	10,543
	4월	8,361	8,646	9,389	9,317	9,425	9,644	9,867
	5월	8,066	8,307	9,002	9,177	9,123	9,335	9,551
	6월	9,070	9,249	9,978	10,163	10,125	10,360	10,600
	7월	9,832	10,681	11,827	11,607	11,753	12,026	12,304
	8월	10,795	11,957	12,768	13,102	13,032	13,335	13,643
	9월	10,303	10,262	11,061	12,095	11,501	11,769	12,041
	10월	8,165	9,082	9,430	9,630	9,701	9,926	10,156
	11월	8,563	9,060	9,263	9,631	9,636	9,860	10,088
	12월	9,899	11,071	11,058	11,157	11,483	11,750	12,022
산업용	1월	24,157	25,001	26,070	25,866	26,545	27,171	27,808
	2월	22,988	22,764	23,736	23,994	24,323	24,897	25,481
	3월	23,829	24,116	25,171	24,293	25,385	25,984	26,593
	4월	22,636	23,774	24,455	23,595	24,780	25,365	25,959
	5월	21,749	23,990	24,586	23,611	24,904	25,492	26,090
	6월	22,103	24,023	24,161	23,924	24,880	25,467	26,064
	7월	23,468	25,466	26,118	24,939	26,400	27,023	27,657
	8월	23,506	24,478	25,223	24,703	25,670	26,277	26,892
	9월	24,014	24,343	23,796	24,404	25,033	25,624	26,224
	10월	22,623	23,958	24,134	23,195	24,595	25,176	25,766
	11월	23,041	23,911	23,467	23,699	24,526	25,105	25,693
	12월	24,547	25,509	25,119	24,332	25,864	26,474	27,095
기타	1월	4,727	5,174	5,121	5,191	5,339	5,463	5,589
	2월	4,552	4,793	5,012	4,820	5,040	5,157	5,277
	3월	3,876	3,939	4,278	3,842	4,154	4,250	4,349
	4월	3,378	3,393	3,628	3,267	3,544	3,626	3,710
	5월	2,786	2,783	2,838	2,788	2,898	2,966	3,034
	6월	2,648	2,744	2,883	2,786	2,899	2,967	3,035
	7월	2,598	2,859	3,039	2,871	3,022	3,092	3,164
	8월	2,919	3,226	3,209	3,252	3,340	3,417	3,496
	9월	2,934	3,075	3,067	3,242	3,236	3,311	3,387
	10월	2,512	2,710	2,734	2,633	2,784	2,848	2,914
	11월	3,545	3,684	3,654	3,408	3,703	3,789	3,877
	12월	4,192	4,251	4,246	4,119	4,348	4,449	4,552

6.1.2. 전력 ASP 추정

전기요금의 경우 용도별, 계절별, 부하 시간대별 등 다양하게 분류된다. 이에 각 용도별, 월별 ASP 과거 데이터를 활용하여 투자포인트의 논리에 맞게 요금 인상분을 반영하여 추정하였다.

6.1.2.1. 산업용 ASP 추정

산업용 전기요금은 올해 10월 24일 9.7% 인상분을 반영하여 추정하였다. 투자포인트에서 전술하였듯 동사가 전기요금을 인상할 유인은 충분하지만, 산업용과 주택용, 일반용 스프레드가 비정상적으로 역전되어 있는 상황에서 산업용을 추가적으로 올리는 데에는 무리가 있다고 판단하였다. 이에 2025년, 2026년 추가적인 인상은 없다고 가정하였다. 그 결과는 다음과 같다.

월별 산업용 ASP												
(단위:원/kWh)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24E	173.5	173.3	152.2	152.7	151.8	172.2	177.7	175.7	152.2	164.3	187.3	190.1
25E	190.3	190.2	167.0	167.5	166.5	188.9	194.9	192.7	167.0	164.3	187.3	190.1
26E	190.3	190.2	167.0	167.5	166.5	188.9	194.9	192.7	167.0	164.3	187.3	190.1

6.1.2.2. 주택용, 일반용 ASP 추정

투자포인트에서 전술하였듯이 공급 비용이 훨씬 적은 산업용 전기요금이 일반용, 주택용보다 싸야 정상이다. 이에 산업용 전기요금 인상이 없다고 가정하여도 스프레드가 정상적인 수준으로 회귀하기 위해서는 주택용 요금과 일반용 요금을 약 25.8원/kWh를 올려야 하는 상황이지만, 주택용과 일반용 전기요금은 민생 경제와 직결되는 사안이기에 인상이 쉽지 않음을 고려하였다.

윤석열 정부의 재임 기간 22,23년 주택용, 일반용 전기요금 인상추이를 확인해보았더니 총 4회 두 요금 함께 인상하였으며 연 평균 15.85원 1회 평균 7.925원씩 인상하였음을 확인하였다. 이러한 현 정부의 인상 성향과 현재 스프레드를 종합적으로 고려하여 일반용과 주택용 모두 25년 4월, 25년 10월 8원씩 인상하였다고 가정하였다. 인상 시기는 올해 10월 인상 이후 내년 1Q에 또 인상하기는 쉽지 않고, 3Q는 전력 성수기임을 고려하여 가정하였다. 또한, 27년 3월 대선임을 고려하여 26년도 추가 인상은 없다고 보수적으로 추정하였다. 그 결과는 다음과 같다.

월별 주택용 ASP												
(단위:원/kWh)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24년	158.4	157.3	150.0	149.8	146.8	151.9	153.7	168.6	158.1	149.1	148.7	152.4
25년	158.4	157.3	150.0	157.8	154.8	159.9	161.7	176.6	166.1	165.1	164.7	168.4
26년	174.4	173.3	166.0	165.8	162.8	167.9	169.7	184.6	174.1	165.1	164.7	168.4

월별 일반용 ASP												
(단위:원/kWh)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24년	176.1	177.1	166.2	159.5	163.3	176.6	187.9	182.7	166.7	158.9	176.4	180.4
25년	176.1	177.1	166.2	167.5	171.3	184.6	195.9	190.7	174.7	174.9	192.4	196.4
26년	192.1	193.1	182.2	175.5	179.3	192.6	203.9	198.7	182.7	174.9	192.4	196.4

6.1.2.3. 기타 ASP 추정

기타 ASP는 보수적 추정 위해 추가 인상 없다고 가정하고 24년도 8월까지의 ASP와 23년 9월 ~ 12월 ASP를 flat 처리하였다.

월별 기타 ASP												
(단위:원/kWh)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24E, 25E, 26E	106.4	107.0	105.5	103.1	105.6	109.9	113.0	108.8	98.7	97.3	105.9	125.4

위와 같이 추정한 용도별, 월별 전력 판매량과 ASP를 각각 곱해주어서 전기판매 매출을 추정하였다. 한국전력공사의 전기판매 이외의 양수동력 매출, 용역 매출 등은 3% 이하로 그 영향력이 크지 않고, 따로 추정하기 쉽지 않아 보수적으로 추정하기 위해 근 3개년 average flat 하였다.

6.2. 내부거래 제외 자회사 매출

한전 자회사들의 매출은 대부분 내부거래로 소거된다. 실제로 소거되지 않는 자회사 매출은 연결 매출액의 2.7%수준이다. 따라서, 내부거래에 포함되지 않는 한전기술, 한전KPS는 직접 매출 추정을 진행하였고 나머지는 기타 해외향 매출로 묶어서 추정하였다.

6.2.1. 한국전력기술, 한전KPS 매출

보수적 추정 위해 이미 체결된 수주 기준으로 남은 계약 잔액, 완공 예정일 고려하여 월별 안분 하였다. 분량 관계상 세부 수주별 매출 추정 table은 Appx.에 첨부하였다.

6.2.2. 기타 해외향 매출

기타 해외향 매출은 대부분이 한전 홍콩을 비롯한 한국전력의 19개국 38개의 해외법인 매출이 대부분을 차지한다. 과거 매출을 살펴보면 2022년부터 유의미한 수준으로 급증하였는데, 이는 중동과 아시아에서 진행된 발전소 프로젝트가 본격적으로 가동하였기 때문으로 추정한다. 이에 보수적 추정 위해 2022,2023년 average flat 처리하였다. 최종 결과는 다음과 같다.

한전 기타 사업부 매출 (내부 거래 제외)							
단위: 백만원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
한국전력기술(주)	66,316	61,987	59,447	81,037	150,957	94,742	70,285
한전KPS(주)	320,483	296,023	351,522	326,560	355,697	355,697	355,697
기타 해외향 매출	193,101	654,990	1,895,431	1,986,303	1,940,867	1,940,867	1,940,867
계	579,900	1,013,000	2,306,400	2,393,900	2,447,521	2,391,305	2,366,848

상기 논의를 종합한 최종 연결매출 추정 Table은 다음과 같다.

한국전력 연결 매출 추정							
(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	58,569	60,674	71,258	88,220	96,256	103,780	107,895
YOY(%)	-	3.6%	17.4%	23.8%	9.1%	7.8%	4.0%
한국전력공사(별도)	57,989	59,661	68,952	85,826	93,808	101,389	105,528
% of Sales	99.0%	98.3%	96.8%	97.3%	97.5%	97.7%	97.8%
전기 판매							
주택용	8,233	8,723	9,826	12,332	12,952	13,927	14,964
% of 별도 매출 Sales	14.2%	14.6%	14.3%	14.4%	13.8%	13.7%	14.2%
일반용	14,955	15,358	17,692	22,173	22,555	24,115	25,792
% of 별도 매출 Sales	25.8%	25.7%	25.7%	25.8%	24.0%	23.8%	24.4%
산업용	29,915	30,731	35,127	44,662	51,096	56,031	57,343
% of 별도 매출 Sales	51.6%	51.5%	50.9%	52.0%	54.5%	55.3%	54.3%
기타 전력	2,816	2,860	3,384	4,259	4,769	4,879	4,992
% of 별도 매출 Sales	4.9%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	4.8%	4.7%
기타							
양수동력 매출, 사내 소비 전력 판매	335	329	1,267	632	743	743	743
% of 별도 매출 Sales	0.6%	0.6%	1.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
용역	1,736	1,660	1,655	1,768	1,694	1,694	1,694
% of 별도 매출 Sales	3.0%	2.8%	2.4%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%
내부거래 제외 자회사 매출	580	1,013	2,306	2,394	2,448	2,391	2,367
% of Sales	1.0%	1.7%	3.2%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%
한국전력기술(주)	66	62	59	81	151	95	70
한전KPS(주)	320	296	352	327	356	356	356
기타 해외향 매출	193	655	1,895	1,986	1,941	1,941	1,941

Valuation - Historical PBR Method

5.1. 매출원가 및 판매비 추정

연결 매출원가 및 판매비와 관리비								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
총 매출액	58,570	60,674	71,258	88,219	43,766	96,256	103,780	107,895
YoY(%)	-1.02%	3.59%	17.44%	23.80%	-	9.11%	7.82%	3.96%
매출원가	51,804	63,644	100,904	89,700	39,764	84,347	83,638	85,397
매출원가율	88.45%	104.90%	141.60%	101.68%	90.85%	87.63%	80.59%	79.15%
GPM(%)	11.55%	-4.90%	-41.60%	-1.68%	9.15%	12.37%	19.41%	20.85%
원재료비	13,545	18,660	34,833	27,136	10,110	21,517	21,049	20,881
% of sales	23.13%	30.76%	48.88%	30.76%	23.10%	22.35%	20.28%	19.35%
구입전력비	15,725	21,619	41,985	38,304	17,173	35,761	34,840	35,623
% of sales	26.85%	35.63%	58.92%	43.42%	39.24%	37.15%	33.57%	33.02%
인건비	4,641	4,765	4,835	4,787	2,485	4,865	4,889	4,920
% of sales	7.92%	7.85%	6.78%	5.43%	5.68%	5.05%	4.71%	4.56%
복리후생비	484	570	540	542	257	554	557	561
% of sales	0.83%	0.94%	0.76%	0.61%	0.59%	0.58%	0.54%	0.52%
감가상각비	11,151	11,552	12,056	12,623	6,824	14,465	15,478	16,408
% of sales	19.04%	19.04%	16.92%	14.31%	15.59%	15.03%	14.91%	15.21%
지급수수료	376	307	352	341	206	411	376	394
% of sales	0.64%	0.51%	0.49%	0.39%	0.47%	0.43%	0.36%	0.37%
임차료	191	194	186	162	77	194	178	186
% of sales	0.33%	0.32%	0.26%	0.18%	0.18%	0.20%	0.17%	0.17%
세금과공과	492	529	554	575	365	731	731	731
% of sales	0.84%	0.87%	0.78%	0.65%	0.84%	0.76%	0.70%	0.68%
수선비	2,466	2,495	2,587	2,620	1,436	2,873	2,746	2,810
% of sales	4.21%	4.11%	3.63%	2.97%	3.28%	2.98%	2.65%	2.60%
기타비용	2,732	2,952	2,976	2,609	830	2,976	2,792	2,884
% of sales	4.67%	4.87%	4.18%	2.96%	1.90%	3.09%	2.69%	2.67%
판매비와관리비	2,678	2,876	3,009	3,062	1,453	3,339	3,365	3,420
판매비율(%)	4.57%	4.74%	4.22%	3.47%	3.32%	3.47%	3.24%	3.17%
OPM(%)	6.98%	-9.64%	-45.83%	-5.15%	5.83%	8.90%	16.17%	17.68%
인건비	1,199	1,234	1,252	1,188	603	1,242	1,248	1,257
% of sales	2.05%	2.03%	1.76%	1.35%	1.38%	1.29%	1.20%	1.16%
복리후생비	155	156	156	153	65	288	308	327
% of sales	0.26%	0.26%	0.22%	0.17%	0.15%	0.30%	0.30%	0.30%
감가상각비	218	219	245	242	115	288	308	327
% of sales	0.37%	0.36%	0.34%	0.27%	0.26%	0.30%	0.30%	0.30%
지급수수료	368	410	420	461	207	441	451	446
% of sales	0.63%	0.68%	0.59%	0.52%	0.47%	0.46%	0.43%	0.41%
세금과공과	63	93	122	112	87	173	143	158
% of sales	0.11%	0.15%	0.17%	0.13%	0.20%	0.18%	0.14%	0.15%
수선비	79	123	152	154	69	154	154	154
% of sales	0.14%	0.20%	0.21%	0.17%	0.16%	0.16%	0.15%	0.14%
경상개발비	197	214	214	217	84	217	217	217
% of sales	0.34%	0.35%	0.30%	0.25%	0.19%	0.23%	0.21%	0.20%
기타비용	398	426	448	535	224	535	535	535
% of sales	0.68%	0.70%	0.63%	0.61%	0.51%	0.56%	0.52%	0.50%

금액적 중요성을 띠며 합리적 추정이 가능한 원재료비, 구입전력비, 인건비, 감가상각비는 별도 추정하였다. 이외 계정은 매출 성장 시기 금액 기준 avg와 flat을 적용하여 추정하였다.

5.1.1. 원재료비 및 구입전력비 추정

원재료비 계정은 동사가 발전자회사로부터 구입한 전력의 발전비용에 해당하며 구입전력비의 경우 동사가 민간발전사로부터 구입한 전력의 구입비용에 해당한다. 따라서 원재료비 계정의 경우 발전자회사의 발전 연료비 추이를, 구입전력비의 경우 전력구입 단가의 추이를 반영하였다.

원재료비 추정							
(단위: 십억 원, GWh, kWh)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
원재료비 추정	13,610	18,160	33,073	25,220	21,517	21,049	20,881
한국수력원자력 원재료비	1,127	955	821	875	875	896	896
발전량(GWh)	156,706	154,862	172,345	176,584	176,584	180,823	180,823
(원/kWh)	7.19	6.16	4.76	4.96	4.96	4.96	4.96
한국남동발전 원재료비	2,719	3,198	5,970	4,090	3,217	3,127	3,102
발전량(GWh)	48,649	43,851	42,177	38,426	39,881	38,763	38,447
(원/kWh)	55.89	72.93	141.55	106.44	80.68	80.68	80.68
한국중부발전 원재료비	2,642	3,404	6,660	5,669	4,073	3,959	3,926
발전량(GWh)	46,265	46,203	44,875	45,104	42,151	40,969	40,635
(원/kWh)	57.12	73.68	148.42	125.69	96.63	96.63	96.63
한국서부발전 원재료비	2,143	3,409	6,482	4,966	3,624	3,522	3,493
발전량(GWh)	37,642	44,511	41,293	39,500	37,602	36,548	36,249
(원/kWh)	56.94	76.59	156.99	125.72	96.37	96.37	96.37
한국남부발전 원재료비	2,570	4,051	7,768	5,547	4,597	4,469	4,432
발전량(GWh)	41,389	48,650	49,592	38,084	40,890	39,744	39,420
(원/kWh)	62.08	83.26	156.65	145.66	112.43	112.43	112.43
한국동서발전 원재료비	2,408	3,143	5,371	4,073	3,292	3,200	3,174
발전량(GWh)	42,976	41,581	37,468	34,050	35,926	34,919	34,634
(원/kWh)	56.03	75.59	143.34	119.61	91.65	91.65	91.65
기타 원재료비 조정	(65)	500	1,760	1,915	1,838	1,876	1,857

원재료비의 경우 동사의 발전자회사들의 발전량, 발전단가, 발전원 비중을 이용하여 추정하였다. 발전자회사들의 경우 유연탄과 LNG가 주 발전원이며 발전원 비중은 상이다. 23년 대비 24년 10월까지 유연탄, LNG의 평균 연료비 단가가 각각 -24%, -21% 하락하였음을 24년에 반영하였으며 지속적인 하락 추세에 있으나 보수적 추정을 위해 25년, 26년 flat으로 반영하였다.

동사의 구입전력비는 전력구입단가를 민간 발전사들로부터 구입한 발전량에 곱하여 추정하였다. 동사의 전력구입단가는 LNG수입단가에서 출발하여 SMP로 이어지며 SMP에 발전원별 정산조정 계수를 반영하여 최종 결정된다. 투자포인트2.에서 전술하였듯 지정학적인 LNG 공급과 수요측면에서 상황적 유사성을 반영할 수 있는 17년의 LNG 공급단가를 25년, 26년 전력구입단가 추정에 반영하였으며 24년은 9월까지 실적치를, 10월부터 12월까지는 flat으로 반영하였다.

25E 평균 전력구입단가는 24E 대비 약 -8% 하락한 수치로 최근 지속적인 하락 기조가 유지된다는 점, 근 2개년 간 평균 전력구입단가가 각각 YoY -59%, -15%를 기록했다는 점을 고려하였을 때 무리한 추정치가 아니라고 판단하였다.

전력구입단가 추정													
(단위: 원/kWh)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	avg
24E	146	127	142	134	134	134	140	154	147	147	147	147	141
25E	129	130	127	127	135	127	127	133	131	132	125	134	130
26E	129	130	127	127	135	127	127	133	131	132	125	134	130

한국전력공사 구입 전력비 추정														
(단위: GWh, 십억 원)	2020		2021		2022		2023		2024E		2025E		2026E	
구분	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비	구입량	구입전력비
구입전력비	529,607	45,477	554,524	56,878	571,795	92,703	566,107	82,036	582,495	82,894	595,646	80,850	609,024	82,588
RPS 및 ETS 관련 비용	-	2,562	-	4,006	-	3,977	-	3,372	-	3,479	-	3,479	-	3,479
총 구입전력	529,607	42,914	554,524	52,872	571,795	88,726	566,107	78,664	582,495	79,415	595,646	77,371	609,024	79,108
발전 자회사 구입전력	373,627	29,075	379,658	33,207	387,750	49,274	371,748	42,797	373,033	43,654	371,765	42,530	370,207	43,485
비중(%)	70.55%	67.75%	68.47%	62.81%	67.81%	55.53%	65.67%	54.40%	64.04%	54.97%	62.41%	54.97%	60.79%	54.97%
전력구매 단가(원/kWh)	78	78	87	127	115	115	115	117	117	117	114	114	117	117
RPS 및 ETS 관련 비용	676	676	2,052	2,052	1,445	1,445	935	935	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277	1,277
민간발전사 구입전력	155,980	13,839	174,866	19,665	184,045	39,453	194,359	35,867	209,462	35,761	223,881	34,840	238,817	35,623
비중(%)	29.45%	32.25%	31.53%	37.19%	32.19%	44.47%	34.33%	45.60%	35.96%	45.03%	37.59%	45.03%	39.21%	45.03%
전력구매 단가(원/kWh)	89	89	112	112	214	214	185	185	171	171	156	156	149	149
RPS 및 ETS 관련 비용	1,886	1,886	1,954	1,954	2,532	2,532	2,437	2,437	2,202	2,202	2,202	2,202	2,202	2,202

5.1.2. 인건비 추정

동사는 23년 5월 488명에 대한 감축계획 발표를 시작으로 희망퇴직 실시, 신입사원 모집 최소화 등의 방법을 계획하고 있다. 26년까지 운영인력 700명 추가 감축 계획을 연평균 감축으로 반영하였다. 상세한 추정 테이블은 Appx.에 첨부하였다.

5.1.3. 감가상각비 추정

연결 유형자산상각비 추정(=A+B) 안분

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	10,967	11,369	11,771	12,301	12,865	14,754	15,787	16,735
건물	815	870	884	901	933	1,043	1,127	1,205
구축물	2,390	2,304	2,573	2,668	2,819	3,275	3,539	3,786
기계장치	5,435	5,509	5,742	5,731	6,045	7,503	8,258	8,953
선박	0	0	0	1	2	2	2	2
차량운반구	31	33	38	41	40	40	44	48
집기와비품	199	186	184	205	205	210	231	252
공구와기구	87	83	82	78	78	80	87	94
복구추정자산	627	820	845	1,134	1,251	1,082	961	841
사용권자산	581	586	559	509	537	509	469	428
기타유형자산	801	984	869	1,036	959	1,011	1,069	1,126
매출원가 중 유형자산 상각비	10,734	11,151	11,552	12,056	12,623	14,465	15,478	16,408
비중 (%)	97.88%	98.08%	98.14%	98.01%	98.12%	98.05%	98.05%	98.05%
판관비 중 유형자산 상각비	233	218	219	245	242	288	308	327
비중 (%)	2.12%	1.92%	1.86%	1.99%	1.88%	1.95%	1.95%	1.95%

유형자산상각비의 경우 (A) 현재 취득한 자산의 유형자산상각비에, (B) 향후 추가 CapEx 집행으로 발생하는 유형자산상각비를 더해 추정하였다. (A) 기취득 자산의 유형자산상각비는 유형자산 별 평균 내용연수를 추정하여 23년 기말 장부가액에 반영하는 방식으로 상각비를 추정하였다.

(B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비는 동사가 발표한 전력 그룹사 투자비 집행계획을 반영하여 추정하였다. 동사의 투자 계획은 송배전, 원자력, 화력발전, 재생에너지, 기타부문으로 구성되어 있으며 24년 약 28조 원, 25년 약 20조 원의 투자계획이 있다. 동사의 CapEx 집행계획을 건설중인 자산 취득에 반영한 후 건물, 구축물, 기계장치의 연도별 대체 비율을 추정하여 (B) CapEx로 발생하는 유형자산 상각비에 반영하였다. 자세한 추정내역은 Appx.에 첨부하였다.

5.2. 영업외손익 추정

연결 영업외손익 추정

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타손익	(431)	10	124	415	297	185	185	185
유형자산관련손익	(62)	(142)	(40)	146	(83)	(36)	(36)	(36)
무형자산관련손익	(514)	(2)	(0)	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)
임대료수익	191	194	204	208	211	202	202	202
기타충당부채 손익	9	8	13	14	74	23	23	23
보상 및 배상금수익	113	83	104	90	94	97	97	97
기부금	(65)	(317)	(152)	(131)	(170)	(167)	(167)	(167)
잡손익	(103)	187	(5)	88	173	68	68	68
금융손익	(1,772)	(1,386)	(1,843)	(2,913)	(3,922)	(4,332)	(4,397)	(4,484)
이자손익	(1,779)	(1,753)	(1,693)	(2,478)	(4,022)	(4,142)	(4,207)	(4,294)
파생상품관련손익	404	(390)	907	449	324	386	386	386
외화관련손익	(412)	736	(1,081)	(861)	(394)	(628)	(628)	(628)
배당금수익	14	7	11	29	26	27	27	27
기타금융손익	0	14	13	(52)	144	24	24	24

영업외손익의 경우 대응되는 계정을 상계하여 손익개념으로 추정하였다. 동사에게 있어 영업외 손익의 주안점은 이자비용으로 동사의 주요자회사의 경우를 각각 구분하여 추정하였다. 기획재정부의 24-28년 공공기관 중장기 재무계획을 바탕으로 동사의 부채 증감계획과 주요 자회사의 평균적인 부채증감 계획을 반영하였다. 자세한 추정 테이블은 Appx.에 첨부하였다.

5.3. 최종 추정손익계산서

법인세율과 지배지분귀속 당기순이익의 경우 근 5개년 중 흑자가 발생한 20년의 경우를 반영하여 최종 추정하였다. 상기 논의를 종합한 연결기준 추정손익계산서는 다음과 같다.

연결 포괄손익계산서								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
수익(매출액)	58,570	60,674	71,258	88,219	43,766	96,256	103,780	107,895
YoY(%)	-1.02%	3.59%	17.44%	23.80%	-	9.11%	7.82%	3.96%
매출원가	51,804	63,644	100,904	89,700	39,764	84,347	83,638	85,397
매출총이익(손실)	6,766	(2,971)	(29,646)	(1,480)	4,003	11,909	20,142	22,498
GPM(%)	11.55%	-4.90%	-41.60%	-1.68%	9.15%	12.37%	19.41%	20.85%
판매비와관리비	2,678	2,876	3,009	3,062	1,453	3,339	3,365	3,420
영업이익(손실)	4,087	(5,846)	(32,655)	(4,542)	1,299	8,570	16,778	19,077
OPM(%)	6.98%	-9.64%	-45.83%	-5.15%	2.97%	8.90%	16.17%	17.68%
기타손익(손실)	10	124	415	297	107	185	185	185
금융손익(손실)	(1,386)	(1,843)	(2,913)	(3,922)	(2,070)	(4,332)	(4,397)	(4,484)
관계기업 관련이익(손실)	281	495	1,310	613	500	557	557	557
법인세비용차감전순이익(손실)	2,993	(7,072)	(33,844)	(7,554)	1,087	4,980	13,122	15,336
법인세비용(수익)	899	(1,856)	(9,415)	(2,838)	376	1,496	3,942	4,607
당기순이익(손실)	2,094	(5,216)	(24,429)	(4,716)	710	3,484	9,180	10,729
지배지분귀속	1,992	(5,030)	(24,467)	(4,823)	627	3,315	8,734	10,208
비지배지분귀속	102	(185)	38	106	84	169	446	521
NPM(%)	3.40%	-8.29%	-34.34%	-5.47%	1.43%	3.62%	8.85%	9.94%
가중평균자본	66,539	52,163	52,163	38,195	37,052	37,587	44,247	54,936
ROE(%)	2.99%	-9.64%	-46.90%	-12.63%	1.69%	8.82%	19.74%	18.58%

5.4. Valuation - Historical PBR Method

동사는 막대한 설비를 필요로 하는 발전과 송배전을 모두 영위하는 기업으로 총 자산대비 유형 자산의 비중이 76%에 달할 정도로 발전 및 송배전 설비가 이익에 관여하는 정도가 크다. 동사는 대표적인 배당주로 인식되어 왔으며 적정 수준의 수익성을 바탕으로 한 안정적인 배당 여부가 주요하게 작용하는 기업으로 ROE가 무엇보다 중요한 지표로 작용하기에 이를 모두 반영할 수 있는 PBR Method를 통한 기업가치 평가가 적절하다고 판단한다.

5.4.1. Target Multiple 선정 및 최종 Valuation

동사의 Target Multiple로 11년-17년의 PBR-ROE 회귀식에 25년 추정 ROE를 대입한 적정 PBR 0.49x를 제시한다.

본 보고서의 투자전략과 투자포인트의 논의를 모두 반영하기 위한 조건은 1) 별도 기준 턴어라운드 이후 배당 재개와 2) P-C 스프레드 확대에 의한 이익 구간으로의 진입이다. 또한 대표적인 배당주로 인식되어 왔던 동사에게는 있어 양의 값을 갖는 ROE 하에서 배당이 가시화되고 이가 주가에 반영되는 선후관계가 존재한다. 따라서 위 두 조건은 ROE가 동사의 밸류에이션에 유의미한 지표로 작용하기 위한 필수적인 조건이기도 하다.

동사의 11년-17년은 배당재개와 이익구간으로의 진입, 두 조건이 모두 반영된 동시에 ROE와 PBR Multiple이 유의미한 상관관계를 보인다. 11년, 12년 적자 상태였던 동사는 13년 별도 기준 흑자 전환에 성공함과 동시에 곧바로 배당을 재개하였다. 이는 근 3개년 적자를 기록하고 25년 별도 기준 턴어라운드 성공함과 동시에 배당재개가 시작될 동사와 매우 유사한 상황이다.

이익구간으로의 돌입 측면에서도 상황적 유사성을 확인할 수 있다. 11년-17년 시기에서는 13년 턴어라운드 이후에도 14년 5.2%, 15년 22%, 수준의 ROE를 기록하며 5년간의 이익 구간이 지속되었다. 현재의 동사도 전례 없는 P-C스프레드 확대에 따른 이익구간을 맞이할 예정이다.

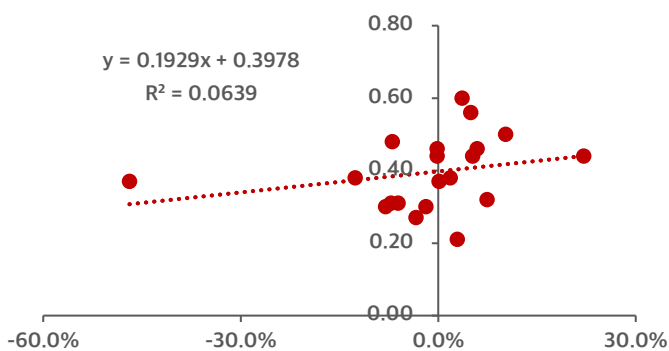
배당이 시작되고 이익이 지속됨에 따라 ROE와 PBR Multiple은 11년-18년 시계열에서 유의미한 상관관계를 보임 [도표 6-1]에서 확인할 수 있다. 동사가 근 20년간의 PBR-ROE 관계식에서 유의미한 상관관계를 보이지 못함을 고려할 때 특정 시계열에서 유의미한 상관관계를 보이는 것은 의미하는 바가 크다. 11년-17년과 현재 동사의 상황적 유사성을 고려할 때 해당시기의 PBR-ROE 관계식을 이용하여 Target PBR Multiple을 도출하는 것은 적절하다고 판단하였다.

5.4.2. 최종 Valuation 및 투자 의견

Valuation - Historical PBR Method	
지배지분 기말자본 (십억 원)	49,267
유통주식수 (주)	641,964,077
2025E BPS (원)	76,744
Target PBR Multiple	0.49x
목표주가 (원)	37,630
현재주가 (원)	23,050
상승여력	63.25%

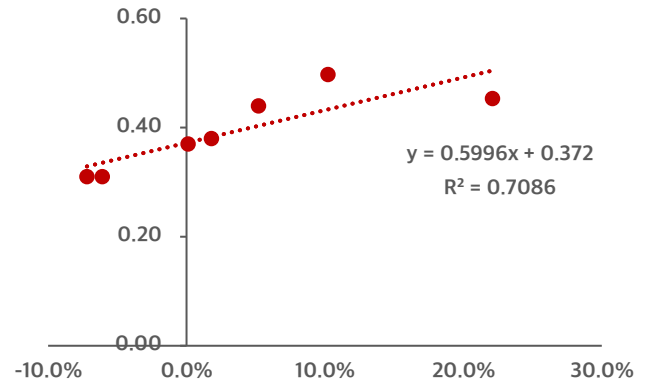
2025E BPS 76,744원에 Target Multiple 0.49x를 적용한 목표주가 37,630원, 상승여력 63.25%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

도표 4-1. 동사 근 20년 PBR-ROE 회귀식



출처: Dataguide, SMIC 1팀

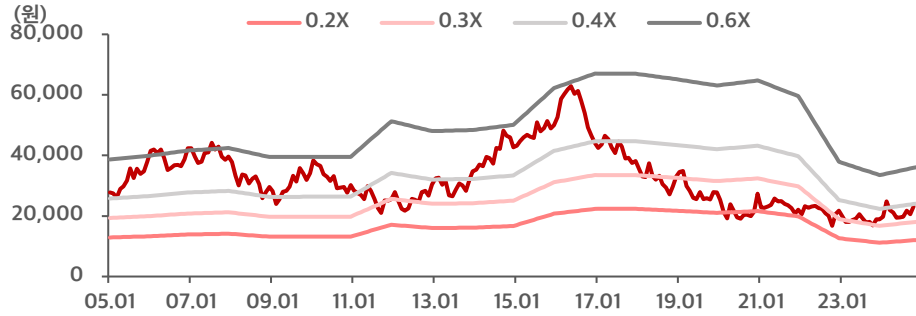
도표 4-2. 11-18년 PBR-ROE 회귀식



출처: Dataguide, SMIC 1팀

Appendix.

Appx 1. 동사 TTM PER Band



Appx 2. 연결 기준 인건비 추정

인건비 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
인건비 총액	5,840,633	5,999,072	6,086,829	5,975,468	6,107,420	6,137,373	6,177,055
YoY (%)		2.71%	1.46%	-1.83%	2.21%	0.49%	0.65%
본사 보수총액	1,976,567	1,976,974	1,966,168	1,824,565	1,890,425	1,871,332	1,852,243
이사, 감사 보수총액	1,690	1,627	1,503	1,182	1,182	1,343	1,343
미등기 임원 보수총액	926	939	859	849	854	893	933
본사 종업원 수	23,551	23,414	23,694	23,138	22,904	22,670	22,438
YoY (%)		-0.58%	1.20%	-2.35%	-1.01%	-1.02%	-1.02%
본사 인당 급여	84	84	83	79	82	82	82
자회사 보수총액	3,864,066	4,022,098	4,120,661	4,150,903	4,216,995	4,266,041	4,324,812
YoY (%)		4.09%	2.45%	0.73%	1.59%	1.16%	1.38%
매출원가	4,641,483	4,764,757	4,834,711	4,787,475	4,865,024	4,888,884	4,920,494
% of 인건비	79.47%	79.42%	79.43%	80.12%	79.66%	79.66%	79.66%
판매비와 관리비	1,199,150	1,234,315	1,252,118	1,187,993	1,242,396	1,248,489	1,256,561
% of 인건비	20.53%	20.58%	20.57%	19.88%	20.34%	20.34%	20.34%

Appx 3. 연결 기준 이자손익 추정

연결 이자부부채								
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
이자비용	2,047	1,995	1,914	2,819	4,452	4,488	4,526	4,612
매입채무및기타채무	13,615	12,737	14,150	17,622	14,072	14,027	14,062	14,242
한국전력	8,103	7,844	10,073	12,929	10,636	10,487	10,487	10,487
자회사	5,512	4,893	4,077	4,693	3,436	3,541	3,576	3,755
이자비용	652	630	598	676	815	722	722	728
유효이자율(%)	-	4.78%	4.45%	4.26%	5.14%	5.14%	5.14%	5.14%
차입금	4,705	5,117	6,648	15,420	19,840	20,711	24,744	25,316
한국전력	1,181	1,177	2,415	10,803	15,600	15,039	19,016	19,301
자회사	3,524	3,940	4,233	4,617	4,240	5,672	5,728	6,015
이자비용	163	148	158	349	784	902	1,011	1,113
유효이자율(%)	-	3.01%	2.68%	3.17%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%
사채	63,172	64,607	73,882	105,185	113,792	110,985	109,985	110,672
한국전력	30,119	29,920	36,734	66,045	73,960	70,206	68,802	67,426
자회사	33,053	34,687	37,147	39,140	39,832	40,779	41,183	43,246
이자비용	1,828	1,805	1,729	2,389	3,635	3,731	3,668	3,663
유효이자율(%)	-	2.83%	2.50%	2.67%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%
자본화된 이자원가	(596)	(587)	(570)	(596)	(782)	(867)	(874)	(891)
자본화 비율(%)	-22.55%	-22.75%	-22.94%	-17.44%	-14.94%	-16.19%	-16.19%	-16.19%

Appx 4. 연결 기준 감가상각비 추정

연결 기준 (A) 기취득자산의 유형자산상각비 추정								
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	10,967	11,369	11,771	12,301	12,865	12,175	10,794	9,414
건물	(815)	(870)	(884)	(901)	(933)	888	828	769
건축물	(2,390)	(2,304)	(2,573)	(2,668)	(2,819)	2,818	2,662	2,505
기계장치	(5,435)	(5,509)	(5,742)	(5,731)	(6,045)	5,966	5,303	4,641
선박	(0)	(0)	(0)	(1)	(2)	2	2	2
차량운반구	(31)	(33)	(38)	(41)	(40)	27	18	9
집기와비품	(199)	(186)	(184)	(205)	(205)	142	94	47
공구와기구	(87)	(83)	(82)	(78)	(78)	55	37	18
복구추정자산	(627)	(820)	(845)	(1,134)	(1,251)	1,082	961	841
사용권자산	(581)	(586)	(559)	(509)	(537)	481	412	343
기타유형자산	(801)	(984)	(869)	(1,036)	(959)	716	477	239

연결 기준 (B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비 추정								
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	-	-	-	-	-	2,579	4,992	7,321
건물	-	-	-	-	-	155	299	436
건축물	-	-	-	-	-	456	877	1,280
기계장치	-	-	-	-	-	1,536	2,955	4,313
선박	-	-	-	-	-	-	-	-
차량운반구	-	-	-	-	-	13	26	39
집기와비품	-	-	-	-	-	68	136	204
공구와기구	-	-	-	-	-	25	51	76
복구추정자산	-	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산	-	-	-	-	-	28	57	85
기타유형자산	-	-	-	-	-	296	592	887

Appx 5. 별도 기준 매출 및 비용 추정 내역

별도 기준 매출 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	57,989	59,661	68,952	85,826	93,808	102,599	105,528
주택용	8,233	8,723	9,826	12,332	12,952	14,402	14,964
일반용	14,955	15,358	17,692	22,173	22,555	24,851	25,792
산업용	29,915	30,731	35,127	44,662	51,096	56,031	57,343
농사용 + 교육용 + 가로등 + 심야전력	2,816	2,860	3,384	4,259	4,769	4,879	4,992
기타	335	329	1,267	632	743	743	743
용역	1,736	1,660	1,655	1,768	1,694	1,694	1,694

별도 기준 영업외손익 추정								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
기타손익	261	181	285	350	130	260	246	246
유형자산관련손익	42	12	117	17	54	108	23	23
임대료수익	176	180	184	191	96	192	183	183
기타충당부채의 환입	8	6	4	79	22	44	24	24
보상 및 배상금수익	35	28	49	29	23	46	35	35
기부금	(47)	(68)	(37)	(74)	(115)	(230)	(57)	(57)
잡손익	48	24	(33)	109	50	100	37	37
금융손익	(336)	(194)	(967)	675	(1,203)	(2,612)	(2,515)	(1,665)
이자손익	(690)	(642)	(1,354)	(2,735)	(1,404)	(2,907)	(2,899)	(2,050)
파생상품관련손익	(86)	152	(62)	19	548	6	6	6
외화관련손익	(169)	(104)	21	(74)	(511)	(82)	(82)	(82)
배당금수익	327	454	428	3,463	172	403	403	403
기타금융손익	281	(54)	(0)	0	(8)	(32)	57	57

*22년 발행, 25년 이내 만기가 도래하는 회사채 24.8조 원의 가중평균이자율이 유효이자율보다 높아 만기가 도래하는 26년에 유효이자율이 낮아질 것으로 반영함.

별도 기준 유형자산상각비 추정(=A+B) 안분								
(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유형자산상각비	(3,738)	(3,770)	(3,924)	(4,075)	(4,198)	4,574	5,115	5,690
건물	(174)	(178)	(189)	(191)	(190)	205	227	252
건축물	(1,868)	(1,915)	(2,026)	(2,109)	(2,185)	2,357	2,564	2,787
기계장치	(1,459)	(1,482)	(1,535)	(1,605)	(1,653)	1,809	2,070	2,350
선박	-	-	-	(1)	(2)	2	2	2
차량운반구	(18)	(14)	(14)	(15)	(16)	21	28	36
집기와비품	(66)	(53)	(46)	(54)	(47)	75	104	133
공구와기구	(21)	(14)	(13)	(13)	(11)	12	16	19
복구추정자산	(3)	(10)	(6)	(6)	(6)	-	-	-
사용권자산	(129)	(105)	(97)	(82)	(89)	94	103	113
기타유형자산	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-
매출원가 중 유형자산 상각비	3,635	3,686	3,832	3,977	4,096	4,463	4,991	5,552
비중(%)	97.25%	97.76%	97.66%	97.61%	97.57%	97.57%	97.57%	97.57%
판매비 중 유형자산 상각비	103	84	92	97	102	111	124	138
비중(%)	2.75%	2.24%	2.34%	2.39%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%

별도 매출원가 및 판매비와 관리비								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
총 매출액	57,989	59,661	68,952	85,826	42,994	93,808	99,678	101,945
YoY(%)	-1.60%	2.88%	15.57%	24.47%	-	9.30%	6.26%	2.27%
매출원가	53,396	65,149	100,883	90,338	40,874	91,568	89,445	92,322
매출원가율	92.08%	109.20%	146.31%	105.26%	95.07%	97.61%	89.73%	90.56%
GPM(%)	7.92%	-9.20%	-46.31%	-5.26%	4.93%	2.39%	10.27%	9.44%
구입전력비	45,477	56,878	92,703	82,036	37,088	82,894	80,258	82,588
% of sales	78.42%	95.34%	134.45%	95.58%	86.26%	88.37%	80.52%	81.01%
인건비	1,406	1,421	1,405	1,335	707	1,333	1,320	1,307
% of sales	2.42%	2.38%	2.04%	1.56%	1.64%	1.42%	1.32%	1.28%
복리후생비	130	179	145	138	57	137	136	134
% of sales	0.22%	0.30%	0.21%	0.16%	0.13%	0.15%	0.14%	0.13%
감가상각비	3,686	3,832	3,977	4,096	2,082	4,463	4,991	5,552
% of sales	6.36%	6.42%	5.77%	4.77%	4.84%	4.76%	5.01%	5.45%
지급수수료	132	109	108	105	50	107	107	107
% of sales	0.23%	0.18%	0.16%	0.12%	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%
임차료	112	106	109	111	53	109	109	109
% of sales	0.19%	0.18%	0.16%	0.13%	0.12%	0.12%	0.11%	0.11%
수선비	1,141	1,226	1,282	1,288	514	1,265	1,265	1,265
% of sales	1.97%	2.06%	1.86%	1.50%	1.19%	1.35%	1.27%	1.24%
기타비용	1,313	1,397	1,154	1,228	324	1,260	1,260	1,260
% of sales	2.26%	2.34%	1.67%	1.43%	0.75%	1.34%	1.26%	1.24%
판매비와관리비	1,808	1,937	1,977	1,991	951	1,965	1,971	1,979
판매비율(%)	3.12%	3.25%	2.87%	2.32%	2.21%	2.09%	1.98%	1.94%
OPM(%)	4.80%	-12.45%	-49.18%	-7.58%	2.72%	0.29%	8.29%	7.50%
인건비	552	556	530	530	286	519	513	507
% of sales	0.95%	0.93%	0.77%	0.62%	0.67%	0.55%	0.51%	0.50%
복리후생비	81	96	89	83	32	82	81	80
% of sales	0.14%	0.16%	0.13%	0.10%	0.07%	0.09%	0.08%	0.08%
감가상각비	84	92	97	102	45	111	124	138
% of sales	0.15%	0.15%	0.14%	0.12%	0.10%	0.12%	0.12%	0.14%
지급수수료	707	742	787	778	351	769	769	769
% of sales	1.22%	1.24%	1.14%	0.91%	0.82%	0.82%	0.77%	0.75%
세금과공과	39	52	56	51	52	53	53	53
% of sales	0.07%	0.09%	0.08%	0.06%	0.12%	0.08%	0.08%	0.08%
수선비	113	132	157	153	59	155	155	155
% of sales	0.19%	0.22%	0.23%	0.18%	0.14%	0.17%	0.16%	0.15%
경상개발비	36	45	48	50	15	49	49	49
% of sales	0.06%	0.08%	0.07%	0.06%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%
기타비용	196	222	214	244	110	227	227	227
% of sales	0.34%	0.37%	0.31%	0.28%	0.26%	0.24%	0.23%	0.22%

Appx 6. 주요 자회사 매출 추정

한전기술(내부거래 제거 매출 추정)								2024E	2025E	2026E	
(단위: 억원)	구분	발주처	사업명	최초계약일	종료일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	매출액	매출액	매출액
원자력	Nawah Energy Company	Barakah	가동원전 LTEA(장기엔지니어링지원)용역	2018.01.23	2031.01.22	3,400	328	3,072	434	434	434
	MOMENTUM		ITER CMA(건설사업관리) 용역	2016.06.24	2026.08.24	270	205	65	24	24	16
원자로	두산중공업		신한울1,2호기 원자로계통설계용역	2009.07.31	2024.04.30	1,369	1,329	40	40	-	-
			UAE원전 원자로계통설계용역 (계약기간 변경 협의중)	2010.06.30	2020.12.31	1,837	1,836	1	1	-	-
			새울3,4호기(구 신고리 5,6호기) 원자로계통설계용역	2014.08.28	2025.10.31	1,847	1,584	263	143	120	-
			신한울3,4호기 원자로계통설계사업	2023.03.29	2033.10.31	1,651	215	1,436	146	146	146
	Nawah Energy Company	Barakah	가동원전 LTEA(장기 엔지니어링 지원) 용역	2018.01.23	2031.01.22	900	143	757	107	107	107
에너지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
신사업	삼척블루파워 주식회사	삼척블루파워	1,2호기 석탄화력발전소건설사업기술지원용역	2013.06.07	2024.07.31	380	331	49	49	-	-
	삼성물산(주)		강릉안인화력 1,2호기 종합설계기술용역	2014.09.19	2024.07.30	1,045	1,044	1	1	-	-
	제주한림해상풍력 주식회사	제주한림해상풍력	발전소 설계·구매·시공(EPC)계약	2019.12.11	2025.02.28	2,021	1,777	244	209	35	-
	논산바이오에너지 주식회사	논산 바이오매스	발전사업 건설공사	2021.03.24	지연중	745	-	745	-	-	-
	(주)한주		가스복합 열병합발전 사업 EPC공사	2021.05.07	2024.06.30	683	651	32	32	-	-
	경주클린에너지주식회사	왕신	연료전지 발전사업 건설공사	2022.11.18	지연중	1,997	-	1,997	-	-	-
	PT PLN(인도네시아 전력청)	인도네시아 PLN	엔진발전소 패키지 EPC사업(Sumbawa-2)	2023.11.10	2025.03.18	298	74	224	179	36	-
	PT PLN(인도네시아 전력청)	인도네시아 PLN	엔진발전소 패키지 EPC사업	2023.11.10	2025.03.18	307	76	231	185	46	-
매출 계									1,510	947	703
한전 KPS(내부거래 제거 매출추정)								2024E	2025E	2026E	
(단위: 백만원)	구분	발주처	공사명	최초계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	매출액	매출액	매출액
	화력	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	원자력	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	/양수	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	송변전	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
대외		광양그린에너지(주) 등	광양바이오매스 발전사업 경성정비공사 및 운전용역 등 5건	2023.06.01 등	2029.09.30 등	209,072	50,379	158,693	27,599	27,599	27,599
해외		Jagascar Societe Anonyme 등	마다가스카르 암바토비 O&M 사업 등 12건	2017.09.01 등	2027.08.31 등	2,259,216	1,088,361	1,203,025	328,098	328,098	328,098
매출 계									355,697	355,697	355,697

Appx 7. 24년, 25년 현금흐름표 추정 (배당 반영 이전)

별도 기준 현금흐름표 추정					
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	(1,273)	(29,442)	(7,121)	7,676	13,072
영업활동창출현금흐름	(785)	(28,546)	(4,557)	7,552	15,720
당기순이익	(5,608)	(25,298)	(3,249)	(1,363)	4,166
당기순이익 조정을 위한 가감	3,945	(3,326)	2,071	7,248	9,849
영업활동을 위한 자산부채의 변동	878	77	(3,379)	1,667	1,705
배당금 수취	454	428	298	3,337	363
이자지급	(829)	(1,322)	(2,950)	(3,233)	(3,020)
이자수취	33	61	85	88	78
법인세납부	(145)	(63)	2	(69)	(69)
투자활동현금흐름	(5,780)	(8,099)	(4,442)	(7,052)	(8,633)
유형자산 취득	(6,727)	(6,028)	(7,173)	(8,277)	(9,077)
유형자산 처분	237	362	287	237	237
기타	710	(2,433)	2,444	987	207
재무활동현금흐름	6,971	37,546	12,552	2,684	3,209
차입금 및 사채 차입 및 상환	7,857	37,645	12,609	2,700	3,300
배당금 지급	(781)	(0)	(0)	-	-
기타	(106)	(99)	(57)	(16)	(91)
환율효과 반영 전 현금및현금성자산 순증감	(82)	5	988	3,307	7,648
현금및현금성자산의 환율변동효과	30	40	10	8	19
현금및현금성자산의 순증감	(52)	44	997	3,315	7,667
기초 현금및현금성자산	484	433	477	206	3,520
기말 현금및현금성자산	433	477	1,475	3,520	11,188

Appx 8. 동사 연결 재무상태표 및 현금흐름표

연결 재무상태표						연결 현금흐름표					
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24
자산	203,143	211,124	234,805	239,715	241,150	영업활동현금흐름	13,208	4,491	(23,478)	1,522	8,034
유동자산	20,562	22,051	29,751	29,536	26,685	영업에서 창출된 현금흐름	15,520	6,945	(20,760)	5,979	10,602
현금및현금성자산	2,030	2,635	3,235	4,343	2,657	당기순이익(손실)	2,094	(5,216)	(24,429)	(4,716)	710
유동금융자산	2,800	1,869	4,287	3,107	2,713	당기순이익조정을 위한 가감	16,315	14,473	7,181	15,837	9,721
매출채권및기타채권	7,918	8,122	10,462	11,986	10,525	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(2,889)	(2,313)	(3,513)	(5,142)	170
재고자산	6,743	7,608	9,931	8,876	9,615	배당금수취	7	11	29	26	11
유동비금융자산	1,020	1,759	1,745	1,109	1,066	이자지급	(2,082)	(1,928)	(2,518)	(4,246)	(2,296)
기타유동자산	51	57	91	115	109	이자수취	215	201	220	330	191
비유동자산	182,581	189,073	205,054	210,179	214,466	법인세납부	(452)	(737)	(449)	(566)	(473)
비유동금융자산	2,473	2,910	3,337	3,546	4,085	투자활동현금흐름	(14,832)	(12,373)	(14,954)	(13,074)	(6,426)
장기매출채권및기타채권	1,862	1,907	2,153	2,194	2,264	관계기업및공동기업 투자지분의 처분	5	4	56	6	207
유형자산	168,711	173,135	177,865	179,876	182,188	관계기업및공동기업 투자지분의 취득	(342)	(673)	(361)	(498)	(251)
영업권외의무형자산	1,056	1,044	957	1,034	1,076	유형자산의 처분	332	278	630	310	233
관계기업투자지분	4,251	5,232	5,844	6,177	6,478	유형자산의 취득	(13,281)	(12,687)	(12,347)	(13,908)	(7,324)
공동기업투자지분	1,920	2,239	3,148	3,486	4,125	무형자산의 처분	11	0	0	0	0
이연법인세자산	1,733	1,902	10,934	13,162	13,519	무형자산의 취득	(120)	(113)	(81)	(75)	(44)
기타 비유동자산	577	704	816	705	731	투자부동산의 처분	-	-	1	-	-
부채	132,475	145,797	192,805	202,450	202,890	금융자산의 처분	8,020	7,024	14,182	4,389	3,030
유동부채	25,881	31,732	44,519	61,248	71,971	금융상품의 취득	(9,203)	(5,893)	(16,496)	(3,142)	(2,218)
매입채무및기타채무	6,257	8,153	11,984	9,090	9,105	대어금의 증가	(337)	(224)	(401)	(213)	(45)
유동금융부채	10,725	14,037	22,704	41,140	51,373	대어금의 감소	215	219	102	124	122
당기법인세부채	477	229	430	483	496	보통금의 증가	(276)	(223)	(237)	(138)	(105)
유동비금융부채	5,971	6,466	6,974	7,882	8,339	보통금의 감소	281	166	141	130	109
유동충당부채	2,452	2,846	2,427	2,654	2,657	매각예정자산의 처분	33	1	24	29	14
비유동부채	106,594	114,065	148,286	141,202	130,920	정보조금 등의 수령	41	38	51	57	17
장기매입채무및기타채무	6,480	5,996	5,639	4,982	4,922	연결법위의 변동으로 인한 순현금유출액	(25)	(63)	(31)	(26)	(3)
비유동금융부채	59,365	66,570	98,334	92,944	80,567	기타투자활동으로 인한 순현금유출액	(185)	(226)	(186)	(119)	(169)
비유동비금융부채	9,662	10,216	10,663	11,196	11,497	재무활동현금흐름	1,881	8,435	38,998	12,662	(3,427)
충원원금여채무	1,911	1,679	829	1,035	1,445	단기차입금의 순차입	345	1,621	5,852	1,947	(162)
이연법인세부채	9,100	7,101	6,457	5,163	5,462	사채 및 장기차입금 차입	10,170	17,392	43,594	21,714	6,691
비유동충당부채	20,076	22,501	26,365	25,881	27,026	사채 및 장기차입금 상환	(7,977)	(9,360)	(10,253)	(10,968)	(9,797)
자본	70,668	65,327	42,000	37,265	38,260	리스 부채의 상환	(614)	(572)	(563)	(574)	(317)
지배기업소유주에게귀속되는	69,297	63,780	40,545	35,845	36,819	파생상품의 순정산	42	98	408	332	249
납입자본	4,054	4,054	4,054	4,054	4,054	연결자본거래로 인한 순현금유입액	12	90	176	219	(1)
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210	신종자본증권 상환으로 인한 현금 유출액	-	-	(170)	-	-
추적발행초과금	844	844	844	844	844	신종자본증권 배당지급액	(13)	(13)	(13)	(10)	(5)
이익잉여금	51,134	45,528	21,431	16,338	17,372	배당금지급	(81)	(812)	(42)	(45)	(84)
이익준비금	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	기타재무활동으로 인한 순현금유입액(유출액)	(3)	(9)	9	48	(1)
임의적립금	32,179	33,283	27,783	2,812	-	현금및현금성자산의 순증감(감소)	219	606	600	1,108	(1,686)
미처분이익잉여금	17,350	10,371	(7,957)	11,921	15,767	환율변동효과 반영 전 현금및현금성자산의 순증감	257	554	567	1,110	(1,819)
기타자본	14,110	14,468	15,061	15,453	15,393	현금및현금성자산의 환율변동효과	(38)	52	33	(2)	133
비지배자본	1,371	1,546	1,455	1,420	1,441	기초현금및현금성자산	1,810	2,030	2,635	3,235	4,343
자본및부채총계	203,143	211,124	234,805	239,715	241,150	기말현금및현금성자산	2,030	2,635	3,235	4,343	2,657

Appx 9. 동사 별도 재무상태표 및 현금흐름표

별도 재무상태표						별도 현금흐름표					
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24
자산	113,103	115,579	131,024	138,838	135,292	영업활동현금흐름	7,243	(1,273)	(29,442)	(7,121)	6,575
유동자산	9,289	9,334	13,764	16,792	10,955	영업에서 창출된 현금흐름	7,752	(785)	(28,546)	(4,557)	4,814
현금및현금성자산	484	433	477	1,475	206	당기손익(손실)	1,951	(5,608)	(25,298)	(3,249)	137
유동금융자산	1,366	742	2,635	579	276	당기손익 조정용 위함 가감	6,111	3,945	(3,326)	2,071	3,601
매출채권및기타채권	7,077	7,303	9,377	14,047	9,788	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(311)	878	77	(3,379)	1,076
재고자산	203	205	225	203	234	배당금수취	327	454	428	298	3,337
당기법인세자산	-	2	4	6	-	이자지급	(916)	(829)	(1,322)	(2,950)	(1,616)
유동비금융자산	159	650	1,016	454	423	이자수취	49	33	61	85	44
매각예정자산	-	-	29	29	29	법인세납부	31	(145)	(63)	2	(4)
비유동자산	103,814	106,244	117,260	122,047	124,337	투자활동현금흐름	(7,366)	(5,780)	(8,099)	(4,442)	(3,069)
비유동금융자산	645	516	635	539	768	장기금융상품의 감소	-	200	-	-	-
장기매출채권및기타채권	464	496	698	648	674	대여금의 증가	(88)	(96)	(277)	(148)	(19)
유형자산	71,462	73,944	75,575	78,513	80,351	대여금의 감소	75	55	45	46	73
기타비유동자산	524	504	485	511	519	보증금의 증가	(24)	(41)	(72)	(13)	(2)
종속/관계/공동기업 투자지분	30,639	30,699	30,944	30,935	30,974	보증금의 감소	12	11	36	15	10
이연법인세자산	-	-	8,853	10,798	10,919	기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 처분	0	0	-	5	-
비유동비금융자산	81	85	70	103	132	비유동당기손익-공정가치측정금융자산의 처분	0	0	0	1	-
부채	59,772	68,532	108,963	120,181	116,551	종속기업에 대한 투자자산의 취득	(168)	(70)	(218)	(7)	-
유동부채	19,035	24,153	36,209	52,801	59,007	종속기업에 대한 투자자산의 처분	5	25	88	431	10
매입채무및기타채무	6,912	9,221	12,179	9,926	9,776	관계기업및공동기업 투자지분의 취득	(111)	(46)	(212)	(79)	(42)
유동금융부채	4,343	7,083	16,173	34,887	40,760	관계기업및공동기업 투자지분의 처분	-	3	30	2	10
당기법인세부채	169	87	-	-	59	유형자산의 취득	(6,501)	(6,727)	(6,028)	(7,173)	(3,778)
유동비금융부채	6,055	6,410	6,788	7,296	7,728	무형자산의 취득	(34)	(28)	(21)	(23)	(3)
유동충당부채	1,556	1,353	1,069	692	683	유형자산의 처분	257	237	362	287	216
비유동부채	40,737	44,379	72,754	67,381	57,544	무형자산의 처분	-	-	0	-	0
장기매입채무및기타채무	932	852	750	710	710	정부보증금 등의 수령	28	38	47	50	15
비유동금융부채	26,848	32,068	60,856	54,870	44,566	유동당기손익-공정가치측정금융자산의 순증감	(819)	697	(2,481)	2,162	436
비유동비금융부채	9,517	10,044	10,514	11,006	11,359	단기금융상품의 순증감	(2)	(39)	602	-	6
충입원금여채무	962	-	-	510	681	매각예정자산의 처분	5	-	-	-	-
순확정금여채무	-	807	361	-	-	재무활동현금흐름	(184)	6,971	37,546	12,552	(4,779)
이연법인세부채	2,268	375	-	-	-	단기차입금의 순차입	-	1,340	62,520	75,310	2,000
비유동충당부채	209	232	274	285	227	단기차입금의 감소	-	-	(56,330)	(72,610)	(3,510)
자본	53,331	47,047	22,061	18,657	18,742	사채 및 장기차입금 차입	4,119	10,881	36,348	15,852	3,738
납입자본	4,054	4,054	4,054	4,054	4,054	사채 및 장기차입금 상환	(4,163)	(4,363)	(4,893)	(5,943)	(7,056)
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210	파생상품의 순정산	(10)	(12)	(4)	33	115
추적발행초과금	844	844	844	844	844	리스 부채의 상환	(129)	(94)	(94)	(90)	(66)
이익잉여금(결손금)	35,668	29,388	4,417	1,019	1,648	배당금지급	(0)	(781)	(0)	(0)	(0)
이익준비금	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605	현금및현금성자산의순증감(감소)	(320)	(52)	44	997	(1,269)
임의적립금	32,179	33,283	27,783	2,812	-	환율변동효과 반영된 현금및현금성자산의 순증감	(307)	(82)	5	988	(1,273)
미처리결손금	1,884	(5,500)	(24,971)	(3,399)	44	현금및현금성자산의 환율변동효과	(13)	30	40	10	4
기타자본	13,609	13,605	13,590	13,585	13,040	기초현금및현금성자산	804	484	433	477	1,475
자본및부채총계	113,103	115,579	131,024	138,838	135,292	기말현금및현금성자산	484	433	477	1,475	206

Appx 10. 추정 지배지분 자본변동표

추정 지배지분 자본변동표								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
기초자본	67,496	69,297	63,780	40,545	35,845	35,845	39,329	49,267
(+)당기순이익	1,992	(5,030)	(24,467)	(4,823)	627	3,315	8,734	10,208
(-)배당금	-	781	-	-	-	-	1,034	1,360
배당성향	-	39.2%	-	-	-	-	23%	30%
(+)그 외 자본변동	(191)	(487)	1,232	122	1,788	169	169	169
기말자본	69,297	63,780	40,545	35,845	38,260	39,329	49,267	61,004
가중평균자본	68,397	66,539	52,163	38,195	37,052	37,587	44,298	55,135
ROE(%)	2.91%	-7.56%	-46.90%	-12.63%	1.69%	8.82%	19.72%	18.51%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.