

한국전력 015760

요금제 개편 이후 남은 고민들

유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

요금 체제 개편: 비정상의 정상화 시작

한국전력은 22일 CEO Investor Day를 통해 17일 확정되었던 전력요금체제에 대한 설명회를 개최했다. 개편 주요 내용은 아래와 같다.

- ① 지난 1년 간 평균 연료비를 기준으로, 분기별 연료비 차이를 요금에 반영 (상하한 5.0원/kWh 범위 내 조정). 2021년 상반기 총 1조원 인하 예상
- ② RPS, 탄소배출권, 석탄발전 감축비용 등 세 가지 기후환경요금 분리 고지. 2020년은 총괄원가 회수율이 100%에 가까우므로 환경비용이 2021년 요금 인상으로 작용하지는 않으나, 추후 환경비용 증가 시 차년도 총괄원가 반영
- ③ 각종 할인 제도 정상화: 주택용 필수사용공제 할인 제도 22년 7월까지 점진적 폐지(2019년 4,082억원 규모의 할인 제공). ESS 요금 할인 축소(2,830억원). 자가용 신재생 에너지 설비에 대한 요금 할인 일부 일몰(238억원)

연료비 조정요금 신설이 2021년 실적 전망치는 하락시키지만, 이익 변동성이 크게 완화되며 멀티플 상승 요인으로 작용할 전망이다. 또한 일부 환경비용 증가(화력발전세 증가 등)를 요금에 반영시키는 효과도 존재한다.

남은 불확실성에 대한 고민

남은 불확실성은 크게 두 가지다. 첫째, 정부가 연료비 조정 적용을 유보시킬 수 있는 권한을 가지고 있다. 실제로 2011년 연료비 연동제 시행 결의 이후 연이은 유가 상승으로 요금 반영이 이뤄지지 않은 사례가 있다. 다만 유가 급등이 없다면 유보 가능성은 제한적이다. 둘째, 기후환경요금이 총괄원가에 반영되더라도, 실제 요금 인상으로 이어지기 위해서는 정부와 협의가 필요하다. 다만 기후환경요금 분리고지를 통해 어느 때보다도 반영 명분이 강화된 상황이다.

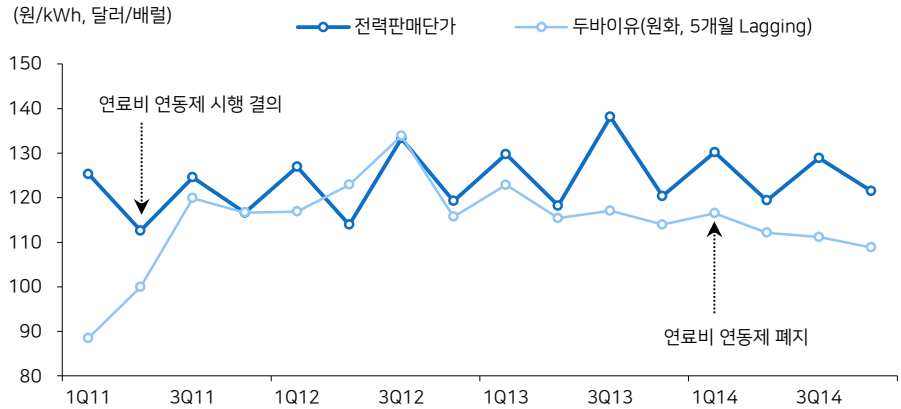
밸류에이션에 대한 고민

요금이 총괄원가를 충실히 반영한다면 한국전력의 적정 가치는 어떻게 될까? 당사의 계산에 따르면 매년 2.4~3.0조원의 별도 영업이익, 1,100~1,400원 가량의 DPS가 가능하다. 여기에 배당 수익률 3.7%(미국 유틸리티 주식의 평균 스프레드 고려)를 적용하면 3만원 중반대의 적정 주가를 산출할 수 있다.

보다 직관적인 접근을 위해서는 한국가스공사와의 PBR 비교가 적절하다. 총괄원가제 기반 요금제를 시행하고 있는 한국가스공사의 2021년 PBR은 컨센서스 기준 0.35배로, 한국전력의 0.26배 대비 약 +35% 높은 수준이다.

남은 불확실성보다, 개선 사항 및 밸류에이션 업사이드에 주목할 시점이다.

그림1 과거 연료비 연동제 시행은 유가 상승을 요금에 반영하는 데에 실패



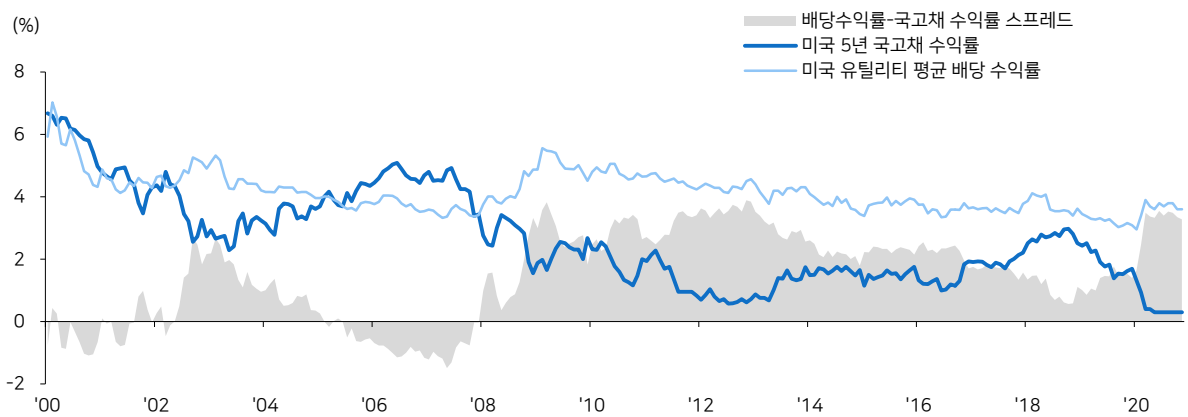
자료: 한국전력, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 적정주가 시나리오 분석: 전력 요금이 한국전력의 총괄원가를 완전히 반영한다면?

	최소	최대	
요금기저(조원)	46	49	2019년 43조원 요금기저에서 투자비 계획 감안하여 3~6조원의 순가동설비 증가 가정 2014~2019년의 적정투자보수율 밴드 고려
적정투자보수율	3.8	4.5	
세전적정투자보수(십억원)	2,411	3,041	
금융손익(십억원)	-200	-200	
기타손익(십억원)	200	200	
별도순이익(십억원)	1,748	2,205	
배당성향(%)	40	40	
배당금(십억원)	699.20	882	
주식수(천주)	641,964	641,964	
DPS	1,100	1,400	
적정 배당수익률(%)	3.7	3.7	5년 국고채 수익률 1.3%+ 스프레드 2.4% (미국 유틸리티 사업자의 스프레드)
적정 주가(원)	30,000	38,000	

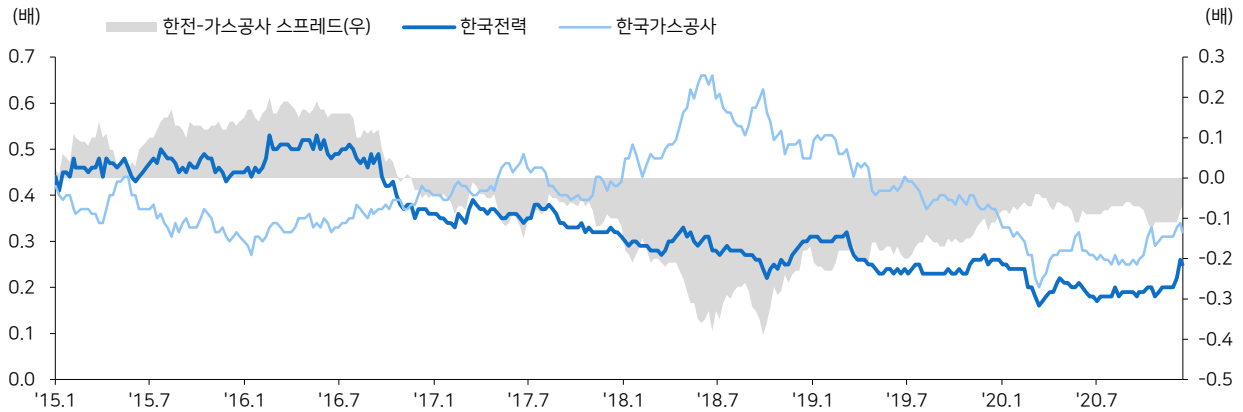
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2010년 이후 미국 국채수익률 - 유틸리티 배당수익률 간 평균 스프레드 240bp



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국가스공사 - 한국전력 12개월 선행 PBR 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.