고진감래(苦盡甘來): 유틸리티

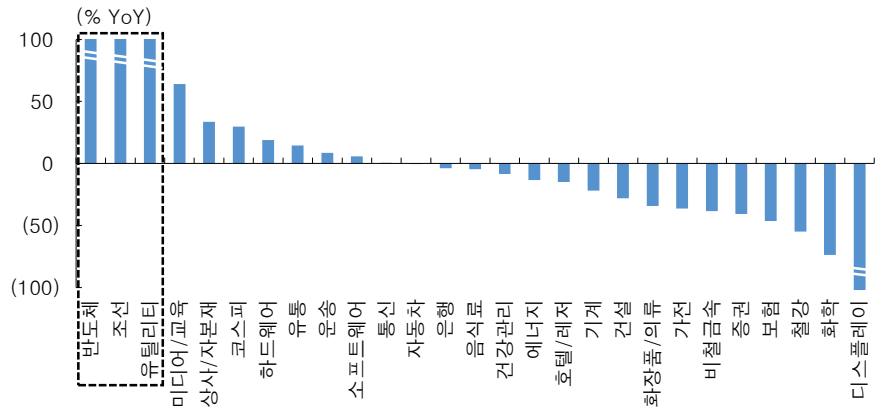
1분기 어닝시즌 앞두고 매크로 불확실성 확대, 시장의 관심은 실적으로
2024년 1분기 흑자 전환이 예상되는 업종 중 유틸리티를 주목할 필요
견조한 실적에 하반기 요금인상까지 더해질 경우 상승 탄력은 강해질 것

유틸리티: 펀더멘털 개선을 감안해 선제 베팅 고려

고금리, 강달러, 고유가 삼중고에 주식시장이 흔들리고 있다. 연준 정책 기조 변화와 중동 지정학 리스크 등 예측 불확실성이 높은 이벤트가 악재로 작용 중이다. 이럴 때는 불확실한 매크로 환경보다 펀더멘털에 집중하는 전략이 유효하다. 1분기 어닝시즌을 앞두고 실적 개선이 예상되는 업종을 주목해야 한다. 영업이익이 전년 동기 대비 흑자 전환할 수 있는 업종은 반도체와 조선, 유틸리티다. 이 중 우리의 관심사는 유틸리티다.

유틸리티 업종은 연초대비 10.7% 상승했다(26일 종가 기준). 실적 개선 및 밸류업 기대가 가장 크게 반영됐던 2월에는 연중 최고 수익률이 +27.4%에 달했다. 다만 총선 이후로는 밸류업 모멘텀이 약화되면서 지수가 되돌려졌다. 그럼에도 불구하고 관심의 끈을 놓지 말아야 한다. 이번 조정을 유틸리티 업종의 저가 매수 기회로 활용해야 한다. 실적 개선 모멘텀이 유효하고 추가 상승 동력으로 작용할 전기요금 인상 현실화가 목전에 있기 때문이다.

[그림 1] 업종별 1분기 영업이익 변화: 유틸리티 흑자 전환

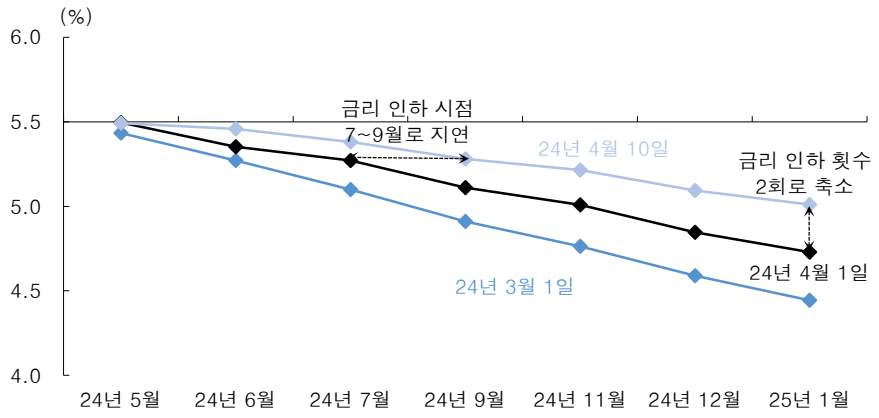


주: 코스피 WI26 업종 영업이익 기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권

김대준
daejun.kim@koreainvestment.com
박기훈
khpark@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 2] 미국 연내 금리인하 시점과 횟수 전망은 후퇴



주: 2024년 4월 26일 기준
자료: CME Watch, 한국투자증권

올해 1월과 유사한 매크로 불확실성 단, 반등 모멘텀은 약화

올해 1월 코스피는 금리 인하 기대 후퇴로 큰 폭의 조정을 경험했다. 당시 연준 위원들은 매파 발언을 쏟아냈다. 미국 경제지표도 견조해 코스피는 한 달 간 약 7% 하락했다. 최근 연준 인사들의 신중론과 미국 3월 물가 쇼크로 지수는 그때와 비슷한 양상이다. 시장은 6월에서 9월 이후로 금리 인하 전망을 늦췄고 달러화 가치도 거듭 상승하고 있다. 중동 지정학 리스크와 중국 경기 불안도 지난 1월과 유사한 부담 요인이다. AI 투자 모멘텀과 밸류업 테마 기대는 지수가 반등에 나섰던 1월보다 영향력이 약해졌다.

빅테크 조정 & 밸류업 약화

AI 투자 모멘텀은 아직 유효하나 글로벌 빅테크는 고점 통과 우려에 조정 중이다. 밸류업 프로그램은 총선 이후 추진 동력을 상당 부분 잃게 됐다. 주가지수가 옆으로 기어가는 가운데 어떤 전술로 대응해야 할지 투자자들의 고민이 깊어질 수 있다.

방어 업종 내에서 유틸리티가 매력적

이럴수록 기본으로 돌아가야 한다. 기업 펀더멘털에 집중하는 것이다. 1분기 실적 시즌을 맞아 이익 성장이 가능한 업종이 중요해질 시점이다. 국내 증시에서 실적 개선 원톱은 반도체다. 기본적으로 포트폴리오 내 중립 이상 비중을 유지해야한다. 한편 금리 인하 시점이 지연되면서 성장주가 아닌 방어 업종에도 관심을 둘 수 있다. 이때는 유틸리티가 매력적인 투자 대안이 될 수 있다.

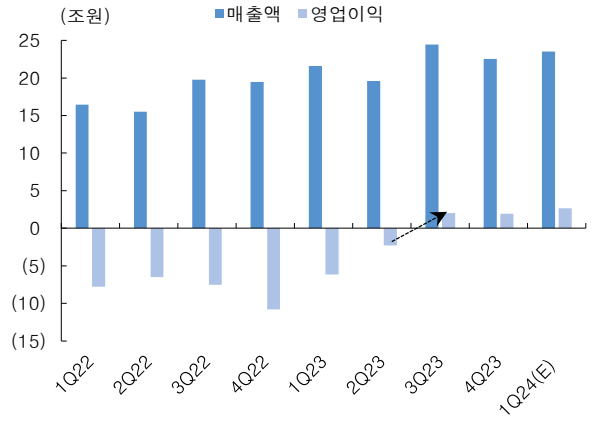
견조한 유틸리티 실적 개선

유틸리티를 언급하는 첫 번째 이유는 견조한 실적에 있다. 일반적으로 매크로 환경이 불리하게 보일 때 투자자들은 실적 개선 업종에 관심을 둔다. 현재 유틸리티 산업은 실적 회복이 가능해 보인다. 역마진 구조가 해소되며 적자의 굴레에서 벗어났기에 향후 전망은 긍정적일 수밖에 없다.

실적 개선의 원동력은 글로벌 에너지 가격 하락

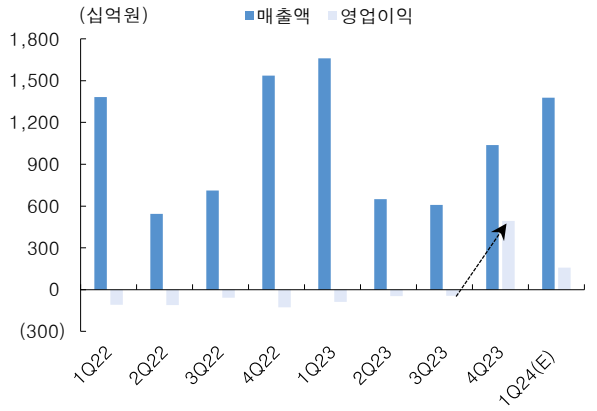
그 예로 유틸리티 업체 중 한국전력은 싸게 만든 전기를 비싸게 팔 때 실적이 개선된다. 한전의 구입 단가는 러-우 전쟁 장기화로 LNG 등 원자재 가격이 하향 안정화되면서 지속적으로 감소했다. 원가 하락에 외부에서 전력을 사오는데 필요한 비용(SMP)도 줄어 한전의 부담은 더욱 완화됐다. 반면 판매 단가는 2022년부터 이어진 전기요금 인상으로 상승했다. 한국전력 입장에서는 P(가격)는 오르고 C(비용)는 줄면서 자연스럽게 실적이 개선되는 그림이 그려지고 있다.

[그림 3] 한국전력 매출액 및 영업이익 추이



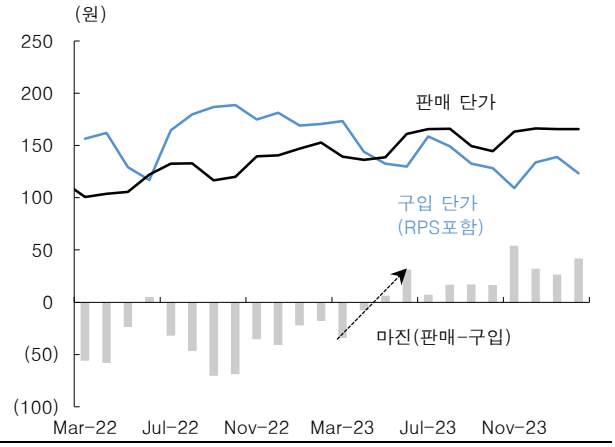
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 지역난방공사 매출액 및 영업이익 추이



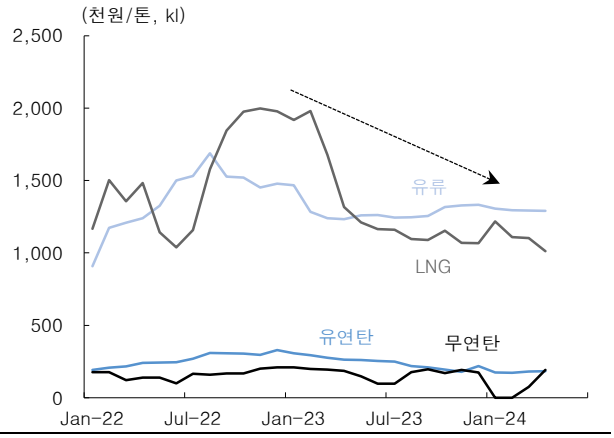
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 한국전력 판매 및 구입단가 추이



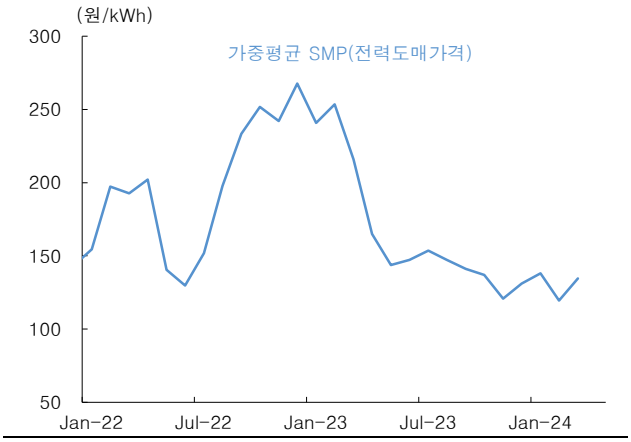
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 6] 주요 연료 가격 하향안정세



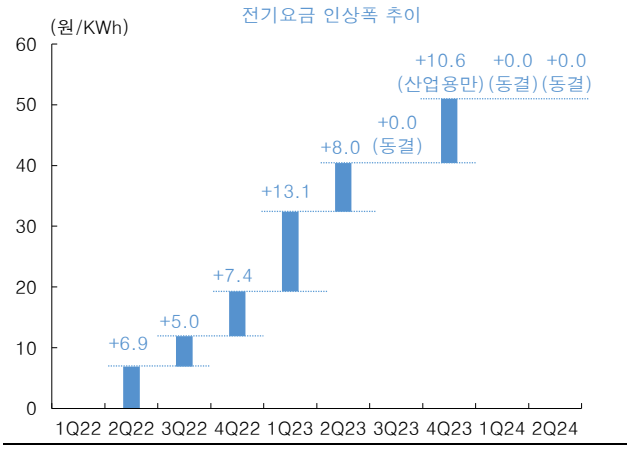
자료: EPSIS, 한국투자증권

[그림 7] 전력 구매 가격도 안정



자료: EPSIS, 한국투자증권

[그림 8] 반면 전기요금은 지속적으로 인상

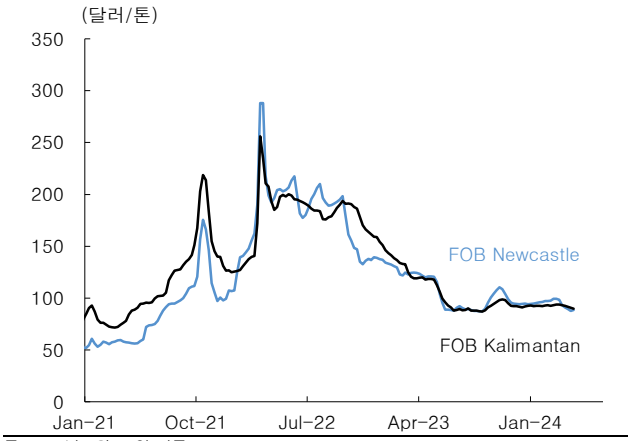


자료: 언론종합, 한국투자증권

하향 안정화된 에너지 가격 전망

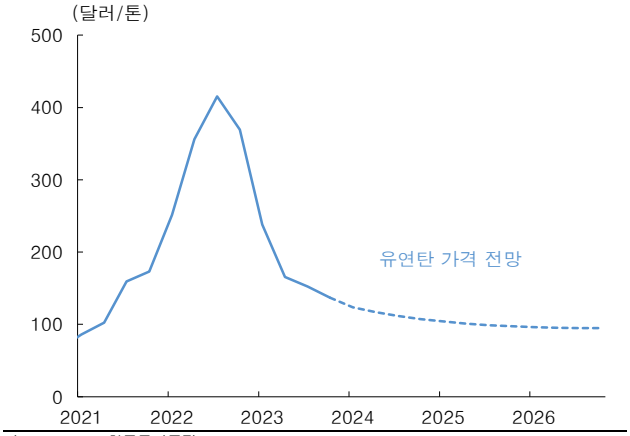
향후에도 발전 연료 가격은 안정될 것이다. 그 결과 한전 등 유틸리티 업체의 실적도 회복될 것이다. KOMIS(한국자원정보서비스)에 의하면 유연탄은 2026년까지 가격 흐름이 안정적일 전망이다. 러-우 전쟁 등 특수한 이벤트의 재발 가능성은 제한적이고 중국 경기 우려에 수요 부진도 예상된다. 글로벌 탈탄소 기조도 장기적으로 석탄 가격 하락을 기대하게 만드는 요인이다. LNG 가격도 역사적으로 낮다. 비정상적으로 따뜻한 겨울과 미국의 원유 생산에 따른 공급 과잉 상태에 영향을 받고 있다. 물론 중동 리스크에 따른 잠재적 유가 상승 가능성은 부담이다. 그러나 이란-이스라엘 분쟁이 전면전으로 격화되지 않는다면 괜찮다. 유가 연동제를 채택 중인 한국은 국제 유가가 국내 LNG 가격에 영향을 미치기까지 5~6개월의 시차가 존재한다. 유가가 단기 급등할지라도 천연가스 가격이 실질 부담이 되는 시점까지는 아직 여유가 있다.

[그림 9] 호주 및 인도네시아 유연탄 가격



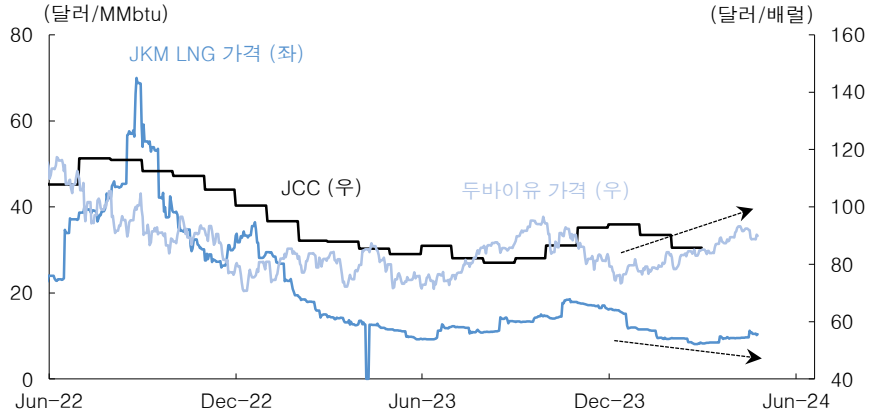
주: 2024년 4월 26일 기준
자료: KOMIS, 한국투자증권

[그림 10] 안정세를 찾은 유연탄 가격



자료: KOMIS, 한국투자증권

[그림 11] 동북아시아 천연가스 및 유가 지수 추이



주: 2024년 4월 26일 기준, JKM(Japan Korea Marker)은 일본, 한국, 중국, 대만으로의 국제 LNG 현물 실물 화물 가격 벤치마크
JCC(Japan Crude Cocktail)는 국제 LNG 중장기 계약 가격 벤치마크로 일본 수입 원유 바스킷의 평균 가치
자료: Datastream, Bloomberg, 한국투자증권

전기요금 인상 시나리오는 유틸리티 업종 추가 상승 동력

두 번째 근거는 추가 상승 동력으로 작용할 전기요금 인상 실현 가능성이다. 4월 총선을 앞두고 전기요금 인상은 언급하기 어려운 주제였다. 공공요금 인상은 소비자 부담을 키우기 때문이다. 그러나 총선이 종료되고 하반기에는 사업 정상화를 위한 전기요금 인상이 결정될 수 있다.

주가는 실적 개선보다 밸류업 테마에 반응

밸류업도 기대를 품게 하는 요인이다. 올해 유틸리티 업종은 주가 변동이 매우 컸다. 그 이면에는 밸류업이 주요 상승 요인으로 작용했다. 정부가 공기업들의 주주환원 노력을 경영평가등급 산정에 포함하기로 결정한 게 시장 참여자와 관련 기업에 우호적으로 작용했다. 이에 주가는 2월 중 21.2% 상승했다.

[그림 12] 유틸리티 업종 주요 종목 주가 추이

주: 2024년 4월 26일 종가 기준
자료: Quantiwise, 한국투자증권

총선 이후 정책 동력을 잃은 밸류업 테마

물론 밸류업 1차 세미나 발표에서 정책의 강제성 부재와 총선 이후 정책 동력 약화로 조정을 받은 건 아쉬운 대목이다. 그러나 요금 인상 결정은 밸류업 기대 후퇴로 인한 조정 폭 이상의 반등을 이끌어낼 재료가 될 수 있다. 요금 인상으로 이익이 개선될 경우 3년간 존재하지 않았던 배당도 지급 가능해진다. 밸류업 모멘텀이 스스로 강화되는 것이다. 최근 최상목 경제부총리, 이복현 금감원장 등 금융당국 관계자의 밸류업 추진 의지가 강해 5월 2차 세미나 전까지 투자 모멘텀이 꺼지진 않을 것이다.

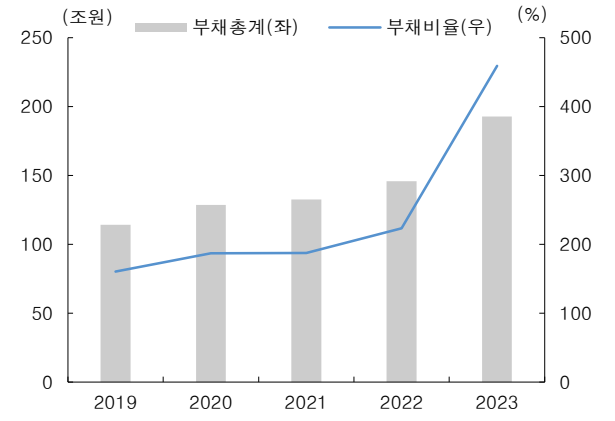
전기요금 인상 가능성① 한전 재무구조

재차 강조하고 싶은 건 시나리오의 실현 가능성이다. 우리가 요금 인상 가능성을 높게 보는 이유는 한전의 재무구조에 있다. 23년 말 한전은 흑자전환에 성공했으나 직전 10개 분기는 연속 적자였다. 누적 영업손실이 45조원을 넘어서는 등 자본 잠식 우려가 부각됐고, 한전의 경영 정상화가 주요 현안으로 떠올랐다. 최근 3개 분기 흑자는 고무적이나 아직 충분하지 않다. 한전의 부채비율은 23년 기준 543%로 여전히 높아 정부의 한전 운영 개선 부담은 지속되고 있다.

한전채 발행 만으로는 불충분한 경영 정상화

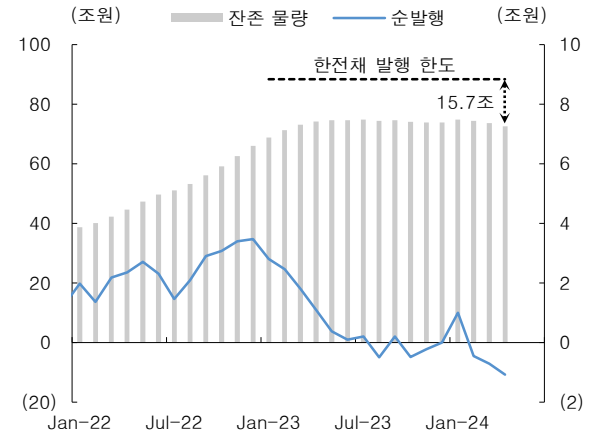
누적된 적자에 한전채 발행 여력이 충분하지 않은 점도 부담이다. 한전채 발행 규모는 법적으로 자본금과 적립금 합계의 5배에 해당하는 물량만 가능하다. 과거 거듭된 경영난에 과도하게 한전채를 발행한 결과 최근에는 15.7조원의 잔여 물량만 남은 상태다. 전기 구매와 송변전 시설 유지 보수에 필요한 자금조달 여력이 15.7조원 밖에 남지 않은 것이다. 23년말 연간 6조원대 영업손실이 전망되자 24년 한전채 발행 한도 초과 우려도 부각됐었다. 당시 자회사의 3조 2천억원 규모 중간배당으로 사채한도 초과 리스크를 해소했으나 근본적인 적자 해결이 선행되지 않는다면 리스크가 재발할 가능성이 있다. 인력 구조조정과 자산 매각 등 자구책으로는 경영 정상화에 한계가 있다.

[그림 13] 개선이 필요한 한전 재무 구조



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 14] 넉넉하지 않은 한전채 발행 한도

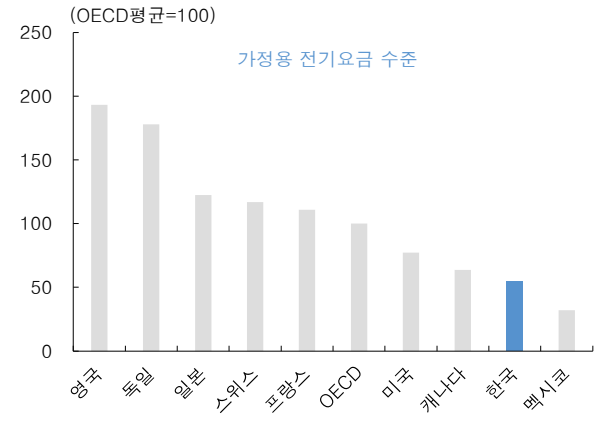


주: 발행한도는 22년말 기준 자본금+적립금 합계에서 23년 당기순손실을 차감해 계산
자료: 인포맥스, 한국투자증권

전기요금 인상 가능성②
낮은 전기요금

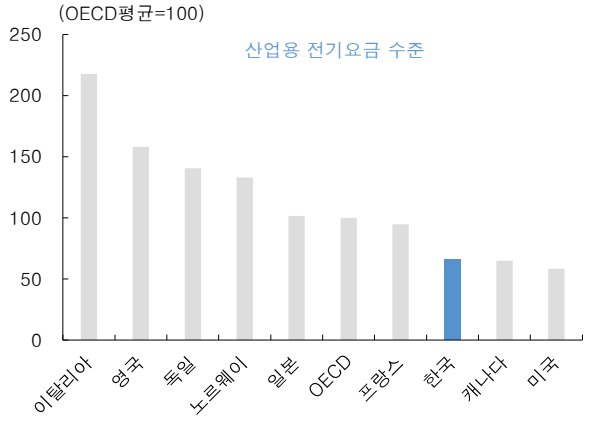
22년부터 단행된 다섯 차례의 전체 전기요금과 한 차례의 산업용 전기요금 인상은 한전 실적 개선에 긍정적이었다. 그러나 한전이 26년까지 누적적자 해소를 위해 국회에 제언한 연간 51.6원의 인상에 비하면 턱없이 부족하다. OECD 기준으로도 전기요금이 높다고 할 수 없어 추가 인상이 요구된다. 경제 성장에 따라 대규모 전력 인프라가 필요한 상황에서 국가 전력망 건설을 위한 재원을 마련해야 하는 정부도 요금 인상을 우선 순위에 둘 수밖에 없다. 제10차 전력수급기본계획에 따르면 2036년까지 송변전설비 신설 및 보강에만 약 56.5조원의 투자비가 필요하다.

[그림 15] OECD 주요국 가정용 전기요금



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 16] OECD 주요국 산업용 전기요금



자료: 한국전력, 한국투자증권

요금 인상 불확실성도 존재

물론 전기요금 인상에는 불확실성이 존재한다. 전기요금을 높이려면 산업통상자원부와 기획재정부가 협의를 해야한다. 이후에는 산업부전기위원회 심의와 인가, 정부 여당과의 논의 과정이 필요하다. 결국 빨라야 6월 중순에서야 인상 계획의 윤곽이 잡힐 것이다.

공공요금 인상은
물가 부담을 자극

글로벌 통화정책 불확실성이 높아지는 현 시점에서 공공요금 인상은 물가 부담을 더욱 자극할 수 있다. 끈적이는 물가로 연내 금리 인하 전망이 지연된 가운데 곧 전력 수요 성수기를 앞두고 있는 것도 요금 인상을 주저하게 만든다.

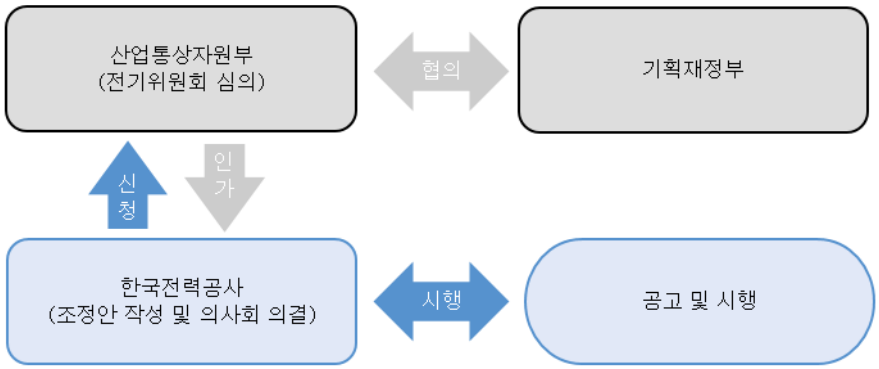
여당과 야당의 줄다리기

올해 상반기 예정된 제11차 전력수급계획이 지연된 점도 부담이다. 총선 이후 정부 여당과 야당 간 줄다리기가 팽팽한 상황에서 에너지 정책 결정은 난항을 겪을 수 있다. 일례로 윤석열 대통령의 원전 개발 국정 기조와 에너지요금 정상화에 제동이 걸릴 수 있다. 민주당은 RE100 달성을 위한 신재생에너지 비중 확대 및 2040년까지 석탄 발전소 가동 중단 등을 제시하며 정부안을 거부할 수 있다.

그럼에도 매력적인 유틸리티 업종 투자 매력

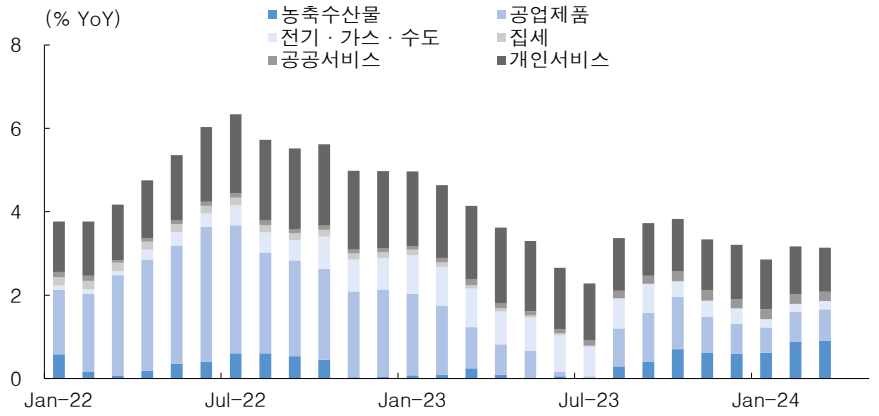
그럼에도 불구하고 장기 관점에서 요금 인상 방향성에는 변화가 생기지는 않을 것이다. 모두를 위해 한전의 경영 정상화가 시급한 상황에서 매출의 90% 이상을 차지하는 전기요금 인상은 반드시 필요하다. 아직 확정된 건 없으나 업종의 정상화 전망이 기정 사실화된 유틸리티에 대해 선제적 매수 접근을 고려할 필요가 있다.

[그림 17] 전기요금 인상 결정 프로세스



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 18] 공공요금 상승하며 CPI 재차 반등할 가능성



자료: 통계청, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.