

유틸리티 (Overweight)

지역별차등요금제 영향: GS Case

전력 산업 포인트

민자발전사(IPP)는 한국전력에 전력을 판매하며, 변동비(SMP), 고정비(CP)로 정산. 전력도매가 격인 SMP 는 수요와 공급이 일치하는 한계발전소의 발전단가로 정의되며, LNG 가 90%의 빈도로 결정. 전기요금-SMP 스프레드가 한전의 실적 키펙터

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 김성환 기후에너지부 장관이 지역별 차등요금제를 산업용부터 서둘러 도입하겠다고 밝히면서, LMP 제도화 시점이 예상보다 앞당겨질 가능성이 커졌다. 지역별 차등요금제는 지역별 여건과 계통 혼잡을 가격에 반영해 시장 신호를 바꾸는 제도로, 민자발전사 입장에서는 발전소 입지와 시장가격 노출도가 실적 민감도를 좌우한다. 이에 당사는 석탄(강원), LNG(충청), 집단에너지(수도권)를 모두 보유한 대표 민자발전사인 GS 계열을 중심으로 영향을 점검했다. 당사 추정에 의하면 지역별 송전요금이 소매요금으로 얼마나 원활하게 전가되는지에 따라 도매 사업의 이익 변화도 가시화될 것으로 예상된다. 현재 도매와 소매 관련 용역이 별도로 진행되고 있고, 기존 연구 결과를 함께 고려하면, 도매 IPP 업체들의 실적에 미치는 영향은 전반적으로 우려 대비 크지 않을 것으로 예상된다.
- GS EPS는 당진 가스복합화력 1~4호를 보유해 지역별 차등요금제의 직접적인 영향권에 있다. 다만 1~3호는 가동률이 10% 미만으로 낮아 실질적인 손익 민감도는 4호기에 집중될 가능성이 높다. 또한 복합발전의 손익 구조상 고정비는 용량요금(CP)과 부가정산금 등으로 상당 부분 회수되기 때문에, 제도 변화가 곧바로 영업이익의 큰 변동으로 이어지기보다는 변동비 마진(인프라 마진) 측면에서 제한적으로 반영될 것으로 전망된다. 송전비용 측면에서도 당진은 수도권과 최남단 사이의 지리적 중간에 위치해 계통 비용이 극단적으로 불리해질 가능성이 낮고, 관련 연구 결과에서도 LMP 도입에 따른 충남 지역의 추가 송전비용이 사실상 중립 수준으로 제시된 바 있다. GS EPS는 제도 노출이 있으나, 낮은 가동률과 송전비용 중립 가능성으로 실적에 미치는 영향은 미미할 것이라 판단한다.
- GS E&R은 구조적으로 영향이 없을 것으로 예상된다. 동해전력은 석탄발전으로, 시장 가격에 따라 실적이 변하지 않고 한국전력과 계약에 따라 매년 적정투자보수 수준으로 실적을 정산 받는 구조에 가깝다. 그래서 강원 지역처럼 발전소가 많아 LMP와 송전비용이 하락하는 환경이 조성되더라도, 영업이익이 직접적으로 변동될 여지는 제한적이다. 오히려 지역별 요금제가 도입되며 SMP가 하락할 경우 회계상 매출은 감소할 수 있지만, 이익은 유지되면서 영업이익률이 개선되는 형태가 나타날 가능성이 높다. 결국 민자 석탄발전 사업은 매출 변화보다 투자보수가 핵심 변수라는 점에서, 가격 신호 변화에 민감한 발전사와 달리 실적 변화는 없는 흐름이 예상된다.
- GS파워는 수도권에 발전소를 보유하고 있어 지역별 차등요금제 도입 시 시장 신호 변화가 가장 크게 나타날 수 있는 사업자다. 수도권은 전력 수요가 크고 계통 혼잡이 가격에 반영될 경우 높은 LMP가 적용되면서 ASP가 상승할 여지가 있다. 동시에 수도권은 송전비용 부담이 증가할 가능성이 높아, 비용 측면에서도 상방 압력이 함께 발생한다. 실제로 수도권은 송전비용 증가 폭이 +45.9원/kWh 수준으로 제시되기도 한다. 결국 GS파워의 핵심은 ASP 상승과 송전비용 증가가 어느 정도 상쇄되는지, 그리고 도매 단계에서 비용과 판매단가를 어떤 방식으로 처리해 최종 부담 주체를 어떻게 정할지에 달려 있다. 제도 설계가 LMP를 소매요금으로 전가하는 구조로 정해진다면 도매 업체는 ASP와 비용이 동시에 움직이게 되고, 이 경우 발전사 영업이익 변화는 크지 않을 가능성이 높다. 한편 열사업은 전력시장 가격과 직접 연동되기보다 지역난방공사의 열요금 체계에 의해 수익이 결정되므로, 전기요금 제도 변화가 열 부문 손익에 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다.

도표 1. GS 그룹 발전사 실적 전망

단위: 십억원	Base case		LMP 적용
GS EPS	2025	2026	2026
매출액	1,315	1,241	1,241
영업이익	122	112	112
당기순이익	90	83	83
ASP(원/kWh)	137	122	122
SMP(원/kWh)	113	98	98
CP 및 부가정산금(원/kWh)	24	24	24
GS E&R			
매출액	1,398	1,366	1,176
영업이익	140	131	131
당기순이익	64	60	60
ASP(원/kWh)	127	112	99
SMP(원/kWh)	113	98	85
CP 및 부가정산금(원/kWh)	14	14	14
GS파워			
매출액	1,744	1,621	1,997
영업이익	326	305	305
ASP(원/kWh)	164	149	195
SMP(원/kWh)	113	98	144
CP 및 부가정산금(원/kWh)	51	51	51

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)