유틸리티/신재생에너지

하반기 전망

유틸리티, 신재생 하반기 전망

유틸리티/신재생에너지. 나민식

SK 증권

유틸리티/신재생에너지 비중확대 (상향)

1. 에너지 3 법 통과 → 한국 신재생에너지/전력기기 수혜

전력망 확충법, 해상풍력법, 고준위 방폐장법을 포함한 에너지 3 법이 국회에서 통과되면서 전력/신재생에너지 산업이 변곡점을 맞이했다. 이 법안은 단순한 규제 완화에서 끝나지 않고 전력기기/전선 산업에 수혜까지 이어질 것이다. 또한 해상풍력 인허가 간소화로 SK 이터닉스, 대명에너지와 같은 풍력발전 개발업체(developer) 수혜까지 기대된다. 장기적인 산업 변화를 주도할 수 있는 핵심 기업에 대한 선별적인 접근이 필요한 시점이다.

육지에 송전탑 건설이 어려운 상황에서 해결방법으로 HVDC 가 선택될 가능성이 높아졌다. 전력망확충법은 단순히 주민의견을 무시하고 강제로 토지를 수용하겠다는 법안이 아니다. 때문에 장거리 해저케이블로 활용가능한 HVDC 가 기술적인 해결 방법이 될 수 있다. LS 그룹은 HVDC 시스템에 필요한 제조, 설치, 유지보수까지 수직계열화에 성공했다. (1) LS 전선/LS 에코에너지는 초고압 케이블을 제조하며 (2) LS 일렉트릭은 HVDC 변환소에 필요한 전력기자재를 생산한다 (3) 마지막으로 LS 마린솔루션은 해저케이블 설치에 필요한 특수목적선박(포설선)을 운용한다.

HVDC 개념 및 LS 그룹 수직계열화 현황

자료: 산업부, SK 증권

(1) 전력망 확충법

「전력망 특별법」의 핵심 내용은 송변전 인프라의 신속한 건설을 위해서 국가주도 지원체계를 마련함에 있다. 1978 년에 제정된 현행 「전원개발촉진법」에 따라서 한국전력이 주도해서 송배전망을 확충하는 방식은 한계가 있어서 특별법을 마련했다.

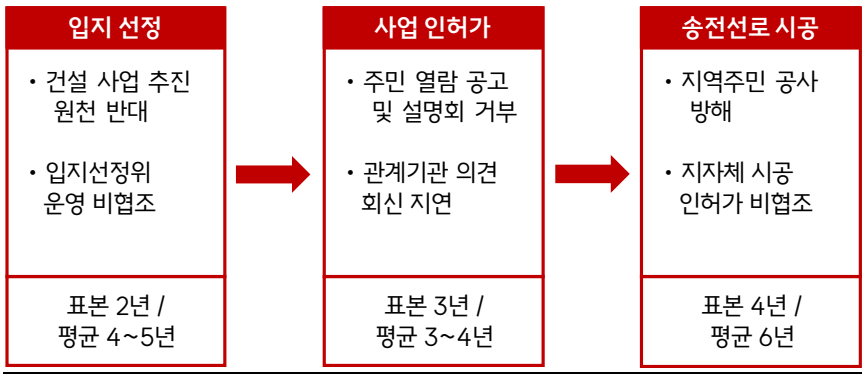
「전원개발촉진법」에는 송전망 개발에 필요한 토지를 수용한다는 조항이 있다. 법률이 제정된 1980~90 년대는 한국의 고도성장을 뒷받침하기 위해서 빠른 전력인프라 건설이 중요했다. 그러나 2000년대 이후부터는 사유재산권 침해 문제가 발생하면서 송배전망 건설이 지연되었다. 밀양 송전선로 및 고덕-서안성 송전선로 지연이 대표적인 사례다.

송전설비 지연 사례

사업명	건설목표	준공시기	지연기간
500kV 동해안-신가평 HVDC (신한울 NP)	2019 년 12 월	2025 년 06 월	66 개월
345kV 북당진-신탕정 (태안 TP)	2012 년 06 월	2024 년 12 월	150 개월
345kV 당진화력-신송산 (당진 TP)	2021 년 06 월	2028 년 12 월	90 개월
345kV 신시흥-신송도 T/L (바이오)	2023 년 06 월	2028 년 12 월	66 개월
345kV 신장성 변전소 (서남해 해상풍력)	2021 년 04 월	2027 년 09 월	77 개월

자료: 한국전력, SK 증권

송전설비 건설 단계별 소요시간 및 지연원인



자료: 산업자료

(2) 해상풍력법

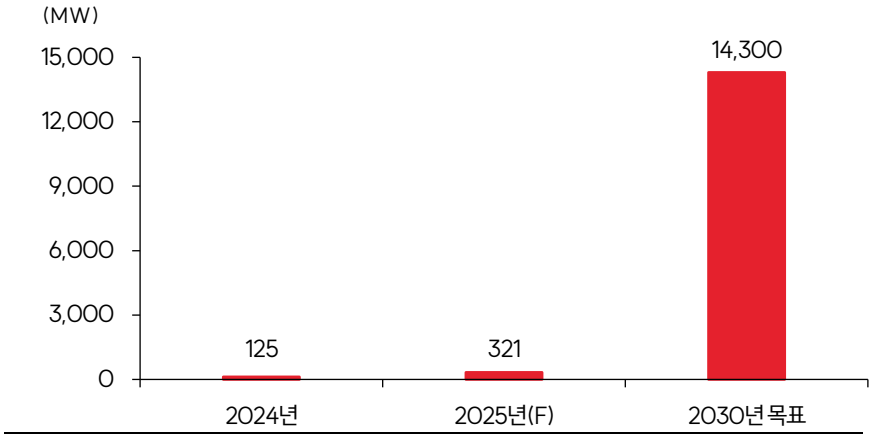
해상풍력 개발업체 수혜 전망

국내 해상풍력은 개별 사업자가 사업 전 과정을 추진하는 방식으로 이뤄진다. 해상풍력 개발에 필요한 입지발굴, 주민수용성확보, 환경영향평가, 군작전성평가 등 30여개에 이르는 인허가 절차를 개별 사업자가 진행해야하는 어려움이 있었다. 특히 해상풍력 사업으로 피해를 보는 어업인과 끊임없는 갈등이 발생하면서 사업진행 속도가 느려졌다.

해상풍력 개발업체(developer)의 사업속도 지연뿐만 아니라 다양한 사회적인 문제가 발생했다. 대표적으로 가성사업자 문제가 있다. 해상풍력 발전사업이 목적이 아니라 실제로는 사업허가 프리미엄을 노리는 명목상 사업자를 의미한다. 마치 재건축 아파트가 안전진단허가, 조합설립인가, 사업시행허가 각 단계가 통과하기를 노리면서 투자하는 것과 비슷하다. 또한 수많은 개별 사업자가 난립하면서 해양자원 난개발 문제 역시 지목받고 있었다.

그 결과 정부의 해상풍력 보급 목표치와 현실 간 괴리가 벌어졌다. 현재까지 해상풍력 누적 설비용량 125MW 을 설치했다. 여기에 추가로 한림해상풍력(100MW), 전남해상풍력(96MW)의 상업운전을 가정하면 25 년 연말 누적 설비용량은 321MW 를 전망한다. 정부의 해상풍력 보급 목표 2030 년 14,300MW 와 비교하면 2.2% 달성에 불과한 현실이다.

해상풍력 목표 vs. 현실

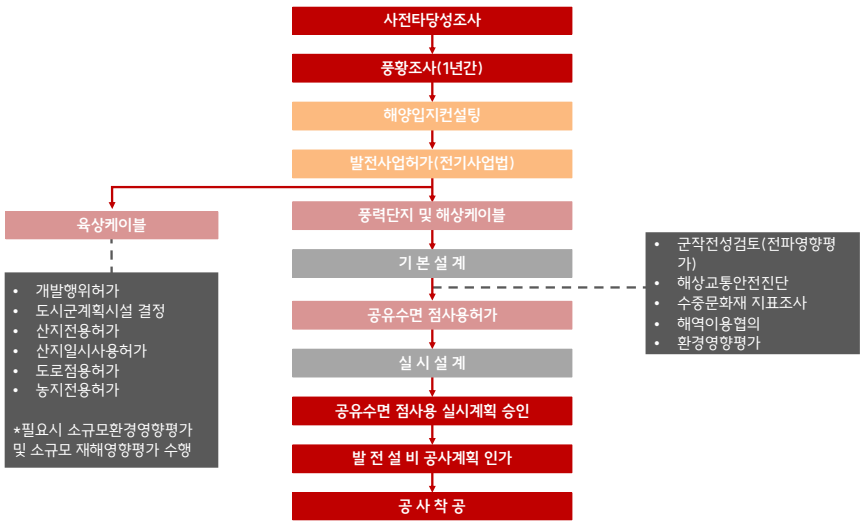


자료: 산업자료, SK 증권

「해상풍력 특별법」은 해상풍력 입지를 정부 주도의 계획 입지 제도로 전환함에 목표가 있다. 정부가 해상풍력 발전에 적합한 지역을 사전에 지정한 다음에 민간 사업자는 그 구역 내에서 사업을 추진하는 구조다.

또한 기존 부처별 개별 심의 방식에서 원스톱(one-stop) 방식의 인허가 시스템 도입을 목표하고 있다. 기존 해상풍력 인허가는 사항에 따라서 환경부, 해수부, 국방부 건건이 협의를 진행해야하는 문제점이 있었다. 이 과정에서 시간이 걸리기 때문에 사업진행속도가 더뎠다. 이를 해결하기 위해서 해상풍력 특별법에는 인허가 절차 간소화 또는 일원화 조항이 포함되었다.

기존 해상풍력 사업 인허가 절차



자료: 기후솔루션

해상풍력 특별법 주요내용 정리

1	정부 주도의 계획입지 제도 도입
2	인허가 일괄처리 체계
3	국무총리 산하 해상풍력발전위원회 설립

자료: SK 증권

2. 전력기기: 단기 Valuation 축소 vs. 사이클 장기화

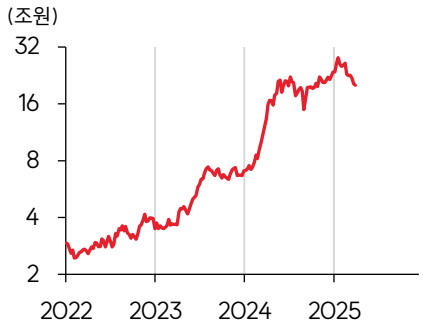
(1) Deep Seek Shock

딥시크 쇼크와 마이크로소프트의 데이터센터 투자 축소 영향으로 전력기기 업체들의 주가는 큰 폭의 조정을 받고 있다. 국내 전력기기 3 사(HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric)의 합산 PER 은 14 배에 거래되고 있는데, AI 인프라 기대감이 반영되었던 22 배와 비교하면 -36% 하락했다. 마찬가지로 해외 전력인프라 종목(ETN, PWR, VRT)역시 PER 이 하락했다.

주가수익률(1Y)를 어닝과 멀티플로 나누면 주가에 대한 직관적인 이해를 할 수 있다. 섹터의 움직임을 확인하기 위해서 주가수익률은 합산 시가총액을 기준으로, 어닝은 컨센서스 당기순이익(Fwd. 12M), 멀티플 변화는 PER 을 사용해서 측정했다. 애널리스트의 컨센서스가 형성된 전력기기 3 사를 분석 대상으로 했다.

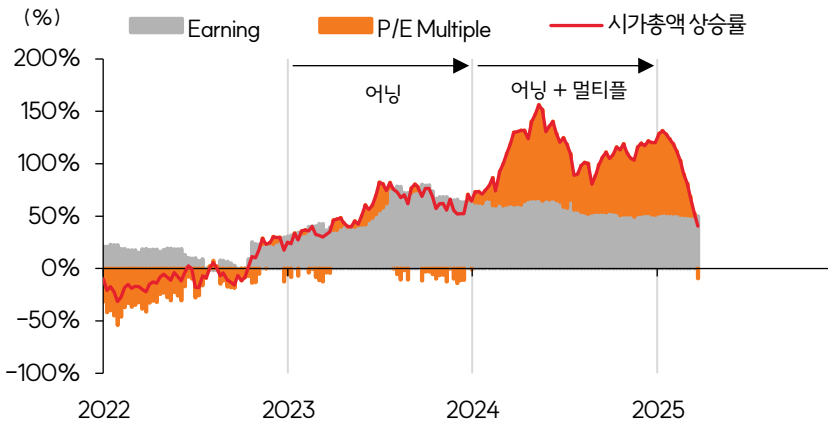
아래 차트를 보면 23 년은 어닝중심의 상승장 이었고, 24 년은 어닝과 멀티플이 각각 절반씩 기여한 양상이었다. 23 년 시가총액은 총 +52% 상승했으며, 당기순이익(Fwd. 12M)은 +63%, 반면 PER 은 -11% 하락했다. 24 년 시가총액 총 122% 상승에서 당기순이익은 +52%, PER 은 64% 상승했다. 반대로 25 년은 AI 인프라 투자에 대한 우려로 PER 축소가 주가하락에 기여했음을 관적으로 확인할 수 있다.

전력기기 3 사 시가총액 차트



자료 : SK 증권
주: Log 차트

전력기기 3 사 시가총액 상승률 분해

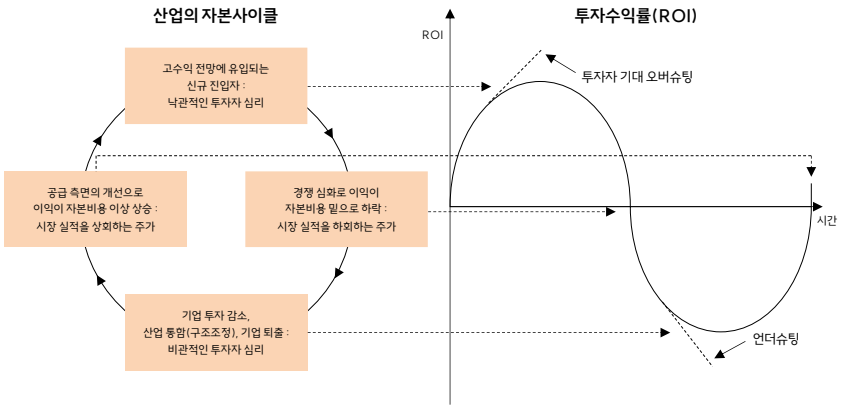


자료: SK 증권
주: HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric 합산
주: Log 수익률 사용

(2) Capital Cycle

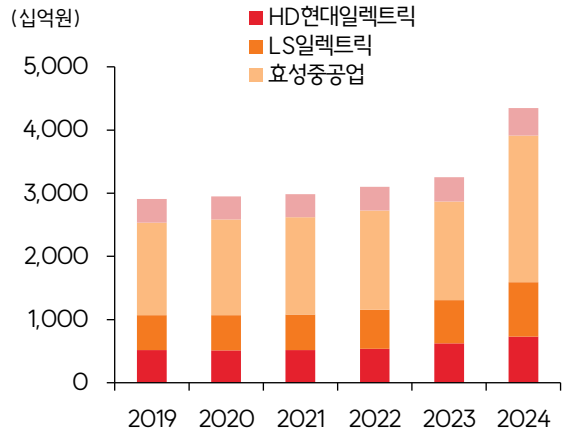
국내 전력기기 업체는 24 년부터 대규모 시설투자 계획을 발표하기 시작했다. 24 년 유형자산 총계는 4.3 조원(YoY +33.6%), CAPEX 는 1.1 조원으로 전년대비 6 배 증가했다. 과거 유형자산 총계가 약 3.0 조원에 머물던 것과 비교하면 24 년에 급증했음을 알 수 있다. 24 년에는 감가상각 대비 CAPEX 지출은 5 배를 기록했다. 절대적으로나 상대적으로 24 년에 시설투자가 진행되었음을 데이터로 확인할 수 있다.

Capital Cycle



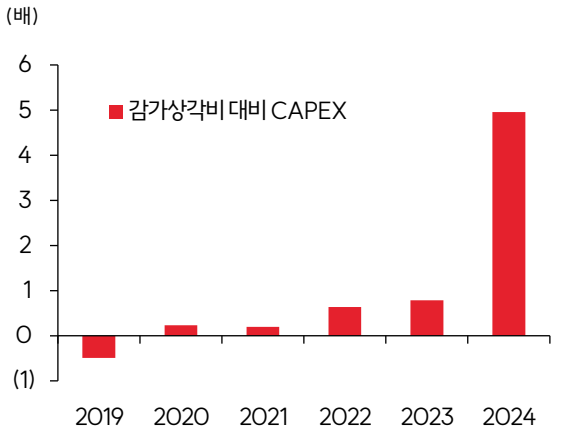
자료: 마라톤 투자자 서한 (원제 Capital Returns)

전력기기 유형자산 변화



자료: SK 증권
주 1: 효성중공업은 중공업 사업부문 비유동자산
주 2: HD 현대일렉트릭, LS 일렉트릭, 일진전기는 연결재무제표 유형자산

감가상각비 대비 CAPEX 배율



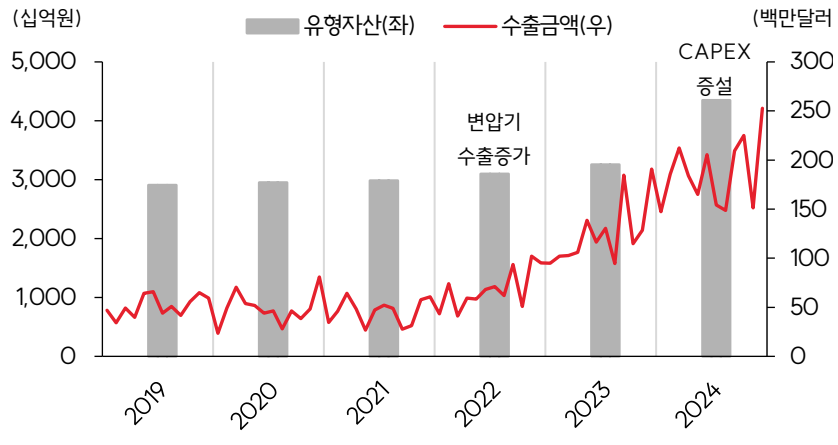
자료: SK 증권

다른 사이클 산업이 업황에 동행(또는 순응)하면서 증설을 결정하는 것과 다르게 전력기기 산업은 업황에 후행해서 CAPEX 결정을 내렸다.

미국의 변압기 수요증가 시점은 22 년 하반기, 국내 전력기기 업체들의 실적개선 시점은 23 년 하반기부터 시작했다. 추측컨데 22 년부터 국내 전력기기업체의 영업조직 안에서는 수주잔고를 통해서 업황개선 조짐을 감지했을 것이라고 생각한다. 그러나 실제 증설은 사이클 시작부터 약 2 년이 지난 시점에서 대규모 시설투자 계획을 발표한 것이다.

업황에 후행하며 증설 결정을 내린 이유는 (1) 다운사이클 트라우마: 국내 전력기기 업체는 2007 년 대규모 증설 결정을 내린 이후에 약 15 년동안 다운사이클을 경험했다. 장기간 산업 구조조정을 거치면서 수요 증가에 대한 확신을 가지기에 충분한 시간이 필요했을 것으로 생각한다. (2) 증설의 지연효과: 경영진이 증설결정을 내리고 실제로 공급이 증가하기까지 시차가 존재한다. 대량생산이 가능한 배전기기는 약 1 년, 주문제작 방식인 송전기기는 약 2~3 년이 소요된다. 공급이 즉시 증가하기 어렵기 때문에, 다시 말하면 수요/공급 예측오차가 크기 때문에 수주잔고가 충분히 쌓여야 경영진이 대규모 증설을 결정할 수 있었을 것이다. (3) 경영 불확실성 확대: 뒤돌아서 보면 전력기기 수요가 급증했지만, 22~24 년 당시로 돌아가면 예측하기 어려운 변수가 많았다. 22 년까지 코로나가 이어지면서 생산차질이 발생하고 있었으며, 24 년에는 미국대선으로 인해서 중요한 의사결정을 미리 내리기 어려웠을 것이다. (4) 24 년부터 개선된 현금흐름: 회계상 매출액, 영업이익은 23 년부터 증가했으나 운전자본이 증가하면서 현금흐름 개선이 더뎠다. 운전자본 증가가 일단락된 24 년부터 현금이 쌓이면서 시설투자자금을 확보할 수 있었다.

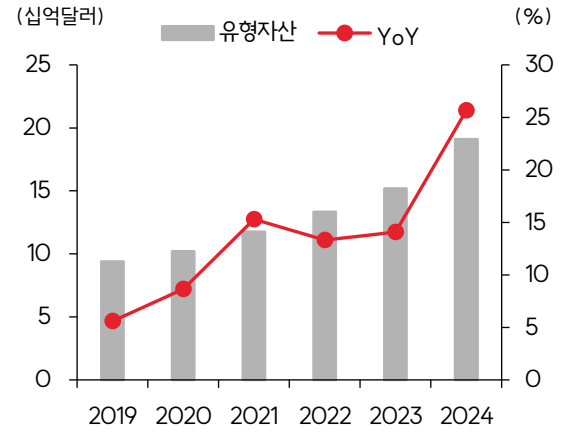
22 년 변압기 수출증가 → 24 년 CAPEX 증설



자료: SK 증권

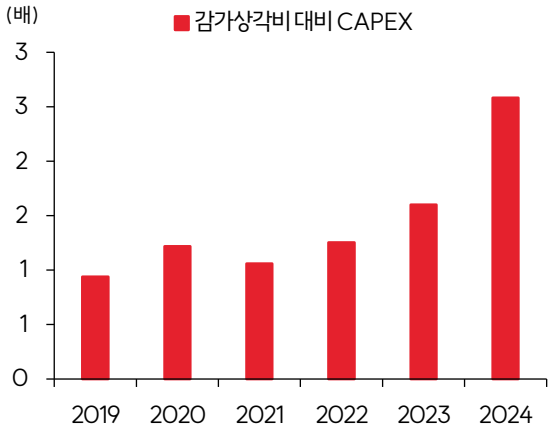
한국과 비슷하게 해외 전력기기업체도 24 년들어 유형자산(PPE)이 증가했다. 24 년 유형자산 총계는 $19.0B(YoY +25.7%), 감가상각비대비 CAPEX 또한 2.6 배를 기록하면서 뚜렷하게 증가했다. 그러나 한국 전력기기 업체와 다르게 21~23 년부터 이미 시설투자 계획이 진행되면서 유형자산 금액이 증가하고 있었다. 한국은 24 년에 급등, 해외는 점진적인 투자계획이 차이점이다.

해외 전력기기 유형자산 추이



자료: SK 증권

감가상각 대비 CAPEX 비율



자료: SK 증권

해외 전력기기 업체 리스트

(백만 달러)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
유형자산	**9,385**	**10,196**	**11,756**	**13,322**	**15,199**	**19,098**
Eaton	4,679	4,667	5,581	6,313	7,031	8,172
WEG	3,981	4,877	5,505	6,283	7,295	9,934
Hubbell	505	439	460	528	653	727
Powell Industries	121	114	109	99	98	103
Fortune Electric	74	75	77	69	73	86
Hammond Power Solutions	25	24	24	31	50	77
CAPEX	**734**	**989**	**946**	**1,165**	**1,610**	**3,284**
Eaton	266	166	300	332	451	525
WEG	439	896	628	778	1,012	2,639
Hubbell	3	-67	21	69	125	74
Powell Industries	-8	-6	-5	-11	-1	6
Fortune Electric	30	1	2	-9	4	13
Hammond Power Solutions	4	-1	1	6	19	27
감가상각비	**1,556**	**1,618**	**1,779**	**1,854**	**2,001**	**2,530**
Eaton	781	812	893	931	1,005	1,272
WEG	211	195	202	195	204	220
Hubbell	397	451	520	566	628	812
Powell Industries	151	145	149	149	150	212
Fortune Electric	12	11	10	9	9	7
Hammond Power Solutions	4	4	5	5	6	7

자료: SK 증권

주: Eaton 은 Electrical America, Electrical Global 사업부문 데이터, 나머지는 전사 유형자산(PPE)

3. Top Pick: 한국전력

1Q25 매출액 24 조 2,240 억원(YoY +4.0%), 영업이익 3 조 7540 억원(YoY +189.0%, OPM 15.5%)를 기록했다. 컨센서스 영업이익 3조 8,591억에 부합하는 실적이다. 수출경기 부진으로 인해서 산업용 전기요금 판매량 70TWh(YoY -3.6%)으로 감소하면서 전체 전력 판매량(141TWh, YoY -0.5%)은 감소했다. 그러나 산업용 전기요금 인상의 영향으로 전력판매단가는 170 원/kWh(YoY +5.3%)를 기록했다.

미국의 보편 관세 영향으로 경기부진에 대한 우려 때문에 국제 에너지가격이 하락하고 있다. 이 영향으로 1Q25 의 전력조달단가는 143 원 kWh(YoY -5.6%)으로 하락추세가 이어지고 있다. 결론적으로, 전기요금인상/연료비하락의 영향으로 Spark Spread 는 27 원/kWh 수준으로 호실적 이어졌다.

25 년 영업이익 13 조 4,240 억원(YoY +60.5%, OPM +13.8%)를 전망한다. 전기요금이 인상되면 24 년은 흑자전환, 국제 에너지가격 하락의 영향으로 25 년은 영업이익 성장이 기대된다. 동사의 주가는 영업이익에 밀접하게 움직이고 있기 때문에 주가상승여력이 충분하다고 판단한다. 25 년기준 PBR 0.4 배, 26 년 0.3 배에서 거래가 되고 있다. 과거 동사의 역사적인 PBR 이 0.2~0.5 배에서 거래되고 있었음을 감안한다면 영업이익 개선이 주가에 온전히 반영된 것은 아니라고 생각한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	60,674	71,258	88,219	93,399	97,215	99,729
영업이익	십억원	-5,846	-32,655	-4,542	8,365	13,424	14,303
순이익(지배주주)	십억원	-5,305	-24,467	-4,823	3,492	7,289	7,861
EPS	원	-8,263	-38,112	-7,512	5,439	11,354	12,245
PER	배	-2.7	-0.6	-2.5	3.7	2.4	2.2
PBR	배	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	15.8	-6.6	17.0	6.5	5.9	5.7
ROE	%	-8.0	-46.9	-12.6	9.2	16.8	15.4

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도