

2012. 12. 12

**유틸리티**  
**독립발전**

유틸리티/운송/자원개발 담당 주익찬  
Tel. 368-6099  
[icjo@eugenefn.com](mailto:icjo@eugenefn.com)

# Glossary

용어	정의
<b>&lt; 발전 용어 &gt;</b>	
첨두발전 (Peak Load)	발전기의 시작과 정지에 필요한 시간이 작으며, 발전원가가 높아, 필요할 때에만 가동하는 발전 형식, 천연가스, 중유, 신재생 발전 등이 이에 해당
기저발전 (Base Load)	발전기의 시작과 정지에 많은 시간이 소요되며, 발전원가가 낮아, 가동률이 높은 발전 형식, 원자력과 석탄 발전이 이에 해당
IPP (Independent Power Producer)	한국전력이 아닌 발전사
SMP(System Marginal Price)	한국전력이 발전사들에게 지급하는 연료비 보상 성격의 전기거래가격
O/H (Overhaul)	계획예방정비공사
O&M (Operations and Maintenance)	운전과 정비
<b>&lt; 전력 단위 &gt;</b>	
W (Watt)	발전 용량의 단위
kW (Kilo Watt)	1000 W
MW(Mega Watt)	1,000,000 W
GW(Giga Watt)	1,000,000,000 W
Wh (Watt-Hour)	1W의 발전기를 1시간 가동할 경우의 발전량
kWh (Kilo Watt-Hour)	1000 Wh
MWh(Mega Watt-Hour)	1,000,000 Wh
GWh(Giga Watt-Hour)	1,000,000,000 Wh

# Summary

**독립 발전사들의 발전량 증가 예상:** (1) 정부의 원전 안전 강화 정책으로, 과거 평균보다 원전 가동률 낮을 전망, (2) 겨울 기온 하락

- 침두 발전량은, 전력 수요가 증가하면, 증가
- 2012~2013년 겨울 기온은 전년보다 낮을 전망이어서, 최대전력 수요는 증가 예상
- 6차 전력 계획에서 기저 발전소의 대폭 증설이 결정되어도, 독립발전사들 영업이익에는 2019년 이후에나 영향 미칠 전망
- 이유는, 기저 발전소의 건설기간이 6~10년이기 때문

**독립발전사 영업이익은, (1) 발전량 증가와, (2) SMP(System Marginal Price) 상승으로, 증가 전망**

- 발전용량 여유 있을 경우: 독립발전사 발전량 증가
- 발전용량이 제한되어 전력예비율이 하락할 경우: SMP 상승

**지역난방공사(071320.KS): 단기로는 원전 가동률 하락으로, 장기로는 발전설비 증설로, 이익 성장 지속 전망**

- 단기 이익 증가 요인: 원전 가동률 하락에 의한 LNG 발전량 증가와 전기판매가격 상승
- 한국 정부의 원전 안전 강화 정책으로, 낮은 원전 가동률 하락이 지속되어, 이를 대체하는 LNG 발전 수요 증가 예상
- LNG 등 침두 발전량 증가로 최고 발전원가가 상승해, SMP와 전기판매가격 상승 전망
- 장기 이익 증가 요인: 발전 용량이 2010년말 0.8 GW에서 2016년말 2.5GW로 증가하여, 전기 판매량과 매출액이 증가할 전망

**삼천리(004690.KS): 도시가스사에서 발전사로 성장**

- 이익 성장 요인 (1): 집단에너지(발전 포함) 사업 이익 증가로, 삼천리 2020년 순이익은 2012년의 2배 이상으로 성장할 전망
- S-Power와 광명 보금자리 사업의 발전 부문 이익 기여도가 클 전망
- 이익 성장 요인 (2): 삼천리가 참여하는 집단에너지 사업들이 삼천리 공급권역에 위치하여, 삼천리 천연가스 신규 공급 증가로, 순이익 증가 예상
- S-Power와 광명 보금자리 천연가스 소비량은 2012년 삼천리 예상 판매량의 각각 20.7%(=8.0/38.7) 추정

**한전KPS(051600.KS): 장단기 발전 정비량 증가로, 주당 배당금 성장 지속 전망**

- 주당 배당금은, 순이익 증가로 2015년 이후에도 증가할 것으로 예상
- 단기 정비량 증가 이유: (1) 원전 안전 강화 정책으로 원전 정비량 증가, (2) 이로 인한 침두 발전소 가동률 상승으로 인해, 침두 발전소 정비 주기 축소
- 장기 정비량 증가 이유: (1) 6차 전력수급계획에 의한 발전소 건설 증가로, 정비용량 증가, (2) 해외 정비 수주 증가
- 2012년 해외 정비 수주액은 2011년까지 연간 최고치의 6배로, 해외 정비 사업의 매출총이익률은 국내의 2배 정도여서 긍정적





## Contents

Summary	3
<b>I. 독립 발전사들의 발전량 증가 예상: (1) 원전 가동률 하락</b>	6
I-1. 정부의 원전 안전 강화로, 과거 평균보다 낮은 원전 가동률이 지속될 전망	
I-2. 침두 발전량 증가 전망	
<b>II. 독립 발전사들의 발전량 증가 예상: (2) 겨울 기온 전년대비 하락</b>	11
<b>III. 6차 전력 계획에서 기저 발전소의 대폭 증설이 결정되어도, 독립발전사에는 2019년 이후부터 영향</b>	13
III-1. 이유는, 기저 발전소의 건설기간이 6~10년이기 때문	
III-2. 일부 주민들이 기저발전 건설에 반대	
<b>IV. 독립발전사 영업이익 증가 전망</b>	16
IV-1. 발전용량이 여유 있을 경우: 침두 발전량 증가	
IV-2. 발전용량이 부족할 경우: 전력예비율 하락으로, SMP 상승	
<b>기업분석</b>	19
지역난방공사(071320.KS)	
삼천리(004690.KS)	
한전 KPS(051600.KS)	



# I. 독립 발전사들의 발전량 증가 예상: (1) 원전 가동 률 하락

## I-1. 정부의 원전 안전 강화로, 과거 평균보다 낮은 원전 가동률이 지속될 전망

원자력안전위원회는 원전 부품들의 적격 여부와 한국수력원자력의 발주, 제작, 납품, 설치, 교체 등 원전 부품 공급 단계별로 품질 관리를 조사 시작했으며, 원전부품 전수조사를 모든 원전으로 확대할 계획인 것으로 판단된다.

2012년 11월 27일 기준, 총 24기 원전 중 15기가 정상적인 출력을 내고 있는 것으로 판단된다. 영광 3, 5, 6호기, 울진 4, 6호기, 월성 1호기가 정비 중이고, 월성 2호기의 출력은 매우 낮으며, 신월성 2호기는 시험 운전 중이다.

도표 1 한국전력의 원전 가동 현황 ( 2012.11.27 22:54:00 기준)

원전	호기	원자로출력 %	발전용량 MW	현황
고리	1	100	587	정상운전 중입니다.
	2	100	650	정상운전 중입니다.
	3	100	950	정상운전 중입니다.
	4	100	950	정상운전 중입니다.
영광	1	95	950	정상운전 중입니다.
	2	97	950	정상운전 중입니다.
	3	0	1,000	계획 예방정비로 정지 중입니다.
	4	99	1,000	정상운전 중입니다.
	5	0	1,000	계획 예방정비로 정지 중입니다.
	6	0	1,000	계획 예방정비로 정지 중입니다.
울진	1	100	950	정상운전 중입니다.
	2	100	950	정상운전 중입니다.
	3	100	1,000	정상운전 중입니다.
	4	0	1,000	계획 예방정비로 정지 중입니다.
	5	100	1,000	정상운전 중입니다.
	6	0	1,000	계획 예방정비로 정지 중입니다.
월성	1	0	679	계획 예방정비로 정지 중입니다.
	2	1	700	정상운전 중입니다.
	3	97	700	정상운전 중입니다.
	4	93	700	정상운전 중입니다.
신고리	1	100	1,000	정상운전 중입니다.
	2	100	1,000	정상운전 중입니다.
신월성	1	100	1,000	정상운전 중입니다.
	2	0	1,000	시험 운행 중입니다.
평균/합계			21,716	

자료: NSIC, 유진투자증권



현재의 정비 계획대로라면, 원전 가동 호기는 2012년 11월 27일 15기에서 2012년 12월 말에는 21기로 증가될 계획이지만, 원전 부품 전수 조사 등으로, 가동 호기는 계획보다 작을 것으로 예상된다.

**도표 2 원전 정비 계획: 고리**

구분	2012												1	2	3		
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9					
고리	1호기				02/01~03/01 29 29차												
	2호기					03/07~04/15 39.1 25차											
	3호기										09/03~11/19 77 21차						
	4호기	10/17~10/09 28 0차														01/22~03/01 37.5 21차	
신고리	1호기				01/02~02/16 44.9 01차												
	2호기																

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

**도표 3 원전 정비 계획: 영광**

구분	2012												1	2	3		
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9					
영광	1호기				02/23~03/21 27.5 20차												
	2호기	10/01														02/01~04/01 67 20차	
	3호기											10/18~01/09 83.5 14차					
	4호기									06/06~07/15 39.2 13차							
	5호기							04/30~05/29 25.3 08차									
	6호기												11/06~12/14 38.1 08차				

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권



**도표 4 원전 정비 계획: 월성**

구분	2012																	
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
월성	1호기									06/25~07/26								
	2호기				02/06~03/02													
	3호기					03/17~04/13												
	4호기		11/26~12/21															02/23~

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권

**도표 5 원전 정비 계획: 울진**

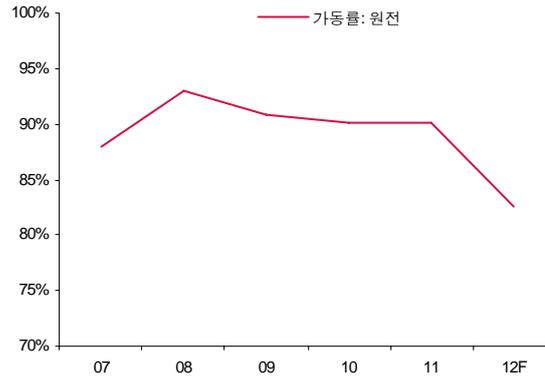
구분	2012																	
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
울진	1호기					03/03~05/18												
	2호기	11/14~11/26																
	3호기									06/30~10/12								
	4호기	09~12/26																
	5호기		11/24~12/22															
	6호기														10/25~11/30			

자료: 한국수력원자력, 유진투자증권



이에 따라, 원전 가동률은 낮아지고 있으며, 2013년 원전 가동률은, 2012년보다 낮을 전망이다.  
원전 가동률은, 2011년까지는 90% 이상이였다.

**도표 6 원전 가동률**



자료: 한국전력, 유진투자증권

**도표 7 한국전력의 원전 고장 회수**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
고리1호기	2	1	3	0	1	1	0	1	1	1
고리2호기	2	0	1	0	2	1	1	2	1	0
고리3호기	1	1	1	1	1	3	1	1	2	0
고리4호기	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
울진1호기	3	0	0	3	2	2	0	0	1	1
울진2호기	1	1	3	3	2	0	0	0	0	1
울진3호기	0	0	3	1	0	0	0	0	0	0
울진4호기	1	1	0	1	2	1	1	0	0	0
울진5호기	0	5	2	0	0	0	1	0	0	0
울진6호기	0	0	2	1	1	0	0	0	1	1
월성1호기	0	1	3	0	0	0	0	0	1	2
월성2호기	1	2	0	1	0	1	1	0	0	0
월성3호기	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0
월성4호기	1	0	0	0	2	0	1	0	1	1
영광1호기	4	0	0	1	1	0	1	0	0	0
영광2호기	0	1	1	1	2	0	1	1	0	0
영광3호기	1	0	0	2	1	0	0	2	0	0
영광4호기	1	1	0	0	0	2	0	0	0	0
영광5호기	3	2	0	2	1	1	1	1	2	2
영광6호기	0	0	1	0	0	1	2	0	0	1
신고리1호기	0	0	0	0	0	0	0	6	2	1
신고리2호기	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
신월성1호기	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
총발생횟수	23	18	21	19	20	14	11	14	12	16
가동호기수	19	20	20	20	20	20	20	21	22	23
<b>발생빈도</b>	<b>1.21</b>	<b>0.9</b>	<b>1.05</b>	<b>0.95</b>	<b>1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.55</b>	<b>0.67</b>	<b>0.55</b>	<b>0.7</b>

자료: OPIS, 유진투자증권



## I-2. 침두 발전량 증가 전망

원전 가동률 하락으로, LNG와 중유발전 등의 침두 발전량은 증가할 전망이다. 2012년 기준 독립 발전사들은 대부분 침두 발전이어서, 독립 발전사들의 발전량이 증가할 전망이다.

침두 발전량은, 원전 1GW 1기가 가동 정지되면, 6.8% 증가하는 경향이 있다.

**도표 8 원전 1GW 가동 연간 중지되면, 침두 발전량은 6.8% 증가**

내용	단위		원전 가동 중지 전	원전 가동 중지 후	참고
가동 중지 원전 용량	GW	A	1		
원전 가동률	%	B	90%		
연간 원전 발전 감소량	TWh	$C=A*B*24*365$	8		
침두발전량 비중	%	G	25%	27%	
침두발전량	TWh	$H=G*D$	117	125	
침두발전량 증가율(=PP 발전량 증가율)	%	$J=C/H$	6.8%		

자료: 유진투자증권



## II. 독립 발전사들의 발전량 증가 예상: (2) 겨울 기온 전년대비 하락

첨두 발전량은, 전력 수요가 증가하면, 증가하는 경향이 있다. 이유는, 기저 발전 가동률은 거의 최대치여서 기저 발전량은 더 증가하기 어렵기 때문이다.

겨울철 최대전력 수요는 기온이 낮을수록 증가하는 경향이 있는 것으로 판단되는데, 2012~2013년 겨울 기온은 전년보다 낮을 전망이어서, 최대전력 수요는 증가할 것으로 예상된다.

기상청에 따르면, 2012년 12월 기온은 평년(-3~6℃)보다 낮고, 2013년 1월 기온은 평년(-5~3℃)과 비슷할 것으로 예상되고, 2013년 2월 평년(-2~5℃)보다 높을 전망이다. 그런데, 2013년 2월의 경우에도, 전력 소비량 비중이 높은 서울, 경기 지역의 기온은 전년과 비슷할 것으로 예상되어, 12~2월 서울 평균 기온은 전년보다 낮을 전망이다.

도표 9 2012년 겨울 평균 기온 전망



자료: 기상청(2012년 11월 23일 기준), 유진투자증권

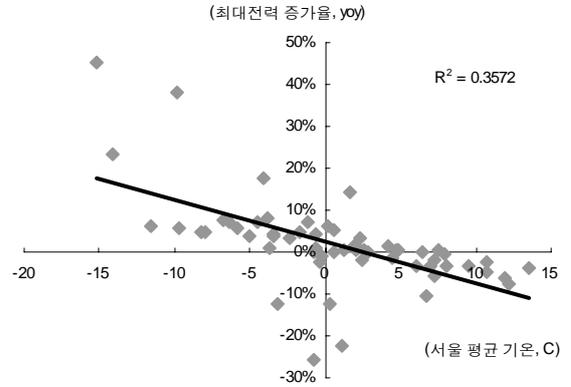


**도표 10 겨울철 최대전력 수요는 기온이 낮을수록 증가 (2012.1.1~2012.2.28)**



자료: KPX, Bloomberg, 유진투자증권

**도표 11 겨울철 최대전력 수요는 기온이 낮을수록 증가 (2012.1.1~2012.2.28)**



자료: KPX, Bloomberg, 유진투자증권



### III. 6차 전력 계획에서 기저 발전소의 대폭 증설이 결정되어도, 독립발전사에는 2019년 이후부터 영향

#### III-1. 이유는, 기저 발전소의 건설기간이 6~10년이기 때문

석탄화력 발전소의 건설기간은 평균 6년, 원자력 발전소는 평균 10년이기 때문이기 때문에, 2012년말에 기저발전소(baseload, 원자력 또는 석탄 화력 발전소)의 대폭 증설이 결정되어도, 독립발전사들의 발전량에 영향을 미치는 시기는 향후 6~10년 이후이므로, 당분간은 큰 영향이 없을 전망이다.

도표 12 발전소 건설 기간

	착공	준공	공사 기간(년)
신고리 2	'05.1	'12.6	10
신월성 #1,2	'05.10	'13.1	10
신고리 #3,4	'07.9	'14.9	10
신울진 #1,2	'10.4	'18.4	11
<b>원자력 평균</b>			<b>10</b>
영흥화력	'10.12	'14.12	6
당진화력	'11.6	'16.6	7
신보령화력	'11.11	'17.6	8
태안GCC	'11.11	'15.11	6
<b>석탄 화력 평균</b>			<b>6</b>
인천복합	'10.9	'12.12	3
포스코복합			
오성복합	'10.5	'13.1	4
GS당진발전소	'11.3	'13.8	3
포천복합	'11.9	'14.11	4
포항부생복합	'12.2	'14.1	3
<b>복합 또는 천연가스 화력 평균</b>			<b>4</b>

자료: KPX, 유진투자증권



6차 전력수급계획에는, 한국의 현재 발전용량보다 큰 92GW의 발전소 건설의향이 제출된 것으로 판단된다. 모두 허가되지는 않겠지만, 현재의 낮은 전력 예비율을 고려하면, 신청 용량의 약 10%는 허가될 것으로 예상된다.

**도표 13 6차 전력수급기본계획에 제출된 것으로 추정되는 발전소 건설 의향 (2013-2027년)**

발전사업자	발전종류	위치	용량 MW
한국남부발전	복합	영월	4,000
한국남부발전	복합	삼척	2,000
한국서부발전	복합	군산	9,000
군장에너지	석탄	전북 군장	5,000
대림 대우 건설 컨소시엄	석탄	고성	4,000
대림산업	석탄	고성	3,000
동부발전당진	석탄	충남 당진	2,000
동양	석탄	동양 시멘트 광구 부지	2,000
삼성물산	석탄	강릉	2,000
애즈워드트러스트	석탄	강원도 고성	5,000
애즈워드트러스트	석탄	전남 고흥	2,000
한국동서발전	석탄	남해	2,000
한양	석탄	전남 여수	2,000
현대건설	석탄	경북 포항	2,000
GS에너지	석탄	전남여수	2,000
MPC 울촌전력	석탄	전남 해남	5,000
SK E&S	석탄	전북 김제	6,000
SK건설	석탄	고성 삼천포	2,000
STX	석탄	삼척	4,000
포스코파워	원자력	삼척	2,800
한수원	원자력	삼척, 영덕	9,000
동부건설	화력	삼척	2,000
동양파워	화력	삼척	4,000
삼성물산	화력	감척	2,000
포스코건설	화력	전남 고흥	2,000
포스코파워	화력	삼척	4,000
한국중부발전	화력	서천	2,000

자료: 언론들, 유진투자증권



### III-2. 일부 주민들이 기저발전 건설에 반대

“제6차 전력수급기본계획”에서의 민자 석탄발전 허가 용량은, 신청 용량보다 작을 것으로 전망이다. 이유는, 민자 석탄발전 사업 추진 시에는, 주민 또는 지방자치단체들의 동의가 중요한데, 언론에 따르면 일부 주민 또는 지방자치단체들의 반대가 있기 때문이다.

남해 에너지파크와 전남 고흥군이 그 사례들이다.

#### (1) 주민 반대: 남해 에너지파크

경남 남해군은 10월 17일 군내 투표소에서 남해 에너지파크 유치 동의에 대한 주민투표를 실시했는데, 전체 유권자 42,055명 중 53.2%인 22,367명이 투표 참여, 이 중 반대가 11,380표로, 주민투표에서 부결된 것으로 판단된다. 언론에 따르면, 남해군수는 “남해에너지파크 유치는 군민들의 뜻에 따라 전면 백지화할 것”, “석탄발전소 관련 어떠한 제안이 들어오더라도 결코 수용하지 않을 것”라고 언급한 것으로 판단된다. 남해에너지파크는 경남 남해군 서면에 4GW의 석탄 발전소를 조성하는 사업이다. 한국동서발전과 포스코건설이 참여할 예정이었다.

#### (2) 주민 반대: 전남 고흥군

포스코건설은 나로우주센터가 위치한 봉래면에 7조원을 투자해 4GW 석탄발전소를 건설계획 발표했으나, 10월 16일 전남 고흥군 주민들의 반대로 포기한 것으로 판단된다.

#### (3) 지방자치단체 반대: 여수

여수시의회도 전남 여수시가 제출한 석탄발전소 건설의향서 동의안을 심의한 결과, 호남화력을 대체하는 500MW급 건설은 찬성하지만, 신규 또는 증설에는 반대한 것으로 판단된다. 이유는 공유수면 매립과, 환경 문제 때문이다.



## IV. 독립발전사 영업이익 증가 전망

### IV-1. 발전용량이 여유 있을 경우: 침두 발전량 증가

독립 발전사들의 영업이익은, (1) 발전량 증가와, (2) SMP(System Marginal Price) 상승으로 증가할 것으로 예상된다.

발전량 증가는 한국 총 발전용량이 여유가 있을 경우이고, SMP 상승은 발전용량이 제한되어, 전력예비율이 하락할 경우이다.

1GW 원전이 가동 정지되면, 독립 발전사들의 발전량(또는 침두 발전량)은 6.8% 증가하여, 독립 발전사들의 매출액과 영업이익도 6.8% 증가할 것으로 판단된다.

도표 14 발전용량이 여유 있을 경우, 원전 1GW 가동 연간 중지되면, 독립 침두 발전사들의 연간 매출액과 영업이익은 6.8% 증가

내용	단위		원전 가동 중지 전	원전 가동 중지 후	참고
가동 중지 원전 용량	GW	A	1		
원전 가동률	%	B	90%		
연간 원전 발전 감소량	TWh	$C=A*B*24*365$	8		
한국 발전량	TWh	D	467	467	
침두발전량 비중	%	G	25%	27%	
침두발전량	TWh	$H=G*D$	117	125	
<b>침두발전량 증가율(=IPP 발전량 증가율)</b>	<b>%</b>	<b><math>J=C/H</math></b>	<b>6.8%</b>		
IPP 매출액 증가율	%	=J	6.8%		
IPP 영업이익 증가율	%	=J	6.8%		

자료: 유진투자증권



## IV-2. 발전용량이 부족할 경우: 전력예비율 하락으로, SMP 상승

원자력발전소가 가동 정지되거나, 기온 하락 등으로 전력 공급이 1GW 작아지면, 독립발전사들의 영업이익률은 1.9%p 상승하여, 영업이익은 19% 증가할 것으로 판단된다.

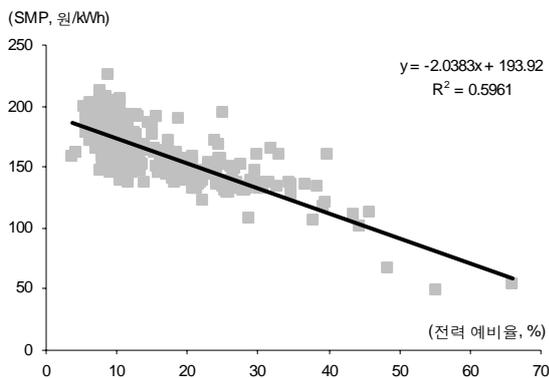
이유는, 한국전력이 독립 발전사들에게 지급하는 SMP(System Marginal Price)가, 1GW 원전이 가동 정지되어 전력 예비율이 1.7%p 하락하면, 1.9% 상승하기 때문이다. 영업이익률 상승폭은 SMP 상승률과 같은 1.9%일 것으로 판단된다. 독립발전사들의 평균 영업이익률은 10%이므로, 1GW 원전 가동 정지 이후의 독립발전사 영업이익률은 11.9%로 높아질 것으로 추정된다.

도표 15 원전이 가동 중지되거나, 기온 하락 등으로 1GW의 전력 공급이 부족하면, 독립 철두 발전사들의 연간 영업이익은 19% 증가

내용	단위		원전 가동 중지 전	원전 가동 중지 후	참고
가동 중지 원전 용량	GW	A	1		
원전 가동률	%	B	90%		
연간 원전 발전 감소량	TWh	C=A*B*24*365	8		
철두발전량 비중	%	G	25%	27%	
철두발전량	TWh	H=G*D	117	125	
철두발전량 증가율(=IPP 발전량 증가율)	%	J=C/H	6.8%		
한국 발전량	TWh	D	467	467	
전력예비율 하락 폭	%	E=C/D	1.7%		
SMP 상승률(=IPP 판매가격 상승률 = IPP 영업이익률 상승 폭)	%p	F=E*1.15	1.9%		1.15는 탄성치
IPP 매출액 증가율	%	=F	1.9%		
IPP 평균 영업이익률	%	L	10%		
IPP 영업이익 증가율	%	M=F/L	19.0%		

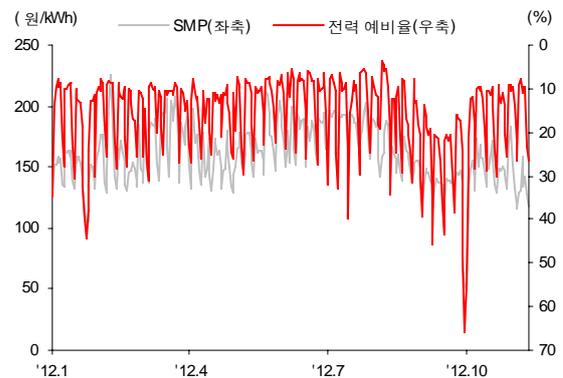
자료: 유진투자증권

도표 16 전력예비율이 낮을수록, 전력거래소의 SMP(System Marginal Price)는 상승



자료: KPX, 유진투자증권

도표 17 전력예비율이 낮을수록, 전력거래소의 SMP(System Marginal Price)는 상승



자료: KPX, 유진투자증권



**EUGENE**  
your best  
partner.



## 기업분석

### 지역난방공사(071320.KS)

BUY(유지) / TP 140,000원(상향)

단기로는 원전 가동률 하락으로, 장기로는 발전설비 증설로, 이익 성장 지속 전망

### 삼천리(004690.KS)

BUY(유지) / TP 160,000원(상향)

도시가스사에서 발전사로 성장

### 한전KPS(051600.KS)

BUY(유지) / TP 74,000원(상향)

6차 전력계획으로 발전소 증가, 원전 안전 강화, 해외 정비 수주의 3박자로 이익 증가

your best  
partner

유진투자증권





# 지역난방공사(071320.KS)

유틸리티/자원개발/운송 담당 주익찬  
Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 단기로는 원전 가동률 하락으로, 장기로는 발전설비 증설로, 이익 성장 지속 전망

- 목표주가 95,000원 → 140,000원으로 상향
  - 목표주가 상향 이유는, (1) 단기적으로는, LNG 발전량 증가와 SMP 상승으로, (2) 장기적으로는 2016년까지 설비 증설로 인해, 향후 이익 증가가 예상되기 때문
  - 목표주가는 현재가치로 할인한 순이익이 가장 클 것으로 예상되는 2016년 예상 EPS에, KOSPI 예상 평균 PER 10.0배를 곱한 후, 현재가치로 할인한 값
  - 주가는 단기와 장기 이익 증가 요인으로, 추가 상승할 것으로 예상
- 단기 이익 증가 요인: 원전 가동률 하락에 의한 LNG 발전량 증가와 SMP 상승
  - 발전량 증가 이유는 한국전력의 원전 가동률 하락으로, 이를 대체하는 LNG 발전 수요가 증가했기 때문
  - 한국 정부의 원전 안전 강화 정책으로, 낮은 원전 가동률 하락이 지속될 것으로 예상
  - 전기 판매가격 상승은 한국전력거래소의 SMP(System Marginal Price)가 상승할 것으로 예상되기 때문
  - SMP는 한국전력이 필요한 전력을 구입할 때 가동되는 가장 발전원가가 높은 발전기의 발전원가로, 첨두 발전량이 증가하면 최고 발전원가가 상승해 SMP도 상승
- 장기 이익 증가 요인: 2016년까지 발전 설비 증설
  - 발전 용량이 2010년말 0.8 GW에서 2016년말 2.5GW로 증가하여, 전기 판매량과 매출액이 증가할 전망
  - 2012년 10월 광고 발전소(141MW, 2011년 말 발전용량의 10.2%) 가동 시작
  - 2015년 10월에는 동탄2 발전소(847MW, 2011년 말 발전용량의 60.0%)가 신규 가동될 전망
- 발전 부문 매출총이익 비중이 2016년 기준 73%로, 독립발전사들 중 가장 높아, 첨두 발전 이익 증가 수혜 가장 클 전망

## BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 140,000원  
현재주가(12/11) 73,300원

Key Data	(기준일: 2012. 12.11)
KOSPI(pt)	1,964.6
KOSDAQ(pt)	481.6
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	848.7
52주 최고/최저(원)	85,000 / 47,300
52주 일간 Beta	0.24
발행주식수(천주)	11,579
평균거래량(3M,천주)	19
평균거래대금(3M,백만원)	1,397
외국인 소유지분율(%)	1.5
주요주주지분율(%)	
정부외 2인	75.0

Company Performance		1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)					
절대수익률	-3.3	15.3	35.0	26.6	
KOSPI 대비 상대수익률	-6.5	12.9	29.8	21.8	

Financial Data(IFRS 연결)		2011	2012F	2013F
결산기(12월)				
매출액(십억원)	2,134.0	2,773.4	2,974.8	
영업이익(십억원)	74.3	204.6	248.1	
세전계속사업손익(십억원)	(5.8)	114.7	157.7	
당기순이익(십억원)	(7.7)	98.6	141.9	
EPS(원)	271	8,747	12,259	
PER(배)	230.6	8.4	6.0	
ROE(%)	-0.6	6.9	9.2	
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	

자료: 유진투자증권



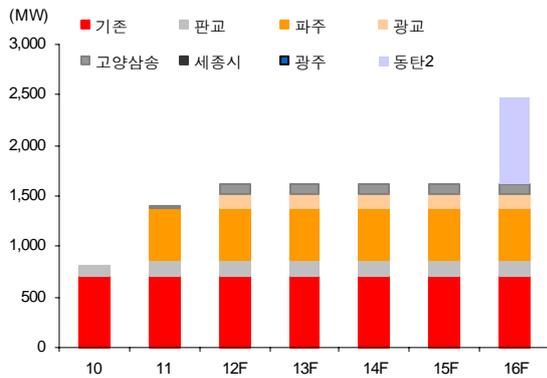
## 장기 이익 성장 요인: 설비 증설

지역난방공사의 설비 증설로 매출액과 영업이익이 2016년까지 지속적으로 증가할 전망이다.

지역난방공사의 발전 용량이 2010년말 0.8 GW에서 2016년말 2.5GW로 증가할 전망이다. 2012년 10월 141MW(2011년말 용량의 10.2%)의 광교 발전소가 가동 시작되었고, 2015년 10월에는 동탄2 발전소 (847MW, 2011년 말 발전용량의 60.0%)가 신규 가동될 전망이다.

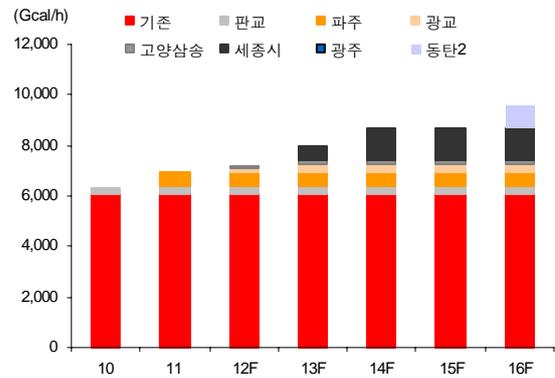
열 설비 용량도 2010년말 6.4Tcal/h에서 2016년말 9.7Tcal/h로 증가할 전망이다.

도표 18 발전 설비 용량 증가 전망: 2012년 10월 141MW(2011년말 용량의 10.2%)의 광교 발전소 가동 시작



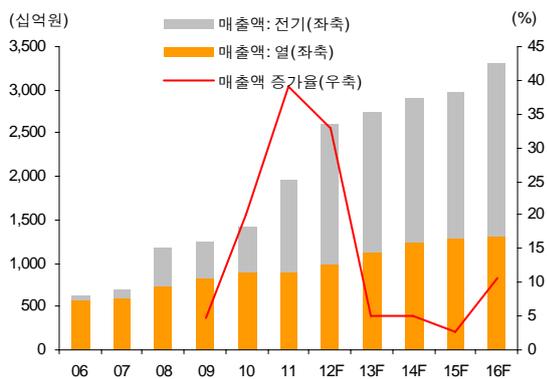
자료: 지역난방공사, 유진투자증권

도표 19 열 설비 용량도 지속 증가 전망



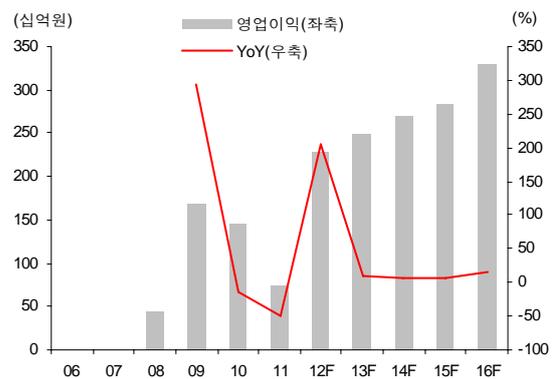
자료: 지역난방공사, 유진투자증권

도표 20 설비 증설로 매출액 증가할 전망



자료: 지역난방공사, 유진투자증권

도표 21 영업이익도 증가할 전망



자료: 지역난방공사, 유진투자증권



목표주가는 현재가치로 할인한 순이익이 가장 클 것으로 예상되는 2016년 예상 EPS에, KOSPI 예상 평균 PER 10.0배를 곱한 후, 현재 가치로 할인한 값이다.

도표 22 Valuation (IFRS 연결 기준)

	단위	10	11	12F	13F	14F	15F	16F
매출액	십억원	1,533	2,134	2,773	2,975	3,128	3,214	3,558
열	십억원	909	904	986	1,129	1,241	1,281	1,321
전기	십억원	517	1,065	1,611	1,611	1,653	1,698	2,002
냉수	십억원	9	12	23	35	35	35	35
		0	0	0	0	0	0	0
매출총이익	십억원	180	118	236	279	299	314	360
열	십억원	84	19	32	70	85	94	100
전기	십억원	103	108	228	211	216	223	262
냉수	십억원	-8	-5	-31	-6	-6	-6	-6
		0	0	0	0	0	0	0
매출총이익률	%	11.7	5.5	8.5	9.4	9.6	9.8	10.1
열	%	9.2	2.1	3.2	6.2	6.8	7.3	7.6
전기	%	19.9	10.2	14.2	13.1	13.1	13.1	13.1
냉수	%	-84.7	-38.3	-135.9	-18.1	-18.1	-18.1	-18.1
		0	0	0	0	0	0	0
열								
열 판매량	TCal	12,151	12,220	11,875	12,936	14,220	14,694	15,155
열 생산능력	GCal/h	6,381	7,064	7,257	8,110	8,770	8,770	9,662
파주	GCal/h	0	590	0	0	0	0	0
판교	GCal/h	187	93	0	0	0	0	0
광교	GCal/h	0	0	121	162	40	0	0
고양삼송	GCal/h	0	0	72	72	0	0	0
세종시	GCal/h	0	0	0	620	620	0	0
광주혁신도시	GCal/h	0	0	0	0	0	0	0
열 판매가격	원/Cal	75	74	83	87	87	87	87
열 생산비용	원/Cal	67.9	72.4	80.4	81.8	81.3	80.8	80.6
전기								
전기판매량	GWh	3,937	7,587	9,214	10,242	10,494	10,841	12,781
전력 용량	MW	813	1,410	1,617	1,617	1,617	1,617	2,464
파주	MW	0	515	0	0	0	0	0
판교	MW	98	49	0	0	0	0	0
광교	MW	0	0	141	0	0	0	0
고양삼송	MW	0	33	66	0	0	0	0
세종시	MW	0	0	0	0	0	0	0
광주혁신도시	MW	0	0	0	0	0	0	0
동탄2 신도시	MW	0	0	0	0	0	0	847
전기 판매가격	원/kWh	134	141	182	157	158	157	157
전기 생산비용	원/kWh	105	126	150	137	137	136	136
판관비	십억원	35	44	31	31	31	31	31
영업이익	십억원	144	74	205	248	268	283	329
세전이익	십억원						192	238
당기순이익	십억원						173	215
영업이익률	%	9.4	3.5	7.4	8.3	8.6	8.8	9.3
세전이익률	%						6.0	6.7
순이익률	%						5.4	6.0
적용 PER	원/주						10	10
적정주가 (미래 시점)	배						149,377	185,326
<b>적정주가 (현재가치 할인 후)</b>	원/주						121,936	<b>141,385</b>

자료: 유진투자증권



## 지역난방공사(071320.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	568	549	536	631	722
현금성자산	143	61	114	175	234
매출채권	377	418	337	363	387
재고자산	43	56	72	80	88
비유동자산	3,149	4,032	4,264	4,397	4,525
투자자산	139	111	129	129	129
유형자산	3,041	3,888	4,091	4,225	4,353
무형자산	25	34	43	43	43
<b>자산총계</b>	<b>3,717</b>	<b>4,582</b>	<b>4,800</b>	<b>5,028</b>	<b>5,247</b>
유동부채	686	657	870	916	957
매입채무	241	361	346	378	409
단기차입금	415	257	480	494	504
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,929	2,544	2,450	2,513	2,560
사채및장기차입금	1,915	2,288	2,136	2,198	2,246
기타비유동부채	170	249	315	315	315
<b>부채총계</b>	<b>2,615</b>	<b>3,201</b>	<b>3,320</b>	<b>3,429</b>	<b>3,517</b>
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
자본조정	-8	-6	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	925	1,213	1,310	1,429	1,560
<b>자본총계</b>	<b>1,102</b>	<b>1,380</b>	<b>1,480</b>	<b>1,599</b>	<b>1,730</b>
총차입금	2,331	2,545	2,615	2,692	2,750
순차입금(순현금)	2,187	2,485	2,501	2,518	2,516
투하자본	3,319	3,845	3,927	4,062	4,191

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>157</b>	<b>178</b>	<b>391</b>	<b>307</b>	<b>331</b>
당기순이익	89	-8	99	142	160
유무형자산상각비	115	162	185	167	172
기타비현금손익가감	-7	13	66	-0	0
운전자본의변동	-59	31	104	-2	-1
매출채권감소(증가)	-49	-42	81	-26	-23
재고자산감소(증가)	-1	-13	-16	-8	-8
매입채무증가(감소)	22	102	-19	32	30
기타	-31	-16	57	-0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-631</b>	<b>-520</b>	<b>-425</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
단기투자자산처분취득	-51	31	-12	0	0
장기투자증권처분취득	1	0	-31	0	0
설비투자	-704	-561	-395	-300	-300
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-8	-1	-10	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>409</b>	<b>306</b>	<b>72</b>	<b>54</b>	<b>29</b>
차입금증가(감소)	274	301	73	77	58
자본증가(감소)	127	-14	-0	-23	-29
배당금지급	4	14	4	23	29
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>-65</b>	<b>-36</b>	<b>38</b>	<b>61</b>	<b>60</b>
기초현금	102	37	1	39	99
기말현금	37	1	39	99	159
Gross cash flow	216	231	349	309	332
Gross investment	639	520	309	302	301
<b>Free cash flow</b>	<b>-423</b>	<b>-289</b>	<b>41</b>	<b>7</b>	<b>31</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>1,533</b>	<b>2,134</b>	<b>2,773</b>	<b>2,975</b>	<b>3,128</b>
증가율 (%)	22	39	30	7	5
매출총이익	181	118	236	279	299
매출총이익율 (%)	12	6	8	9	10
판매비와관리비	51	55	59	31	31
증가율 (%)	12	9	6	-47	0
<b>영업이익</b>	<b>131</b>	<b>74</b>	<b>205</b>	<b>248</b>	<b>268</b>
증가율 (%)	-18	-43	175	21	8
<b>EBITDA</b>	<b>246</b>	<b>236</b>	<b>390</b>	<b>415</b>	<b>440</b>
증가율 (%)	-11	-4	65	6	6
<b>영업외손익</b>	<b>-35</b>	<b>-80</b>	<b>-90</b>	<b>-90</b>	<b>-90</b>
이자수익	17	14	2	0	0
이자비용	57	89	46	90	90
외화관련손익	9	-10	4	0	0
지분법손익	-9	-5	-3	0	0
기타영업외손익	5	10	-47	0	0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>95</b>	<b>-6</b>	<b>115</b>	<b>158</b>	<b>178</b>
법인세비용	7	2	16	16	18
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>89</b>	<b>-8</b>	<b>99</b>	<b>142</b>	<b>160</b>
증가율 (%)	-39	적전	흑전	44	13
당기순이익률 (%)	6	-0	4	5	5
<b>EPS</b>	<b>8,316</b>	<b>271</b>	<b>8,747</b>	<b>12,259</b>	<b>13,803</b>
증가율 (%)	-50	-97	3,128	40	13
완전희석EPS	8,316	271	8,747	12,259	13,803
증가율 (%)	-50	-97	3,128	40	13

### 주요투자지표

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,316	271	8,747	12,259	13,803
BPS	94.03	119.07	127.95	138.21	149.51
DPS	1	7	8	7	9
2,500	1,250	350	2,000	2,500	2,500
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	9.5	230.6	8.4	6.0	5.3
PBR	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	4.3	3.1	2.4	2.7	2.6
EV/ EBITDA	12.7	13.6	8.6	8.1	7.6
배당수익률	1.6	0.6	2.7	3.4	3.4
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	8.5	3.5	7.4	8.3	8.6
EBITDA이익율	16.0	11.1	14.1	13.9	14.1
순이익율	5.8	-0.4	3.6	4.8	5.1
ROE	9.1	-0.6	6.9	9.2	9.6
ROIC	4.0	1.5	4.5	5.6	5.8
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	198.5	180.0	168.9	157.4	145.4
유동비율	82.8	83.6	61.7	68.9	75.5
이자보상배율	3.3	1.0	4.7	2.7	3.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.4	5.4	7.3	8.5	8.3
재고자산회전율	33.4	42.8	43.2	39.1	37.1
매입채무회전율	6.9	7.1	7.8	8.2	7.9



# 삼천리(004690.KS)

유틸리티/자원개발/운송 담당 주익찬  
Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 도시가스사에서 발전사로 성장

- **목표주가 120,000원 → 160,000원으로 상향**
  - 목표주가 상향 이유는 (1) 발전(집단에너지)사업과, (2) 이로 인한 천연가스 판매량 증가로, 향후 이익 성장이 예상되기 때문
  - 목표주가는 현재가치로 할인한 순이익이 가장 클 것으로 예상되는 2019년 예상 EPS에, KOSPI 예상 평균 PER 10.0배를 곱한 후, 현재가치로 할인한 값
  - 주가 추가 상승할 것으로 예상
  - 과거에는 도시가스사들의 PER, PBR이 KOSPI 평균보다 낮게 거래되었었음
  - 이유는, 도시가스업의 성장성은 제한되어 있었기 때문
  - 그러나, 주가는 (1) 발전사업 확대에 의한 향후 이익 성장과, (2) 이로 인한 KOSPI 평균 PER 대비 discount 해소의 두 가지 측면에서, 상승할 전망
- **이익 성장 요인 (1): 발전을 포함한 집단에너지 사업 이익 증가**
  - 집단에너지 사업으로, 삼천리의 2020년 순이익은 2012년의 2배 이상으로 성장할 전망
  - 삼천리가 추진 중인 6개 집단에너지 사업들의 순이익은 점차 증가하여, 2020년에는 총 순이익의 30%로 상승할 전망
  - S-Power와 광명 보급자리 사업의 발전 부문 이익 기여도가 클 전망
- **이익 성장 요인 (2): 집단에너지 사업으로의 천연가스 신규 공급 증가**
  - 삼천리가 참여하는 집단에너지 사업들이 긍정적인 이유는, 이 사업들이 삼천리 공급권역에 위치하기 때문에, 삼천리의 천연가스 판매량이 증가할 것으로 예상되는 점
  - S-Power와 광명 보급자리 발전사업에 각각 연간 8억m<sup>3</sup> 이상 공급할 것으로 예상
  - 이는 2012년 예상 판매량의 각각 20.7%(=8.0/38.7)
  - 삼천리의 판매량이 증가하면, 순이익 증가 예상
  - 원칙적으로는, 판매량이 적정 기준량보다 증가하면 공급마진(=도시가스사들의 판매가격과 원료단가와와의 차이)이 인하여 순이익은 크게 증가하지 않지만, 과거 3년간의 판매가격 규제로 ROE가 낮아져, 공급마진 인하 가능성이 작기 때문
  - 천연가스 부문의 이익이 총 이익의 대부분을 차지하는 예스코와 경동도시가스의 순이익도, 천연가스 공급량이 증가로, 증가

## BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 160,000원  
현재주가(12/11) 124,000원

Key Data	(기준일: 2012. 12.11)
KOSPI(pt)	1,964.6
KOSDAQ(pt)	481.6
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	502.8
52주 최고/최저(원)	141,000 / 87,100
52주 일간 Beta	0.11
발행주식수(천주)	4,055
평균거래량(3M,천주)	15
평균거래대금(3M,백만원)	1,745
외국인 소유지분율(%)	26.1
주요주주지분율(%)	
이만득외 24인	32.5
HunterHall Investment	8.0
Tweedy, Browne Company LLC	5.0

Company Performance		1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)					
절대수익률	9.3	24.1	38.5	37.8	
KOSPI 대비 상대수익률	6.1	21.8	33.3	33.0	

Financial Data(IFRS 개별)		2011	2012F	2013F
결산기(12월)				
매출액(십억원)	2,941.8	3,177.1	3,261.4	
영업이익(십억원)	53.5	47.9	50.9	
세전계속사업손익(십억원)	56.7	47.6	42.4	
당기순이익(십억원)	34.9	36.9	30.9	
EPS(원)	8,614	9,105	7,632	
PER(배)	10.6	13.6	16.2	
ROE(%)	3.6	3.2	2.7	
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	

자료: 유진투자증권



## I. 이익 성장 요인 (1): 집단에너지 이익 성장

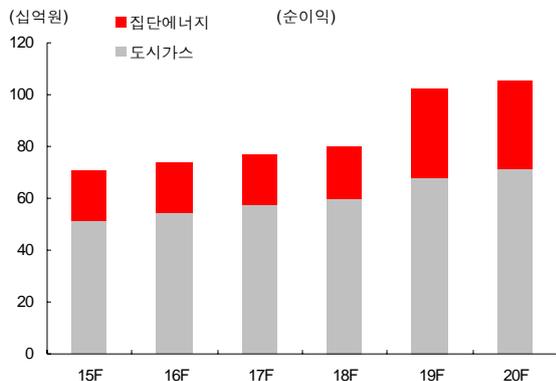
집단에너지 사업으로 2020년 순이익은 2012년의 2배 이상으로 성장할 전망이다. 목표주가는 현재가치로 할인한 순이익이 가장 클 것으로 예상되는 2019년 예상 EPS에, KOSPI 예상 평균 PER 10.0배를 곱한 후, 현재가치로 할인한 값이다.

도표 23 Valuation

	단위	12F	13F	14F	15F	16F	17F	18F	19F	20F
도시가스 공급량	(백만 m3)	3,871	4,239	4,494	5,564	5,850	6,153	6,475	7,616	7,978
YoY	(%)		9.5	6.0	23.8	5.1	5.2	5.2	17.6	4.7
매출액	십억원	3,165	3,227	3,423	4,227	4,445	4,676	4,920	5,787	6,062
YoY	(%)		2.0	6.1	23.5	5.1	5.2	5.2	17.6	4.7
매출총이익	십억원	238	249	266	341	361	383	406	491	518
도시가스	십억원	234	245	262	337	357	379	402	487	514
집단에너지	십억원				4	4	4	4	4	4
영업이익	십억원	48	51	54	62	66	70	74	84	88
도시가스	십억원	45	48	51	59	63	67	71	81	85
집단에너지	십억원				3	3	3	3	3	3
영업외이익	십억원				31	32	32	32	51	51
도시가스	십억원				9	9	9	9	9	9
집단에너지	십억원				23	23	23	23	42	42
세전이익	십억원				94	97	102	106	135	139
도시가스	십억원				68	72	76	80	89	94
집단에너지	십억원				26	26	26	26	45	45
당기순이익	십억원				71	74	77	80	102	106
도시가스	십억원				52	54	57	60	68	71
집단에너지	십억원				19	20	20	20	34	34
적용 PER	배				10	10	10	10	10	10
현재가치 할인률	%				6%	6%	6%	6%	6%	6%
기업가치(현재가치 할인 전)	십억원				711	739	770	803	1,023	1,056
기업가치(현재가치 할인 후)	십억원				597	585	576	566	680	663
주식 수	천주				4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055
적정주가(현재가치 할인 전)	원/주				175,386	182,260	189,965	197,905	252,233	260,512
<b>적정주가(현재가치 할인 후)</b>	원/주				147,258	144,367	141,953	139,515	<b>167,749</b>	163,449

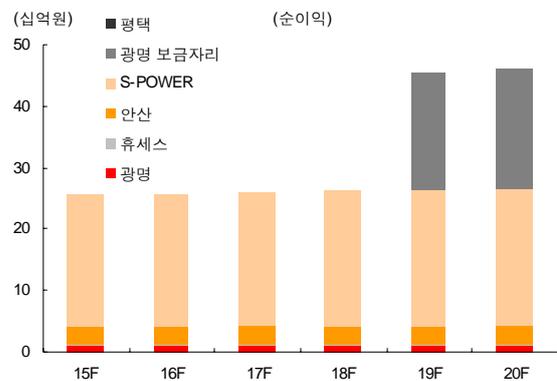
자료: 유진투자증권

도표 24 도시가스 및 집단에너지 부문 순이익 전망



자료: 유진투자증권

도표 25 집단에너지 부문 세전이익 전망



자료: 유진투자증권



삼천리는 기존의 광명, 휴세스, 안산도시개발 이외에도, S-Power, 광명보급자리, 평택국제화지구 사업들을 추진 중이다. 향후 발전 관련 추가 사업들도 추진할 것으로 예상된다.

도표 26 삼천리의 발전 사업

구분	광명사업단	휴세스	안산도시개발	S-POWER	광명보급자리	평택국제화지구
사업형태	열·전력	열	열·전력	열·전력	열·전력	열
공급권역	광명역세권 소하·신촌·하안	수원호매실· 항남·봉담·장안	안산·남양·송산	-	광명시흥 보급자리지구	평택국제화 계획지구
출자사 및 지분	삼천리 100%	삼천리 51% 한·난 49%	삼천리 42.9% 안산시 49.9% STX 7.0%	삼천리 50% 남동발전 40% 포스코건설 10%	삼천리 50% GS파워 50%	삼천리 60% 서부발전 25% 삼부토건 15%
공급 세대수 (포화년도)	46,416세대	109,413세대	150,712세대	-	95,026세대	50,831세대
최초 열공급	2009년 5월	2008년 8월	1999년 9월	2014년 10월	2018년	2019년
열원시설	<ul style="list-style-type: none"> <li>CHP : 46MW + 40Gcal/h</li> <li>PLB : 68Gcal/h</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PLB : 204Gcal/h</li> <li>외부수열 : 215Gcal/h</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CHP : 63MW + 102Gcal/h</li> <li>PLB : 440Gcal/h</li> <li>외부수열 : 397Gcal/h</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CHP : 835MW + 250Gcal/h</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CHP : 822MW + 424Gcal/h</li> <li>PLB : 206 Gcal/h</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PLB : 206 Gcal/h</li> <li>외부수열 : 139Gcal/h</li> </ul>

\* CHP(Combined Heat and Power Generation) : 열병합발전

\* PLB(Peak Load Boiler) : 첨두부하보일러

자료: 삼천리

도표 27 2020년 집단에너지 부문 전망 (지분 100% 기준)

	매출액 십억원	열							전기						
		용량 Gcal/h	기동률 %	판매량 Tcal	판매가격 원/KCal	매출액 십억원	매출총 이익률 %	매출총 이익 십억원	용량 MW	기동률 %	판매량 GWh	판매가격 원/kWh	매출액 십억원	매출총 이익률 %	매출총 이익 십억원
광명	34	108	13.7%	129	83	11	6.0%	1	46	37.4%	151	158	24	14.0%	3
휴세스	187	419	59.8%	2,196	85	187	6.0%	11							
안산	471	939	59.8%	4,922	85	418	6.0%	25	63	59.8%	330	160	53	14.0%	7
S-POWER	812	250	59.8%	1,310	85	111	6.0%	7	835	59.8%	4,377	160	700	14.0%	98
광명 보급자리	783	630	19.9%	1,101	85	94	6.0%	6	822	59.8%	4,309	160	689	14.0%	97
평택	26	345	10.0%	301	85	26	6.0%	2							
합계	2,313	2,691	42.3%	9,960	85	846	6.0%	51	1,766	59.3%	9,166	160	1,466	14.0%	205

자료: 삼천리, 유진투자증권

도표 28 2020년 집단에너지 부문 전망 (지분 100% 기준)

	매출총이익 십억원	영업이익 십억원	차입금(PF) 십억원	이자율 %	연간 이자비용 십억원	세전이익 십억원	순이익 십억원	향후 투자액 십억원
광명	4	3	42	3.5%	1	1	1	64
휴세스	11	6	142	3.5%	5	1	0	142
안산	32	18	274	3.5%	10	9	7	274
S-POWER	105	80	614	3.5%	21	59	45	873
광명 보급자리	102	79	782	3.5%	27	51	39	1,061
평택	2	1	82	3.5%	3	-2	-2	112
합계	256	187	1,936	3.5%	68	119	90	2,526

자료: 삼천리, 유진투자증권



삼천리가 보유한 지분률을 고려하면, S-Power와 광명보급자리 사업의 발전 부문이 삼천리 순이익 성장에 가장 크게 기여할 것으로 예상된다.

도표 29 2020년 집단에너지 부문 전망 (삼천리 지분 기준)

	삼천리 지분률	매출액	매출총이익	영업이익	순이익	삼천리 향후 투자액
	%	십억원	십억원	십억원	십억원	십억원
광명	100.0%	34	4	3	1	22
휴세스	51.0%	95	6	3	0	0
안산	42.9%	202	14	8	3	0
<b>S-POWER</b>	<b>50.0%</b>	<b>406</b>	<b>52</b>	<b>40</b>	<b>22</b>	<b>130</b>
<b>광명 보급자리</b>	<b>50.0%</b>	<b>391</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>19</b>	<b>139</b>
평택	60.0%	15	1	0	-1	18
<b>합계</b>		<b>1,144</b>	<b>128</b>	<b>94</b>	<b>45</b>	<b>309</b>

주: 광명은 삼천리의 영업이익에 반영, 다른 사업들은 영업외이익으로 반영

자료: 삼천리, 유진투자증권

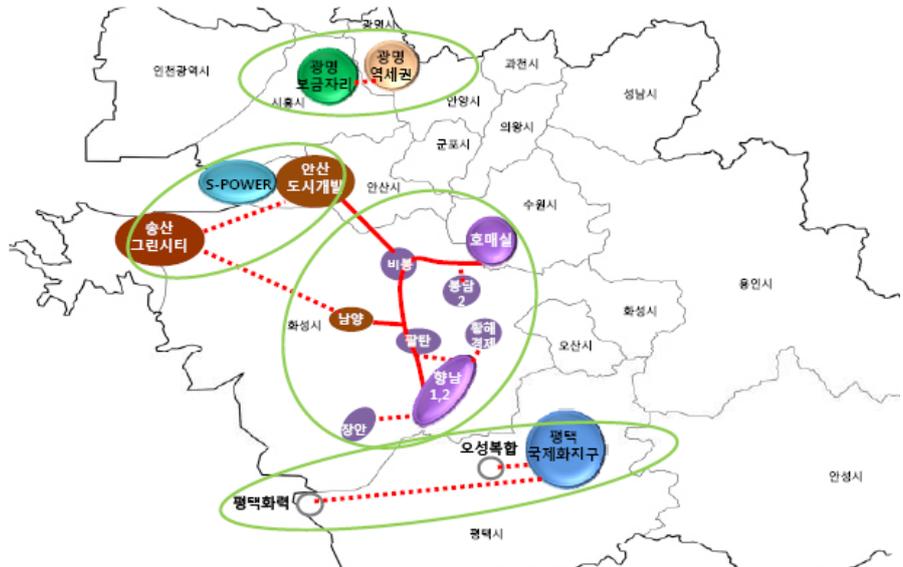


## II. 이익 성장 요인 (2): 집단에너지 사업으로의 천연 가스 신규 공급 증가

삼천리가 참여하는 집단에너지 사업이 삼천리 이익 성장에 기여하는 또 하나의 이유는, 집단에너지 사업들이 삼천리 천연가스 공급권역에 위치하기 때문에, 삼천리의 천연가스 판매량이 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

삼천리는 S-Power와 광명 보급자리 발전사업에 각각 연간 8억m<sup>3</sup>의 천연가스를 신규 공급할 것으로 예상된다. 이는 2012년 예상 판매량의 각각 20.7%=8.0/38.7이다.

도표 30 삼천리의 발전설비 네트워크 계획



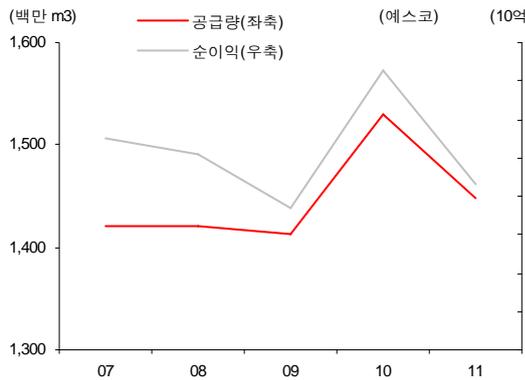
자료: 삼천리, 유진투자증권



삼천리의 판매량이 증가하면, 순이익은 증가할 것으로 예상된다. 원칙적으로는, 판매량이 적정 기준량보다 증가하면 공급마진(=도시가스사들의 판매가격과 원료단가와의 차이)이 인하여 순이익은 크게 증가하지 않지만, 과거 3년간의 판매가격 규제로 ROE가 낮아져, 공급마진 인하 가능성이 작기 때문이다.

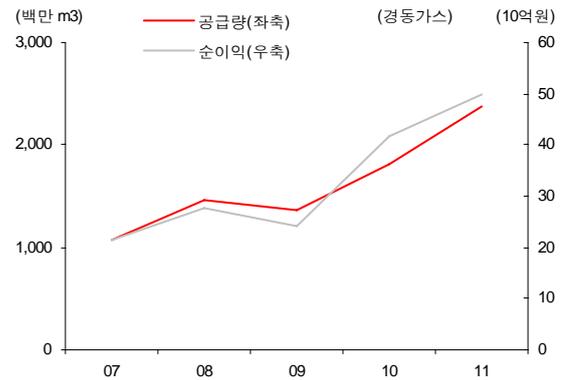
천연가스 부문의 이익이 총 이익의 대부분을 차지하는 예스코와 경동도시가스의 순이익은, 천연가스 공급량이 증가로, 증가하고 있다.

**도표 31 도시가스사들의 순이익과 공급량 (예스코)**



자료: 도시가스협회, 예스코, 유진투자증권

**도표 32 도시가스사들의 순이익과 공급량 (경동가스)**



자료: 도시가스협회, 경동가스, 유진투자증권



## 삼천리(004690.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	658	867	675	733	803
현금성자산	219	364	274	292	315
매출채권	432	495	396	435	482
재고자산	3	3	3	4	4
비유동자산	814	1,427	1,581	1,711	1,841
투자자산	365	267	366	366	366
유형자산	619	1,140	1,196	1,326	1,456
무형자산	16	19	18	18	18
<b>자산총계</b>	<b>1,472</b>	<b>2,294</b>	<b>2,255</b>	<b>2,444</b>	<b>2,643</b>
유동부채	512	697	680	791	911
매입채무	470	599	537	596	667
단기차입금	6	64	99	150	200
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	129	473	419	478	536
사채및장기차입금	121	179	114	173	230
기타비유동부채	100	294	305	305	305
<b>부채총계</b>	<b>641</b>	<b>1,170</b>	<b>1,100</b>	<b>1,269</b>	<b>1,447</b>
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	209	22	22	22	22
자본조정	-47	-55	-50	-50	-50
자기주식	-49	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	648	1,138	1,164	1,183	1,205
<b>자본총계</b>	<b>831</b>	<b>1,124</b>	<b>1,156</b>	<b>1,174</b>	<b>1,197</b>
총차입금	127	243	213	323	430
순차입금(순현금)	-92	-121	-61	31	115
투하자본	720	870	940	1,050	1,156

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동현금흐름</b>	49	155	144	54	56
당기순이익	71	35	37	31	34
유무형자산상각비	55	56	44	0	0
기타비현금손익가감	-45	0	9	4	-2
운전자본의변동	-45	61	60	20	24
매출채권감소(증가)	-23	-72	95	-39	-46
재고자산감소(증가)	-1	1	-1	-0	-1
매입채무증가(감소)	-8	129	-64	59	71
기타	-13	3	29	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	-15	-244	-142	-134	-128
단기투자자산처분(취득)	13	-142	64	0	-0
장기투자증권처분(취득)	0	-7	71	-4	2
설비투자	-109	-92	-33	-130	-130
유형자산처분	4	0	1	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-0	-68	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	-26	96	-40	98	95
차입금증가(감소)	-0	107	-29	110	107
자본증가(감소)	-7	-7	-11	-12	-12
배당금지급	7	7	11	12	12
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>-38</b>	<b>19</b>	<b>23</b>
기초현금	113	122	130	93	111
기말현금	122	130	93	111	134
Gross cash flow	94	111	90	34	33
Gross investment	73	42	147	114	105
<b>Free cash flow</b>	<b>21</b>	<b>69</b>	<b>-57</b>	<b>-80</b>	<b>-72</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	2,638	2,942	3,177	3,261	3,457
증가율 (%)	15	12	8	3	6
매출총이익	229	231	238	249	266
매출총이익율 (%)	9	8	7	8	8
판매비와관리비	188	197	210	198	212
증가율 (%)	3	4	7	-6	7
<b>영업이익</b>	41	54	48	51	54
증가율 (%)	33	30	-11	6	5
<b>EBITDA</b>	96	110	92	51	54
증가율 (%)	19	14	-16	-45	5
<b>영업외손익</b>	50	3	-0	-9	-7
이자수익	7	7	5	0	0
이자비용	5	6	6	5	8
외화관련손익	0	0	-0	0	0
지분법손익	-13	0	-1	-4	2
기타영업외손익	60	3	2	0	0
<b>세전계속사업손익</b>	91	57	48	42	47
법인세비용	20	22	11	11	13
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	71	35	37	31	34
증가율 (%)	-41	-51	6	-16	11
당기순이익률 (%)	3	1	1	1	1
<b>EPS</b>	17,442	8,614	9,105	7,632	8,464
증가율 (%)	-41	-51	6	-16	11
완전희석EPS	17,442	8,614	9,105	7,632	8,464
증가율 (%)	-41	-51	6	-16	11

### 주요투자지표

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	17,442	8,614	9,105	7,632	8,464
BPS	204,898	277,238	284,999	289,631	295,095
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	6.4	10.6	13.6	16.2	14.6
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
PCR	4.8	3.4	5.6	14.6	15.5
EV/ EBITDA	3.7	2.3	4.8	10.5	11.5
배당수익률	1.8	3.3	2.4	2.4	2.4
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	1.6	1.8	1.5	1.6	1.6
EBITDA이익율	3.6	3.7	2.9	1.6	1.6
순이익율	2.7	1.2	1.2	0.9	1.0
ROE	8.6	3.6	3.2	2.7	2.9
ROIC	5.1	4.1	4.1	3.7	3.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	-11.0	-10.7	-5.2	2.6	9.6
유동비율	128.5	124.5	99.2	92.7	88.1
이자보상배율	-15.1	-116.9	45.1	10.2	6.4
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4
매출채권회전율	6.3	6.3	7.1	7.8	7.5
재고자산회전율	1,030.1	1,021.1	1,084.7	944.1	877.4
매입채무회전율	5.6	5.5	5.6	5.8	5.5



# 한전KPS(051600.KS)

유틸리티/자원개발/운송 담당 주익찬  
Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

## 6차 전력계획으로 발전소 증가, 원전 안전 강화, 해외 정비 수주의 3박자로 이익 증가

- 목표주가 64,000원 → 74,000원으로 상향
  - 목표주가 상향 이유는, (1) 단기로는, 원전 안전 강화 정책으로 인한 원전 정비량 증가, (2) 장기로는, 6차 전력수급계획에 의해 발전소 건설 증가와, (3) 해외 정비 수주 증가로, 향후 주당 배당금 증가 가능성이 높아졌기 때문
  - 목표주가는 주당 배당금의 현재가치의 합계로, 2012~2014년까지는 각 년도 주당 배당금의 현재가치를, 2015년 이후에는 배당할인모형에 의해 2015년 예상 주당 배당금을 목표 배당수익률 3.0%로 나눈 값을 더한 값
  - 주당 배당금은, 순이익 증가로 2015년 이후에도 증가할 것으로 예상되지만, 목표주가는 2015년 이후 주당 배당금은 동일한 것으로 가정
  - 목표 배당수익률은, 12월 7일 기준 한국 1년 만기 국채수익률 2.81%와, 세계 주요 시장 평균 배당수익률 2.93%와는 비슷한 값
- 단기 정비량 증가 이유: (1) 원전 안전 강화 정책으로 원전 정비량 증가, (2) 이로 인한 침투 발전소 가동률 상승으로 인해, 침투 발전소 정비 주기 축소
- 장기 정비량 증가 이유: (1) 6차 전력수급계획에 의해 발전소 건설 증가
  - 6차 전력수급계획에는, 한국의 현재발전용량보다 큰 92GW의 발전소 건설의향이 제출된 것으로 판단
  - 모두 허가되지는 않겠지만, 현재의 낮은 전력예비율로 인해, 향후 발전소 건설량은 증가할 전망
- 장기 정비량 증가 이유: (2) 해외 정비 수주 증가
  - 한전KPS의 2012년 해외 수주액은 1,2조원, 이는 2011년까지의 연간 최고치의 6배
  - 해외 정비 사업의 매출총이익률은 국내의 2배 정도여서, 긍정적
  - 2012년 10월말 1.1조원의 요르단 IPP3 디젤발전소 정비와 부품 사업 수주로, 2014년 이후 한전KPS의 연간 영업이익이, 88~110억원 증가하는 효과 있을 전망
  - 2012년 11월 1,341억원의 우루과이 복합화력발전소 O&M(운전 및 정비) 공사 수주
  - 2014년 이후 한전KPS의 연 평균 영업이익이 60억원 증가하는 효과 예상
  - 동남아시아와 중남미 등에서 다수의 추가 해외 정비 수주도 추진 중

## BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 74,000원  
현재주가(12/11) 59,100원

Key Data	(기준일: 2012. 12.11)
KOSPI(pt)	1,964.6
KOSDAQ(pt)	481.6
액면가(원)	200
시가총액(십억원)	2,659.5
52주 최고/최저(원)	61,800 / 36,750
52주 일간 Beta	-0.30
발행주식수(천주)	45,000
평균거래량(3M,천주)	147
평균거래대금(3M,백만원)	8,003
외국인 소유지분율(%)	8.2
주요주주지분율(%)	
한국전력공사	75.0

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	25.1	30.0	40.5
KOSPI 대비 상대수익률	-0.9	22.8	24.8	35.8

## Financial Data(IFRS 개별)

결산기(12월)	2011	2012F	2013F
매출액(십억원)	925.5	1,023.2	1,164.4
영업이익(십억원)	119.1	149.9	167.7
세전계속사업손익(십억원)	130.6	161.5	180.2
당기순이익(십억원)	104.7	125.4	140.6
EPS(원)	2,326	2,787	3,124
PER(배)	17.7	21.2	18.9
ROE(%)	20.6	24.3	24.9
PBR(배)	3.8	5.0	4.5

자료: 유진투자증권



## I. Valuation

한전KPS의 목표주가는 주당 배당금의 현재가치의 합계이다. 주당 배당금은 2015년 이후에도 증가할 것으로 예상되지만, 목표주가에는 2015년 이후 주당 배당금은 동일한 것으로 가정했다. 2014년까지의 주당 배당금의 가치는, 각 연도 주당 배당금의 현재가치이며, 2015년 이후 주당 배당금의 가치는, 배당할인모형에 의해, 2015년 예상 주당 배당금을 목표 배당수익률 3.0%로 나눈 값이다.

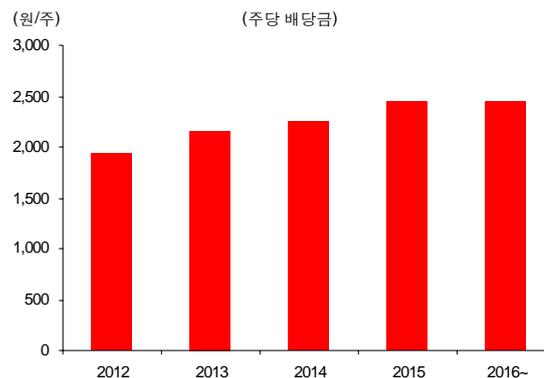
한전KPS의 주당 배당금은 향후 증가할 전망이다. 이유는 (1) 한국 발전용량 증가로 인한 정비량 증가와, (2) 해외 정비 수주액 증가, (3) 정비단가 상승 때문이다.

장단기적으로 정비량은 증가할 것으로 예상되는데, 이유는 (1) 단기적으로는, 정부의 원전 안전 강화 정책으로 원전 정비량이 증가할 전망이고, (2) 장기적으로는 6차 전력수급기본계획에 의해 발전소 건설량이 증가하여, 정비량도 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

도표 33 valuation

	예상 주당 배당금	목표 배당수익률	주당 배당금의 각 시점의 가치	현재가치 할인률	주당 배당금의 현재 가치
				6%	
2012	1,950				1,950
2013	2,150				2,028
2014	2,250				2,002
2015~	2,450	3%	81,667		68,569
합계					74,550

도표 34 한전KPS의 주당 배당금은 향후 증가할 전망. 2016년 이후에도 증가하겠지만, 목표주가 산정에는 2016년 이후 부당 배당금을 2015년과 동일하다고 가정



자료: 한국은행, 유진투자증권



**도표 35 세계 주요 주식시장 예상 배당수익률**

	전년 배당수익률	당해년 예상 배당수익률	차기년 예상 배당수익률
<b>KOSPI</b>	<b>1.26%</b>	<b>1.28%</b>	<b>1.38%</b>
타이완 가권	3.52%	3.04%	3.26%
닛케이 225	2.11%	2.16%	2.16%
홍콩 항셱	3.19%	3.33%	3.57%
상하이 종합	2.75%	2.99%	3.17%
S&P/ASX 200	4.62%	4.72%	5.10%
<b>아시아 주요 시장 평균</b>	<b>2.64%</b>	<b>2.63%</b>	<b>2.83%</b>
Dow	2.23%	2.24%	2.43%
S&P 500	1.48%	1.44%	1.53%
나스닥	4.57%	4.10%	4.47%
DJ 유로 STOXX 50	3.91%	3.94%	4.19%
FTSE 100	2.93%	2.90%	3.10%
<b>세계 주요 시장 평균</b>	<b>1.26%</b>	<b>1.28%</b>	<b>1.38%</b>

주: 2012년 12월 7일 기준  
자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 36 1년 만기 국고채 수익률**



자료: 한국은행, 유진투자증권



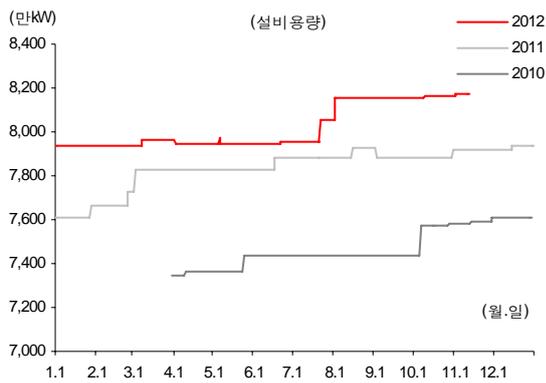
## II. 단기: 원전 안전 강화 정책으로, 정비량 증가 전망

원전 안전 강화 정책으로, 낮은 전력예비율은 지속되고, 한전KPS의 발전소 정비량은 증가할 전망이다.

두 가지 측면에서 발전소 정비량이 증가할 것으로 예상되는데, (1) 원전 정비량 증가, (2) 이로 인해, 침두 발전소 가동률 상승에 의한, 침두 발전소 정비 주기 축소로 인한 정비량 증가이다.

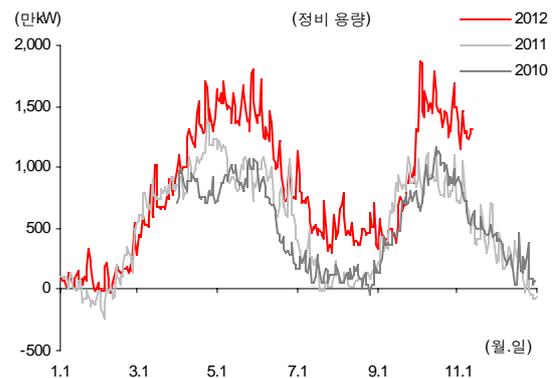
한국의 전력 수요는 한국 GDP 성장률과 비슷하게 증가하고 있지만, 발전소 공급 가능용량 (=설비용량 - 정비용량)은 전년동기대비 감소하고 있다. 발전소 공급 가능용량 감소 이유는, 한국의 총 발전 설비용량은 점차 증가하고 있지만, 원전 안전 강화 등의 정책으로, 발전소 정지(또는 정지)용량이 과거보다 증가하고 있기 때문이다.

도표 37 한국 발전소들의 설비 용량은 증가



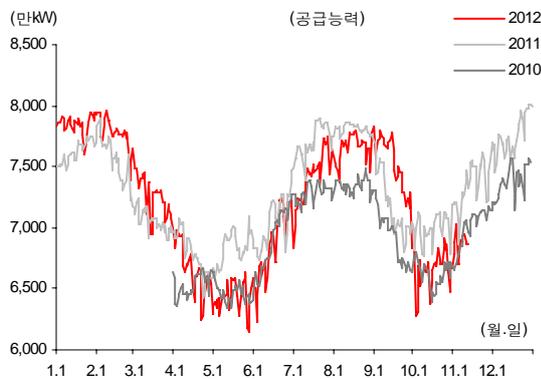
자료: KPX, 유진투자증권

도표 38 한국 발전소 일별 정비용량(=정지용량) 증가율은 설비용량 증가율보다 더 높음



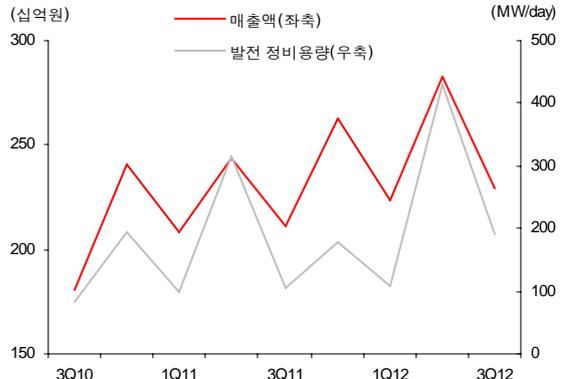
자료: KPX, 유진투자증권

도표 39 전력 수요는 한국GDP 성장률과 비슷하게 증가 하지만, 한국 발전소 공급 가능용량 (=설비용량 - 정비용량)은 전년대비 감소



자료: KPX, 유진투자증권

도표 40 한전KPS의 매출액은 한국 발전소 정비용량이 증가하면, 증가하는 것으로 판단



자료: KPX, 한전KPS, 유진투자증권



### III. 장기: 수익성 높은 해외 수주액 급증

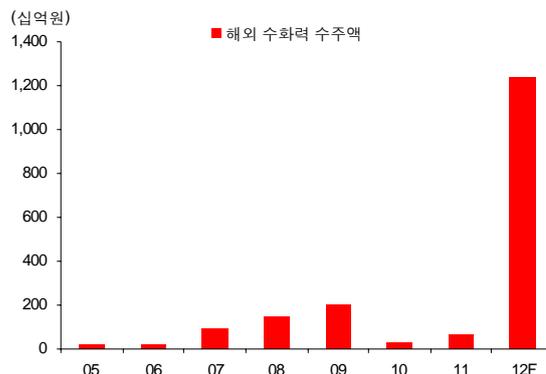
한전KPS의 향후 연간 해외 정비 수주액이 2009~2011년 평균보다 증가할 것으로 전망되는데, 해외 정비 사업의 매출총이익률은 국내 정비 사업의 2배 정도여서, 이익 증가율은 매출액 증가율보다 높을 전망이다.

한전KPS는 2012년 10월말 1.1조원의 요르단 발전소 관련 수주한 데 이어, 2012년 11월 1,341억원의 우루과이 복합화력발전소 O&M(운전 및 정비) 공사도 수주했다. 이에 따라, 2012년 해외 수주액은 1.2조원을 기록했으며, 이는 2011년까지의 연간 최고치의 6배에 해당한다.

요르단 IPP3 디젤발전소 정비와 부품 사업 수주로, 2014년 이후 한전KPS의 연간 영업이익이, 88~110억 원 증가하는 효과 있을 전망이다. 한전KPS는 요르단에서 한전 컨소시엄인 AAEPFC사 (Amman Asia Electric Power Company)로부터, 요르단 수도 암만 인근의 Almanakher에 위치한, IPP3 600MW(=15.5MW×38기) 디젤발전소의 O&M(운전, 정비) 약 3,000억원, parts 약 8,000억원의 합계인 1.1조원을 수주했다. 계약금액은 25년간 사업의 Lump-Sum 계약이지만, 요르단 통화 관련 정비 가격은 매년 요르단 Living Index를, 나머지는 US Labor Index를 적용하는 escalation 조항이 있다. 2014년 2월 이후 현금흐름은, 건설진행과 관련 없이, 계약금액을 25년간 균등 분할한 연간 약 440억원이다. 매출액은 2013년 8월~2014년 1월에는, setup 금액 24억원이다. 2014년 2월 이후부터는, 투입비가 진행률에 따라 비례하여, 초기에는 200~300억원, 이후 점차 증가할 전망이다. 발전소 건설은 2014년 2월 Phase1 (16기), 2014년 7월 Phase 2 (14기), 2014년 9월 (Phase 3 (8기) 준공 예정이다.

한전KPS의 요르단 사업 영업이익률은, parts 사업이 포함되어 있어, 과거 해외 순수 O&M 평균으로 추정되는 30%보다는 낮겠지만, 국내의 총 평균보다는 높은, 20~25%일 것으로 전망된다, parts 판매 가격은 도입가격에 마진을 더하는 방식이 아니어서, 영업이익률은 단순 parts procurement(부품 구매) 보다는 높을 전망이다

도표 41 해외 수화력 정비 수주액



자료: 한전KPS, 유진투자증권



또한, 우루과이 복합화력발전소 O&M(운전 및 정비) 공사 1,341억원 수주로, 2014년 이후 한전KPS의 연 평균 영업이익이 60억원 증가하는 효과가 예상된다. 한전KPS, 현대건설, 현대중합상사의 "현대건설 컨소시엄"은 우루과이 전력청이 발주한 6.3억달러(약 6,784억원) "뽀다 델 띠그레 복합화력발전소 공사"이다. 이번 한전KPS의 수주액은 O&M(Operations and Maintenance, 운전과 정비)만 포함된 것으로, O/H(계획예방 정비공사) 관련 누적 매출액도 500~600억원 추가 발생할 것으로 전망된다. 계약 기간 중 연 평균 매출액은 약 300억원, 영업이익은 60억원(=300억원 \* 해외 정비 부문 예상 영업이익률 20%) 증가하는 효과 예상된다.

내용은 우루과이 수도인 몬테비데오 근처 뽀다 델 띠그레에 530MW 복합화력발전소 건설 프로젝트이다. Gas Turbine 1호기는 2014년 5월, 2호기는 2014년 9월, Steam Turbine은 2015년 11월에 준공 예정이다. 한전KPS의 매출액은 1호기 준공 6개월 전인 2013년 11월부터 발생 시작 예상된다. 발전 정비는 지속되어야 하므로, 이번 계약 기간 이후의 추가 수주 가능성이 있는 것으로 판단된다.



## 한전KPS (051600.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	383	350	441	521	487
현금성자산	249	176	246	309	265
매출채권	128	167	165	181	191
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	279	322	337	329	322
투자자산	116	78	79	79	79
유형자산	199	233	251	242	235
무형자산	14	11	8	8	8
<b>자산총계</b>	<b>662</b>	<b>672</b>	<b>778</b>	<b>850</b>	<b>809</b>
유동부채	63	151	182	193	78
매입채무	21	28	34	38	40
단기차입금	0	0	0	8	31
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	78	27	59	67	91
사채및장기차입금	0	0	0	8	31
기타비유동부채	84	26	59	59	59
<b>부채총계</b>	<b>141</b>	<b>178</b>	<b>241</b>	<b>260</b>	<b>169</b>
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	512	485	528	581	631
<b>자본총계</b>	<b>521</b>	<b>494</b>	<b>537</b>	<b>590</b>	<b>640</b>
총차입금	0	0	0	15	63
순차입금(순현금)	-249	-176	-246	-293	-202
투하자본	320	316	250	255	396

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>121</b>	<b>32</b>	<b>181</b>	<b>159</b>	<b>30</b>
당기순이익	98	105	125	141	146
유무형자산상각비	31	25	29	31	32
기타비현금손익가감	-0	-1	36	0	0
운전자본의변동	-48	-128	-0	-13	-148
매출채권감소(증가)	-13	-30	-11	-17	-10
재고자산감소(증가)	-0	0	-1	-0	-0
매입채무증가(감소)	5	3	1	4	2
기타	-39	-100	10	0	-140
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-235</b>	<b>17</b>	<b>-125</b>	<b>-8</b>	<b>163</b>
단기투자자산처분취득	-178	-10	18	15	188
장기투자증권처분취득	-0	-0	-40	0	0
설비투자	-47	-49	-40	-23	-25
유형자산처분	0	3	1	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-46</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-49</b>
차입금증가(감소)	0	0	0	15	47
자본증가(감소)	-48	-50	-73	-88	-97
배당금지급	48	50	73	88	97
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>-160</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>78</b>	<b>144</b>
기초현금	221	61	60	43	121
기말현금	61	60	43	121	265
Gross cash flow	169	174	190	172	179
Gross investment	105	101	143	36	173
<b>Free cash flow</b>	<b>64</b>	<b>73</b>	<b>47</b>	<b>136</b>	<b>5</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>843</b>	<b>925</b>	<b>1,023</b>	<b>1,164</b>	<b>1,246</b>
증가율 (%)	5	10	11	14	7
매출총이익	158	170	208	235	246
매출총이익율 (%)	19	18	20	20	20
판매비와관리비	44	54	59	67	72
증가율 (%)	7	23	9	14	7
<b>영업이익</b>	<b>114</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>168</b>	<b>174</b>
증가율 (%)	4	4	26	12	4
<b>EBITDA</b>	<b>146</b>	<b>144</b>	<b>179</b>	<b>199</b>	<b>207</b>
증가율 (%)	3	-1	24	11	4
<b>영업외손익</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
이자수익	16	12	9	0	0
이자비용	0	0	-3	-13	-13
외화관련손익	-0	-1	-0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	0	0	0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>130</b>	<b>131</b>	<b>162</b>	<b>180</b>	<b>188</b>
법인세비용	32	26	36	40	41
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>98</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>141</b>	<b>146</b>
증가율 (%)	2	6	20	12	4
당기순이익률 (%)	12	11	12	12	12
<b>EPS</b>	<b>2,186</b>	<b>2,326</b>	<b>2,787</b>	<b>3,124</b>	<b>3,251</b>
증가율 (%)	2	6	20	12	4
완전희석EPS	2,186	2,326	2,787	3,124	3,251
증가율 (%)	2	6	20	12	4

### 주요투자지표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,186	2,326	2,787	3,124	3,251
BPS	11,575	10,981	11,939	13,113	14,214
DPS	1,100	1,620	1,950	2,150	2,250
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	24.0	17.7	21.2	18.9	18.2
PBR	4.5	3.8	5.0	4.5	4.2
PCR	14.0	10.6	14.0	15.5	14.9
EV/ EBITDA	14.5	11.6	13.5	11.9	11.9
배당수익율	2.1	3.9	3.3	3.6	3.8
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익율	13.6	12.9	14.7	14.4	14.0
EBITDA이익율	17.3	15.6	17.5	17.1	16.6
순이익율	11.7	11.3	12.3	12.1	11.7
ROE	19.8	20.6	24.3	24.9	23.8
ROIC	30.8	30.0	41.1	51.8	41.8
<b>안정성(배)</b>					
순차입금/자기자본	-47.8	-35.7	-45.7	-49.7	-31.6
유동비율	605.1	232.0	242.7	270.1	620.8
이자보상배율	-7.2	-9.8	-12.9	-13.4	-13.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
매출채권회전율	6.9	6.3	6.2	6.7	6.7
재고자산회전율	551.6	560.0	508.3	460.4	455.5
매입채무회전율	46.3	38.0	32.9	32.3	32.0



**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 기관투자자 또는 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 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**

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

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

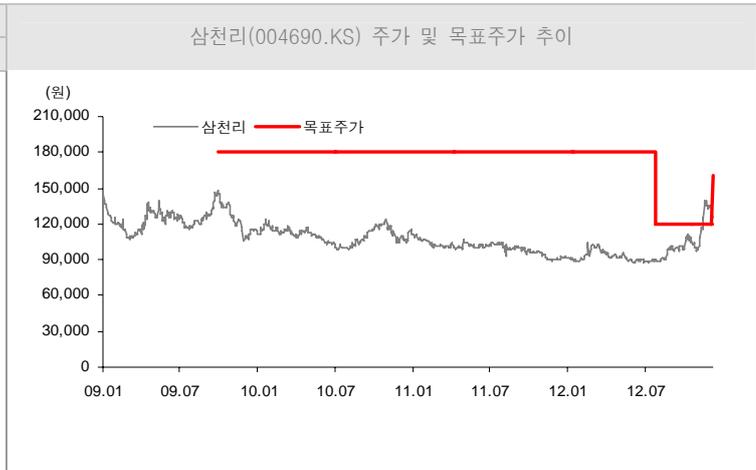
추천일자	투자의견	목표가(원)
20100129	BUY	78,000
20100211	BUY	98,000
20100226	BUY	98,000
20100402	BUY	98,000
20100510	BUY	98,000
20100601	BUY	98,000
20100705	BUY	98,000
20100709	BUY	98,000
20100730	BUY	98,000
20100802	BUY	98,000
20100920	BUY	98,000
20101004	BUY	98,000
20101011	BUY	98,000
20101105	BUY	98,000
20101108	BUY	130,000
20101117	BUY	130,000
20101216	BUY	130,000
20110214	BUY	130,000
20110216	BUY	130,000
20110322	BUY	130,000
20110509	BUY	130,000
20110524	BUY	130,000
20110530	BUY	130,000
20110620	BUY	130,000
20110823	BUY	95,000
20110901	BUY	95,000
20110926	BUY	95,000
20111118	BUY	95,000
20111219	BUY	95,000
20120220	BUY	95,000
20120326	BUY	95,000
20120529	BUY	95,000
20120531	BUY	95,000
20120824	BUY	95,000
20121004	BUY	95,000
20121123	BUY	95,000
20121212	BUY	140,000

한국지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이

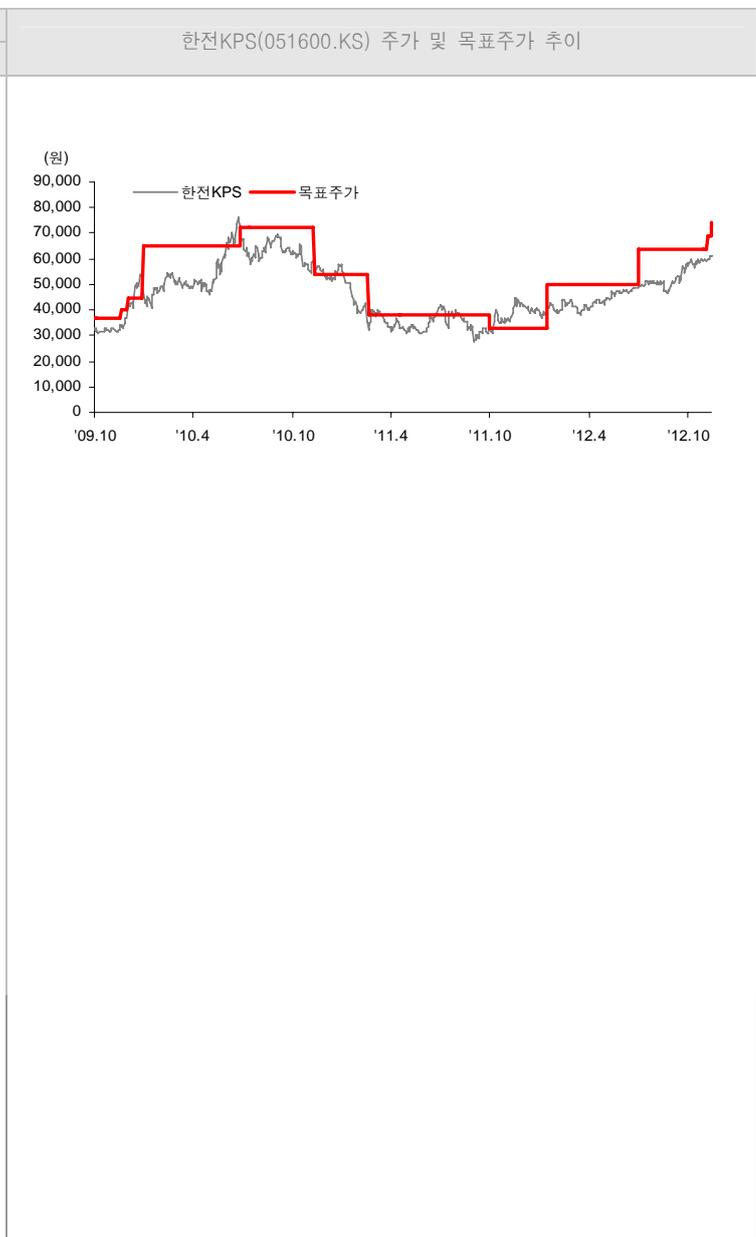




과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20090928	BUY	180,000
20120727	BUY	120,000
20120817	BUY	120,000
20121212	BUY	160,000



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		
추천일자	투자의견	목표가(원)
20080407	BUY	25,000
20080516	HOLD	25,000
20080814	HOLD	25,000
20081002	HOLD	25,000
20081114	HOLD	25,000
20081223	HOLD	25,000
20090205	HOLD	25,000
20090609	BUY	40,000
20090727	BUY	40,000
20091005	BUY	40,000
20091030	BUY	37,000
20091214	BUY	40,000
20091228	BUY	45,000
20100125	BUY	65,000
20100204	BUY	65,000
20100303	BUY	65,000
20100311	BUY	65,000
20100329	BUY	65,000
20100427	BUY	65,000
20100517	BUY	65,000
20100518	BUY	65,000
20100519	BUY	65,000
20100601	BUY	65,000
20100617	BUY	65,000
20100723	HOLD	72,000
20100916	HOLD	72,000
20101022	HOLD	72,000
20101108	HOLD	72,000
20101206	HOLD	54,000
20101209	HOLD	54,000
20110210	HOLD	54,000
20110315	HOLD	38,000
20110503	HOLD	38,000
20110729	HOLD	38,000
20111026	HOLD	33,000
20120209	BUY	50,000
20120412	BUY	50,000
20120502	BUY	50,000
20120508	BUY	50,000
20120727	BUY	64,000
20120731	BUY	64,000





20121004	BUY	64,000
20121030	BUY	64,000
20121101	BUY	64,000
20121130	BUY	69,000
20121212	BUY	74,000