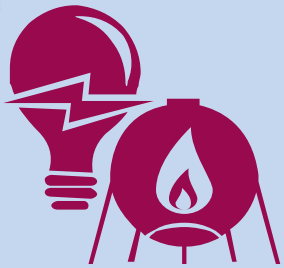
유틸리티

Overweight
(Maintain)

2013. 2. 27

새 정부 에너지 정책 전망

연초 숨가쁘게 진행된 에너지제도개편은 완료가 아닌 진행형이다. 추가적인 요금인상 논의는 자제될 것으로 예상되나, 요금제도 개선, 연료비 연동제 실시 등 추가적인 에너지 정책 수정은 지속될 것으로 전망한다. 에너지 정책수정 배경에는 중장기 국가성장전략과 경제부흥이 자리잡고 있는 것으로 판단하며, 선진국형 경제구조 전환을 위한 에너지 정책 수정이 지속될 것으로 전망한다. 에너지 공기업의 수익구조는 적정투자보수에 부합하는 수준으로 복귀할 가능성이 높은 것으로 판단한다.



유틸리티
Analyst 김상구
02) 3787-4764
sangku@kiwoom.com

키움증권

Contents

I. INVESTMENT SUMMARY 3
> 새 정부 에너지 정책을 전망해 보자 3
> 연초 숨가쁜 에너지제도 개선, 완료형이 아니 진행형 4

II. 새 정부 에너지 정책 방향 전망 5
> 이전 정부와 차별화가 필요한 시점 5
> 조속한 시일 내에 에너지 정책 수정 진행될 전망 7
> 향후 예상되는 에너지 정책은? 9

III. 에너지 정책 수정의 배경과 영향 12
> 일본에서 살펴본 전력 정책 수정 배경 12
> 유틸리티 산업 효율 증대와 적정투자보수 정상화 앞당길 것 13

기업분석 15

• 당사는 2월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
• 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
• 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
• 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

새 정부 에너지 정책 전망

>>> 이전 정부와 차별화가 필요한 시점

에너지 공기업의 대규모 적자, 미수금 증가, 전력수급위기는 국제유가 상승과 물가상승 억제에 기인하나, 장기계획에 근거한 정책시행의 결과라는 점에서 정책실패로 귀착될 수 밖에 없다. MB정부의 부진한 경제 성적표를 고려하면 새 정부는 정책차별화 및 개선의지를 표명할 수 밖에 없는 상황으로 판단한다. 공공요금 규제를 통한 소극적 방법을 통한 물가안정보다는 경제부흥 등 보다 거시적이고 선이 굵은 경제정책과 구조적 개선 방안이 채택될 것으로 전망한다.

>>> 조속한 시일 내에 정책 수정될 전망

에너지 정책수정은 8월 내에 마무리될 것으로 예상한다. 정부 조직개편 및 담당자교체가 완료되면 새로운 세부정책을 공개함으로써 향후 국정운영, 특히 경제운영 방향이 설정될 것으로 전망한다. 에너지 정책은 경제운영의 근간이며, 이로 인해 에너지 정책수정을 전제로 한 경제운영 방안이 공개될 것으로 전망한다. 새 정부는 건설적, 진취적인 경제부흥과 이를 뒷받침할 에너지 정책 수정이 불가피한 상황으로 분석한다.

>>> 경제부흥 뒷받침할 정책수정 예상

새 에너지정책은 정책실패를 보완하고 향후 경제부흥과 국가성장을 뒷받침하는 방향으로 개선될 것이다. 에너지 수급불안정을 해소할 공급확대, 에너지 과소비를 근절할 효율화 방안, 온실가스감축에 대응하고 선진국형 산업구조에 부합하는 에너지정책 등 큰 변화가 있을 것으로 예상한다. 시간적 제약으로 인해 기획재정부와 KDI의 관련 정책이 상당부문 반영될 것으로 전망한다.

>>> Top-picks

연초 빠르게 진행된 에너지제도개편은 완료가 아닌 진행형이다. 이로 인해 에너지 공기업의 수익구조는 적정투자보수에 부합하는 수준으로 복귀할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 지속적인 에너지 정책수정이 예상되며, 이에 따른 장기 구조적 변화에 주목할 시점으로 판단한다. 다양한 내부 개선 요소를 포함한 전력부문의 한국전력공사(015760)를 Top-pick으로 제시한다.

I. Investment Summary

>>> 새 정부 에너지 정책을 전망해 보자

새 정부가 출범하였다. 정부 정책에 따라 많은 변화가 불가피한 유틸리티 산업에도 큰 변화가 몰려 올 것으로 예상된다. 향후 정책을 예상하는 데에는 불확실한 요인을 내포하지만, 통상 새로이 출범하는 정부의 진취적/건설적 속성, 세부정책 발표시점, 정책준비의 시간적 제한, 현 경제상황 등의 제약 조건을 고려하면 범위와 방향 예측이 가능하다. 적어도 아래와 같은 변화는 불가피할 것으로 전망한다. 특히 연초 약 50일 간 긴박하게 진행된 전력요금인상, SMP상한제 도입, 전력요금제도 개편 예고, 가스요금 인상, 연동제 복귀는 향후 정부 정책 변화의 속도 내지 시급성을 알리는 신호탄이라고 해석한다.

이전 정부와 차별화가 필요한 시점

이전 정부와는 차별화된 에너지 정책이 시행될 것이다.

과거 수년간 유틸리티 공기업의 대규모 적자, 미수금 증가, 전력수급위기는 금융위기와 일본 대지진에 따른 국제 에너지가격 상승과 물가상승 억제라는 요인에 기인한 점을 무시할 수는 없지만, 10년 이상의 장기 계획과 준비기간에 근거한 정책시행의 결과라는 점에서 정책실패로 귀착될 수 밖에 없다.

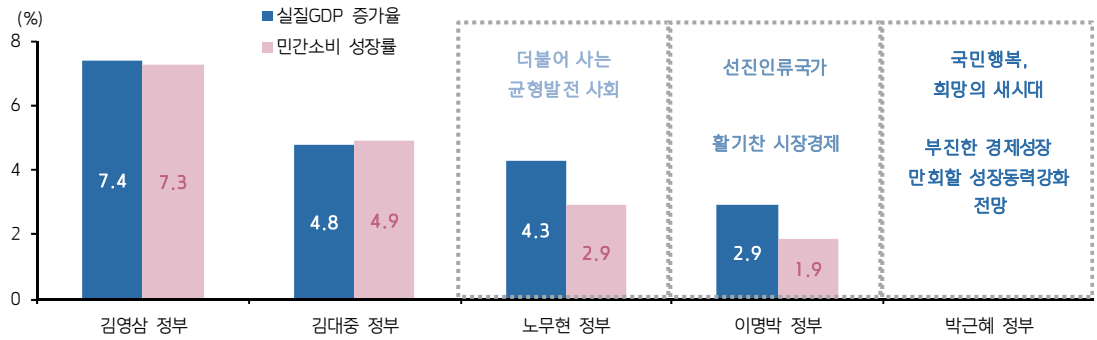
에너지정책이 경제 및 산업에 미치는 영향과 이전 정부의 부진한 경제 성적표를 고려하면 새로운 정부는 이전 정부와는 다른 정책으로 차별화 및 개선의지를 표명할 수 밖에 없는 상황으로 판단한다. 또한 공공요금 규제를 통한 소극적 방법을 통한 물가안정보다는 환율, 경제성장 등 보다 거시적이고 선이 굵은 경제정책과 구조적 개선 방안이 채택될 것으로 전망한다.

조속한 시일 내에 에너지 정책 수정될 것

새로운 에너지 정책 수정은 상반기 내에 마무리될 것으로 예상한다.

대통령 취임 이후 정부 조직개편 및 담당자교체가 완료되면 새로운 세부정책을 공개함으로써 향후 국정운영, 특히 경제부문에 대한 방향이 설정될 것으로 전망한다. 경제활동에 필수적인 에너지 정책은 경제운영의 근간이 될 수밖에 없으며, 이로 인해 에너지 정책 수정을 전제로 한 경제 운영 방안이 공개될 것으로 전망한다. 새 정부는 건설적, 진취적인 경제성장과 이를 뒷받침할 에너지 정책 수정이 불가피한 상황으로 분석한다.

이전 정부의 부진한 경제성장을 만회할 적극적, 진취적 경제부흥 천명



자료: 정부, 한국은행, 키움증권

경제부흥 뒷받침할 에너지 정책 변화 예상

새로운 에너지 정책은 이전 정부의 정책실패를 보완하고 향후 경제부흥과 국가성장을 뒷받침할 수 있는 방향으로 개선될 것이다. 과거 수년간의 에너지 수급불안정을 해소할 공급확대, 에너지 과소비를 근절할 효율화 방안, 그리고 공기업재무구조 개선과 새로운 글로벌 스탠더드인 온실가스감축에 대응하고 선진국형 산업구조에 부합하는 에너지정책 등 상당히 큰 변화가 있을 것으로 예상한다. 특히 시간적 제약으로 인해 기획재정부가 준비한 중장기 국가 성장 전략 및 에너지 정책, 경제부총리를 배출한 KDI의 전력정책 제안은 향후 에너지 정책에 큰 영향을 끼칠 것으로 전망한다.

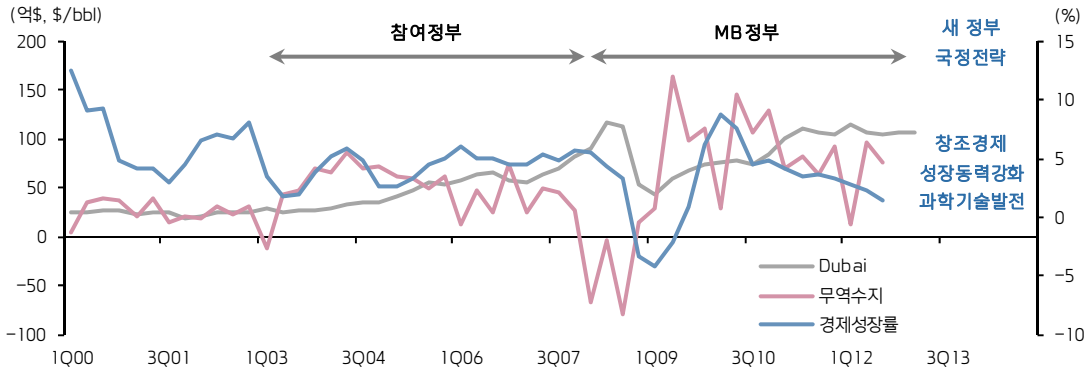
>>> 연초 숨가쁜 에너지제도 개선, 완료형이 아니 진행형

연초 전력요금인상에 이어 SMP상한제 도입, 주택용 전력요금구조 개편 예고, 가스요금 인상과 연동제 복귀 등의 굵직한 에너지 정책이 연이어 발표되고 있다. 과거에 전례를 찾아보기 힘든 속도이다. 정부가 이에 대한 배경을 명확히 밝히고 있지는 않지만 권력 이양 시기의 속성, 현재 경제 상황을 근간으로 할 때 이는 새로운 정부의 경제부흥과 국가 중장기 성장전략과 무관하지 않은 것으로 판단한다.
시간적 제약으로 인해 지난해 기재부가 준비한 기후변화/에너지 중간보고서와 경제부총리를 배출한 KDI의 전력정책이 향후 에너지 정책에 큰 영향을 끼칠 것으로 전망한다. 위 보고서에서 언급된 내용 중 하나인 전력가격상한제도는 SMP상한제를 통해 도입되어 이러한 예상을 뒷받침하고 있다.

경제정책과 에너지정책의 연관성, 에너지정책이 국가 경쟁력과 산업구조 전반에 영향을 미치는 점을 고려하면 정책변화가 이미 시작되고 있다고 판단하며, 이러한 변화는 궁긍적으로 유틸리티 산업에 구조적인 변화를 몰고 올 것으로 전망한다. 따라서 유틸리티산업은 경기 방어주적 관점의 접근이 아닌 에너지 산업구조 변화에 대응한 접근이 유효한 시점이라고 판단한다.

에너지 정책 담당자의 시각(총 에너지 비중 및 산업구조상의 효율증대/시장운용개선 필요성)에서 바라보면 통제 불가능한 국제유가와 연관성이 큰 석유나 가스산업보다는 상대적으로 구조적 개선여지가 많은 전력산업의 정책조정이 선행될 것으로 판단하며 한국전력을 Top Pick으로 제시한다.

인구구조 변화 및 기후변화에 대응하고 지속가능한 중장기 경제정책과 이를 뒷받침할 에너지정책 수정 전망



자료: 정부, 한국은행, 키움증권

II. 새 정부 에너지 정책 방향 전망

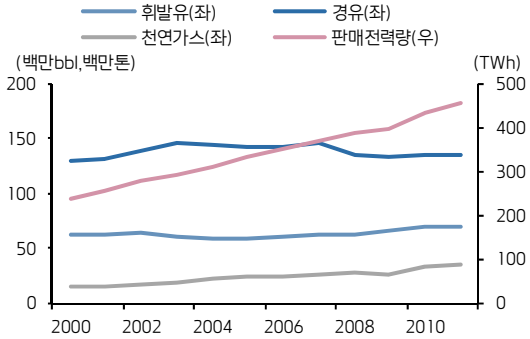
>>> 이전 정부와 차별화가 필요한 시점

지난 5년간 MB정부의 경제성적표가 우등생의 그것과는 거리가 멀기 때문에 새 정부는 이전 정부와 차별화되고 불연속된 정부라는 점을 각인시키려 노력할 가능성이 높다. 이러한 차별화 노력은 표면적으로는 MB 정부와는 다른 정책을 시행함으로써 가능하다. 특히 정책 공개에 앞서 정책의 배경과 전망, 파급효과 등 부연 설명의 기회까지 주어지는 점을 고려하면 정책 수정을 통한 차별화 효과는 배가될 것이기 때문이다.

MB정부 에너지 정책은 글로벌 금융위기, 일본 대지진으로 인한 국제유가와 LNG가격 상승 등 국내 정책으로 통제 불가능한 외부 요인과 물가안정을 위한 불가피한 선택이라는 점이 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이다. 그러나 에너지 정책의 수립과 시행에 최소 10년 이상이라는 시간적 여유가 있다는 점을 감안하면, 전력수급 불균형, 비정상적인 전력소비증가는 그 무엇보다 에너지 정책실패가 중요한 원인을 제공하고 있다는 점에서는 자유로울 수 없기 때문이다.

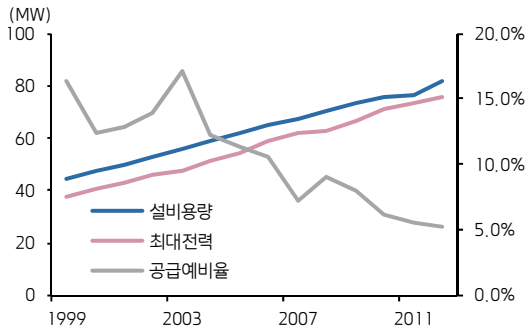
결과적으로 과거 수년간의 유틸리티 공기업의 대규모 적자와 재무구조 악화, 미수금 증가, 전력수급위기는 에너지 정책실패로 귀결된다.

석유에 비해 과도한 전력/가스 소비 증가 지속



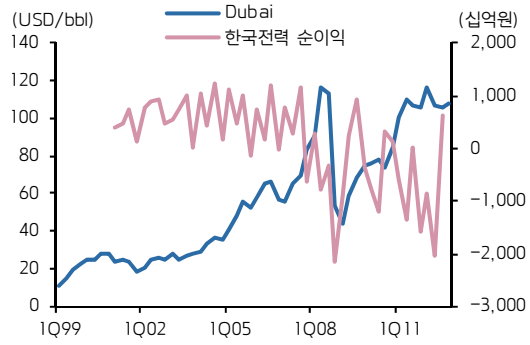
자료: 에너지경제연구원, 키움증권

전력소비 급증과 공급예비율 감소는 전력정책의 실패



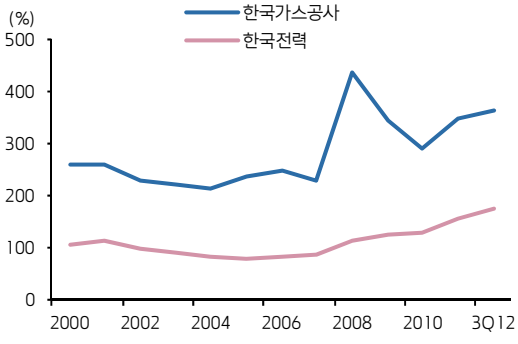
자료: 한국전력, 키움증권

지나친 규제로 에너지가격 변동에 취약한 구조 고착



자료: 관세청, 한국전력, 키움증권

물가안정 비용은 에너지 공기업 재무구조 악화로 귀결



자료: 한국전력, 가스공사, 키움증권

가장 손쉬운 차별화 방법은 상반되는 정책과 결과를 이끌어 내는 것이며 이러한 개선의지를 지속적으로 보일 것으로 판단한다. 따라서 새 정부는 이전 정부의 실패를 보완하는 반대성격의 정책이 필요한 상황이라고 판단한다. 새 정부의 차별화 노력은 이미 전력/가스부문과 해외자원개발 부문에서 나타나고 있다고 판단한다.

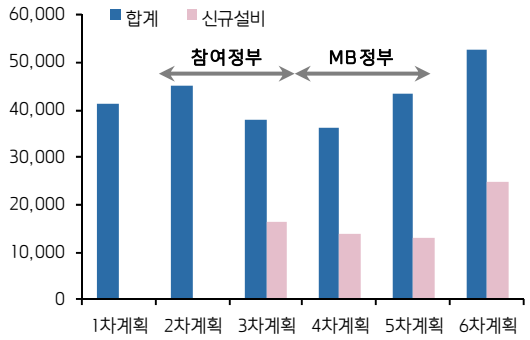
다음은 이전과는 다른 변화를 보이고 있는 3가지 사례들이다.

첫째, 전력설비 증설. 6차전력수급기본계획은 원래 예정보다 2개월 늦게 발표되었다. 이는 MB정부의 정책이라기 보다는 새 정부의 의중이 담긴 계획으로 판단한다. 특히 원전관련 계획은 다음 대통령의 최종 결정을 반영하기로 한 점은 이러한 판단을 더욱 강화하고 있다.

6차 전력수급기본계획에서 신규발전설비의 대폭적인 증설이 눈에 띈다. 이전 계획에 비하여 2배 증가하였다. 소극적 설비 증설과는 대조적인 대대적인 설비증설로 판단된다.

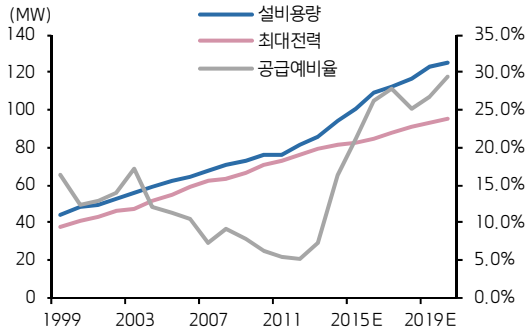
둘째, 신속하고 과감한 전력 및 가스요금 인상과 연동제 복귀 역시 이전과는 다른 분위기를 풍긴다. 실제 공공요금 인상 억제를 통한 물가안정 효과는 크지 않다. 새 정부 역시 물가안정에 힘쓸 것으로 예상하지만, 공공요금과 같은 소극적 요소보다는 환율, 경제부흥 등 선이 굵고 적극적인 방법을 통해 물가안정을 추구할 것으로 전망한다. 역시 이전 정부와 다른 접근, 다른 스타일이다.

새 정부 전력수급계획, 신규증설 용량 급증



자료: 지식경제부, 키움증권

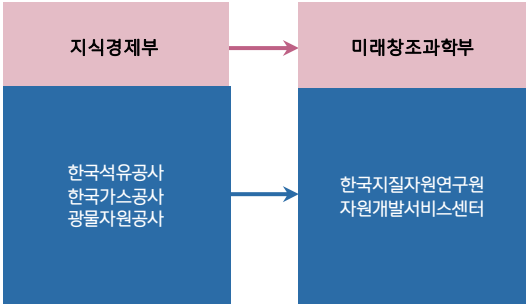
설비증설에 따른 예비율 회복 전망



자료: 지식경제부, 한국전력, 키움증권

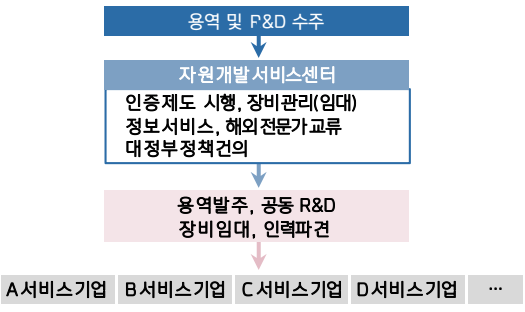
마지막으로 해외자원개발 부분의 변화다. MB정부 당시 해외자원개발은 석유공사 등 공기업이 주도적으로 진행한 반면 새 정부에서는 미래창조과학부가 자원개발 서비스 센터를 통해서 주도적으로 진행하는 점도 차별화의 일환으로 판단한다. 비록 명칭은 서비스센터이지만 자원개발의 핵심 부문을 담당하는 점을 고려하면 동 센터가 향후 자원개발을 이끌어 나갈 것으로 판단한다. 관련 예산까지 미래부가 관리하는 점에서 이전 정부와는 상당히 다른 정책 변화를 보이고 있다.

자원개발 콘트롤 타워 지식경제부→ 미래창조과학부로,



자료: 정부, 키움증권

공기업 → 자원개발서비스센터로 이동



>>> 조속한 시일 내에 에너지 정책 수정 진행될 전망

당사는 에너지 정책수정이 늦어도 올 8월까지는 마무리될 것으로 예상한다.

이러한 전망의 근거는 3가지다.
첫째 제한된 시간이다. 새 정부는 출범 직후 정부의 자세한 국정운영방향을 제시할 것으로 판단한다. 조만간 발표될 경제 운영방안발표에 중장기 국가성장전략이 포함될 것이며 이를 위하여 경제성장의 근간을 이루는 산업구조 및 에너지 정책 수정이 필요하기 때문이다. 대통령 임기가 5년인 점과 취임 이후 국정운영 방향을 국민에게 설명하여야 하는 점을 감안하면 향후 계획을 신속히 발표할 것으로 예상한다.
둘째는 정부 출범과는 별도로 법률로 정책의 수정이 명시된 경우이다. 에너지정책의 경우 최상위 에너지 정책인 국가에너지기본계획이 8월 개정될 예정이다. 국가에너지 정책이 석유, 전력 등 중요 에너지 계획을 포괄하고 있는 점과 상위 정책과 하위 정책의 연계성을 감안하며 8월 이전에 세부 에너지 정책이 확정될 것으로 예상한다.
셋째 국내외 변화를 반영한 새로운 장기 정책이 필요한 시점이다. 정부는 중장기 국가성장 전략을 준비 중에 있다. 이에는 새로운 글로벌 스탠다드인 기후변화에 대한 대응, 인구구조의 변화, 더 나아가 국내 산업구조의 변화까지를 포함하고 있다. 이 또한 새 정부 출범 이후 머지않은 시점에 발표될 것으로 예상한다.

정부 조직개편 그리고 실무 담당자교체가 완료되면 새로운 구체적인 운영방향과 목표가 발표될 것이다. 과거 5년간 부진한 경제상황에서 탈피할 수 있는 세부 성장 전략이 발표될 것으로 전망한다.

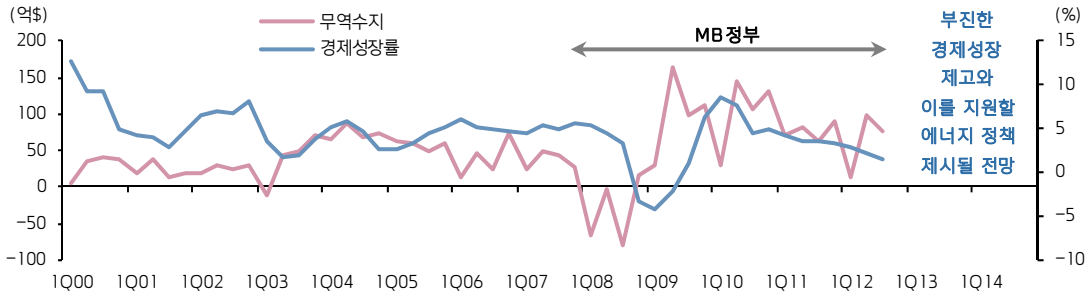
에너지 정책 발표는 정부조직개편 완료 후 8월까지 완료될 것으로 전망

자료: 정부, 키움증권

이러한 전망은 과거 참여정부와 MB정부 출범 시 국정목표와 당시 경제상황을 참고하면 어느 정도 유추가 가능하다.

참여정부 – 이전 정부의 안정적 성장으로 경제보다는 정치적 목표 우선시됨.
참여정부는 3대 국정목표를 제시하였다. 1. 국민과 함께하는 민주주의, 2. 더불어 사는 균형발전 사회, 3. 평화와 번영의 동북아 시대, 3가지가 국정목표로 설정되었다. 대체적인 국정운영방향은 경제성장보다는 민주주의, 균형 및 안정에 치중한다. 이는 2000년대 초반 경제부문의 순조로운 성장에 기인한 결과로 분석한다.

지난 5년간 부진한 성장으로 적극적 경제운영 및 이를 지원할 에너지정책 방안 제시될 것으로 전망



자료: 한국은행, 키움증권

참여정부, MB정부, 새 정부 국정 목표는 이전 정부 경제성과에 따라 변화

	참여정부	MB 정부	새 정부
비전	더불어 사는 균형발전 사회	선진인류국가	국민행복, 희망의 새시대
경제국정목표	성장동력확충	활기찬 시장경제	일자리 중심의 창조경제
키워드		7%, 4 만$, 7 대강국	창조경제, 고용, 복지
경제국정전략	서비스산업 경쟁력 강화 중소기업 지원체계정비 에너지 확보 및 효율화 등	1. 투자환경 인프라 개선 2. 제로베이스규제개혁 3. 신성장 동력확보 4. 서비스 산업 선진화 5. 일자리 창출	1. 창조경제 생태계 조성 2. 일자리 창출을 위한 성장동력 강화 3. 중소기업의 창조경제 주역화 4. 창의와 혁신을 통한 과학기술 발전 5. 원칙이 바로선 시장경제 질서 확립 6. 성장을 뒷받침하는 경제 운영
실질 GDP 성장율,	4.30%	2.90%	
민간소비성장율	2.90%	1.90%	

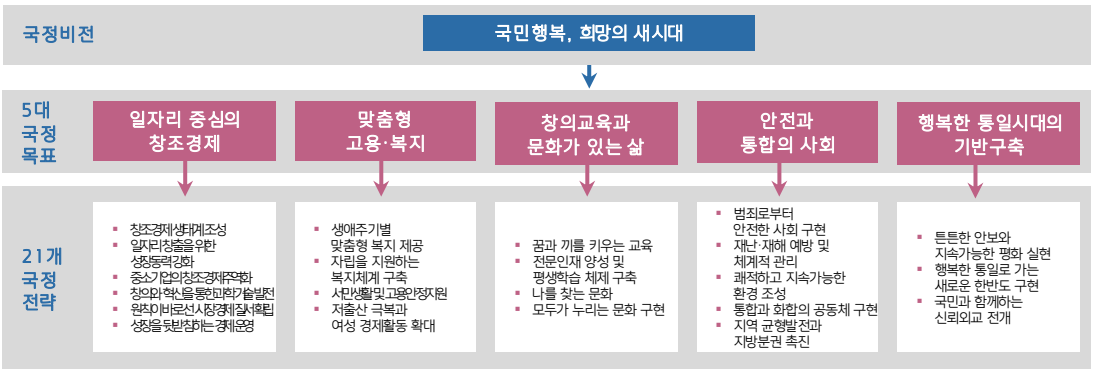
자료: 정부, 한국은행, 키움증권

MB정부 – 참여정부 말기 무역수지 급감, 유가 급등, 금융위기로 경제목표가 우선시 됨.

MB정부 출범 시 제시된 5대 국정지표는 1. 활기찬 시장경제, 2. 인재대국, 3. 글로벌코리아, 4. 능동적 복지, 5. 섬기는 정부 였다. 경제부문이 최우선 국정운영 목표가 된다. 참여정부 5년간 경제성장에 특이한 문제가 있지는 않았으나 참여정부 말기 급등을 시작한 국제에너지 가격, 무역수지 악화와 금융위기 전조를 반영하여 경제활성화가 제1의 국정목표로 선정되며 747목표가 제시된다.

MB정부의 부진한 경제성장을 고려할 때 새 정부의 최우선 국정목표는 경제 활성화 내지는 성장회복으로 귀결될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 아울러 에너지 정책은 경제운영의 근간으로 향후 중장기 성장에 걸맞은 새로운 정책이 제시될 것으로 기대한다. 세부적인 내용으로는 지난 해 발표된 공기업 재무구조 개선을 포함한 에너지 정책 수정을 전망한다.

새 정부 국가비전/국정목표/국정전략, 국민 중심의 경제부흥이 최우선 과제



자료: 정부, 키움증권

>>> 향후 예상되는 에너지 정책은?

국정목표 설정 이후 고려할 사항은 에너지 정책의 방향성이다.
새 정부가 기존의 틀을 벗어난 완전히 새로운 에너지 정책을 제시할 가능성을 배제할 수는 없다.
그러나 제약조건들 – 경제성장정책과의 일관성 유지, 관련 정책 준비에 많은 시간이 소요되는 점, 여러 국가에서의 운영되고 각 방식에 따른 장단점이 상당부분 파악된 점을 고려하면 새로운 정책의 수립보다는 기존의 준비된 정책 중 하나가 채택될 가능성이 더 큰 것으로 판단한다.

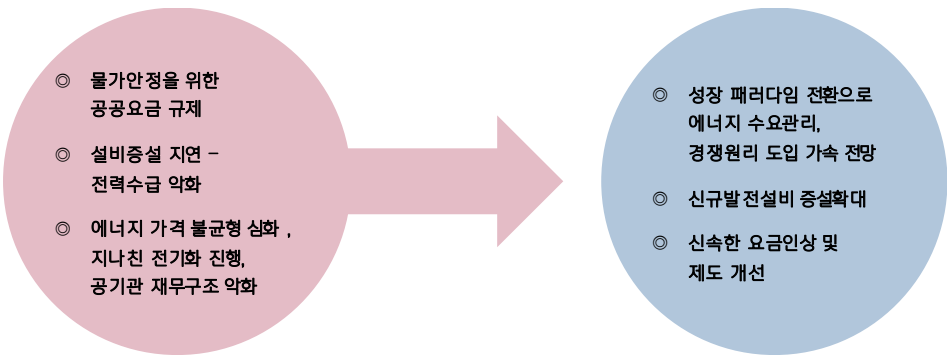
결론적으로 우리는 새로운 정부가 제시할 에너지 정책은 지난해 말 정부가 제시한 '중장기전략보고서'와 '기후변화/에너지 부문 중간보고서' 및 2012년 KDI 전력정책 보고서에서 크게 벗어나지 않을 것으로 판단한다. 기존에 준비된 내용에서 약간의 수정을 거쳐 발표될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 또한 MB정부 에너지정책 실패를 만회할 수 있는 계획을 포괄하고 있을 것으로 예상한다.

MB정부 에너지 정책의 문제점

우선 과거의 에너지 정책과 이전 정부 에너지 정책의 문제점을 살펴보자.

MB정부의 에너지 정책의 핵심은 다른 무엇보다 물가안정이 최우선 과제였던 것으로 판단한다. 물가안정을 위하여 가스와 전력부문의 연료비 연동제가 중단 혹은 지연되었다. 물가안정을 위하여 에너지 가격을 안정시킨 배경은 이해된다. 그러나 실질적인 측면에서 과도한 에너지 소비 현상이 지속된 점, 석유 가격과의 불균형 심화를 고려하면 결과적으로 실질적 에너지부문 경쟁력확보에 기여하지 못한 것으로 판단한다.
아울러 과도한 요금규제로 에너지 공기업의 대규모 적자, 미수금 급증, 재무구조 악화 등이 발생했으며, 궁극적으로 이러한 공기업 재무구조 악화는 다음 정부 혹은 국민이 공동으로 부담할 수 밖에 없다는 점에서 에너지물가 안정이 아닌 에너지비용의 시간 지연에 불과하다고 판단한다.
상대적으로 낮은 전력요금으로 인해 전력수요가 급증, 전력수급 상황이 악화된 점은 역시 개선이 필요한 부분이다. 피크 시즌의 전력 예비율이 5%인 점은 우려할 만한 수준이며, 시급한 개선이 필요한 상황이다.

새 정부 에너지 정책은 이미 이전 정부와 반대 방향으로 움직이고 있다



자료: 키움증권

이전의 실패를 만회할 정책 예상

이미 발표된 몇 가지 에너지 관련 정책에서 이전 정부와는 반대 성격을 확인할 수 있다.

6차 전력수급기본계획에서 신규발전설비 용량이 대폭 증가한다. 이전 정부에 비해 약 2배 수준이다. 이전보다 상당히 공격적인 계획이다. 전력 및 가스 요금 인상 역시 빠른 속도로 진행되고 있으며 SMP 상한제 도입, 연료비 가스요금 연동제 복귀 역시 예상보다 신속하게 마무리 되었다.
물가에 미치는 영향이 상대적으로 작은 공공요금 인상 억제보다는 보다 적극적인 물가안정 방안이 채택될 가능성이 높은 상황이며 이 역시 이전 정부와는 반대의 모습을 반영하고 있다고 판단한다.

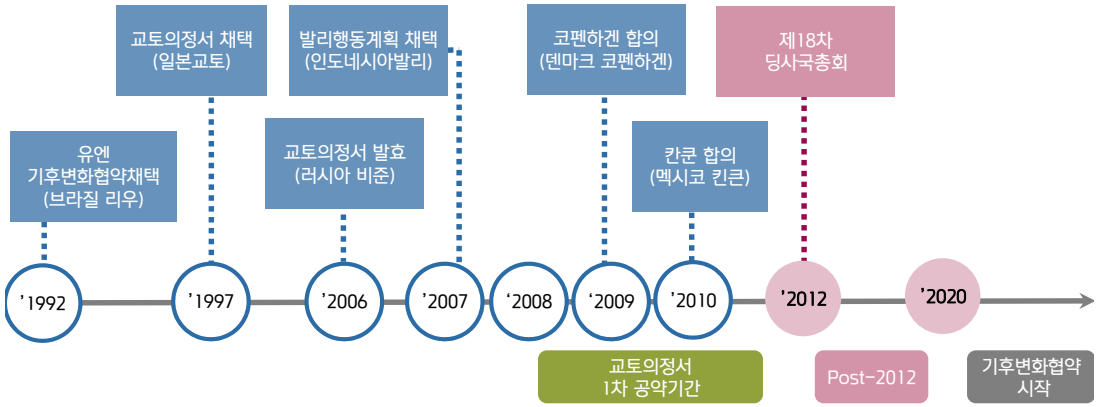
연초 숨가쁘게 요금인상, 설비증설, 연동제 복귀 등 굵직한 에너지 정책이 수정되었으나 이는 다음 단계를 준비하는 일련의 과정으로 판단하며, 에너지 정책 수정이 종료된 상황으로 해석하지는 않는다.

기재부와 KDI 정책 대폭 반영 전망

이후에 전개될 에너지정책 방향은 중장기 국가 성장전략에 걸맞는 기반 구축과 국제적인 온실가스 감축 대비로 전망한다. 특히 새 정부에서 채택될 가능성이 높은 정책은 지난 연말 발표된 기재부의 기후변화/에너지 부문 중간보고서에 기술된 정책과 경제부총리를 배출한 KDI 전력정책일 것으로 전망한다.

기재부가 주장하는 에너지 정책의 핵심은 온실가스 감축, 수요관리와 효율적 에너지 사용 및 시장기능 활성화, 경쟁원리 확대이다. 기후변화에 대비한 온실가스 감축은 새로운 글로벌 스탠다드이며 국제적으로는 2020년 시행되기로 UN당사국 회의에서 결정된 바 있다. 우리나라는 2020년 BAU 30% 감축한 5.7억톤 배출을 목표로 진행 중이며, 국내 내부적으로 저탄소 녹색성장 기본법을 통해 추진 중이다.

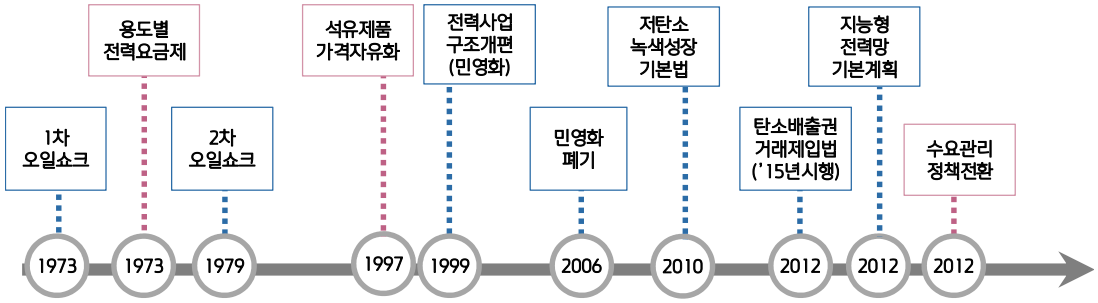
2020년 유엔기후변화협약 시행 및 온실가스 BAU 30% 감축에 대비한 에너지 정책 강화 필수적



자료: 환경부, 키움증권

에너지 부문은 과거 중화학공업의 압축성장을 위하여 원활한 공급위주의 정책을 펼쳐왔던 반면 향후에는 효율적 사용과 수요관리 중심으로 전환되는 것을 계획하고 있다. 아울러 경쟁원리 도입을 통한 산업 내부의 효율 강화를 목표로 하고 있다. 이러한 변화에는 장기적인 산업구조 변화까지를 고려하고 있다.

과거 공급위주의 에너지 정책에서 수요관리 중심, 효율적 사용으로의 전환은 중대한 변화



자료: 정부, 키움증권

이러한 변화는 에너지 정책 중 매우 중대한 변화이며 여러 분야에 큰 영향을 미칠 것으로 예상한다. 보다 자세한 내용은 당사 2013년 전망자료(2012.11.13)자료에 기술되어 있다.

KDI 가 주장하는 전력정책 방향의 핵심은 전력거래제도 개선을 통한 효율 개선과 경쟁체제 확립이다.

우리나라는 2001년 전력산업 구조개편을 도입하였으나 효과적인 경쟁체제를 확립하는 데는 실패한 것으로 기술하고 있다. 그 원인으로는
첫째 발전업체간의 경쟁 효과를 결정하는 전력거래제도의 구조적 문제점,
둘째 독점으로 남아있는 송배전, 판매, 지배구조, 요금규제로 인해 자원배분 비효율성 지속,
셋째 만성적 전력수급위기, 전력 과소비, 재무구조 악화와 비효율적인 경영을 꼽고 있다.

이러한 문제를 해결하고 전력산업 정상화를 위해서는 경쟁정책 강화, 경제효율에 입각한 요금과 지배구조 도입을 주장하고 있다. 세부적으로는
1) 도매전력시장 가격상한제와 가격경쟁 허용, 스팟 시장 대신 용량선도계약시장 전환,
2) 발전 경쟁을 왜곡하지 않고, 과도한 이윤 발생을 방지하는 Vesting 계약도입, 진입제한 철폐
3) 송배전 및 판매를 분리한 정상적인 투자보수 규제, 공기업과 민간기업간 경쟁 확대 및 지배구조 개선을 통해서 전력산업구조를 개선을 주장하고 있다.

특히 SMP상한제 도입, 주택용 누진제 개편 예고 등 일부 주장이 현실화 됨에 따라 기재부와 KDI 정책이 실제 반영될 가능성이 더욱 높아진 것으로 판단하고 있다. 에너지 부문, 특히 전력부문은 국제유가와 같은 외적 요인 외에도 거래구조, 지배구조, 경쟁도입, 수요조절방안 등 개선되어야 할 부분이 많은 것으로 판단하며, 나머지 영역에 대한 정책 수정이 지속될 것으로 전망한다.

III. 에너지 정책 수정의 배경과 영향

>>> 일본에서 살펴본 전력 정책 수정 배경

연초 다급하게 진행된 전력요금 인상, 가스요금 인상 및 연동제 복귀, SMP상한제 도입 등의 배경을 명확히 밝히고 있지 않다. 그러나 우리는 유사한 경제 및 에너지 믹스를 가지고 있으며 에너지 정책 수정이 진행 중인 일본에서 그 배경을 일부 확인할 수 있다. 특히 지리적으로는 반도와 섬으로 서로 다른 환경을 지니고 있으나, 정치지리적으로는 양국이 동북아시아에 고립된 지역성을 보이고 있어 동일한 에너지 환경을 공유하고 있기 때문이다.

표면적으로 일본은 대지진 이후 원자력 안정성과 향후 원전정책에 대한 국민적 논의를 진행 중이다. 이는 에너지 정책 중 일부인 원전과 관련된 부분이며, 원자력에너지뿐 아니라 기본적인 에너지 믹스, 에너지 안보, 지속가능성과 경제성, 환경성에 대한 준비를 진행하고 있는 것이다.
우리 정부 역시 인구구조 변화, 산업구조 변화, 신재생에너지 확대에 대비한 에너지 정책을 준비 중인 것으로 파악하고 있으며, 에너지 자원 해외 의존도, 산업구조, 기후특성을 고려하면 일본과 유사한 경로를 밟고 있다고 판단한다.

에너지 중 전력부분이 자주 언급되는 이유는 해외 자원에 전적으로 의존하고, 단순한 국내 유통만이 존재하는 유류나 천연가스에 비하여 전력은 생산, 거래, 부하관리, 유통 등 여러 부분에서 효율화가 가능하고 급속한 전기화로 인해 전력이 가장 많이 사용하는 에너지원이 때문인 것으로 판단한다.

일본 정부는 지난 2월 8일 전력시스템 개혁안을 공개하며 그 배경을 설명하였다. 일본 경제산업대신은 전력시스템 개혁 없이 새로운 에너지정책은 불가능하다고 강조하며 전력개혁의 배경을 설명하고 있다. 일본은 2020년까지 중장기 3단계로 나누어 광역계통운영기관 설치, 소매시장 자유화, 송배전 분리 및 요금규제 철폐 등 개혁방안을 실천할 계획이다.

에너지믹스, 산업구조, 정치지리적으로 일본과 동일한 환경을 가지고 우리나라가 향후 당면할 문제 역시 일본의 그것과 매우 유사할 수 밖에 없을 것으로 예상한다. 다른 한편으로 국가 중장기 성장전략을 준비 중인 우리나라도 필연적으로 일본과 유사한 전철을 밟아 전력부분의 큰 변화가 있을 것으로 예상된다.

>>> 유틸리티 산업 효율 증대와 적정투자보수 정상화 앞당길 것

일련의 에너지 정책 수정(전력요금 인상, SMP상한제 도입, 가스요금 인상, 가스 연료비 연동제 복귀) 이후 예상되는 변화와 목표는 다음과 같다.

1) 요금체계 개선 (주택용 누진제 개선 예고, 전압별/원가기반의 요금체계 도입)
2) 연료비 연동제 도입 (가스부문 연동제 복귀 완료)
3) 인센티브 규제 도입
4) 실시간 요금제(스마트그리드 계량기 2030년에서 2020년 보급 조기완료 예정)
5) 경쟁체제로의 전환(발전경쟁, 도소매경쟁, 진입제한 철폐, 공기업과 민간기업 경쟁확대)
6) 도매전력시장 가격상한제와 가격경쟁 허용(SMP상한제 일부 도입)
7) 거래구조 개선 – 스팟 시장 대신 용량선도계약시장 전환

이중 주택용 누진제 개선과 전력부분 연료비 연동제는 근 시일 내에 시행될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 이는 매출증가와 수익 변동성 축소로 이어져 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상한다.

에너지 정책 수정은 궁극적으로 상호경쟁을 통한 산업의 효율화를 바탕으로 하고 있다. 이를 위해서는 적정이윤 보장이 전제되어야 하며 이러한 과정에서 유틸리티 기업 수익성이 정상화될 것으로 전망한다. 다른 한편으로 단기적으로 막대한 신재생 에너지 투자를 준비 중인 정부가 재원확보를 위해 선택할 수 있는 방법은 정부 재정과 공기업 수익금이다. 현재 국가와 공기업 재무구조가 여의치 않은 상황을 고려하면 정상화를 통한 수익금을 그 재원으로 사용될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 이는 대선 공약에서도 언급된 부분이다.

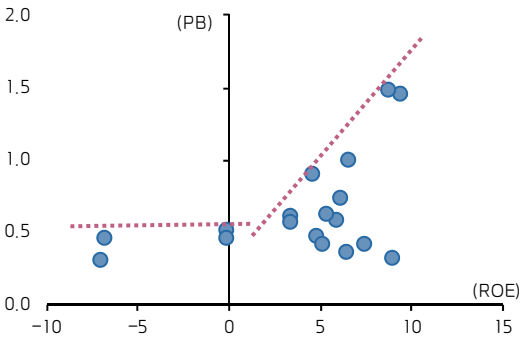
결론적으로 에너지 정책수정은 관련 공기업의 정상화, 효율화, 재무구조 개선 및 에너지 산업 경쟁력 제고를 이끌 것으로 예상한다. 특히 적정투자보수는 예산 계획과 유사한 수준을 유지할 수 있는 운영기틀을 마련해 줄 것으로 판단한다. 정부에 제출한 예산계획서상의 한국전력 적정투자보수는 2011년 3.7조원, 2012년 3.9조원이며 2013년과 2014년에는 약 4.2조원 수준으로 확대될 것으로 전망한다. 적정투자보수 정상화 시 ROE 약 7%, PBR 1배 수준의 과거 밸류에이션을 회복할 수 있을 것으로 기대한다.

한국전력 적정투자보수와 순이익 추이 (단위: 억원)

	적정투자보수	연결순이익	ROE(%)
2005	31,216	24,323	5.7
2006	34,217	22,458	5.2
2007	33,128	14,672	3.3
2008	31,793	-29,140	-7.1
2009	32,437	-477	-0.1
2010	37,215	-692	-0.1
2011	37,367	-32,930	-6.1
2012	39,610		

자료: 한국전력, 키움증권

정상화 시 한국전력 과거 밸류에이션 회복 전망



자료: 한국전력, 키움증권

KIWOOM

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

기업분석

한국전력공사
(015760)

BUY (Maintain)/TP: 42,000원
구조적 변화 관점 여전히 유효

한국가스공사
(036460)

Outperform(Maintain)/TP 81,000원
미수금 우려 해소와 재무구조개선

한국전력공사 (015760)

BUY(Maintain)

주가(2/26) 30,900원

목표주가 42,000원

연초 전력요금 인상, SMP 상한제 도입, 주택용 누진제 개선 예고 등 숨가쁘게 전력정책 수정을 진행하고 있다. 추가 요금인상은 제한적이지만, 요금제도 개선, 연료비 연동제 실시 등 나머지 전력제도 개편은 꾸준히 진행될 것으로 전망한다. 3월 SMP상한제 실시, 5월 계시별 요금제 확대로 동사 실적은 꾸준한 개선추이를 보일 것으로 예상한다. 전력산업의 변화는 하반기까지 계획될 것이며 이로 인한 구조적 변화 관점의 접근이 여전히 유효하다고 판단한다. 투자의견 BUY, 목표주가 42,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (2/26)		2,000.01pt
시가총액		198,367억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	34,850원	21,450원
최고/최저가 대비 등락	-11.33%	44.06%
주가수익률	절대	상대
1M	-11.1%	-13.4%
6M	22.9%	17.9%
1Y	21.2%	22.4%

Company Data

발행주식수		641,964천주
일평균 거래량(3M		1,980천주
외국인 지분율		25.17%
배당수익률(12.E)		0.00%
BPS (12.E)		80,210원
주요주주	한국정책금융공사외 1인	51.1%

Price Trend

구조적 변화 관점 여전히 유효

>>> 요금인상 이후 모멘텀은?

연초 전력요금 인상, SMP상한제 도입, 주택용 누진제 개선 예고 이후, 추석까지는 추가 요금인상에 대한 논의는 제한될 것으로 예상된다. 그러나 요금인상을 제외한 전압별 요금제 등 요금제도 개편, 연료비 연동제 실시 등 전력산업 개혁이 지속될 것으로 전망한다. 3월부터 실시 예정인 SMP 상한제는 연간 약 3천억원의 비용 절감효과를 추가할 수 있을 것으로 예상하며, 5월 모든 고압사용자로 확대될 계시별 요금제 역시 약 1~2%의 요금인상 효과를 가져올 것으로 예상되어, 2013년 실적개선을 이끌 것으로 전망한다.

>>> 1분기 실적 개선 예상

1월 전력판매수지는 전년 동기 대비 크게 개선된 약 6천억원으로 판단된다. 2월 전력판매수지는 1월보다 개선될 것으로 예상된다. 근거는 1월 중순 인상된 요금인상 추가분이 반영되며, 설 연휴 이전에 따른 기저발전비중 상승이다. 1,2월 실적 개선으로 1분기 실적은 전년에 비하여 큰 폭의 개선을 보일 것으로 예상된다.

>>> 하반기 발전믹스 개선 기대

원자력발전과 관련된 신규 발전소 건설과 운영인허가는 새 정부에서 확정될 예정이다. 약간의 지연은 있었으나 8월 이전에 신규발전소 운영허가 및 건설허가가 날 것으로 전망된다. 이러한 전망의 근거는 현재 6차전력수급계획만으로는 정부가 언급한 전력예비율을 충족 못하고, 신규원전을 포함할 경우에만 충족하기 때문이다. 준비된 신월성2호기, 신고리3호기가 상업운전을 시작하면 동사 수익구조는 더욱 개선될 것으로 전망한다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	391,897	435,323	502,665	537,778	564,667
보고영업이익(억원)	-15,993	-6,850	12,708	66,823	76,993
핵심영업이익(억원)	-17,875	-13,014	-672	61,572	54,773
EBITDA(억원)	2,671	55,760	69,007	138,165	131,289
세전이익(억원)	-1,763	-27,982	-19,518	39,610	43,938
순이익(억원)	-614	-32,930	-17,245	29,708	33,305
지배기업주주순이익(억원)	-614	-33,705	-17,786	29,189	34,088
EPS(원)	-96	-5,251	-2,771	4,547	5,310
증감율(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	16.8
PER(배)	-315.4	-4.9	-11.0	6.8	5.8
PBR(배)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	170.0	11.0	10.9	6.0	6.8
보고영업이익률(%)	-4.1	-1.6	2.5	12.4	13.6
핵심영업이익률(%	-4.6	-3.0	-0.1	11.4	9.7
ROE(%)	-0.1	-5.9	-3.3	5.5	5.9
순부채비율(%)	63.4	84.0	108.3	113.9	118.9

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	391,897	435,323	502,665	537,778	564,667
매출원가	397,653	430,820	486,077	458,634	491,260
매출총이익	-5,757	4,503	16,587	79,144	73,407
판매비및일반관리비	12,118	17,517	17,260	17,572	18,634
영업이익(보고)	-15,993	-6,850	12,708	66,823	76,993
영업이익(핵심)	-17,875	-13,014	-672	61,572	54,773
영업외손익	16,112	-14,968	-18,846	-21,962	-10,835
이자수익	766	2,916	2,108	2,502	3,550
배당금수익	35	189	515	0	230
외환이익	1,730	1,974	5,562	0	0
이자비용	11,216	21,236	23,134	23,328	24,328
외환손실	891	3,728	2,661	0	0
관계기업지분법손익	23,651	-2,019	1,731	0	1,782
투자및기타자산처분손익	120	75	-6,012	0	0
금융상품평가및처분이익	212	746	-3,175	-6,321	0
기타	1,705	6,115	6,219	5,185	7,931
법인세차감전이익	-1,763	-27,982	-19,518	39,610	43,938
법인세비용	-1,149	8,199	-2,273	9,903	10,633
유효법인세세율(%)	65.2%	-29.3%	11.6%	25.0%	24.2%
당기순이익	-614	-32,930	-17,245	29,708	33,305
지배주주지분 당기순이익	-614	-33,705	-17,786	29,189	34,088
EBITDA	2,671	55,760	69,007	138,165	131,289
현금순이익(Cash Earnings)	19,931	35,844	52,433	106,301	109,821
수정당기순이익	-730	-33,992	-10,281	34,499	33,305
증감율(%, YoY)					
매출액	16.3	10.2	15.5	7.0	5.0
영업이익(보고)		적지	흑전	425.8	15.2
영업이익(핵심)		적지	적지	흑전	-11.0
EBITDA	-81.6	-33.4	23.8	100.2	-5.0
지배주주지분 당기순이익		적지	적지	흑전	16.8
EPS		적지	적지	흑전	16.8
수정순이익		적지	적지	흑전	-3.5

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	48,292	141,259	119,859	132,973	136,521
현금및현금성자산	2,882	13,879	345	9,062	8,655
유동금융자산	503	7,705	7,037	7,260	7,623
매출채권및유동채권	39,534	80,013	73,921	76,825	78,426
재고자산	596	38,518	37,234	38,413	40,333
기타유동비금융자산	4,777	1,144	1,321	1,413	1,484
비유동자산	695,690	1,223,419	1,338,115	1,450,938	1,566,335
장기매출채권및비유동채권	10,572	13,973	16,134	17,262	18,125
투자자산	337,420	72,015	82,337	91,626	101,766
유형자산	346,734	1,123,849	1,226,862	1,330,036	1,435,119
무형자산	964	8,487	7,635	6,868	6,179
기타비유동자산	0	5,095	5,146	5,146	5,146
자산총계	743,982	1,364,679	1,457,974	1,583,911	1,702,856
유동부채	85,291	177,412	174,820	185,791	190,456
매입채무및유동채무	39,964	95,998	71,809	76,825	80,667
단기차입금	683	13,006	33,006	38,006	38,006
유동성장기차입금	40,633	58,325	58,325	58,325	58,325
기타유동부채	4,012	10,083	11,680	12,635	13,458
비유동부채	248,219	649,227	762,360	847,618	928,594
장기매입채무및비유동채무	0	33,344	38,502	41,192	43,252
사채및장기차입금	222,436	402,065	480,065	547,065	614,065
기타비유동부채	25,783	213,818	243,793	259,361	271,277
부채총계	333,511	826,639	937,180	1,033,409	1,119,050
자본금	32,078	32,098	32,098	32,098	32,098
주식발행초과금	8,351	8,438	8,438	8,438	8,438
이익잉여금	233,706	357,691	339,905	369,094	403,183
기타자본	136,336	134,476	134,476	134,476	134,476
지배기업지분자본총계	410,471	532,703	514,917	544,106	578,195
비지배지분자본총계	0	5,337	5,877	6,396	5,612
자본총계	410,471	538,040	520,794	550,502	583,807
순차입금	260,367	451,811	564,013	627,074	694,117
총차입금	263,752	473,396	571,396	643,396	710,396

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	-31	41,447	44,129	109,144	110,309
당기순이익	-614	-32,930	-17,245	29,708	33,305
감가상각비	20,182	67,827	68,827	75,827	75,827
무형감가상각비	363	947	852	767	690
외환손익	-88	2,260	-2,901	0	0
자산처분손익	516	3,666	6,012	0	0
지분법손익	-23,651	0	-1,731	0	-1,782
영업활동자산부채 증감	-1,803	-9,845	-12,397	3,359	2,270
기타	5,064	9,522	2,712	-515	0
투자활동현금흐름	-42,695	-111,957	-185,637	-187,996	-189,631
투자자산의 처분	-7,618	-4,950	-7,732	-8,996	-8,721
유형자산의 처분	268	506	0	0	0
유형자산의 취득	-48,267	-106,104	-171,840	-179,000	-180,910
무형자산의 처분	-189	-421	0	0	0
기타	13,112	-987	-6,065	0	0
재무활동현금흐름	43,726	63,414	127,974	87,569	78,916
단기차입금의 증가	-38,472	0	20,000	5,000	0
장기차입금의 증가	82,203	61,970	78,000	67,000	67,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-447	0	0	0
기타	0	1,890	29,974	15,569	11,916
현금및현금성자산의순증가	999	-7,021	-13,534	8,716	-406
기초현금및현금성자산	1,883	20,901	13,879	345	9,062
기말현금및현금성자산	2,882	13,879	345	9,062	8,655
Gross Cash Flow	1,771	51,292	56,526	105,786	108,039
Op Free Cash Flow	-35,939	-64,423	-115,068	-52,377	-60,606

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	-96	-5,251	-2,771	4,547	5,310
BPS	63,979	82,980	80,210	84,756	90,066
주당EBITDA	416	8,688	10,749	21,522	20,451
CFPS	3,107	5,585	8,168	16,559	17,107
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-315.4	-4.9	-11.0	6.8	5.8
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	170.0	11.0	10.9	6.0	6.8
PCFR	9.7	4.6	3.7	1.9	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-4.1	-1.6	2.5	12.4	13.6
영업이익률(핵심)	-4.6	-3.0	-0.1	11.4	9.7
EBITDA margin	0.7	12.8	13.7	25.7	23.3
순이익률	-0.2	-7.6	-3.4	5.5	5.9
자기자본이익률(ROE)	-0.1	-5.9	-3.3	5.5	5.9
투하자본이익률(ROIC)	-1.8	-1.5	0.0	3.6	3.0
안정성(%,배)					
부채비율	81.3	153.6	180.0	187.7	191.7
순차입금비율	63.4	84.0	108.3	113.9	118.9
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	2.6	2.3
활동성(배)					
매출채권회전율	10.5	5.9	6.5	7.1	7.3
재고자산회전율	313.4	11.9	13.3	14.2	14.3
매입채무회전율	10.0	5.4	6.0	7.2	7.2

한국가스공사 (036460)

Outperform(Maintain)

주가(2/26) 69,100원

목표주가 81,000원

4.4%의 요금인상과 연료비 연동제 복귀로 미수금 회수와 관련된 우려가 해소되었다. 현재 판매요금에 미수금회수 단가가 책정되어 있기 때문에 미수금 회수에는 약 5년이 소요될 것으로 전망된다. 동사 증자를 위한 정부 예산이 배정되었으며, 정부 예산의 연내 소진 특성상 올해안에 증자가 완료될 것으로 예상된다. 증자로 인한 희석 우려가 상존하나, 이는 자기자본 확충에 따른 요금기저 확대, EPS 증가분으로 상쇄되고 재무개선효과가 더 주요하게 작용할 것으로 예상한다. 목표주가 81,000원과 투자의견 Outperform을 유지한다

Stock Data

KOSPI (2/26)		2,000.01pt
시가총액		53,404억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	86,000원	35,750원
최고/최저가 대비 등락	-19.65%	93.29%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.1%	-4.7%
6M	23.0%	18.0%
1Y	69.6%	71.3%

Company Data

발행주식수		77,285천주
일평균 거래량(3M		349천주
외국인 지분율		8.48%
배당수익률(12.E)		1.01%
BPS (12.E)		107,334원
주요 주주	기획재정부 외 1인	51.3%

Price Trend

미수금 우려 해소와 재무구조개선

>>> 요금인상과 연료비 연동제 복귀

2월 4.4% 가스요금 인상과 함께 연료비 연동제 복귀 결정이 있었다. 이번 연료비 연동제 복귀로 그 동안 문제가 된 미수금 관련 리스크는 해소된 것으로 판단된다. 현재 가스요금에는 약 48원/m3원의 미수금 회수단가가 책정되어 있어 5.5조원의 미수금 회수에는 약 5년이 소요될 것으로 분석한다.

한편 LNG 수급 악화와 가격상승을 주도했던 일본 발 수요증가가 완화되고 있어 LNG 수급과 가격 변동성은 축소될 것으로 전망한다.

>>> 재무구조건전화 기대

동사 재무구조 개선을 위하여 정부예산 2천억원이 배정되었다. 책정된 정부예산이 연내 소진되는 특성상 연내 증자가 완료될 것으로 판단한다. 증자 시 우려되는 주가희석은 자기자본 확대로 인한 요금기저확대와 이로 인한 EPS증가 효과와 상쇄될 것으로 예상된다. 따라서 증자로 인한 재무구조 개선의 긍정적 효과가 더 주요할 것으로 예상한다. 미수금회수기간에 대한 우려가 해소되었으므로 장기적으로는 유동화 재 논의가 가능할 것으로 기대한다.

>>> 정책 수정, 그 이면을 보자

정부가 시급하게 전력과 가스부분의 제도 개선을 추진한 이면에는 향후 중대한 에너지 정책 수정에 대한 준비로 판단한다. 에너지 정책 수정은 적어도 8월까지는 지속될 것으로 판단하며 이러한 정책 수정은 에너지 공기업 펀더멘탈 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한다. 다만 현재 진행 중인 공공요금제도 개선과 관련된 부분은 부대사업기준에 영향을 미칠 수 있어 정부의 판단을 지켜보아야 할 것으로 판단한다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	226,114	284,937	369,248	360,834	371,659
보고영업이익(억원)	8,278	10,182	10,202	12,894	13,281
핵심영업이익(억원)	8,315	10,232	12,899	12,485	13,194
EBITDA(억원)	14,715	18,687	20,964	21,967	23,899
세전이익(억원)	2,666	3,894	4,009	3,947	4,022
순이익(억원)	2,062	1,747	3,041	2,992	3,048
지배주주지분순이익(억원)	2,062	1,815	3,011	3,108	3,167
EPS(원)	2,668	2,348	3,896	4,021	4,097
증감율(%YoY)	-13.4	-34.4	65.9	3.2	1.9
PER(배)	18.2	17.8	19.3	17.2	16.9
PBR(배)	0.7	0.4	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	13.6	13.9	15.4	15.4	15.0
보고영업이익률(%)	3.7	3.6	2.8	3.6	3.6
핵심영업이익률(%)	3.7	3.6	3.5	3.5	3.6
ROE(%)	3.9	2.2	3.7	3.6	3.5
순부채비율(%)	308.3	285.3	319.6	336.3	349.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	226,114	284,937	369,248	360,834	371,659
매출원가	215,391	271,788	352,992	344,921	354,934
매출총이익	10,722	13,149	16,256	15,913	16,725
판매비및일반관리비	2,408	2,917	3,357	3,428	3,531
영업이익(보고)	8,278	10,182	10,202	12,894	13,281
영업이익(핵심)	8,315	10,232	12,899	12,485	13,194
영업외손익	-5,649	-6,338	-8,890	-8,538	-9,172
이자수익	206	227	161	288	297
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	3,231	3,110	1,670	0	0
이자비용	5,718	7,238	8,235	8,529	9,109
외환손실	3,402	3,176	1,149	0	0
관계기업지분법손익	1,156	1,420	1,167	2,400	2,600
투자및기타자산처분손익	-67	-61	2	0	0
금융상품평가및처분이익	7,481	3,788	2,722	1,633	1,500
기타	-8,540	-4,408	-5,229	-4,330	-4,460
법인세차감전이익	2,666	3,894	4,009	3,947	4,022
법인세비용	604	2,147	968	955	973
유효법인세세율(%)	22.7%	55.1%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	2,062	1,747	3,041	2,992	3,048
지배주주지분 당기순이익	2,062	1,815	3,011	3,108	3,167
EBITDA	14,715	18,687	20,964	21,967	23,899
현금순이익(Cash Earnings)	8,462	10,202	11,106	12,474	13,753
수정당기순이익	-3,672	75	976	1,754	1,911
증감율(%, YoY)					
매출액	16.6	25.3	29.6	-2.3	3.0
영업이익(보고)	4.0	5.0	0.2	26.4	3.0
영업이익(핵심)	4.7	-2.3	26.1	-3.2	5.7
EBITDA	4.8	0.8	12.2	4.8	8.8
지배주주지분 당기순이익	-13.4	-34.4	65.9	3.2	1.9
EPS	-13.4	-34.4	65.9	3.2	1.9
수정순이익	N/A	N/A	1,203.7	79.7	9.0

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	85,182	119,825	129,380	130,450	131,525
현금및현금성자산	1,077	1,497	843	6,840	6,931
유동금융자산	621	152	197	192	198
매출채권및유동채권	61,919	82,455	87,916	83,915	84,468
재고자산	21,566	33,603	37,678	36,820	37,166
기타유동비금융자산	0	2,118	2,745	2,682	2,763
비유동자산	157,742	240,280	282,409	310,306	333,515
장기매출채권및비유동채권	35,521	30,878	40,014	39,103	40,276
투자자산	11,424	16,848	19,106	21,397	24,137
유형자산	109,941	174,930	205,665	232,183	251,478
무형자산	856	17,488	17,488	17,488	17,488
기타비유동자산	0	137	137	137	137
자산총계	242,924	360,105	411,789	440,756	465,040
유동부채	60,761	81,403	93,480	92,574	93,739
매입채무및유동채무	18,693	30,224	39,167	38,274	39,422
단기차입금	19,439	35,952	38,952	38,952	38,952
유동성장기차입금	21,991	14,775	14,775	14,775	14,775
기타유동부채	638	452	586	573	590
비유동부채	129,194	198,263	235,381	262,814	283,436
장기매입채무및비유동채무	0	359	465	454	468
사채및장기차입금	123,572	180,377	212,377	240,377	260,377
기타비유동부채	5,621	17,527	22,539	21,983	22,592
부채총계	189,955	279,666	328,861	355,388	377,176
자본금	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864
주식발행초과금	6,696	6,696	6,696	6,696	6,696
이익잉여금	27,051	56,902	59,361	61,917	64,531
기타자본	15,358	13,031	13,031	13,031	13,031
지배기업지분자본총계	52,969	80,494	82,953	85,509	88,123
비지배지분자본총계	0	-55	-25	-141	-258
자본총계	52,969	80,439	82,928	85,368	87,864
순차입금	163,305	229,455	265,064	287,072	306,976
총차입금	165,003	231,104	266,104	294,104	314,104

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	8,960	-4,699	-182	14,992	10,179
당기순이익	2,062	1,747	3,041	2,992	3,048
감가상각비	6,400	8,455	8,065	9,482	10,705
무형감가상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-304	86	-522	0	0
자산처분손익	86	0	-2	0	0
지분법손익	-1,156	0	-1,167	-2,400	-2,600
영업활동자산부채 증감	972	-16,889	-10,117	4,918	-974
기타	900	1,903	522	0	0
투자활동현금흐름	-19,469	-36,634	-39,933	-35,887	-30,146
투자자산의 처분	-3,262	-3,158	-1,135	113	-146
유형자산의 처분	23	26	0	0	0
유형자산의 취득	-15,845	-20,969	-38,800	-36,000	-30,000
무형자산의 처분	1	-12,875	0	0	0
기타	-386	341	2	0	0
재무활동현금흐름	9,565	41,166	39,460	26,892	20,057
단기차입금의 증가	-29,157	0	3,000	0	0
장기차입금의 증가	39,281	41,619	32,000	28,000	20,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-559	-453	-552	-552	-552
기타	0	0	5,012	-556	609
현금및현금성자산의순증가	-943	-547	-654	5,997	90
기초현금및현금성자산	2,083	2,044	1,497	843	6,840
기말현금및현금성자산	1,139	1,497	843	6,840	6,931
Gross Cash Flow	7,988	12,191	9,936	10,074	11,153
Op Free Cash Flow	-2,041	-37,687	-31,075	-12,136	-10,268

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산					
주당지표(원)					
EPS	2,668	2,348	3,896	4,021	4,097
BPS	68,537	104,153	107,334	110,641	114,024
주당EBITDA	19,040	24,179	27,126	28,424	30,923
CFPS	10,949	13,201	14,370	16,140	17,796
DPS	620	760	760	760	760
주가배수(배)					
PER	18.2	17.8	19.3	17.2	16.9
PBR	0.7	0.4	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.6	13.9	15.4	15.4	15.0
PCFR	4.4	3.2	5.2	4.3	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.7	3.6	2.8	3.6	3.6
영업이익률(핵심)	3.7	3.6	3.5	3.5	3.6
EBITDA margin	6.5	6.6	5.7	6.1	6.4
순이익률	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8
자기자본이익률(ROE)	3.9	2.2	3.7	3.6	3.5
투하자본이익률(ROIC)	3.4	1.6	3.0	2.6	2.6
안정성(%,배)					
부채비율	358.6	347.7	396.6	416.3	429.3
순차입금비율	308.3	285.3	319.6	336.3	349.4
이자보상배율(배)	1.5	1.4	1.6	1.5	1.4
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.9	4.3	4.2	4.4
재고자산회전율	11.9	10.3	10.4	9.7	10.0
매입채무회전율	12.8	11.4	10.6	9.3	9.6

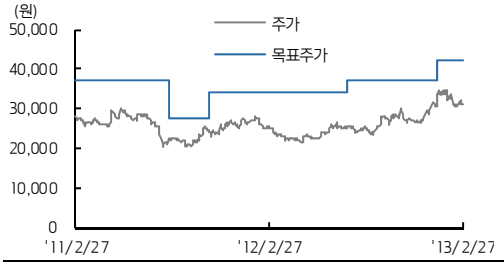
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한국전력공사	2011/08/23	Buy(Reinitiate)	27,500원
(015760)	2011/11/07	Buy(Maintain)	34,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	34,000원
	2011/11/17	Buy(Maintain)	34,000원
	2011/12/05	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/01/26	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/02/13	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/05/02	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/05/11	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/06/04	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/07/13	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/07/25	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/07/30	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/08/06	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/08/13	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/09/10	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/09/26	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/05	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/13	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/15	Buy(Maintain)	37,000원
	2013/01/04	Buy(Maintain)	37,000원
	2013/01/10	Buy(Maintain)	42,000원
	2013/01/28	Buy(Maintain)	42,000원
	2013/02/27	Buy(Maintain)	42,000원

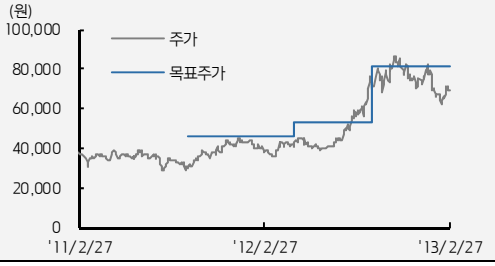
종목명	일자	투자의견	목표주가
한국가스공사	2011/09/28	Buy(Initiate)	46,600원
(036460)	2011/11/07	Buy(Maintain)	46,600원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	46,600원
	2011/11/23	Buy(Maintain)	46,600원
	2012/02/17	Outperform(Downgrade)	46,600원
	2012/04/25	Buy(Upgrade)	53,000원
	2012/05/16	Buy(Maintain)	53,000원
	2012/05/30	Buy(Maintain)	53,000원
	2012/06/04	Buy(Maintain)	53,000원
	2012/07/02	Buy(Maintain)	53,000원
	2012/09/26	Outperform(Downgrade)	81,000원
	2012/11/05	Marketperform(Downgrade)	81,000원
	2012/11/13	Marketperform(Maintain)	81,000원
	2012/11/20	Marketperform(Maintain)	81,000원
	2013/01/04	Marketperform(Maintain)	81,000원
	2013/02/21	Outperform(Upgrade)	81,000원
	2013/02/27	Outperform(Maintain)	81,000원

목표주가 추이 (2개년)

한국전력공사



한국가스공사



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		