



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

2014년 유틸리티 전망

요금인상, 그 다음은?

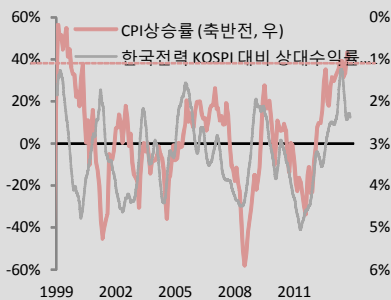


Why This Report

겨울이 되어도 시원한 것을 좋아하는 저는 보일러를 자주 끄려고 하지만, 추위를 잘 타는 가족들은 제가 구두쇠라고 투덜댁니다. 지난해까지 저는 가족들에게 '보일러 적게 켜고 전기장판을 좀 켜라'고 말해왔습니다. 그게 더 경제적인다는 것이었지요. 올해는 어떻게 될까요? 매년 전력수급 문제로 정부가 뿔머리를 앓고 있는데, 혹시나 요금체계의 변화가 있지는 않을까요? 거대한 산업이지만 사실 우리 생활에 맞닿아있는 유틸리티 산업의 커버리지를 시작합니다.

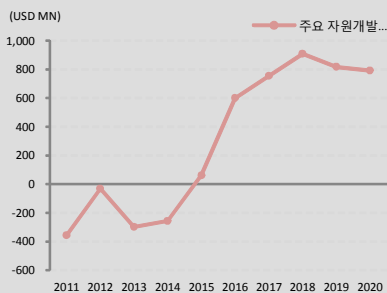
종목	투자의견	목표주가 (원)
한국전력	BUY (I)	38,000 (I)
한국가스공사	BUY (I)	80,000 (I)

한국전력 KOSPI 대비 상대수익률과 물가



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 해외광구 현금흐름 전망



자료: 동양증권 리서치센터

Investment Point

유틸리티 섹터 커버리지 개시 - 업종 의견 '비중확대'

- ▶ 한국전력 (투자의견 BUY, 목표주가 38,000원), 한국가스공사 (투자의견 BUY, 목표주가 80,000원)으로 유틸리티 섹터 커버리지를 개시함. 두 업체 모두 실적과 현금흐름의 개선이 기대됨
- ▶ 한국전력은 정부의 '전력 부족 해소'과정에서 계속 수혜를 보게 될 것으로 생각됨. 단기적으로는 전기요금 인상효과를, 장기적으로는 원가 절감효과를 기대해 볼 수 있음
- ▶ 한국가스공사는 해외자원개발 프로젝트의 현금흐름 개선의 수혜를 보게 될 것으로 예상됨. 해외 일부 광구들이 생산에 돌입하면서 현금을 창출하기 시작할 것. 국내 LNG 판매사업도 더 이상 미수금을 누적시키지 않고 있어, 국내와 해외에서 동시에 현금흐름이 개선되는 모습 나타날 것으로 예상됨

정부의 가장 큰 과제는 '전력 부족 해소' ... 요금정책은 이를 달성하기 위한 수단

- ▶ 최근 요금인상에 대한 기대감이 많이 높아진 상황이고, 우리는 실제로 요금인상이 결정될 가능성도 꽤 높다고 판단함. 그러나, 정부의 요금정책은 상위 목표의 달성을 위해 가변적인 것이므로, 한번의 요금인상으로 정부의 자세가 변했다고 판단할 수 없음
- ▶ 정부가 더 중요하게 여기는 목표는 '전력 부족의 해소'일 것으로 판단됨. 이 상위 목표를 달성하기 요금정책에 대한 태도도 달라질 수 있음. 따라서, 우리는 정부가 위와 같은 목표를 달성할 수 있는 방법을 생각해보고, 그 과정에서 수혜를 얻을 수 있는 업체를 찾는데 주력했음
- ▶ 1단계 : 단기적으로 전력생산을 늘릴 수 없는 상황에서 전력 소비 억제하고 분산시키는 정책이 나올 것으로 예상됨. 전기요금은 인상되고 가스요금은 억제될 가능성이 있음. 발전용 LNG판매는 당분간 호조를 보일 것
- ▶ 2단계 : 중기적으로 정부는 원전 안전을 확보하고 가동률을 회복시켜 전력 수급상태를 정상화 시킬 것으로 예상됨. 이 과정에서 한국전력은 원가를 절감하게 될 것으로 보이며, 발전용 LNG판매는 감소하기 시작할 것임
- ▶ 3단계 : 2016년 이후에는 2010년부터 준비했던 신규 석탄 발전소들이 대거 등장하게 되면서 기저발전 비중을 높아지게 될 것. 한국전력은 추가적인 원가 절감이 기대됨. 발전용 LNG 판매는 일시 감소한 뒤 다시 증가할 것

두 업체 모두 실적과 현금흐름 개선 가시적

- ▶ 두 업체의 차이점은 한국전력은 외부변수 변화 없이도 연료믹스 개선으로 실적 개선이 가능하다는 것

업종의견 비중확대 - 한국전력 Top-Pick

- 한국전력 (BUY, 38,000원) : '전력 부족 해소' 정책의 수혜 예상
- 한국가스공사 (BUY, 80,000원) : 해외자원개발 광구의 현금흐름 개선 시작

Contents

I. Summary	3
II. 투자의견	4
한국전력 (BUY, 목표주가 38,000원)	4
한국가스공사 (BUY, 목표주가 80,000원).....	7
Global Peer Comparison	10
III. 요금인상 공감대, 어느 때보다 견고하다. 하지만!.....	11
요금인상, 어느 때 보다 높은 기대감	11
중요한 것은 정책의 지속성	11
정부의 최대과제는 ‘전력부족 해소’	12
정부가 꺼낼 카드는 무엇인가?.....	15
정부에게 요금 인상은 즐거운 선택이 아니다	15
1단계 - 원전가동률이 80% 이하로 유지되는 2014년 상반기까지	20
2단계 - 원전가동률이 80%를 회복하는 2014년 하반기~2015년	21
3단계 - 신규 석탄화력 발전소가 대거 등장하는 2016년 이후	22
V. 유틸리티 업체 투자전략.....	23

I. Summary

우리는 한국전력에 대해 목표주가 38,000원과 BUY 의견을, 한국가스공사에 대해 목표주가 80,000원과 BUY 의견을 제시하며, 유틸리티 산업에 대한 커버리지를 개시한다.

앞으로 유틸리티 산업에서 눈 여겨 봐야 할 이벤트는 ‘전력 부족 해소’ 과정이다. 우리는 유틸리티 섹터의 종목을 선정함에 있어서, ‘전력 부족 해소’ 과정에서 각 업체가 받는 영향을 이해해야 한다. 왜냐하면, ‘전력 부족 해소’는 정부가 매우 높은 우선 순위를 적용할 수 밖에 없는 정책 목표이고, 유틸리티 업체에 영향을 미칠 수 있는 요금 등 각종 하위 정책들은 이에 부합하도록 결정될 것이기 때문이다.

이러한 관점에서 우리의 종목 선정 투자포인트는 요금인상에 있지 않다. 요금인상에 대한 정부의 자세는 상위 목표에 더 부합하기 위해 얼마든지 바뀔 수 있다. 이에 우리는 정부가 전력 공급의 문제점을 해결해가는 과정에서 원가 절감이 일어날 수 있고, 요금인상에 유리해질 수 있는 업체에 초점을 맞추고자 한다.

전력생산이 급증하기 어려운 단기에, 정부는 전기 소비를 억제하고 LNG 등 대체 에너지의 사용을 유도하는 방법을 사용할 수 밖에 없을 것으로 본다. 이에 따라 전기요금 인상 효과가 있는 전기요금체계 개편 등이 있을 수 있으며, 가스요금 인상은 억제될 요인이 있을 것으로 본다. 중기적으로 정부는 원전의 안전을 확보해 원전가동률을 높이려는 노력을 할 것이다. 이 시기를 거치면서 전력수급문제는 큰 고비를 넘길 것으로 보인다. 한국전력은 발전단가 하락과 IPP로부터의 구입전력 감소라는 수혜를 얻게 되는 반면 전기요금 인상의 필요성은 사라지게 될 것이다. 한편 발전용 LNG의 판매는 소폭 감소하기 시작할 것으로 예상된다. 장기적으로는 대규모의 석탄발전소들이 2016년과 2019년에 순차적으로 가동될 것이다. 한국전력은 기저발전 증가의 수혜를 얻으면서 추가적인 원가 절감 효과를 얻을 것이고, 발전용 LNG 판매는 크게 감소할 것으로 보인다. 정부는 원전비중 축소라는 장기적인 목표를 달성하게 될 것이며, 동시에 고원가 연료(LNG)사용의 비중 또한 낮추는데 성공할 것이다.

한편 한국가스공사는 해외자원개발프로젝트의 현금흐름이 개선되는 시기에 직면하고 있는 것으로 판단된다. 일부 광구들의 생산개시가 2013년부터 2015년 사이에 진행되면서, 해외자원개발 프로젝트들이 자금 회수기간으로 진입할 것이다. 이에 따라 해외자원 개발 프로젝트의 현재가치가 상승하고, 차입금이 축소되면서 동사의 가치를 높게 될 것으로 보인다.

II. 투자 의견

우리는 유틸리티 섹터에 대한 비중확대 의견을 제시하고, 한국전력에 대해 투자 의견 BUY 와 목표주가 38,000원을, 한국가스공사에 대해서는 투자 의견 BUY 와 목표주가 80,000원을 각각 제시한다.

유틸리티 유니버스 투자 의견 요약					(단위: 원)
종목	투자 의견	현재주가	적정주가	상승여력	투자포인트
한국전력공사	BUY	28,050	38,000	35.5%	'전력 부족 개선' 과정의 수혜
한국가스공사	BUY	62,500	80,000	28.0%	'해외 자원개발 프로젝트' 현금흐름의 개선

자료: 동양증권 리서치센터

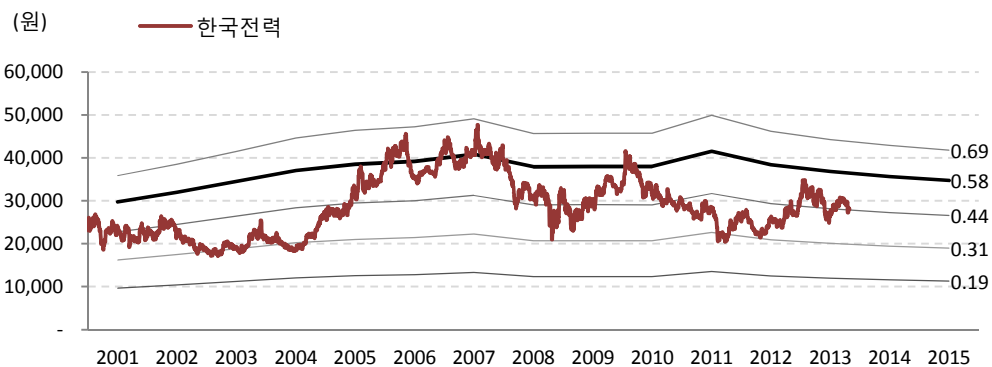
한국전력 (BUY, 목표주가 38,000원)

우리는 한국전력에 대해 BUY 의견을 제시하고 유틸리티 탑픽으로 선정한다. 이는 1) 향후 원전가 동률 회복과 기저발전소의 증설로 원가가 절감될 것으로 보이고, 2) 단기적으로 전기소비 억제차원에서 요금인상이 있을 수 있기 때문이다. 한국전력의 목표주가 38,000원은 2014년말 예상 BPS에 PBR 0.6배를 적용한 것이다.

한국전력 적정주가 산출					(단위: 십억 원)
항목	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	비고
조정자본총계	39,033.8	39,864.1	40,227.4	39,928.4	
장부상 자본총계	47,482.2	48,312.6	48,675.8	48,376.8	
자산재평가 효과 보정	8,448.4	8,448.4	8,448.4	8,448.4	2010년말 재평가
조정주식수	623,034.0	623,034.0	623,034.0	623,034.0	천 주
발행주식수	641,964.0	641,964.0	641,964.0	641,964.0	천 주
자기주식수	18,930.0	18,930.0	18,930.0	18,930.0	천 주
BPS	62,651	63,984	64,567	64,087	원
적용 PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	배
적정주가	37,591	38,390	38,740	38,452	원
현재주가	28,050	28,050	28,050	28,050	원
상승여력	34.0%	36.9%	38.1%	37.1%	

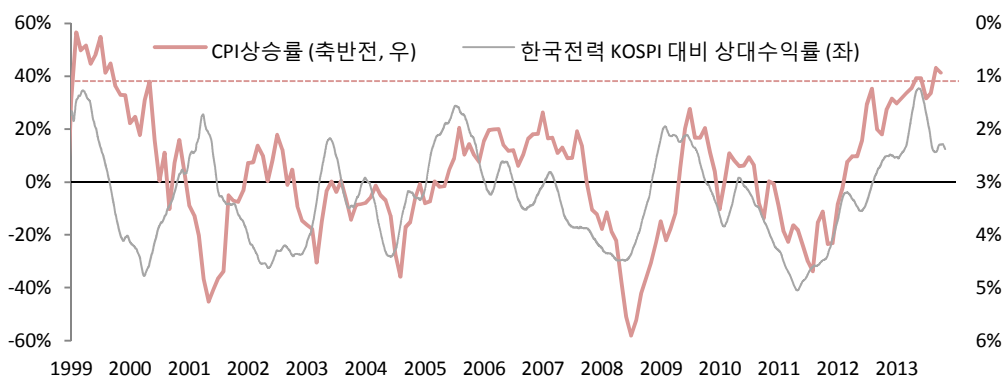
자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 PBR 밴드 차트



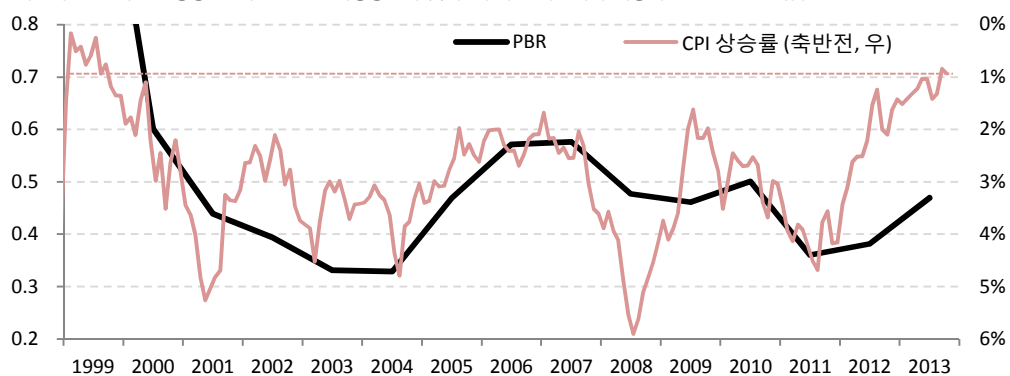
자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 KOSPI 대비 상대수익률과 CPI 상승률(축반전) - 물가와 한국전력의 상대수익률은 반대의 방향성



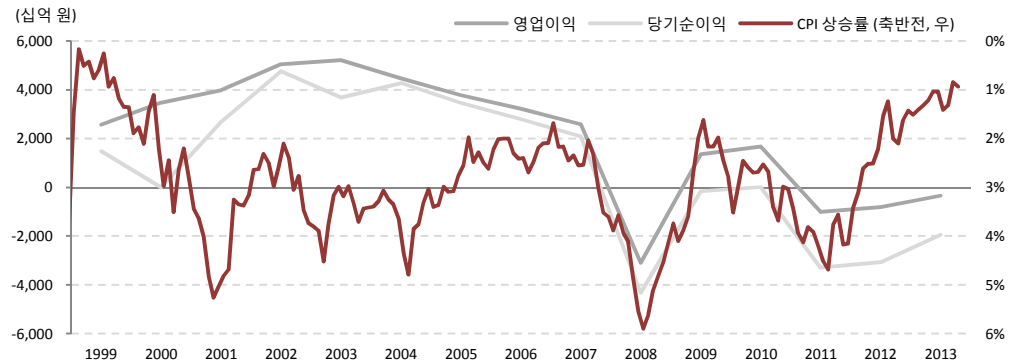
자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 PBR 과 CPI 상승률 (축반전) - 물가상승률이 낮아질수록 한국전력에 적용되는 PBR은 높아짐



자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 실적과 CPI 상승률 (축반전) - 물가상승률이 낮아질수록 한국전력의 실적은 개선되는 경향



자료: 동양증권 리서치센터

한국전력의 투자 적기는 물가상승률이 낮은 시기이다. 과거 한국전력의 주가를 보면, CPI의 상승률이 낮을 때 KOSPI를 Outperform 했던 것을 알 수 있다. 이는 한국전력에 적용되는 PBR이 물가상승률이 낮을수록 높아지는 경향이 있기 때문이다. 물가상승률이 높을 때, 한국전력의 원가(전력 생산 및 구매 비용)는 상승하지만, 정부는 물가안정차원에서 오히려 전기요금 인상을 억누르게 된다. 따라서 인플레이션이 심하면 한국전력의 실적 전망이 나빠지고 PBR도 낮아진다. 한편, 물가상승률이 낮아지면 한국전력의 전력생산 단가가 낮아짐에도 불구하고, 정부는 미뤄졌던 공공요금 인상을 실행하기 쉽다. 실제 물가상승률과 한국전력 이익의 방향성은 정반대의 모습을 보였다. 따라서, 물가상승률이 낮아지면 한국전력의 실적 개선 가능성이 높아지면서 주가에 적용되는 Multiple은 높아졌던 것이다.

우리는 한국전력에 적용되는 PBR이 점점 높아질 것으로 보고 있다. 최근 우리나라의 CPI 상승률은 1999년 10월 이후로 가장 낮은 수준을 보이고 있지만, 한국전력에 적용되는 PBR은 과거 평균 수준인 0.5배에 머무르고 있다. 이는 낮은 인플레이션에도 불구하고 전력구성의 문제(낮은 기저발전 비중과 원전 가동률)로 인해 한국전력의 이익개선 가시성이 낮았기 때문이다. 그러나 우리는 현재 주가를 억누르고 있는 원전문제의 불확실성이 해소되어 갈 것으로 보고 있으며, 동시에 적용되는 PBR은 0.7배까지 높아질 수 있을 것으로 보고 있다.

한국가스공사 (BUY, 목표주가 80,000원)

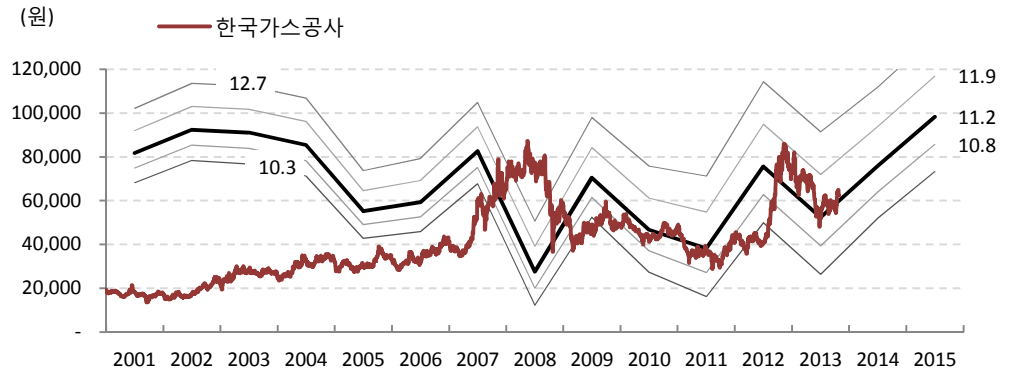
우리는 가스공사에 대해서도 BUY 의견을 제시한다. 한국가스공사의 투자포인트는 1) 해외자원개발 현금흐름 개선과 2) 이에 따른 순차입금 축소이다. 목표주가 80,000원은 Sum of Part 방식으로 산출되었으며 자원개발 가치 74,000원과 LNG 도매사업 가치 6,000원을 합산한 것이다.

과거 동사의 주가는 PBR 0.7배에서 장기간 안정된 국면도 있었다. 그러나, 동사의 자원개발 가치에 대한 중요성이 커지고, 차입금 규모가 급증하면서 PBR 보다는 EV/EBITDA 방식으로 평가한 LNG 도매사업의 가치와 해외자원개발 가치를 합산하는 방식이 주가의 움직임을 더 잘 설명하고 있다.

한국가스공사 적정주가 산출				(단위: 십억 원)
항목	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q 비교
자원개발 가치 (A)	6,489.6	6,489.6	6,489.6	7,230.6
환율 (원/달러)	1,070	1,070	1,070	1,070
가스공사 E&P 가치	6,065	6,065	6,065	6,758 USD Mn.
Iraq Zubair (Oil)	846	846	846	852 USD Mn.
Iraq Badra (Oil)	1,201	1,201	1,201	1,307 USD Mn.
Iraq Akkas (LNG)	1,576	1,576	1,576	2,096 USD Mn.
Iraq Mansuriyah (LNG)	121	121	121	180 USD Mn.
Myanmar A-1, A-3 (LNG)	38	38	38	38 USD Mn.
Mozambique A-4 (LNG)	2,284	2,284	2,284	2,284 USD Mn.
LNG 도매사업 EV (B)	24,752.6	25,243.0	24,952.7	25,384.3
EV/EBITDA	11.2	11.2	11.2	11.2 2008년 이후 평균치
EBITDA	2,202.5	2,246.1	2,220.3	2,258.7
EBIT	1,350.3	1,383.1	1,348.2	1,379.2
감가상각비	852.2	863.0	872.1	879.5
조정 순차입금 (C)	24,225.3	24,120.1	24,218.5	24,317.1 전후 12개월 평균
주주가치 (A) + (B) - (C)	7,016.8	7,612.5	7,223.7	8,297.8
조정주식수	87,637	87,637	87,637	87,637 천 주
발행주식수	92,313	92,313	92,313	92,313 천 주
자사주	4,676	4,676	4,676	4,676 천 주
적정주가	80,067	86,864	82,427	94,684 원
주당 자원개발 가치	74,051	74,051	74,051	82,506 원
주당 LNG 도매사업 가치	282,443	288,040	284,727	289,652 원
주당 순차입금	-276,427	-275,226	-276,350	-277,475 원
현재주가	62,500	62,500	62,500	62,500 원
상승여력	28.1%	39.0%	31.9%	51.5%

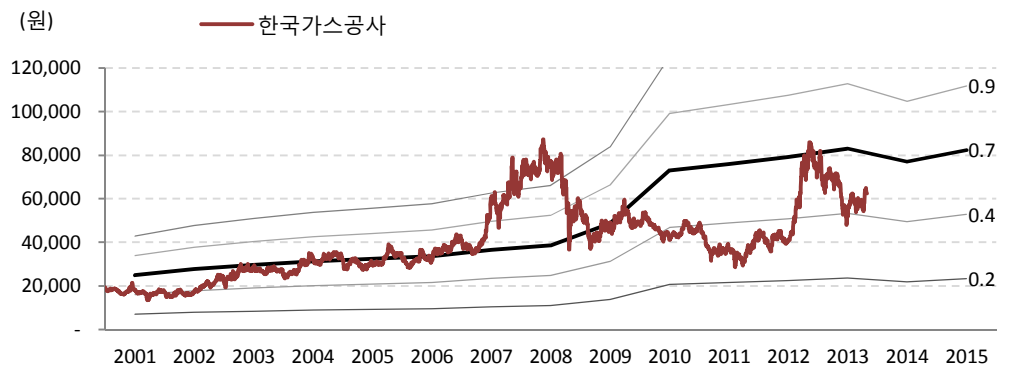
자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 EV/EBITDA 밴드 차트



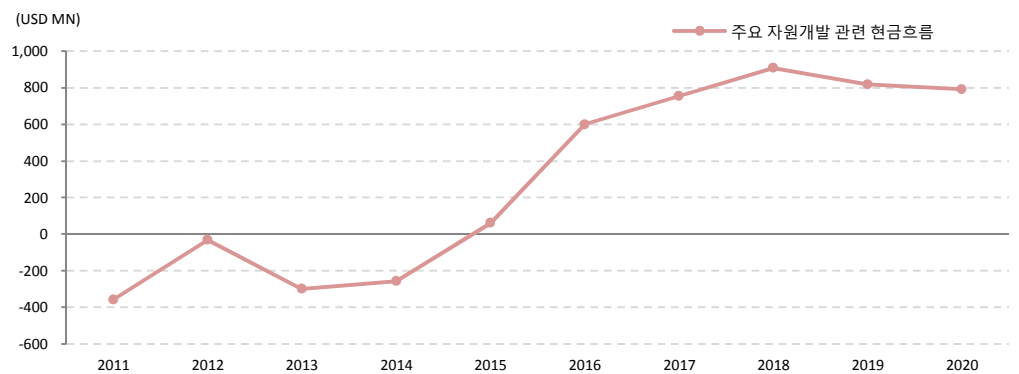
자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 PBR 밴드 차트



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 해외자원개발 프로젝트로부터의 현금흐름 추정



자료: 동양증권 리서치센터 * 주요자원개발 프로젝트는 이라크 주바이르, 바드라, 아카스, 마수리아, 미안마 A-1, A-3 광구를 의미

한국가스공사 해외자원개발 가치 추정

항목	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
주당 E&P 가치 (원)	16,569	30,007	57,135	72,721	74,051	82,506	87,919	86,612	83,090	77,130	71,771
가스공사 E&P 가치 (십억 원)	1,203.1	2,178.8	4,148.5	5,553.4	6,489.6	7,230.6	7,705.0	7,590.5	7,281.8	6,759.4	6,289.8
환율 (원/달러)	1,156	1,108	1,127	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
가스공사 E&P 가치 (\$M)	1,040	1,967	3,682	5,190	6,065	6,758	7,201	7,094	6,805	6,317	5,878
Iraq Zubair (Oil, \$M)	928	1,259	1,094	966	846	852	846	825	802	777	749
Iraq Badra (Oil, \$M)	224	467	653	961	1,201	1,307	1,216	1,052	809	478	318
Iraq Akkas (LNG, \$M)	-123	255	569	1,102	1,576	2,096	2,590	2,677	2,680	2,591	2,400
Iraq Mansuriyah (LNG, \$M)	-	-33	11	67	121	180	231	224	201	161	104
Myanmar A-1, A-3 (LNG, \$M)	11	18	23	32	38	38	35	33	30	27	23
Mozambique A-4 (LNG, \$M)	-	-	1,333	2,062	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284

자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사의 해외자원개발 프로젝트 가치는 2014년 기준 주당 74,000원으로 판단되며 2016년에는 88,000원까지 증가할 것으로 보인다. 해외자원개발 프로젝트의 가치가 상승하는 것은 일부 광구로부터의 자금 회수가 시작되는 반면, 해외자원개발 투자금액은 2013년을 정점으로 점차 줄어들기 때문이다. 이라크 주바이르, 미얀마 A-1 광구 등이 이미 생산을 시작했고, 바드라, 아카스, 만수리아 등도 2014~2015년중 생산에 돌입할 예정이다.

해외자원개발 프로젝트에서의 현금흐름이 개선됨에 따라 차입금도 지속 감소하게 될 것으로 보인다. 현재 27조원인 한국가스공사의 순차입금은 매년 1~1.5조원 가량 감소할 것으로 예상된다.

한편 모잠비크 A-4 광구는 아직 최종 투자결정(FID)이 내려지기 전의 상황이며, 부존매장량을 기준으로 매각시의 가치를 평가한 것이다. 최종투자결정 이후에는 모잠비크 프로젝트의 가치평가가 다시 이루어져야 할 것이며, 현금흐름도 개발자금 투자를 고려해 다시 추정해야 할 것이다.

Global Peer Comparison

주요 유틸리티 업체 Peer Group 비교 (2013.10.28 종가 기준)

업체명	해외 평균	한국			아시아					구미지역					
		한국전력	한국가스 공사	지역난방 공사	Chubu Electric Power	CLP Holdings	Power Asset Holdings	Hong Kong & China Gas	Tokyo GAS	Duke Energy Corp	The Southern Company	ENEL SPA	EDF	Gas Natural SDG	
시가총액 (백만원)		16,971	5,472	1,056	11,001	20,072	17,865	22,292	13,159	51,093	37,106	41,474	65,040	23,934	
PER	2012	16.0	-	12.3	9.8	-	15.6	14.4	19.6	30.3	17.0	16.2	8.7	12.4	12.2
	2013	13.5	83.2	19.6	7.8	-	16.5	13.5	23.0	14.4	16.8	15.6	10.0	13.7	12.8
	2014	12.4	9.1	10.3	7.9	-	14.7	13.4	21.5	12.5	15.9	15.0	10.3	12.5	12.7
PBR	2012	1.9	0.3	0.6	0.8	0.7	1.7	2.2	3.2	1.5	1.2	1.9	0.7	1.4	1.3
	2013	1.9	0.4	0.7	0.7	0.8	1.7	2.1	3.5	1.4	1.2	1.9	0.8	1.4	1.2
	2014	1.8	0.3	0.6	0.7	0.8	1.6	1.9	3.2	1.3	1.2	1.8	0.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	2012	16.0	11.4	14.4	8.8	18.5	11.5	18.3	22.8	8.8	13.3	10.0	6.4	5.4	6.6
	2013	14.5	7.1	13.4	7.7	15.5	10.9	17.7	21.6	6.8	10.8	10.1	6.7	5.2	6.7
	2014	14.3	5.6	12.0	7.6	17.7	10.1	17.3	20.0	6.4	10.2	9.1	6.8	4.9	6.7
ROE	2012	9.4	3.8	6.0	8.5	-4.4	11.0	14.8	15.0	10.8	7.6	12.1	6.8	11.3	9.5
	2013	8.2	-3.6	4.6	8.0	-6.9	11.1	16.1	15.5	5.2	7.3	12.3	8.5	12.1	10.5
	2014	9.8	0.5	3.1	9.2	-2.8	10.4	15.6	15.3	10.5	7.3	11.7	7.6	11.8	9.7

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 동양증권 리서치센터

III. 요금인상 공감대, 어느 때보다 견고하다. 하지만!

전기 및 가스요금 인상에 대한 논란이 뜨겁다. 여전히 반대의견은 많지만 이를 수긍하는 듯한 의견도 많은 듯하다. 요금인상은 유틸리티 업체들에게 긍정적이지만, 정부의 요금인상에 대한 자세가 꾸준히 유지된다고 기대하기는 어렵다. 정부는 ‘전력 부족 해소’를 가장 중요한 정책 목표로 정하고, 이를 달성하기 위해 다양한 수단을 강구할 것이며, 요금 인상도 여러 수단 중 하나로 사용될 수 있다. 그러나, 전기요금 인상은 정부로서 달가운 방법이 아니기 때문에 상황에 따라 꾸준히 유지된다고 보기 어렵다.

요금인상, 어느 때 보다 높은 기대감

공공요금 인상에 대한 찬반 논란이 뜨겁다. 요금인상에 찬성하는 사람들은 비원자력 발전의 비중을 늘리기 위해, 에너지 자원의 비효율적 배분을 교정하기 위해, 공기업들의 재무구조를 개선하기 위해, 다른 국가 대비 요금이 낮기 때문에, 요금을 올려야 한다고 말한다. 반면, 요금인상에 반대하는 사람들은, 물가상승요인을 억제하기 위해, 원전가동중단의 책임을 지고 있는 한국수력원자력 및 한국전력이 피해를 감수해야 하기 때문에, 공기업의 방만한 경영을 교정하는 것이 우선이기 때문에, 요금을 올려서는 안 된다고 말한다.

위와 같이 의견 대립이 여전히 유지되고 있지만, 지금은 그 어느 때보다도 요금인상에 유리한 상황으로 보여진다. 물가상승률이 낮게 유지되고 있는 시점에서, 후쿠시마 원전사태로 인해 값싸지만 위험한 원자력 발전에 대한 국민의 불안감이 증폭되어있는 상황으로, 지금과 같은 전력 부족상황에서 전기요금을 인상해 전력의 과소비를 억제해야 한다는 논리들이 그 어느 때 보다 설득력을 얻고 있는 것으로 보인다. 따라서, 일정 정도의 요금인상은 가시적이라고 판단된다.

요금인상은 유틸리티 업체들에게는 당연히 긍정적이다. 원가 상승으로 요금 인상요인이 누적되어왔음에도 불구하고 정부가 이를 억제함으로써 유틸리티 기업들의 재무구조는 악화되었고, 적절한 투자를 유지하기 위한 현금 조달에도 어려움을 겪는 사태가 지속되어왔다. 요금인상은 이와 같은 문제들에 대한 좋은 해결책이 될 수 있다.

중요한 것은 정책의 지속성

그런데, 요금 인상이 나오면 유틸리티 업체들의 모든 문제는 해결되는 것인가? 우리가 요금인상에 대해 고민해볼 문제는 요금 인상의 계속성이라고 생각한다. 최근에도 한국전력의 연료비연동제 도입이나, 한국가스공사의 미수금 축소계획 등, 요금을 통한 유틸리티 기업 재무구조 개선 정책이 없었던 것은 아니지만, 이러한 정책이 꾸준히 유지되지 못했기에 지금도 한국전력과 한국가스공사는 재무구조 개선이라는 과제를 갖고 있는 것이다.

따라서, 우리는 공공 요금인상 기대감보다 신뢰할 수 있는 유틸리티 기업의 투자 포인트를 찾아보고자 한다. 우리는 정부가 ‘전력 수급 안정’이라는 정책목표를 최우선순위에 두고 있으며, 공공요금 인상 또한 이를 중심으로 고려할 것이라는 생각이다. 따라서 공공요금 정책은 상위 목표를 달성하고자 하는 정부의 필요에 따라 바뀔 수 있다. 우리는 요금인상 가능성을 배제하는 것은 아니지만, 그보다 더 근원적인 정부의 ‘전력부족 해소’ 과정이 각 업체에 미치는 영향을 분석해보고자 한다.

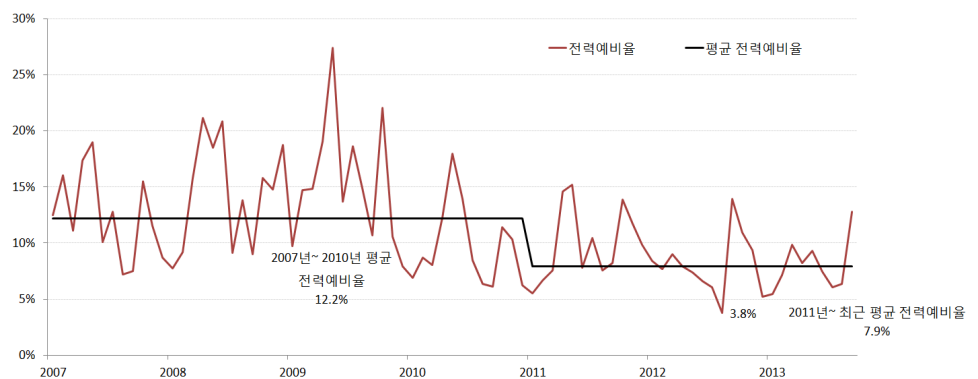
정부의 최대과제는 ‘전력부족 해소’

정부가 요금 인상과 연관 지어서 생각해볼 수 있는 정책목표는 ‘전력 부족 해소’, ‘원전비중 감축’, ‘공기업 재무구조 개선’ 등을 생각해 볼 수 있다. 그 중 정부에게 가장 우선시되는 것은 ‘전력 부족 해소’ 라고 할 수 있고, 정부는 이를 달성하기 위해 전기요금 인상 등을 포함한 다양한 방법을 혼용할 것으로 보인다.

현 정부에게 에너지 정책에 관한 최대의 당면과제는 전력수급문제이다. 지난 2011년 대규모 정전 사태 이후, 전력사용의 Peak 가 찾아오는 겨울과 여름이 되면 전력예비율이 실시간 중계될 정도로, 전력수급은 중대한 이슈가 되었다. 만약, 전력수급조절에 실패해서 제한송전 문제가 반복되는 경우, 정부는 전력정책의 실패에 관한 큰 비난을 듣게 될 것이다.

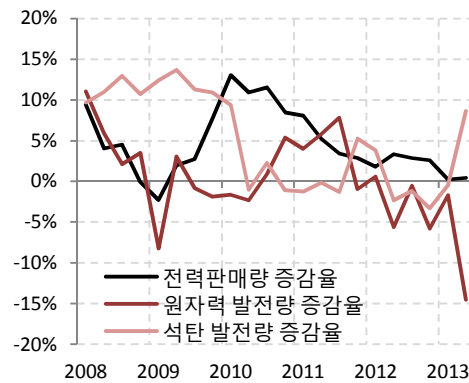
전력수급에 차질을 빚게 된 원인은 두 개로 요약할 수 있다. 첫째, 전력수요예측의 실패로 기저발전 설비의 증설이 충분하지 않았다. 따라서 2010년 경기회복의 여파로 전력소비가 급증할 당시 LNG 발전 등 고가의 전력 생산 비중이 높아졌다. 둘째, 원전에 대한 안전기준이 강화됨에 따라 불량부품을 사용한 원전들이 잇달아 가동을 중단했다.

전력예비율 추이 - 전력예비율 2010년을 기점으로 낮아진 상황



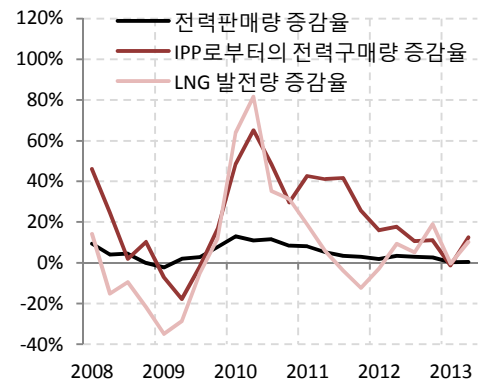
자료: 한국전력, 동양증권 리서치센터

기저발전은 전력 판매를 쫓아가지 못했고...



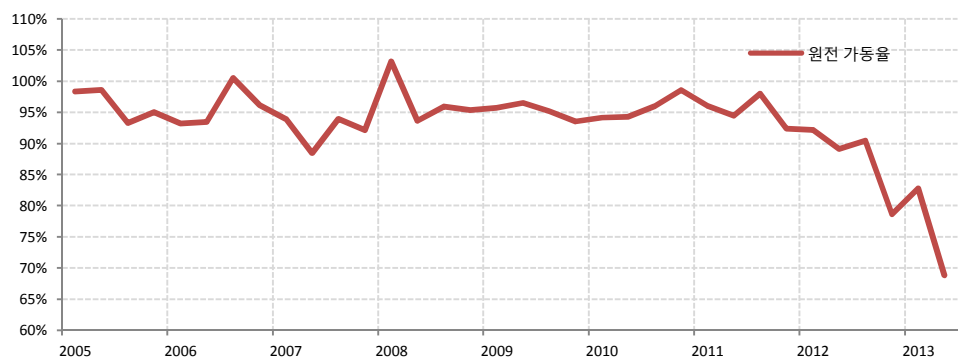
자료: 한국전력, 동양증권 리서치센터

부족한 전력은 LNG 발전 또는 IPP에 의존했다



자료: 한국전력, 동양증권 리서치센터

원전가동율까지 낮아지면서 전력 부족 현상이 장기화되게 되었다.



자료: 한국전력, 동양증권 리서치센터

한편으로는 정부는 장기적인 에너지 구성의 변화를 피하지 않을 수 없다. 2011년 일본 후쿠시마 원전사태 이후, 원전의 위험성에 대한 경각심이 높아지고 있기 때문이다. 최근에는 후쿠시마 원전 오염수 유출 문제가 재발하면서 원전에 대한 공포는 좀처럼 잦아들지 않고 있다. 국내에서도 원전 부품 관련된 각종 비리가 쏟아져 나오면서 한국 원전의 안전성에 대한 의심도 높아진 상황이다. 사후비용을 고려할 때 원자력 발전이 결코 싸지 않다는 분석도 설득력을 얻고 있다.

이에 따라 11월 발표될 '제2차 에너지 수급계획'은 2035년까지 원전 설비 비중을 22~29%로 설정하는 등, 기존 1차 계획 대비 크게 낮출 것으로 알려지고 있다. 이미 2013년 2월에 발표된 '제 6차 전력수급계획'에서도 2027년 원전설비비중은 22.7%로 낮춰져 있는 상황이다. 또한 동 계획은 원전의 가동률 목표치를 80~85%로 낮춰 잡음으로써, 안전성 확보를 중시하는 모습을 보였다.

전원구성비 전망										(단위: MW, %)
구분		원자력	유연탄	무연탄	LNG	석유	양수	신재생	집단	계
2012 (기설)	정격 용량	20,716	23,409	1,125	20,116	4,888	4,700	4,084	2,768	81,806
	(%)	25.3	28.6	1.4	24.6	6	5.7	5	3.4	100
	피크 기여도	20,716	23,409	1,125	20,116	4,778	4,700	1,277	2,362	78,483
	(%)	26.4	29.8	1.4	25.6	6.1	6	1.6	3	100
2015	정격 용량	24,516	27,169	1,125	31,372	3,901	4,700	9,277	6,373	108,433
	(%)	22.6	25.1	1	28.9	3.6	4.3	8.6	5.9	100
	피크 기여도	24,516	27,169	1,125	31,372	3,791	4,700	2,317	5,186	100,177
	(%)	24.5	27.1	1.1	31.3	3.8	4.7	2.3	5.2	100
2020	정격 용량	30,116	43,669	725	33,594	3,849	4,700	20,066	7,434	144,154
	(%)	20.9	30.3	0.5	23.3	2.7	3.3	13.9	5.2	100
	피크 기여도	30,116	43,669	725	33,594	3,739	4,700	3,262	6,071	125,875
	(%)	23.9	34.7	0.6	26.7	3	3.7	2.6	4.8	100
2025	정격 용량	35,916	44,669	725	31,794	1,249	4,700	29,178	7,434	155,666
	(%)	23.1	28.7	0.5	20.4	0.8	3	18.7	4.8	100
	피크 기여도	35,916	44,669	725	31,794	1,139	4,700	4,703	6,071	129,719
	(%)	27.7	34.4	0.6	24.5	0.9	3.6	3.6	4.7	100
2027	정격 용량	35,916	44,669	725	31,794	1,249	4,700	32,014	7,434	158,502
	(%)	22.7	28.2	0.5	20.1	0.8	3	20.2	4.7	100
	피크 기여도	35,916	44,669	725	31,794	1,139	4,700	5,837	6,071	130,853
	(%)	27.4	34.1	0.6	24.3	0.9	3.6	4.5	4.6	100

자료: 산업통상자원부 '제 6 차 전력수급계획', 동양증권 리서치센터

다음으로, 정부는 국가채무문제와 관련해 유틸리티 업체들의 부채를 관리할 필요가 있다. 2013년 9월 27일 발표된 '공공기관 중장기 재무관리계획'에 따르면 정부는 IMF의 '공공부문 부채 작성지침(2012년 6월)'을 토대로 2014년 3월까지 공공부문 재정통계를 작성할 계획이다. 위 IMF의 지침에 따르면, 그 동안 국가채무 집계에서 제외되었던 공기업 부채 574.8조원이 국가채무에 포함되게 된다. 이로 인해, 정부는 계획은 한국전력과 한국가스공사의 부채비율을 2017년까지 164%와 257%로 낮추기로 계획한 것이다.

공공기관 부채 관리 계획 목표									(단위: 조원)
소관부처	기관명	항목	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
41개 기관 전체		자산	687	733	769	793	817	846	
		부채	473	520	548	556	565	573	
		부채비율	220.6%	244.6%	248.9%	235.3%	223.4%	210.5%	
산업교통부	한국전력공사	자산	96.2	99.7	103.7	107.4	110.9	113.3	
		부채	54.9	59.5	64.5	67.9	69.9	70.3	
		부채비율	133%	148%	165%	172%	170%	164%	
산업교통부	한국가스공사	자산	40.6	44.4	46.9	46.3	46.0	47.9	
		부채	32.3	35.3	36.1	34.8	33.7	34.5	
		부채비율	385%	388%	335%	301%	271%	257%	

자료: 정부, 동양증권 리서치센터

이상의 문제들 중에서 가장 중요하고 시급한 과제는 전력수급의 균형을 유지하는 것이다. 전력수급 문제는 당장 이번 겨울과 다음 여름에 정책의 성패가 결정되는 문제인 반면, 원전비중을 낮추는 일은 장기적으로 이뤄질 일이고, 공공기관 부채관리를 위한 조치는 좀더 시간을 두고 생각해볼 수 있는 문제로 보인다.

정부가 꺼낼 카드는 무엇인가?

전력부족사태를 막기 위해서 정부가 취할 수 있는 조치는 1) 전력의 생산을 늘리거나, 2) 전력의 소비를 줄이는 것이다. 전력의 생산을 늘리기 위해서는 원전의 가동률을 다시 높여야 하고, 전력소비를 줄이기 위해서는 전력소비를 강제로 규제하거나, 전기요금을 인상해야 한다. 그러나 이러한 방법들은 단기간에 이행할 수 없거나, 정부가 기피하고자 하는 것들이다. 따라서 정부는 전력수급을 정상화하기 위해서 여러 수단을 복합적으로 사용할 가능성이 높다고 본다.

전력생산을 늘리기 위해서는 원전의 재가동이 필요하고, 이를 위해서는 시간이 좀더 필요하다. 3Q 원전가동률은 77%로 추정되는데, 이는 6차 전력 수급계획상 원전가동률 Target 80~85%에 미치지 못한다. 따라서 현정부가 원전가동률을 다시 높이는 일은 충분히 가능하다. 그러나, 원전안전에 대한 신뢰가 깨진 상태에서 문제가 되었던 원전을 서둘러 재가동했다가는 정부가 강한 반대 여론의 역풍을 맞을 수 있다. 따라서, 원전가동률 제고에 앞서 부품 조달 비리 등에 관한 의혹을 해결해서 원전안전성에 대한 신뢰를 회복할 필요가 있다. 이는 시간이 소요되는 문제이다.

전력소비를 줄이는 것도 쉽지 않다. 지금 전기요금이 전력소비 억제에 위한 수단으로 언급되고 있는데, 전기요금 인상이 전력소비에 미치는 영향도 불확실하다. 전력소비가 단기적으로는 가격에 매우 비탄력적이라면, 전기요금 인상이 전력소비억제효과는 미미한 반면, 한국전력의 배만 불러준다는 여론의 비판을 받을 수 있다. 게다가 지금 정부에게 요금인상이라는 카드는 그다지 즐거울 수 없다. 그 이유는 다음과 같다.

정부에게 요금 인상은 즐거운 선택이 아니다

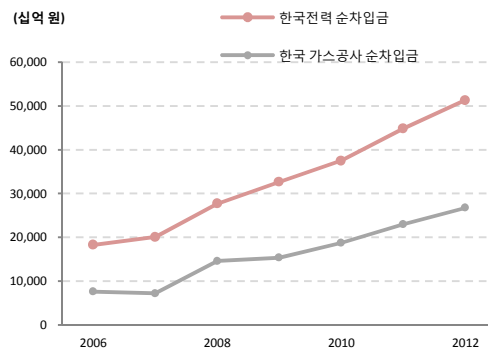
정부는 요금인상은 꺼려할 이유는 다음과 같다. 1) 요금인상을 해야 하는 정책결정자는 역을하다. 요금인상이 필요한 상황은 이전 정부가 만들었고, 요금인상은 현 정부가 해야 한다. 2) 원재료 단가가 하락하고 있어 요금인상의 필요성이 줄어들고 있다. 3) 자산매각, 유상증자 등 재무구조 개선을 위한 다른 수단들이 존재한다.

요금인상은 이전 정부가 만든 문제를 이번 정부가 해결하는 격

정책결정자의 입장에서 요금인상을 꺼려할 수 밖에 없는 첫번째 이유는 요금인상이 이전 정부의 결정이 낳은 문제를 현재의 정부가 뒷감당하는 격이기 때문이다.

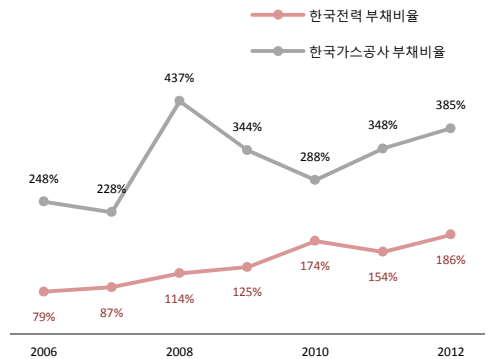
2007년말~2012년말 한국전력의 순차입금은 20조원에서 51.3조원으로 +155.8% (+31.2조원) 증가했고, 한국가스공사의 순차입금은 7.3조원에서 26.7조원으로 +269.9% (19.5조원) 증가했다. 같은 기간, 한국전력의 부채비율은 87.3%에서 186.2%로 상승했는데, 자산재평가로 인한 8.5조원의 자본증가가 반영된 부채비율이다. 한국가스공사의 부채비율도 2007년 228%에서 2012년말 385%로 상승했다.

양대 유틸리티 업체 순차입금 추이 (단위 : 10 억원)



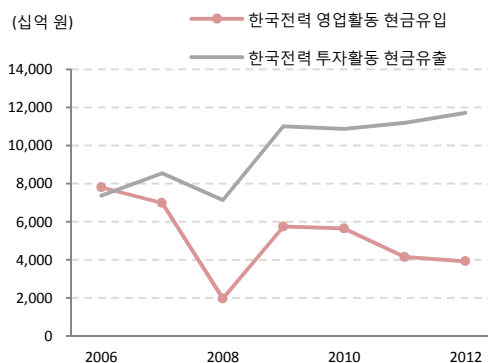
자료: 동양증권 리서치센터

양대 유틸리티 업체 부채비율 추이



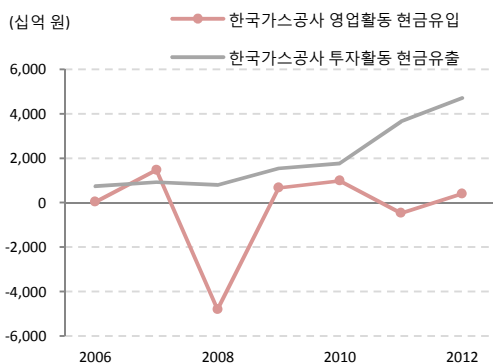
자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 현금흐름 추이 (단위 : 10 억원)



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 현금흐름 추이 및 전망 (단위 : 10 억원)



자료: 동양증권 리서치센터

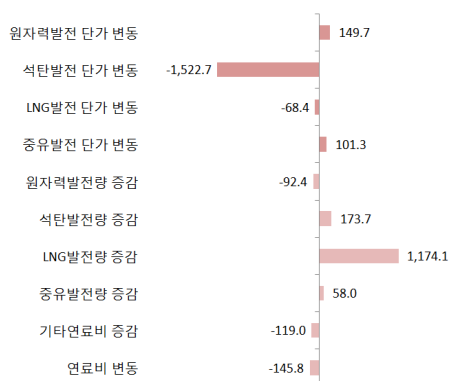
두 업체의 재무구조가 악화된 주된 원인은 현금흐름의 불균형이 지속되었기 때문이다. 두 업체는 모두 투자에 소요되는 재원을 차입에 의존해왔다. 2008년~2012년중 한국전력이 영업활동으로부터 창출한 현금흐름은 연평균 4.3조원에 불과하다. 반면 해당 기간 중 한국전력은 발전소 건설 등으로 연평균 10.6조원가량의 투자를 집행했다. 같은 기간 한국가스공사는 원가 이하의 도시가스를 판매하는 바람에, 영업활동에 매년 평균 6,436억원의 현금을 투입해 현금 부족분을 메워야 했다. 연평균 2.5조원에 이르렀던 투자비의 조달을 위해 가스공사의 차입금 증가는 불가피했다.

그런데 이러한 문제들은 이전 정부의 산물이다. 양대 유틸리티 업체들의 현금흐름에 문제가 발생한 이유는, 이전 정부들이 1) 전력사용량 증가를 과소 예측했거나, 2) 공공 요금 인상을 억눌러왔고, 3) 정부주도로 해외자원개발에 박차를 가했기 때문이다. 이전 정부의 결정에서 촉발된 문제점들이 지금에 와서 끓아터지고 있고, 현정부는 이 문제를 요금인상으로 해소해달라는 요구를 받고 있는 셈이다. 따라서 요금인상은 정부와 여당으로서 최소화하고 싶은 선택일 것이다.

정부가 요금인상을 주저할 또 다른 이유, 원가의 하락

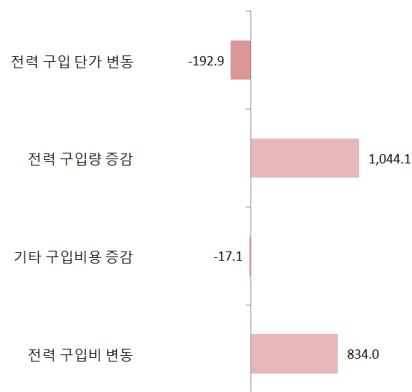
과거 한국전력의 실적을 살펴보면, 요금인상은 연료단가 및 구입전력 단가의 변동을 커버해주는 역할을 해왔다. 올해 들어 한국전력의 전력생산에 들어간 연료비와 전력구입에 사용된 전력구입비의 단가는 하락하고 있다. 한국가스공사의 경우에도 두바이유 가격과 환율이 하락하고 있어 앞으로는 LNG 도입가격도 낮아질 전망이다. 이런 상황은 정부입장에서는 요금 인상을 단발성으로 끝내거나 아예 요금을 동결시키고 싶은 것이다.

2013년 한전 예상 연료비 변동 분석 (YoY) - 석탄단가 하락



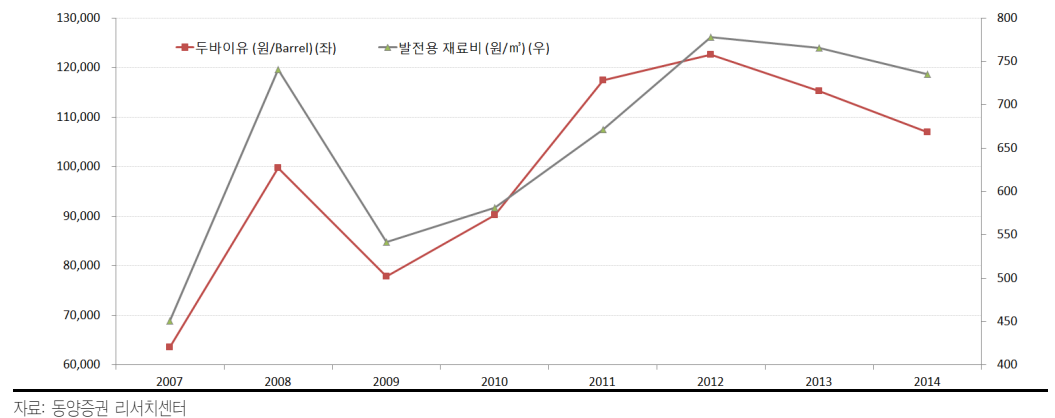
자료: 동양증권 리서치센터

2013년 한전 예상 전력구입비 변동 분석 (YoY) - 구입단가 하락



자료: 동양증권 리서치센터

원화기준 두바이유 가격과 한국가스공사 발전용 LNG 재료비 추이 (2013~2014 년은 전망)



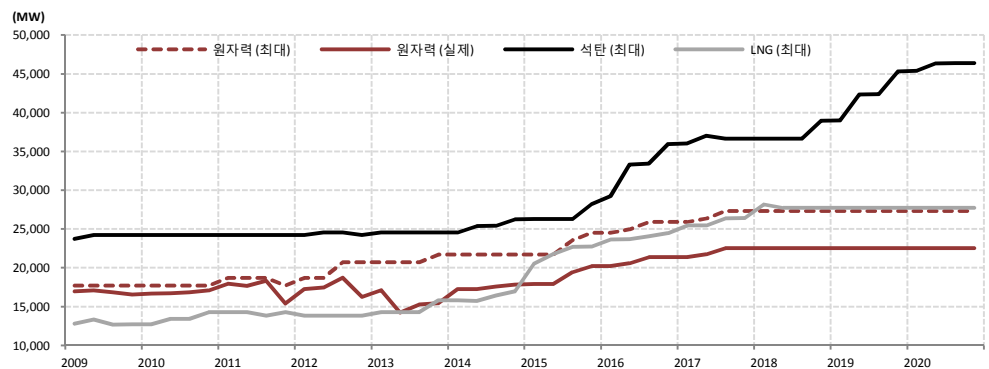
마지막으로 이미 한국가스공사를 통해 나타났듯이 비요금인상을 통한 재무구조 개선에 노력을 기울일 수 있다. 유상증자나 자산매각이 그러하다.

따라서 우리는 정부가 1) 단기적으로는 수요억제 정책을 사용하되, 2) 중기적으로 원전안전을 확보함으로써 원전을 재가동시키고, 3) 장기적으로 석탄발전 비중을 늘림으로써 전력수급문제를 해결할 것이라고 생각된다. 또한, 정부는 비요금인상 방식을 최대한 활용해 유틸리티 업체들의 재무구조 개선을 꾀할 것이다.

IV. 전력수급 정상화 과정 전망

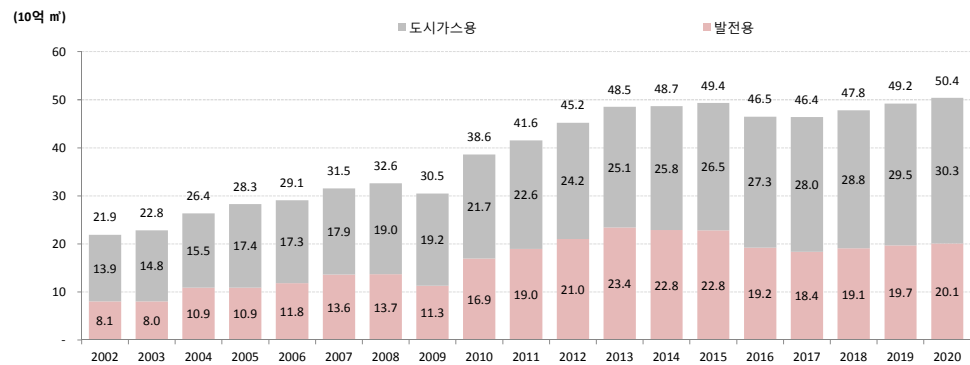
정부는 전력수급상황을 안정화시키기 위해 단계적인 조치를 취할 것으로 보인다. 기저발전능력이 훼손된 당분간은 수요억제대책이 나올 것으로 보인다. 다음으로, 원전에 사용된 불량부품 문제가 마무리 될 것으로 보이는 2014년 하반기에 원전 가동률을 높여 전력수급 위기를 극복할 것으로 예상된다. 2016년부터는 신규 석탄발전이 대거 가동되면서 부족한 기저발전의 문제를 해소할 것으로 보인다.

주요 연료별 발전 설비 추이 및 전망 - 원전 가동율은 2014~2015년에 회복, 석탄설비는 2016년, 2019년에 대규모 증설



자료: 동양증권 리서치센터

원전 및 석탄 발전의 증가에 따라 발전용 LNG 판매량은 2013년을 정점으로 다소 감소할 것 - 2016년에 크게 감소후 다시 증가



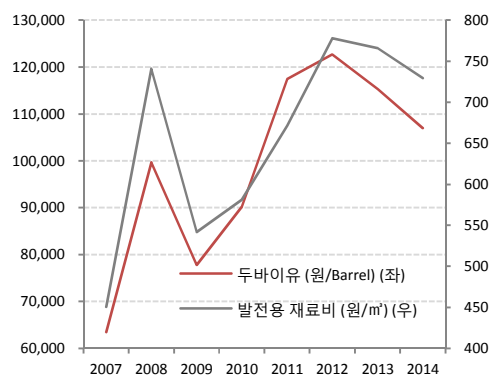
자료: 동양증권 리서치센터

1단계 - 원전가동률이 80% 이하로 유지되는 2014년 상반기까지

당장은 원전에 사용된 불량 부품들을 교체하는 작업이 계속 진행 될 것이다. 이 기간에는 원전가동률이 크게 회복되기 어렵기 때문에, 정부가 쓸 수 있는 카드는 전력소비에 대한 규제 도입, 전기요금인상 또는 요금 인상 효과가 있는 전기요금제도 개편 등으로 제한될 것이다. 그러나, 요금인상폭은 최소한에 머물 것으로 생각된다. 이번 요금 인상은 원전가동률이 회복되기 전까지 전력소비를 조절하기 위한 임시적 수단이 될 것이기 때문이다.

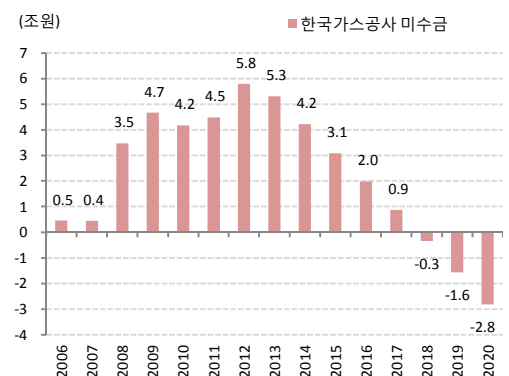
이 시기에는 한국가스공사의 미수금 축소속도가 가속화될 것이다. 현재의 도시가스 재료비 청구단가가 실제 재료비 단가보다 높아, 미수금이 회수되고 있다. 유가와 환율이 현수준을 유지한다면, 2014년에는 도시가스용 LNG 에서 연간 1조원씩의 미수금 회수가 가능할 것으로 보인다. 이에 덧붙여, 원전의 공백으로 인해, 발전용 LNG 판매가 호조를 보임에 따라 미수금 축소는 조금 더 빠르게 진행될 것이다. 따라서 2013년 하반기부터 2014년 말까지 회수되는 미수금은 1.3조원가량이 될 것으로 보인다. 가스 요금인상은 최소화될 것으로 보인다. 왜냐하면 정부가 '전력부족 해소'를 위해 전력소비를 가스소비로 대체하도록 유도해야 할 이유가 있기 때문이다. 따라서, 가스요금 인상 역시 최소한에 그칠 것이라는 생각이다.

한국가스공사 LNG 재료비 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 미수금 추이 및 전망

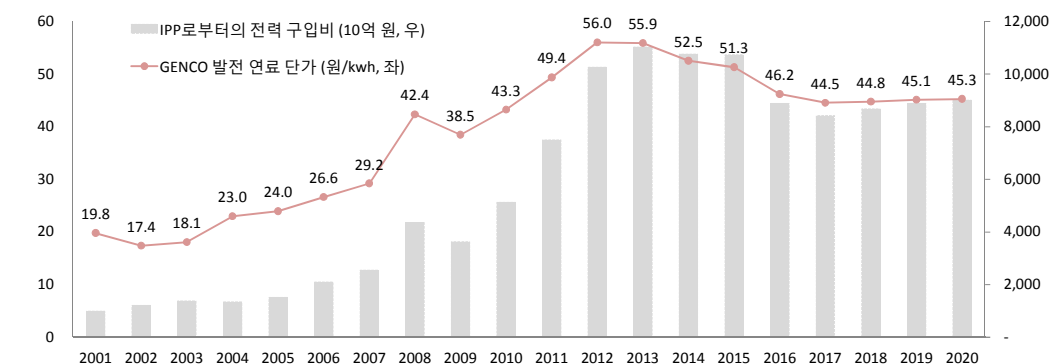


자료: 동양증권 리서치센터

2단계 - 원전가동률이 80%를 회복하는 2014년 하반기~2015년

향후 원전에 대한 안전성 확보가 이뤄지고 문제 원전들이 순차적으로 재가동된다면, 한국전력은 고 원가 발전연료(LNG)의 사용량이 줄어들어 발전단가가 하락하고 IPP로부터의 전력구입비용이 절감될 것이다. 우리는 2014년 3분기부터 원전의 가동률이 Target 인 80%~85% 수준을 회복하게 될 것이라고 전망한다. 이때부터는 전기요금 인상의 필요성이 크게 줄어들 것이다.

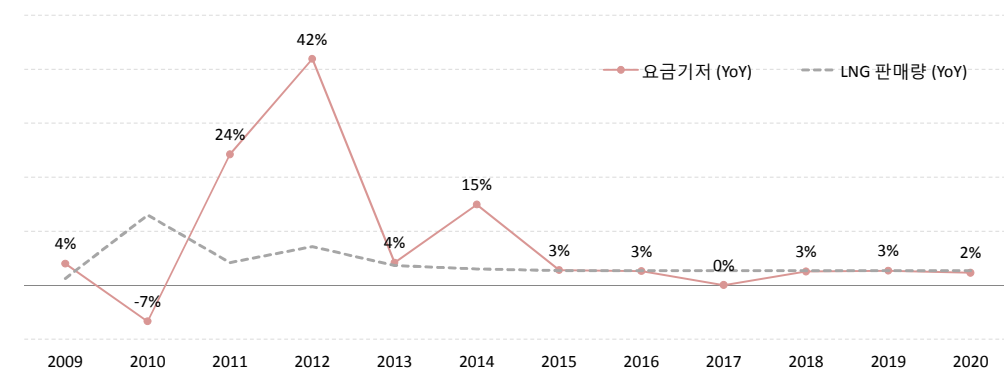
원전가동을 회복, 신규 석탄발전소 가동으로 발전 연료단가 하락하고, IPP로부터의 전력 구입도 감소하기 시작할 것



자료: 동양증권 리서치센터

우리는 원전 가동률이 높아지면서, 발전용 LNG의 판매는 2014년 2분기부터 감소하기 시작할 것으로 보고 있다. 이에 따라 발전용 LNG 초과판매에서 발생하던 미수금 회수 효과는 사라지게 될 것으로 보인다. 그러나 가스공사의 미수금 회수는 주로 도시가스용 LNG 재료비의 청구단가와 실제 정산단가 차이에서 발생하고 있는 것으로 보여, 미수금은 계속 줄어들 것으로 예상된다. 따라서 추가 요금 인상 필요성도 크지 않다. 한편, LNG 판매가 감소함에 따라, 설비투자도 잠시 쉬어가게 될 것이다. 이에 요금기저의 증가율도 낮아질 것이라는 생각이다.

한국가스공사 요금 기저 추이 및 전망 - LNG 판매증가율이 둔화된다고 보면 요금기저 증가율도 둔화될 것

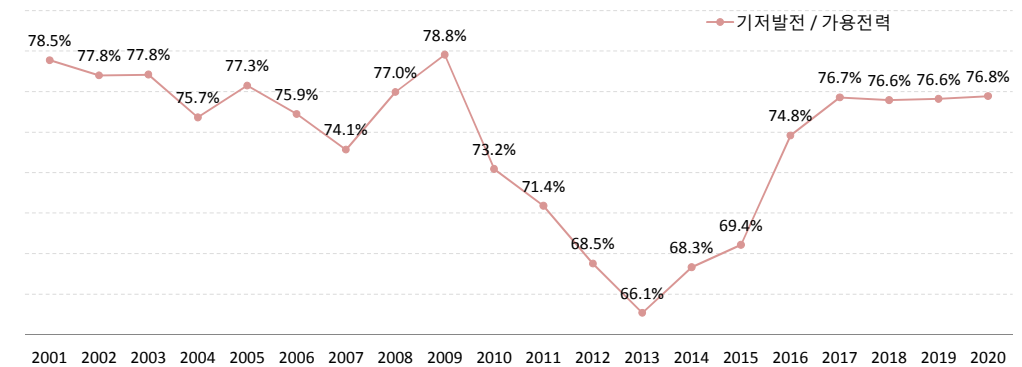


자료: 동양증권 리서치센터

3단계 - 신규 석탄화력 발전소가 대거 등장하는 2016년 이후

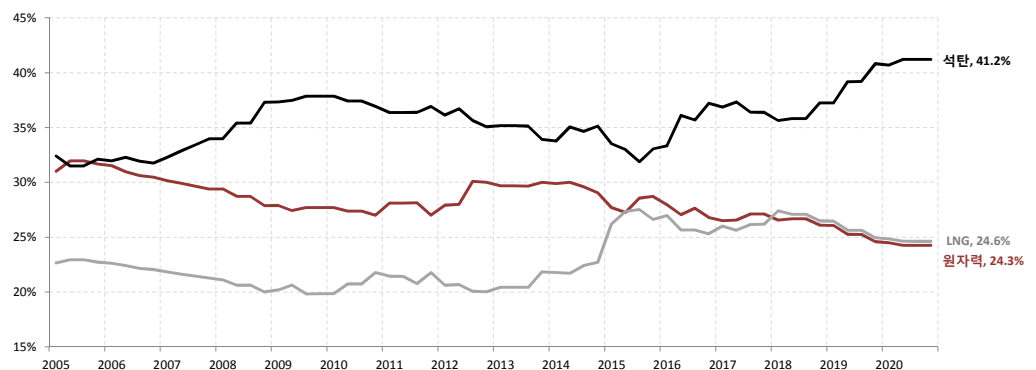
2016년에는 신규석탄화력이 크게 증설될 것으로 보인다. 이 신규 발전소들은 2010년 5차 전력수급계획에서 최초 반영된 설비들로, 전력소비 과소예측에 대한 해결책으로 인가된 것들이다. 이 발전소들이 가동되고, 원전 가동률이 85%를 유지한다고 가정할 때, 기저발전(원자력 + 석탄)으로 전체 전력 소비의 76.8%를 감당할 수 있게 된다. 이는 기저발전의 비중이 과거 수준으로 회귀하면서 LNG 등 첨부발전 및 IPP 들의 전력생산에 대한 의존도가 현저하게 낮아짐을 의미한다. 따라서, 한국전력의 연료비 부담은 지속 감소하므로, 전기요금 인상이 없이도 실적 개선이 가능하다. 2019년에는 석탄발전의 설비가 추가 증설되면서 원전 및 LNG 비중은 모두 본격 감소하기 시작할 것이다.

가용전력에서 기저발전 전력이 차지하는 비중은 원전가동률의 회복과 신규 석탄 발전소 가동으로 점차 높아질 것



자료: 동양증권 리서치센터

발전 설비 비중 추이 - 2019년 이후에는 원자력과 LNG 발전의 비중 모두 본격 하락하게 될 것



자료: 동양증권 리서치센터

기저발전 설비의 증가로 발전용 LNG 의 판매가 2016년경에 크게 감소할 것으로 예상되지만, 2017년 이후에는 다시 완만한 판매량 증가가 예상된다. 따라서 한국가스공사의 요금기저도 완만한 속도로 증가하게 될 것이다. 미수금은 지속 회수될 것으로 예상된다.

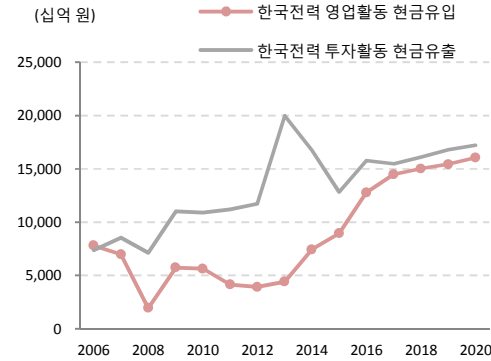
V. 유틸리티 업체 투자전략

우리는 유틸리티 업체들에 대해 비중확대의견을 제시한다. 이는 한국전력과 한국가스공사 모두 실적과 현금흐름이 개선될 것으로 보이기 때문이다. LNG 도입가격과 환율이 현재의 상태를 유지한다고 가정하고 앞에서 전망한 것과 같은 ‘전력 부족 해소’ 정책이 시행한다고 보면, 두 유틸리티 업체들은 모두 현금흐름이 개선될 것이다.

우리는 유틸리티 섹터에서 한국전력을 유틸리티 Top-Pick 으로 선정하는데, 이는 한국전력의 경우 요금인상과는 별도로, 정부의 ‘전력 부족 해소’ 과정에서 원가가 절감될 것으로 기대되기 때문이다. 단기에 그칠 것이라고는 보지만, 요금인상에 대한 정부의 의지도 가스보다는 전기에 대해 더 강할 것이라는 생각이다.

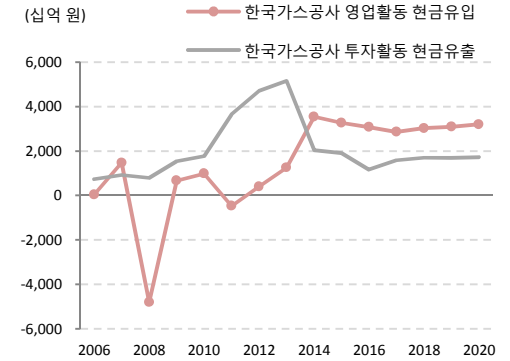
그 중에서도 좀더 매력적으로 보이는 것은 한국전력이다. 두 업체 모두 현금흐름의 개선이 예상되지만, 한국전력의 경우 단기적으로 전력사용 억제에 의해 전기요금을 인상할 가능성이 있고, 중장기적으로 기저발전의 기여도가 높아지면서 원가를 절감할 능력이 있을 것으로 보이기 때문이다. 우리는 한국가스공사의 현금흐름도 요금개선 없이 점차 개선될 것으로 보고 있지만, LNG 도입단가 하락(낮아진 환율과 유가가 유지되는 것)을 가정하고 있어 불확실성이 존재한다. 여기에 정부는 전력사용 억제를 위해 도시가스 요금인상에는 좀더 소극적일 것으로 보인다. 따라서 한국가스공사의 현금흐름 개선여부는 좀 더 불확실성에 노출되어있다. 즉, 한국전력의 현금흐름 개선은 정부의 ‘전력수급 안정화’ 과정에서 자연스럽게 이뤄지는 측면이 있지만, 한국가스공사의 현금흐름 개선은 전적으로 외부변수에 노출되어있고, 요금인상이 필요할 수도 있다는 것이다.

한국전력의 영업활동현금흐름은 기저전력 생산으로 회복될 것



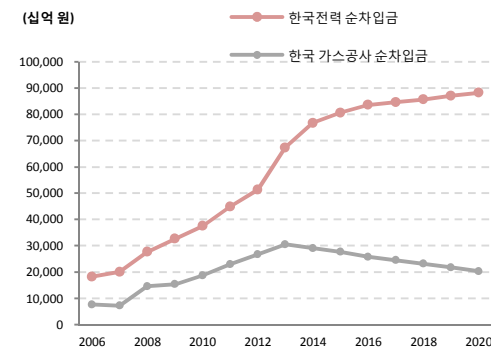
자료: 동양증권 리서치센터

가스공사의 영업활동현금흐름은 요금과 원재료가격에 달려있음



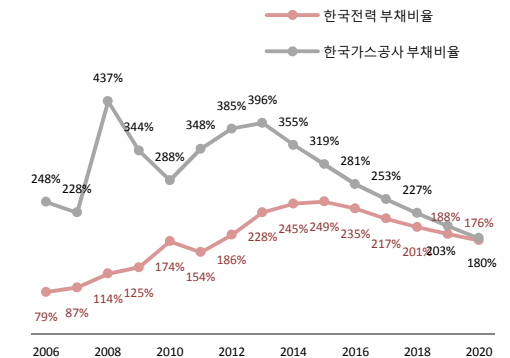
자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사는 순차입금 감소구간 진입할 것



자료: 동양증권 리서치센터

부채비율은 양사 모두 하향 안정화 될 것



자료: 동양증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr



한국전력 (015760)

정부의 전력부족 해소 과정의 수혜주가 될 것

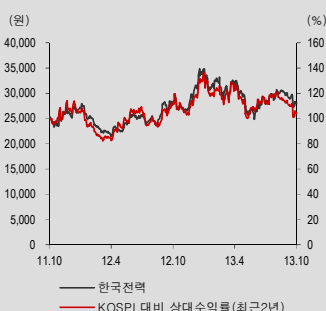
투자의견: **BUY (I)**
목표주가: **38,000원 (I)**

전기

주가	28,050원
자본금	32,098억원
시가총액	180,071억원
주당순자산	76,256원
부채비율	228.29%
총발행주식수	641,964,077주
60일 평균 거래대금	414억원
60일 평균 거래량	1,420,089주
52주 고	34,850원
52주 저	24,850원
외인지분율	23.67%
주요주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(6.7)	(0.4)	0.5
상대	(8.3)	(7.0)	(7.2)
절대(달러환산)	(5.5)	4.3	3.9



자료: Datastream



Why This Report

올해 어느 기업보다도 많은 질타와 비난을 받았던 한국전력에 대한 커버리지를 개시합니다. 요즘처럼 전기요금 인상이 회두가 된 시절 있었나 할만큼 전기요금에 관한 기사가 매일 끊이지를 않습니다. 정부도 많은 고민을 하고 있는 것 같은데요. 우리는 전기요금에 대한 고민을 넘어 정부의 고민이 무엇인가 고민해봤습니다. 그리고 정부가 전력 부족 해소를 최우선 목표로 삼고 있는 한, 한국전력은 앞으로 장기간 정부 정책의 수혜를 받을 것으로 결론짓게 되었습니다.

Investment Point

단기적으로 정부의 전기소비 억제 정책의 수혜 가능성

▶ 유틸리티 산업 관련 정부의 가장 큰 과제는 '전력부족 해소'. 단기적으로 전력생산을 늘리기 어려운 상황임으로, 정부는 전력소비 억제를 위해 요금인상 효과가 있는 전기요금체제 개편을 할 가능성 있음. 이는 한국전력의 실적 개선을 가속할 수 있음.

중기적으로 정부는 원전가동률을 회복시켜 전력 수급 문제 해결 할 것

▶ 2014년 중 원전가동률이 회복되면 한국전력의 연료비가 절감되고, 전력 구입량도 줄어들게 될 것. 이에 따라 요금인상 없이 실적 개선이 가능해짐

장기적으로 기저발전의 비중이 다시 높아지면서 한국전력의 원가는 추가 절감 될 것

▶ 2016년과 2019년에 석탄 발전소들이 대거 신규 가동될 예정. 이로 인해 한국전력의 연료비는 추가 절감되고, 전력구입량도 더욱 감소하게 될 것.

투자의견 BUY, 목표주가 38,000원 제시

- PBR 0.6배 적용. 낮은 물가상승률로 인해 한국전력에 적용되는 PBR은 0.7배까지 상승가능
- 원전 문제가 해결되면 한국전력의 실적 개선 가시성 높아지므로 더 높은 PBR 적용될 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	434,557	494,215	528,387	583,188	603,683
매출액증가율	10.0	13.7	6.9	10.4	3.5
영업이익	-10,205	-8,179	-3,463	35,240	42,362
영업이익률	-2.3	-1.7	-0.7	6.0	7.0
지배주주귀속 순이익	-33,705	-31,666	-19,285	4,935	8,385
지배주주 귀속 EPS	-5,251	-4,933	-3,004	769	1,306
증가율	2,708.0	-6.1	-39.1	-125.6	69.8
PER	-4.9	-5.1	-9.3	36.5	21.5
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	11.3	12.4	8.2	7.7
ROA	-2.5	-2.2	-1.3	0.3	0.5
ROE	-6.1	-6.1	-3.9	1.0	1.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

한국전력 (015760) - Contents

1. Summary	27
2. 투자의견 (BUY, 목표주가 38,000원)	28
3. 실적 전망 : 요금인상 + 기저발전 증가의 수혜 예상됨	31
4. 요금 전망 : 소비 억제를 위한 단기적 수단으로 가능 할 것	32

1. Summary

한국전력에 대해 BUY 의견과 목표주가 38,000원을 제시한다. 아울러 유틸리티 탑픽으로 제시한다. 한국전력의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 단기적으로 전력소비 억제가 필요하며, 사실상의 전기요금 인상조치가 나올 수 있다. 2) 중기적으로 원자력 발전은 축소되기 보다는 정상화될 것이며, 이에 따른 연료비와 전력구입비 절감이 기대된다. 3) 장기적으로 석탄발전 비중이 확대되면서 역시 연료비와 전력구입비 절감이 기대 된다.

한국전력은 ‘전력부족 해소’의 각 단계에서 모두 수혜를 보게 될 것으로 보인다. 정부는 ‘전력 부족 해소’에 초점을 두고, 단기적으로는 전기요금체제 개편 등 소비 억제 정책을, 중기적으로는 원전 정상화를 꾀할 것으로 보인다. 이로 인해 한국전력은 단기적으로는 전기요금 인상효과를, 중기적으로는 원가 절감효과를 얻게 될 것이다. 또, 장기적으로는 기저발전인 석탄발전이 2016년과 2019년에 대거 가동되면서 원가를 추가로 낮출 수 있을 것으로 보인다.

한국전력의 목표주가 38,000원은 2014년말 예상 BPS 62,651원에 적정 PBR 0.6배를 적용한 것이다. 동사에 적용되는 PBR은 물가상승률과 역의 관계에 있는데, 10월 CPI 상승률은 YoY +0.8%로 14년만의 최저수준을 기록하고 있다. 물가상승률이 낮으면 전력 생산 단가 상승률도 낮아지는 반면, 정부가 요금인상을 용인하기는 수월해진다. 물가상승률이 낮아질수록 한국전력의 실적개선에 대한 기대감이 높아지면서 적용되는 PBR이 높아진다고 볼 수 있다.

이러한 관점에서 한국전력에 적용되는 PBR은 더 높아질 여지가 있어 보인다. 1) 원전관련 불확실성은 제거되고 있다. 원전 가동률은 2013년 2Q를 바닥으로 회복되기 시작했고, 낮은 기저발전 지난 10월 10일 원전비리에 대한 최종 수사결과도 발표되었다. 한편, 단기적으로 전력수급안정화를 최우선시하는 정부로서는 2) 전력소비 억제의 한 방편으로써 전기요금체제 개편을 통한 실질적인 요금인상을 고려할 수 있다. 전기요금 인상이 있을 경우 한국전력의 실적의 개선속도는 가속화될 수 있다. 따라서 우리는 원전사태가 정리되어 감에 따라 한국전력에 적용되는 PBR이 현재의 0.5배에서 0.7배로 점차 상향 조정될 것이라고 판단한다.

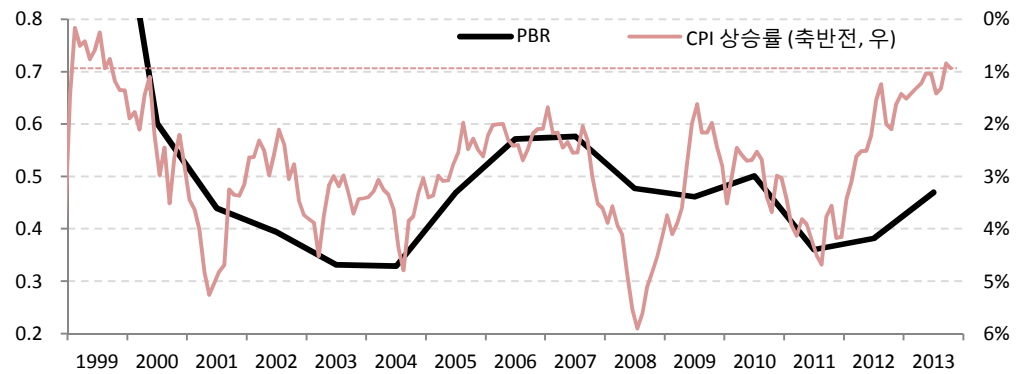
2. 투자의견 (BUY, 목표주가 38,000원)

우리는 한국전력을 유틸리티 톱픽으로 선정한다. 한국전력의 투자포인트는 전기요금 인상이 아니다. 전력 구성의 개선에 따른 원가 절감으로 점차 요금인상 없이도 이익을 개선할 수 있다는 점이 한국전력의 매력이다. 우리는 단기적인 전기요금 인상을 가정하고 있지만, 이는 전력소비 억제를 위한 임시적인 정책으로 본다. 2010년 이후 한국전력이 기저발전 설비와 원전가동률 저하라는 문제로 구조적 원가상승 문제를 겪었던 것과 반대로, 이제부터는 한국전력이 원전가동률의 상승과 기저발전 설비의 증가로 원가절감의 수혜를 보게 될 시기가 도래하고 있다. 투자의견 BUY 와 목표주가 38,000원으로 커버리지를 개시한다.

한국전력의 투자 적기는 물가상승률이 낮은 시기이다. 물가상승률이 낮아지면 한국전력에 적용 되는 PBR 은 높아지는 경향이 있기 때문이다. 물가상승률이 높을 때, 한국전력의 원가(전력 생산 및 구입 비용)는 상승하지만, 정부는 물가 안정차원에서 오히려 전기요금 인상을 억누르게 된다. 따라서 인플레이션이 심하면 한국전력의 실적 전망이 나빠지고 PBR 도 낮아진다. 한편, 물가상승률이 낮아지면 한국전력의 전력생산 단가도 낮아짐에도 불구하고, 정부는 미뤄왔던 공공요금 인상을 실행하기 쉽다. 실제로, 물가상승률과 한국전력 이익의 방향성은 정반대의 모습을 보였다. 따라서, 물가상승률이 낮아지면 한국전력 주가에 적용되는 Multiple 은 높아졌던 것이다. 이에 따라 과거 한국전력의 주가를 보면, CPI 의 상승률이 낮을 때 KOSPI 를 Outperform 했던 것을 알 수 있다.

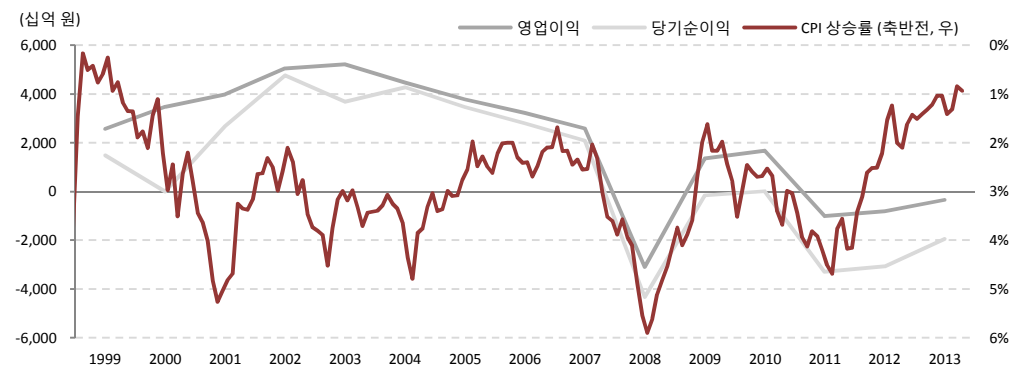
우리는 한국전력에 적용되는 PBR이 점점 높아질 것으로 보고 있다. 최근 우리나라의 CPI 상승률은 1999년 10월 이후로 가장 낮은 수준을 보이고 있지만, 한국전력에 적용되는 PBR은 과거 평균 수준인 0.5배에 머무르고 있다. 이는 낮은 인플레이션에도 불구하고 한국전력의 전력구성 문제(낮은 기저발전 비중과 원전 가동률)로 인해 이익개선 가시성이 낮았기 때문이다. 그러나 우리는 전기요금 체계 개편을 통한 소폭의 요금인상 효과를 기대하고 있고, 향후 정부의 ‘전력 부족 해소’ 정책에 따라 원전의 가동률이 올라갈 것으로 보고 있어서, 현재 주가를 억누르고 있는 실적개선에 대한 불확실성이 해소되어 갈 것으로 보고 있다. 동사에 적용되는 PBR은 0.7배까지 높아질 수 있을 것으로 보고 있다.

과거 CPI 상승률과 대비해본 한국전력의 PBR 지금은 CPI 상승률과 대비 낮은 PBR 적용됨 (원전사태의 여파)



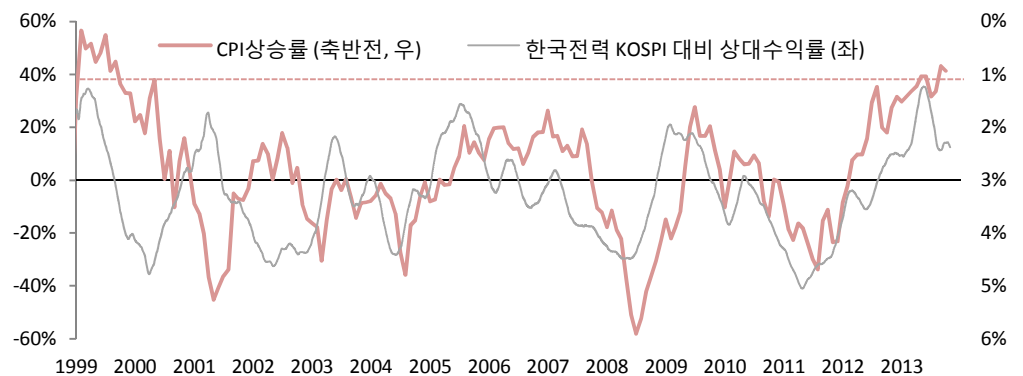
자료: 동양증권 리서치센터

물가상승률과 한국전력의 이익 변화



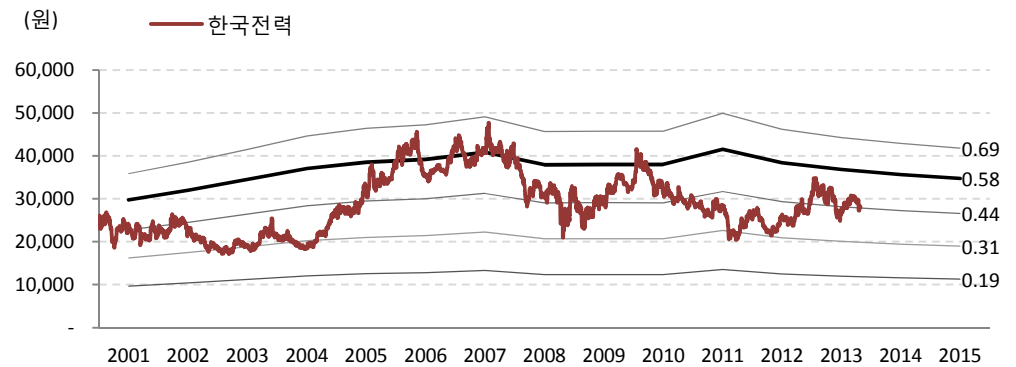
자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 KOSPI 대비 상대수익률과 CPI 상승률(축반전, 우) - 물가와 한국전력의 상대수익률은 반대의 방향성



자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 PBR 밴드 차트



자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 적정주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	비고
조정자본총계	39,033.8	39,864.1	40,227.4	39,928.4	
장부상 자본총계	47,482.2	48,312.6	48,675.8	48,376.8	
자산재평가 효과 보정	8,448.4	8,448.4	8,448.4	8,448.4	2010년말 재평가
조정주식수	623,034.0	623,034.0	623,034.0	623,034.0	천 주
발행주식수	641,964.0	641,964.0	641,964.0	641,964.0	천 주
자기주식수	18,930.0	18,930.0	18,930.0	18,930.0	천 주
BPS	62,651	63,984	64,567	64,087	배
적용 PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	
적정주가	37,591	38,390	38,740	38,452	원
현재주가	28,050	28,050	28,050	28,050	원
상승여력	34.0%	36.9%	38.1%	37.1%	

자료: 동양증권 리서치센터

3. 실적 전망 : 요금인상 + 기저발전 증가의 수혜 예상됨

한국전력 실적 추이 및 전망

항목	단위	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억 원	43,455.7	49,421.5	52,838.7	58,318.8	60,368.3	62,531.2	64,644.9	66,763.7	68,900.8	70,992.8
YoY	%	10.0%	13.7%	6.9%	10.4%	3.5%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%
전력판매매출	십억 원	40,647.0	46,784.3	50,608.2	56,059.1	58,152.4	60,365.6	62,529.4	64,698.5	66,886.5	69,028.2
기타 매출	십억 원	2,808.6	2,637.2	2,230.6	2,259.7	2,215.9	2,165.6	2,115.5	2,065.2	2,014.4	1,964.6
영업비용	십억 원	44,476.6	50,239.4	53,185.0	54,794.8	56,132.1	53,981.6	54,550.1	56,560.8	58,672.6	60,532.9
YoY	%	17.6%	13.0%	5.9%	3.0%	2.4%	-3.8%	1.1%	3.7%	3.7%	3.2%
연료비	십억 원	21,648.3	24,810.2	24,790.3	24,753.4	25,206.6	24,110.3	24,291.9	25,248.9	26,335.4	27,266.0
전력구입비	십억 원	7,403.7	9,800.8	11,083.9	10,753.5	10,732.2	8,887.7	8,421.3	8,676.4	8,888.6	9,003.1
기타비용	십억 원	15,424.6	15,628.4	17,310.9	19,287.9	20,193.3	20,983.6	21,836.9	22,635.5	23,448.6	24,263.8
영업이익	십억 원	-1,020.9	-817.9	-346.3	3,524.0	4,236.2	8,549.6	10,094.8	10,202.9	10,228.2	10,459.9
YoY	%	적전	적지	적지	흑전	20.2%	101.8%	18.1%	1.1%	0.2%	2.3%
당기순이익 (지배주주)	십억 원	-3,370.5	-3,166.6	-1,928.5	493.5	838.5	4,185.0	5,359.7	5,412.1	5,386.8	5,527.7
OPM	%	-2.3%	-1.7%	-0.7%	6.0%	7.0%	13.7%	15.6%	15.3%	14.8%	14.7%
연료비 / 매출액	%	49.8%	50.2%	46.9%	42.4%	41.8%	38.6%	37.6%	37.8%	38.2%	38.4%
전력구입비 / 매출액	%	17.0%	19.8%	21.0%	18.4%	17.8%	14.2%	13.0%	13.0%	12.9%	12.7%
기타비용 / 매출액	%	35.5%	31.6%	32.8%	33.1%	33.5%	33.6%	33.8%	33.9%	34.0%	34.2%
NIM	%	-7.8%	-6.4%	-3.6%	0.8%	1.4%	6.7%	8.3%	8.1%	7.8%	7.8%
EPS	원	-5,251	-4,933	-3,004	769	1,306	6,519	8,349	8,431	8,391	8,611
EPS 증가율	%		적지	적지	흑전	69.9%	399.1%	28.1%	1.0%	-0.5%	2.6%
BPS	원										

자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 전력판매사업 추이 및 전망

항목	단위	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
전력판매량	백만 Kwh	459,327	471,382	478,910	501,653	520,537	540,735	560,475	580,258	600,176	619,625
가용전력량	백만 Kwh	496,434	508,532	514,224	539,910	560,545	582,354	603,623	624,930	646,381	667,327
GENCO 원자력, 화력 발전량	백만 Kwh	438,418	442,907	443,646	471,175	491,356	521,896	545,339	563,948	583,556	602,288
GENCO 수력, 신재생 발전량	백만 Kwh	4,992	5,232	5,373	5,964	6,497	7,614	7,791	8,580	8,724	9,846
전력구입량	백만 Kwh	53,024	60,392	66,109	64,535	64,454	54,329	51,912	53,875	55,623	56,745
전력판매매출	10억 원	40,647.0	46,784.3	50,608.2	56,059.1	58,152.4	60,365.6	62,529.4	64,698.5	66,886.5	69,028.2
GENCO 연료비	10억 원	21,648.3	24,810.2	24,790.3	24,753.4	25,206.6	24,110.3	24,291.9	25,248.9	26,335.4	27,266.0
IPP 전력구입비 (REC 구매비용제외)	10억 원	7,500.0	10,256.9	11,026.8	10,753.5	10,732.2	8,887.7	8,421.3	8,676.4	8,888.6	9,003.1
전력판매단가	원 / kwh	88.5	99.2	105.7	111.7	111.7	111.6	111.6	111.5	111.4	111.4
GENCO 연료단가	원 / kwh	49.4	56.0	55.9	52.5	51.3	46.2	44.5	44.8	45.1	45.3
IPP 전력구입단가	원 / kwh	141.4	169.8	166.8	166.6	166.5	163.6	162.2	161.0	159.8	158.7
기저발전량 / 가용전력량	%	71.4%	68.5%	66.1%	68.3%	69.4%	74.8%	76.7%	76.6%	76.6%	76.8%
기타발전량 / 가용전력량	%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%
첨두발전량 / 가용전력량	%	17.0%	18.6%	20.0%	18.6%	17.9%	14.5%	13.4%	13.4%	13.4%	13.2%
전력구입량 / 가용전력량	%	10.7%	11.9%	12.9%	12.0%	11.5%	9.3%	8.6%	8.6%	8.6%	8.5%

자료: 동양증권 리서치센터

한국전력의 영업이익은 계속 증가하는 모습을 보일 것으로 예상된다. 이는, 1) 요금체계 개편으로 소폭의 전기요금 인상 효과를 누릴 것으로 보이며, 2) 원전 가동률의 회복, 석탄발전의 증가 등으로 발전 연료비 및 전력 구매비용이 감소할 것으로 보이기 때문이다

4. 요금 전망 : 소비 억제를 위한 단기적 수단으로 가능 할 것

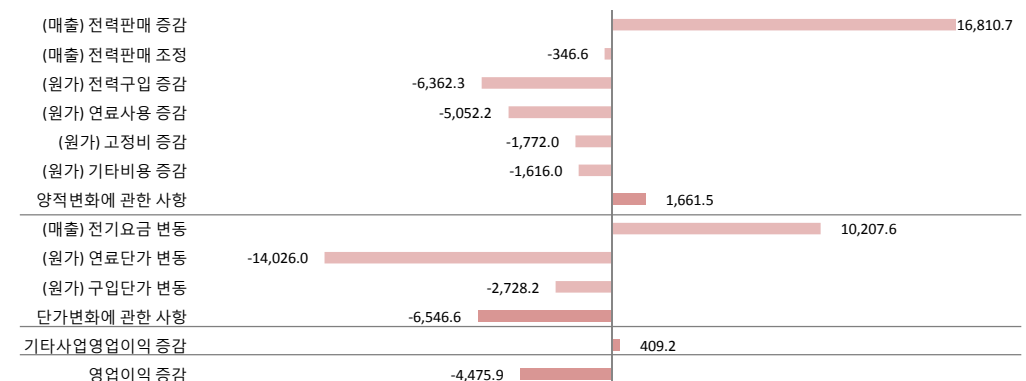
우리는 전력소비 억제를 위해 정부가 짧은 기간 내에 요금을 계속 인상하거나, 한번에 크게 인상하지는 않을 것으로 생각한다. 다만, 단기적으로는 전력 소비 억제를 위해 전기요금을 소폭 인상할 가능성이 있다고 본다.

과거 요금 인상 사례가 의미하는 것 - 지금은 요금인상이 적합하지 않다

2001년부터 2012년까지 한국전력의 실적 흐름과 요금인상의 역사를 돌아해보면 지금은 요금인상이 지속될 수 있는 상황은 아니다. 과거의 전기요금 인상은 원가 상승을 보상하는 역할을 담당해왔는데, 지금은 원가가 상승하는 상황이 아니기 때문이다.

2012년 한국전력의 영업손실은 8,179억원으로, 2001년 대비 영업이익이 4.5조원 감소했다. 한국전력의 이익이 감소한 것은 전기 요금이 연료비단가 및 전력구입단가의 상승을 커버할 만큼 충분히 인상되지 않았기 때문이다. 이익의 변동요인을 살펴보면, 전력판매가 증가하면서 매출이 16.8조원 증가했지만, 이는 구입전력의 증가, 발전전력의 증가에 따른 추가 연료비의 증가, 설비증가에 따른 고정비 증가, 기타 비용의 증가 등으로 대부분 상쇄된 것으로 보인다. 한편, 전기요금이 상승하면서 10.2조원의 추가 매출도 발생했는데, 이는 연료비단가의 상승에 따른 비용증가 (14조원), 구입전력 단가의 상승에 따른 비용 증가 (2.7조원) 등을 모두 커버하지 못했다. 따라서, 지난 11년간 한국전력은 LNG, 석탄 등과 같은 연료단가의 상승, IPP로부터의 구입전력 단가의 상승 등 통제할 수 없는 원인에 의해 악화되어왔음을 알 수 있다.

2001년~2012년 영업이익의 변화와, 변화 요인별 분석 - 연료단가와 구입단가 상승을 전기요금 인상이 충분히 커버하지 못함



자료: 동양증권 리서치센터

기간별로 살펴보면, 2002년~2003년은 OPM 이 20% 전후에 이르던 호시절이었다. 매년 전력 판매량이 증가하면서 매출이 증가했지만, 이는 대부분 전력구입증가, 연료사용증가, 고정비 증가 등과 상쇄되었다. 그럼에도 불구하고 2년 연속 영업이익은 증가했는데, 이는 2002년에는 LNG와 석탄의 발전단가가 하락하면서 이익 증가에 기여했고, 2003년에는 연료단가는 소폭 상승했지만, 전기요금(주택용은 인하, 산업용은 인상) 인상으로 연료단가 상승을 만회하고도 남았기 때문이다.

2002년 한국전력 전년대비 영업이익 증감 요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,561.0
(매출) 전력판매 조정	33.9
(원가) 전력구입 증감	-287.3
(원가) 연료사용 증감	-351.0
(원가) 고정비 증감	-117.3
(원가) 기타비용 증감	-326.0
양적변화에 관한 사항	513.3
(매출) 전기요금 변동	-333.7
(원가) 연료단가 변동	640.1
(원가) 구입단가 변동	99.3
단가변화에 관한 사항	405.7
기타사업영업이익 증감	209.3
영업이익 증감	1,128.3

자료: 동양증권 리서치센터

2003년 한국전력 전년대비 영업이익 증감 요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,064.8
(매출) 전력판매 조정	31.1
(원가) 전력구입 증감	-80.6
(원가) 연료사용 증감	-275.9
(원가) 고정비 증감	-215.3
(원가) 기타비용 증감	-519.1
양적변화에 관한 사항	5.0
(매출) 전기요금 변동	249.7
(원가) 연료단가 변동	-171.1
(원가) 구입단가 변동	-34.5
단가변화에 관한 사항	44.1
기타사업영업이익 증감	140.2
영업이익 증감	189.2

자료: 동양증권 리서치센터

그러나 2004년~2005년은 연료단가와 전기요금이 반대로 움직이면서 실적이 악화되기 시작했다. 2003년 적정투자보수율의 초과달성으로 인해 2004년 3월을 기점으로 전기요금이 1.5% 인하되었다. 그러나, 2004년에는 석탄 연료단가가 YoY 46.4%, 2005년에는 LNG 연료단가가 +11.7% 상승하면서 전력생산 비용이 크게 증가하기 시작했다. LNG 가격이 상승한 2005년에는 IPP로부터의 전력 구매단가도 크게 상승했다. 전기요금은 2005년 12월에야 1.9% 인상되었다.

2004년 한국전력 전년대비 영업이익 증감 요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,406.8
(매출) 전력판매 조정	-73.4
(원가) 전력구입 증감	99.9
(원가) 연료사용 증감	-351.9
(원가) 고정비 증감	-293.4
(원가) 기타비용 증감	45.1
양적변화에 관한 사항	833.2
(매출) 전기요금 변동	-55.2
(원가) 연료단가 변동	-1,505.9
(원가) 구입단가 변동	-76.6
단가변화에 관한 사항	-1,637.6
기타사업영업이익 증감	85.7
영업이익 증감	-718.7

자료: 동양증권 리서치센터

2005년 한국전력 전년대비 영업이익 증감 요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,510.0
(매출) 전력판매 조정	0.7
(원가) 전력구입 증감	24.7
(원가) 연료사용 증감	-514.9
(원가) 고정비 증감	-485.7
(원가) 기타비용 증감	-78.4
양적변화에 관한 사항	456.5
(매출) 전기요금 변동	-32.6
(원가) 연료단가 변동	-321.4
(원가) 구입단가 변동	-311.6
단가변화에 관한 사항	65.6
기타사업영업이익 증감	-272.2
영업이익 증감	-481.3

자료: 동양증권 리서치센터

2006년~2007년에도 비슷한 상황이 이어졌다. 2005년말 전기요금 인상과 2007년 1월 전기요금 인상(+2.1%)으로 매출이 증가하는 효과가 있었지만, 그후 22개월간 동결되어, 2006년 LNG 연료단가의 상승 (YoY +19.1%), 2007년 석탄 연료단가의 상승 (YoY +9.4%) 등으로 인한 연료비 증가를 메꾸기에는 불충분했다. 따라서 계속해서 영업이익은 축소되었다.

2006년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,215.9
(매출) 전력판매 조정	28.1
(원가) 전력구입 증감	-528.7
(원가) 연료사용 증감	-293.6
(원가) 고정비 증감	-147.4
(원가) 기타비용 증감	-393.0
양적변화에 관한 사항	-118.7
(매출) 전기요금 변동	651.5
(원가) 연료단가 변동	-942.2
(원가) 구입단가 변동	-173.3
단가변화에 관한 사항	-464.1
기타사업영업이익 증감	29.5
영업이익 증감	-553.4

자료: 동양증권 리서치센터

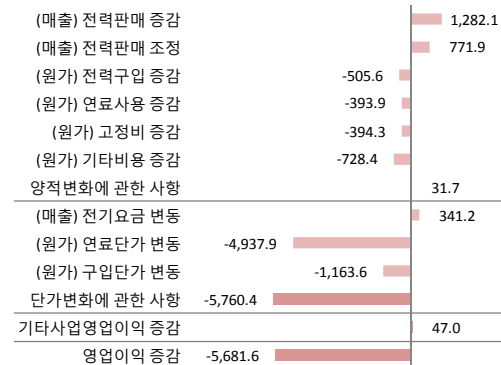
2007년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석

(매출) 전력판매 증감	1,517.9
(매출) 전력판매 조정	-21.0
(원가) 전력구입 증감	-488.1
(원가) 연료사용 증감	-466.5
(원가) 고정비 증감	-212.8
(원가) 기타비용 증감	-549.0
양적변화에 관한 사항	-219.5
(매출) 전기요금 변동	495.3
(원가) 연료단가 변동	-934.3
(원가) 구입단가 변동	20.5
단가변화에 관한 사항	-418.5
기타사업영업이익 증감	-0.0
영업이익 증감	-638.0

자료: 동양증권 리서치센터

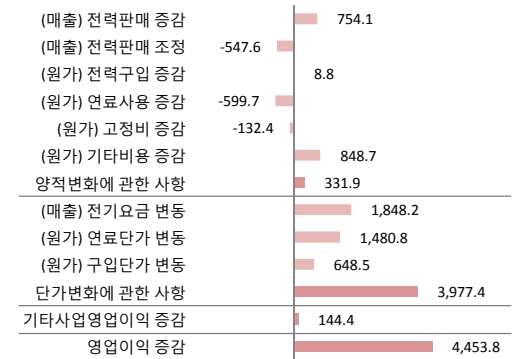
2008년~2009년에는 연료비단가와 전기요금이 엇박자를 내면서 한국전력의 영업이익은 요동쳤다. 2008년에는 연료단가가 급등했는데, 석탄 연료단가는 YoY +75.4%, LNG는 YoY +60.3%, 중유는 YoY +55.5% 상승했다. 반면 요금인상은 직전 요금인상 이후 22개월이 지난 2008년 11월에야 인상 (+4.5%) 되었기 때문에, 2008년 실적에서 전기요금 상승에 따른 매출 증가효과는 매우 미미했다. 2009년에는 반대의 현상이 일어났다. 석탄 연료단가가 추가로 10.5% 상승하기는 했지만, LNG와 중유의 연료단가는 각각 -22.9%와 -19.6% 하락하면서 연료비를 크게 절감할 수 있었다. 반면, 2008년말의 전기요금 인상 효과가 연중 대부분 효과를 발휘했고, 2009년 6월말에는 직전 요금 인상후 8개월만에 요금이 인상되어 추가 매출까지 발생했다. 영업실적은 흑자로 전환했다.

2008년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석



자료: 동양증권 리서치센터

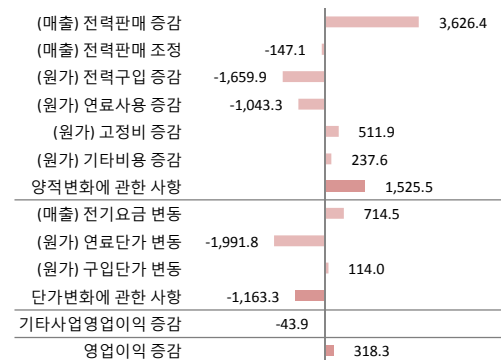
2009년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석



자료: 동양증권 리서치센터

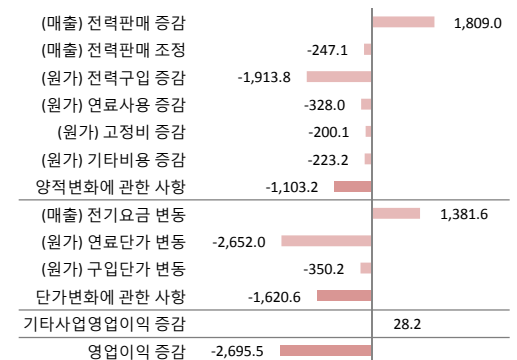
2010년~2011년은 전력판매가 빠르게 늘면서 전력 조달비용이 증가하는 시기였다. 2010년은 경기회복의 영향으로 전력판매가 YoY +11%나 증가했다. LNG, 석유가격의 상승 대비 전기요금의 상승이 억제되어온 탓에 전력판매량은 지속 증가했다. 2010년 전력판매는 YoY 11% 증가했는데, 기저발전인 원자력과 석탄의 발전량은 각각 YoY -0.2%, +2.3%로 정체되는 모습을 보였다. 따라서 한국전력은 LNG 발전량을 늘리고, IPP로부터의 전력 구매도 늘렸다. 2010년 한국전력의 LNG 발전량은 YoY +48.6% 증가했고, IPP로부터의 전력구매는 +45.6% 증가했다. 2011년에도 IPP로부터의 전력구매량은 +37.1% 증가했다. 2001년~2008년 중 한국전력의 전체 가용 전력(전력 생산량 + 전력구입량)에서 기저발전이 차지하는 비중은 평균 76.8%였지만, 2010년에는 73.2%, 2011년에는 71.2%로 하락했다. 2010년은 수선비(정비비) 절감 등의 효과로 인해 일시적으로 이익이 증가하기도 했지만, 2011년에는 다시 이익이 크게 감소하면서 적자로 전환했다. 요금은 2010년 8월 (+3.5%), 2011년 8월 (+4.9%), 2011년 12월 (+4.5%)로 비교적 조밀한 간격으로 인상되었다.

2010년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석



자료: 동양증권 리서치센터

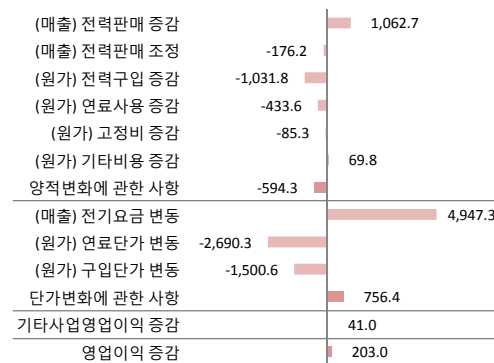
2011년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석



자료: 동양증권 리서치센터

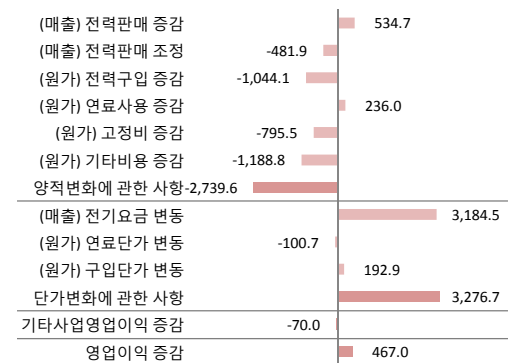
2012년~2013년은 전기요금 인상의 수혜를 누리고 있는 시기이다. 비용증가효과는 계속 발생했다. 2012년 LNG 연료단가는 YoY +14.3% 상승했고 IPP로부터의 전력 구입량도 YoY +13.9% 증가했다. 2013년은 원전가동이 감소하면서 LNG 발전량이 YoY +10.6% 증가, IPP로부터의 전력구매량도 YoY +9.9% 증가할 것으로 보인다. 기저발전량이 전체 가용 전력량에서 차지하는 비중도 2012년은 68.5%, 2003년은 65.8%로 계속 낮아졌다. 그럼에도 2012년 영업이익은 전년대비 소폭 개선된데 이어, 올해에도 상당폭 개선이 이뤄질 것으로 보인다. 이는 2011년말부터 집중된 요금 인상의 결과다. 요금인상으로 인해 2012년 매출은 4.9조원 증가하는 효과가 있었고, 2013년 매출은 3.2조원 증가하는 효과가 있을 것으로 추정된다. 흥미로운 사실은 원전가동을 저하로 증가했을 것이라고 생각되기 쉬운 2013년 연료비는 오히려 줄어들 것으로 보인다는 것이다. 이는 2013년 석탄 발전단가가 13.2% 하락할 것으로 예상되기 때문이다.

2012년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석



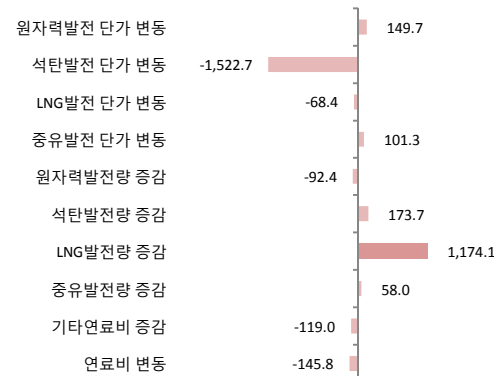
자료: 동양증권 리서치센터

2013년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석 (전망)



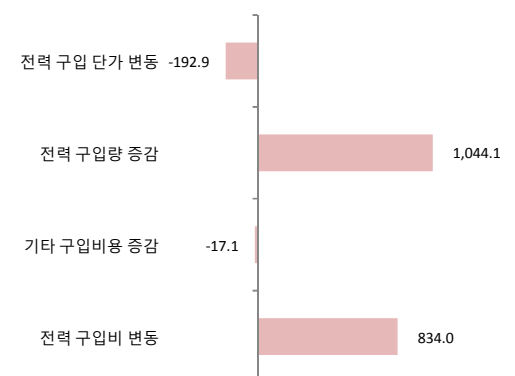
자료: 동양증권 리서치센터

2013년 연료비 증감 요인별 분석



자료: 동양증권 리서치센터

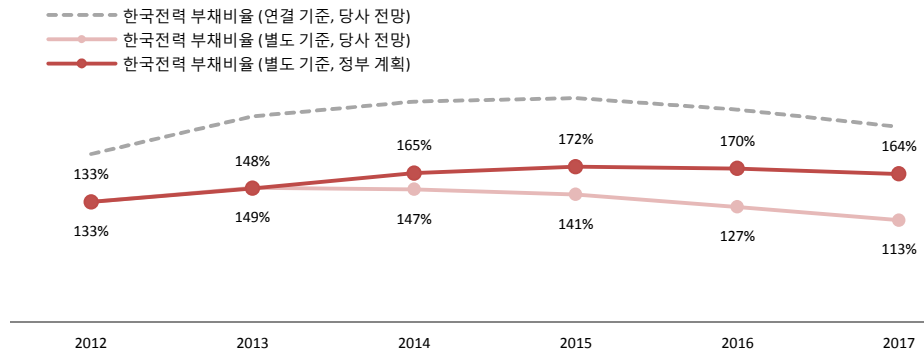
2013년 전력구입비 증감 요인별 분석



자료: 동양증권 리서치센터

한편, 공공기관 재무관리 계획에 따르면, 한국전력은 2017년까지 164%의 부채비율을 맞추어야 하는데, 당사 전망으로는 2017년말 부채비율은 113%를 기록할 것으로 보여, 일단은 요금 인상이 없어도 부채비율 달성은 가능할 것으로 보인다.

한국전력 부채비율 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

2001년부터 2012년까지 한국전력의 실적 흐름 역사를 돌이켜보면 정부는 전기요금을 연료비단가 및 구매전력의 단가변화에 대응하는 수단으로 사용해 왔음을 알 수 있다. 또, 요금인상 필요성이 극심할 때는 요금인상을 자제했다가, 물가상승률이 낮아지면 요금인상을 집중적으로 실시해왔다.

이러한 관점에서 지금은 전기 요금 인상에 적절한 시기는 아니다. 1) 전기요금은 이미 2011년부터 2013년까지 4번 인상 되었고, 2) 연료비 단가는 오히려 하락하고 있으며, 3) 원전가동률 회복시 연료비 단가는 추가하락하고, 전력구입비도 감소할 수 있기 때문이다. 4) 또 부채비율 Target 도 공격적이지 않아, 달성에 무리가 없을 것이라는 생각이다. 우리가 만약 전기요금 인상이 있다면, 이는 한국전력의 원가 상승을 보상하기 위한 것이라기 보다는 전기소비 억제에 관련된 것으로 보는 이유는 여기에 있다.

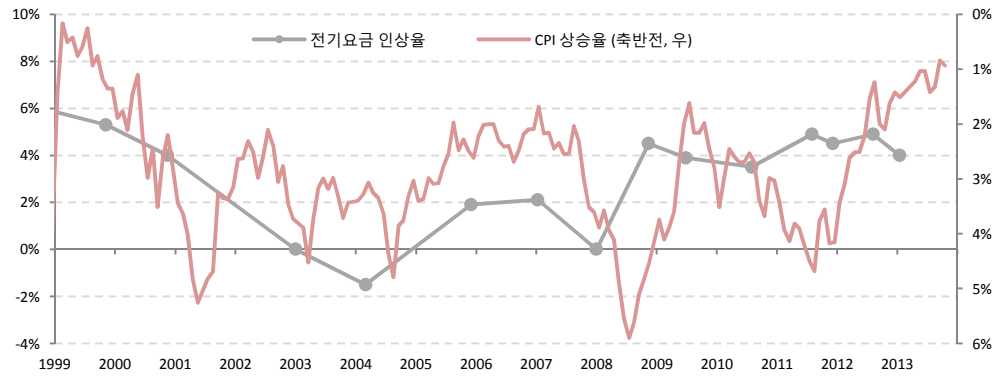
전력소비 억제를 위한 일회성 요금 인상은 가능한 상황

한편, 우리는 수요조절 차원에서 일회성 전기요금 인상정책이 나올 수 있다는 판단이다. 이는 단기적으로 전력생산량을 늘릴 수 있는 방법이 마땅치 않기 때문에 전력 소비 억제가 필요하고, 이를 달성하기 위한 일환으로 전기요금 인상도 가능하다는 생각이다. 여기에 낮은 물가상승률도 전기요금 인상에 유리한 기회를 제공하고 있다.

물가상승률과 전기요금인상의 관계를 비교해보면, 정부로서도 전기요금 인상에 대한 부담 하나는 덜은 것으로 보인다. 왜냐하면 최근 CPI 상승률은 1%에도 미치지 못 하기 때문이다. 전기요금 인

상 시점을 물가상승률과 비교해보면, 대부분 물가상승률이 낮아질 때 요금인상이 집중되었음을 알 수 있다. 이는 물가상승률이 높아질 때는 정부가 공공요금 인상을 자제함으로써 서민경제에 주는 충격을 최대한 완화하려 하기 때문이라고 생각할 수 있다.

물가상승률과 전기요금 인상률

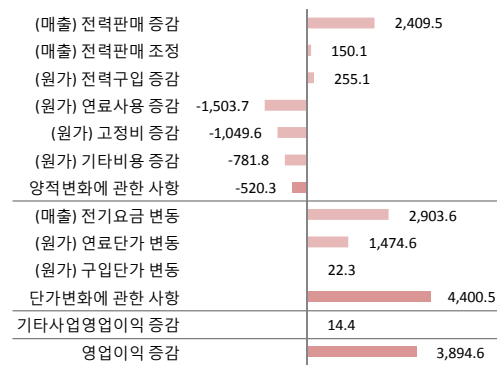


자료: 동양증권 리서치센터

우리가 가정한 한국전력 실적 추정에 사용한 전력요금 개편의 내용을 아래와 같다. 심야전력제도를 폐지하고, 주택용 요금은 -5% 인하, 산업용 및 일반용 요금은 +5% 인상하는 것으로 보았다. 주택용 요금이 -5% 인하되지만, 심야전력제도를 폐지되면 주거용 (주택용+심야전력) 요금은 +5.7% 상승하는 효과가 있을 것으로 예상된다. 전력요금 개편을 통해 추가로 징수하게 될 전기요금은 2.9조원이 될 것으로 보인다.

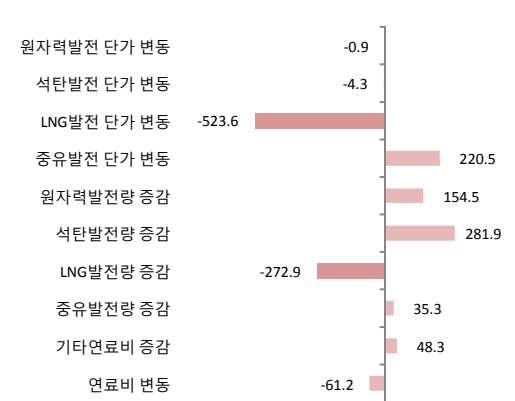
한편, 연료비는 전년대비 612억원 감소하고, 전력구입비는 2,733억원 감소할 것으로 예상된다. 최근 진행된 원/달러환율의 하락과 두바이유가의 하락으로 LNG발전단가는 YoY -3.9% 하락하게 될 것으로 보인다. 한편, 원전가동률이 회복되면서 LNG발전량이 YoY -2.3% 감소할 것으로 예상된다. 원자력 발전량이 증가함에 따라 IPP로부터의 전력구매도 YoY -2.4% 감소할 것으로 예상된다.

2014년 한국전력 전년대비 영업이익 증감요인 분석 (전망)



자료: 동양증권 리서치센터

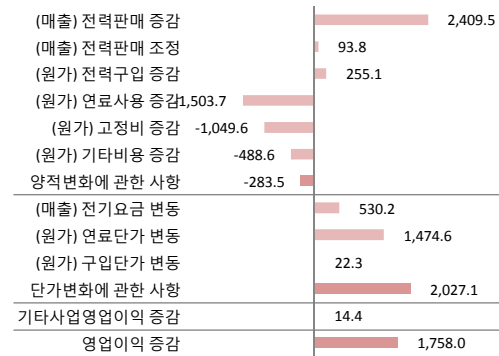
2014년 한국전력 연료비 변동의 요인별 분석 (전망)



자료: 동양증권 리서치센터

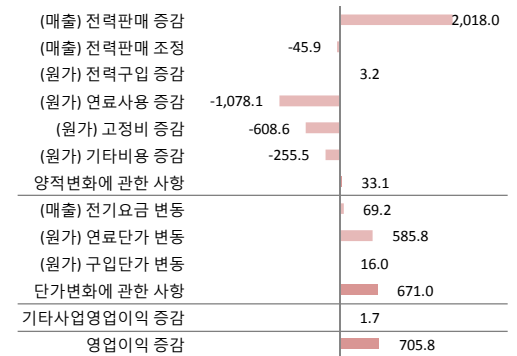
현재의 상황에서 전기요금 인상 및 요금체계의 변화가 없다고 가정했을 때도, 향후 2년간 한국전력의 영업이익은 꾸준히 증가하게 될 것으로 판단된다. 요금인상과 무관하게 원/달러환율의 하락, 두바이유 가격의 약세에 대한 수혜, 원전가동률 회복에 따른 원가절감은 일어날 것으로 보고 있기 때문이다.

2014년 영업이익 증감요인 전망 (요금체제 개편 없을 때)



자료: 동양증권 리서치센터

2015년 영업이익 증감요인 전망 (요금체제 개편 없을 때)



자료: 동양증권 리서치센터

한국전력 (015760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	434,557	494,215	528,387	583,188	603,683
매출원가	427,249	484,593	513,437	527,587	540,218
매출총이익	7,308	9,623	14,951	55,601	63,465
판매비	17,512	17,802	18,413	20,361	21,103
영업이익	-10,205	-8,179	-3,463	35,240	42,362
EBITDA	58,569	61,788	70,253	116,670	129,536
영업외손익	-14,527	-32,454	-18,356	-29,545	-32,699
외환관련손익	-1,754	8,324	-2,905	0	0
이자손익	-18,320	-21,402	-23,339	-29,545	-32,699
관계기업관련손익	1,231	1,769	714	0	0
기타	4,316	-21,145	7,174	0	0
법인세비용차감전순손익	-24,731	-40,633	-21,819	5,695	9,664
법인세비용	8,199	-9,854	-2,370	1,342	1,956
계속사업순손익	-32,930	-30,780	-19,449	4,352	7,707
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32,930	-30,780	-19,449	4,352	7,707
지배지분순이익	-33,705	-31,666	-19,285	4,935	8,385
포괄순이익	-35,552	-33,997	-16,462	4,352	7,707
지배지분포괄이익	-36,277	-34,479	-12,125	0	0

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	137,676	139,335	157,819	167,746	172,781
현금및현금성자산	13,879	19,549	23,202	23,202	23,202
매출채권 및 기타채권	72,649	71,805	67,037	72,730	75,617
재고자산	38,518	34,403	47,150	51,384	53,532
비유동자산	1,227,003	1,322,193	1,464,661	1,550,574	1,591,820
유형자산	1,123,849	1,223,761	1,350,794	1,436,706	1,477,952
관계기업등 지분관련자산	44,854	48,909	51,197	51,197	51,197
기타투자자산	21,990	18,737	21,899	21,899	21,899
자산총계	1,364,679	1,461,528	1,622,480	1,718,319	1,764,601
유동부채	177,412	188,171	241,493	252,589	253,891
매입채무 및 기타채무	66,860	65,514	67,810	66,206	65,766
단기차입금	11,736	6,893	47,092	58,623	64,099
유동성장기부채	59,595	71,272	70,216	71,385	67,651
비유동부채	649,227	762,715	886,761	967,152	1,004,424
장기차입금	46,413	46,749	161,858	282,905	357,102
사채	345,572	408,498	417,351	376,694	339,770
부채총계	826,639	950,886	1,128,253	1,219,740	1,258,314
지배지분	532,703	498,888	482,121	486,758	494,860
자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
자본잉여금	14,828	15,492	15,382	15,382	15,382
이익잉여금	357,691	325,643	306,625	311,560	319,945
비지배지분	5,337	11,754	12,106	11,821	11,426
자본총계	538,040	510,642	494,227	498,579	506,286
순차입금	453,769	521,373	677,167	770,257	809,272
총차입금	475,446	547,526	706,648	799,738	838,753

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	41,447	39,168	48,505	74,251	89,405
당기순이익	-32,930	-30,780	-19,449	4,352	7,707
감가상각비	67,827	69,034	73,275	81,430	87,173
외환손익	2,260	-7,669	1,989	0	0
총속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-9,845	-16,328	-2,315	-11,531	-5,476
기타현금흐름	14,135	24,911	-4,995	0	0
투자활동 현금흐름	-111,957	-117,192	-201,074	-167,342	-128,420
투자자산	-4,660	-3,826	-2,010	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-106,104	-114,468	-197,140	-167,342	-128,420
유형자산 감소	506	1,006	283	0	0
기타현금흐름	-1,699	97	-2,207	0	0
재무활동 현금흐름	63,414	83,755	156,257	93,091	39,015
단기차입금	1,140	-4,762	39,922	11,531	5,476
사채 및 장기차입금	62,198	83,067	115,973	81,560	33,539
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-447	-553	-418	0	0
기타현금흐름	523	6,002	780	0	0
연결범위변동 등 기타	74	-61	-37	0	0
현금의 증감	-7,021	5,670	3,652	0	0
기초 현금	20,901	13,879	19,549	23,202	23,202
기말 현금	13,879	19,549	23,202	23,202	23,202
NOPLAT	-13,587	-8,179	-3,463	35,240	42,362
FCF	-60,762	-67,025	-128,826	-70,509	-12,935

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

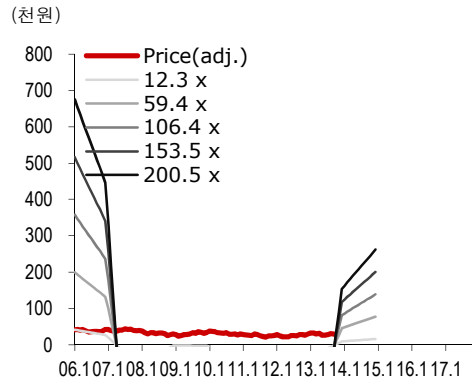
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

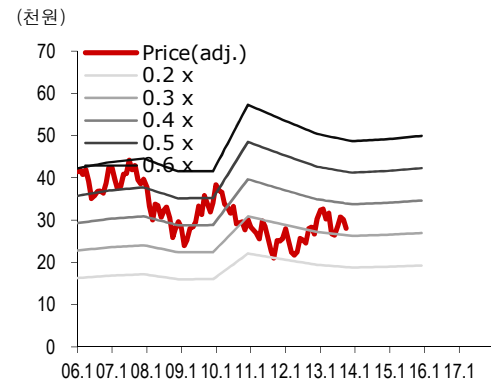
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	-5,251	-4,933	-3,004	769	1,306
BPS	84,135	78,868	76,256	76,978	78,240
EBITDAPS	9,126	9,625	10,943	18,174	20,178
SPS	67,707	76,985	82,308	90,844	94,037
DPS	0	0	0	0	0
PER	-4.9	-5.1	-9.3	36.5	21.5
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	11.3	12.4	8.2	7.7
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	10.0	13.7	6.9	10.4	3.5
영업이익 증가율 (%)	-160.9	-19.8	-57.7	-1,117.7	20.2
지배순이익 증가율 (%)	2,710.3	-6.0	-39.1	-125.6	69.9
매출총이익률 (%)	1.7	1.9	2.8	9.5	10.5
영업이익률 (%)	-2.3	-1.7	-0.7	6.0	7.0
지배순이익률 (%)	-7.8	-6.4	-3.6	0.8	1.4
EBITDA 마진 (%)	13.5	12.5	13.3	20.0	21.5
ROIC	-1.2	-0.5	-0.2	1.9	2.3
ROA	-2.5	-2.2	-1.3	0.3	0.5
ROE	-6.1	-6.1	-3.9	1.0	1.7
부채비율 (%)	153.6	186.2	228.3	244.6	248.5
순차입금/자기자본 (%)	85.2	104.5	140.5	158.2	163.5
영업이익/금융비용 (배)	-0.5	-0.3	-0.1	1.1	1.2

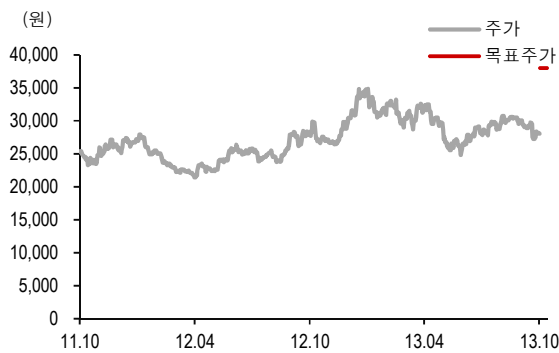
PER Band chart



PBR Band chart



한국전력 (015760) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-29	BUY	38,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 한국전력중목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



공부해서 남 주는 애널리스트 **강성진**입니다.

(02)3770-3592

seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

한국가스공사 (036460)

해외 광구에서 돈을 벌기 시작한다



Why This Report

말도 많고 탈도 많은 한국가스공사의 유상증자가 마무리되고 있습니다. 이제 한국가스공사는 뜻깊은 2014년을 맞이하고 있는 것으로 보이는데요, 그 동안 한국 가스공사의 주가를 억누르던 해외광구의 현금유출이 고비를 지날 것으로 예상되기 때문입니다. 지난해 모잠비크에서 대규모의 가스부존량을 발견하고서도, 이에 대한 자금 부담으로 또 고민하던 모습과는 다른 모습의 한국가스공사가 기대됩니다.

투자의견: **BUY (I)**

목표주가: **80,000원 (I)**

가스

주가	62,500원
자본금	4,616억원
시가총액	48,303억원
주당순자산	101,241원
부채비율	396.19%
총발행주식수	92,313,000주
60일 평균 거래대금	225억원
60일 평균 거래량	378,829주
52주 고	83,133원
52주 저	46,352원
외인지분율	8.80%
주요주주	대한민국정부(기획재정부) 외 1인 50.07%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	8.1	2.6	(19.5)
상대	6.2	(4.3)	(25.6)
절대(달러환산)	9.4	7.5	(16.7)



자료: Datastream

Investment Point

해외 자원개발 프로젝트의 현금흐름이 바뀐다

▶ 당사는 최근 수년간 과중한 해외자원개발 프로젝트로의 현금 유출로 차입금이 크게 증가해왔음 그러나 주요 광구들의 현금흐름이 플러스로 전환되기 시작하면서, 차입금을 줄여나갈 수 있게 됨. 또, 투자가 정점을 지나고 생산이 시작되는 프로젝트들의 현재가치도 점점 커지는 상황

국내 LNG 도매사업, 이제는 밀빠진 독이 아니다

▶ 지난해까지 증가했던 미수금은 올해 초를 정점으로 서서히 감소하고 있으며, 2014년에는 감소폭이 확대될 것으로 예상됨. 최근 원/달러 환율의 하락과 유가 하락으로 동사의 LNG 도입가격이 더 낮아질 것으로 예상되기 때문임. 이에 한국가스공사는 매년 3조원 가량의 현금을 영업에서 창출할 수 있을 것으로 보임

요금인상에 대한 기대감은 줄어다

▶ 미수금 회수 확대를 위한 요금 인상 가능성이 있지만, 최근 환율과 유가의 움직임으로 인해 미수금 회수속도가 빨라질 경우 요금 인상의 필요성은 줄어들 수 있음. 그러나, 이것이 악재는 아니라는 생각

투자의견 BUY, 목표주가 80,000원 제시

- SOTP 방식 적용 : 해외자원개발 가치 74,000원, 국내 LNG 도매사업가치 6,000원
- 해외광구와 국내 LNG 도매사업의 현금흐름이 동시에 개선되며 차입금 줄여나갈 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	284,298	350,313	389,173	381,788	386,385
매출액증가율	25.0	23.2	11.1	-1.9	1.2
영업이익	10,232	12,667	14,147	14,835	15,415
영업이익률	3.6	3.6	3.6	3.9	4.0
지배주주귀속 순이익	1,815	3,667	2,787	6,037	6,698
지배주주 귀속 EPS	2,348	4,744	3,157	6,540	7,256
증가율	-34.5	102.0	-33.5	107.2	10.9
PER	15.8	11.3	19.8	9.6	8.6
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	13.7	13.2	13.2	11.8	10.9
ROA	0.5	1.0	0.6	1.3	1.5
ROE	2.3	4.5	3.2	6.3	6.6

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

한국가스공사 (036460) - Contents

1. Summary	44
2. 투자의견 (BUY, 80,000원).....	45
3. 실적추정	48
4. 현금흐름 전망 : LNG 도매사업과 해외자원 개발에서 모두 현금흐름 개선	50
5. 요금 전망 : 전기요금보다는 덜 급한 상황.....	53
부록 : 한국가스공사 LNG 요금 정산 체계.....	55

1. Summary

우리는 한국가스공사에 대해 BUY 의견과 목표주가 80,000원을 제시한다. 한국가스공사의 투자포인트는 1) 해외 자원개발 프로젝트의 가치상승과 2) 현금흐름 개선에 따른 차입금 축소이다.

동사의 목표주가 80,000원은 Sum of Part 방식으로 계산되었으며, 자원개발 가치 74,000원과 LNG 도매사업가치 6,000원을 합산한 것이다. 동사의 자원개발 가치는 점차 증가해 2016년에는 88,000원에 이를 것으로 보인다. 한편 요금기저의 꾸준한 증가에 따라 LNG 도매사업가치도 지속 성장할 것으로 예상된다.

한국가스공사 해외 자원개발 프로젝트의 가치가 상승하는 것은, 일부 광구들의 생산개시가 2013~2015년에 집중되어있어 이들 광구로부터의 현금흐름이 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 한국가스공사의 투자활동현금유출규모는 2013년을 정점으로 점차 감소할 것으로 보인다.

한편, 현금흐름이 개선되면서 과도하게 늘었던 차입금도 감소하게 될 것으로 보인다. 해외자원 개발 프로젝트들에 대한 자금 투입이 점차 줄어들고 있는데다가, 요금기저의 증가로 LNG 도매사업에서의 현금창출도 지속 증가할 것으로 보이기 때문이다. 한편, 미수금은 매년 1조원~1.1조원 가량 회수될 것으로 예상된다.

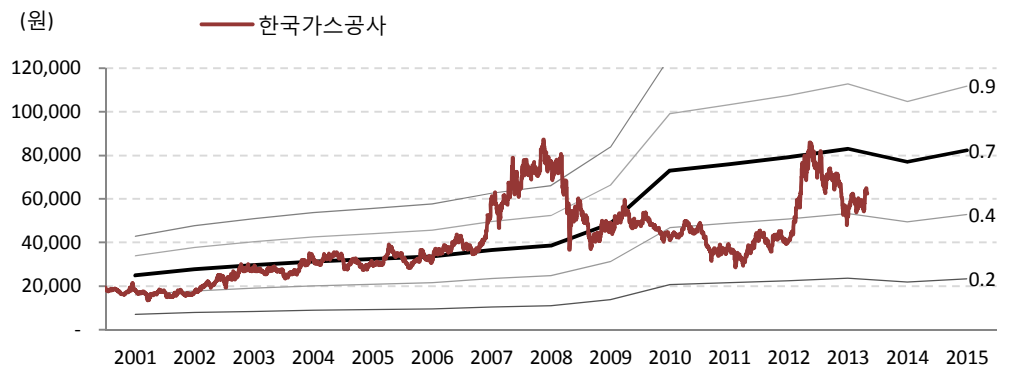
반면, 우리는 가스요금 인상에 대해서는 조심스러운 입장을 제시한다. 전기사용을 억제하고 LNG 등 타 에너지의 사용을 늘려야 하는 정부의 입장에서 가스요금 인상에 대한 부담을 느낄 것으로 보이기 때문이다. 최근 진행된 유가와 환율의 하락으로 한국가스공사가 재료비 인상 없이도 더 많은 미수금을 회수할 수 있게 되었기 때문에, 가스요금인상의 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 단, 막대한 규제광구 투자로 인해 요금기저가 늘어날 것으로 보이기 때문에 공급마진은 꾸준히 인상될 것으로 예상된다.

2. 투자의견 (BUY, 80,000원)

우리는 가스공사에 대해서도 BUY 의견을 제시한다. 한국가스공사의 투자포인트는 1) 해외자원개발 현금흐름 개선과 2) 이에 따른 순차입금 축소이다. 목표주가 80,000원은 Sum of Part 방식으로 산출되었으며 자원개발 가치 74,000원과 LNG 도매사업 가치 6,000원을 합산한 것이다.

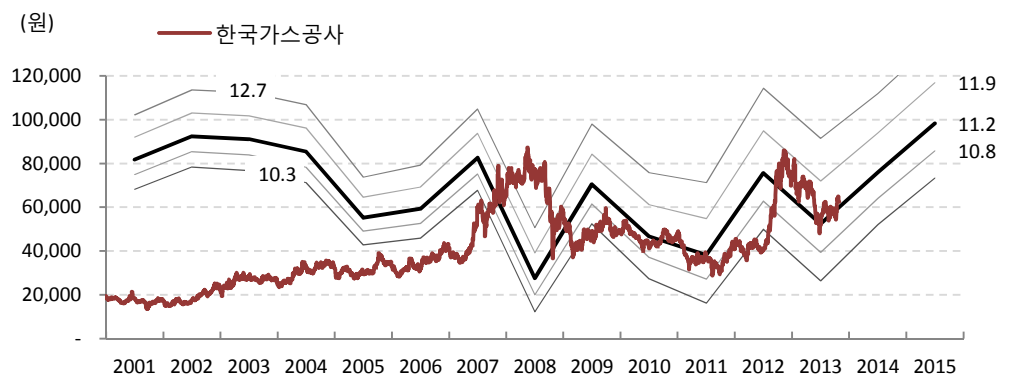
과거 동사의 주가는 PBR 0.7배에서 장기간 안정된 국면도 있었다. 그러나, 동사의 자원개발 가치에 대한 중요성이 커지고, 차입금 규모가 급증하면서 PBR 보다는 EV/EBITDA 방식으로 평가한 LNG 도매사업의 가치와 해외자원개발 가치를 합산하는 방식이 주가의 움직임을 더 잘 설명하고 있다.

한국가스공사 PBR 밴드 차트



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사의 해외자원개발 프로젝트 가치는 2014년 기준 주당 74,000원으로 판단되며 2016년에는 88,000원까지 증가할 것으로 보인다. 해외자원개발 프로젝트의 가치가 상승하는 것은 일부 광구로부터의 자금 회수가 시작되는 반면, 해외자원개발 투자금액은 2013년을 정점으로 점차 줄어들기 때문이다. 이라크 Zubair, 미얀마 A-1 광구 등이 이미 생산을 시작했고, 바드라, 아카스, 만수리아 등도 2014~2015년중 생산에 돌입할 예정이다.

해외자원개발 프로젝트에서의 현금흐름이 개선됨에 따라 차입금도 지속 감소하게 될 것으로 보인다. 현재 27조원인 한국가스공사의 순차입금은 매년 1~1.5조원 가량 감소할 것으로 예상된다.

한편 모잠비크 A-4 광구는 아직 최종 투자결정(FID)이 내려지기 전의 상황이며, 부존매장량을 기준으로 매각시의 가치를 평가한 것이다. 최종투자결정 이후에는 모잠비크 프로젝트의 가치평가가 다시 이루어져야 할 것이며, 현금흐름도 개발자금 투자를 고려해 다시 추정해야 할 것이다.

한국가스공사 적정주가 산출				(단위: 십억 원)
항목	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q 비교
자원개발 가치 (A)	6,489.6	6,489.6	6,489.6	7,230.6
환율 (원/달러)	1,070	1,070	1,070	1,070
가스공사 E&P 가치	6,065	6,065	6,065	6,758 USD Mn.
Iraq Zubair (Oil)	846	846	846	852 USD Mn.
Iraq Badra (Oil)	1,201	1,201	1,201	1,307 USD Mn.
Iraq Akkas (LNG)	1,576	1,576	1,576	2,096 USD Mn.
Iraq Mansuriyah (LNG)	121	121	121	180 USD Mn.
Myanmar A-1, A-3 (LNG)	38	38	38	38 USD Mn.
Mozambique A-4 (LNG)	2,284	2,284	2,284	2,284 USD Mn.
LNG 도매사업 EV (B)	24,752.6	25,243.0	24,952.7	25,384.3
EV/EBITDA	11.2	11.2	11.2	11.2 2008년 이후 평균치
EBITDA	2,202.5	2,246.1	2,220.3	2,258.7
EBIT	1,350.3	1,383.1	1,348.2	1,379.2
감가상각비	852.2	863.0	872.1	879.5
조정 순차입금 (C)	24,225.3	24,120.1	24,218.5	24,317.1 전후 12개월 평균
주주가치 (A) + (B) - (C)	7,016.8	7,612.5	7,223.7	8,297.8
조정주식수	87,637	87,637	87,637	87,637 천 주
발행주식수	92,313	92,313	92,313	92,313 천 주
자사주	4,676	4,676	4,676	4,676 천 주
적정주가	80,067	86,864	82,427	94,684 원
주당 자원개발 가치	74,051	74,051	74,051	82,506 원
주당 LNG 도매사업 가치	282,443	288,040	284,727	289,652 원
주당 순차입금	-276,427	-275,226	-276,350	-277,475 원
현재주가	62,500	62,500	62,500	62,500 원
상승여력	28.1%	39.0%	31.9%	51.5%

자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 해외자원개발 가치 추정

항목	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
주당 E&P 가치 (원)	16,569	30,007	57,135	72,721	74,051	82,506	87,919	86,612	83,090	77,130	71,771
가스공사 E&P 가치 (십억 원)	1,203.1	2,178.8	4,148.5	5,553.4	6,489.6	7,230.6	7,705.0	7,590.5	7,281.8	6,759.4	6,289.8
환율 (원/달러)	1,156	1,108	1,127	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
가스공사 E&P 가치 (\$M)	1,040	1,967	3,682	5,190	6,065	6,758	7,201	7,094	6,805	6,317	5,878
Iraq Zubair (Oil, \$M)	928	1,259	1,094	966	846	852	846	825	802	777	749
Iraq Badra (Oil, \$M)	224	467	653	961	1,201	1,307	1,216	1,052	809	478	318
Iraq Akkas (LNG, \$M)	-123	255	569	1,102	1,576	2,096	2,590	2,677	2,680	2,591	2,400
Iraq Mansuriyah (LNG, \$M)	-	-33	11	67	121	180	231	224	201	161	104
Myanmar A-1, A-3 (LNG, \$M)	11	18	23	32	38	38	35	33	30	27	23
Mozambique A-4 (LNG, \$M)	-	-	1,333	2,062	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284	2,284

자료: 동양증권 리서치센터

3. 실적추정

한국가스공사 영업이익 추이 및 전망

항목	단위	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억 원	28,493.7	35,031.3	38,917.3	38,178.8	38,638.5	36,655.9	36,592.0	37,753.3	38,788.1	39,704.9
YoY	%	24.9%	22.9%	11.1%	-1.9%	1.2%	-5.1%	-0.2%	3.2%	2.7%	2.4%
LNG 판매 매출	십억 원	28,149.3	34,484.6	37,984.8	36,792.6	37,236.3	35,277.7	35,225.1	36,369.6	37,389.5	38,294.2
기타매출	십억 원	344.4	546.7	932.5	1,386.2	1,402.2	1,378.3	1,366.9	1,383.7	1,398.6	1,410.7
영업비용	십억 원	27,470.5	33,764.7	37,502.6	36,695.3	37,097.0	35,087.7	35,023.4	36,157.8	37,163.4	38,054.5
YoY	%	27.5%	22.9%	11.1%	-2.2%	1.1%	-5.4%	-0.2%	3.2%	2.8%	2.4%
재료비	십억 원	25,698.7	31,881.7	35,259.6	34,334.7	34,696.4	32,713.6	32,639.5	33,719.8	34,673.8	35,518.7
기타비용	십억 원	1,771.8	1,883.0	2,243.0	2,360.5	2,400.6	2,374.1	2,383.9	2,438.0	2,489.6	2,535.8
영업이익	십억 원	1,023.2	1,266.7	1,414.7	1,483.5	1,541.5	1,568.2	1,568.5	1,595.5	1,624.7	1,650.4
YoY	%	1.5%	23.8%	11.7%	4.9%	3.9%	1.7%	0.0%	1.7%	1.8%	1.6%
당기순이익	십억 원	181.5	366.7	278.7	603.7	669.8	729.9	772.1	821.9	875.2	927.8
OPM	%	3.6%	3.6%	3.6%	3.9%	4.0%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
재료비 / 매출액	%	90.2%	91.0%	90.6%	89.9%	89.8%	89.2%	89.2%	89.3%	89.4%	89.5%
기타비용 / 매출액	%	6.2%	5.4%	5.8%	6.2%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%
NIM	%	0.6%	18.2%	13.8%	30.0%	33.2%	36.2%	38.3%	40.7%	43.3%	45.9%
EPS	원	2,406	4,986	3,596	6,844	7,598	8,284	8,765	9,334	9,941	10,542
YoY	%	-36.5%	107.2%	-27.9%	90.3%	11.0%	9.0%	5.8%	6.5%	6.5%	6.0%
BPS	원	110,860	115,390	121,042	112,363	120,006	128,335	137,145	146,524	156,510	167,097

자료: 동양증권 리서치센터

한국가스공사 LNG 도매사업 추이 및 전망

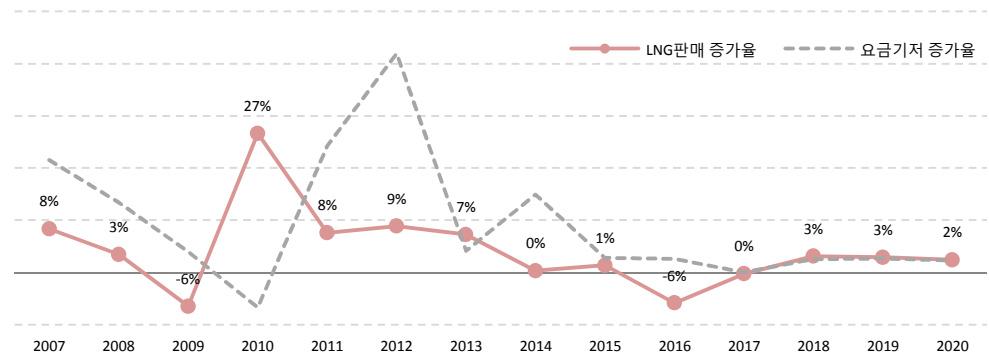
항목	단위	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
LNG 판매 매출	십억 원	28,149.3	34,484.6	37,984.8	36,792.6	37,236.3	35,277.7	35,225.1	36,369.6	37,389.5	38,294.2
YoY	%	24.7%	22.5%	10.1%	-3.1%	1.2%	-5.3%	-0.1%	3.2%	2.8%	2.4%
도시가스용 LNG 판매 매출	십억 원	15,553.2	18,379.2	20,222.2	20,179.8	20,715.0	21,311.9	21,912.2	22,534.6	23,119.0	23,740.5
도시가스용 LNG 판매 단가	원/m³	702.6	767.6	825.0	783.0	780.4	781.8	782.6	783.7	782.9	782.8
(A) 도시가스용 LNG 청구재료단가	원/m³	617.5	725.7	717.9	682.7	679.7	679.7	679.7	679.7	679.7	679.7
(B) 도시가스용 LNG 정산재료단가	원/m³	615.1	687.4	737.9	721.0	721.0	721.0	721.0	721.0	721.0	721.0
미수금 회수 마진 (A) - (B)	원/m³	-2.5	-38.3	20.0	38.3	41.3	41.3	41.3	41.3	41.3	41.3
미수금	십억 원	4,490.8	5,794.4	5,315.4	4,230.8	3,087.7	1,979.1	863.4	-346.3	-1,561.8	-2,810.1
미수금의 증감	십억 원	320.1	1,303.6	-479.0	-1,084.6	-1,143.1	-1,108.6	-1,115.7	-1,209.7	-1,215.5	-1,248.3
도시가스용 LNG 판매량	백만 m³	22,137	23,945	24,512	25,772	26,545	27,261	27,998	28,753	29,530	30,327
발전용 LNG 판매 매출	십억 원	12,596.1	16,105.4	17,762.6	16,612.8	16,521.3	13,965.7	13,312.9	13,835.0	14,270.5	14,553.7
발전용 LNG 판매 단가	원/m³	677.6	801.6	794.7	750.3	765.3	726.0	724.3	725.3	724.6	724.4
발전용 LNG 판매량	백만 m³	18,590	20,090	22,352	22,141	21,587	19,236	18,380	19,075	19,694	20,092
요금기저	십억 원	13,152.9	18,665.6	19,445.2	22,345.8	22,973.7	23,572.5	23,580.2	24,182.1	24,832.2	25,405.6
적정투자보수율	%	5.3%	4.7%	4.1%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
자원개발 프로젝트 현금흐름	십억 원	-396.3	-36.1	-320.1	-275.3	65.1	642.0	806.8	971.8	875.3	847.0

자료: 동양증권 리서치센터

동사의 영업이익은 2013년 1.4조원에서 매년 완만하게 증가할 것으로 보인다. 동사의 LNG 도매 사업 영업이익은 요금기저와 적정투자보수율에 의해 결정되는데, 요금기저와 적정투자보수율은 모두 증가할 것으로 보인다.

우선, 요금기저는 국내 LNG 판매를 위한 설비 투자 및 규제 광구지분 투자에 따라 증가할 것으로 예상된다. 최근 동사의 해외자원개발 투자의 상당부분이 규제광구에 집중되고 있어, 요금 기저는 빠르게 증가 할 것으로 보인다. 한편 국내에서 LNG 배관투자가 진행되고 있는 것도 요금 기저의 원인이 된다. 단 2016년을 전후로 발전용 LNG 판매가 감소할 것으로 예상되고, 진행중인 국내 배관 투자가 마무리됨에 따라, 요금기저의 증가속도는 다소 둔화될 것으로 보인다.

LNG 판매 증가율과 요금기저 증가 추이



자료: 동양증권 리서치센터

한편, 미수금이 회수되고 타인자본의존도가 낮아짐에 따라 적정투자보수율은 상승할 것으로 예상된다. 동사의 자기자본에 대한 기대수익률 산정시 사용되는 리스크 프리미엄은 6%로 고정되어있기 때문에, 타인자본의존도가 낮아져도 자기자본에 대한 기대수익률은 낮아지지 않는다.

4. 현금흐름 전망 : LNG 도매사업과 해외자원 개발에서 모두 현금흐름 개선

동사는 LNG 도매사업에서의 현금흐름과 해외자원개발에서의 현금흐름을 동시에 개선시킴으로써, 2014년부터 차입금을 축소해나갈 수 있을 것으로 기대된다.

LNG 도매사업에서의 현금흐름 개선

동사 LNG 도매사업에서의 현금흐름은 계속 개선될 것으로 보인다. 이는 최근 원/달러 환율의 하락과 두바이유 가격의 하락으로 인해 LNG 도입가격이 낮아질 것으로 보이기 때문이다. 이로 인해 미수금 회수를 위한 마진은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

우리는 동사가 회수되는 미수금에 힘입어 2014년 이후 영업활동에서 3조원 이상의 현금이 창출되는 기업으로 변모할 것이라는 판단이다. 우리는 2014년 이후 매년 1조원 전후의 미수금이 회수될 것으로 기대하고 있다.

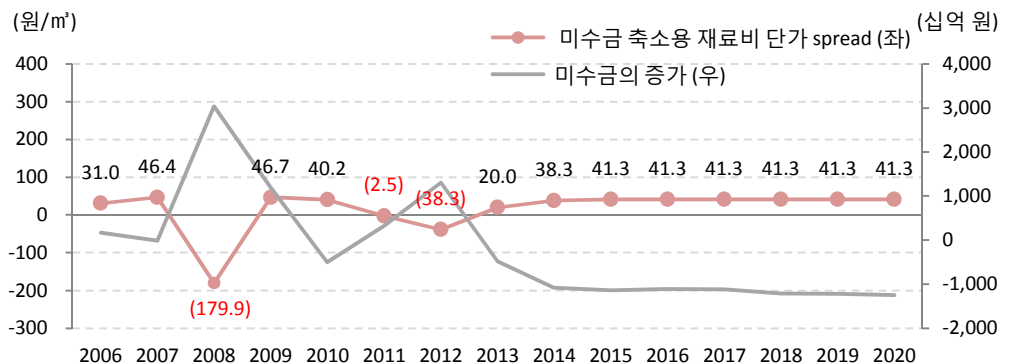
한국가스공사 영업활동 현금흐름 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

항목	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	-469.9	403.4	1,257.2	3,545.0	3,272.3	3,083.5	2,869.6	3,032.2	3,102.0	3,210.3
당기순이익	358.7	380.2	270.0	600.0	666.1	725.8	767.5	816.8	869.6	921.8
감가상각비	845.5	1,056.4	1,254.5	1,398.7	1,404.9	1,397.3	1,382.5	1,393.5	1,405.7	1,415.3
지분법순손실	-	-	-76.5	-168.0	-166.5	-166.3	-166.2	-166.2	-166.2	-166.2
미수금의 감소	-689.1	-1,296.2	479.0	1,084.6	1,143.1	1,108.6	1,115.7	1,209.7	1,215.5	1,248.3
운전자본 감소	-	125.3	-874.7	629.7	224.7	18.0	-229.8	-221.6	-222.6	-208.9
기타	929.8	137.6	204.8	-	-	-	-	-	-	-

자료: 동양증권 리서치센터

미수금 축소용 재료비 단가가 확대되면서 미수금은 지속 감소할 것으로 예상됨



자료: 동양증권 리서치센터

미수금이 축소될 것으로 보는 이유는 LNG도입가격의 하락이다. 동사의 LNG도입가격은 두바이유에 연동되어있는데, 2014년 100\$/bbl의 두바이유가격과 환율 1,070원을 가정하면 두바이유가격은 원화기준 배럴당 10.7만원까지 하락한다. 이는 2011년 이후 가장 낮은 수준이며, 한국가스공사의 미수금회수에 사용되는 재료비 Spread는 m³당 41원수준으로 확대될 것으로 추정된다. (2013년은 20원 수준으로 추정됨) 매년 260억m³의 도시가스용 LNG가 판매된다고 볼 때 매년 회수되는 미수금의 규모는 1~1.1조원으로 보인다.

해외자원개발 관련 현금흐름의 개선

한국가스공사의 자원개발 관련 현금흐름은 점차 개선될 것으로 예상된다. 이는 동사 주요 해외 자원개발 프로젝트들의 생산개시 시점이 2013년~2015년에 집중되어 있기 때문이다.

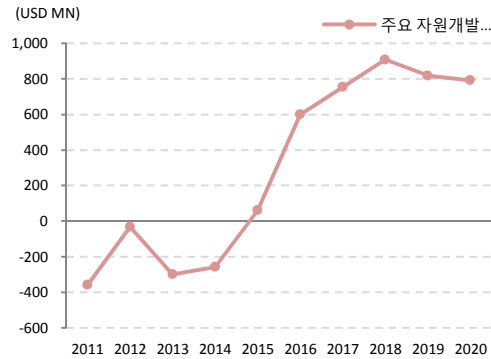
2013년 현재 한국가스공사의 투자활동은 정점을 지나고 있다. 2008년부터 2012년까지 한국가스공사의 유무형자산취득, 관계기업투자 등은 총 12조원에 달했다. 특히 2011년과 2012년에는 각각 3.4조원과 4.3조원의 현금이 위의 항목들로 유출되었다. 이는 한국가스공사의 해외자원개발에 사용된 자금이다. 우리는 이러한 현금 유출이 2013년 5조원으로 피크를 기록한 다음 2014년과 2015년 각각 2조원 수준으로 감소할 것으로 보고 있다.

한국가스공사 해외 자원개발 요약 (비규제)

항목	Iraq Zubair (Oil)	Iraq Badra (Oil)	Iraq Akkas (LNG)	Iraq Mansuriyah	Myanmar A-1.
Contract	TSA	TSA	TSA	TSA	PS
Net Worth (USD Mn)	9,499	3,161	266	1,308	288
KOGAS Share (%)	23.8%	22.5%	75.0%	15.0%	8.5%
KOGAS Value (USD Mn)	2,256	711	200	196	25
Production Start Year	2011	2014	2015	2015	2013
Cost Oil Ceiling	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	50.0%
Discount Rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Contractor Share	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	34.0%
Total Reserve (mBBL or TCF)	6,500	800	3.3	2.7	4.5
Tax Rate	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	30.0%
Total Capex (USD Mn)	19,400	5,820	4,400	2,870	3,529
KOGAS Capex (USD Mn)	4,900	1,740	2,200	570	300

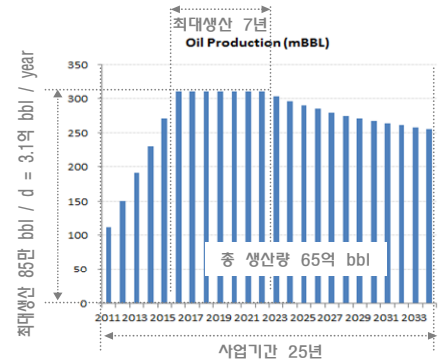
자료: 동양증권 리서치센터

주요 자원개발 현금흐름 추정치



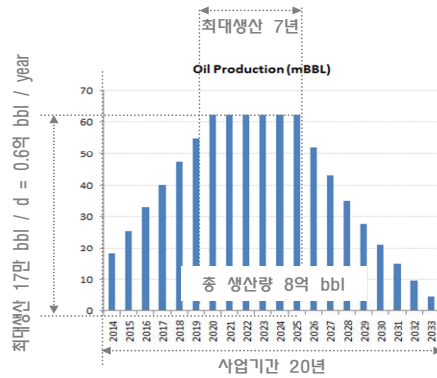
자료: 동양증권 리서치센터

Iraq Zubair 원유 생산 가정치



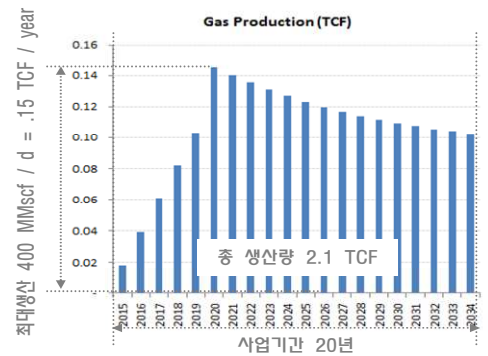
자료: 동양증권 리서치센터

Iraq Badra 원유 생산 가정치



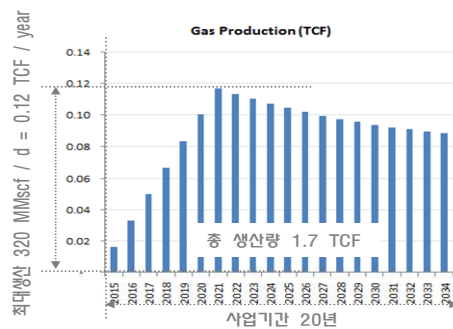
자료: 동양증권 리서치센터

Iraq Akkas 천연가스 생산 가정치



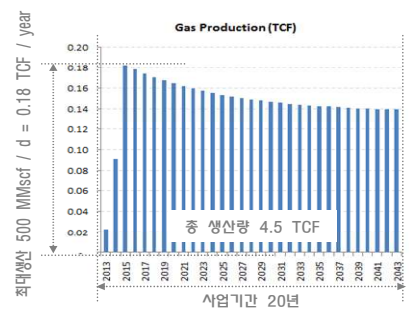
자료: 동양증권 리서치센터

Iraq Mansuriyah 천연가스 생산 가정치



자료: 동양증권 리서치센터

Myanmar A-1, A-3 천연가스 생산 가정치



자료: 동양증권 리서치센터

한편, 모잠비크 가스전이 본격 개발되면, 해외자원개발로부터의 현금흐름은 다시 악화될 가능성이 있다. 모잠비크 A-4는 2014년 투자판단을 앞두고 있는데, 아직 우리는 모잠비크 가스전을 M&A 가치인 2조원으로 평가하고 있다. 이는 2014년 투자판단을 앞두고 있는 한국가스공사가 투자에 소요되는 자금을 조달 할 수 있을 것인가에 대해 의구심이 있기 때문이다. 모잠비크 가스전에 자금이 투입되면 가스전의 가치는 더 높게 평가할 수 있겠으나, 한국가스공사의 현금흐름이 악화되는 것은 단기적으로 부정적이다.

5. 요금 전망 : 전기요금보다는 덜 급한 상황

전기요금에 비하면 가스요금의 인상 필요성은 다소 여유가 있어 보인다. 최근 원/달러환율의 하락과 두바이유 가격의 하락으로 인해 가스요금 인상의 필요성은 다소 누그러졌다는 판단이다. 여기에 전기소비를 가스소비로 대체하고자 한다면, 가스 요금인상은 제한적일 것이라는 생각이다. 지금의 환율과 유가 상황에서는 반드시 요금인상이 있지 않더라도, 규제상 부채비율을 맞추는 것이 가능할 것이라고 생각된다.

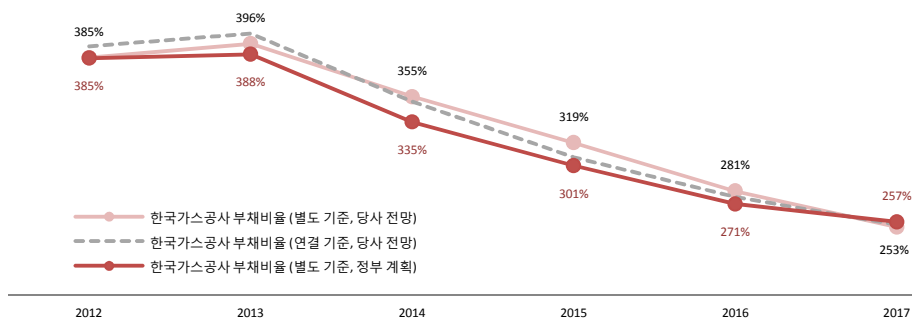
LNG 요금인상은 절박하지 않아

최근 환율과 유가 하락은 한국가스공사의 요금인상 가능성을 낮출 것으로 보인다. 한국가스공사는 규제에 따른 부채비율의 관리, 자원개발 투자에 필요한 현금 확보 수요로 요금인상이 필요한 상황이다. 그러나 최근 환율과 유가가 하락하면서 미수금 회수 속도가 가속화될 것으로 보여 요금 인상의 필요성은 다소 완화된 것으로 보인다. 특히 ‘전력 부족 해소’를 위해 전기소비 대신 가스소비를 장려해야할 수도 있다는 점은 가스요금 인상에 대한 기대감을 좀더 낮추는 이유가 된다.

도시가스사업자법에 따르면 한국가스공사는 매년 부채비율을 400% 이하가 되도록 사업계획을 잡아야한다. 동사의 연결기준 부채비율은 2012년말 385.4%를 기록했으며, 최근까지도 400%에 육박하는 수준으로 보인다. 그러나, 한국가스공사는 최근 7,101억원 규모의 유상증자의 마무리단계에 있으며, GLNG 등 광구 지분 매각을 통해 부채비율을 낮추려는 노력을 하고 있어, 2014년 이후 부채비율을 400% 이하로 유지하는 것은 큰 어려움이 없을 것으로 보인다.

한편, 공공기관 재무관리 계획에 따르면, 한국가스공사는 2017년까지 257%의 부채비율을 맞추야 하는데, 당사 전망으로는 2017년말 부채비율은 253%를 기록할 것으로 보여, 일단은 요금 인상이 없어도 부채비율 달성은 가능할 것으로 보인다. 물론, 적정투보율 유지를 위한 공급마진 조정은 계속될 것이다.

한국가스공사 부채비율 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

부록 : 한국가스공사 LNG 요금 정산 체계

동사의 LNG 판매요금은 원재료를 도입하는데 소요되는 비용을 커버해주는 재료비단가와, 공급시설을 유지하고 각종 부수비용 및 적정이윤(투자보수)을 보장하기 위한 공급마진으로 구성되어있다.

재료비단가는 LNG 도입비용의 변동에 맞춰 조정되는데, 이를 연료비 연동제라고 한다. 발전용 LNG 재료비는 매월 LNG 도입가격의 변동요인을 예상해 부가된다. 도시가스용 LNG의 재료비단가는 2개월에 한 번씩 3% 이상의 조정 요인이 있을 때만 변경해준다. 따라서 도시가스용 LNG는 재료비의 과다 징수, 또는 과소 징수가 빈번하게 일어나게 된다.

LNG 도입비용과 판매가격의 차이가 벌어짐으로 인해 재료비의 과다 또는 과소징수가 이뤄지면, 이를 정산 계정(기타자산 또는 기타부채, 이른바 미수금 또는 미지급금)로 잡아두었다가, 향후 재료비 조정시 반영하여 정산되도록 한다. 2008년 이후 연료비연동제가 두 차례 정지되면서 재료비의 과소징수가 발생해 막대한 미수금이 축적되었다. 당시 누적된 미수금은 한번의 재료비 조정으로 해소되기 어려울 만큼 컸기 때문에, 한국가스공사의 미수금은 현재까지도 막대한 규모로 남아있다.

공급마진은 한국가스공사가 LNG 도입과 판매에 소요되는 각종 비재료비와 적정이윤(적정투자보수)을 확보하기 위해서 부과된다. 비재료비는 감가상각비와 같은 원가를 포함한다. 한편, 적정투자보수의 일부는 한국가스공사는 적정투자보수중 일부는 국내 LNG 도매사업을 지원할 목적으로 보유하고 있는 해외 자원광구(규제광구)에서 발생하는 이익으로 충당한다. 적정투자보수는 동사가 국내에 LNG를 공급하기 위해 보유하고 있는 자산들(규제광구 포함)을 의미하는 요금기저에, 요금기저를 구성하는데 들어간 자본의 가중평균자본비용(WACC)를 곱하여 결정된다. 이때 가중평균자본비용을 적정투자보수율이라고 한다. 적절한 공급마진을 결정해 적정투자보수를 확보함으로써, 한국가스공사는 LNG 도매사업에 자본을 제공하는 투자자들(채권자와 주주들)에게 적절한 기대수익률을 보장하게 되고, 자본시장에서 자금을 조달할 수 있는 여건을 유지하게된다. 따라서 요금기저나 WACC의 변화는 공급마진에 영향을 주게 된다. 판매량에 따라 LNG에 부과할 적정 공급마진은 달라지게 되므로, 예상 LNG 판매량(목표판매량)은 (공급마진)의 변동요인이 된다. 한편, LNG 판매량이 예상을 초과하거나 예상에 못 미칠 경우에는 과다 또는 과소 유입된 현금을 정산계정으로 표시했다가 매년 4분기에 이전 4개 분기의 판매과부족분에 대한 정산을 실시한다.

미수금이나 미지급금의 정산은 매출원가의 조정으로 이뤄진다. LNG 판매사업에서 과도한 현금이 유입되었을 때는 실제 매출원가보다 더 많은 비용을 매출원가로 계상한다. 추가로 계상된 매출원가는 현금이 아니라, 미수금으로 지불된 것으로 처리함으로써, 과다 유입된 현금을 미수금과 대체하게 되는 것이다. 이를 미수금의 회수라고 하며, 만약 미수금이 없을 경우에는 미지급금의 증가가 일어나게 된다. 반대로 과소한 현금이 유입되었을 때는 실제 매출원가보다 적은 비용을 매출원가로 계상한다. 유출되었지만 비용으로는 처리되지 않은 현금 미수금이라는 자산계정으로 대체된 것으로 간주한다. 이는 미수금의 누적이라고 하며, 미지급금이 있을 경우에는 미지급금의 축소가 일어나게 된다.

한국가스공사 (036460) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	284,298	350,313	389,173	381,788	386,385
매출원가	271,092	334,219	371,108	363,171	367,150
매출총이익	13,206	16,094	18,064	18,617	19,235
판매비	2,974	3,428	3,918	3,782	3,820
영업이익	10,232	12,667	14,147	14,835	15,415
EBITDA	18,687	23,231	26,692	28,681	29,632
영업외손익	-6,338	-7,481	-9,514	-6,922	-6,631
외환관련손익	-66	1,125	-19	0	0
이자손익	-7,011	-8,411	-8,182	-8,602	-8,296
관계기업관련손익	1,420	1,149	1,722	1,680	1,665
기타	-681	-1,344	-3,036	0	0
법인세비용차감전순이익	3,894	5,185	4,632	7,913	8,784
법인세비용	2,147	1,565	1,886	1,915	2,126
계속사업순이익	1,747	3,620	2,746	5,998	6,659
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,747	3,620	2,746	5,998	6,659
지배지분순이익	1,815	3,667	2,787	6,037	6,698
포괄순이익	3,587	3,802	2,700	5,998	6,659
지배지분포괄이익	3,657	3,841	2,486	0	0

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	119,873	117,857	133,807	125,678	122,951
현금및현금성자산	1,546	2,455	4,681	4,681	4,681
매출채권 및 기타채권	64,550	80,670	89,320	82,775	80,440
재고자산	33,603	18,940	21,141	19,556	18,991
비유동자산	240,280	288,361	324,180	321,561	316,570
유형자산	174,930	195,830	216,801	223,348	228,122
관계기업등 지분관련자산	13,169	15,795	18,271	18,271	18,271
기타투자자산	3,679	4,150	4,019	4,019	4,019
자산총계	360,153	406,217	457,987	447,239	439,521
유동부채	81,372	101,831	117,698	107,400	104,500
매입채무 및 기타채무	28,047	29,484	30,091	28,260	27,606
단기차입금	33,603	46,265	60,209	53,911	51,664
유동성장기부채	14,775	22,794	23,708	21,538	21,538
비유동부채	198,343	220,696	247,989	241,541	230,065
장기차입금	5,092	4,093	34,420	59,932	80,416
사채	147,108	170,099	166,338	137,589	108,841
부채총계	279,714	322,528	365,687	348,941	334,564
지배지분	80,439	83,783	92,434	98,471	105,170
자본금	3,864	3,864	4,616	4,616	4,616
자본잉여금	13,849	13,849	13,259	13,259	13,259
이익잉여금	56,902	59,959	61,567	67,605	74,303
비지배지분	-55	-94	-135	-174	-213
자본총계	80,439	83,690	92,300	98,298	104,956
순차입금	227,485	265,720	303,813	288,898	275,174
총차입금	229,183	268,949	309,729	294,813	281,090

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-4,714	4,034	12,604	35,308	32,889
당기순이익	1,747	3,620	2,746	5,998	6,659
감가상각비	8,455	10,564	12,545	13,846	14,217
외환손익	86	-216	-895	0	0
총속,관계기업관련손익	0	0	-765	-1,680	-1,665
자산부채의 증감	-16,868	-11,788	-5,927	17,144	13,678
기타현금흐름	1,866	1,853	4,899	0	0
투자활동 현금흐름	-36,634	-47,149	-51,569	-20,393	-19,165
투자자산	-3,158	-4,086	-1,072	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-20,969	-32,106	-32,031	-20,393	-18,992
유형자산 감소	26	233	9	0	0
기타현금흐름	-12,534	-11,190	-18,476	0	-174
재무활동 현금흐름	41,166	44,768	41,033	-14,915	-13,723
단기차입금	0	0	23,225	-6,297	-2,247
사채 및 장기차입금	43,720	47,640	14,835	-5,406	-8,265
자본	0	0	7,101	0	0
현금배당	-453	-552	-1,191	0	0
기타현금흐름	-2,101	-2,319	-2,938	-3,212	-3,212
연결범위변동 등 기타	-380	-744	160	0	0
현금의 증감	-563	909	2,227	-1	0
기초 현금	2,109	1,546	2,455	4,681	4,681
기말 현금	1,546	2,455	4,681	4,681	4,681
NOPLAT	10,232	12,667	14,147	14,835	15,415
FCF	-24,791	-24,486	-17,026	21,842	20,588

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

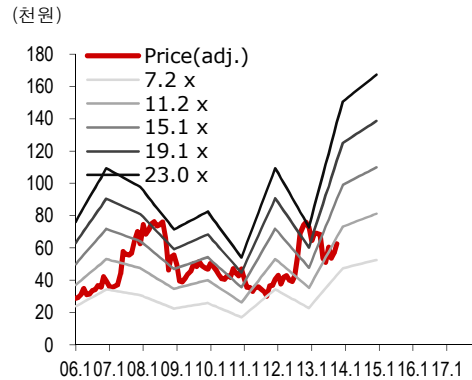
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

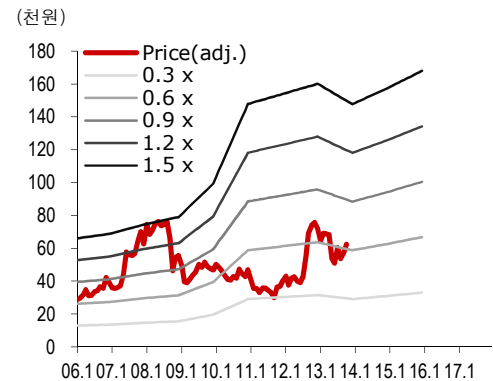
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,348	4,744	3,157	6,540	7,256
BPS	105,478	109,734	101,241	107,781	115,037
EBITDAPS	24,179	30,059	30,233	31,069	32,100
SPS	367,859	453,277	440,804	413,579	418,560
DPS	760	1,640	0	0	0
PER	15.8	11.3	19.8	9.6	8.6
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	13.7	13.2	13.2	11.8	10.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	25.0	23.2	11.1	-1.9	1.2
영업이익 증가율 (%)	-2.3	23.8	11.7	4.9	3.9
지배순이익 증가율 (%)	-34.4	102.0	-24.0	116.6	11.0
매출총이익률 (%)	4.6	4.6	4.6	4.9	5.0
영업이익률 (%)	3.6	3.6	3.6	3.9	4.0
지배순이익률 (%)	0.6	1.0	0.7	1.6	1.7
EBITDA 마진 (%)	6.6	6.6	6.9	7.5	7.7
ROIC	1.8	3.0	2.5	3.2	3.3
ROA	0.5	1.0	0.6	1.3	1.5
ROE	2.3	4.5	3.2	6.3	6.6
부채비율 (%)	347.7	385.4	396.2	355.0	318.8
순차입금/자기자본 (%)	282.6	317.2	328.7	293.4	261.6
영업이익/금융비용 (배)	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8

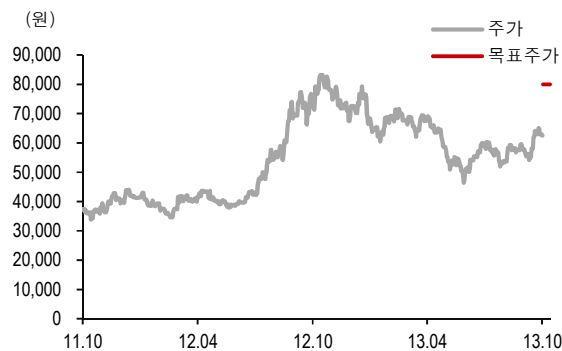
PER Band chart



PBR Band chart



한국가스공사 (036460) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-29	BUY	80,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 한국가스공사총무를 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보를 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.