

2014. 06. 03

Analyst

강성진 02) 3777-8483

seongjin.kang@kbsec.co.kr

# 유틸리티 (OVERWEIGHT)

## Initiation

### Recommendations

#### 한국전력공사 (015760)

투자 의견: BUY (Initiate)

목표주가: 48,000원 (Initiate)

#### 한국가스공사 (036460)

투자 의견: HOLD (Initiate)

목표주가: 62,000원 (Initiate)

## 거꾸로 보아야 풀리는 전기요금 인상 논쟁

점차 늘어나는 환경비용들이 전기요금에 전가될 수 있는가가 논쟁거리가 되고 있다. 사실 요금 논쟁은 유틸리티 섹터의 단골 이슈다. 하지만 요금을 결정하는 정부의 마음속을 들여다 볼 수 없기에 막연한 기대나 우려가 난무하는 것이 요금 논쟁의 특징이기도 하다. KB투자증권은 과거 정부들이 어떤 환경에서 어떤 요금정책을 펼쳤는지 분석하여, 향후 정부의 요금정책의 방향을 좀 더 정확하게 예측하고자 한다. KB투자증권은 환경비용 현실화에는 전기요금인상이 전제되어있다고 생각한다. 과거 정부들은 물가상승률이 낮을 때 전기요금을 적극적으로 올려왔다는 점도 기억해야 할 부분이다.

### 요금인상에 관한 논쟁, 첫 질문부터 바꿔서 보자

지금까지의 전기요금 인상 논쟁은 외부요인에 의해 전력 원가가 상승한 경우에 발생했다. 따라서 시장의 질문은 항상 ‘정부가 전기요금 인상을 용인할까?’였다. 하지만 지금의 전기요금 인상논쟁은 본질부터 과거 그것과 다르다. 원가 상승의 원인의 제공자와 요금의 인상권자가 정부라는 동일한 주체이기 때문이다. 정부가 환경비용 현실화 정책을 내놓을 때는 정부가 원하는 정책의 목표가 있었을 것이고, 이 목표에 부합하는 요금정책도 결정되어있을 것이다. 따라서 투자자가 지금 알아야 할 것은 정부의 의도이고, 던져야 할 질문은 ‘정부가 환경비용을 현실화하면서 전기요금은 어떻게 할 생각이었을까?’이다. 이번 요금인상 논쟁의 해법은 정부의 환경비용 현실화 정책의 목적을 읽는 것에 있다.

### 환경비용의 현실화, 왜 나온 정책들일까?

최근 수년 간 국내외에서 벌어진 원전 관련 사고들로 인해 이제는 우리나라도 원전을 마음껏 늘리기는 어려운 분위기가 조성되어 있다. 정부는 전력소비 억제에 중요하게 여길 수밖에 없는 상황이다. 그런데, 신규 석탄발전소들이 2016년부터 속속 가동되면, 향후 전력의 생산원가는 낮아지고, 전기요금의 인하 압력도 강해질 것이다. 전기소비를 억제하려는 정부는 납득할 만한 이유를 내세워 전기요금을 높일 필요가 있다. 발전용 유연탄 과세, 원전사후처리비용 인상 등 환경비용의 현실화는 원가가 낮아지는 상황에서 전기요금 인하를 막을 수 있는 정당한 이유가 될 수 있다. 정부는 그간 무시되었던 환경비용을 전기요금에 반영함으로써 전력소비를 억제하려고 할 것이다. 최근의 낮은 물가상승률은 전기요금 인상에 대한 정부의 부담을 줄여준 상황이다.

### 투자유망종목선정 기준: 정부 정책목표가 순풍이 되는 기업과 역풍이 되는 기업

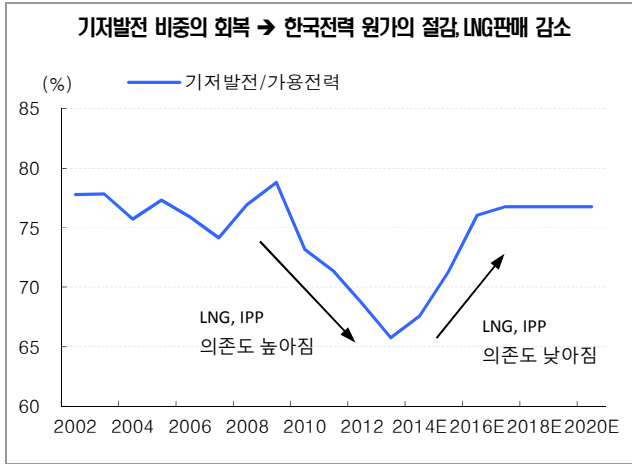
KB투자증권은 한국전력공사 (BUY, 목표주가 48,000원)를 유틸리티 업종 Top-Pick으로 선정한다. 그간 정부는 전력수급 안정화를 위해 기저발전을 확충해왔고, 그에 따른 원가 하락의 수혜는 한국전력에 돌아가고 있다. 앞으로 정부는 전기소비 억제를 위해 전기요금 인상을 적극적으로 고려할 것이다. 과거 정부들의 정책을 돌아보면, 전기요금 인상은 물가상승률이 낮을 때 집중적으로 일어났다는 것도 기억할 만하다. 한국가스공사 (HOLD, 목표주가 62,000원)는 정부가 소비를 늘려야 하는 LNG를 판매하는 기업이다. 소비증진을 위해 LNG의 소비자요금을 낮추기 위한 정책들은 이미 시행된 바 있다. 여기에 정부의 공공기관 정상화 방침에 따른 재무구조 개선 요구는 한국가스공사에게 또 다른 부담이 되고 있다.



# Contents

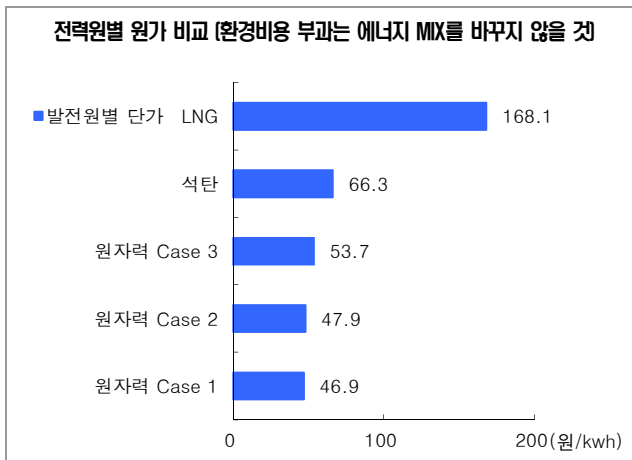
|                             |    |
|-----------------------------|----|
| I. Focus Charts.....        | 4  |
| II. Executive Summary.....  | 5  |
| III. Investment Points..... | 6  |
| IV. 최근 주가 추이.....           | 16 |
| V. Company Analysis.....    | 18 |
| 한국전력공사 (015760) .....       | 19 |
| 한국가스공사 (036460) .....       | 35 |
| 부록 : 과거 정부의 전기요금 정책.....    | 49 |

## I. Focus Charts



자료: 한국전력, KB투자증권

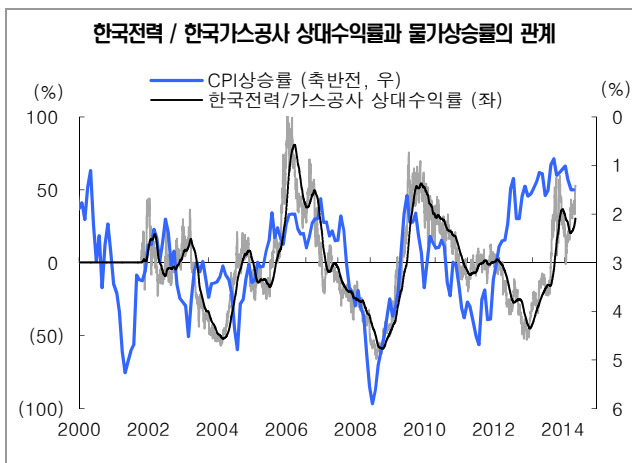
- 2010년 이후 ~2013년 : 기저발전 설비의 부족과 전력소비의 빠른 증가로 → 기저발전의 부족 현상 발생 → 한국전력의 LNG 발전 전력 및 IPP의 전력판매 증가 → 한국전력 비용 증가 + 한국가스공사 발전용 LNG 판매 호조
- 2014년 이후 원전이용률 회복 + 신규 석탄 발전소 순차적으로 가동 → 고원가의 LNG 발전 전력 대체 → 2020년까지 원가하락으로 한국전력의 연간 연료비 9조원 절감 효과
- 기저발전 비중이 정상화되면서 발전용 LNG 수요는 감소세 전환 (정부예상) + 전력 소비 억제를 위해 전력의 대체재인 도시가스용 LNG 소비 늘릴 필요 → LNG 과세 축소, 요금기저 축소 등 LNG 소비자 가격 인하 유도



자료: 산업통상부 '제2차 에너지기본계획 (2014)', KB투자증권

주: Case 1은 제 6차 전력수급계획 수립 시 가정, Case 2는 인상된 사후처리비용 반영 시, Case 3은 사후처리비용과 사고위험 대응비용, 정책 비용 등을 모두 포함하였을 때

- 최근 정부는 환경관련 비용을 전력 원가에 반영하는 정책들 잇달아 내놓음 (유연탄 과세, 원전 사후처리 비용 인상, RPS 제도 도입 등)
- 환경비용이 부과되어도 발전 연료 구성에는 큰 영향 없을 것
- 유연탄과 LNG 발전단가 차이는 100원/kWh 이상. 발전용 유연탄 과세 적용되어도 유연탄 발전단가 24원/kWh 상승에 불과
- 정부는 원전 사후 처리 비용 현실화 이후에도 여전히 유연탄 대비 경제성이 있는 것으로 분석 (원전 이용률 80% 가정 시)



자료: 한국은행, KB투자증권

- 전기요금 인상에 가장 큰 영향을 주는 변수는 발전원가가 아니라 물가상승률 → 전기요금은 물가상승률이 낮을 때 집중됨 → 물가상승률이 낮을 때는 한전의 주요 원가도 하락 → 한국전력의 PBR은 물가상승률을 낮을 때 상승하는 경향
- 반면 한국가스공사는 LNG 원가 상승에 대한 불이익 없음 (연료비 연동제) + 해외 광가치는 에너지가격이 높을수록 높게 평가 + 에너지 가격이 높을 때 주로 물가상승률이 높아지는 경향 → 물가상승률을 높을 때 상대적으로 주목 받음
- 현재의 낮은 물가상승률에서는 한국전력이 한국가스공사를 Outperform 하는 상황이 유지될 것

## II. Executive Summary

최근 유틸리티정책 관련 이슈 중 하나는 발전 원가 증가 요인들 (유연탄 과세, 원전사후복구처리비용 인상)이 전기요금 인상으로 적절히 전가될 것인가에 관한 것이다. 전기요금은 연료비 연동제를 채택하고 있지 않고, 정부의 전기요금 결정 프로세스는 언제나 예측하기 어려운 블랙박스이기 때문에 한국전력의 수익성이 훼손될 수 있다는 것이 시장참여자들의 불안이다.

예전과는 원가 상승 배경 다르다  
→ 예전과 다른 분석 방법 필요

그러나 KB투자증권은 요금인상 논쟁에 대한 새로운 관점에서 현재의 논쟁을 바라보고자 제안한다. 현재 원가 상승의 배경이 예전과는 다르므로 이에 맞는 분석방법을 채택하고, 정부의 요금정책에 대한 예측력을 높이는 것이 본 리포트의 목적이다.

환경비용으로 원가상승을 유도한  
정부의 의도를 이해해야 하고

첫 번째 관점은, 앞으로 현재 한국전력이 직면하고 있는 원가 증가국면에서 정부의 입지는 과거의 사례들과는 본질적으로 다르게 보아야 한다는 것이다. 과거 요금인상 논쟁에서는 원가상승은 외부요인이 결정하고, 요금인상 여부는 정부가 결정했다. 반면 지금은 원가와 요금 모두 정부가 결정하는 케이스라는 점에서 과거 사례들과는 분석의 시작점부터 달라야 한다. 따라서 정부가 발전 원가를 상승시키는 이유를 이해할 때 전기요금 정책도 미리 읽을 수 있다.

과거 전기요금의 결정요인은  
전력 원가가 아닌  
물가상승률이라는 점을 인지해야

두 번째 관점은, 전통적으로 정부의 전기 요금정책을 결정하는 가장 중요한 변수가 전력 원가가 아닌 물가상승률이었다는 점이다. 따라서 KB투자증권은 과거에 물가상승률에 따라 전기요금이 얼마나 인상되었는지 살펴보고, 현재의 물가상승률을 고려한다면, 앞으로의 전기요금정책의 방향성에 대해 어렵지 않게 해답을 찾을 수 있을 것으로 본다.

이상의 관점에서 바라볼 때, KB투자증권은 현재 유틸리티 업종에서 3개의 포인트를 주목하고자 제안한다.

첫째, 정부는 전력수급 안정을 유틸리티 정책의 최우선 과제로 전력수급의 안정을 두고 있으며, 이를 달성하기 위해 ‘기저발전의 확충’과 ‘LNG소비자 요금의 인하’를 추진하고 있는 것으로 보인다.

둘째, 정부가 추진하고 있는 환경비용의 현실화는 전기요금의 인상을 전제할 때 효과적이다. 따라서 환경비용은 전기요금 인상을 통해 소비자에게 전가될 가능성이 높다..

셋째, 전기요금 정책은 물가상승률이 낮을 때 집중되는데, 현재의 물가상승률은 매우 낮다. 따라서 추가적인 전기요금 인상의 가능성이 열려있다.

Top Pick 한국전력공사  
투자의견 BUY, 목표주가 48,000원

이상의 분석을 종합할 때, KB투자증권이 추천하는 유틸리티 섹터 최우선 종목은 한국전력이다. 현재의 전력 정책과 관련해서 수혜를 볼 수 있는 것은 한국전력이기 때문이다. 앞서 살펴본 바와 같이 앞으로 진행될 환경 비용증가는 요금인상을 전제하고 있을 가능성이 높으며, 한국전력의 수익성을 훼손하지 않을 것으로 판단된다. 한국전력은 낮은 물가상승률로 인해 전기 요금인상 가능성도 높고, 기저발전 확충의 직접적인 수혜도 받고 있다. 한국전력 (BUY, 목표주가 48,000원), 한국가스공사 (HOLD, 목표주가 62,000원)에 대한 커버리지를 개시한다.

### III. Investment Points

정도의 차이는 있으나, 정부는 유틸리티업체들의 요금 (판매단가)에 대한 강력한 권한을 갖고 있다. 정부는 각종 규제를 통해 유틸리티업체의 이익에 직접적인 영향을 줄 수도 있다. 때로는 유틸리티 업체들에게 공통으로 유리한 정책이 나오기도 하지만, 정책 목표에 따라서는 업체 간에 차별적인 영향을 의도하는 정책이 나올 수도 있다. 따라서 유틸리티 업체에 대한 투자에 앞서 정부가 정책의 변화를 통해 달성하려 하는 것이 무엇인지를 이해하고, 정부의 정책목표와 이해관계가 부합해 수혜를 얻는 업체와 그 반대의 경우를 가려내는 것이 필요하다.

#### 1. 현 정부의 유틸리티 정책은 ‘기저발전의 확충과 LNG요금 억제’로 나타나고 있다.

현 정부는 전력수급상황 안정화를 유틸리티 정책 최우선과제로 두고 있는 것으로 보인다. 지난 십 수년 간 부족해졌던 기저발전설비의 비중을 정상화시키는 한편, 전력 수요를 타 에너지 원으로 분산시키는 정책을 취하고 있다. 요금조절도 정책 수단의 일환이 되고 있는데, 정부는 전기요금을 인상할 뿐만 아니라 LNG 소비자 요금은 억제하는 정책을 쓰고 있다. 유틸리티 업체들 (한국전력과 가스공사)의 유불리는 원가 변화까지 함께 고려해야 하기에 요금정책의 변화 만으로 예단하기는 어렵다. 그러나 기저발전확충으로 원가까지 낮아지는 한국전력이 좀 더 마진을 보존하거나 확대하기에 유리해 보인다.

##### (1) 현 정부의 정책 환경

예전처럼 원전을 계속 늘리기 어려워진 상황

현 정부가 직면하고 있는 유틸리티 정책의 환경이 기존 정부들의 환경과 다른 첫 번째 특징은 원전에 대한 사회의 거부감이 어느 때보다도 높다는 것이다. 제 5차 전력수급계획을 수립한 2010년의 이명박 정부는 원전비중을 48.5% (2024년 발전량 기준)로 높이려고 했다. 그러나 2011년 후쿠시마 원전 사태와 2013년 국내 원전 비리사태를 겪은 이후의 현 정부는 무작정 원전비중을 높일 수 없게 되었고, 원전의 안정성을 높이기 위해 기존 원전의 이용률마저 낮춰야 하는 상황에 왔다. 즉, 현 정부의 첫 번째 어려움은 공급증대를 통한 전력수급 균형 달성이 불가능하다는 것이다.

전력 생산단가 하락으로 전기요금 인하 압력 강할 것

두 번째 특징은 한국전력의 전력생산단가가 지속적으로 하락하는 국면에 있다는 것이다. 이명박 정부는 전력의 원가가 지속적으로 상승하는 국면에 있었다. 따라서 당시에는 원가 상승을 보전해달라는 한국전력의 요금인상 요구가 줄기차게 이어졌다. 반면 현 정부는 발전 원가의 하락에 따라 전기요금 인하 요구가 강해질 것이다. 그러나 전기요금이 인하되면 전력 소비를 억제하기 어려워므로 전력수급은 계속 불안해질 우려가 있다. 반면 원가의 하락에도 불구하고, 특별한 이유 없이 요금을 인하하지 않으면 여론의 비판을 피하기 어렵다.

## 기록적으로 낮은 물가상승률

세 번째 특징은 물가상승률이 기록적으로 낮은 상황이라는 것이다. 소비자 물가상승률은 1% 전후에 머무르고 있고, 당분간 2~3% 수준을 넘지는 못할 것이라는 판단이다. 물가상승률을 따로 언급하는 이유는 전기요금 정책이 물가상승률과 밀접한 관련이 있기 때문이다. 전기요금이 집중적으로 인하되었던 1987년부터 1990년까지 CPI 상승률은 5%를 거의 지속적으로 상회했고, 두 자리 수를 넘어선 적도 있다. 전기요금이 본격적으로 인상되기 시작한 것은 물가상승률이 5%를 하회하기 시작한 1995년 이후의 일이었다. 이후 물가상승률이 높아지던 기간 (2001년~2005년)에는 요금인상이 한 차례도 없었고, 2008년에도 요금인상은 CPI가 급등하던 기간을 빗겨난 뒤 집중되었다. 1991년과 1992년에는 높은 물가수준에서도 전기요금이 인상된 바 있으나, 이는 장기간 요금인하에 따른 불가피한 인상이었던 것으로 보인다.

표 1. 19812년 이후 전기요금 변동 추이

| 일자            | 전기요금 조정 폭 (%) | 당시의 물가상승률 (%) |
|---------------|---------------|---------------|
| 1982년 7월 1일   | 0.7           | 5.6           |
| 1983년 4월 19일  | (3.3)         | 4.3           |
| 1986년 2월 20일  | (2.8)         | 3.5           |
| 1987년 5월 28일  | (4.0)         | 2.7           |
| 1987년 11월 16일 | (3.6)         | 5.2           |
| 1988년 3월 18일  | (3.6)         | 8.5           |
| 1988년 11월 30일 | (4.1)         | 7.1           |
| 1989년 7월 1일   | (7.0)         | 5.3           |
| 1990년 5월 1일   | (3.7)         | 8.6           |
| 1991년 6월 1일   | 4.9           | 8.7           |
| 1992년 2월 1일   | 6.0           | 7.0           |
| 1995년 4월 26일  | 4.2           | 5.1           |
| 1997년 7월 1일   | 5.9           | 3.7           |
| 1998년 1월 1일   | 6.5           | 8.3           |
| 1999년 11월 5일  | 5.3           | 1.4           |
| 2000년 11월 15일 | 4.0           | 2.2           |
| 2003년 1월 1일   | 0.0           | 3.8           |
| 2004년 3월 1일   | (1.5)         | 3.1           |
| 2005년 12월 1일  | 1.9           | 2.6           |
| 2007년 1월 11일  | 2.1           | 1.7           |
| 2008년 1월 1일   | 0.0           | 3.9           |
| 2008년 11월 13일 | 4.5           | 4.5           |
| 2009년 6월 27일  | 3.9           | 2.0           |
| 2010년 8월 1일   | 3.5           | 2.7           |
| 2011년 8월 1일   | 4.9           | 4.7           |
| 2011년 12월 5일  | 4.5           | 4.2           |
| 2012년 8월 6일   | 4.9           | 1.3           |
| 2013년 1월 14일  | 4.0           | 1.6           |
| 2013년 11월 21일 | 5.4           | 1.2           |

자료: 한국전력, 각종 언론 보도 종합, KB투자증권

## (2) 현 정부의 유틸리티정책과 그 수혜

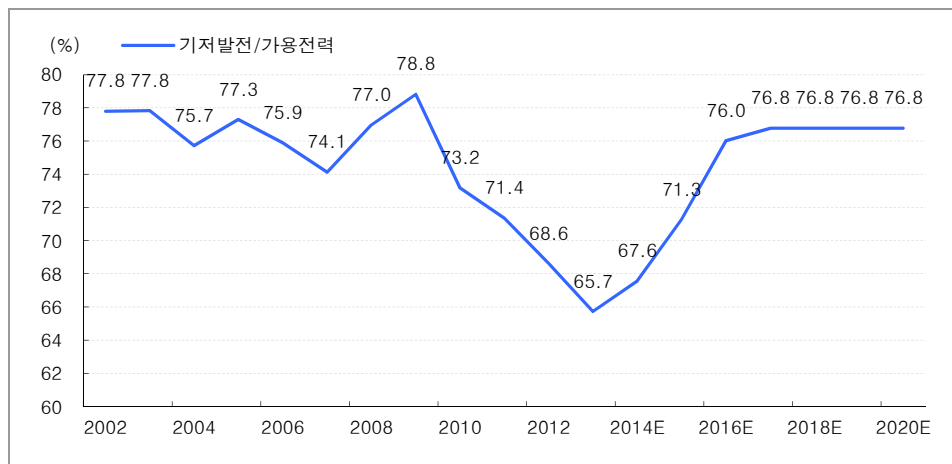
현 정부는 기저발전을 최대한 확충하는 이명박 정부의 정책을 승계하고 있다. 다만 원전의 증설에 대해서는 공격적인 계획을 세우고 있으면서도 사회적 저항을 고려해 조심스럽게 진행하는 모습이다. 기저발전설비 확충에 따라 한국전력은 저원가 전력의 비중이 높아져 비용절감의 효과를 볼 수 있다. 반면, 첨두발전용으로 사용되는 발전용 LNG의 판매는 줄어들 것으로 보인다. 정부는 LNG의 소비자 요금을 낮춰 전력에 집중된 에너지 수요를 LNG로 분산시키려는 노력도 하고 있다.

### 기저발전 최대한 확충

우선, 현정부는 기저 전력과 관련, 이명박 정부의 정책을 보완하여 계승했다. 2013년 6차 전력수급계획 작성 시 원전에 비해 안정성에 대한 우려가 가벼운 석탄화력발전을 추가로 인가 (GENCO 4기, IPP 8기)했다. 원전에 대한 부정적 여론을 우회하기 위해 원전의 목표 이용률을 기존의 90% 이상에서 80~85% 수준으로 낮춰 잡는 대신 원전설비비중은 29% (2035년기준)로 높이기로 했다.

이명박 정부부터 이어진 기저발전 확충 계획에 따라 기저발전이 전체 가용전력에 기여하는 비중은 지속 상승 (2014년 67.6% → 2015년 71.3% → 2016년 76.0%)할 것으로 예상된다. KB투자증권은 신고리 #3, #4호기 신월성 #2호기, 신울진 #1호기 등 (총 6,600MW)이 2015부터 2016년 사이에 신규 가동될 것으로 가정하고 있다. 같은 기간에 석탄화력 발전소는 최대 11,436MW가 신규 가동할 것으로 보고 있다.

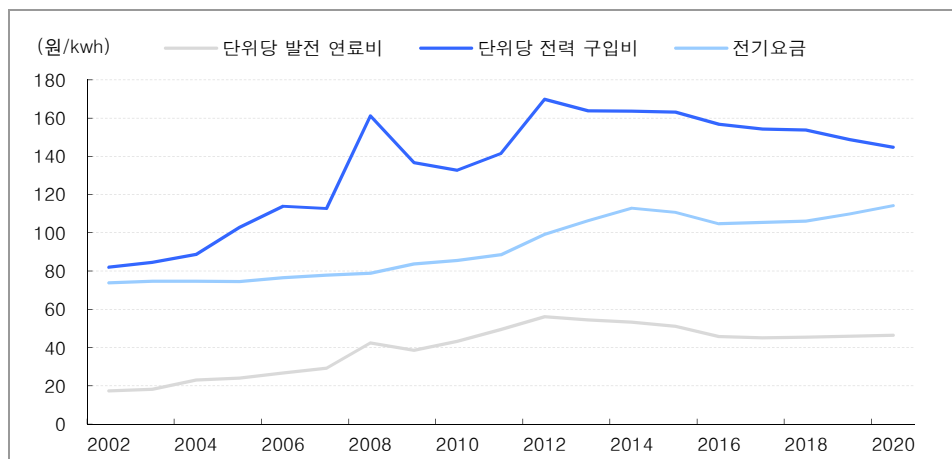
그림 1. 기저발전이 전체 가용전력에서 차지하는 비중의 변화 추이 및 전망



자료: 한국전력, KB투자증권

기저발전의 확충 결과, 한국전력의 kwh 당 연료비와 구입전력 단가는 장기간 하락하게 될 것이다. KB투자증권은 2012년 56.0원/kwh에 달했던 kwh 당 연료비가 2020년 46.5원/kwh까지 낮아질 것이라는 판단이다. IPP로부터의 전력구매단가도 169.8원/kwh에서 2020년 144.8원/kwh까지 낮아질 것으로 전망된다. 이러한 kwh 당 연료비의 하락에 따른 연간 연료비 효과는 2013년 대비 2020년 9.3조원에 달할 것으로 보인다.

그림 2 한국전력 전력 원가 및 판매가격 추이 및 전망



자료: 한국전력, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

반면 발전용 LNG판매는 지속 감소할 것으로 보인다. 정부의 전망에 따르면 국내 LNG수요는 2012년부터 2027년까지 정체될 것으로 보인다. 특히 같은 기간 발전용 LNG 수요는 연평균 -5.5%씩 감소할 것으로 보인다. 도시가스용 LNG의 수요가 늘어나면서 LNG 전체 수요는 크게 감소하지는 않을 전망이다, LNG 판매의 둔화는 한국가스공사의 요금기저 정제로 이어질 수 있고, 이는 한국가스공사 이익 정체의 원인이 될 수 있다.

표 1. 장기 LNG 수급 전망

| (단위: 천 톤) | 1987  | 1997   | 2002   | 2005   | 2011   | 2012   | 2015E  | 2020E  | 2027E  | 연평균증감률 (%) |         |         |         |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|---------|---------|
|           |       |        |        |        |        |        |        |        |        | '87~'02    | '02~'11 | '87~'11 | '12~'27 |
| 도시가스      | 75    | 5,770  | 11,194 | 14,033 | 18,615 | 20,108 | 22,156 | 25,952 | 29,943 | 39.6       | 5.8     | 25.8    | 2.7     |
| 발전용       | 1,537 | 5,377  | 6,509  | 9,099  | 16,786 | 18,179 | 17,611 | 8,018  | 7,756  | 10.1       | 11.1    | 10.5    | (5.5)   |
| 합계        | 1,612 | 11,147 | 17,703 | 23,132 | 35,401 | 38,287 | 39,767 | 33,970 | 37,699 | 17.3       | 8.0     | 13.7    | (0.1)   |

자료: 산업통상부 '제 11차 장기 천연가스 수급계획 (2013~2027)', KB투자증권

전기소비 억제에 위해  
낮은 LNG 가격이 필요한  
정부

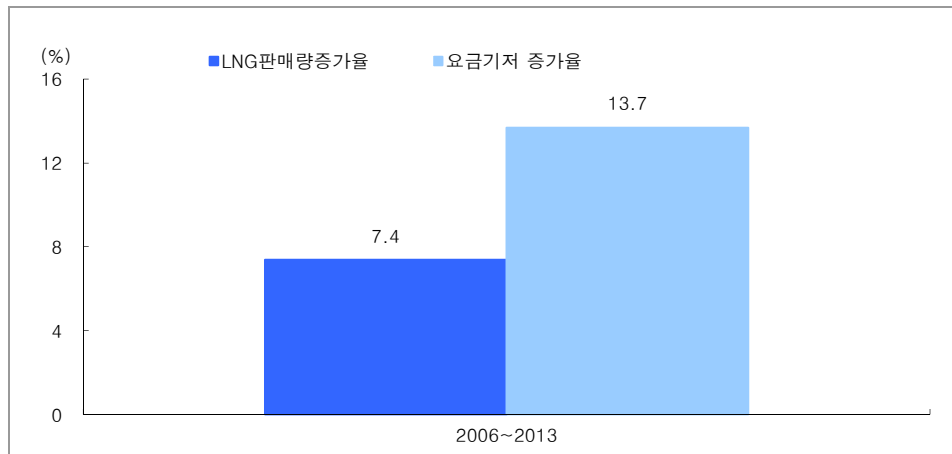
발전용 LNG의 판매가 둔화될 것으로 보이는 가운데, 전기의 대체재가 될 수 있는 도시가스용 LNG 가격 억제해 소비를 증진하는 것도 전력 소비 억제의 한 방법이 되고 있다.

이와 관련해 현재까지 이행된 정책들은 LNG 특별소비세 인하와 한국가스의 요금기저 축소다. 정부는 지난해 11월 LNG에 대한 특별소비세 인하방침을 결정하면서 그 목적으로 전력에 집중된 소비를 분산하는 것이라고 밝힌 바 있다. LNG에 부과되던 특별소비세는 올해 7월부터 인하

된다. 한편 2013년에는 LNG요금기저중 일부가 요금기저에서 제외되는 일이 있었는데, 요금기저가 축소되면 한국가스공사의 투자보수가 작아지고, 공급마진의 크기가 줄어들게 되어 LNG 소비자가격 인하요인이 된다. 결국 이 두 가지 조치는 모두 LNG의 소비자가격을 낮추는 효과를 갖는다.

KB투자증권은 향후 한국가스공사의 요금기저의 증가속도가 둔화될 가능성이 있을 것으로 전망하고 있다. 지난 2006년~2013년 LNG판매량은 연평균 7.4% 증가한 반면, 요금기저는 연평균 13.7%나 증가했다. 요금기저가 LNG판매량보다 빠르게 증가하면 단기적으로 공급비용 증가에 따른 LNG요금 인상 효과가 나타난다. 그러나 2016년 이후 발전용 LNG의 판매가 줄어들어 전체 LNG 수요가 정체될 것으로 보인다는 점을 감안하면, 요금기저의 증가속도도 다소 낮출 필요가 있을 것이다.

**그림 3. LNG판매량과 가스공사 요금기저 증가율 (2006~2013 CAGR)**



자료: 한국가스공사, KB투자증권

## 2. 환경비용의 현실화는 전기요금 인상을 전제로 한다

현 정부는 전기요금을 적극적으로 활용해 전력소비 억제 노력을 병행하고 있다. 2013년 들어 두 차례의 요금인상이 단행 (1월 14일 +4.0%, 11월 21일 +5.4%)되었는데, 이는 전력소비 억제의 일환이다. 이와 더불어 에너지 관련 세율을 조정하거나, 환경비용을 부과하는 정책들을 진행하고 있는데, KB투자증권은 이상 정부정책들의 목표가 청정에너지로의 전환이라기 보다는 전기요금 정상화를 통한 전력소비 억제가 목표라고 보고 있다. 앞으로 정부는 환경비용을 발전소에 부과하는 정책을 계속 늘려나가고, 이를 요금인상의 합당한 명분으로 제시할 것으로 보인다. 정부는 이를 통해 명분 (환경보호)과 실리 (전력소비 억제)를 동시에 달성하고자 할 것으로 보인다.

### 발전용 유연탄 과세

우선 2014년 7월 1일부터 발전용 유연탄에 24원/kg의 개별소비세가 부과된다. 유연탄 과세는 현 정부 들어 새롭게 도입된 정책인데, 환경오염 방지, 발전 연료간 과세 형평성 등을 고려하여 학계와 연구기관 등에서는 지속적으로 과세 필요성을 제기해온 바 있다. 연간 8천만톤 가량의 유연탄을 소비하는 한국전력에는 연간 2조원 가량의 추가 비용이 발생하게 된다.

### 원전사후처리비용 현실화

원전사후처리비용에 대한 기준이 높아지고 있다. 2011년 국정감사에서 고리 1호기의 폐로비용이 논쟁이 된 이후로 정부는 원전사후처리비용을 높이고 있다. 기존에 원전 1기당 3,251억원으로 지정되어있던 원전해체비용이 2012년에는 6,033억원으로 상향조정되었다. 환경운동연합과 강창일 국회의원은 IEA의 자료를 바탕으로 고리 1호기의 해체비용이 9,860억원에 이를 것으로 추산한 바 있다. 한국전력은 원자력발전소 사후처리복구충당부채로 10조원, 사용후 원전연료 처리복구충당부채와 중저준위폐기물 처리복구충당부채로 각각 1.2조원을 설정해두고 있다. 정부가 원전사후처리비용을 상향 고시하면 한국전력은 부족한 추가로 계상해야 한다.

### RPS 의무비율 상승

RPS (신재생에너지 의무 할당제; Renewable Portfolio Standard) 의무비율이 2022년까지 단계적으로 높아지고 있다. RPS는 발전사에게 발전량의 일부를 신재생에너지로 공급토록 의무화하는 제도이다. 한국전력 및 6개 발전 자회사는 생산한 전력량의 일정비율을 신재생에너지로 생산해야한다. 만약 신재생에너지의 의무생산량에 미달하게 되면 부족분만큼에 해당하는 REC (신재생 발전 공급 인증서; Renewable Energy Certificate)를 구입해야 한다. RPS 제도는 2008년 이명박 정부에 의해 1차 국가에너지기본계획에서 처음 도입되었고, 2012년부터 시행되었으며, 현 정부도 이를 그대로 승계 유지하고 있다. RPS의무비율은 2012년부터 2%의 RPS목표치가 할당되었고, 2022년 10%까지 높아진다.

표 2 RPS 의무 비율 추이

| (단위: %) | '12 | '13 | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | '19 | '20 | '21 | '22  |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 의무비율    | 2.0 | 2.5 | 3.0 | 3.5 | 4.0 | 5.0 | 6.0 | 7.0 | 8.0 | 9.0 | 10.0 |

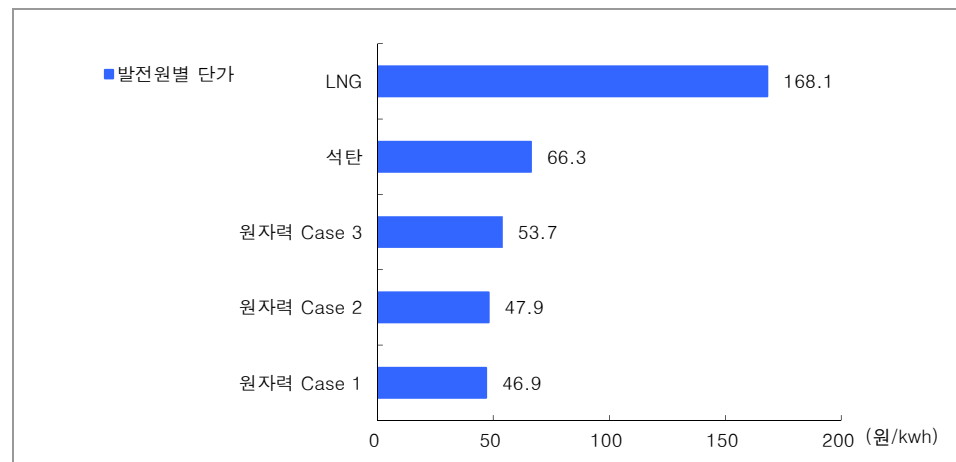
자료: 기획재정부, KB투자증권

KB투자증권이 이상 정부정책들의 목표가 청정에너지로의 전환이라기 보다는 전력소비 억제가 목표라고 보고 있는 이유는 이러한 정책의 시행에도 발전소들이 연료 구성이 바뀔 만큼 큰 비용의 변화가 일어나지 않기 때문이다.

유연탄 과세의 경우 1mWh의 전력을 생산하기 위해 1톤 가량의 유연탄이 필요한데, 여기에 새롭게 부과되는 과세는 24,000원이다 LNG와 석탄의 전력 1mWh 생산원가 차이가 10.3만원 수준이므로 여전히 유연탄이 LNG 보다 경제적이다.

원전의 경우에도 정부는 원전이용률이 80%를 상회하는 한, 사후처리비용, 사고위험 대응 비용, 정책비용 (사회갈등 합의용 비용) 등을 포함한 원전이 온실가스 비용을 제외한 유연탄보다도 경제적이라고 평가한 바 있다. (2014년 제2차 에너지기본계획) 따라서 현재 진행 중인 환경비용의 현실화 정책들은 청정에너지 비중의 확대 보다는 그간 전기소비자들이 지불하지 않았던 전력의 환경비용을 부담하게 하는 정책이라고 생각된다.

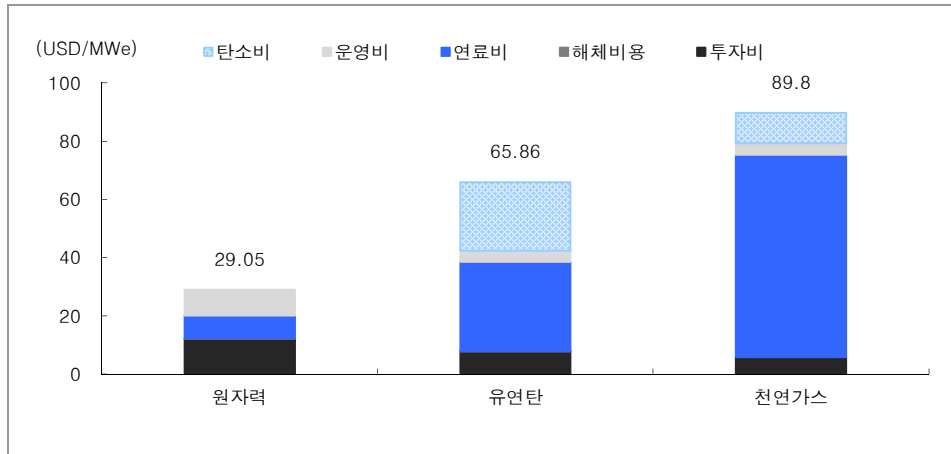
그림 4. 연료별 전력 생산 비용 1



자료: 산업통상자원부 '제2차 에너지 기본 계획', KB투자증권

주: Case 1은 제 6차 전력수급계획 수립 시 가정, Case 2는 인상된 사후처리비용 반영 시, Case 3은 사후처리비용과 사고위험 대응 비용, 정책 비용 등을 모두 포함하였을 때

그림 5. 연료별 전력 생산 비용 2



자료: IEA와 OECD, 고경민, 정범진 '원자력의 경제성 쟁점검토와 해결과제'에서 재인용, KB투자증권

KB투자증권은 정부가 환경비용을 현실화하는 주목적이 전력소비 억제에 있다고 보고 있다. 전력원가가 하락하는 상황이지만, 그간 전기요금에 반영되지 않았던 환경비용을 전기요금에 포함함으로써 전기요금 인상의 정당성을 얻을 수 있다.

예전처럼 원전 늘릴 수 없어  
전력 소비 억제가 필요한 상황

이미 언급한 바와 같이 현 정부는 수년 간 진행된 기저발전 (석탄발전)의 확충을 눈앞에 두고 있다. 그러나 원자력 발전을 공격적으로 늘리기는 어려운 상황이어서 예전처럼 발전설비 확충만으로 중장기적인 전력수요증가를 충족시킬 수는 없다. 따라서 정부는 전력소비 억제가 필요하다.

Kwh당 연료비 계속 하락할 것  
전기요금 하방 압력 예상

한편 기저발전의 비중이 확대됨에 따라 한국전력의 kwh당 연료비는 지속적으로 낮아질 것이다. 낮아진 원가에 맞춰 전기요금이 인하되면 전력소비의 억제는 어려워진다. 반면, 낮아진 원가에도 전기요금을 낮추지 않는 것은 명분이 없다. 따라서 정부는 모두가 납득할 수 있는 정당한 전기요금 인상요인을 제시하여 전기요금을 인상하거나, 인하요인을 상쇄해야 한다.

환경비용을 부과해  
전기요금 하락을 막고  
전력 소비를 억제하려는 의도

이와 같은 판단 하에 정부는 그간 원가에 포함되지 않았던 여러 사회적 비용 (환경비용)을 전기요금에 반영하기 시작한 것으로 보인다. 때마침 낮은 물가상승률로 인해 정부로서는 전기요금인상에 대한 부담이 적다. 이것이 환경비용 현실화 정책들이 나온 배경으로 생각된다.

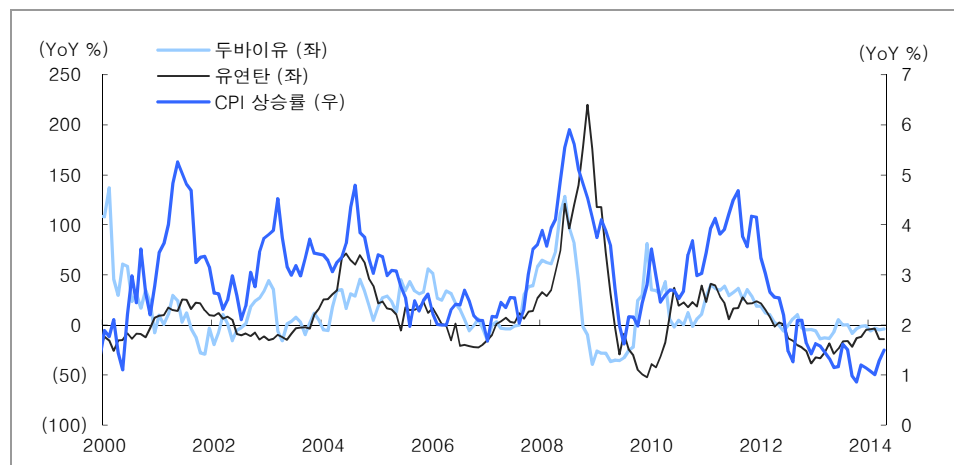
이러한 관점에서 보면, 정부가 전력생산원가에 환경비용을 부과하는 목적은 전기요금의 인상 그 자체에 있다. 환경비용 현실화 정책의 전제가 전기요금 인상이라면 앞으로의 전기요금 인상에 관한 불확실성은 크게 줄어든다. 정부는 전기요금 인상에 적극적으로 나설 가능성이 높으며, 전기요금인상에 대한 저항이 강해지는 시기 (전기요금을 올리기 어려운 시기)가 오기 전까지는 환경비용을 지속적으로 전력 원가에 추가할 가능성이 높아 보인다.

### 3. 물가상승률이 낮은 상황에서는 한국전력이 한국가스공사를 Outperform한다.

한국전력과 한국가스공사의 상대수익률을 살펴보면, 물가상승률이 낮을 때 한국전력이 절대적으로 높은 수익률을 내왔던 것을 알 수 있다. 이는 한국전력의 수익구조가 정부에 요금정책에 의해서 좌우되는데, 물가상승률이 낮을 때 정부의 요금정책이 한국전력에 유리하게 바뀌기 때문이다.

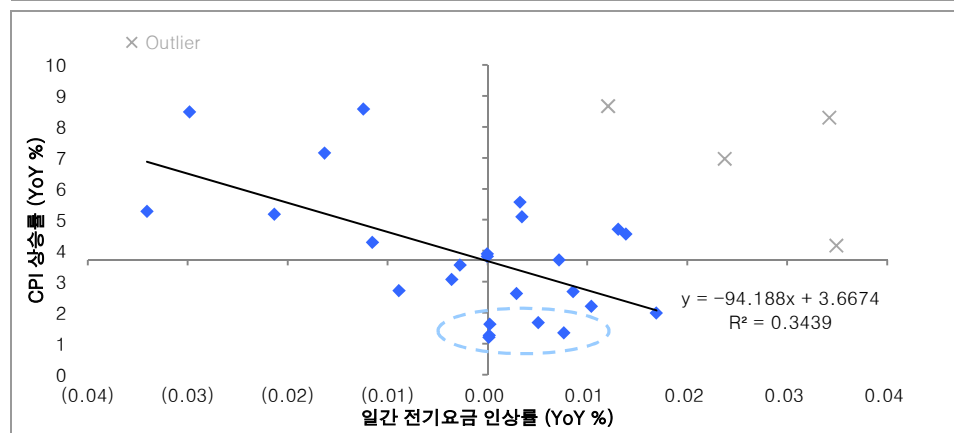
이런 현상의 첫 번째 이유는 물가상승률이 낮을수록 한국전력에 적용되는 PBR은 높아지는 경향에 있다. 한국전력에 우호적인 정부의 전기요금 정책은 물가상승률이 낮을 때 나온다. 그런데 일반적으로 물가상승률이 낮으면 한국전력의 발전 원가 부담도 줄어든다. 따라서 물가상승률이 낮으면 한국전력의 실적 개선 가능성이 높아지고, 주가는 상승한다. 물가상승률과 한국전력에 적용되는 PBR이 반대로 움직이는 이유는 여기에 있다.

그림 6. 소비자물가 상승률은 원유, 석탄 등의 수입가격과 동행하는 경향이 있음



자료: 한국은행, Bloomberg, KITA, KB투자증권

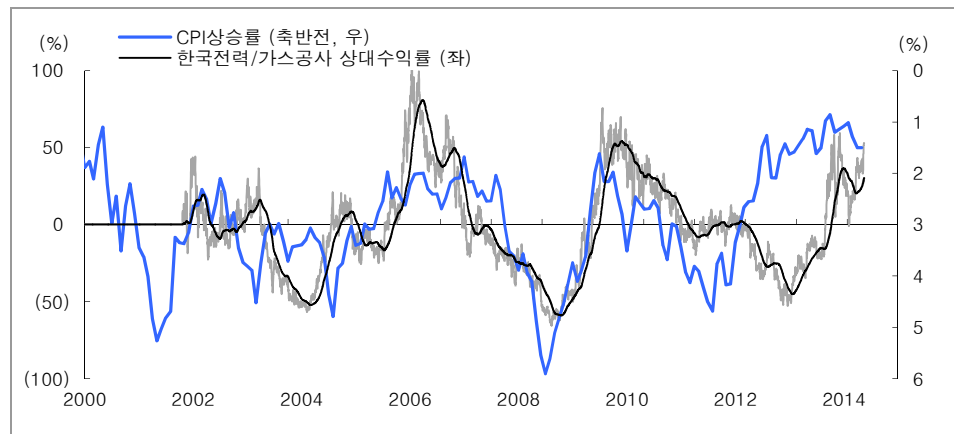
그림 7. 전기요금 인상과 물가상승률의 관계 (현재는 기록적으로 낮은 물가상승률)



자료: 한국전력, 한국은행, 언론 보도 종합, KB투자증권

다음으로 한국가스공사는 다수의 해외광구를 가지고 있는데, 이 광구들의 가치는 에너지 가격이 높을수록 높아지는 경향이 있다. 에너지 가격이 상승하면 한국가스공사의 LNG 도입가격은 상승하지만, 원가가 늘어난 만큼 LNG 판매가격도 연료비연동제에 의해 자동으로 높아지게 되어 있다. 반면 한국가스공사가 보유하고 있는 해외광구들의 가치는 에너지 가격이 높을수록 커진다. 그런데 에너지가격이 강세일 때는 일반적으로 물가상승률도 높기 때문에 한국전력과 한국가스공사가 주목받는 시점은 다르다.

그림 8. 한국전력 / 한국가스공사 상대수익률 차트



자료: 한국은행, KB투자증권

## IV. 최근 주가 추이

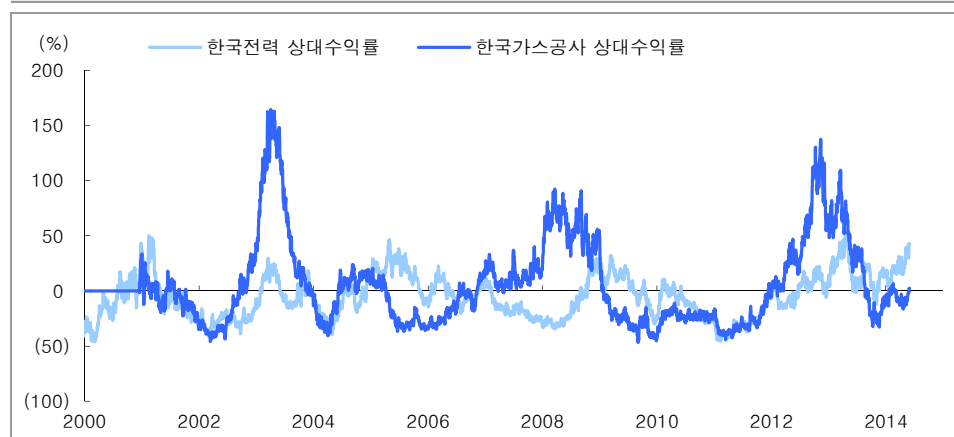
2000년 이후 한국가스공사의 주가는 KOSPI와 유사한 수익률을 보였으나, 한국전력은 2007년 이후 Underperform하는 모습이었다. 한국가스공사의 경우 KOSPI 대비 상대수익률이 큰 폭의 변동을 나타냈다.

한국전력이 KOSPI를 Outperform했던 때는 2001년 민영화의 일환으로 자회사의 분리가 이뤄졌을 때, 2005년 적정투자보수율을 달성했을 때, 2009년 KOSPI가 급락했을 때, 2013년 중반 이후 원전 이용률이 높아졌을 때였다. 반면 KOSPI를 Underperform했던 것은 민영화에 대한 기대감이 축소된 2002년, 연료비가 급등하고, 요금인상은 이뤄지지 않았던 2007년~2008년, 기저발전의 부족으로 전력 부족사태를 겪은 2010~2012년이였다.

한국가스공사가 KOSPI를 Outperform했던 것은 배당수익률 인상이 있었던 2003년, 에너지가격 상승에 따른 해외광구 가치가 부각되었던 2008년, 모잠비크 광구의 가스 발견되었던 2012년이 이다. 반면 한국가스공사가 KOSPI를 Underperform한 것은 KOSPI가 꾸준히 상승했던 2005~2007년, 미수금이 누적되고 해외투자가 급증하면서 재무구조가 악화되었던 2009년부터 2011년까지였다.

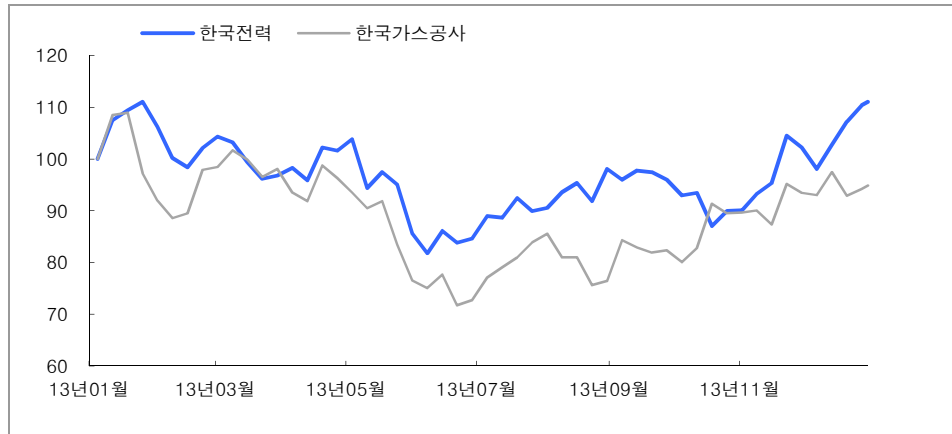
2013년 이후의 주가를 살펴보면, 한국전력은 2013년 상반기 원전비리가 드러나고 원전의 이용률이 크게 떨어지면서 수익성이 악화되었고, 이러한 악재가 까지 주가를 눌렀음을 알 수 있다. 반면 2013년 2Q를 저점으로 원전 이용률이 꾸준히 개선되면서 실적이 개선되고 주가가 반등한 모습이다. 한국가스공사는 2013년 초 미수금을 기반으로한 ABS 발행이 무산되면서 미수금의 회수가능성에 대한 불신의 제고, 유상증자에 따른 주가 희석에 주가는 하락했다. 2013년 하반기에는 정부의 공공기관 재무구조 개선에 대한 기대감으로 주가가 상승했지만, 재무구조 개선 목적의 자산매각이 가능성이 높아지면서 다시 주가가 하락하는 모습이다.

그림 9. 한국전력과 한국가스공사의 KOSPI 대비 상대수익률 비교



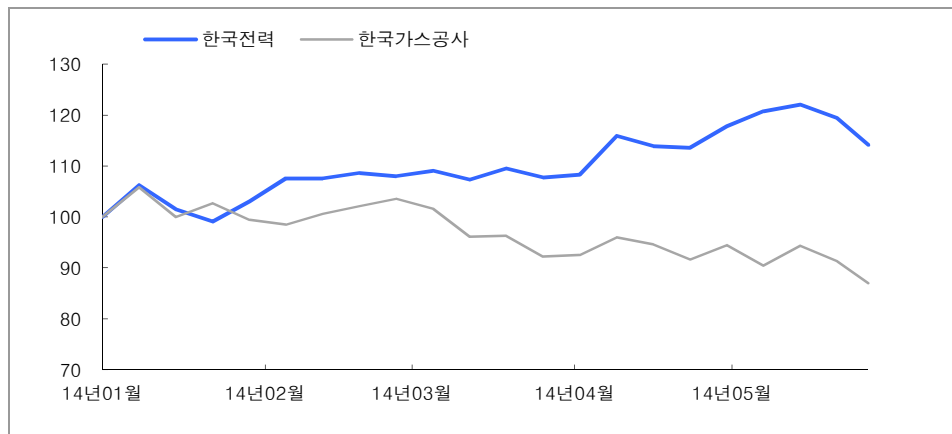
자료: KB투자증권

그림 10. 2013년 한국전력과 한국가스공사의 주가흐름 비교



자료: KB투자증권  
주: 2013년 1월 5일 = 100 기준

그림 11. 2014년 한국전력과 한국가스공사의 주가흐름 비교



자료: KB투자증권  
주: 2014년 1월 4일 = 100 기준

## Company analysis ↙

|                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| 한국전력공사 (015760) | BUY / TP 48,000원  |
| 한국가스공사 (036460) | HOLD / TP 62,000원 |

강성진 02) 3777-8483  
seongjin.kang@kbsec.co.kr

## Initiation

투자의견 (Initiate) **BUY**

목표주가 (Initiate) **48,000 (원)**

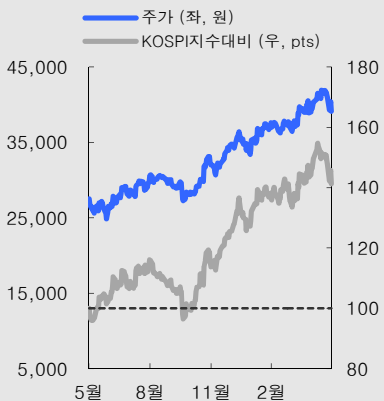
|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Upside / Downside (%)         | 22.0   |
| 현재가 (06/02, 원)                | 39,350 |
| Consensus target price (원)    | 49,500 |
| Difference from consensus (%) | (3.0)  |

## Forecast earnings &amp; valuation

|               | 2013       | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------------|------------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)     | 54,038     | 57,640 | 57,997 | 56,435 |
| 영업이익 (십억원)    | 1,519      | 4,651  | 5,122  | 5,305  |
| 순이익 (십억원)     | 174        | 1,886  | 2,043  | 2,095  |
| EPS (원)       | 93         | 2,756  | 3,000  | 3,082  |
| 증감율 (%)       | 흑전 2,848.6 | 8.8    | 2.7    |        |
| PER (X)       | 371.7      | 14.3   | 13.1   | 12.8   |
| EV/EBITDA (X) | 9.2        | 7.2    | 7.0    | 6.8    |
| PBR (X)       | 0.5        | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| ROE (%)       | 0.3        | 3.7    | 3.9    | 3.9    |

## Performance

| (%)           | 1M    | 3M  | 6M   | 12M  |
|---------------|-------|-----|------|------|
| 절대수익률         | (2.5) | 6.4 | 23.2 | 46.8 |
| KOSPI대비 상대수익률 | (4.7) | 5.2 | 24.6 | 46.8 |



## Trading Data

|                |                             |
|----------------|-----------------------------|
| 시가총액 (십억원)     | 25,261                      |
| 유통주식수 (백만주)    | 232                         |
| Free Float (%) | 36.2                        |
| 52주 최고/최저 (원)  | 41,900 / 24,850             |
| 거래대금 (3M, 십억원) | 46                          |
| 외국인 소유지분율 (%)  | 27.1                        |
| 주요주주 지분율 (%)   | 한국정채금융공사 51.1<br>국민연금공단 6.6 |

자료: Fnguide, KB투자증권

# 한국전력공사 (015760)

## 환경비용의 요금 전가 낙관...2020년까지 실적 개선

한국전력에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 48,000원으로 커버리지를 시작한다. 신규 석탄화력발전소들이 속속 가동되고, 원전의 이용률도 회복되면서 동사의 kwh 당 연료비가 계속 낮아질 것으로 전망한다. 환경비용이 점차 현실화됨에 따라 원가가 상승하는 부분도 있지만, 정부의 정책 목표와 낮은 물가상승률을 고려할 때 증가하는 환경비용은 요금으로 전가될 가능성이 높다고 판단된다. 2015년 이후 적정 투자보수율이 달성되면 전기요금 인하 압박이 발생하겠지만, 이익은 꾸준히 증가할 것으로 보인다

### ■ 한국전력의 kwh 당 연료비 절감은 정부 정책의 수혜

한국전력의 연료비는 2012년 56원/kwh에서 2020년 46.5원/kwh로 낮아질 것으로 예상되며 이로 인한 비용절감 효과는 9조원에 이를 것으로 예상된다. 향후 장기간에 걸쳐 연료비 절감이 유지될 것으로 보이는 것은 전력 부족문제 해소를 위해 정부가 인가한 신규 석탄발전소들이 속속 가동되기 때문이다.

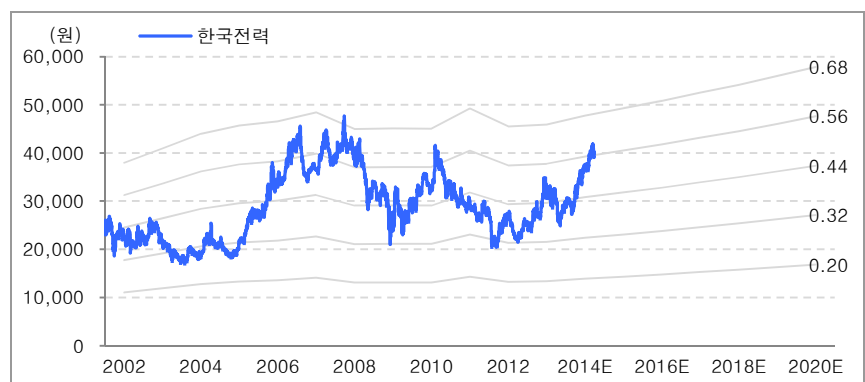
### ■ 환경비용 부가는 새로운 화두...그러나 요금인상도 정부의 목표

정부는 공해비용, 원전사후처리비용 등 예전에는 전력 원가에 반영되지 않던 요소들을 발전사들에게 부과하는 정책들을 진행하고 있다. 정부는 이러한 환경비용들을 전기요금에 계속 전가하여 전력소비를 억제하려는 의도를 갖고 있는 것으로 보인다. KB투자증권은 증가하는 환경비용이 전기요금으로 수월하게 전가될 것으로 본다. 낮은 물가상승률도 전기요금 인상에 유리한 환경이 된다.

### ■ 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 제시

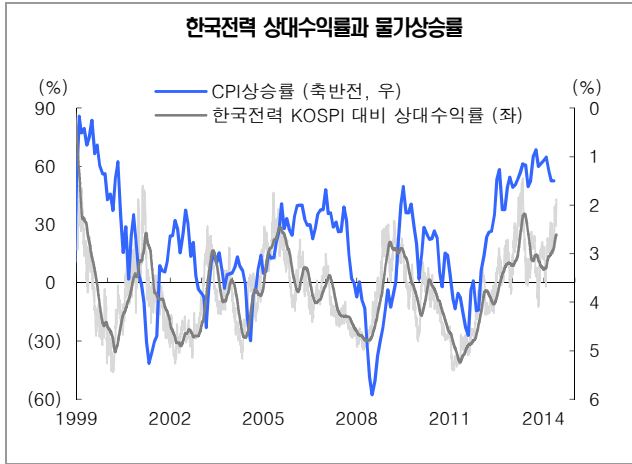
한국전력에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원을 제시한다. 한국전력의 목표 주가는 2015년말 예상 조정 BPS 69,800원에 적정 PBR 0.68X를 적용하여 산출했다.

### 한국전력 PBR 밴드



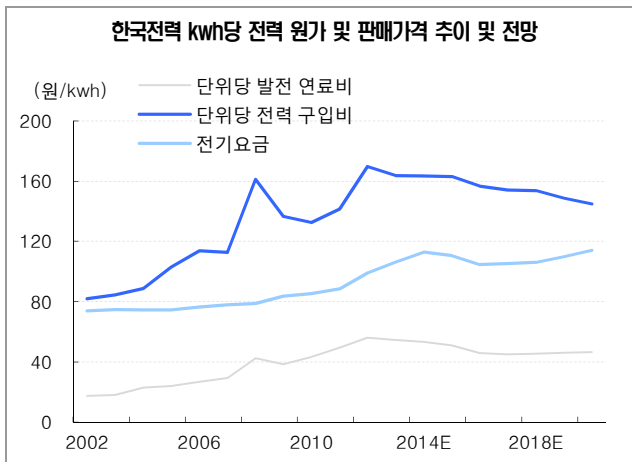
자료: KB투자증권

## I. Focus Charts



자료: 한국전력, KB투자증권

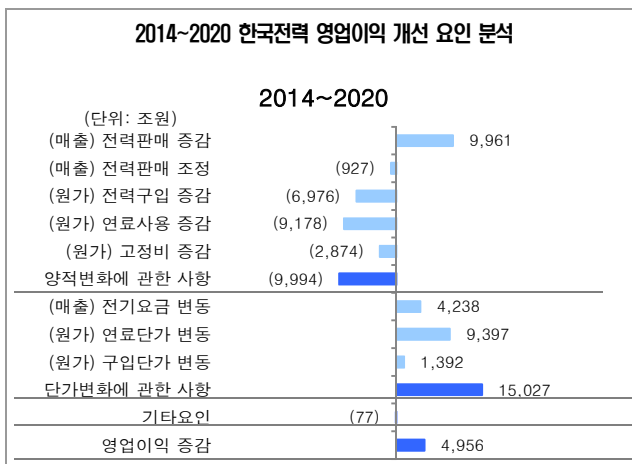
- 한국전력은 물가상승률이 낮을 때 KOSPI를 Outperform하는 모습
- 일반적으로 물가상승률이 낮을 때 한국전력의 kwh 당 전력 생산 원가가 낮아짐과 함께 전기요금도 인상되기 때문
- 현재의 매우 우호적인 낮은 물가상승률 감안 시 한국전력에 추가 상승여력 존재



자료: 한국전력, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

- 2013년 이후 원전 이용률의 회복, 신규 석탄 발전소의 가동으로 지속적인 전력 원가 하락 예상
- kwh 당 연료비 하락 (2012년 56.0원/kwh → 2020년 예상 46.5원/kwh)
- IPP로부터의 전력구입 단가 (2012년 169.8원/kwh → 2020년 144.8원/kwh)



자료: 한국전력, KB투자증권 전망

- 2013년 대비 2020년 kwh 당 연료비의 하락에 연간 9.4조원 연료비 절감
- IPP로부터의 전력구입 단가 하락에 연간 1.4조원 구입 전력비 절감
- 기타 요인 합산시 2020년 영업이익은 2013년보다 5조원 늘어난 6.5조원까지 늘어날 것
- 실적개선의 상당부분은 2014년에 달성될 것 (영업이익 YoY +3조원)
- 2015년 실적투보율이 적정투보율에 도달할 것 → 요금기저에 증가에 따른 완만한 이익 성장 국면 진입

## 1. Valuation

KB투자증권은 한국전력공사 (015760)에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 48,000원으로 커버리지를 제시한다.

한국전력공사 상승여력  
여전히 20% 이상

한국전력의 적정주가 48,000원은 2014년말 예상 조정 BPS 69,800원에 적정 PBR 0.68X를 적용한 것이다. KB투자증권은 그간의 주가 랠리에도 불구하고, 한국전력이 여전히 22.0%의 상승여력을 갖고 있다는 판단이다.

조정BPS 69,800원은 2014년말 기준 예상 자본총계 51.9조원에서 토지자산재평가 효과 8.4조원을 차감하여 구한 조정 자본총계 43.5조원을 유통주식수 (6.2억주)로 나눈 것이다. 이와 같이 자본총계를 조정하는 이유는 토지자산재평가가 있었던 2010년말 이전의 PBR과 현재의 PBR을 비교 가능한 수치로 만들기 위함이다.

현재의 정책환경은  
2006~2007년 보다 우호적

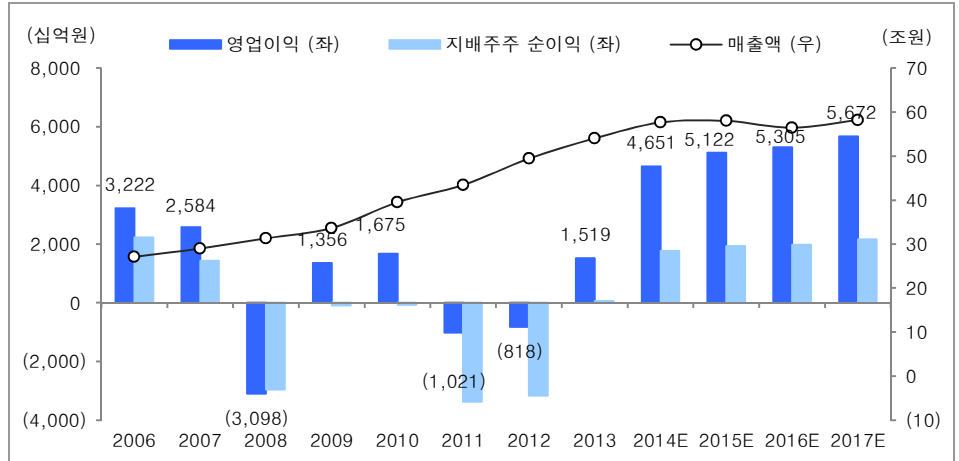
적정PBR 0.68X는 현재의 우호적인 정책환경을 반영한 것으로 2006~2007년 한국전력에 적용되었던 PBR 상단에 해당된다. 2005년 한국전력의 실적투자보수율이 적정투자보수율과 일치하게 되었고, 2006~2007년까지 한국의 소비자물가상승률이 2~3% 전후에 머물면서 한국전력에 우호적인 환경이 조성되었지만, 발전연료 단가는 지속상승하고 있었다. 한편 KB투자증권은 2014년에 한국전력의 실적투자보수율이 적정투자보수율에 근접할 것으로 추정하고 있으며, 당분간 낮은 물가상승률 (2% 전후)이 유지될 것으로 예상하는데다가, 전력 원가는 지속 하락할 것으로 보고 있어 2006~2007년보다 우호적인 정책환경이 조성될 것으로 보고 있다.

표 3. 한국전력공사 적정 주가 산출

| (단위: 십억원)       | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 비고 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----|
| 조정자본총계          | 43,487.9 | 44,879.5 | 46,277.2 | 47,842.4 |    |
| 장부상 자본총계        | 51,936.3 | 53,327.9 | 54,725.6 | 56,290.8 |    |
| 자산재평가 효과 보정 (-) | 8,448.4  | 8,448.4  | 8,448.4  | 8,448.4  |    |
| 조정주식수 (천주)      | 623,034  | 623,034  | 623,034  | 623,034  |    |
| 발행주식수           | 641,964  | 641,964  | 641,964  | 641,964  |    |
| 자기주식수 (-)       | 18,930   | 18,930   | 18,930   | 18,930   |    |
| 조정 BPS (원)      | 69,800   | 72,034   | 74,277   | 76,789   |    |
| 적용 PBR (X)      | 0.68     | 0.68     | 0.68     | 0.68     |    |
| 적정주가 (원)        | 47,768   | 49,297   | 50,832   | 52,551   |    |
| 현재주가 (원)        | 39,100   | 39,100   | 39,100   | 39,100   |    |
| 상승여력 (%)        | 21.4     | 25.3     | 29.2     | 33.5     |    |

자료: KB투자증권

그림 12. 한국전력 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, KB투자증권  
 주: 2014년부터 2020년까지 모든 수치는 KB투자증권 전망치

그림 13. 한국전력 PBR 밴드



자료: KB투자증권

## 2. 투자포인트

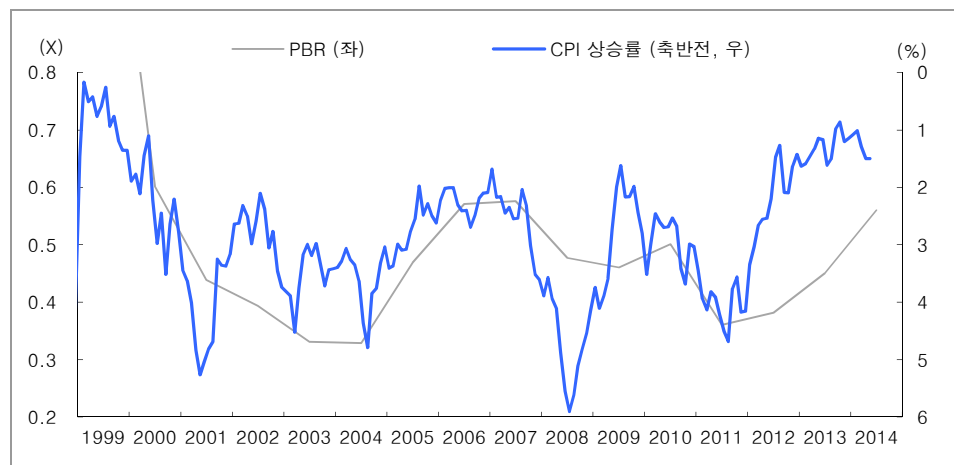
한국전력을 추천하는 이유는 아래와 같다.

- 1) 현재의 우호적인 환경에 비해 한국전력 주가의 Multiple은 낮은 수준이다.
- 2) 기저발전의 확충으로 전력 생산 및 구입단가가 하락한다.
- 3) Vesting Contract가 도입되면서 전력 구입단가를 합리적으로 낮출 가능성이 있다
- 4) 우려와 달리 환경 비용의 현실화는 한국전력의 수익성을 훼손하지 않는다.

낮은 물가상승률은  
한국전력 실적 개선 시그널

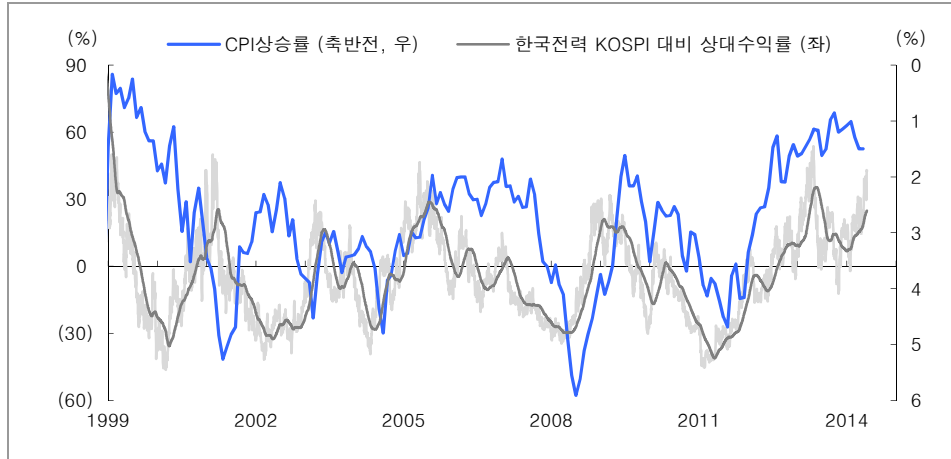
물가상승률이 낮을수록 한국전력에 적용되는 PBR은 높아지는 경향이 있다. 한국전력에 우호적인 정부의 전기요금 정책은 물가상승률이 낮을 때 나온다. 그런데, 일반적으로 물가상승률이 낮으면 한국전력의 발전 원가 부담도 줄어든다. 따라서 물가상승률이 낮으면 한국전력의 실적 개선 가능성이 높아지고, 주가는 상승한다. 물가상승률과 한국전력에 적용되는 PBR이 반대로 움직이는 이유는 여기에 있다. 최근의 낮은 물가 상승률을 감안할 때, 현재의 한국전력의 PBR은 과거 대비 높은 수준이 아니다.

그림 14. 물가상승률과 한국전력 PBR의 관계



자료: 한국은행, KB투자증권

그림 15. 물가상승률과 한국전력의 KOSPI 대비 상대 수익률



자료: 한국은행, KB투자증권

#### 기저발전 확충에 따른 원가 하락

한국전력은 낮은 물가상승률과 더불어, 전력원가 하락의 수혜를 받고 있다. 한국전력의 전체 판매전력에서 기저발전 (원자력, 석탄발전)이 기여하는 비중은 2013년을 저점으로 하여 2017년까지 지속적으로 증가할 것이다. 이로 인해 한국전력에는 원가 절감효과가 발생하는데, 기저발전의 확충은 앞으로도 상당기간 계속 유지될 것으로 보인다. 이는 전력 부족 문제를 경험한 과거 정부들이 기저발전 설비 증설을 결정했고, 이때 승인 받은 발전소들이 현재 건설되고 있기 때문이다. 원전 비중의 확대 필요성은 노무현 정부에 의해 제기된 것으로, 이명박 정부에 의해 구체화되었고, 현 정부는 안정성 강화를 전제로 이를 계승하고 있다. 이명박 정부는 민간업체의 석탄화력발전소 건설을 처음으로 승인했고, 현 정부는 민간 석탄발전사업자를 추가 선정할 바 있다.

#### Vesting Contract 도입으로 전력구입단가 낮출 수 있을 것

이러 Vesting Contract의 도입으로 한국전력이 전력구입가격을 낮출 수 있는 길이 열렸다. 현재 전력거래소에 참여하는 독립발전사업자 (IPP)들은 원가와 상관없이 동일한 SMP를 보장받고 있다. 그러나 개정된 전기사업법에 따라 Vesting Contract가 도입되게 되면 비용이 낮은 발전사의 전력에 대해 한국전력이 전력구입단가를 낮출 수 있는 길이 열릴 수도 있다. 아직까지는 Vesting Contract가 어떤 식으로 체결될지는 알 수 없지만, 장기적으로는 한국전력이 전력구입비를 낮출 수 있는 기회를 제공할 것으로 보인다.

#### 환경비용의 증가가 수익성을 훼손하지 않을 것

이러한 호재에도 불구하고, 정부의 환경비용 현실화 정책은 한국전력의 실적과 관련된 우려를 일으키고 있고, 주가에도 영향을 주고 있다. 그러나 KB투자증권은 우려와 달리 환경비용의 현실화가 한국전력의 실적에 영향을 주지 않을 것이라 전망한다. KB투자증권은 시장의 우려가 정부 정책에 의한 원가 인상을 과거 KB투자증권이 주로 목격했던 외부적 요인에 따른 원가 상승과 동일한 것으로 간주하는 오해에서 비롯된다고 보고 있다. 예전의 원가 상승 국면과 달리 환경비용의 부과는 정부라는 뚜렷한 주체에 의해 진행되고 있으며, KB투자증권은 정부가 요금인상을 통한 전력소비 억제에 대해 이러한 정책을 진행하고 있다는 판단이다.

만약 늘어난 만큼의 환경비용이 전기요금으로 반영되지 않는다면, 정부는 정책 목표 즉, 전력 소비의 억제를 달성할 수 없게 된다. 이 경우 환경비용 현실화의 정책적 목적이 모호해진다. 전기요금 인상을 할 수 없다면, 정부는 전기소비 억제 효과를 내지 못할 경우에는 환경비용의 현실화 정책을 중단할 가능성이 높다. 따라서 전기요금에 원가 연동제가 없다는 점을 두고 고민할 필요도 없다.

## 3. Earnings Forecast – 2000년대 중반보다 우호적인 환경

KB투자증권은 한국전력의 영업이익이 2020년까지 1) 기저발전의 발전량비중 확대에 따른 연료비 절감, 2) 민간석탄화력발전 가동에 따른 전력구입비 절감에 의한 꾸준한 실적 개선이 가능할 것으로 보고 있다. 이러한 한국전력의 실적 개선은 2010년부터 계속된 정부의 전력수급 안정화정책의 결과이다.

표 4. 한국전력 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)    | 단위    | 2012      | 2013   | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|-------|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 십억원   | 49,422    | 54,038 | 57,640  | 57,997  | 56,435  | 58,185  | 59,962  | 63,538  | 67,586  |
| 증감율          | YoY % | 13.7      | 9.3    | 6.7     | 0.6     | (2.7)   | 3.1     | 3.1     | 6.0     | 6.4     |
| 전력판매매출       | 십억원   | 46,238    | 50,488 | 54,673  | 55,001  | 53,401  | 55,188  | 57,002  | 60,654  | 64,787  |
| 기타 매출        | 십억원   | 3,184     | 3,549  | 2,967   | 2,996   | 3,034   | 2,998   | 2,960   | 2,885   | 2,799   |
| 영업비용         | 십억원   | 50,239    | 52,519 | 52,990  | 52,875  | 51,129  | 52,513  | 54,210  | 57,395  | 61,111  |
| 증감율          | YoY % | 13.0      | 4.5    | 0.9     | (0.2)   | (3.3)   | 2.7     | 3.2     | 5.9     | 6.5     |
| 연료비          | 십억원   | 24,810    | 24,144 | 23,755  | 23,866  | 21,999  | 22,103  | 22,817  | 22,977  | 22,995  |
| 전력구입비        | 십억원   | 9,801     | 11,329 | 11,600  | 10,511  | 10,381  | 11,031  | 11,474  | 13,744  | 16,437  |
| 기타비용         | 십억원   | 15,628    | 17,045 | 17,634  | 18,498  | 18,749  | 19,379  | 19,919  | 20,674  | 21,679  |
| 영업이익         | 십억원   | (818)     | 1,519  | 4,651   | 5,122   | 5,305   | 5,672   | 5,752   | 6,143   | 6,475   |
| 증감율          | YoY % | 적지        | 흑전     | 206.2   | 10.1    | 3.6     | 6.9     | 1.4     | 6.8     | 5.4     |
| 당기순이익 (지배주주) | 십억원   | (3,166.6) | 60.0   | 1,769.5 | 1,926.1 | 1,978.3 | 2,161.4 | 2,115.5 | 2,319.4 | 2,399.7 |
| OPM          | %     | (1.7)     | 2.8    | 8.1     | 8.8     | 9.4     | 9.7     | 9.6     | 9.7     | 9.6     |
| 연료비 / 매출액    | %     | 50.2      | 44.7   | 41.2    | 41.2    | 39.0    | 38.0    | 38.1    | 36.2    | 34.0    |
| 전력구입비 / 매출액  | %     | 19.8      | 21.0   | 20.1    | 18.1    | 18.4    | 19.0    | 19.1    | 21.6    | 24.3    |
| 기타비용 / 매출액   | %     | 31.6      | 31.5   | 30.6    | 31.9    | 33.2    | 33.3    | 33.2    | 32.5    | 32.1    |
| NM           | %     | (6.4)     | 0.1    | 3.1     | 3.3     | 3.5     | 3.7     | 3.5     | 3.7     | 3.6     |
| EPS          | 원     | (4,933)   | 93     | 2,756   | 3,000   | 3,082   | 3,367   | 3,295   | 3,613   | 3,738   |
| 증감율          | YoY % | 적지        | 흑전     | 2848.6  | 8.8     | 2.7     | 9.3     | (2.1)   | 9.6     | 3.5     |
| BPS          | 원     | 77,713    | 78,290 | 80,902  | 83,070  | 85,247  | 87,685  | 89,966  | 92,586  | 95,236  |
| ROE          | %     | (6.1)     | 0.1    | 3.5     | 3.7     | 3.7     | 3.9     | 3.7     | 4.0     | 4.0     |

자료: 한국전력, KB투자증권

향후 3년 간 한국전력의 영업환경은 2005~2007년보다 더 우호적일 것으로 보인다. 1) 물가상승률은 더 낮은 수준이고, 2) 전력원가가 지속적인 하락국면에 있기 때문이다.

표 5. 한국전력 영업상황 동향 (2013년~2011년)

| 항목                          | 단위      | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 전력판매량                       | 백만 Kwh  | 293,588 | 312,096 | 332,413 | 348,719 | 368,605 | 385,070 | 394,475 | 437,823 | 459,327 |
| 가용전력량                       | 백만 Kwh  | 323,210 | 342,361 | 364,414 | 380,927 | 402,837 | 420,877 | 433,354 | 474,066 | 496,434 |
| GENCO 원자력, 석탄 발전량           | 백만 Kwh  | 303,337 | 324,139 | 346,872 | 359,511 | 377,422 | 389,938 | 402,583 | 430,857 | 438,418 |
| GENCO 기타 발전량                | 백만 Kwh  | 3,477   | 3,052   | 2,886   | 2,936   | 2,779   | 3,833   | 4,196   | 4,527   | 4,992   |
| (IPP로부터의) 석탄 발전전력 구입량       | 백만 Kwh  | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       |
| (IPP로부터의) 기타 발전전력 구입량       | 백만 Kwh  | 16,396  | 15,170  | 14,656  | 18,480  | 22,636  | 27,106  | 26,575  | 38,682  | 53,024  |
| 전력판매매출                      | 십억원     | 21,926  | 23,277  | 24,753  | 26,653  | 28,696  | 30,329  | 32,975  | 37,390  | 40,647  |
| 연료비                         | 십억원     | 5,486   | 7,451   | 8,309   | 9,581   | 11,031  | 16,517  | 15,491  | 18,636  | 21,648  |
| 전력구입비 (REC 구매비용제외)          | 십억원     | 1,384   | 1,345   | 1,507   | 2,103   | 2,553   | 4,368   | 3,633   | 5,133   | 7,500   |
| CPI 상승률 (월별 단순평균)           | YoY %   | 3.5     | 3.6     | 2.8     | 2.2     | 2.5     | 4.7     | 2.8     | 2.9     | 4.0     |
| 전력판매단가                      | 원 / kwh | 74.7    | 74.6    | 74.5    | 76.4    | 77.9    | 78.8    | 83.6    | 85.4    | 88.5    |
| 연료단가                        | 원 / kwh | 18.1    | 23.0    | 24.0    | 26.6    | 29.2    | 42.4    | 38.5    | 43.3    | 49.4    |
| 전력구입단가                      | 원 / kwh | 84.4    | 88.7    | 102.8   | 113.8   | 112.8   | 161.2   | 136.7   | 132.7   | 141.4   |
| 기저발전량 (GENCO + IPP) / 가용전력량 | YoY %   | 77.8    | 75.7    | 77.3    | 75.9    | 74.1    | 77.0    | 78.8    | 73.2    | 71.4    |
| 석탄 발전중 IPP 비중               | YoY %   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타발전량 (GENCO + IPP) / 가용전력량 | YoY %   | 22.2    | 24.3    | 22.7    | 24.1    | 25.9    | 23.0    | 21.2    | 26.8    | 28.6    |

자료: 한국전력, KB투자증권

표 6. 한국전력 영업상황 동향 및 전망 (2012년~2020년)

| 항목                          | 단위      | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 전력판매량                       | 백만 Kwh  | 466,593 | 474,849 | 484,433 | 497,180 | 510,314 | 523,850 | 537,801 | 552,182 | 567,009 |
| 가용전력량                       | 백만 Kwh  | 508,664 | 517,039 | 522,630 | 538,515 | 553,111 | 567,835 | 582,964 | 598,553 | 614,625 |
| GENCO 원자력, 석탄 발전량           | 백만 Kwh  | 442,936 | 443,272 | 446,521 | 467,968 | 480,784 | 490,234 | 502,221 | 500,013 | 495,001 |
| GENCO 기타 발전량                | 백만 Kwh  | 5,335   | 6,086   | 6,116   | 6,116   | 6,133   | 6,116   | 6,116   | 6,116   | 6,133   |
| (IPP로부터의) 석탄 발전전력 구입량       | 백만 Kwh  | -       | -       | -       | -       | 9,448   | 14,970  | 16,898  | 33,446  | 53,231  |
| (IPP로부터의) 기타 발전전력 구입량       | 백만 Kwh  | 60,392  | 67,680  | 69,993  | 64,431  | 56,746  | 56,515  | 57,728  | 58,978  | 60,260  |
| 전력판매매출                      | 십억원     | 46,238  | 50,488  | 54,673  | 55,001  | 53,401  | 55,188  | 57,002  | 60,654  | 64,787  |
| 연료비                         | 십억원     | 24,810  | 24,144  | 23,755  | 23,866  | 21,999  | 22,103  | 22,817  | 22,977  | 22,995  |
| 전력구입비 (REC 구매비용제외)          | 십억원     | 10,257  | 11,091  | 11,449  | 10,511  | 10,381  | 11,031  | 11,474  | 13,744  | 16,437  |
| CPI 상승률 (월별 단순평균) 주)        | YoY %   | 2.2     | 1.3     | 1.3     | 2.6     |         |         |         |         |         |
| 전력판매단가                      | 원 / kwh | 99.1    | 106.3   | 112.9   | 111.0   | 105.0   | 105.7   | 106.3   | 110.2   | 114.6   |
| 연료단가                        | 원 / kwh | 56.0    | 54.5    | 53.4    | 51.4    | 46.1    | 45.4    | 45.7    | 46.3    | 46.8    |
| 전력구입단가                      | 원 / kwh | 169.8   | 163.9   | 163.6   | 163.1   | 156.8   | 154.3   | 153.8   | 148.7   | 144.8   |
| 기저발전량 (GENCO + IPP) / 가용전력량 | YoY %   | 68.6    | 65.7    | 67.6    | 71.3    | 76.0    | 76.8    | 76.8    | 76.8    | 76.8    |
| 석탄 발전중 IPP 비중               | YoY %   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 4.1     | 6.3     | 6.8     | 12.8    | 19.5    |
| 기타발전량 (GENCO + IPP) / 가용전력량 | YoY %   | 31.4    | 34.3    | 32.4    | 28.7    | 24.0    | 23.2    | 23.2    | 23.2    | 23.2    |

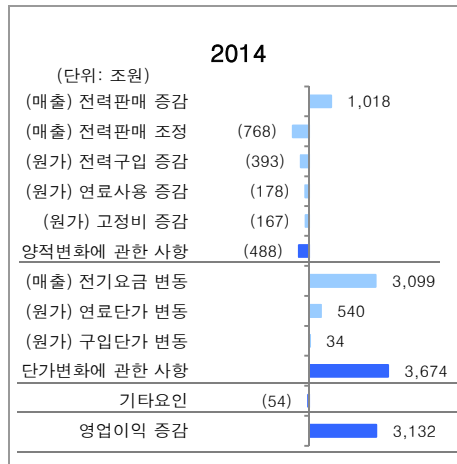
자료: 한국전력, KB투자증권

주: CPI 상승률 2014년은 1~5월 단순평균, 2015년은 FnGuide 컨센서스

2020년까지 이익 증가국면  
특히 2014년의 개선폭 클 것

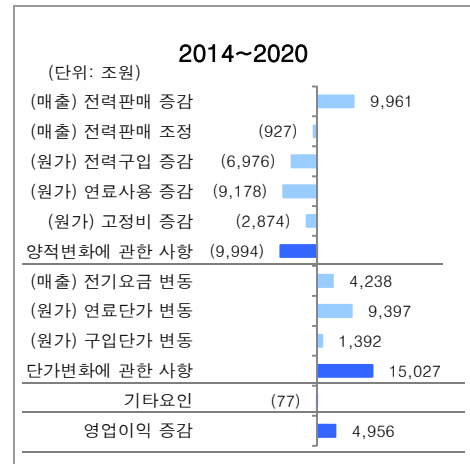
지난해 시작된 한국전력의 실적 개선국면은 2020년까지 이어질 것이라는 전망이다. 지난해 한국전력의 영업이익은 1.5조원을 기록, 3년 만의 흑자전환을 기록했다. KB투자증권은 2014년부터 2020년까지 7년 동안 한국전력의 영업이익은 추가적으로 5.0조원 증가할 것으로 보고 있으며, 특히 2014년의 영업이익 개선은 매우 클 것으로 보고 있다.(YoY +3.1조원 증가)

그림 16. 추정요소별 영업이익의 변동 기여



자료: 한국전력, KB투자증권 전망

그림 17. 추정요소별 영업이익의 변동 기여



자료: 한국전력, KB투자증권 전망

(I) 기저발전 확충에 따른 전력믹스의 개선

정부의 기저확충 노력이  
한국전력 실적 개선의 제1 원인

한국전력 실적 개선의 가장 큰 이유는 기저발전 확충을 위한 정부의 노력에 있다. 2011년 제한 송전사태에서 경험한 바와 같이 기저발전의 부족은 한국전력만의 문제가 아니라, 국가전체에 큰 위협이었다. 정부는 2010년부터 기저발전을 확충하는 정책을 시행해왔으며, 이러한 정책은 한국전력의 원가를 낮추고 실적을 개선시키는 효과가 있다. 향후 한국전력의 지속적인 실적 개선 가능성을 높게 보는 것은 정부의 기저발전의 확충 정책이 상당기간에 걸쳐 효력을 발휘할 것이기 때문이다.

2014년 한국전력의 영업이익은 전년대비 3.1조원 개선된 4.7조원이 될 것으로 예상하는데, 전기요금이 전년대비 6.1% 상승하면서 3.1조원의 이익 증가효과를 내는 것이 주된 원인이 될 것으로 보인다. 전기요금은 2013년 11월말 5.4% 인상되었으며, KB투자증권은 2014년 하반기 전기요금 인상률을 2.9%로 가정했다.

2015년 이후에는 전력 원가 하락이 두드러질 것으로 보인다. 2015년에는 연료단가 하락으로 1조원의 비용절감이 예상되며, 2016년에는 무려 4.2조원의 연료비가 줄어들 것으로 보인다. 이는 기저발전이 전체 가용 전력에 기여하는 비중이 지속 상승 (2014년 67.6% → 2015년 71.3% → 2016년 76.0%)할 것으로 예상되기 때문이다. KB투자증권은 2015부터 2016년까지 신고리 #3, #4 호기 신월성 #2호기, 신울진 #1호기 등 (총 6,600MW)이 신규 가동될 것으로 가정하고 있다. 석탄화력 발전소는 최대 11,436MW가 신규 가동할 것으로 보고 있다.

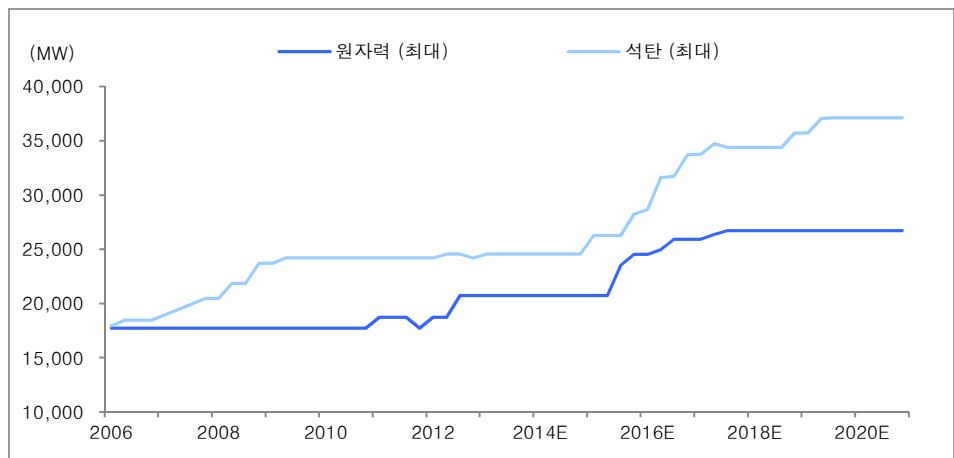
전체발전량에서 기저발전이 기여하는 비중은 2011년 이후 현저하게 악화되었다. 이는 2009년

이후 석탄화력발전 설비가 전혀 늘지 않았고, 2006년 올진 6호기 이후 2011년 신고리 1호기가 가동될 때까지 원자력 발전소의 증설도 없었기 때문이다. 이러한 기저발전의 부족 문제는 2012년 이후 원전의 정비기간이 길어지면서 더욱 심각해졌다. 한국전력은 부족한 기저발전을 값비싼 LNG 중심의 IPP 전력으로 대체할 수밖에 없었다.

#### 정부, 2010년부터 기저발전 확충 정책

이에 정부는 2010년 제 5차 전력수급계획을 통해 기저발전 비중을 적극적으로 확충하는 정책을 펼쳤다. 2014년 가동 목표로 석탄화력 영흥화력 #5, 6호기를 확정하고, 민간석탄화력발전 사업자 (동부당진, STX동해=現GS동해)를 최초로 승인하여 2016년부터 순차적으로 가동되게 하였다. 원전 6기를 계획에 신규 반영하여 장기적인 기저발전확충 계획도 세웠다.

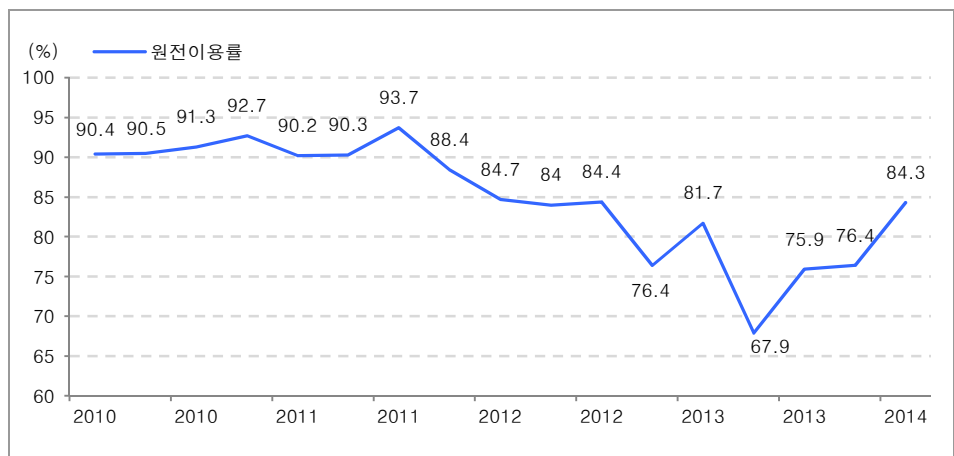
그림 18. GENCO의 기저발전 설비 증감 추이



자료: 한국전력, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

그림 19. 원전 이용률 추이



자료: 한국전력, KB투자증권

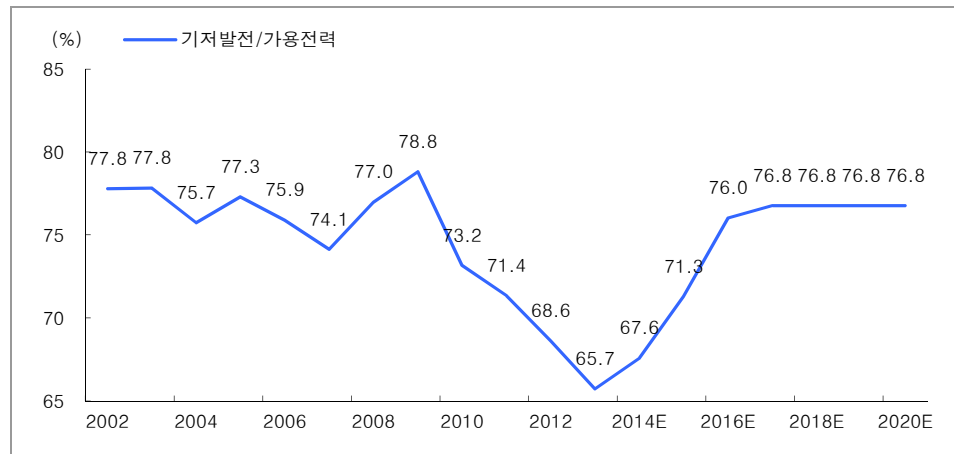
주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

### 지금부터 정부 노력의 결과물을 보는 시기

KB투자증권은 이제 이러한 정부 정책의 결과물을 눈앞에 두고 있다고 보고 있다. 영흥 #5, 6 호기는 다소 지연되었지만 2015년까지는 가동될 것으로 예상되고, 2016년부터는 민간화력 발전이 가동된다. 2017년 노후원전인 고리 #1호기가 가동 중단 되더라도 석탄화력발전소들이 계속해서 신규 가동에 들어갈 것으로 보여 기저발전의 비중은 높은 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

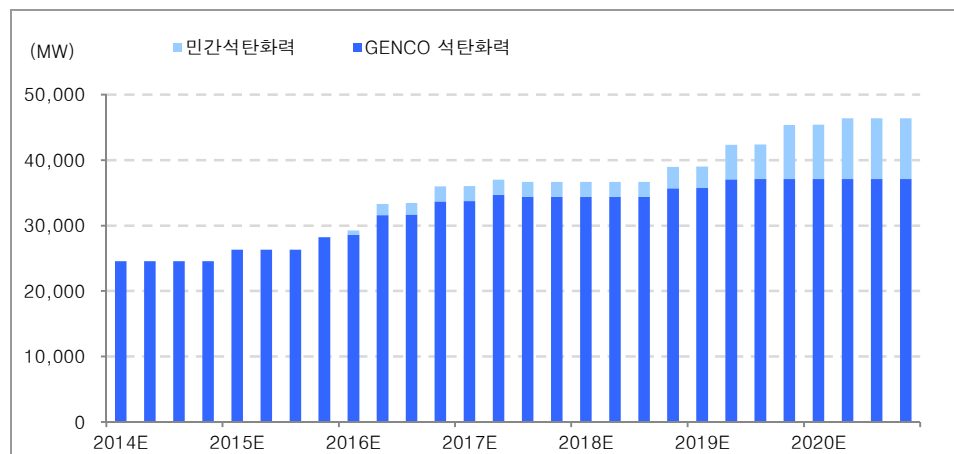
한국전력의 전체 가용 전력 판매량 (GENCO의 발전량 + IPP로부터의 전력구입량) 중 기저발전 전력이 차지하는 비중은 2013년 65.7%에서 2017년 이후에는 76.8%까지 회복할 수 있을 것으로 보인다. 76.8%는 2001년~2008년 한국전력의 가용전력 판매량에서 평균적으로 기저발전 전력이 차지했던 비중이다. 특히 2020년에는 국내 석탄발전의 19.5%를 차지하게 될 것으로 보이는 민간 석탄화력 발전소들의 기여가 클 것으로 보인다.

**그림 20. 기저발전의 전체발전량 기여도**



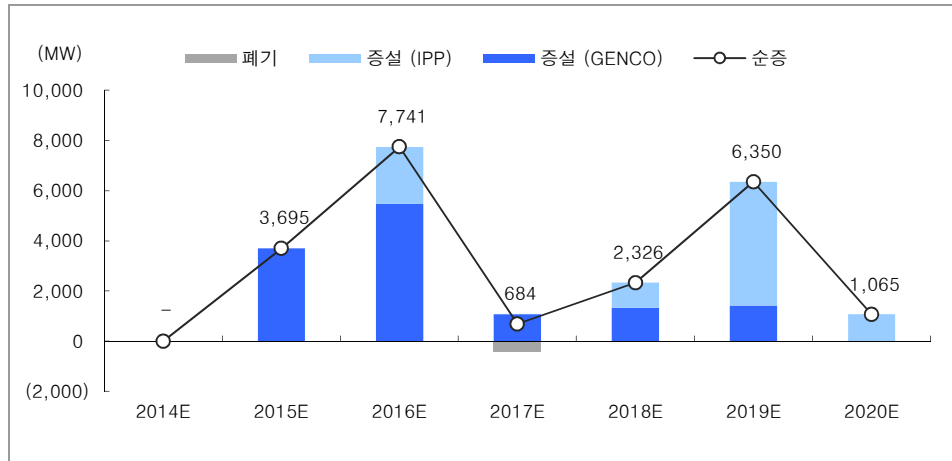
자료: 한국전력, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

**그림 21. 민간 석탄화력 Capacity 추이 전망**



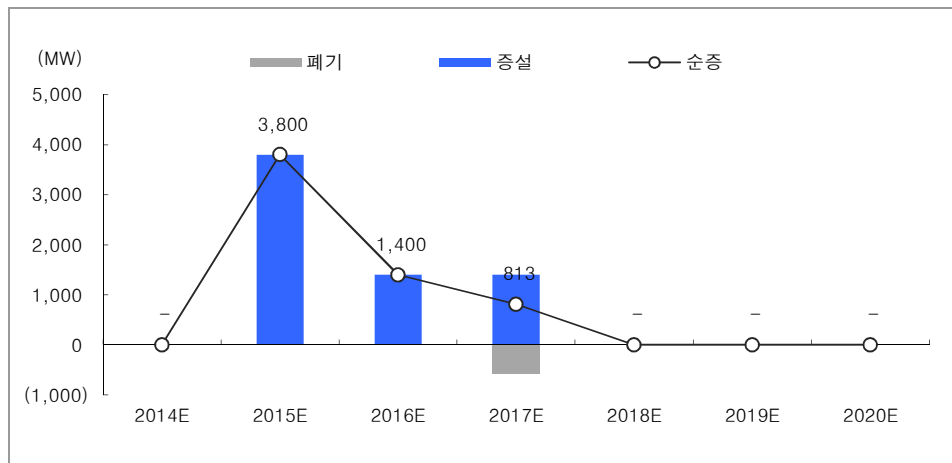
자료: 한국전력, KB투자증권 전망

그림 22. 원자력 발전설비 순증 추이



자료: 한국전력, 제 6차 전력수급계획, KB투자증권

그림 23. 석탄화력 발전설비 순증 추이

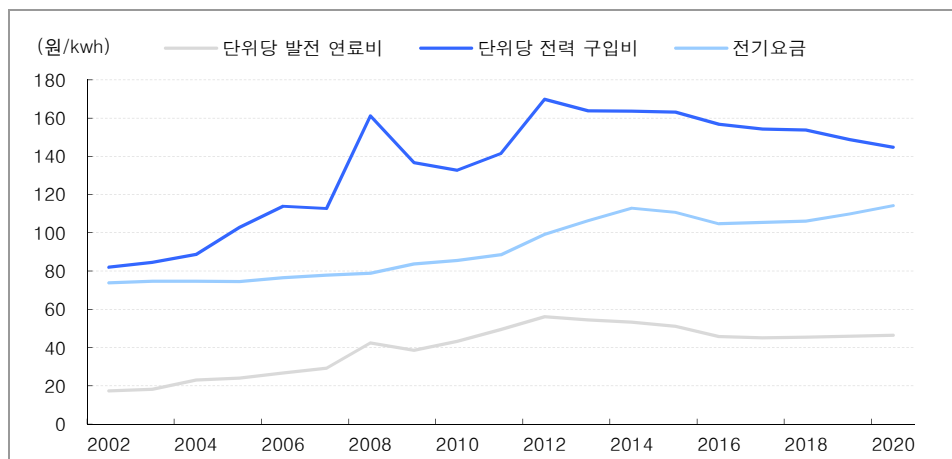


자료: 한국전력, 제 6차 전력수급계획, KB투자증권

한국전력 kwh 당 연료비와  
전력구매단가 하락예상

기저발전의 확충 결과, 한국전력의 kwh 당 연료비와 구입전력 단가는 장기간 하락하게 될 것이다. KB투자증권은 2012년 56.0원/kwh에 달했던 kwh 당 연료비가 2020년 46.5원/kwh까지 낮아질 것이라는 판단이다. IPP로부터의 전력구매단가도 169.8원/kwh에서 2020년 144.8원/kwh까지 낮아질 것으로 전망된다. 이러한 kwh 당 연료비의 하락에 따른 비용절감효과는 2013년 대비 2020년 9.3조원에 달할 것으로 보인다.

그림 24. 한국전력 전력 원가 및 판매가격 추이 및 전망



자료: 한국전력, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

지속적인 원가 하락으로 2015년에는 한국전력의 실적투보율이 적정투보율을 달성하게 될 것으로 전망한다. 요금 인하가 없다면 한국전력의 이익은 원가 하락에 힘입어 계속 증가할 것이다. 그러나 한국전력의 실적투보율이 적정투보율을 넘어서지 못한다고 보면, 낮아지는 원가를 따라 전기요금도 내려야 한다. 물론 요금 인하국면에서도 한국전력의 이익은 요금기저의 증가에 맞춰 꾸준히 증가하게 된다.

KB투자증권은 2017년 이후 전기요금 인상요인이 다시 발생할 것으로 보고 있는데, 이는 이 기간에 기저 발전의 확충이 많지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 신고리 #5, #6호기의 발주가 지연된 탓에 2017년 신울진 #2호기 가동 이후로 상당기간 동안 원전이 추가되지 않을 것으로 보이는데다가, 2017년에는 고리 #1호기가 가동을 완전 중단하고 폐로절차에 들어갈 가능성도 있다. GENCO의 석탄발전 설비도 2017년~2018년 기간에는 많이 증설되지 않는다. 따라서 부족해지는 전원은 민간 석탄발전소들이 채워나가게 될 것으로 보인다. 이는 구입전력비의 단가를 하락시키지만 (LNG 비중 축소, 석탄 비중 증가), 구입전력의 양은 증가 (GENCO 발전 비중 축소, IPP 비중 증가)하는 형태로 나타날 것으로 보이며, 원가의 증가요인이 될 것으로 예상된다.

## (2) 환경비용 증가는 요금으로 전가될 것

앞서 언급한 바와 같이 계속된 원가 하락으로 인해 2015년 이후의 전기요금은 하락 압박을 받을 것으로 보인다. 추가적인 비용증가가 없다면, 2015년 중반부터 전기요금 인하가 이루어져 2년간 단순합산 7.4%의 전기요금 인하발표가 있을 것이라는 전망이다. 그러나, 최근 들어 에너지

지세제 개편, 원전사후처리비용의 현실화, RPS 비율의 확대 등 한국전력의 비용을 증가시키는 정책들이 나오고 있는 상황이다. KB투자증권은 이러한 원가 증가가 전기요금으로 수월하게 전가될 것이라고 예상한다.

#### 과거에는 비용 증가시 요금으로 전가 안된 경우 많았지만

사실 시장에서는 환경비용의 현실화를 한국전력의 리스크로 보고 있는 입장이다. 분명 지금까지 한국전력의 원가 증가는 요금으로 전가되지 못한 경우가 많았다. 원칙상으로는 전력판매사업 매출로 발전원가와 투자보수를 합산한 총괄원가를 커버할 수 있도록 전기요금을 조정하도록 되어있지만 이러한 원칙은 잘 지켜지지 않았다. 2011년에는 연료비연동제가 도입되기도 했으나, 도입 즉시 보류되었고, 여섯 분기 만에 중단되었다.

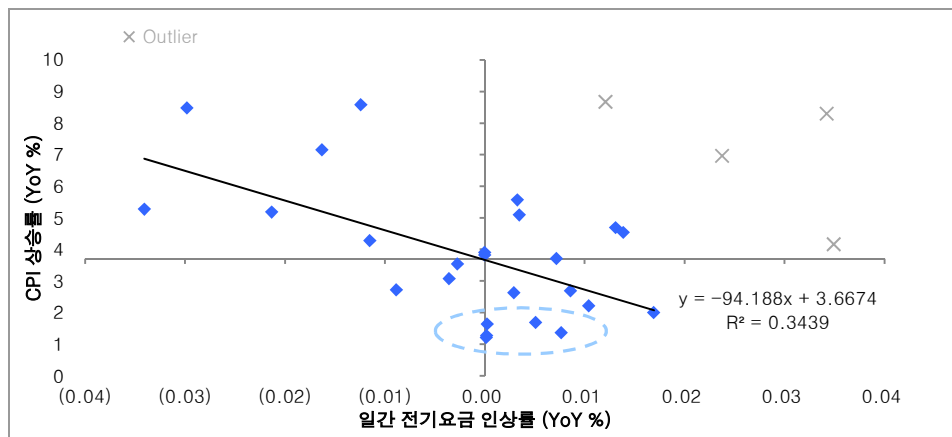
#### 지금의 비용 증가는 소비억제를 목표로 정부가 주도하는 것 요금인상 없이 목표달성 불가능

그러나 KB투자증권은 환경비용의 현실화로 인한 한전의 수익성 악화를 걱정할 필요는 없다는 결론이다. 현재의 상황은 과거의 그런 사례들과 완전히 다른 것이다. 현 정부의 목적 그 자체가 전기요금을 인상시켜 전기 소비를 억제하려는 것이기 때문이다. 만약 전력관련 환경비용을 한국전력만 부담하게 하고 소비자에게 전가하지 않으면, 정부는 소폭의 세수증대 말고는 얻을 것이 없다. 그러나 이를 전기요금에 반영하여 소비자에게 전가하면 소비억제 효과를 볼 수 있다. 따라서 증가하는 환경비용은 전기요금으로 전가될 수 있을 것으로 보인다.

#### 물가상승률과 전기요금인상률은 정확한 역의 관계

한편 이와 같이 전기요금을 올리는 정책을 쓸 수 있는 것은 현재의 물가상승률이 낮기 때문이다. KB투자증권은 과거 정부들이 전기요금정책에서 물가상승률을 최우선 고려사항으로 간주했던 것으로 보고 있다. 현재의 낮은 물가상승률이 유지되는 한, 정부는 환경비용의 현실화 정책을 고수할 수 있을 것으로 보인다.

그림 25. 전기요금 인상과 물가상승률의 관계 (현재는 기록적으로 낮은 물가상승률)



자료: 한국전력, 언론보도, KB투자증권

| 손익계산서        | (십억원)   |        |        |        |        |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2012    | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 매출액          | 49,422  | 54,038 | 57,640 | 57,997 | 56,435 |
| 증가율 (Y-Y, %) | 13.7    | 9.3    | 6.7    | 0.6    | (2.7)  |
| 매출원가         | 48,459  | 50,596 | 50,996 | 50,774 | 49,084 |
| 판매 및 일반관리비   | 1,780   | 1,923  | 1,993  | 2,101  | 2,045  |
| 기타           | (0)     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 영업이익         | (818)   | 1,519  | 4,651  | 5,122  | 5,305  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 적지      | 흑전     | 206.2  | 10.1   | 3.6    |
| EBITDA       | 6,179   | 8,911  | 12,453 | 13,464 | 14,052 |
| 증가율 (Y-Y, %) | 5.5     | 44.2   | 39.7   | 8.1    | 4.4    |
| 이자수익         | 215     | 192    | 203    | 197    | 196    |
| 이자비용         | 2,344   | 2,382  | 2,416  | 2,624  | 2,738  |
| 지분법손익        | 177     | (42)   | 110    | 0      | 0      |
| 기타           | (1,293) | 317    | 101    | 0      | 0      |
| 세전계속사업손익     | (4,063) | (396)  | 2,649  | 2,695  | 2,764  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 적지      | 적지     | 흑전     | 1.7    | 2.6    |
| 법인세비용        | (985)   | (571)  | 764    | 652    | 669    |
| 당기순이익        | (3,078) | 174    | 1,886  | 2,043  | 2,095  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 적지      | 흑전     | 981.9  | 8.3    | 2.6    |
| 순손익의귀속:      |         |        |        |        |        |
| 지배주주         | (3,167) | 60     | 1,769  | 1,926  | 1,978  |
| 비지배주주        | 89      | 114    | 116    | 117    | 117    |
| 이익률(%)       |         |        |        |        |        |
| 영업이익률(%)     | (1.7)   | 2.8    | 8.1    | 8.8    | 9.4    |
| EBITDA마진(%)  | 12.5    | 16.5   | 21.6   | 23.2   | 24.9   |
| 세전이익률(%)     | (8.2)   | (0.7)  | 4.6    | 4.6    | 4.9    |
| 순이익률(%)      | (6.2)   | 0.3    | 3.3    | 3.5    | 3.7    |

| 현금흐름표           | (십억원)    |          |          |          |          |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                 | 2012     | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
| 영업현금            | 3,917    | 6,884    | 10,547   | 9,968    | 11,129   |
| 당기순이익           | (3,078)  | 174      | 1,886    | 2,043    | 2,095    |
| 자산상각비           | 6,997    | 7,392    | 7,802    | 8,342    | 8,747    |
| 기타비현금성손익        | 4,234    | 3,069    | 1,220    | 0        | 0        |
| 운전자본증감          | (1,687)  | (834)    | 232      | (416)    | 287      |
| 매출채권감소(증가)      | (884)    | (310)    | 1,052    | (104)    | 95       |
| 재고자산감소(증가)      | (673)    | (1,207)  | (291)    | (73)     | 67       |
| 매입채무증가(감소)      | 379      | (236)    | (482)    | (239)    | 125      |
| 기타              | (509)    | 918      | (47)     | 0        | (0)      |
| 투자현금            | (11,719) | (14,503) | (14,906) | (13,859) | (12,254) |
| 단기투자자산감소        | 0        | 0        | 14       | 0        | 0        |
| 장기투자증권감소        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 설비투자            | 11,447   | 14,259   | 14,924   | 13,859   | 12,254   |
| 유무형자산감소         | 34       | 48       | (5)      | 0        | 0        |
| 재무현금            | 8,375    | 7,933    | 4,854    | 4,205    | 1,551    |
| 차입금증가           | 7,708    | 7,684    | 4,903    | 4,736    | 2,128    |
| 자본증가            | (55)     | (58)     | (7)      | (531)    | (578)    |
| 배당금지급           | 55       | 58       | 7        | 531      | 578      |
| 현금 증감           | 567      | 277      | 496      | 0        | 0        |
| 총현금흐름(Gross CF) | 8,152    | 10,636   | 10,908   | 10,385   | 10,842   |
| (-) 운전자본증가(감소)  | (612)    | 541      | (796)    | 416      | (287)    |
| (-) 설비투자        | (11,447) | (14,259) | (14,924) | (13,859) | (12,254) |
| (+) 자산매각        | 34       | 48       | (5)      | 0        | 0        |
| Free Cash Flow  | 20,246   | 24,402   | 26,624   | 23,828   | 23,384   |
| (-) 기타투자        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 잉여현금            | 20,246   | 24,402   | 26,624   | 23,828   | 23,384   |

자료: KB투자증권

주: 완전회식 EPS

| 대차대조표   | (십억원)   |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|         | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
| 자산총계    | 146,153 | 155,527 | 162,504 | 168,199 | 171,544 |
| 유동자산    | 13,933  | 15,269  | 14,889  | 15,066  | 14,904  |
| 현금성자산   | 2,645   | 2,673   | 3,051   | 3,051   | 3,051   |
| 매출채권    | 6,980   | 7,314   | 6,560   | 6,664   | 6,569   |
| 재고자산    | 3,440   | 4,280   | 4,366   | 4,439   | 4,372   |
| 기타      | 868     | 1,003   | 912     | 912     | 912     |
| 비유동자산   | 132,219 | 140,258 | 147,615 | 153,133 | 156,639 |
| 투자자산    | 8,570   | 8,962   | 9,916   | 9,916   | 9,916   |
| 유형자산    | 122,376 | 129,638 | 136,860 | 142,378 | 145,884 |
| 무형자산    | 884     | 813     | 839     | 839     | 839     |
| 부채총계    | 95,089  | 104,077 | 109,286 | 113,468 | 115,297 |
| 유동부채    | 18,817  | 20,214  | 21,300  | 21,303  | 20,831  |
| 매입채무    | 4,486   | 4,582   | 3,820   | 3,581   | 3,706   |
| 유동성이자부채 | 7,911   | 8,541   | 9,589   | 9,830   | 9,233   |
| 기타      | 6,420   | 7,091   | 7,892   | 7,892   | 7,892   |
| 비유동부채   | 76,272  | 83,863  | 87,985  | 92,166  | 94,466  |
| 비유동이자부채 | 46,945  | 53,942  | 57,804  | 61,985  | 64,284  |
| 기타      | 29,326  | 29,921  | 30,181  | 30,181  | 30,181  |
| 자본총계    | 51,064  | 51,451  | 53,219  | 54,730  | 56,247  |
| 자본금     | 3,210   | 3,210   | 3,210   | 3,210   | 3,210   |
| 자본잉여금   | 1,549   | 1,675   | 1,672   | 1,672   | 1,672   |
| 이익잉여금   | 32,564  | 32,766  | 34,552  | 36,064  | 37,581  |
| 자본조정    | 12,565  | 12,609  | 12,588  | 12,588  | 12,588  |
| *지배주주지분 | 49,889  | 50,260  | 52,021  | 53,533  | 55,050  |
| 순차입금    | 52,211  | 59,809  | 64,342  | 68,764  | 70,467  |
| 이자지급성부채 | 54,856  | 62,482  | 67,393  | 71,815  | 73,517  |

| 주요투자지표          | (십억원)   |        |        |        |        |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2012    | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| Multiples(x, %) |         |        |        |        |        |
| PER             | 0.0     | 371.7  | 14.7   | 13.5   | 13.1   |
| PBR             | 0.4     | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| PSR             | 0.4     | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.5    |
| EV/ EBITDA      | 11.6    | 9.2    | 7.2    | 7.0    | 6.9    |
| 배당수익율           | 0.0     | 0.3    | 2.1    | 2.2    | 2.3    |
| EPS             | (4,933) | 93     | 2,756  | 3,000  | 3,082  |
| BPS             | 76,336  | 77,024 | 79,728 | 82,082 | 84,446 |
| SPS             | 76,985  | 84,176 | 89,787 | 90,343 | 87,909 |
| DPS             | 0       | 90     | 830    | 900    | 920    |
| 수익성지표           |         |        |        |        |        |
| ROA             | (2.2)   | 0.1    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| ROE             | (6.0)   | 0.3    | 3.7    | 3.9    | 3.9    |
| ROIC            | (0.6)   | 1.1    | 3.1    | 3.4    | 3.4    |
| 안정성지표           |         |        |        |        |        |
| 부채비율            | 186.2   | 202.3  | 205.4  | 207.3  | 205.0  |
| 순차입비율           | 102.2   | 116.2  | 120.9  | 125.6  | 125.3  |
| 유동비율            | 74.0    | 75.5   | 69.9   | 70.7   | 71.5   |
| 이자보상배율          | (0.4)   | 0.7    | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| 활동성지표           |         |        |        |        |        |
| 총자산회전율(회)       | 0.3     | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.3    |
| 매출채권회전율(회)      | 7.0     | 7.6    | 8.3    | 8.8    | 8.5    |
| 재고자산회전율(회)      | 13.6    | 14.0   | 13.3   | 13.2   | 12.8   |
| 자산, 자본구조        |         |        |        |        |        |
| 투자자본(%)         | 89.6    | 89.9   | 89.5   | 90.0   | 90.3   |
| 차입금(%)          | 51.8    | 54.8   | 55.9   | 56.8   | 56.7   |

강성진 02) 3777-8483  
seongjin.kang@kbsec.co.kr

## Initiation

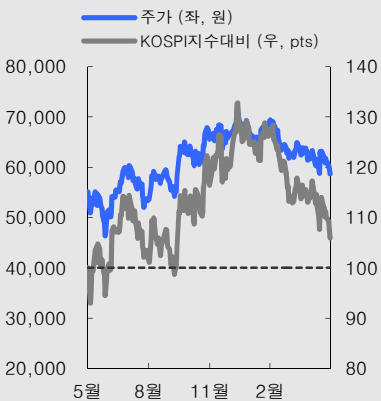
|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| 투자의견 (Initiate)               | <b>HOLD</b>       |
| 목표주가 (Initiate)               | <b>62,000 (원)</b> |
| Upside / Downside (%)         | 6.5               |
| 현재가 (06/02, 원)                | 58,200            |
| Consensus target price (원)    | 85,000            |
| Difference from consensus (%) | (27.1)            |

## Forecast earnings &amp; valuation

|               | 2013    | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)     | 38,063  | 37,860 | 35,712 | 33,606 |
| 영업이익 (십억원)    | 1,488   | 1,462  | 1,800  | 1,864  |
| 순이익 (십억원)     | (204)   | 580    | 806    | 860    |
| EPS (원)       | (2,395) | 6,293  | 8,734  | 9,318  |
| 증감율 (%)       | 적전      | 흑전     | 38.8   | 6.7    |
| PER (X)       | n/a     | 9.2    | 6.7    | 6.2    |
| EV/EBITDA (X) | 13.6    | 14.0   | 12.1   | 12.0   |
| PBR (X)       | 0.9     | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| ROE (%)       | (2.4)   | 6.3    | 8.2    | 8.2    |

## Performance

| (%)           | 1M     | 3M     | 6M     | 12M |
|---------------|--------|--------|--------|-----|
| 절대수익률         | (8.1)  | (16.1) | (12.2) | 4.7 |
| KOSPI대비 상대수익률 | (10.2) | (17.2) | (10.8) | 4.6 |



## Trading Data

|                |                           |
|----------------|---------------------------|
| 시가총액 (십억원)     | 5,373                     |
| 유통주식수 (백만주)    | 35                        |
| Free Float (%) | 38.4                      |
| 52주 최고/최저 (원)  | 71,100 / 46,352           |
| 거래대금 (3M, 십억원) | 14                        |
| 외국인 소유지분율 (%)  | 12.5                      |
| 주요주주 지분율 (%)   | 대한민국정부 46.6<br>국민연금공단 9.2 |

자료: Fnguide, KB투자증권

# 한국가스공사 (036460)

## 이익증가와 미수금 회수는 긍정적이나 현금흐름은 아직

한국가스공사에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 한국가스공사의 적정투자보수가 지속적으로 증가하고, 미수금 회수도 예상된다는 점은 긍정적이나, 해외 자원개발의 부담이 큰 2014년까지는 외부 자금의 조달이 필요하다. 정부의 재무구조 개선 요구에 부응하기 위해서는 자산 매각 등 추가적인 조치가 필요할 가능성도 배제할 수 없다. 좀더 장기적으로 볼 때, LNG는 전력소비의 대체재가 될 수 있기 때문에 정부는 LNG요금을 인상에 적극적이지 않을 것으로 보인다.

### 이익 증가와 미수금 회수 긍정적

한국가스공사의 이익은 요금기저와 적정투자보수율의 상승으로 꾸준히 증가할 것으로 생각된다. 해외 자원개발에서의 이익도 계속 성장할 것으로 보이며, 미수금 회수는 지속될 것으로 예상된다.

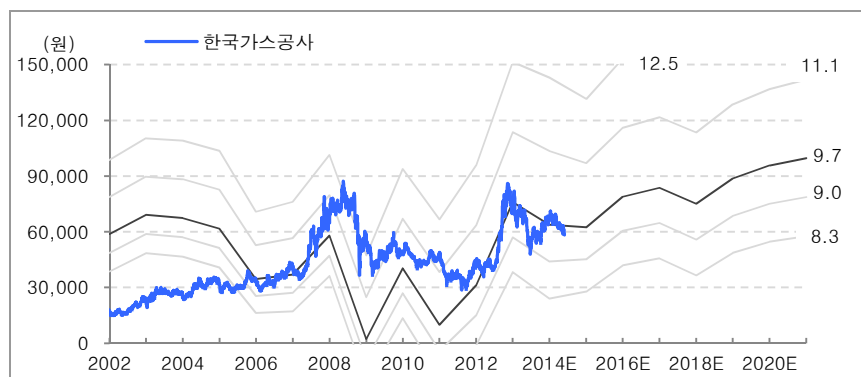
### Cash Flow의 흑자전환은 2018년부터, 즉각적인 재무구조 개선 요구는 가혹

동사는 2014년에도 3.5조원 규모의 투자가 집행될 것으로 보인다. 미수금 회수를 감안하더라도 2014년 영업활동으로 벌어들이는 현금 2.5조원에 불과해 차입금의 증대가 필요한 상황이다. 그러나 정부의 재무구조 개선 요구에 따라 기존의 수익 자산들을 매각해야 할 수도 있다는 점은 안타깝다. 전기소비를 억제해야하는 정부로서는 LNG 요금 인상에 적극적이지 않을 것이라는 점도 우호적인 환경은 아니다.

### 투자의견 HOLD, 목표주가 62,000원으로 커버리지 개시

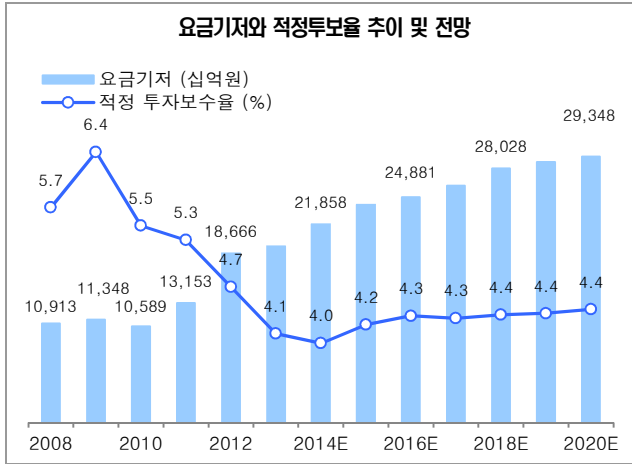
한국가스공사에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 가스공사의 부문별 자산가치에서 순차임금, 확정된 미래 투자의 리스크 반영분 등을 차감하여 산출했다.

### 한국가스공사 EV/EBITDA 밴드 (투자사업의 가치 조정 반영)



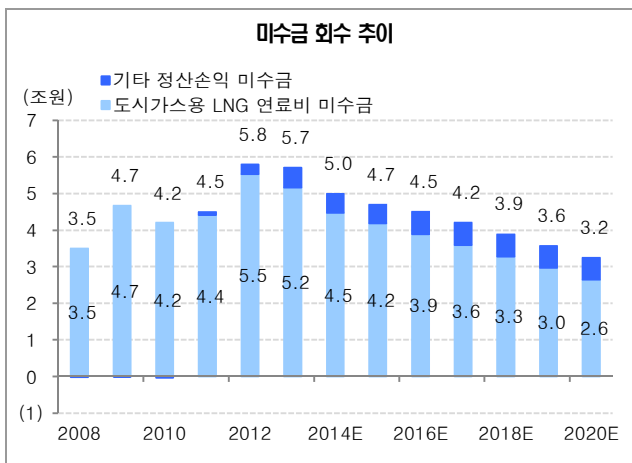
자료: KB투자증권

## I. Focus Charts



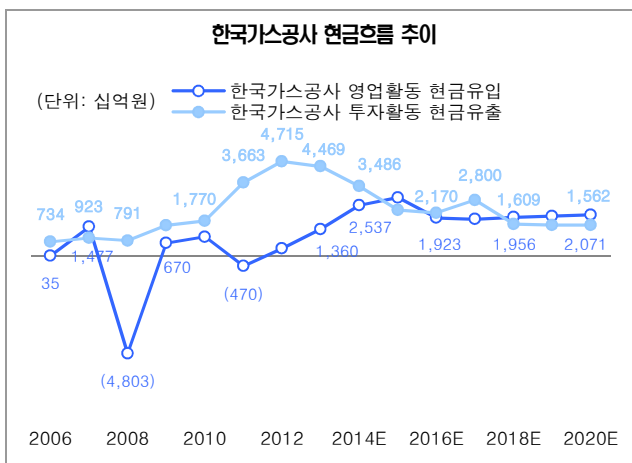
자료: 한국가스공사, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

- 재무구조가 개선됨에 따라 한국가스공사의 자기자본 비율이 높아지면서 적정 투자보수율도 높아지게 될 것
- 규제완화에 대한 투자가 계속 이루어지고 있어 요금기저도 꾸준히 증가할 것으로 예상됨
- 이에 따라 한국가스공사의 LNG 도매사업 적정투자는 계속 증가할 것
- 단, 향후 국내 LNG수요가 둔화될 것으로 보임에 따라, 장기적으로는 요금기저의 증가속도가 떨어질 가능성도 있음



자료: 한국가스공사, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

- 현재 한국가스공사의 도시가스용 LNG 판매요금에는 1.1원/MJ의 미수금 회수용 마진이 포함되어 있음
- 연료비 연동제는 3% 이내의 원가 변동요인은 반영하지 않으므로, 미수금 회수용 마진도 변동될 수 있으나, 미수금의 회수 기조는 계속 유지될 것으로 예상
- 도시가스용 LNG 연료비 관련 미수금은 2020년까지 2.6조원이 회수될 것으로 보임. 그러나 나머지 정산손익의 불확실성은 전체 미수금 축소를 지연시킬 수 있음



자료: 한국가스공사, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

- 2014년까지는 투자해야 할 자금이 영업에서 벌어들이는 현금보다 많은 상황
- 본격적으로 현금흐름이 개선되는 것은 2018년 이후가 될 것
- 가변적인 미수금 회수 속도에 따라서 정부가 제시한 부채비율 감축 목표는 기간 내 달성하지 못할 가능성이 있음
- 정부의 공공기관에 대한 즉각적인 재무구조 개선요구로 인해, 한국가스공사는 수익자산을 추가 매각해야 할 우려 발생

## 1. Valuation

한국가스공사의 상승여력은  
7.3%에 불과

KB투자증권은 한국가스공사에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 현재 시점에서의 한국가스공사의 상승여력은 6.5%에 불과하다는 판단이다.

한국가스공사의 적정주가는 Sum-of-the-Part 방식을 사용하여 산출했다. 한국가스공사의 LNG 도매사업과 각 해외자원개발 사업들의 차입금이 구분되어 공개되지 않기 때문에, KB투자증권은 각 사업부문의 자산으로서의 가치를 합산한 뒤, 전체 차입금을 차감하여 한국가스공사의 적정 가치를 산출하였다.

한국가스공사의 국내 LNG 도매사업의 EV는 21.1조원 (2014년 예상 EBITDA 2.2조원  $\times$  EV/EBITDA 9.7X)으로 평가했다. EV/EBITDA 9.7X는 2013년 한국가스공사에 적용된 배율이다.

한국가스공사의 6개 주요 해외광구 (주바이르, 바드라, 아카스, 만수리아, 미얀마, 모잠비크)에서 발생할 현금흐름의 가치는 8.1조원으로 평가했다. 주바이르, 바드라, 아카스, 만수리아, 미얀마 광구는 예상되는 미래 생산량을 추정하고, 이에 따른 현금 유입의 양을 현재가치로 환산했다. 모잠비크 광구는 유사 광구의 거래가격을 참조하여 평가했다.

기타 해외광구의 가치는 3.9조원으로 평가했다. 대여금과 종속기업지분의 형식으로 계상되어 있는 해외광구의 자산가치 중 상기 6개 주요 해외광구의 자산가치를 제외한 뒤 PBR 0.7X를 적용하여 산출했다.

이상의 각 사업부문의 자산가치는 합산 33.1조원으로 추산했다.

2014년말 한국가스공사의 조정 순차입금은 25.0조원으로 추정했다. 예상 순차입금 30.0조원에서 연말 예상 미수금 5.0조원을 차감한 것이다. 미수금을 차감한 이유는 앞서 LNG 도매사업의 EV를 추정할 때 사용한 EBITDA에 미수금 회수부분을 포함하지 않은 것과 일관성을 유지하기 위해서이다.

한편 확정된 해외투자에 대한 리스크는 2.8조원으로 추정했다. KB투자증권은 불확실한 자원개발 투자에 대해 PBR 0.7X를 적용하고 있으며, 향후 모잠비크 광구와 같이 매장량이 검증될 경우 재평가할 예정이다. 그런데 한국가스공사는 현재 진행 중인 해외광구에 일정기간 일정금액을 투자해야 할 것으로 보인다. 따라서 확정된 투자 금액에서 30%는 일단 기업가치에서 제외한다.

표 7. 한국가스공사 적정주가 산출

| (단위: 십억원)                           | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 비고 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|----|
| <b>LNG 도매사업 가치 (EV/EBITDA)</b>      |        |        |        |        |    |
| EBITDA                              | 2,188  | 2,349  | 2,404  | 2,437  |    |
| EV/EBITDA (X)                       | 9.7    | 9.7    | 9.7    | 9.7    |    |
| (A) LNG 도매사업 EV                     | 21,215 | 22,773 | 23,302 | 23,620 |    |
| <b>주요 E&amp;P 가치 (DCF, USD Mn.)</b> |        |        |        |        |    |
| Iraq Zubair (Oil)                   | 1,926  | 849    | 842    | 821    |    |
| Iraq Badra (Oil)                    | 1,202  | 1,322  | 1,303  | 1,221  |    |
| Iraq Akkas (LNG)                    | 2,200  | 2,420  | 2,583  | 2,669  |    |
| Iraq Mansuriyah (LNG)               | 332    | 366    | 387    | 396    |    |
| Myanmar A-1 A-3 (LNG)               | 37     | 38     | 35     | 32     |    |
| Mozambique A-4 (LNG)                | 2,284  | 2,284  | 2,284  | 2,284  |    |
| 가스공사 E&P 가치                         | 7,982  | 7,278  | 7,434  | 7,423  |    |
| 환율 (원/달러)                           | 1,020  | 1,020  | 1,020  | 1,020  |    |
| (B) 가스공사 E&P 가치                     | 8,141  | 7,424  | 7,582  | 7,571  |    |
| <b>기타 E&amp;P 가치 (PBR 0.7x)</b>     |        |        |        |        |    |
| 종속기업 (장부가치)                         | 3,837  | 3,837  | 3,837  | 3,837  |    |
| 연결기업대상 회사의 현금                       | 242    | 242    | 242    | 242    |    |
| 장기대여금                               | 2,720  | 2,720  | 2,720  | 2,720  |    |
| 주요 E&P 기업 장부가치 (차감)                 | 1,222  | 1,222  | 1,222  | 1,222  |    |
| Iraq Zubair                         | 426    | 426    | 426    | 426    |    |
| Iraq Badra                          | 357    | 357    | 357    | 357    |    |
| Iraq Akkas                          | 214    | 214    | 214    | 214    |    |
| Iraq Mansuriyah                     | 17     | 17     | 17     | 17     |    |
| Myanmar A-1, A-3                    | -      | -      | -      | -      |    |
| Mozambique A-4                      | 209    | 209    | 209    | 209    |    |
| 기타종속기업 장부가치                         | 5,577  | 5,577  | 5,577  | 5,577  |    |
| (C) 기타 E&P 가치                       | 3,904  | 3,904  | 3,904  | 3,904  |    |
| <b>순차입금</b>                         |        |        |        |        |    |
| 순차입금                                | 30,022 | 29,553 | 30,001 | 31,154 |    |
| 미수금                                 | 4,988  | 4,694  | 4,502  | 4,202  |    |
| (D) 조정 순차입금                         | 25,034 | 24,859 | 25,499 | 26,952 |    |
| <b>투자금액의 Risk</b>                   |        |        |        |        |    |
| 전체 프로젝트 현금흐름 (Cash Out)             | 9,196  | 7,745  | 6,515  | 5,224  |    |
| (E) 향후 E&P 투자Risk의 현재 가치            | 2,759  | 2,324  | 1,955  | 1,567  |    |
| (F) 자산의 가치 = (A) + (B) + (C)        | 33,260 | 34,101 | 34,788 | 35,095 |    |
| (G) 부채의 가치 = (D) + (E)              | 27,793 | 27,183 | 27,454 | 28,519 |    |
| (H) 유통주식의 가치 = (F) - (G)            | 5,467  | 6,918  | 7,334  | 6,576  |    |
| (I) 유통주식수 (천주)                      | 87,637 | 87,637 | 87,637 | 87,637 |    |
| 적정주가 (원) = (H) / (I)                | 62,383 | 78,939 | 83,687 | 75,032 |    |
| 상승여력 (%)                            | 7.2    | 35.6   | 43.8   | 28.9   |    |

자료: KB투자증권

## 2. 투자포인트

한국가스공사에 대한 투자판단의 근거는 아래와 같다.

- 1) 한국가스공사의 이익이 계속 증가하고, 미수금이 회수될 것이라는 점은 긍정적이나,
- 2) 현금흐름이 본격 호전되어 재무구조가 의미 있게 개선되는 것은 2018년 이후로 판단되고,
- 3) 정부의 재무구조 개선 요구에 부응하기 위해, 추가적인 자산 매각을 고려할 수도 있다.
- 4) 정부는 LNG 요금 인상에 대해서는 적극적이지 않을 것으로 보인다.

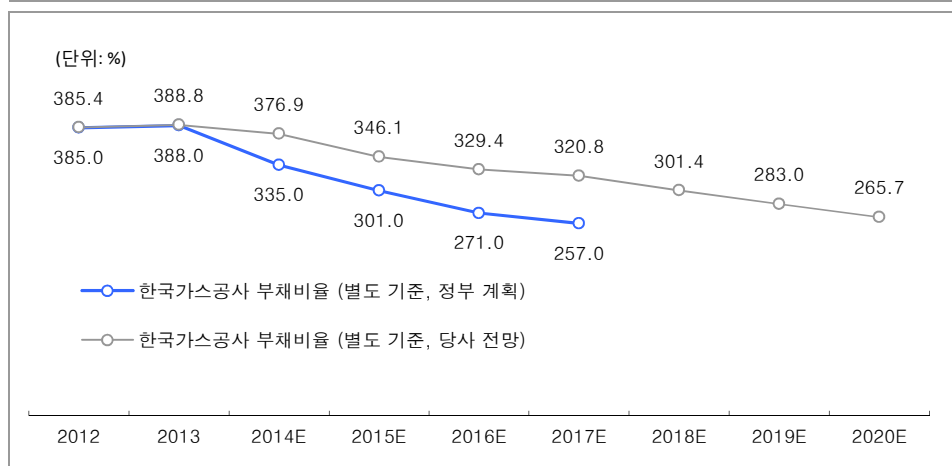
### 이익증가와 미수금 회수는 긍정적

한국가스공사의 실적이 점차 개선되고 미수금이 회수되는 점은 분명 긍정적으로 보인다. 정부의 공공기관 내실화 방침에 따라 한국가스공사의 재무구조는 점진적으로 개선될 것으로 보이고, 이는 적정투자보수율의 상승으로 이어져 동사의 이익은 점점 증가할 것으로 예상된다. LNG 도입가격이 안정되면서 연료비연동제가 유지되고, 미수금 회수도 지속적으로 이뤄질 것으로 보인다.

그럼에도 KB투자증권이 한국가스공사에 대해 보수적인 투자의견을 제시하는 것은 재무구조 개선을 요구하는 정부 정책이 한국가스공사에 다소 버거운 측면이 있기 때문이다.

정부는 한국가스공사가 2017년까지 부채비율을 257%로 낮출 것을 요구하고 있다. 그러나 KB 투자증권의 추정으로는 자산매각 없이 이러한 부채비율을 충족하는 것은 2020년에 이르러야 가능할 일 것으로 보인다. 한국가스공사가 차입금을 줄이기 어려운 것은 과중한 해외투자 자금 때문이다.

그림 26. 한국가스공사 예상부채비율 추이와 정부의 계획의 차이



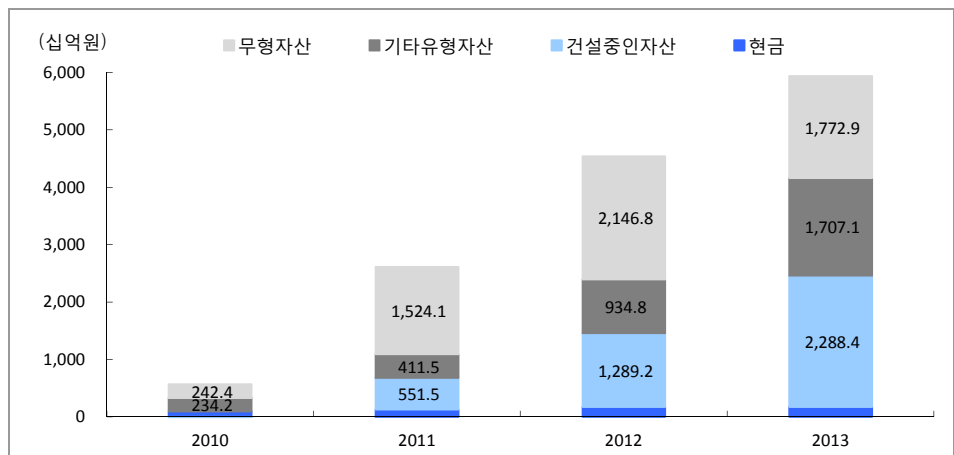
자료: 산업통상부, KB투자증권

2011년~  
해외자원 투자가 늘어나면서  
차입금 급증

2011년 이후 3년간 한국가스공사의 영업활동 현금흐름은 +5,129억원에 불과했다. 반면 같은 기간 투자활동 현금유출은 -13.1조원에 달했다. 차입금이 증가하지 않을 수 없는 구조다. 투자활동 현금유출이 크게 늘어난 것은 적극적인 해외자원개발 정책으로 인해 2011년 이후로 한국가스공사의 해외자원투자가 크게 늘어났기 때문이다. 2011년 이후 3년 간 한국가스공사 연결자회사들의 자산규모는 5.4조원 늘어난 것으로 추산되는데, 대부분이 해외자원개발과 관련된 것으로 추측된다.

그 결과, 한국가스공사의 순차입금은 2010년말 18.7조원에서 2013년말 28.9조원으로 급격히 증가(+10.2조원)했다. 미수금 증가에 따른 순차입금의 증가 1.5조원을 제외하더라도 3년 만에 8.7조원의 순차입금이 증가한 것이다.

그림 27. 연결자회사 자산 그래프

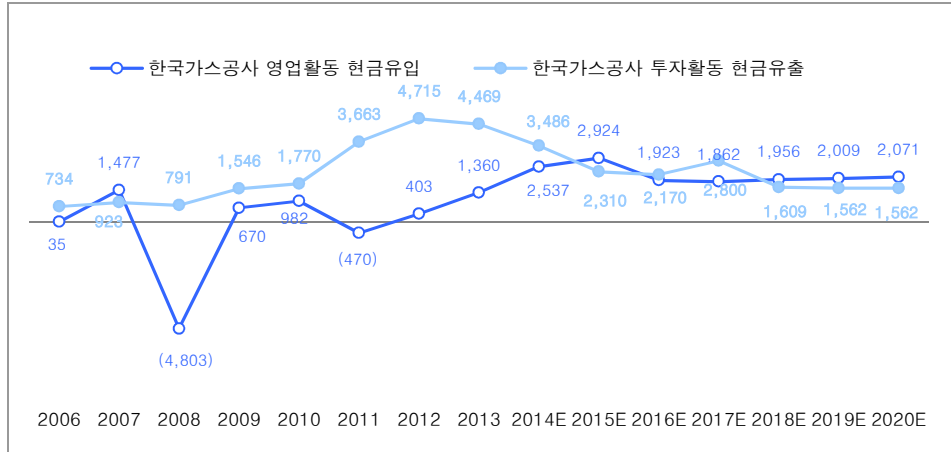


자료: 금융감독원, KB투자증권

차입금 축소는 2018년 이후  
2014년까지는 Cash Flow 적자

KB투자증권의 전망에 따르면 한국가스공사의 차입금은 2015년 이후 정체되기 시작하고 본격적인 차입금 축소는 2018년부터 이루어질 것으로 보인다. 2014년에는 한국가스공사의 투자활동 현금 유출이 3.5조원에 달해 영업활동에서의 현금유입 2.5조원을 상회할 것으로 보인다. 자산 매각이나, 자본보충 없이는 재무구조의 개선이 어려운 상황이다. 그러나 2018년부터는 영업활동에서의 현금유입이 투자활동 현금유출을 넘어서면서 차입금의 축소가 이루어질 것이라는 전망이다. 그러나 일단 2014년 한국가스공사는 차입을 늘려야 할 입장이다. 그러나 한국가스공사는 재무구조 개선의 필요성이 있다는 것이 한국가스공사의 고민으로 판단된다.

그림 28. 영업-투자활동 현금흐름 비교 차트



자료: 금융감독원, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

#### 재무구조 개선을 재촉받아... 추가 자산 매각 가능성

정부의 공공기관 정상화 방침에 부응하기 위해 한국가스공사가 수익자산을 매각하는 것도 검토할 가능성이 있어보인다. 한국가스공사는 재무비율의 개선과 투자자금의 확보 목적으로 영구채 및 영구 EB의 발행을 추진한 바 있다. 그러나 감사원은 이러한 조치들이 한국가스공사의 재무구조를 오히려 악화시킨다는 의견을 제시했다. 영구채와 영구 EB의 발행이 어렵다면, 한국가스공사의 추가 자산매각의 필요성은 높아질 것이다.

게다가 정부는 LNG요금을 억제하는 방침을 갖고 있는 것으로 보여 한국가스공사에 불리하게 작용할 것으로 보인다.

#### LNG 세금 경감과 요금기저 조정과 LNG 과세의 경감

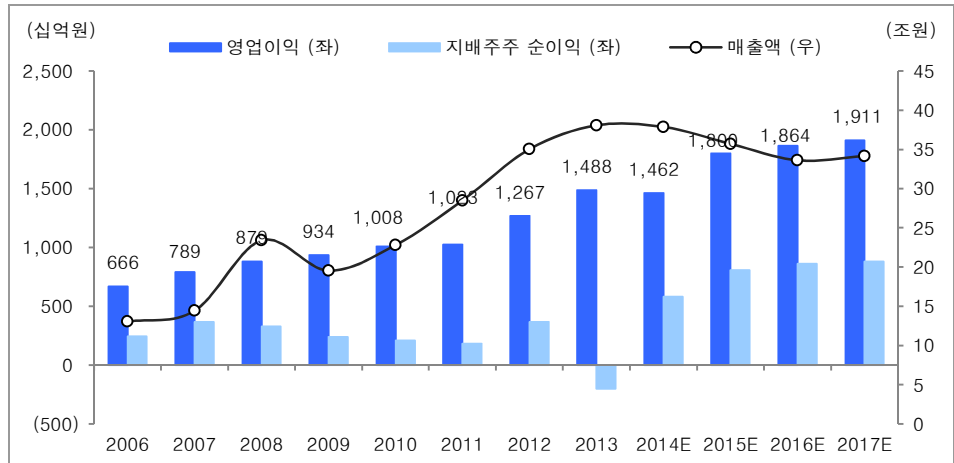
정부의 LNG요금 정책을 잘 보여주는 것은 LNG도매사업 요금기저의 조정과 LNG 소비세 경감이다. 2013년에는 한국가스공사 요금기저 산정 시 규제광구에 대한 대여금 형식의 투자분이 소급 제외되었다. 요금기저가 축소되면 한국가스공사의 LNG도매사업부분이 보장받는 적정 투자보수의 크기가 줄어들고, 따라서 LNG 요금을 낮출 수 있다. LNG에 부과되는 특별소비세는 오는 7월부터 인하된다. 세금 인하는 LNG 소비자요금의 인하로 직결된다.

#### 전력소비 분산을 위해 LNG 가격을 낮춰야 하는 정부 입장

정부가 LNG 소비자요금을 낮추는 정책들을 실시한 것은 전력소비 억제와 관련이 있어 보인다. 소비자들이 저렴한 LNG를 좀 더 많이 사용하게 된다면 전력이 집중된 에너지 소비를 분산시킬 수 있기 때문이다. 정부가 LNG 소비를 증진하려고 하는 한 LNG요금 인상에는 부정적인 입장을 취할 가능성이 높고, 이는 한국가스공사의 마진 확대를 어렵게 만들 것이다.

이상의 상황을 종합해볼 때, 한국가스공사의 가치가 개선되는 것은 현금흐름이 개선되는 2015년 이후가 될 것이라는 판단이다. 2015년 이후로는 해외투자가 줄어들기 때문에 한국가스공사가 자산을 매각하지 않고도 현금흐름이 개선될 가능성이 높아진다. 다만 정부의 전기소비 억제 정책에 따른 효과는 한국전력과 달리 불리하게 작용할 것이다.

그림 29. 한국가스공사 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, KB투자증권

주: 2014년부터의 수치는 KB투자증권의 전망치

## 3. Earnings Forecast – 적정투자보수의 꾸준한 증가와 미수금 회수

한국가스공사는 2020년까지 1) 요금기저의 꾸준한 증가, 2) 재무구조 개선에 따른 적정투보율의 상승에 힘입은 꾸준한 영업이익의 증가가 예상된다. 이와 더불어 2020년까지 3) 2.5조원의 미수금을 회수할 것으로 보인다. LNG 소비를 장려하기 위해 요금을 억제해야 하는 정부의 입장은 향후 한국가스공사 실적의 리스크로 작용할 수 있다.

표 8. 한국가스공사 실적 추이 및 전망

| 항목         | 단위    | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 십억원   | 35,031  | 38,063  | 37,860  | 35,712  | 33,606  | 34,159  | 35,176  | 36,172  | 37,204  |
| 증감율        | YoY % | 22.9    | 8.7     | (0.5)   | (5.7)   | (5.9)   | 1.6     | 3.0     | 2.8     | 2.9     |
| LNG판매 매출   | 십억원   | 34,485  | 37,423  | 37,090  | 34,853  | 32,745  | 33,297  | 34,315  | 35,311  | 36,343  |
| 기타매출       | 십억원   | 547     | 640     | 770     | 859     | 861     | 861     | 861     | 861     | 861     |
| 영업비용       | 십억원   | 33,765  | 36,575  | 36,398  | 33,912  | 31,742  | 32,248  | 33,171  | 34,132  | 35,122  |
| 증감율        | YoY % | 22.9    | 8.3     | (0.5)   | (6.8)   | (6.4)   | 1.6     | 2.9     | 2.9     | 2.9     |
| 재료비        | 십억원   | 31,882  | 34,499  | 34,207  | 31,857  | 29,735  | 30,243  | 31,142  | 32,051  | 32,991  |
| 기타비용       | 십억원   | 1,883   | 2,075   | 2,191   | 2,055   | 2,007   | 2,005   | 2,029   | 2,081   | 2,131   |
| 영업이익       | 십억원   | 1,267   | 1,488   | 1,462   | 1,800   | 1,864   | 1,911   | 2,005   | 2,041   | 2,082   |
| 증감율        | YoY % | 23.8    | 17.5    | (1.7)   | 23.1    | 3.6     | 2.5     | 4.9     | 1.8     | 2.0     |
| 당기순이익      | 십억원   | 367     | (201)   | 581     | 806     | 860     | 880     | 936     | 967     | 1,005   |
| OPM        | YoY % | 3.6     | 3.9     | 3.9     | 5.0     | 5.5     | 5.6     | 5.7     | 5.6     | 5.6     |
| 재료비 / 매출액  | YoY % | 91.0    | 90.6    | 90.4    | 89.2    | 88.5    | 88.5    | 88.5    | 88.6    | 88.7    |
| 기타비용 / 매출액 | YoY % | 5.4     | 5.5     | 5.8     | 5.8     | 6.0     | 5.9     | 5.8     | 5.8     | 5.7     |
| NIM        | YoY % | 18.2    | (10.0)  | 28.8    | 40.0    | 42.7    | 43.6    | 46.4    | 47.9    | 49.8    |
| EPS        | 원     | 5,050   | (2,628) | 6,629   | 9,200   | 9,815   | 10,037  | 10,679  | 11,038  | 11,468  |
| 증감율        | YoY % | 102.0   | 적전      | 흑전      | 38.8    | 6.7     | 2.3     | 6.4     | 3.4     | 3.9     |
| BPS        | 원     | 115,390 | 116,973 | 108,664 | 116,207 | 123,722 | 131,306 | 139,475 | 147,843 | 156,551 |

자료: 한국가스공사, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

표 9. 한국가스공사 주요 영업상황 가정

| 항목                   | 단위                | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| LNG 판매 매출            | 십억원               | 34,485 | 37,423 | 37,090 | 34,853 | 32,745 | 33,297 | 34,315 | 35,311 | 36,343 |
| 증감율                  | YoY %             | 22.5   | 8.5    | (0.9)  | (6.0)  | (6.0)  | 1.7    | 3.1    | 2.9    | 2.9    |
| 도시가스용 LNG 판매 매출      | 십억원               | 18,379 | 19,683 | 19,801 | 19,487 | 20,027 | 20,624 | 21,215 | 21,778 | 22,367 |
| 도시가스용 LNG 판매 단가      | 원/m <sup>3</sup>  | 767.6  | 803.0  | 772.7  | 796.3  | 796.8  | 799.0  | 800.3  | 800.0  | 800.0  |
| (A) 도시가스용 LNG 청구재료단가 | 원/m <sup>3</sup>  | 725.7  | 711.3  | 708.3  | 698.6  | 698.9  | 698.9  | 698.9  | 698.9  | 698.9  |
| (B) 도시가스용 LNG 정산재료단가 | 원/m <sup>3</sup>  | 687.4  | 737.6  | 738.7  | 710.5  | 710.5  | 710.5  | 710.5  | 710.5  | 710.5  |
| 미수금 회수 마진 (A) - (B)  | 원/m <sup>3</sup>  | (38.3) | 26.3   | 30.4   | 11.9   | 11.6   | 11.6   | 11.6   | 11.6   | 11.6   |
| 미수금                  | 십억원               | 5,794  | 5,711  | 4,988  | 4,694  | 4,502  | 4,202  | 3,886  | 3,570  | 3,244  |
| 미수금의 증감              | 십억원               | 1,304  | (84)   | (722)  | (295)  | (192)  | (300)  | (316)  | (317)  | (325)  |
| 도시가스용 LNG 판매량        | 백만 m <sup>3</sup> | 23,945 | 24,512 | 25,627 | 24,472 | 25,133 | 25,811 | 26,508 | 27,224 | 27,959 |
| 발전용 LNG 판매 매출        | 십억원               | 16,105 | 17,740 | 17,288 | 15,366 | 12,718 | 12,673 | 13,100 | 13,533 | 13,976 |
| 발전용 LNG 판매 단가        | 원/m <sup>3</sup>  | 801.6  | 793.7  | 723.6  | 704.3  | 741.9  | 743.9  | 744.2  | 744.2  | 744.1  |
| 발전용 LNG 판매량          | 백만 m <sup>3</sup> | 20,090 | 22,352 | 23,893 | 21,818 | 17,142 | 17,035 | 17,601 | 18,185 | 18,783 |
| 요금기저                 | 십억원               | 18,666 | 19,445 | 21,858 | 24,013 | 24,881 | 26,132 | 28,028 | 28,728 | 29,348 |
| 적정투자보수율              | %                 | 4.7    | 4.1    | 4.0    | 4.2    | 4.3    | 4.3    | 4.4    | 4.4    | 4.4    |
| 자원개발 프로젝트 현금흐름       | 십억원               | 942    | 1,561  | 1,209  | 377    | 544    | 699    | 853    | 1,008  | 1,077  |

자료: 한국가스공사, KB투자증권

주: 2014년부터는 KB투자증권의 전망치

## (1) 적정 투자보수율의 상승과 요금기저 문제

## 재무구조 개선→적정 투보율 상승

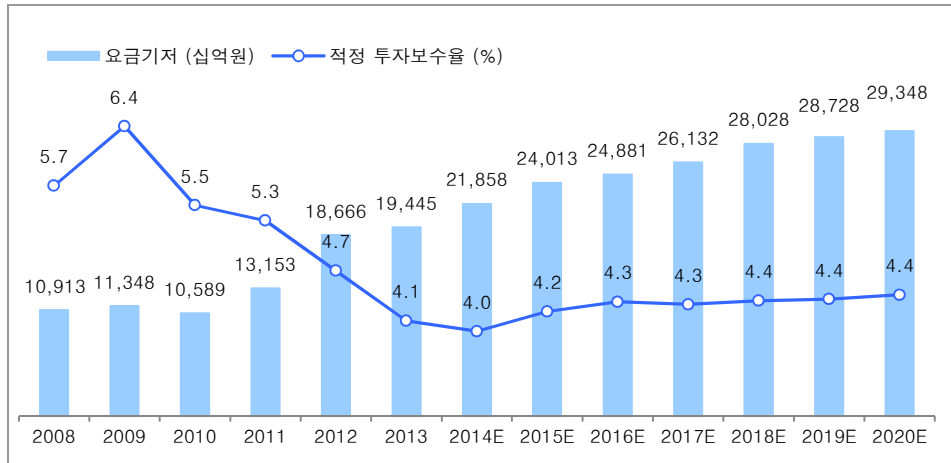
한국가스공사 국내 LNG 도매사업부문의 이익은 요금기저의 증가와 적정투보율의 상승에 의해 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 그러나 LNG 판매증가 속도가 둔화될 것으로 보이면서 요금기저 증가속도는 둔화될 수 있다.

한국가스공사의 적정투자보수율은 재무구조 개선의 영향으로 계속 상승할 것으로 보인다. 한국가스공사의 적정투자보수율을 계산할 때 사용되는 자기자본의 기대수익률 계산식에서 리스크프리미엄이 고정되어 있으므로 차입금이 줄어들어도 (기업의 리스크가 줄어들어도) 자기자본의 기대수익률이 낮아지지는 않는다. 그런데 재무구조 개선시 요금기저에서 자기자본이 차지하는 비중이 늘어나므로 적정 투자보수율은 상승하게 된다.

## 요금기저 꾸준히 증가할 것

한국가스공사의 요금기저도 계속 증가할 것으로 보인다. 그러나 요금기저의 증가속도가 둔화될 가능성도 배제할 수는 없다. 2013년 19.5조원에서 2020년 29.3조원까지 증가할 것으로 보인다. 요금기저가 꾸준히 증가하는 이유는 삼척 제 4 저장기지의 건설과 배관망 구축으로 인해 꾸준한 투자가 이뤄지는데다가, 해외 규제 광구에 대한 투자도 계속될 것으로 보이기 때문이다. 다만 국내 LNG 수요증가율이 떨어져 간다는 점, 정부는 전력의 대체재인 가스 소비를 늘리고 싶어한다는 점이 요금기저에 어떻게 반영될지 주목해야 한다.

그림 30. 적정투자보수율과 요금기저 차트



자료: 한국가스공사, KB투자증권  
주: 2014년부터는 KB투자증권 전망치

KB투자증권은 정부가 LNG요금을 억제하려는 의도를 가지고 있다고 판단하고 있다. KB투자증권은 이러한 정부의 입장이 한국가스공사의 요금기저에 불확실성을 야기할 수도 있다는 생각이다.

정부의 전망에 따르면 국내 LNG수요는 2012년부터 2027년까지 정체될 것으로 보인다. 특히 같은 기간 발전용 LNG 수요는 연평균 5.5%씩 감소할 것으로 보인다. 지난 2006년~2013년 LNG판매량은 연평균 7.4% 증가한 반면, 요금기저는 연평균 13.7%나 증가했다. 그러나, 향후 LNG수요가 정체된다는 전망을 두고 볼 때 요금기저가 계속 증가할 것으로 보기는 어렵다.

전기소비 억제에 위해  
낮은 LNG 가격이 필요한  
정부

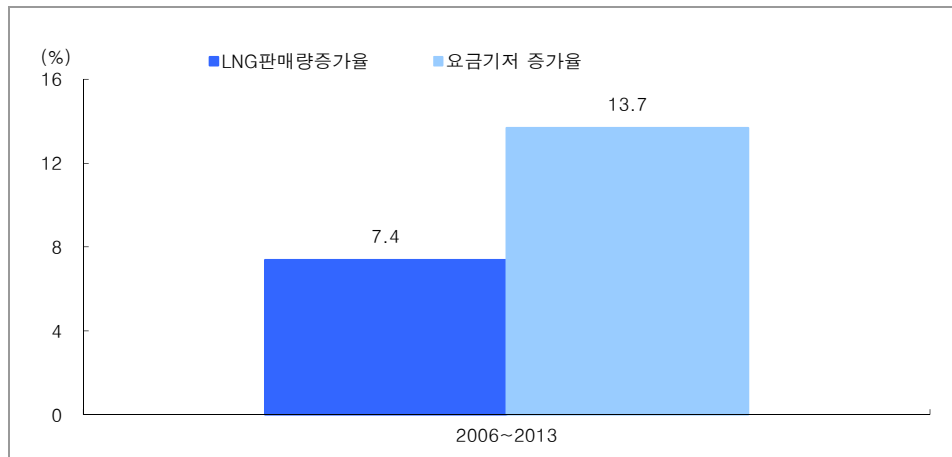
게다가 정부는 전력소비를 억제하려는 의도를 가지고 있으며, 전력소비를 억제하기 위해서는 전기의 대체재가 될 수 있는 LNG의 가격을 낮추는 것도 하나의 방법이 될 수 있다. 정부는 이미 이와 같은 정책을 추진한 바 있다. 2013년부터 해외광구에 대한 대여금이 요금기저에서 제외되었다. 올해 7월부터는 LNG에 부과되던 특별소비세가 인하된다. 이 두 가지 조치는 모두 LNG의 소비자가격을 낮추는 효과를 갖는다. 정부가 LNG 소비자요금을 낮추려는 의도를 갖고 있다면, 한국가스공사는 LNG 판매 마진을 수월하게 확대하지 못할 것으로 보인다.

표 10. 장기 LNG 수급 전망

| (단위: 천 톤) | 1987  | 1997   | 2002   | 2005   | 2011   | 2012   | 2015E  | 2020E  | 2027E  | 연평균증가율 (%) |         |         |         |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|---------|---------|
|           |       |        |        |        |        |        |        |        |        | '87~'02    | '02~'11 | '87~'11 | '12~'27 |
| 도시가스      | 75    | 5,770  | 11,194 | 14,033 | 18,615 | 20,108 | 22,156 | 25,952 | 29,943 | 39.6       | 5.8     | 25.8    | 2.7     |
| 발전용       | 1,537 | 5,377  | 6,509  | 9,099  | 16,786 | 18,179 | 17,611 | 8,018  | 7,756  | 10.1       | 11.1    | 10.5    | (5.5)   |
| 합계        | 1,612 | 11,147 | 17,703 | 23,132 | 35,401 | 38,287 | 39,767 | 33,970 | 37,699 | 17.3       | 8.0     | 13.7    | (0.1)   |

자료: 산업통상부 '제 11차 장기 천연가스 수급계획 (2013~2027)', KB투자증권

그림 31. LNG판매량과 가스공사 요금기저 증가율 (2006~2013 CAGR)



자료: 한국가스공사, KB투자증권

## (2) 미수금의 회수

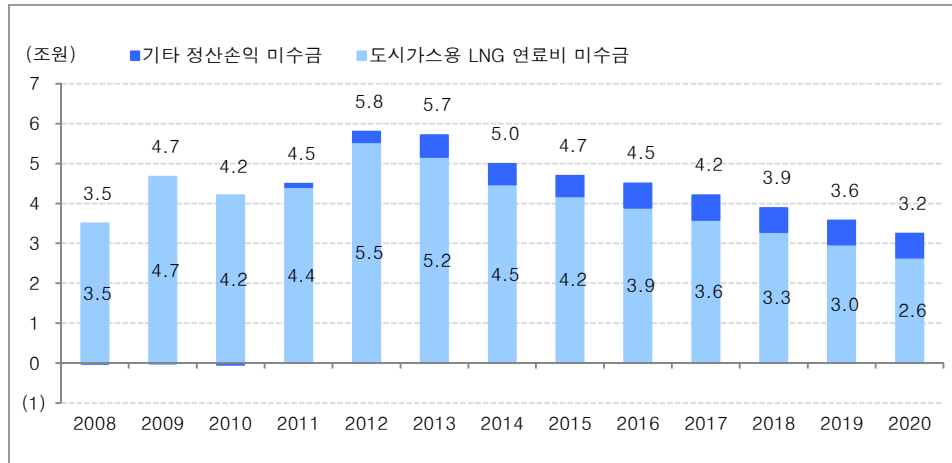
한국가스공사의 미수금은 지속적으로 회수될 예정이다. KB투자증권은 2014년 0.7조원, 2015년 이후 매년 3,000억원의 미수금 회수가 가능할 것으로 보고 있다. 다만 기타 정산손익 미수금증가로 미수금 감소 속도가 일부 상쇄될 가능성도 배제할 수는 없다.

### 도시가스용 LNG 연료비 미수금 계속 회수될 것

도시가스용 LNG 판매에서 미수금은 실제 채료비단가가 정산 (요금에 반영된) 채료비단가 보다 높을 때 누적되고, 낮을 때 축소된다. 현재 도시가스용 LNG에는 1.1원/MJ의 미수금 회수용 마진이 붙어있어 LNG를 판매할 때마다 미수금이 회수된다. 도시가스용 LNG의 연료비 연동제는 3% 이내의 연료비 변동효과에는 반응하지 않게 되어있어 미수금 회수의 폭은 다소 가변적이나, 전체 LNG 판매가격에서 미수금회수마진이 차지하는 비중은 5.4%에 달하고 있어 미수금의 축소 기조는 계속 이어질 가능성이 높다.

다만 불확실한 것은 도시가스용 LNG 미수금 이외의 미수금이다. 2013년 도시가스용 LNG 미수금은 3,713억원 감소했지만, 기타 미수금은 2,875억원 증가해 전체 미수금 축소는 838억원에 불과했다. 기타 미수금은 발전용 LNG의 연료비 관련 미수금과 공급비용 관련 미수금으로 구성되어 있다. 이러한 기타 미수금은 지난 3년간 5,836억원 증가했는데 이러한 추세가 지속될 경우 한국가스공사의 재무구조 개선을 저해하는 요인이 될 것이다.

그림 32. 미수금 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, KB투자증권

| 손익계산서        | (십억원)  |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 매출액          | 35,031 | 38,063 | 37,860 | 35,712 | 33,606 |
| 증가율 (Y-Y, %) | 23.2   | 8.7    | (0.5)  | (5.7)  | (5.9)  |
| 매출원가         | 33,422 | 36,215 | 36,050 | 33,587 | 31,436 |
| 판매 및 일반관리비   | 343    | 360    | 348    | 326    | 307    |
| 기타           | 0      | (0)    | 0      | 0      | 0      |
| 영업이익         | 1,267  | 1,488  | 1,462  | 1,800  | 1,864  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 23.8   | 17.5   | (1.7)  | 23.1   | 3.6    |
| EBITDA       | 2,323  | 2,611  | 2,541  | 2,917  | 2,978  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 24.3   | 12.4   | (2.7)  | 14.8   | 2.1    |
| 이자수익         | 16     | 17     | 17     | 17     | 17     |
| 이자비용         | 857    | 838    | 894    | 920    | 913    |
| 지분법손익        | 115    | 118    | 152    | 167    | 166    |
| 기타           | (22)   | (637)  | 22     | 0      | 0      |
| 세전계속사업손익     | 519    | 149    | 760    | 1,063  | 1,134  |
| 증가율 (Y-Y, %) | 33.2   | (71.2) | 409.4  | 39.9   | 6.7    |
| 법인세비용        | 156    | 353    | 179    | 257    | 274    |
| 당기순이익        | 362    | (204)  | 580    | 806    | 860    |
| 증가율 (Y-Y, %) | 107.2  | 적전     | 흑전     | 38.8   | 6.7    |
| 순손익의귀속:      |        |        |        |        |        |
| 지배주주         | 367    | (201)  | 581    | 806    | 860    |
| 비지배주주        | (5)    | (3)    | (1)    | (1)    | (1)    |
| 이익률(%)       |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(%)     | 3.6    | 3.9    | 3.9    | 5.0    | 5.5    |
| EBITDA마진(%)  | 6.6    | 6.9    | 6.7    | 8.2    | 8.9    |
| 세전이익률(%)     | 1.5    | 0.4    | 2.0    | 3.0    | 3.4    |
| 순이익률(%)      | 1.0    | (0.5)  | 1.5    | 2.3    | 2.6    |

| 현금흐름표           | (십억원)   |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
| 영업현금            | 403     | 1,360   | 2,366   | 2,630   | 1,732   |
| 당기순이익           | 362     | (204)   | 580     | 806     | 860     |
| 자산상각비           | 1,056   | 1,122   | 1,079   | 1,117   | 1,113   |
| 기타비현금성손익        | 935     | 1,701   | 205     | (167)   | (166)   |
| 운전자본증감          | (1,179) | (476)   | 741     | 874     | (75)    |
| 매출채권감소(증가)      | (1,567) | 651     | 230     | 784     | (67)    |
| 재고자산감소(증가)      | 1,468   | (600)   | 84      | 273     | (23)    |
| 매입채무증가(감소)      | 228     | (545)   | (92)    | (183)   | 16      |
| 기타              | (1,308) | 18      | 519     | 0       | (0)     |
| 투자현금            | (4,715) | (4,469) | (3,315) | (2,015) | (1,978) |
| 단기투자자산감소        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 장기투자증권감소        | 0       | (1)     | 124     | 167     | 166     |
| 설비투자            | 3,211   | 3,815   | 2,430   | 1,284   | 630     |
| 유무형자산감소         | (1,077) | (570)   | (66)    | 0       | 0       |
| 재무현금            | 4,477   | 3,126   | 1,092   | (614)   | 247     |
| 차입금증가           | 4,532   | 2,536   | 1,092   | (469)   | 448     |
| 자본증가            | (55)    | 590     | 0       | (145)   | (202)   |
| 배당금지급           | 55      | 119     | 0       | 145     | 202     |
| 현금 증감           | 91      | (23)    | 159     | 0       | 0       |
| 총현금흐름(Gross CF) | 2,354   | 2,620   | 1,864   | 1,756   | 1,807   |
| (-) 운전자본증가(감소)  | (310)   | 957     | (339)   | (874)   | 75      |
| (-) 설비투자        | (3,211) | (3,815) | (2,430) | (1,284) | (630)   |
| (+) 자산매각        | (1,077) | (570)   | (66)    | 0       | 0       |
| Free Cash Flow  | 4,797   | 4,907   | 4,567   | 3,914   | 2,362   |
| (-) 기타투자        | (0)     | 1       | (124)   | (167)   | (166)   |
| 잉여현금            | 4,797   | 4,907   | 4,691   | 4,080   | 2,528   |

자료: KB투자증권  
주: 완전회식 EPS

| 대차대조표    | (십억원)  |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 자산총계     | 40,622 | 43,666 | 45,415 | 45,424 | 46,546 |
| 유동자산     | 11,786 | 12,239 | 11,888 | 10,832 | 10,923 |
| 현금성자산    | 323    | 281    | 421    | 421    | 421    |
| 매출채권     | 8,045  | 7,409  | 7,060  | 6,276  | 6,344  |
| 재고자산     | 1,894  | 2,493  | 2,410  | 2,137  | 2,160  |
| 기타       | 1,524  | 2,056  | 1,997  | 1,997  | 1,997  |
| 비유동자산    | 28,836 | 31,427 | 33,527 | 34,591 | 35,623 |
| 투자자산     | 6,846  | 6,894  | 7,431  | 8,328  | 9,843  |
| 유형자산     | 19,583 | 22,458 | 24,079 | 24,247 | 23,763 |
| 무형자산     | 2,407  | 2,075  | 2,017  | 2,017  | 2,017  |
| 부채총계     | 32,253 | 34,734 | 35,893 | 35,241 | 35,705 |
| 유동부채     | 10,183 | 8,338  | 7,295  | 6,238  | 6,548  |
| 매입채무     | 2,725  | 2,223  | 2,094  | 1,911  | 1,926  |
| 유동성이자부채  | 7,174  | 5,790  | 4,900  | 4,026  | 4,320  |
| 기타       | 285    | 325    | 302    | 302    | 302    |
| 비유동부채    | 22,070 | 26,395 | 28,598 | 29,002 | 29,157 |
| 비유동성이자부채 | 19,987 | 23,720 | 25,815 | 26,219 | 26,374 |
| 기타       | 2,083  | 2,676  | 2,783  | 2,783  | 2,783  |
| 자본총계     | 8,369  | 8,933  | 9,522  | 10,183 | 10,841 |
| 자본금      | 386    | 462    | 462    | 462    | 462    |
| 자본잉여금    | 1,385  | 2,019  | 2,019  | 2,019  | 2,019  |
| 이익잉여금    | 5,996  | 5,669  | 6,250  | 6,911  | 7,570  |
| 자본조정     | 611    | 783    | 792    | 792    | 792    |
| *지배주주지분  | 8,378  | 8,933  | 9,522  | 10,184 | 10,843 |
| 순차입금     | 26,838 | 29,229 | 30,293 | 29,824 | 30,272 |
| 이자지급성부채  | 27,161 | 29,510 | 30,715 | 30,246 | 30,694 |

| 주요투자지표          | (십억원)   |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
| Multiples(x, %) |         |         |         |         |         |
| PER             | 15.8    | 0.0     | 9.5     | 6.8     | 6.4     |
| PBR             | 1.0     | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| PSR             | 0.2     | 0.1     | 0.1     | 0.2     | 0.2     |
| EV/EBITDA       | 14.1    | 13.6    | 14.1    | 12.1    | 12.0    |
| 배당수익률           | 2.3     | 0.0     | 2.6     | 3.7     | 3.9     |
| EPS             | 4,586   | (2,395) | 6,293   | 8,734   | 9,318   |
| BPS             | 74,694  | 74,285  | 81,308  | 88,475  | 95,609  |
| SPS             | 438,168 | 454,189 | 410,127 | 386,855 | 364,048 |
| DPS             | 1,640   | 0       | 1,570   | 2,180   | 2,330   |
| 수익성지표           |         |         |         |         |         |
| ROA             | 0.9     | (0.5)   | 1.3     | 1.8     | 1.9     |
| ROE             | 4.4     | (2.4)   | 6.3     | 8.2     | 8.2     |
| ROIC            | 2.8     | (5.8)   | 3.0     | 3.6     | 3.7     |
| 안정성지표           |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 385.4   | 388.8   | 376.9   | 346.1   | 329.4   |
| 순차입비율           | 320.7   | 327.2   | 318.1   | 292.9   | 279.2   |
| 유동비율            | 115.7   | 146.8   | 163.0   | 173.6   | 166.8   |
| 이자보상배율          | 1.5     | 1.8     | 1.7     | 2.0     | 2.1     |
| 활동성지표           |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율(회)       | 0.9     | 0.9     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| 매출채권회전율(회)      | 4.8     | 4.9     | 5.2     | 5.4     | 5.3     |
| 재고자산회전율(회)      | 13.3    | 17.4    | 15.4    | 15.7    | 15.6    |
| 자산, 자본구조        |         |         |         |         |         |
| 투자자본(%)         | 82.4    | 83.4    | 82.8    | 81.2    | 79.2    |
| 차입금(%)          | 76.4    | 76.8    | 76.3    | 74.8    | 73.9    |

## 부록 : 과거 정부의 전기요금 정책

과거 정부들의 전기요금 정책을 돌이켜보면, 정부는 전력생산단가가 상승하더라도 이를 전기요금으로 전가해주는 연관성은 발견되지 않는다. 1차에너지 가격이 상승해도 정부가 물가에 대한 부담을 갖는 상황에서는 정부는 한국전력이 요금인상 요인을 흡수하도록 해왔다. 그 대신 높아진 원가는 에너지 구성의 변화로 대응하려는 모습을 보였다. 즉, 원전 등 저원가 발전의 비중을 높이고, 해외자원개발을 강화하는 장기 대책으로 대응했다.

### 1. 김영삼 정부 : 국제유가 하락, 정부의 세계화 방침으로 인해 정부의 간섭 축소

1992년부터 1997년까지 재임했던 김영삼 대통령의 에너지 정책은 정부 간섭의 축소, 환경보호와 에너지안보, 민간의 참여 등 새로운 주제들을 반영했다는 것이 특징이다.

걸프전 종료 이후 저유가는 에너지 정책에 큰 영향을 미쳤다. 당시 정부는 2015년까지 유가가 \$25/배럴 수준에 머무를 것이라는 전망을 바탕으로 정책을 짰다. 고유가에 대한 우려가 없는 상황에서 에너지 산업의 자율화, 민영화에 대한 요구는 좀 더 쉽게 받아들여졌다.

김영삼 정부는 세계화라는 기치아래 국제적인 규범에 맞는 정책들을 도입하고자 하는 기조가 강했다. 때마침 IEA가 한국의 에너지 정책을 강하게 비판했고, 정부는 이를 수용해 민간업체의 발전사업 참여를 허용하게 되었다. 이러한 정부의 간섭축소는 한국의 경제정책이 IMF의 관리하에 들어간 김대중 정부 이후 본격적으로 정책에 반영된다.

에너지정책의 위상은 약화되고, 정부의 영향력은 약화되었다. 에너지 정책을 총괄하던 동력자원부는 해체되고 (1993년), 상공자원부에 흡수되었다. 에너지수급에 대한 우려가 축소됨에 따라 원자력의 낮은 전력생산 원가보다는 위험성이 부각 되었다.

전기요금 인상에 관한 김영삼 정부의 정책은 소극적이었다. 재임기간 중 소비자물가상승률은 4.3~7.3%의 높은 수준을 유지했다 전기요금 인상은 3차례 (1995년 4월 4.2%, 1997년 7월 5.9%, 1998년 1월 6.5%)에 그쳤으며, 대부분 정권 말기에 집중되었다.

### 2. 김대중 정부 : 양호한 전력 수급에 원전확충, 해외자원 개발 필요성 약화. 민영화 진행

1998년부터 2002년까지 재임한 김대중 정부 시기에는 IMF라는 외부의 간섭자와 NGO라는 내부의 참여자가 정책에 결정에 개입하기 시작했다. 전력산업의 민영화가 본격 추진되었고, 에너지 수급에 대한 우려는 더 줄어들었으며, 원전에 대한 우려는 확대되었다.

에너지 수급에 여유가 생기면서 원전과 해외자원 개발 정책에 변화가 나타났다. 기업의 줄도산과 구조조정으로 1998년 에너지 소비량은 전년대비 감소하기도 했다. 이에 따라 정부는 향후 에너지소비 증가율이 둔화될 것으로 전망하고, 발전소 건설에 소극적인 자세를 취했다. 높

은 환율과 낮은 외화보유고로 인해 해외개발사업은 대거 축소되었다.

원자력 관련 사고는 원전 정책에 불리하게 작용되었다. 1999년에는 월성 3호에서 22명이 방사능에 피폭되는 사고가 있었고, 서울대 원자핵공학과 부속 실험실에서의 폭발사고도 있었다. 2000년에는 한국원자력연구소가 무단으로 우라늄 분리실험을 진행해 IAEA의 사찰을 받기도 했다.

IMF의 정책간섭으로 공공서비스의 민영화 방침은 더욱 강화되었다. 1998년에는 1차 공기업 민영화계획이 발표되었고, 한국전력은 6개의 발전자회사가 분리되었다. 전력거래소가 설립되어 비용기반의 가격정산제도 (CBP)가 시행됨으로 인해 민간 사업자들도 안정적인 현금흐름을 예상하고, 발전사업에 진출할 수 있는 환경이 마련되었다.

김대중 정부 또한 전기요금 인상에 적극적이지 않았다. 김대중 정부는 소비자물가상승률이 2~3%에 머물렀던 1999년과 2000년에 전기요금을 각각 5.3%, 4.0% 인상했다.

### 3. 노무현 정부 : 기저발전 확충 필요성을 인지했지만, 사회적 갈등 봉합을 우선시

집권 초기의 노무현 정부는 에너지가격이 상승하고, 소비자 물가상승이라는 거시경제 환경에 놓였다. 노무현 정부는 원자력에 대한 필요성을 다시 인식했으나, 합리적인 사회적 갈등 해소를 우선시 하였기에 원자력 발전을 적극적으로 확대하지 못한 것으로 보인다.

노무현 정부 통치기간 초기에는 전력수급상 과투자 (높은 예비율)에 대한 비판이 있었다. 따라서 원전비중을 높여야하는 당위성도 약했다. 그러나 재임 말기로 갈수록 노무현 정부가 원전에 대한 필요성은 더 많은 정책에서 드러났다.

유가 급등과 러시아와 우크라이나의 가스 분쟁으로 인해 에너지 안보에 대한 관심이 강해진 시기였다. 2006년 러시아는 우크라이나에 대한 가스공급을 사흘간 중단했으며, 우크라이나를 거쳐 러시아산 가스를 도입해온 유럽 국가들의 LNG 발전소가 멈추는 사태가 벌어졌다.

이에 노무현 정부는 원전과 해외자원 개발을 강화하고자 했다. 2007년에는 제3차 원자력진흥계획을 (2007~2011)을 확정하면서 원전의 확대 필요성을 인정했다. 고리원전 1호기에 대한 수명 연장도 지역 주민 및 환경단체의 반발에도 불구하고, 2007년에 관철되었다.

환경규제에 대한 대책으로서의 원전을 활용하는 아이디어도 노무현 대통령 재임 말기였던 2007년 발표된 ‘제4차 기후변화종합대책’을 통해 공식화되었다. 이 대책에 따르면 온실가스 감축을 위해 원자력 비중 확대를 검토하고 원전건설 및 운영을 추가적인 온실가스 감축분으로 인정받는 방안을 추진하기로 되어있다.

그러나, 시민들의 정치참여와 사회적 갈등의 합리적인 해소를 중시한 노무현 정부는 적극적인 원전 확대 정책으로 나서지 못했다. 원전폐기물 저장소 부지선정 사업은 장기간 2004년 부안 사태를 일으키며, 막대한 정책 비용을 안겼다. 결국 원전폐기물 저장소는 중저준위폐기물만으

로 한정하여 경주에 입지하게 되었다 (2005년).

한편 에너지 공급의 안정성을 확보하기 위해 해외자원개발이 국가적 아젠다로 격상되었다. 자  
주개발물의 향상, 해외광구의 대형화, 해외사업 진출 지역의 다변화 등이 추진되었다.

노무현정부는 전기요금을 거의 올리지 않았다. 2003년과 2008년에는 실질적인 요금인상 없이  
종별 요금만 변화를 주었다. 2004년에는 오히려 전기요금을 1.5% 인하하기도 했다. 이는 노태  
우 정부시절이었던 1990년 이후 14년 만의 전기요금 인하였다. 2005년 12월과 2006년 1월에는  
한달여 간격으로 각각 1.9%와 2.1%의 요금인상이 있었다.

#### 4. 이명박 정부 : 적극적인 기저발전 확충과 요금인상 정책

이명박정부의 에너지 정책은 녹색성장이라는 모토아래 원전 비중 확대, 신재생에너지 투자, 해  
외자원 개발로 요약할 수 있다.

전기요금은 매우 적극적으로 인상되었다. 6차례에 걸쳐서 총 26.2% (단순합산) 인상되었다. 물  
가상승률이 매우 높던 2008년 2월부터 10월까지의 전기요금이 억제되었지만, 2008년부터 2012  
년까지 매년 요금인상이 이루어졌으며, 2011년에는 두차례의 요금인상이 있었다.

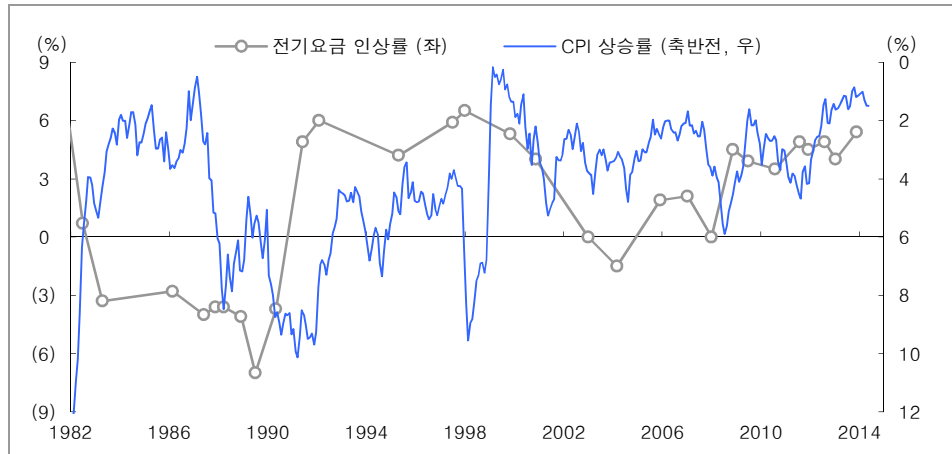
집권초였던 2008년 에너지가격의 폭등을 겪은 이명박 정부는 원전 비중을 적극적으로 확대하  
고자 했다. ‘제 5차 전력수급계획 (2010)’에 따르면 원자력 발전량 비중은 2007년 36%에서 2030  
년 59%로 확충하고, 설비비중은 2007년 26%에서 2030년 41%로 늘리기로 했다. 같은 기간 석  
탄 비중은 41.9%에서 31.3%로 축소할 계획이었다. 이를 위해 2023년까지 13기의 추가 원전 건  
설도 계획되었다. 2~3개의 신규 원전 부지확보도 시작되었다. 핵연료 임시저장장소가 2016년에  
포화될 것으로 전망하고 중간 저장공간 문제 등 처리 방안에 대한 공론화도 추진하기로 했다.  
원전의 확대와 원전을 탄소배출 절감으로 인정받는 노력도 추진되었다.

이와 더불어 민간 석탄화력발전소가 전력수급계획에 처음 반영되기 시작되었다. 기저발전의  
부족을 보충하기 위해 원자력보다는 공기가 짧고, LNG보다 초기 투자 자본이 적은 석탄화력발  
전에 민간사업자들이 진입하게 되었다.

신재생 에너지에 대한 투자는 확대되었다. 국내 신재생 에너지시장 활성화 차원에서 ‘1차 에너  
지 기본계획 (2008)’에 신재생에너지 공급의무화제도 (Renewable Portfolio Standards; RPS)가 도입  
되었다.

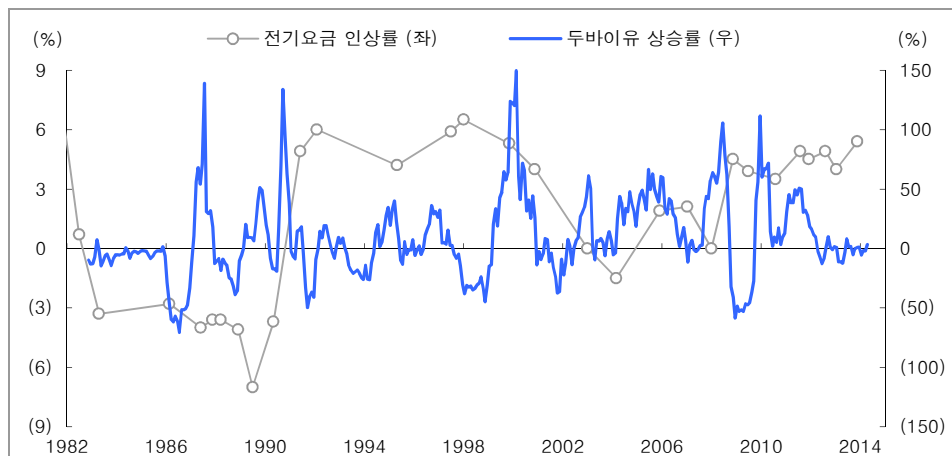
해외자원 개발에 박차를 가한 것도 이명박 정부였다. 고유가와 더불어 자원민족주의의 경향이  
확대되면서 에너지 안보가 중요한 정책 고려사항으로 부각된 결과였다. 가스공사는 연산 900  
만톤의 생산규모를 확보하는 글로벌 자원기업으로 육성한다는 목표를 제시받았다.

그림 33. 전기요금 vs 물가상승률



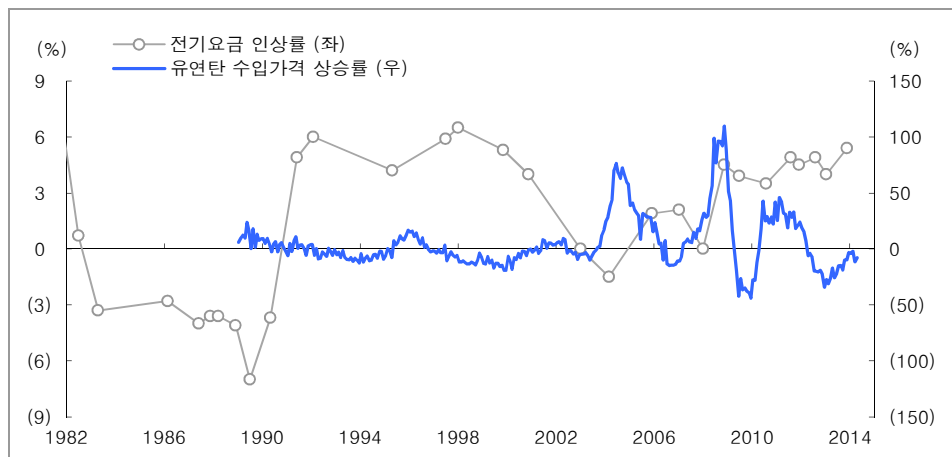
자료: 한국전력, 언론 보도 종합, KB투자증권

그림 34. 전기요금 vs 두바이유



자료: 한국전력, Bloomberg, 언론 보도 종합, KB투자증권

그림 35. 전기요금 vs 석탄 수입가격



자료: 한국전력, KITA, 언론 보도 종합, KB투자증권

## Appendices : Global Peer Comparison

표 11. Global Peer Comparison

|                  | 한국전력공사  | 한국가스공사 | CHUBU ELEC. | CLP HOLDINGS | POWER ASSETS | HK& CHINA GAS | TOKYO GAS | 해외 평균  |
|------------------|---------|--------|-------------|--------------|--------------|---------------|-----------|--------|
| 투자의견             | BUY     | HOLD   |             |              |              |               |           |        |
| 목표주가 (원)         | 48,000  | 62,000 |             |              |              |               |           |        |
| 현재주가 (원, 달러)     | 39,350  | 58,200 | 12.1        | 8.2          | 8.7          | 2.4           | 5.8       |        |
| Upside (%)       | 22.0    | 6.5    |             |              |              |               |           |        |
| 시가총액 (십억원, 백만달러) | 2,526   | 5,255  | 9,169       | 20,789       | 18,580       | 23,105        | 14,609    |        |
| 절대수익률 (%)        |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 1M               | (2.5)   | (8.1)  | 5.2         | 3.8          | 3.6          | 4.8           | 7.7       | 5.0    |
| 3M               | 6.4     | (16.1) | (2.6)       | 8.0          | 7.0          | 12.1          | 14.0      | 7.7    |
| 12M              | 46.8    | 4.7    | (7.3)       | 1.5          | 2.5          | (4.6)         | 7.7       | (0.1)  |
| YTD              | 13.2    | (12.6) | (10.0)      | 6.7          | 12.6         | 5.4           | 12.3      | 5.4    |
| 초과수익률 (%)        |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 1M               | (4.7)   | (10.2) | 2.8         | 1.4          | 1.2          | 2.5           | 5.3       | 2.6    |
| 3M               | 5.2     | (17.2) | (6.6)       | 4.1          | 3.0          | 8.1           | 10.1      | 3.7    |
| 12M              | 46.8    | 4.6    | (27.7)      | (18.9)       | (17.9)       | (25.1)        | (12.8)    | (20.5) |
| YTD              | 13.7    | (12.1) | (15.0)      | 1.7          | 7.6          | 0.4           | 7.3       | 0.4    |
| PER (X)          |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 93.6    | (20.9) | n/a         | 25.5         | 11.8         | 24.8          | 12.0      | 18.5   |
| 2014C            | 14.3    | 9.2    | 33.8        | 16.0         | 15.5         | 24.9          | 15.2      | 21.1   |
| 2015C            | 13.1    | 6.7    | 17.4        | 15.3         | 16.0         | 22.8          | 15.2      | 17.3   |
| PBR (X)          |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 0.5     | 0.7    | 0.7         | 1.8          | 1.9          | 3.4           | 1.3       | 1.8    |
| 2014C            | 0.5     | 0.7    | 0.7         | 1.7          | 1.2          | 3.3           | 1.4       | 1.7    |
| 2015C            | 0.5     | 0.7    | 0.6         | 1.7          | 1.2          | 3.1           | 1.3       | 1.6    |
| 매출액성장률 (%)       |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 19.8    | 16.0   | 16.8        | 11.4         | 22.3         | 26.5          | 6.3       | 16.7   |
| 2014C            | 5.4     | 12.1   | 10.0        | 10.6         | 62.8         | 21.1          | 7.4       | 22.4   |
| 2015C            | 5.3     | 10.4   | 9.7         | 10.2         | 66.2         | 19.7          | 7.2       | 22.6   |
| 영업이익성장률 (%)      |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 0.6     | (3.2)  | (4.6)       | 6.8          | 16.9         | 14.4          | 11.2      | 8.9    |
| 2014C            | 3.7     | 6.3    | 2.0         | 10.5         | 11.3         | 14.0          | 9.7       | 9.5    |
| 2015C            | 3.9     | 8.2    | 2.7         | 10.6         | 8.6          | 14.1          | 9.0       | 9.0    |
| 순이익성장률 (%)       |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 8.8     | 8.5    | (11.5)      | (0.3)        | (1.8)        | 13.3          | (9.0)     | (1.9)  |
| 2014C            | 7.4     | 1.1    | 3.0         | 6.1          | (66.4)       | 10.4          | 3.9       | (8.6)  |
| 2015C            | 0.6     | (5.7)  | 0.9         | 6.3          | 217.6        | 11.3          | 2.7       | 47.8   |
| 영업이익률 (%)        |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 흑전      | 13.7   | 적지          | (7.1)        | (9.1)        | 8.9           | (5.9)     | (3.3)  |
| 2014C            | 1,668.3 | 7.4    | 흑전          | 18.3         | (47.9)       | 34.8          | (18.1)    | (3.2)  |
| 2015C            | 10.1    | 23.1   | 38.9        | 8.0          | 17.9         | 7.8           | 1.1       | 14.7   |
| 순이익률 (%)         |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 흑전      | 적전     | 적지          | (27.1)       | 14.8         | (11.1)        | (12.0)    | (8.9)  |
| 2014C            | 691.4   | 흑전     | 흑전          | 65.8         | (13.0)       | 6.6           | (13.4)    | 11.5   |
| 2015C            | 8.3     | 38.8   | 109.2       | 4.3          | (4.4)        | 9.0           | (1.9)     | 23.2   |
| ROE (%)          |         |        |             |              |              |               |           |        |
| 2013             | 0.5     | 3.6    | (2.1)       | 12.3         | 44.7         | 20.6          | 7.9       | 16.7   |
| 2014C            | 8.1     | 3.9    | 2.7         | 13.8         | 69.1         | 25.2          | 6.2       | 23.4   |
| 2015C            | 8.8     | 5.0    | 3.8         | 14.0         | 25.7         | 24.4          | 6.1       | 14.8   |

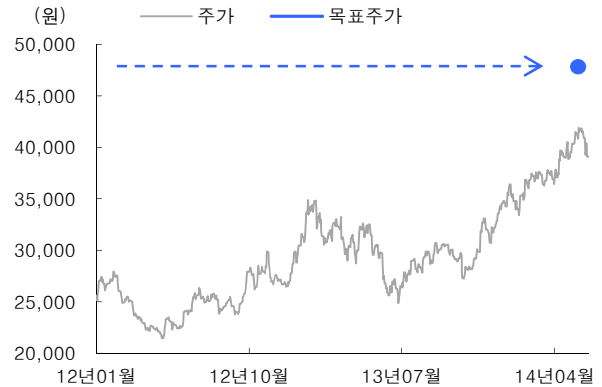
자료: Bloomberg, KB투자증권 주: 한국전력공사, 한국가스공사의 valuation은 KB투자증권 추정치. 나머지는 블룸버그 컨센서스

## Compliance Notice

2014년 06월 03일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

### 해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

| 기업명    | 발표일자       | 투자의견 | 목표주가   | 비고       | 한국전력공사 주가 및 KB투자증권 목표주가 |
|--------|------------|------|--------|----------|-------------------------|
| 한국전력공사 | 2014/06/03 | BUY  | 48,000 | Initiate |                         |



| 기업명    | 발표일자       | 투자의견 | 목표주가   | 비고       | 한국가스공사 주가 및 KB투자증권 목표주가 |
|--------|------------|------|--------|----------|-------------------------|
| 한국가스공사 | 2014/06/03 | HOLD | 62,000 | Initiate |                         |



### 투자등급 및 적용기준

| 구분         | 투자등급               | 적용기준 (향후 1년 기준)         |
|------------|--------------------|-------------------------|
| 업종(Sector) | OVERWEIGHT (비중확대)  | 시장대비 7% 이상 상승 예상        |
|            | NEUTRAL (중립)       | 시장대비 -7%~7% 수익률 예상      |
|            | UNDERWEIGHT (비중축소) | 시장대비 7% 이상 하락 예상        |
| 기업(Report) | BUY (매수)           | 추정 적정주가 15% 이상 상승 예상    |
|            | HOLD (보유)          | 추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상 |
|            | SELL (매도)          | 추정 적정주가 15% 이상 하락 예상    |

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다



#### ☞ 본사 및 지점망

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

|           |                                             |                |
|-----------|---------------------------------------------|----------------|
| 본사        | 서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F | 02) 3777-8000  |
| 울촌        | 서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F            |                |
| 압구정 PB 센터 | 서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층                | 02) 2096-3004  |
| 도곡 PB 센터  | 서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층           | 02) 2096-3014  |
| 잠실중앙지점    | 서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층                 | 02) 2096-3024  |
| 서현역지점     | 경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층               | 031) 8017-8614 |
| 목동 PB 센터  | 서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층              | 02) 2096-3044  |
| 여의도지점     | 서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내            | 02) 2096-3054  |
| 강남스타PB센터  | 서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층                     | 02) 2096-3064  |
| 명동스타PB센터  | 서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층                     | 02) 2096-3074  |
| 무역센터지점    | 서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공항타워 2층                 | 02) 2096-3084  |
| 평촌지점      | 경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층            | 031) 476-8145  |