

# 유틸리티

## 규제 완화, 한전의 투자분야 변화에 주목

### 비중확대 (유지)

허민호

☎ 02-3772-2183

✉ hiroo79@shinhan.com

EPC(Engineering Procurement Construction; 설계, 조달, 시공): 대형 건설 프로젝트나 인프라사업을 수주한 사업자가 설계와 부품·소재 조달, 공사를 일괄 제공하는 사업

- ◆ 1분기 전력/가스 실적 전망: 한전(+74% YoY), 지남공(+20%) 영업이익 개선
- ◆ 1분기 전력기기 실적 전망: 한전KPS(+26%), 한전기술(+70%) 영업이익 개선
- ◆ 투자의견 '비중확대' 유지, Top Picks 한국전력, 한전기술

#### 1분기 전력/가스 실적 전망: 한전(+74% YoY), 지남공(+20%) 영업이익 개선

한국전력과 지역난방공사는 가스가격 하락으로 원재료비 감소, 전기/열 요금 유지로 실적 개선이 전망된다. 가스공사와 삼천리는 가스가격 하락에 따른 수혜가 없다. 삼천리는 가스가격 LNG발전소 가동으로 실적 개선이 기대된다. 1분기 각 업체별 예상 영업이익은 다음과 같다. 한국전력은 2조 1,348억원(+74.0% YoY), 지역난방공사는 942억원(+20.2%), 한국가스공사는 6,676억원(-7.4%), 삼천리는 651억원(+41.2%)이 예상된다.

#### 1분기 전력기기 실적 전망: 한전KPS(+26% YoY), 한전기술(+70%) 영업이익 개선

1분기 전력기기 영업실적은 개별 이슈로 업체별 차이가 발생한다. 한전KPS의 영업이익은 412억원(+26.2% YoY), 한전기술은 240억원(+69.8%), LS산전은 263억원(-25.1%)이 예상된다. 한전KPS는 정비물량 증가, 한전기술은 EPC 손실 축소, 원전/석탄 설계 매출 증가 등으로 실적 개선이 기대된다. LS산전은 해외 매출 감소, 고정비 증가로 실적 부진이 예상된다.

#### 전기/열 요금 규제 완화, 한전의 노후 발전소 성능 개선, 송배전망 투자 확대 전망

전력/가스 업체는 정부의 요금 규제가 존재한다. 2015년 전기와 열요금 규제는 중장기 설비투자 확대를 위한 재원 확보, 재무구조 개선을 위해 완화될 전망이다. 연료비 연동제가 정상적으로 시행되고 있지 않는 한국전력과 지역난방공사는 유가/가스 가격 하락 대비 낮은 전기/열요금 인하로 실적 개선이 예상된다.

2015년 한국전력의 설비투자 금액은 16.6조원이 예상된다. 투자 분야는 기존 기저발전 확대에서 송배전망 및 신재생에너지 확대, 노후 발전소 성능 개선으로 이동될 전망이다. 송배전망 및 신재생에너지 투자비중은 2014년 29%에서 2015년 36%, 발전소 설비보강 투자비중은 15%에서 27%로 확대될 전망이다. 한전KPS(발전소 정비), 한전기술(원전 설계), LS산전(송배전 관련 전력기기) 등 전력기기 업체의 중장기 실적 개선이 기대된다.

#### 투자의견 '비중확대' 유지, Top Picks 한국전력, 한전기술

유틸리티 업종에 대한 투자의견 '비중확대'를 유지한다. Top picks는 한국전력과 한전기술이다. 유가와 환율 상승, 신고리 3호기 가동 지연 등 외부 환경 변화, 각 기업별 사업 진행 현황 변경 등을 고려해 실적 전망과 목표주가를 조정했다. 기업별 목표주가는 한국전력 62,000원(하향), 한전기술 61,000원(하향), 한국가스공사 49,000원(하향), 한전KPS 125,000원(상향), 지역난방공사 72,000원(상향), LS산전 75,000원(유지), 삼천리 145,000원(상향)이다.

**1분기 전력/가스 실적 전망: 한국전력(+74% YoY), 지역난방공사(+20%) 영업이익 개선**

1분기 유틸리티 예상 영업이익

한국전력 2조 1,348억원  
(+74.0% YoY)

지역난방공사 942억원(+20.2%)

한국가스공사는 6,676억원(-7.4%)

삼천리는 651억원(+41.2%)

한전KPS 412억원(+26.2% YoY)

한전기술 240억원(+69.8%)

LS산전 263억원(-25.1%)

연료비 연동제가 정상적으로 시행되고 있지 않은 한국전력, 지역난방공사는 발전용 가스가격 하락에 따른 원재료비 감소, 전기/열요금 유지 등으로 큰 폭의 실적 개선이 전망된다. 한편 연료비연동제가 정상적으로 시행되고 있는 가스공사, 삼천리는 LNG 구입가격 하락만큼 가스 판매가격도 하락한다. 도매/소매 가스 판매사업은 따뜻한 날씨, 가스 발전비중 하락에 따른 가스 판매량 감소로 실적 부진이 예상된다. 삼천리는 LNG 발전소 가동 본격화로 발전부문 실적 개선으로 도시가스 실적 부진을 상쇄할 전망이다.

1분기 각 업체별 예상 영업이익은 다음과 같다. 한국전력은 2조 1,348억원(+74.0% YoY), 지역난방공사는 942억원(+20.2%), 한국가스공사는 6,676억원(-7.4%), 삼천리는 651억원(+41.2%)이 예상된다.

**1분기 전력기기 실적 전망: 한전KPS(+26% YoY), 한전기술(+70%) 영업이익 개선**

전력기기업체는 한국전력의 발전 설비보강, 송배전망 투자 확대에 따른 수혜가 기대된다. 다만 1분기 영업실적은 개별 이슈로 업체별 차이가 발생한다. 한전KPS의 영업이익은 412억원(+26.2% YoY), 한전기술은 240억원(+69.8%), LS산전은 263억원(-25.1%)이 예상된다.

한전KPS는 경상 정비물량 증가, 원전 계획예방 정비 및 변동공사 매출 확대로 실적 개선세가 지속될 전망이다. 한전기술은 해외 EPC 손실 축소, 원전/석탄 설계 매출 증가로 영업 실적 개선이 예상된다. 해외 EPC 지체보상 충당금은 30억원으로 추정했다. LS산전은 이라크향 전력시스템, 일본향 태양광 모듈 등 해외 전력사업 매출 감소, 경쟁심화에 따른 자동화사업 마진 축소, 고정비 증가 등으로 실적 부진이 예상된다.

유틸리티 1분기 Preview			신한금융투자		컨센서스			
(십억원, %)			1Q15F	1Q15F	4Q14	QoQ	1Q14	YoY
전력/가스	한국전력	매출액	15,191.1	15,263.2	14,905.4	1.9	14,772.6	2.8
		영업이익	2,134.8	2,126.0	869.6	145.5	1,227.1	74.0
		순이익	1,107.3	1,502.6	452.4	144.7	532.3	108.0
	한국가스공사	매출액	10,097.4	10,912.7	10,778.8	(6.3)	12,522.4	(19.4)
		영업이익	667.6	708.7	342.1	95.1	721.1	(7.4)
		순이익	414.2	428.5	148.7	178.5	422.3	(1.9)
	지역난방공사	매출액	855.1	934.0	740.9	15.4	942.4	(9.3)
		영업이익	94.2	72.0	32.6	189.0	78.4	20.2
		순이익	72.2	0.0	72.6	(0.6)	45.7	58.1
	삼천리	매출액	1,461.7	1,581.6	1,139.0	28.3	1,339.6	9.1
		영업이익	65.1	66.5	(30.6)	흑전	46.2	41.2
		순이익	54.7	44.9	(29.5)	흑전	40.4	35.5
전력기기	한전KPS	매출액	272.8	252.7	339.1	(19.6)	206.6	32.0
		영업이익	41.2	38.0	96.4	(57.3)	32.6	26.2
		순이익	33.5	37.1	70.9	(52.8)	28.7	16.5
	한전기술	매출액	228.2	221.3	259.7	(12.1)	177.3	28.7
		영업이익	24.0	20.9	10.5	129.3	14.1	69.8
		순이익	24.5	20.3	9.3	164.6	14.0	75.5
	LS산전	매출액	542.1	575.8	617.1	(12.2)	558.8	(3.0)
		영업이익	26.3	36.9	50.9	(48.4)	35.1	(25.1)
		순이익	20.2	25.7	14.8	36.5	21.4	(5.7)

자료: 회사 자료, WISEfn, 신한금융투자 추정

2015년 전기요금은 7월 5%, 열  
요금은 6월 5.8% 인하 예상,  
가스가격 25.6% 하락 대비 인  
하폭은 낮을 전망

연료비 연동제 정상 시행중인  
한국가스공사, 삼천리는 유가  
상승, 용량정산금 인상이 관건

전력/가스 전망: 전기/열 요금 규제 완화로 한국전력, 지역난방공사 실적 개선

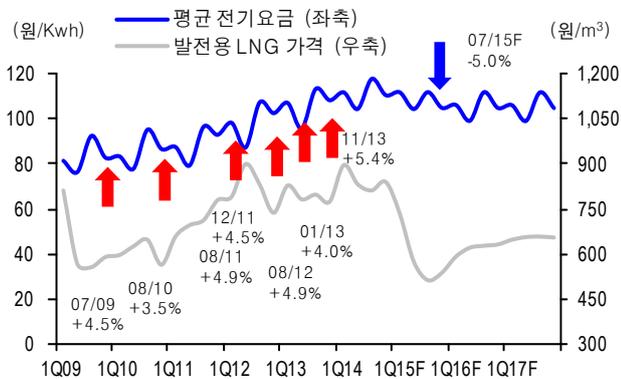
전력/가스 업체는 정부의 요금 규제가 존재한다. 2015년 전기와 열요금 규제는 설비투자 확대를 위한 자원 확보, 재무구조 개선을 위해 완화될 전망이다. 한국전력은 신재생에너지 확대, 노후 발전소 성능개선, 스마트그리드 등 중장기 설비투자 확대가 불가피하다. 지역난방공사는 세종 신도시, 화성 동탄 등 기존 사업장 확장 계획 이외에도 신규로 청주(투자비 5,678억원), 평택 고덕(7,112억원) 사업장이 채택되었다.

한국전력과 지역난방공사는 연료비연동제가 정상적으로 시행되고 있지 않다. 유가/가스 가격 하락 대비 낮은 전기/열요금 인하로 실적 개선이 지속될 전망이다. 2015년 LNG 가격은 전년 대비 25.6% 하락하지만 전기요금 7월 5%, 열요금 6월 5.8% 인하에 머무를 전망이다.

한국가스공사와 삼천리는 연료비 연동제가 정상 시행되고 있다. 가스가격 하락에 대한 수혜는 없다. 2014년 도/소매 가스 유통사업은 감가상각비 기준 조정, 검침과 실제 판매량 차이 등 일회성 비용이 발생했다. 2015년에는 가스가격 중 6% 비중을 차지하고 있는 공급마진 인상으로 안정적 이익 창출이 가능할 전망이다.

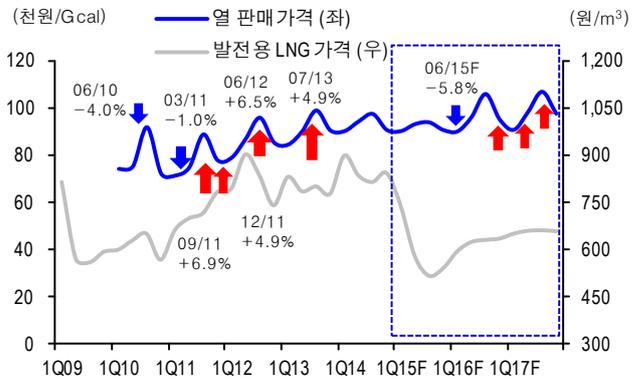
중장기 실적 개선 여부는 자원개발, 가스발전 등 비규제 사업 영업실적 개선이다. 이는 하반기 이후 유가 상승, 전력 용량정산금 인상 수준에 달려 있다. 두바이유는 4분기 66달러/bbl, 2016년 71달러/bbl로 상승, 용량정산금(CP: Capacity Payment, 발전 설비투자비에 대한 보상)은 기존 7.5원/kWh에서 9.7원/kWh로 30% 인상을 기대된다. 2016년 평균 두바이유 가격이 71달러/bbl일 경우 가스공사의 GLNG LNG 프로젝트 영업이익은 290억원을 기록할 전망이다. 용량정산금 30% 인상시 2016년 삼천리는 영업이익 120억원, 지역난방공사는 240억원 증가가 기대된다.

한국전력의 전기요금 및 발전용 LNG 가격 추이 및 전망



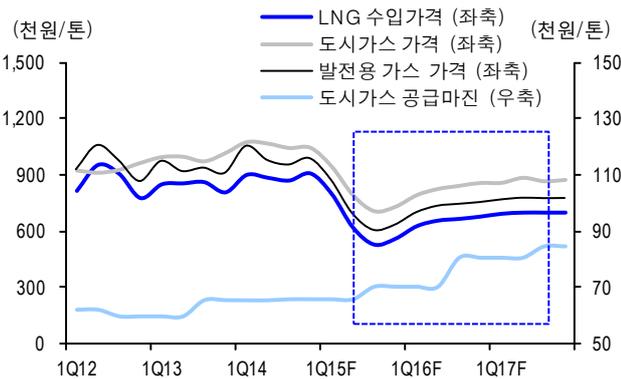
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

지역난방공사의 열요금 및 발전용 LNG가격 추이 및 전망



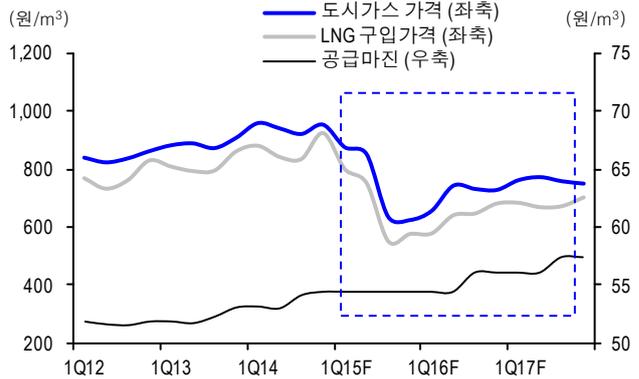
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

가스공사의 도시가스/발전용 가스, LNG 수입 가격 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

삼천리의 소매 도시가스, LNG 구입 가격 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2015년 한국전력의 발전설비 보강 투자비는 4.8조원(+2.4조원 YoY), 송배전 투자비는 5.7조원(+1.1조원) 계획

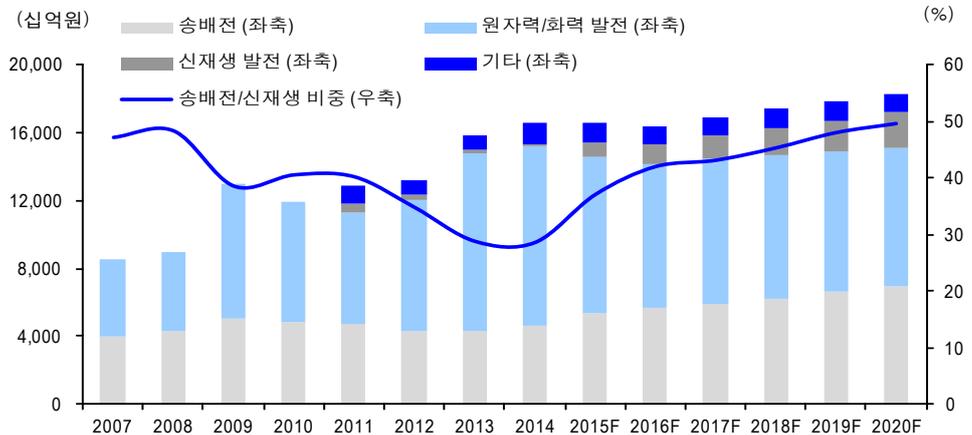
전력기기 전망: 한전의 발전소 성능개선, 송배전망 투자 확대에 따른 전력기기업체 수혜

2009년 이후 한국전력의 설비투자 금액은 12조원 이상을 넘어선 이후 2014년 16조원으로 증가했다. 향후에도 연평균 3% 내외의 성장세가 유지될 전망이다. 투자분야의 무게중심은 기저발전에서 송배전망 및 신재생에너지, 노후 발전소 교체, 성능 개선으로 이동될 전망이다.

2015년 한국전력의 설비투자 계획 금액은 18.2조원이다. 원전 및 화력발전소 설비 보강 투자비는 4.8조원(원전 3.3조원, 화력 1.5조원)으로 전년 대비 2.4조원 증가(투자비중은 14.9%에서 26.6%로 확대)한다. 송배전 투자비는 5.7조원(신규 건설 2.7조원, 설비 보강 3.0조원)으로 1.1조원 증가(투자비중은 27.7%에서 31.6%로 확대)한다. 신재생에너지는 8,260억원으로 6,700억원 증가(투자비중은 0.9%에서 4.5%로 확대)한다.

실제 설비투자금액은 계획치대비 91%인 16.6조원이 예상되며, 부문별 투자비중은 변함없을 전망이다. 이는 한전KPS(발전소 정비), 한전기술(원전 설계), LS산전(송배전관련 전력기기) 등 전력기기 업체의 중장기 실적 개선으로 이어질 전망이다.

한국전력의 분야별 설비투자 추이 및 전망



자료: 한국전력, 신한금융투자 추정

한국전력의 투자 계획 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015F
송배전 계	4,356	4,355	4,601	5,737
송변전설비 건설	1,714	1,531	1,584	1,477
배전설비 건설	1,323	1,359	1,323	1,250
송변전/배전설비 보강	1,319	1,465	1,694	3,009
발전 계	7,964	10,677	10,744	11,111
원자력발전 설비 건설	2,615	1,763	2,132	2,108
화력발전 설비 건설	2,123	5,596	5,981	3,341
신재생/기타 발전 건설	242	210	157	826
원자력 설비 보강	1,745	1,924	1,460	3,362
화력발전 설비 보강	1,239	1,185	1,015	1,474
기타	883	798	1,282	1,325
총 투자금액	13,215	15,830	16,627	18,173

자료: 한국전력, 신한금융투자

수명 30년 이상 원전 대수는  
2015년 4대에서 2020년 9대,  
비중은 16%에서 30%로 확대

화력발전소와 원전의 수명은 각각 30년, 40년이다. 수명 만료 10년 이전에는 경년열화 현상이 급격히 진행된다. 수명 연장을 위해서는 주요 부품을 교체하는 등 성능 개선 투자가 필요하다. 국내 전력 설비에비율은 2009년 10.0%에서 2013년 7.5%까지 하락함에 따라 노후 발전소의 성능개선 정비가 지연되었다. 2015년 이후에는 설비에비율이 20% 이상으로 상승하며 전력수급이 개선될 전망이다. 노후 발전소에 대한 성능 개선 투자가 확대될 전망이다.

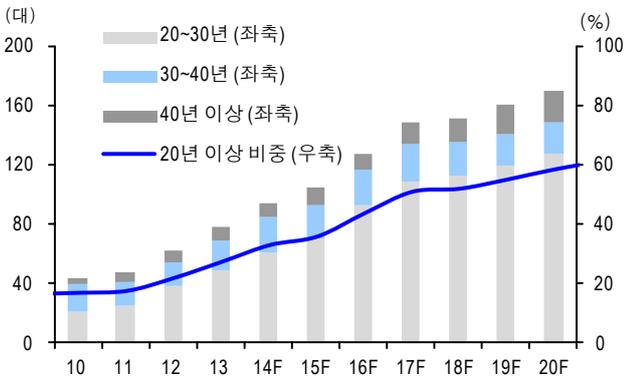
수명이 20년 이상된 노후 화력 발전소는 2015년 104대에서 2020년 170대로 증가할 전망이다. 비중도 36%에서 58%로 확대된다. 수명이 30년 이상된 원전 대수는 2015년 4대에서 2020년 9대, 비중은 16%에서 30%로 증가한다. 특히 2011년 후쿠시마 원전 사고 이후 글로벌 원전의 안정성 강화 투자가 확대될 전망이다. 한국 정부는 2013년부터 2018년까지 30기(향후 건설 예정인 원전 포함) 원전에 대해 안전설비 보강 투자비로 7.5조원을 책정한 바 있다.

2015년 송전 및 배전용 변압기  
설치 수요는 전년 대비 20.2%,  
2020년까지 연평균 10.9% 증가

발전소 설비용량 가동 전후로 송/배전망 설비가 증설된다. 교류 송/배전망은 변전소 및 변압기와 함께 설치된다. 송전 변압기 설비용량은 2015년 315GVA로 전년 대비 6.4% 증가, 2020년 446GVA로 연평균 7.0%의 성장세가 전망된다. 배전용 변압기 설비용량은 2015년 123GVA로 5.3% 증가, 2020년 159GVA로 연평균 6.2%의 성장이 예측된다.

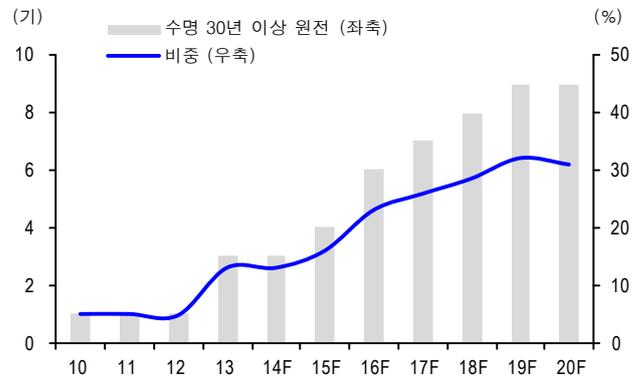
송전 및 배전용 변압기 설치 수요는 2015년 전년 대비 20.2% 증가한 34GVA, 2020년에는 연평균 10.9% 증가한 53GVA로 기대된다. 1990년대 초중반에 설치된 노후 변압기의 교체/성능개선 수요 비중은 25%에 이를 전망이다.

국내 노후 화력 발전소 추이 및 전망



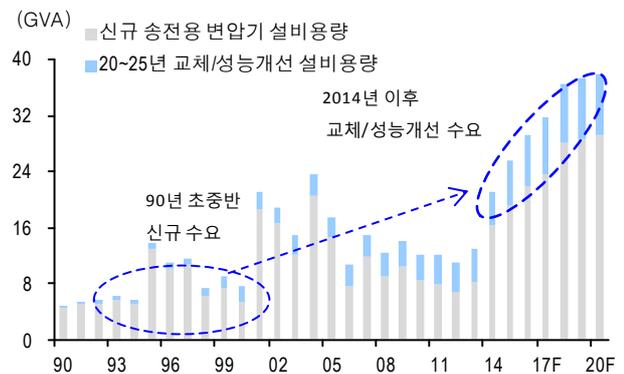
자료: 전력거래소, 신한금융투자 추정

국내 수명 30년 이상 원전 대수, 비중 추이 및 전망



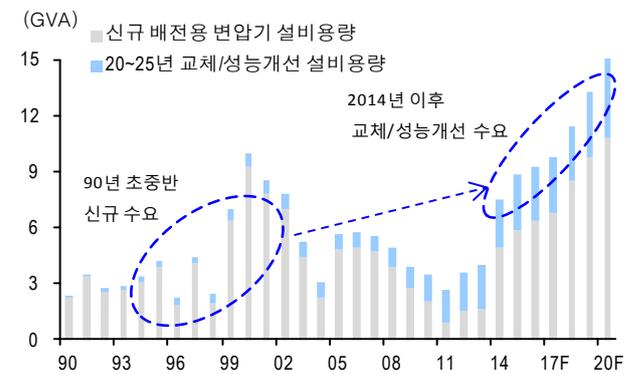
자료: 전력거래소, 신한금융투자 추정

국내 송전용 변압기 신규/교체 수요 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 전력거래소, 신한금융투자

국내 배전용 변압기 신규/교체 수요 추이 및 전망



자료: 한국전력, 신한금융투자 추정

2015년 영업이익 전망치는 한전KPS 2.9%, 지역난방공사 1.5%, 삼천리 0.3% 상향

2015년 유틸리티 영업이익 전망

한국전력 8조 8,004억원 (+52.1% YoY)

한국가스공사 1조 1,136억원 (+3.9%)

지역난방공사 1,518억원 (+77.5%)

삼천리 983억원(+98.3%)

한전KPS 2,549억원(+19.2%)

한전기술 1,193억원(+79.2%)

LS산전 1,694억원(+7.5%)

최근 유가와 환율 상승, 신고리 3호기 가동 지연(6월에서 11월로 연기) 등 외부 환경 변화, 각 기업별 사업 진행 현황 변경 등을 고려해 2015년 커버리지 업체별 영업이익을 다음과 같이 조정했다.

2015년 한국전력 영업이익은 8조 8,004억원(+52.1% YoY)으로 기존 예상치 대비 2.6% 하향조정했다. 한국가스공사는 1조 1,136억원(+3.9%)으로 유가 하락에 따른 해외 광구 생산량 증대 지연 등을 반영해 기존 예상치 대비 10.6% 하향했다. 지역난방공사는 1,518억원(+77.5%)으로 열판매량 증가를 반영해 1.5% 상향했다. 삼천리의 예상 영업이익은 983억원(+98.3%)으로 기존과 유사하다.

한전KPS 영업이익은 2,549억원(+19.2% YoY)으로 정비량 증가를 반영해 기존 예상치 대비 2.9% 상향했다. 순이익은 2,026억원(+20.4%)으로 본사부지 매각차익 350억원이 2016년에 인식되는 것으로 변경했다. 한전기술 영업이익은 1,193억원(+79.2%)으로 기존과 동일하다. LS산전은 1,694억원(+7.5%)으로 기존 예상치 대비 5.2% 하향한다.

		유틸리티 커버리지 연간 수익 추정 변경						
		변경전		변경후		변경률		
		2015F		2016F		2015F		
		2015F		2016F		2016F		
전력/가스	한국전력	매출액	57,646.1	57,568.0	57,646.1	57,570.8	0.0	0.0
		영업이익	9,036.6	9,051.5	8,800.4	9,276.0	(2.6)	2.5
		순이익	9,951.9	4,477.8	9,714.1	4,546.5	(2.4)	1.5
	한국가스공사	매출액	28,669.6	26,926.6	27,192.8	26,342.5	(5.2)	(2.2)
		영업이익	1,245.3	1,425.3	1,113.6	1,176.2	(10.6)	(17.5)
		순이익	502.0	677.2	413.0	491.4	(17.7)	(27.4)
	지역난방공사	매출액	2038.3	2126.4	2039.0	2132.7	0.0	0.3
		영업이익	149.6	154.0	151.8	157.5	1.5	2.3
		순이익	70.6	75.6	70.2	75.6	(0.5)	0.0
	삼천리	매출액	3858.6	3686.2	3,790.3	3,855.8	(1.8)	4.6
		영업이익	98.0	95.5	98.3	94.6	0.3	(0.9)
		순이익	58.9	59.1	59.1	58.8	0.4	(0.6)
전력기기	한전KPS	매출액	1319.7	1548.4	1328.2	1559.9	0.6	0.7
		영업이익	247.7	289.6	254.9	296.6	2.9	2.4
		순이익	226.9	236.6	202.6	263.8	(10.7)	11.5
	한전기술	매출액	916.7	980.2	916.7	980.2	0.0	0.0
		영업이익	119.3	156.4	119.3	156.4	0.0	0.0
		순이익	124.3	161.9	120.8	156.9	(2.9)	(3.1)
	LS산전	매출액	2399.4	2521.7	2378.0	2566.1	(0.9)	1.8
		영업이익	178.7	199.1	169.4	201.3	(5.2)	1.1
		순이익	117.1	134.1	110.0	135.6	(6.1)	1.2

자료: 신한금융투자 추정

유틸리티 업체 실적 전망 가정치											
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
환율 (원/\$)	1,069	1,030	1,026	1,087	1,100	1,100	1,090	1,070	1,053	1,090	1,050
뉴캐슬 석탄 가격 (\$/t)	77	73	68	67	71	69	68	72	71	70	69
Dubai 가격 (\$/bbl)	104	106	102	75	53	48	59	66	97	56	71
전기판매 가격 (원/KWh)	112	105	118	111	112	104	112	105	111	108	106
SMP (원/KWh)	153	144	134	137	128	100	84	90	142	101	105
도매 도시가스 가격 (원/m3)	920	913	893	894	808	677	604	625	907	696	706
발전용 가스 가격 (원/m3)	899	835	815	843	746	595	519	542	852	605	624
소매 도시가스 가격 (원/m3)	956	938	919	951	861	722	644	651	946	737	747
전기 판매량 (TWh)	126	115	118	119	129	118	121	123	478	491	504
발전량 (TWh)	132	123	129	128	136	127	131	134	511	527	541
한국가스공사 가스 판매량 (백만m3)	13,540	8,243	7,582	11,801	12,571	8,065	7,451	11,638	41,166	39,724	36,596
삼천리 도시가스 판매량 (백만m3)	1,351	699	551	1,060	1,325	740	568	1,164	3,661	3,796	3,862
지역난방공사 열 판매량 (천Gcal)											
총 국가 발전믹스 (%)											
원전	28.7	32.1	30.9	30.4	28.5	30.1	31.2	32.1	30.5	30.5	33.7
석탄	38.1	38.0	41.0	40.5	39.5	39.0	41.6	37.8	39.4	39.4	44.5
LNG	23.7	20.4	18.9	20.7	24.5	23.5	19.5	23.2	20.9	22.7	14.7
유류	5.8	5.2	5.0	4.7	3.5	3.4	3.4	2.4	5.2	3.2	2.8
기타	3.7	4.3	4.2	3.8	4.0	4.1	4.3	4.5	4.0	4.2	4.3

자료: Bloomberg, 각 사, 신한금융투자 추정

유틸리티 업체 분기별 실적 추이 및 전망													
(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	
전력/가스	한국전력	매출액	14,772.6	12,889.3	14,907.5	14,905.4	15,191.1	13,258.3	14,592.1	14,604.6	57,474.9	57,646.1	57,570.8
		영업이익	1,227.1	829.2	2,861.6	869.6	2,134.8	1,435.2	3,316.6	1,913.8	5,787.6	8,800.4	9,276.0
		순이익	532.3	154.8	1,547.4	452.4	1,107.3	677.5	7,045.1	884.2	2,686.9	9,714.1	4,546.5
	한국가스공사	매출액	12,522.4	7,374.4	6,609.3	10,778.8	10,097.4	5,285.5	4,428.2	7,381.7	37,284.9	27,192.8	26,342.5
		영업이익	721.1	94.6	(85.9)	342.1	667.6	107.7	(36.7)	374.9	1,071.9	1,113.6	1,176.2
		순이익	422.3	20.1	(143.9)	148.7	414.2	(25.1)	(142.5)	166.4	447.2	413.0	491.4
	지역난방공사	매출액	942.4	390.6	295.2	740.9	855.1	314.8	215.2	653.9	2,369.1	2,039.0	2,132.7
		영업이익	78.4	(4.4)	(21.0)	32.6	94.2	12.3	(5.7)	50.9	85.6	151.8	157.5
		순이익	45.7	(22.7)	(29.3)	72.6	72.2	(4.2)	(23.5)	25.7	66.3	70.2	75.6
	삼천리	매출액	1,339.6	714.8	561.4	1,139.1	1,461.7	872.8	550.2	974.0	3,754.8	3,790.3	3,855.8
		영업이익	46.2	17.3	(5.3)	(30.6)	65.1	32.0	(0.6)	1.5	27.5	98.3	94.6
		순이익	40.4	11.8	(6.2)	(29.5)	54.7	14.9	(7.4)	(3.3)	16.5	58.9	59.1
전력기기	한전KPS	매출액	206.6	285.7	240.2	339.1	272.8	342.5	317.9	395.0	1,071.6	1,328.2	1,559.9
		영업이익	32.6	50.0	37.5	96.4	41.2	62.9	59.5	91.3	216.5	254.9	296.6
		순이익	28.7	38.8	31.1	70.9	33.5	50.0	47.5	71.7	169.5	202.6	263.8
	한전기술	매출액	177.3	212.0	193.0	259.7	228.2	209.4	236.8	242.2	841.9	916.7	980.2
		영업이익	14.1	30.3	11.7	10.5	24.0	26.8	34.5	34.0	66.6	119.3	156.4
		순이익	14.0	23.1	8.5	9.3	24.5	27.2	35.9	33.2	54.8	120.8	156.9
	LS산전	매출액	558.8	581.3	536.8	617.1	542.1	580.8	586.6	668.4	2,294.0	2,378.0	2,566.1
		영업이익	35.1	29.3	42.3	50.9	26.3	35.8	49.1	58.3	157.6	169.4	201.3
		순이익	21.4	31.6	39.0	14.8	20.2	30.0	43.9	15.9	106.8	110.0	135.6

자료: 신한금융투자 추정

투자의견 '비중확대' 유지, Top Picks 한국전력, 한전기술

한국전력 목표주가 62,000원(하향), 한전기술 목표주가 61,000원(하향)

유틸리티 업종에 대한 투자의견 '비중확대'를 유지한다. Top picks는 한국전력과 한전기술이다. 기업별 목표주가는 실적 전망치 변경, 국고채 금리 하락에 따른 무위험 수익률 하락 등을 반영해 다음과 같이 변경한다. 한국전력 목표주가는 62,000원(하향), 한전기술은 61,000원(하향), 한국가스공사는 49,000원(하향), 한전KPS는 125,000원(상향), 지역난방공사는 72,000원(상향), 삼천리는 145,000원(상향)이다. LS산전 75,000원(유지)을 유지한다.

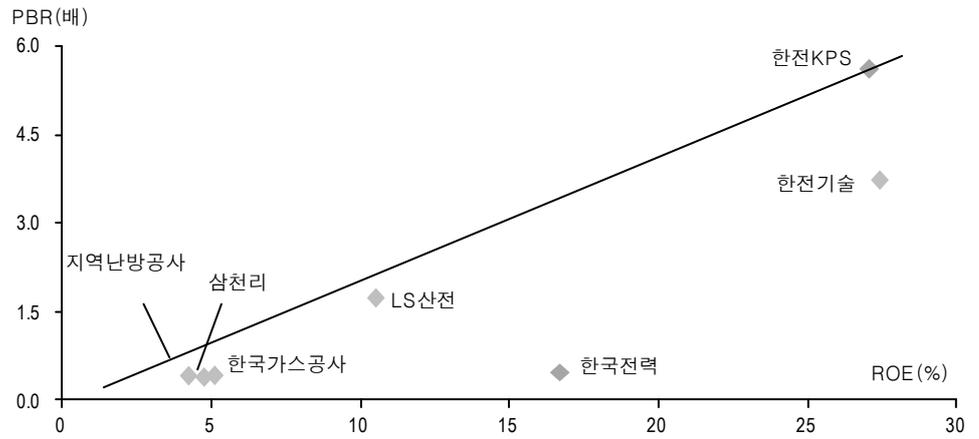
업태	종목	투자 의견	목표주가(원)		현재주가 (원)	상승여력 (%)	비고
			변경 전	변경 후			
전력/가스	한국전력	매수	66,000	62,000	43,100	43.9	실적 전망치 하향 조정 반영, 목표 PBR은 0.64배
	한전기술	매수	68,000	61,000	43,800	39.3	추가 해외 EPC 손실 우려를 반영해 목표 PER을 기존 21배에서 19배로 하향
	한국가스공사	매수	59,000	49,000	38,050	28.8	국고채 금리 하락 등에 따른 적정 순이익 축소 우려 반영, 실적 전망치 하향,
	한전KPS	매수	110,000	125,000	97,500	28.2	기존 PER 방식에서 DCF로 변경, 국고채 금리 하락에 따른 할인율 축소
전력/기기	지역난방공사	매수	65,000	72,000	57,900	24.4	실적 전망치 상향, 무위험수익률 하락에 따른 할인율 축소, 목표 PBR은 0.50배
	LS산전	매수	75,000	75,000	61,500	22.0	2015년 실적 전망치 하향했지만 중장기 실적개선에 강화 반영, 목표 PER 20
	삼천리	매수	140,000	145,000	121,500	19.3	무위험수익률 하락에 따른 할인율 축소, 목표 PBR은 0.48배

자료: 신한금융투자

(백만달러, 배, %)	국가	시가총액	PER			PBR			EPS Growth			ROE			EV/EBITDA		
			14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F
<b>국내 전력/가스</b>																	
한국전력	한국	25,178	10.2	2.9	6.2	0.5	0.5	0.4	1,505.8	253.5	(51.9)	5.3	16.7	7.3	6.6	5.0	4.6
한국가스공사	한국	3,196	10.2	8.5	7.2	0.5	0.4	0.3	(319.6)	(7.6)	19.0	4.8	4.2	4.8	16.0	14.2	12.9
지역난방공사	한국	610	9.8	9.5	8.9	0.4	0.4	0.4	(42.7)	5.9	7.7	4.1	4.2	4.4	9.6	5.9	5.7
삼천리	한국	448	34.2	8.4	8.3	0.5	0.4	0.4	(71.1)	450.0	(0.4)	0.9	4.8	4.6	14.1	6.4	6.2
<b>국내 전력기기</b>																	
한전KPS	한국	3,993	21.3	21.7	16.6	5.1	5.5	4.7	10.7	20.4	30.2	25.5	27.1	30.5	14.0	14.7	12.5
한전기술	한국	1,523	35.8	13.9	10.7	4.8	3.5	3.0	59.1	120.6	29.9	13.9	27.4	30.6	24.4	11.9	9.5
LS산전	한국	1,679	16.8	16.8	13.6	1.8	1.7	1.6	(7.8)	3.0	23.3	11.0	10.5	12.1	9.0	8.6	7.5
<b>글로벌 전력</b>																	
EDF	프랑스	46,800	11.6	11.2	11.5	1.2	1.2	1.2	13.1	(3.9)	(2.1)	10.7	10.9	10.4	4.6	4.9	4.8
Duke	미국	54,977	17.7	16.7	15.7	1.3	1.3	1.3	21.4	1.8	6.4	4.6	7.9	8.3	11.4	10.2	9.7
Southern	미국	40,271	15.9	15.6	15.1	2.0	1.9	1.8	48.9	1.3	3.3	10.1	12.1	12.0	11.8	9.5	9.1
E.ON	독일	31,174	0.0	17.1	17.4	1.1	1.0	0.9	(20.7)	(3.9)	(1.4)	(10.8)	5.9	5.5	5.5	6.0	6.1
RWE	독일	16,578	11.6	12.4	14.7	2.1	1.7	1.6	(147.2)	(4.0)	(15.9)	22.5	12.4	10.0	4.7	4.9	5.1
<b>글로벌 가스</b>																	
도쿄가스	일본	16,311	21.9	16.0	15.0	2.0	1.8	1.7	(9.0)	27.3	6.4	9.4	11.9	11.1	8.2	8.2	7.7
오사카가스	일본	8,871	14.2	13.8	13.6	1.3	1.2	1.2	(12.6)	112.0	1.3	9.3	9.1	9.2	7.9	8.1	7.3
Williams	미국	37,791	103.8	51.7	36.9	4.3	1.8	1.8	30.2	19.3	40.1	31.0	7.0	7.1	24.2	18.8	15.6
Questar	미국	4,186	18.6	18.6	18.0	3.4	0.0	0.0	41.6	(1.5)	3.3	18.5	17.1	16.0	9.4	9.6	9.2
<b>중국 전력/가스</b>																	
장강전력	중국	30,030	17.0	16.4	16.5	2.2	2.1	2.0	21.7	3.1	(1.0)	13.7	10.3	9.3	0	11.6	11.7
화능국제전력	중국	19,288	11.2	9.3	9.0	1.8	1.6	1.4	15.3	8.0	3.1	16.2	17.4	17.1	7.5	6.6	6.5
국투전력	중국	11,979	13.5	11.8	10.8	3.4	2.7	2.3	49.8	16.6	9.1	27.6	24.5	21.6	0	7.9	7.6
심천가스	중국	3,637	33.5	25.8	21.7	4.5	3.7	3.3	0.8	21.5	18.8	14.4	14.9	15.9	0	16.9	14.3
산서에너지	중국	3,229	48.9	33.9	23.9	10.2	8.0	6.1	(10.9)	52.5	42.0	26.9	26.0	27.2	0	23.1	17.5

자료: Bloomberg, 신한금융투자

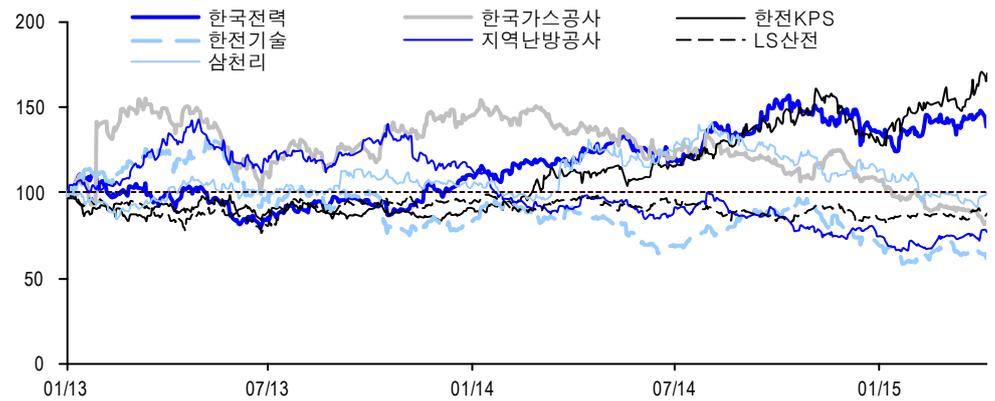
국내 유틸리티 업체 PBR, ROE 비교 (2015년 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

국내 유틸리티 Peers 상대주가 추이

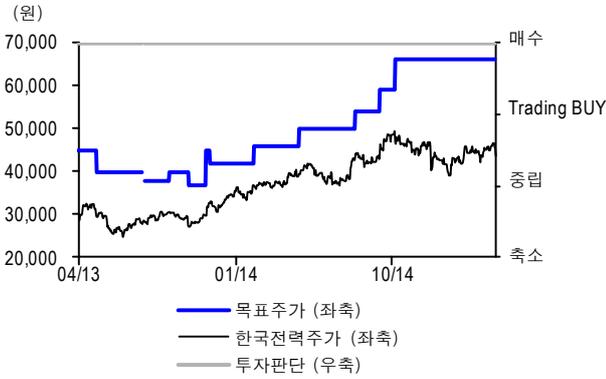
(2013.01.02=100)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

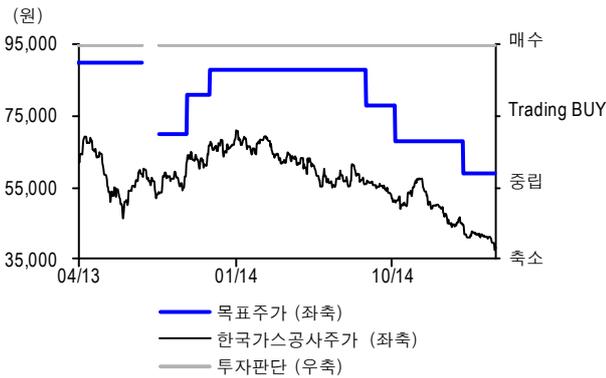
## 투자의견 및 목표주가 추이

### 한국전력 (015760)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 04월 10일	매수	45,000
2013년 05월 12일	매수	40,000
2013년 08월 04일	매수	38,000
2013년 09월 16일	매수	40,000
2013년 10월 20일	매수	37,000
2013년 11월 19일	매수	45,000
2013년 11월 26일	매수	42,000
2014년 02월 11일	매수	46,000
2014년 05월 01일	매수	50,000
2014년 08월 07일	매수	54,000
2014년 09월 18일	매수	59,000
2014년 10월 16일	매수	66,000
2015년 04월 09일	매수	62,000

### 한국가스공사 (036460)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 04월 10일	매수	90,000
2013년 08월 29일	매수	70,000
2013년 10월 17일	매수	81,000
2013년 11월 26일	매수	88,000
2014년 08월 26일	매수	78,000
2014년 10월 16일	매수	68,000
2015년 02월 12일	매수	59,000
2015년 04월 09일	매수	49,000

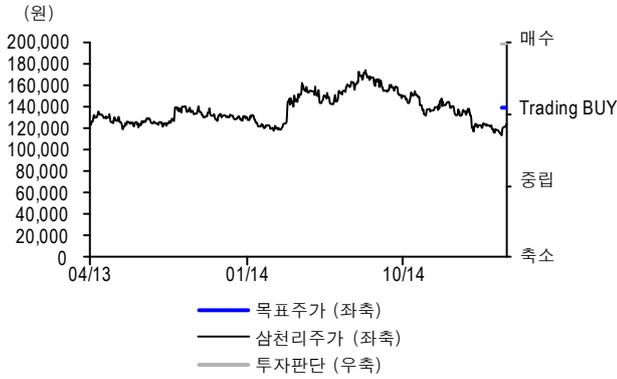
### 지역난방공사 (071320)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 04월 10일	매수	105,000
2013년 05월 03일	매수	120,000
2015년 02월 22일	매수	65,000
2015년 04월 09일	매수	72,000

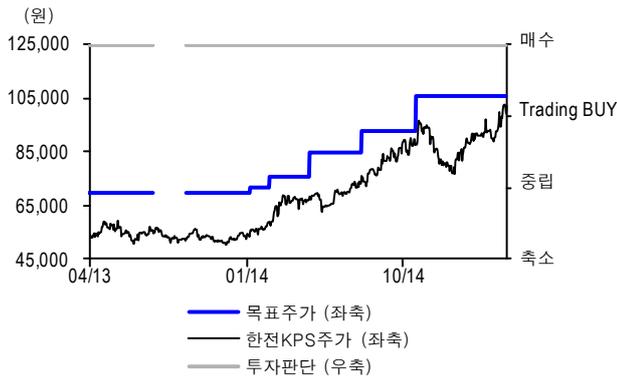
## 투자의견 및 목표주가 추이

### 삼천리 (004690)



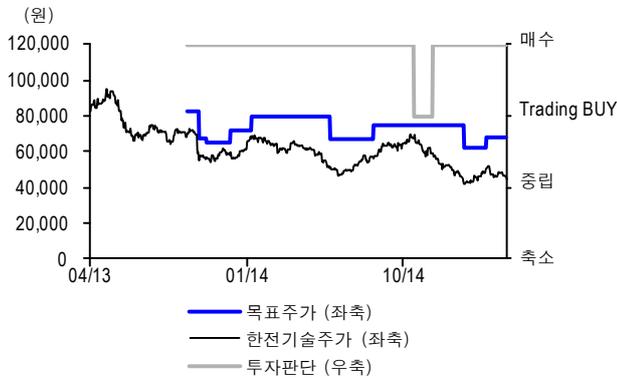
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 03월 31일	매수	140,000
2015년 04월 09일	매수	148,000

### 한전KPS (051600)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 04월 10일	매수	70,000
2014년 01월 16일	매수	72,000
2014년 02월 19일	매수	76,000
2014년 04월 30일	매수	85,000
2014년 07월 30일	매수	93,000
2014년 11월 02일	매수	106,000
2015년 02월 12일	매수	110,000
2015년 04월 09일	매수	128,000

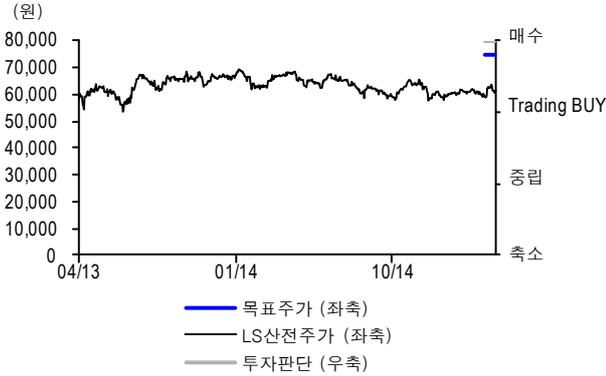
### 한전기술 (052690)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 09월 26일	매수	83,000
2013년 10월 17일	매수	67,400
2013년 10월 30일	매수	65,000
2013년 12월 11일	매수	72,000
2014년 01월 17일	매수	80,000
2014년 06월 04일	매수	67,000
2014년 08월 19일	매수	75,000
2014년 10월 29일	Trading BUY	75,000
2014년 12월 01일	매수	75,000
2015년 01월 25일	매수	62,000
2015년 03월 05일	매수	68,000
2015년 04월 09일	매수	61,000

**LS산전 (010120)**

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 03월 23일	매수	75,000



**Compliance Notice**

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 허민호)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(한국전력)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(한국전력)를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

**투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)**

투자등급	기준
매수	향후 6개월 수익률이 +15% 이상
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%
중립	향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%
축소	향후 6개월 수익률이 -15% 이하
비중확대	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
중립	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
축소	업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우