

유틸리티

기능 조정 영향: 한국전력 중립, 가스공사 긍정적

비중확대 (유지)

허민호

☎ 02-3772-2183

✉ hiroo79@shinhan.com

* 정산계수: 발전자회사의 전력판매가격 중 변동비에 대한 보상
가격은 정산계수를 반영해 산정

* 용량요금: CP(Capacity Payment), 건설비, 운영비 등 고정비에
대한 보상, 2000년 입찰 발전량 당 7.46원/kwh으로 산정된 이후
변동 없음

- ◆ 한국전력: 발전자회사 상장, 전력 소매시장의 민간 개방 영향은 중립적
- ◆ 한국가스공사: 석유공사와 합병 우려 해소, 지역난방공사: 유상증자 우려 존재
- ◆ 투자의견 '비중확대' 유지, 하반기 이후 점진적인 전력시장 제도 개편 기대

한국전력: 제도 개편없는 발전자회사 상장, 전력 소매시장의 민간 개방 영향은 중립적
정부는 '공공기관 기능 조정 방안'을 발표했다. 이 중 주식시장에 상장되어 있는 에너지 공기업과 관련 주요 내용 및 영향은 다음과 같다.

한국전력과 관련 주요 내용은 한국수력원자력을 포함한 6개 발전자회사(지분 100%) 상장, 전력 소매부문의 점진적인 민간 개방, 경쟁체제 도입 등이다. 현재 발전자회사의 전력 도매 판매단가는 수리적 근거가 불명확한 정산계수, 연료별 비차별적인 용량요금, 탄소배출권 미반영 등 제도가 투명화되어 있지 않다. 제도 개선이 없다면 발전자회사 상장시 적정 밸류에이션은 현재 연결기준 한국 전력의 PBR 0.5 ~ 0.6배를 넘어서기 어렵다.

온실가스 감축 방안 중 에너지 프로슈머 활성화는 민간 수요자의 스마트그리드, 신재생에너지, 에너지저장장치 등의 설비투자가 필요하다. 이를 위해서는 전력 소매부문의 개방은 불가피하다. 민간 개방을 위해서는 별도기준 한국전력의 송/배전망과 소매 사업의 법적 분리가 요구된다. 송/배전망과 소매 사업을 동일 회사가 수직계열화하고 있는 상황에서 민간 회사와 경쟁이 불가능하기 때문이다.

한국가스공사: 석유공사와 합병 우려 해소, 지역난방공사: 유상증자 우려 존재

한국가스공사는 석유공사와의 합병 우려가 존재했다. '공공기관 기능 조정 방안'에는 합병에 대한 내용 포함되어 있지 않다. 우려는 해소되었다. 2016년 예상 주당 배당금은 1,300원, 배당수익률은 3% 이상으로 배당매력이 존재한다. 유가 50달러 이상이 유지될 경우 2017년 GLNG는 흑자전환이 가능하다.

지역난방공사는 유상증자가 결정되었다. 지역난방 사업장 확장, 2017년말 750MW LNG 열병합발전소 건설 등 투자가 확대되고 있는 상황에서 부채비율 축소, 배당 확대는 어려운 상황이다. 정부는 유상증자 이후 공공 지분율을 현재 65%에서 51%로 축소할 계획이다. 공공 지분율 축소를 감안시 주가 희석비율은 26%다. 지역난방사업 확대를 위한 우호적인 정책이 지속되는 점을 감안시 유상증자 참여 또는 증자 이후 매수 전략이 권고한다.

투자의견 '비중확대' 유지, 하반기 이후 점진적인 전력시장 제도 개편 기대

투자의견 '비중확대'를 유지한다. 하반기 이후 기능 조정안의 구체적인 실행 방안이 추진될 계획이다. 완전한 전력시장 제도 투명화는 오랜 시간이 소요될 수 있다. 민간 개방을 위해 적정이익 보장, 배당 확대 등을 위한 제도 개편에 대한 당위성은 충분하다. 정책 리스크 축소에 따른 점진적인 주가 재평가를 기대한다.

하반기 한국전력과 한국가스공사는 배당매력 부각, 저평가 요소 해소 기대

한국전력의 2016년 예상 실적 기준 PBR은 0.52배다. 2016년 예상 ROE는 12.5%, 현재 주가 기준 배당수익률은 4.7%다. 해외 선진국 전력업체의 2016년 예상 ROE 8 ~ 13%, 배당수익률 2 ~ 4%, PBR 1 ~ 2배 대비 저평가되어 있다. 향후 발전자회사의 상장, 전력 소매부문의 민간 개방 등을 위한 구체적인 정책이 발표된다. 전력시장의 민간 개방을 위해서는 사회적 합의가 필요하다. 제도 변경의 당위성은 명확한 만큼 점진적인 전력시장 제도 투명화, 주가 재평가를 기대한다. 2018년 이후 석탄발전소 폐쇄에 따른 기저발전 비중 둔화, 유가 상승, 환경 비용 증가 등 중장기 비용 증가 요인이 존재한다. 비용 증가, 적정 마진 보장 등이 전력 도매 및 소매가격에 반영되어야 한다.

한국가스공사의 2016년 예상 실적 기준 PBR은 0.36배다. 석유공사와의 합병 우려 해소, 배당수익률 3% 이상의 배당매력. 미수금 회수에 따른 재무구조 개선, 유가 50 달러/배럴 이상 유지시 2017년 GLNG 흑자전환 가능 등을 감안시 저평가되어 있다.

커버리지 전력/가스 업체 Valuation 요약

			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	DPS (원)	배당수익률 (%)	ROE (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)
한국전력	투자의견 매수	2015	58,957.7	11,346.7	13,289.1	20,701	103,798	3,100	6.2	22.1	2.4	4.3	0.5
	목표주가 85,000원	2016F	59,530.6	13,914.7	8,795.5	13,701	114,738	2,800	4.7	12.5	4.4	3.6	0.5
	상승여력 42.4%	2017F	60,863.5	14,146.0	9,005.6	14,028	125,251	3,210	5.4	11.7	4.3	3.5	0.5
지역난방공사	투자의견 매수	2015	2,001.9	209.9	115.8	10,003	148,691	3,620	6.3	6.9	5.8	7.2	0.4
	목표주가 90,000원	2016F	1,779.7	230.6	119.1	10,286	155,418	3,550	5.4	6.8	6.4	7.4	0.4
	상승여력 36.2%	2017F	1,918.6	260.2	141.8	12,249	164,017	3,650	5.5	7.7	5.4	7.2	0.4
한국가스공사	투자의견 매수	2015	26,052.7	1,007.8	319.2	3,458	108,944	170	0.5	3.2	10.7	13.5	0.3
	목표주가 55,000원	2016F	19,284.4	1,110.3	324.2	3,512	111,156	1,300	3.2	3.2	11.7	12.1	0.4
	상승여력 33.3%	2017F	16,859.2	1,159.2	438.4	4,749	114,196	1,800	4.4	4.2	8.7	11.2	0.4
삼천리	투자의견 매수	2015	3,667.9	89.1	37.1	9,150	298,483	2,500	2.4	3.1	11.2	6.4	0.3
	목표주가 129,000원	2016F	2,976.0	82.8	43.4	10,692	305,548	3,000	2.7	3.5	10.4	6.8	0.4
	상승여력 16.2%	2017F	3,038.5	86.0	49.6	12,224	315,135	3,000	2.7	3.9	9.1	6.4	0.4

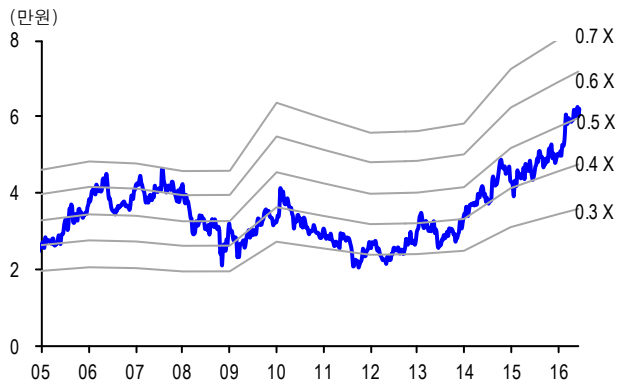
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에너지 분야 공공기관 기능 조정 방안

기능 조정	분야	관련 공공기관	주요 내용
기관 통/폐합		기초전력연구원	기관폐지 후 한국전력공사 전력연구원으로 통합
유사, 중복기능 조정	해외 발전시장 진출	한국전력	한국전력공사-대형, 에너지 신산업 특화/발전5사-화력, 신재생 에너지 특화
	전기 점검	한국전력	한국전력공사의 전기안전점검 기능 전기안전공사로 일원화
	댐 관리	한국수력원자력	한국수력원자력의 발전용 댐 관리 한국수자원공사로 일원화
부실정리 및 비핵심업무 축소	국내 석탄 생산	대한석탄공사	연차별 감산 및 정원의 단계별 감축
	해외자원 개발 기능 효율화	가스/석유/광물자원공사	핵심자산 위주 재편, 민간부문과 협력 강화, 해외자원개발 기능 축소
	해외 발전원료 개발	한국전력	한국전력공사의 발전원료 해외 자원개발 폐지
민간개방 확대	전력판매(소매분야)	한국전력	단계적 민간개방
	가스도입, 도매	한국가스공사	민간 직수입 활성화, 2025년 이후 단계적 민간 개방
	화력발전 정비	한전KPS	신규 발전기 정비 독점 폐지, 화력발전 정비시장 민간 개방 확대
	원전 상세설계	한전기술	한전기술이 한수원으로부터 1차 수주 후, 민간 하도급 비율을 기존 50%에서 60%로 상향
경영효율화	주요기관 상장	한국전력/가스공사	화력발전 5사, 한국수력원자력, 한전KDN 등 2017년부터 8개 기관 순차적으로 상장
	유상증자	지역난방공사	유상증자를 통해 부채비율 약 20%p 감축, 공공지분 65%에서 51%로 축소
	출자회사 정리	지역난방공사	지역난방기술, 윈드밀파워, 서남바이오, 수완에너지 매각
		광물자원공사	한국알루미나, 세아M&S, 에너지캠, 영우자원, 대한광물, 해인자원 매각
미래대비 기능 강화	원전 해외수출 강화	한국수력원자력	한국수력원자력 기능 강화
	에너지신산업 육성	한국전력	기후변화 대응 및 미래 성장동력 발굴을 위해 에너지 신산업 육성

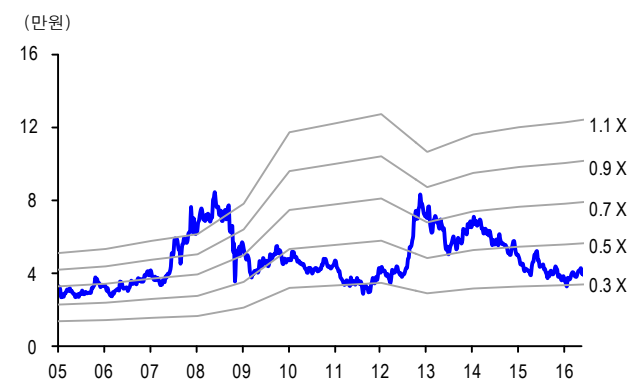
자료: 기획재정부, 신한금융투자

한국전력의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

한국가스공사의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

지역난방공사의 12개월 선행 PBR 밴드



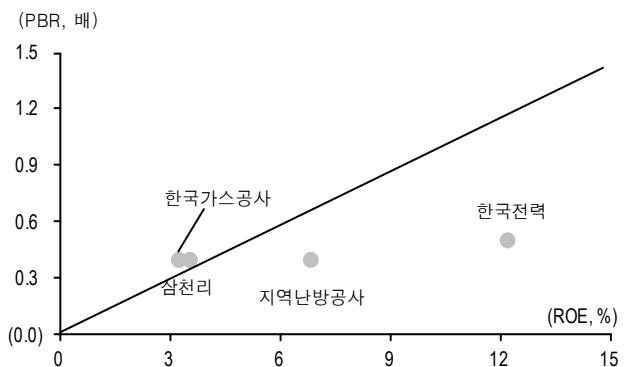
자료: WISEfn, 신한금융투자

삼천리의 12개월 선행 PBR 밴드



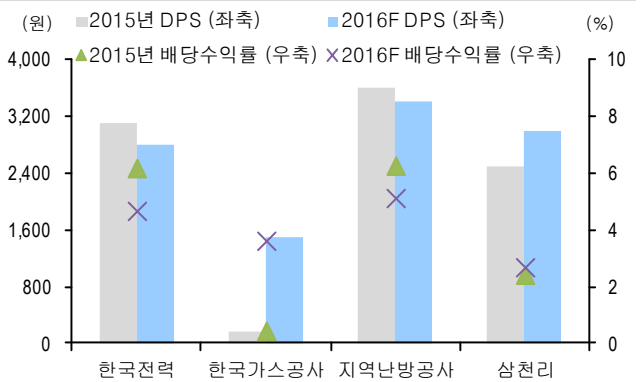
자료: WISEfn, 신한금융투자

국내 전력/가스업체 PBR/ROE 비교 (2016F 기준)



자료: WISEfn, 신한금융투자

국내 전력/가스업체 DPS/배당수익률 비교



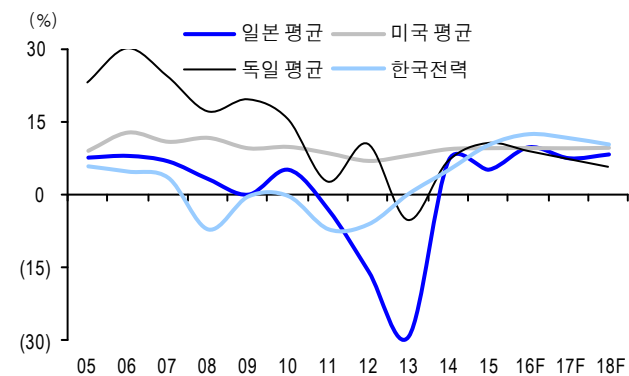
자료: WISEfn, 신한금융투자

글로벌 전력/가스 Peers 그룹 Valuation

(백만달러, 배, %)	국가	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			EPS Growth			ROE		
			15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
국내 전력/가스																	
한국전력	한국	32,541	2.4	4.4	4.3	0.5	0.5	0.5	4.3	3.6	3.5	394.6	(33.8)	2.4	22.1	12.5	11.7
한국가스공사	한국	3,233	10.7	11.8	8.7	0.3	0.4	0.4	13.5	12.1	11.2	(28.6)	1.4	34.9	3.2	3.2	4.2
지역난방공사	한국	650	5.8	6.4	5.4	0.4	0.4	0.4	7.2	7.4	7.2	74.7	2.8	19.1	6.9	6.8	7.7
삼천리	한국	382	11.2	10.4	9.1	0.3	0.4	0.4	6.4	6.8	6.4	124.9	16.8	14.3	3.1	3.5	3.9
글로벌 전력																	
Southern	미국	47,857	16.3	17.9	17.2	2.1	2.1	2.0	10.7	11.0	10.2	18.7	9.7	3.9	11.7	11.6	11.6
EDF	프랑스	22,824	42.4	6.8	9.0	0.7	0.6	0.6	3.3	2.7	2.9	(82.0)	386.9	(24.9)	1.7	8.8	7.0
RWE	독일	8,295	6.8	12.4	11.4	0.8	1.0	0.9	3.1	4.0	3.9	(34.9)	(45.4)	8.7	13.7	9.3	8.6
도후쿠전력	일본	6,531	8.9	8.1	9.8	1.1	1.0	1.0	8.2	7.3	7.8	(6.6)	18.2	(17.3)	13.4	12.9	10.5
화능전력	중국	14,686	6.8	9.1	9.6	1.3	1.2	1.2	5.6	6.4	6.7	23.5	(24.5)	(5.5)	5.6	14.5	12.6
글로벌 가스																	
ENI	이탈리아	54,831	-	82.8	19.3	1.0	1.0	1.0	10.7	5.2	3.7	(35.8)	(29.9)	329.0	(15.8)	0.6	4.3
Williams	미국	16,362	33.9	28.7	18.1	3.1	3.6	4.9	27.3	12.0	11.1	(125.9)	(199.9)	58.5	(7.7)	13.8	20.3
도요가스	일본	9,751	19.3	8.3	20.2	1.7	0.9	0.9	7.9	4.8	7.1	13.4	16.5	(58.7)	9.2	11.2	4.1
오사카가스	일본	7,750	13.6	9.8	14.7	1.2	0.9	0.9	8.0	5.2	6.8	0.7	8.4	(33.3)	9.1	9.4	6.1
심천가스	중국	2,506	29.4	19.7	16.9	2.8	2.1	1.9	17.4	12.4	10.6	(11.9)	21.1	16.9	10.8	10.9	11.7

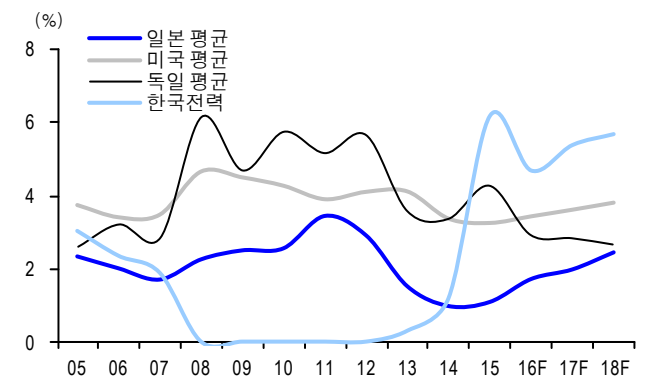
자료: Bloomberg, 신한금융투자

선진국 전력업체 ROE 추이 및 전망



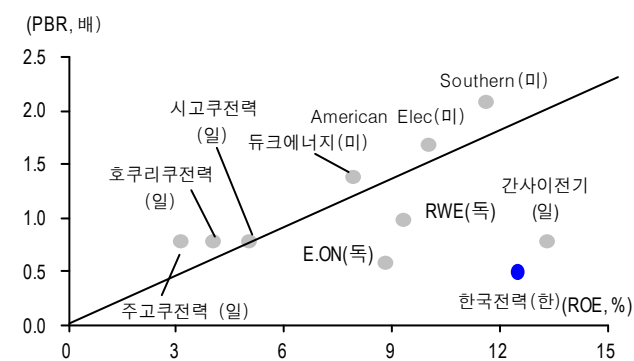
자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: 한국전력의 2015년 ROE 10.3%는 부지 매각 차익을 제외한 순이익 6.8조원으로 계산했음

선진국 전력업체 배당수익률 추이 및 전망



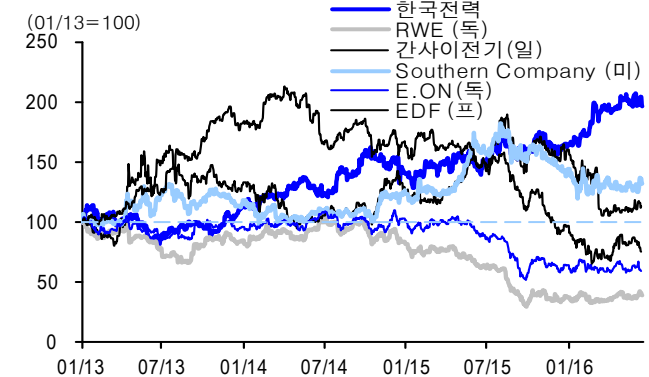
자료: Bloomberg, 신한금융투자

선진국 전력업체 PBR/ROE 비교 (2016F 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

선진국 전력업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

한국전력 발전자회사 상장: 정부승인차액계약 제도 도입 가능성 존재

한국전력 발전자회사 상장의 목적은 온실가스 배출량 감축, 에너지 신산업 확산 등을 위한 투자 재원 마련이다. 2001년에도 발전부문의 법적 분할 후 상장을 추진했으나 실패했다. 당시 남동발전의 주당 장부가는 27,500원이었다. 공모 희망가는 PBR 0.58 ~ 0.72배에 해당하는 16,000 ~ 20,000원이었다. 매각손실 발생이 우려됨에 따라 상장이 무산되었다.

2016년 1분기 6개 발전자회사의 총 자본총계는 44조원, 별도기준 장부가격은 26.1조 원이다. 발전자회사 상장시 별도기준 한국전력의 매각손실이 발생하지 않기 위한 최소 적정 PBR은 0.6배다. 2015년 발전자회사의 평균 ROE는 10%이다. 이론적인 ROE-PBR 밸류에이션으로는 PBR 1배에 가까운 밸류에이션 적용이 가능하다. 그러나 발전자회사 전력도매단가의 투명화 없이는 PBR 0.6배 이상을 받기 어렵다.

향후 민간 석탄발전소에 적용 예정인 정부승인차액계약 제도가 발전자회사에도 적용될 가능성이 높다. 정부승인차액계약 제도는 정부 규제 하에서 전력도매단가를 IRR 등을 반영해 일정 수준으로 결정하고, 시장가격과의 차익은 차후에 정산하는 제도이다.

* IRR(internal rate of return); 내부수익률, 어떤 사업의 사업기간 동안 현금수익흐름을 현재가치로 환산하여 합한 값이 투자지출과 같아지도록 할인하는 이자율

발전자회사 상장시 별도기준 한국전력의 매각손실이 발생하지 않기 위한 최소 밸류에이션

(십억원)	자본총계	적용 PBR	자산가치		별도기준 장부가격		별도기준 지분 30% 매각차익
			지분 100%	지분 30%	지분 100%	지분 30%	
한국수력원자력	24,156.2	0.63	15,284.9	4,585.5	15,284.8	4,585.4	0.0
한국남동발전	4,596.3	0.40	1,843.6	553.1	1,843.6	553.1	(0.0)
한국중부발전	3,417.4	0.61	2,083.2	625.0	2,083.1	624.9	0.0
한국서부발전	3,705.3	0.56	2,063.8	619.1	2,063.8	619.1	0.0
한국남부발전	3,868.8	0.64	2,488.4	746.5	2,488.5	746.6	(0.0)
한국동서발전	4,221.8	0.54	2,297.9	689.4	2,297.9	689.4	0.0
총계	43,965.8	0.59	26,061.8	7,818.6	26,061.8	7,818.5	0.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 자본총계는 2016년 1분기 기준

2015년 화력 발전자회사의 연결기준 실적

(십억원, %)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	자본총계	순부채	영업이익률	ROE	순부채비율
한국수력원자력	10,747.0	3,791.7	3,279.0	2,457.1	23,605.7	9,149.3	35.3	10.4	38.8
한국남동발전	4,971.4	933.3	771.6	586.1	4,445.5	3,454.8	18.8	13.2	77.7
한국중부발전	4,035.1	323.2	318.8	244.1	3,247.5	3,906.8	8.0	7.5	120.3
한국서부발전	4,224.7	488.9	412.3	300.3	3,485.7	4,848.0	11.6	8.6	139.1
한국남부발전	4,332.7	370.4	265.0	221.5	3,685.5	4,531.6	8.5	6.0	123.0
한국동서발전	4,114.0	619.9	606.0	448.7	3,993.1	3,701.6	15.1	11.2	92.7
총계	32,424.9	6,527.3	5,652.6	4,257.7	42,463.1	29,592.1	20.1	10.0	69.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

화력 발전자회사의 연료원별 발전 설비용량 (2016.02 기준)

(MW, %)	발전 설비용량					비중				
	총계	석탄	가스	유류	신재생	총계	석탄	가스	유류	신재생
한국남동발전	9,981	8,974	922		85	100.0	89.9	9.2	0.0	0.9
한국중부발전	8,306	4,800	3,343	135	28	100.0	57.8	40.2	1.6	0.3
한국서부발전	9,321	5,400	3,867		55	100.0	57.9	41.5	0.0	0.6
한국남부발전	9,162	4,200	4,915		47	100.0	45.8	53.6	0.0	0.5
한국동서발전	9,139	6,100	2,972		67	100.0	66.7	32.5	0.0	0.7
총계	45,910	29,474	16,018	135	283	100.0	64.2	34.9	0.3	0.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

전력 소매부문의 민간 개방: 정책 리스크 해소, 전기요금 이상 > 점유율 하락 우려

온실가스 배출량 감축 방안 중 에너지 프로슈머 활성화는 민간 수요자의 스마트그리드, 신재생에너지, 에너지저장장치 등의 설비투자가 필요하다. 이를 위해 전력 소매부문의 개방은 불가피하다. 민간 개방을 위해서는 별도기준 한국전력의 송/배전망과 소매 사업의 법적 분리가 요구된다. 송/배전망과 소매 사업을 동일 회사가 수직계열화하고 있는 상황에서 민간 회사와 경쟁이 불가능하기 때문이다.

송/배전망과 소매 사업 분할은 한국전력의 적정 재무구조 회복 이후 진행될 전망이다. 적정 재무구조는 요금기저 내 자기자본 비중 75% 내외로 추정된다. 2014년 별도기준 요금기저내 자기자본 비중은 51%다. 향후 송배전망 투자 확대에 따른 적정투자보수 증가, 투자보수율 상승도 기대한다.

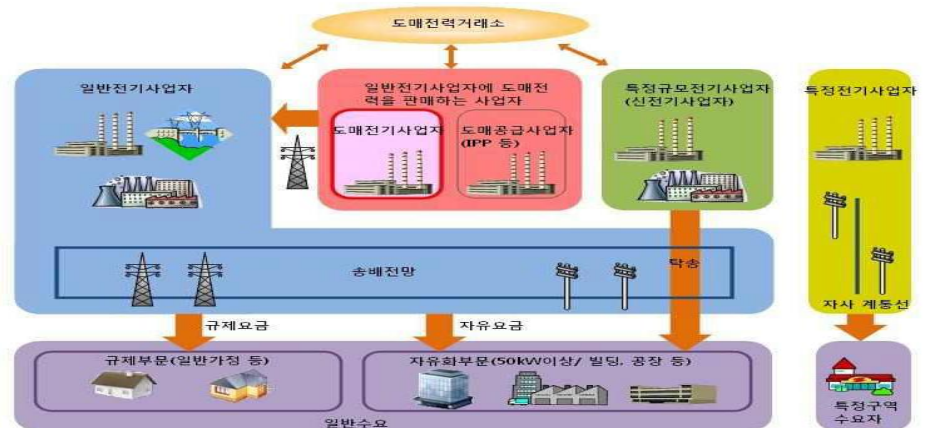
중장기 한국전력은 발전, 송/배전망, 소매 사업의 법적 분리 이후 지주회사로 전환될 가능성이 높다. 미국, 유럽 등 선진국 전력업체는 1990년대 후반 전력/가스시장 자유화 이후 사업 분리, 지주회사로 전환했다. 최근 일본 도쿄전력도 2016년 내 지주회사로 전환할 예정이다.

중장기 전력 소매시장 개방에 따른 점유율 하락에 대한 우려보다 배당매력 확대, 정책 리스크 축소에 따른 주가 재평가가 선행될 전망이다. 향후 신규 전력소매사업자의 점유율 상승 속도는 빠르지 않다. 2000년 전력소매 자유화가 시작된 일본의 경우에도 신규 전력 소매사업자의 점유율은 2013년 기준 2.6%에 불과했다. 일본 신규 전력 소매사업자의 점유율 상승이 시작된 시점은 2011년 후쿠시마 원전 사고 이후다. 원전 가동 중단에 따른 LNG 수입 증가, 발전비용 상승으로 기존 지역 독점 전력사업자의 전기요금이 인상되었다. 이에 따라 신규 업체의 가격경쟁력 확보가 가능해졌다.

일본은 10개 대규모 전력기업의 지역별 독점 구조, 가정용은 규제 요금, 산업용은 자유 요금

우리는 일본 전력시장의 제도 변화를 통해 향후 한국 전력시장의 제도 변화 방향을 추측할 수 있다. 일본은 1951년 이후 도쿄전력, 도호쿠전력, 간사이전력 등 10개의 수직 통합(발전, 송/배전, 판매)형 민간 전력기업(일반 전기사업자)들에 의해 지역별 독점체제가 유지되고 있다. 2000년 신 전기사업자(특정 규모 전기사업자) 제도가 도입되어 전기요금 자유화가 시작되었다. 신 전기사업자는 공장, 백화점 등 고압의 전기를 대규모 사용하는 사업체에게 직접 전기요금을 결정해 전기를 공급한다. 일반 전기사업자는 고압/대규모 전기 소비자에게 자유 요금으로 전기를 공급하고, 저압의 소규모 사용자, 즉 가정에는 규제 요금을 통해 독점적으로 공급한다.

일본의 전력시장 개요 (2015년 이전 기준)



자료: 일본 경제산업성, 에너지경제연구원, 신한금융투자

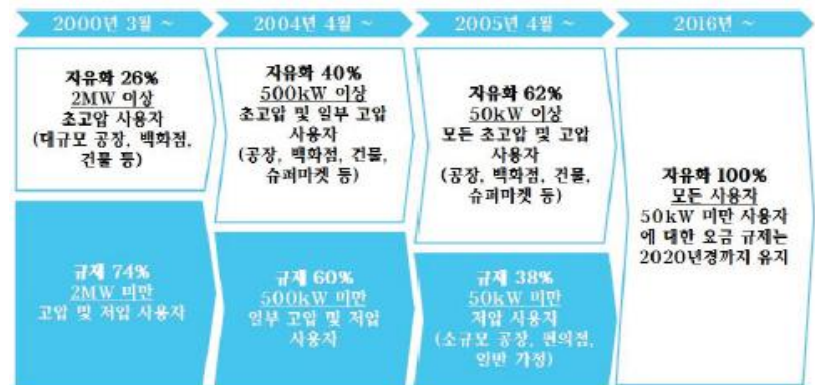
일본 전력 소매시장 자유화 비중은 62%, 자유화 시장 내 신규 업체의 점유율은 4.2%

2000년 이후 자유 요금 적용 가능한 소비자 범위는 지속적으로 확대되었다. 2005년에는 자유화 비중이 62%로 확대되었다. 2016년에는 소매시장 진입의 전면 자유화가 시행되고 있다. 진입 자유화가 100%로 확대된 이유는 신재생에너지, 스마트그리드 등 한국에서 현재 추진 중인 에너지 프로슈머 시장 활성화를 위한 투자 유도 때문이다.

2000년 이후 신 전기사업자의 소매시장 진출, 자유화 확대에도 불구하고 신 전기사업자의 저원가 연료를 이용한 발전용량 부족, 전력거래소의 높은 발전 구입가격, 일반 전기사업자의 신 전기사업자 대비 낮은 소매가격 유지 등으로 경쟁은 활성화되지 못했다. 2013년 신 전기사업자의 자유화 소매시장 내 점유율은 4.2%에 불과하다.

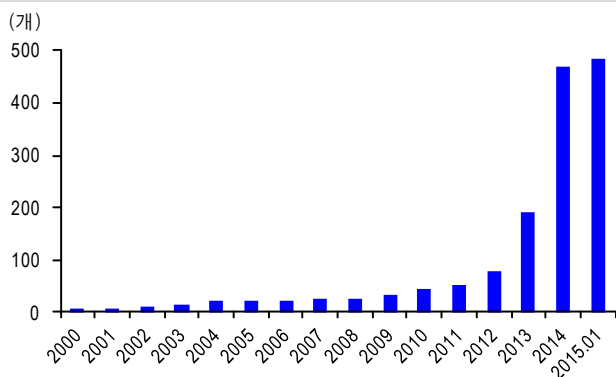
2011년 이후 후쿠시마 원전 사고 이후 일반 전기사업자의 높은 전기요금 인상으로 신 전기사업자의 가격경쟁력 확보되었다. 신 전기사업자 수 및 계약용량이 빠른 속도로 증가하고 있다.

일본 전력소매 시장 자유화 추이



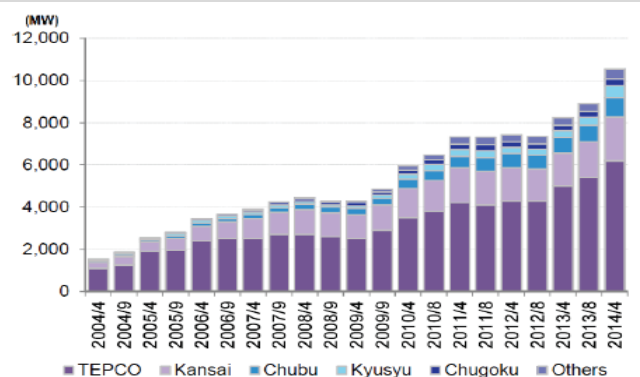
자료: 일본 경제산업성, 에너지경제연구원, 신한금융투자

일본의 신전기사업자 수 추이



자료: 일본 경제산업성, BNEF, 에너지경제연구원, 신한금융투자

일본 지역별 신전기사업자의 계약용량 추이



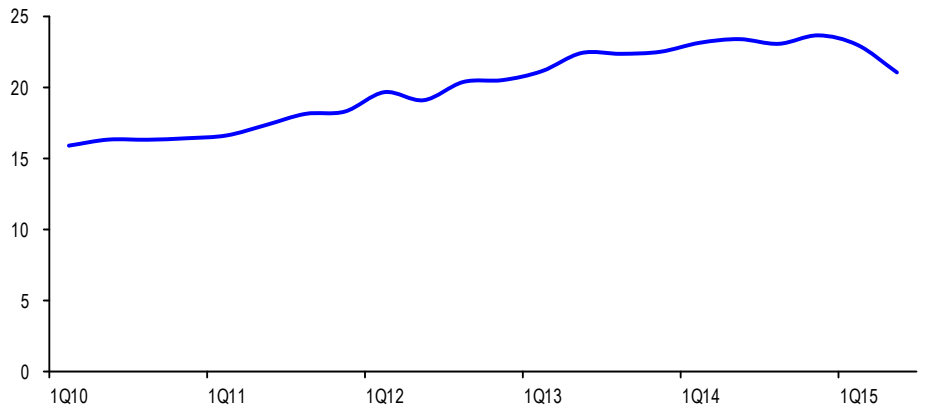
자료: BNEF, 에너지경제연구원, 신한금융투자

일본은 2020년 전기 소매요금 100% 자유화, 송/배전망 법적 분리 계획

일본은 2020년 전기 소매요금의 100% 자유화를 목표로 하고 있다. 이를 위해 2015년 지역별로 분리되어 있는 송/배전망을 통합 관리하는 광역 계통운영기관을 출범했다. 2020년 소매요금 전면 자유화를 시행하기 전에 일반 전기사업자의 소매사업과 송/배전 사업을 법적 분리, 계통망 중립성을 확보할 계획이다.

도쿄전력의 전기요금 추이

(엔/KWh)



자료: 도쿄전력, 신한금융투자

2012년 일본의 전력시스템 개혁 3단계

단계	주요 내용	실시 시기
1단계(1차 개정)	광역 계통운영기관 설립	2015년 4월 광역 계통운영기관 출범
2단계(2차 개정)	전기 소매업에 대한 참여 전면 자유화	2016년 시행
3단계(3차 개정)	송/배전 사업의 법적 분리를 통한 중립성 확보 전기 소매요금의 전면 자유화	2020년 4월 시행 목표

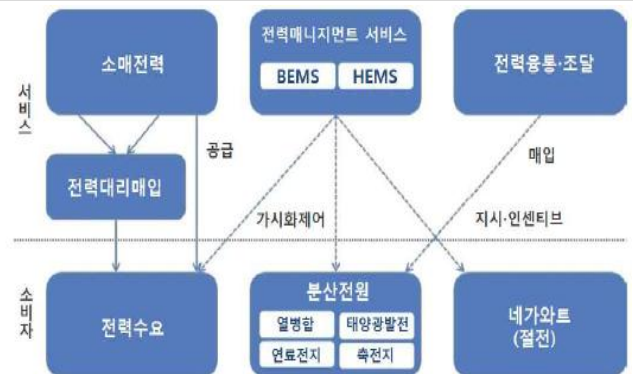
자료: 일본 경제산업청, 에너지경제연구원, 신한금융투자

일본 소매전력 시장의 완전 자유화 이후 결합판매 시나리오



자료: 넷케이BP클린테크연구소, 에너지경제연구원, 신한금융투자

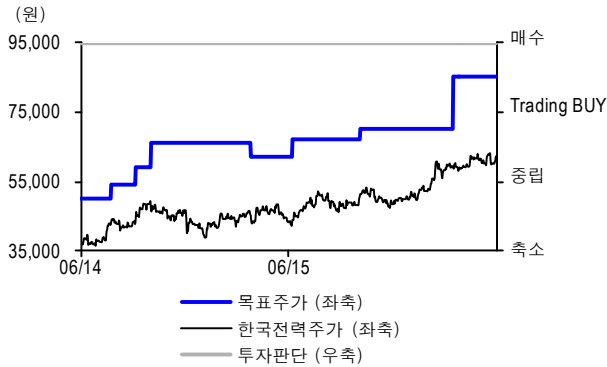
일본 소매전력 시장의 완전 자유화 이후 원스톱 서비스화 시나리오



자료: 넷케이BP클린테크연구소, 에너지경제연구원, 신한금융투자

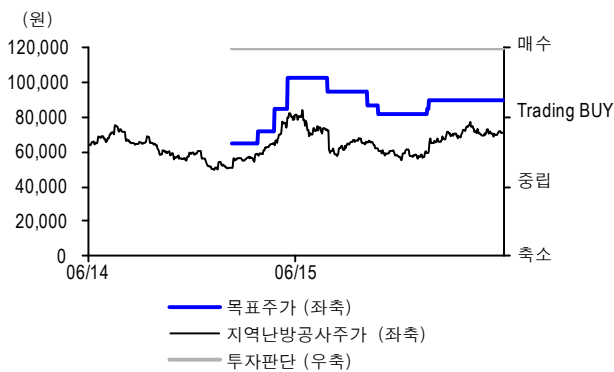
투자의견 및 목표주가 추이

한국전력 (015760)



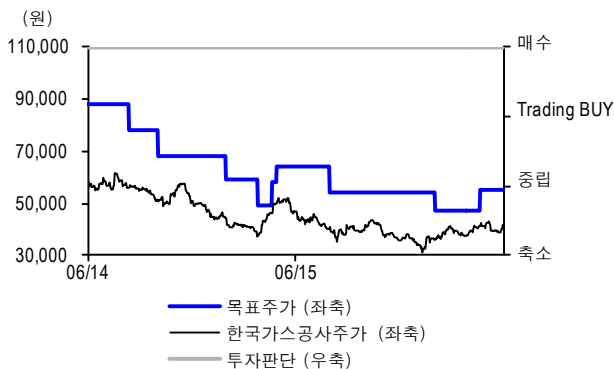
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 06월 14일	매수	50,000
2014년 08월 07일	매수	54,000
2014년 09월 18일	매수	59,000
2014년 10월 16일	매수	66,000
2015년 04월 09일	매수	62,000
2015년 06월 21일	매수	67,000
2015년 10월 18일	매수	70,000
2016년 03월 29일	매수	85,000

지역난방공사 (071320)



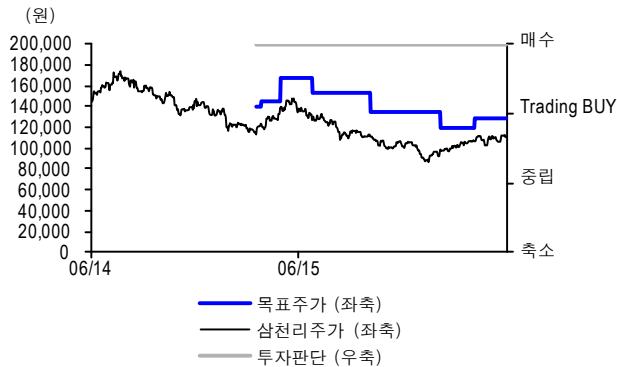
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 02월 22일	매수	65,000
2015년 04월 09일	매수	72,000
2015년 05월 08일	매수	85,000
2015년 05월 31일	매수	103,000
2015년 08월 09일	매수	95,000
2015년 10월 18일	매수	87,000
2015년 11월 06일	매수	82,000
2016년 01월 31일	매수	85,000
2016년 02월 03일	매수	90,000

한국가스공사 (036460)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 06월 14일	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
2015년 05월 04일	매수	58,000
2015년 05월 12일	매수	64,000
2015년 08월 13일	매수	54,000
2016년 02월 14일	매수	47,000
2016년 05월 03일	매수	55,000

삼천리 (004690)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 03월 31일	매수	140,000
2015년 04월 09일	매수	145,000
2015년 05월 13일	매수	167,000
2015년 07월 08일	매수	153,000
2015년 10월 18일	매수	135,000
2016년 02월 18일	매수	120,000
2016년 04월 18일	매수	129,000

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 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(한국전력)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 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)

- 종목별
- ◆ 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

섹터

- ◆ 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

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 10일 기준)

매수 (매수)	86.70%	Trading BUY (중립)	5.96%	중립 (중립)	7.34%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----