



모두의 기쁨, 그 하나를 위하여

하나금융그룹

하나금융투자 2021년 전망 | 2020년 11월 5일

유틸리티 Overweight

달리는 말에게 필요한 것

- 발전 Mix 변화를 위한 장거리 경주
- 아프지만 정의로운 채찍질들
- 더 늦기 전에 당근을 줄 차례. Top Pick 한국전력



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 돌아온 배당. 규제 변화 기대감	4
1) 2020년 원가 개선으로 한국전력 배당 재개 기대	4
2) 지역난방공사, 배당주 대열에 다시 합류할 전망	5
3) 다소 기울어진 규제의 균형을 재조정할 시점	6
4) 유틸리티 커버리지 기업 투자 의견 및 실적 전망	7
2. 발전 Mix 변화를 위한 장거리 경주	8
1) 격려(당근)하거나 혼욕(채찍)하거나	8
2) 재생에너지 시장(RPS): 당근처럼 보이는 채찍	9
3) 수익성만 보장된다면 시장은 한없이 성장 가능	10
4) 당근(재원)이 자랄 토양(제도)이 건강해야	11
3. 아프지만 정의로운 채찍질들	12
1) 석탄 발전 Mix 축소 - 석탄발전총량제와 온실가스배출권 BM 할당	12
2) 재생에너지 관련 규제는 빠르게 개선 - RE100, 발전량 예측제도 등	13
3) 재생에너지 경제성 회복을 위한 시도 - RPS와 HPS	14
4) 공기업도 기업 - 시장 성장 위해서는 일방적 부채 부담 해소 필요	15
4. 더 늦기 전에 당근을 줄 차례	16
1) 좌초자산에 대한 지원 가능 - 전력산업기반기금	16
2) 전기요금 할인 정책 정상화 - ESS / 필수사용량보장공제	17
3) 국가기후환경회의로 보는 장기 전력시장 정책 전망	18
4) 단순 연료비연동제 아닌 총괄원가 준수 필요 - 원재료와 환경비용의 구분	19
Top picks 및 관심종목	20
한국전력 (015760)	21
한국가스공사 (036460)	25
한전KPS (051600)	29
지역난방공사 (071320)	33

2020년 11월 5일 | Equity Research

유틸리티

달리는 말에게 필요한 것

발전 Mix 변화를 위한 장거리 경주

세계적으로 저탄소 에너지 Mix를 위한 변화가 진행 중이다. 보조금 기반의 전기차 확대부터 경제성 확보 여부가 불투명한 그린수소 투자까지 격려와 기대가 가득한 시장이 열리는 중이다. 당장 모든 것을 바꾸기 어렵지만 목적과 의지만 확고하다면 수단은 어떻게든 확보할 수 있다. 경제성 없는 시장은 절대적으로 보조금을 먹고 자란다. 탄소 중립이 인류의 숙제라면 보조금 규모와 지속 여부는 사소한 문제다.

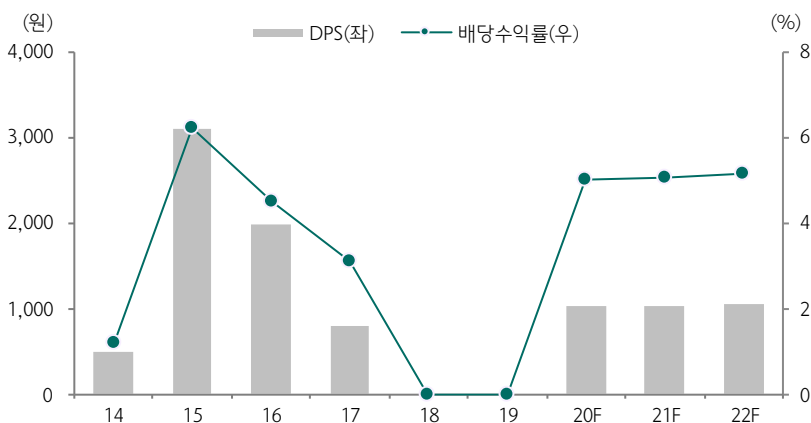
아프지만 정의로운 채찍질들

현재 한국 전력시장 구조상 장기 저탄소 전략뿐만 아니라 재생에너지 시장 성장, 발전사업자 수익성 회복 중 어느 하나 이루기 쉽지 않은 상황이다. 빨리 달리라는 채찍질이 아직은 말을 주저앉힐 정도로 과하지는 않지만 그렇다고 충분히 달릴 수 있도록 당근을 주고 있지도 않기 때문이다. 석탄발전총량제와 온실가스배출권 BM 할당, RE100과 재생에너지 발전량 예측제도, RPS와 HPS의 분리 등 에너지전환을 향한 변화는 빠르게 나타나는 반면 공기업의 일방적 부채 부담은 변하지 않았다.

더 늦기 전에 당근을 줄 차례. Top Pick 한국전력

시장의 도움이 없다면 규제의 목표치가 성장 규모를 결정한다. 재생에너지 계획은 현재 규제가 담보하는 범위를 넘어서기 때문에 성장(보조금)의 반대편에 있는 비용(요금)의 변화가 필요하다고 판단된다. 특별히 규제가 달라지지 않아도 달성할 수 있다. 해결책은 총괄원가 준수다. 이미 주어진 요금규제의 틀이 명확하게 작동만 한다면 한국전력에 주어지는 여러 외부 비용은 충분히 시장에서 회수가 가능하다. 기술적 변화를 담아내고 새로운 정산 제도를 도입하는 작은 변화들도 물론 좋지만 기존에 있는 규제를 정확히 지키는 시각의 변화가 절실한 시점이다.

한국전력 연간 DPS 추이 및 전망



자료: 한국전력, 하나금융투자

2021년 전망

Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월4일)
한국전력 (015760)	BUY	30,000원	20,300원
한국가스공사 (036460)	BUY	32,000원	27,400원
한전KPS (516000)	BUY	40,000원	27,600원
지역난방공사 (071320)	BUY	60,000원	37,350원



Analyst 유재선

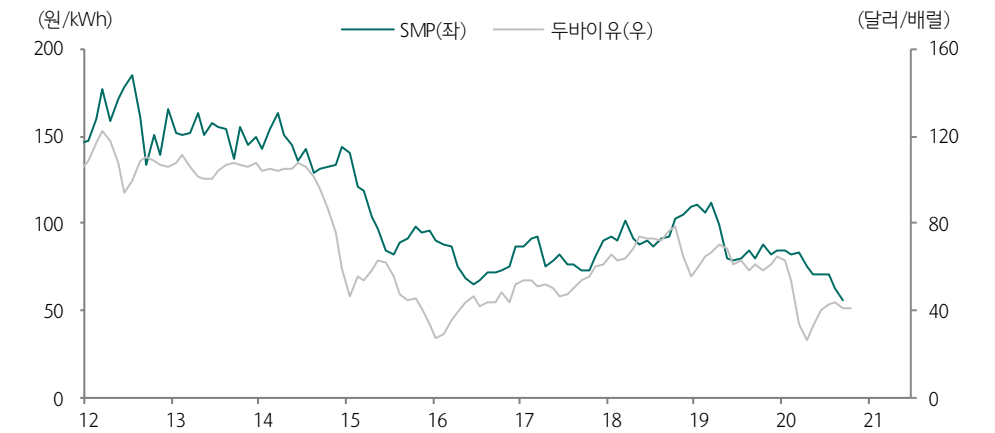
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

Summary

LNG 연료비단가 11월에도 추가 하락
3Q에 이어 4Q도 원가절감 극대화

SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -25.7%)

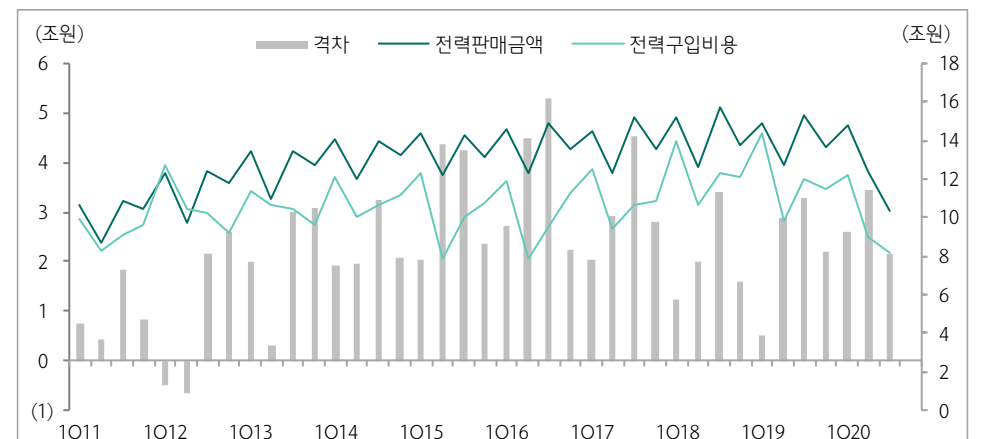


자료: EPSIS, Quantiwise, 하나금융투자

전력판매금액과 전력구입비용 격차는
한국전력 별도 실적을 가늠하는 지표

2016년 정점 기록 후 하락하던 격차
2019년 상반기를 저점으로 점차 확대

전력통계속보 전력판매금액과 전력구입비용 분기별 격차 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

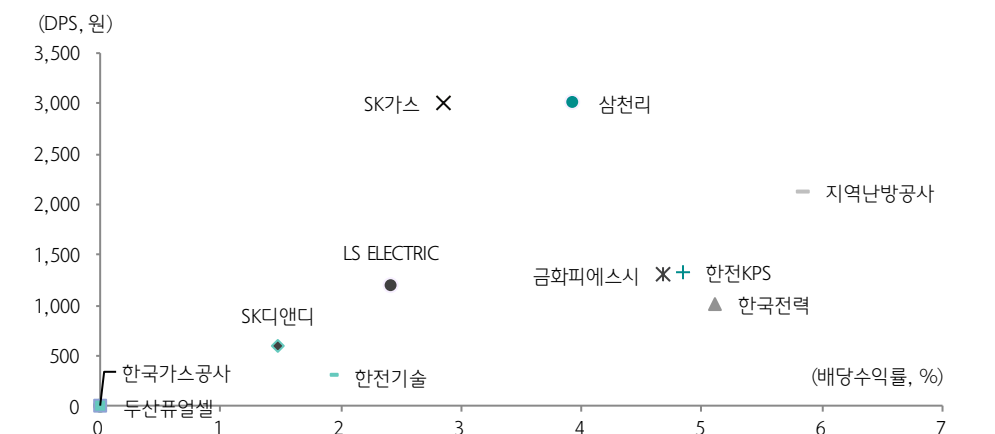
한국전력
DPS 1,020원, 배당수익률 5.1%

한국가스공사
DPS 0원, 배당수익률 0.0%

한전KPS
DPS 1,330원, 배당수익률 4.8%

지역난방공사
DPS 2,120원, 배당수익률 5.8%

유틸리티 커버리지 2021년 DPS-Yield Chart



자료: Quantiwise, 하나금융투자

1. 돌아온 배당. 규제 변화 기대감

1) 2020년 원가 개선으로 한국전력 배당 재개 기대

과거보다 낮은 SMP
최대값으로 설정된 정산조정계수

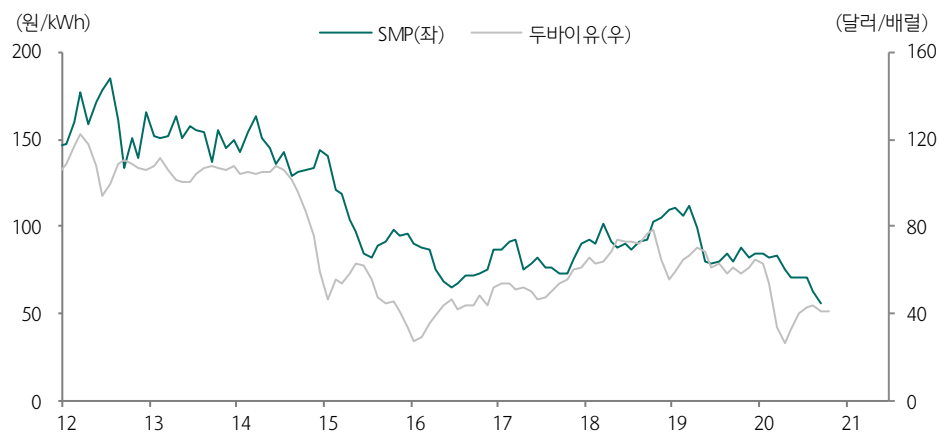
별도 실적과 배당 기대감 높음

전력판매가격은 전기요금에 묶여있는 가운데 전력조달원가는 원자재 가격 약세로 크게 하락하며 한국전력의 실적 개선이 기대된다. 2019년 말부터 이어진 원유, 유연탄 가격 약세는 코로나19 확산으로 급락하였고 아직 과거 수준을 회복하지 못하고 있다. 과거 한국전력의 연간 영업이익이 연간 11~12조원을 달성한 2015~16년과 비슷한 유가 수준이다. 추가로 2019년 4월 단행된 발전용 연료 세제개편 효과가 반영되면서 SMP는 최대실적을 기록하던 당시보다 하회하고 있다. 2017년 이후 배당이 없던 한국전력에 주목해야 하는 이유다.

특히 SMP 하락은 한국전력 별도 이익이 연결 이익보다 우호적인 조건이라는 점에서 배당에 대한 기대가 커지고 있다. 언론에 따르면 7월부터 석탄, LNG에 정산조정계수 최대값 1을 부여했다. 원자력은 0.88로 아직 상향 여력이 있지만 SMP 영향이 적은 한수원에게 특별히 이익을 더 분배할 이유는 없기 때문에 당분간 변화가 없을 전망이다. 반면 SMP는 10월에도 하락세가 이어졌기 때문에 3~4분기 집중된 실적개선이 연간 배당 기대감을 높일 수 있다.

그림 1. SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -25.7%)

10월 SMP는 9월보다 추가 하락
시차 감안하면 10월 저점 기록 전망

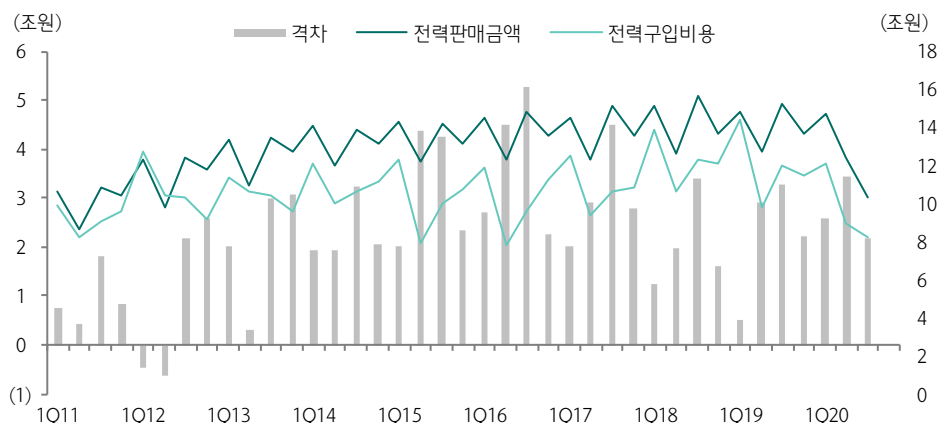


자료: EPSIS, Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 전력통계속보 전력판매금액과 전력구입비용 분기별 격차 추이

전력판매금액과 전력구입비용 격차는
한국전력 별도 실적을 가늠하는 지표

2016년 정점 기록 후 하락하던 격차
2019년 상반기를 저점으로 점차 확대



자료: 한국전력, 하나금융투자

2) 지역난방공사, 배당주 대열에 다시 합류할 전망

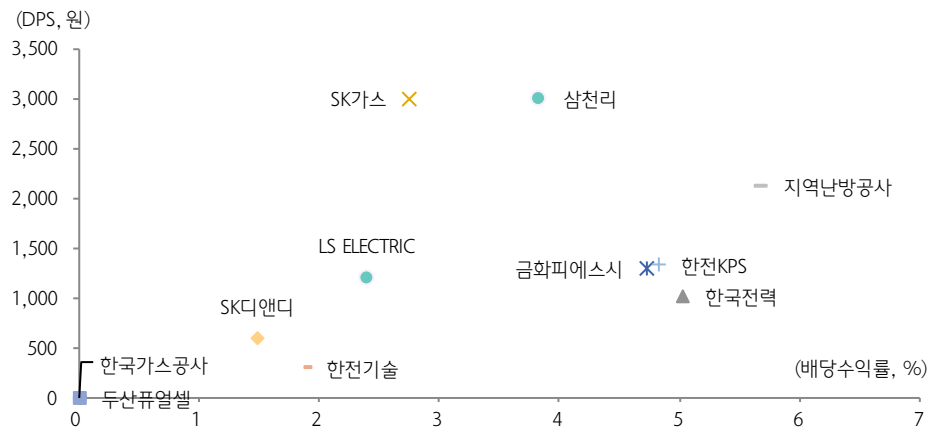
한국전력/한전KPS/지역난방공사
배당매력 정상화

한국가스공사, 한전KPS는 2020년 부득이한 일회성 비용으로 배당 여력이 크게 감소했다. 한전KPS는 DPS 감소가 예상되나 주가 하락폭이 크게 나타나 배당수익률 관점에서는 아직 괜찮은 선택지가 될 수 있다. 2021년에도 노무비 증가 이슈가 지속되지만 배당 관점에서는 장기 보유가 가능한 시점으로 판단된다. 한국가스공사는 해외 자원개발 자산 손상차손으로 올해 실적은 제한적이다. 기말 원/달러 환율이 약세로 전환된다면 2021년 실적 기반 배당에 관심을 가질 수 있지만 배당 모멘텀은 제한적인 별도 이익 증익으로 한계가 존재한다.

지역난방공사는 2018년부터 이어진 길었던 감익 구간을 벗어나 정상화된 실적을 바탕으로 다시 배당주로 회귀할 수 있을 전망이다. 열요금 인하요인은 모두 해소되었으며 도시가스도 원료비 연동제가 재개되어 향후에는 열요금과 발전용 천연가스 요금의 정산 시점 불일치에 따른 실적 변동성 확대가 나타나지 않을 것이다. 초과이익에 대한 기대감은 없어지는 반면 실적 안정성은 높아지며 안정적인 배당이 지속될 것으로 판단된다.

그림 3. 유틸리티 커버리지 2021년 DPS-Yield Chart

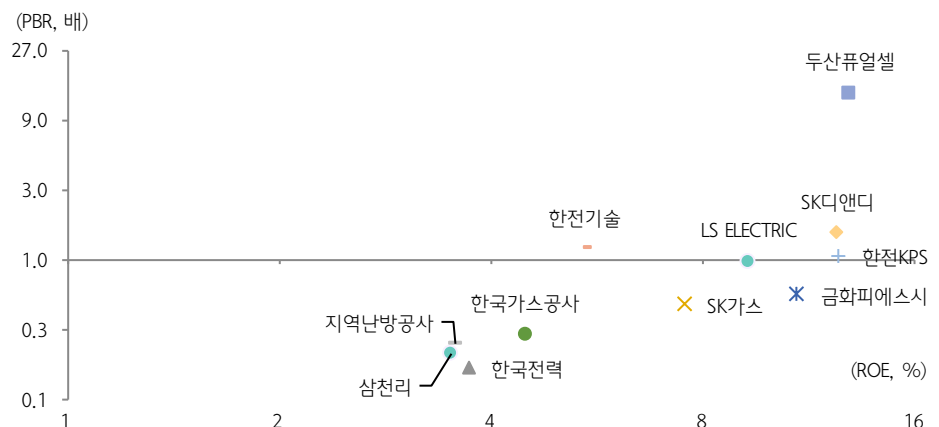
한국전력	DPS 1,020원, 배당수익률 5.0%
한국가스공사	DPS 0원, 배당수익률 0.0%
한전KPS	DPS 1,330원, 배당수익률 4.8%
지역난방공사	DPS 2,120원, 배당수익률 5.7%



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 4. 유틸리티 커버리지 2021년 PBR-ROE Chart

한국전력	ROE 3.7%, PBR 0.18배
한국가스공사	ROE 4.5%, PBR 0.31배
한전KPS	ROE 12.5%, PBR 1.05배
지역난방공사	ROE 3.7%, PBR 0.27배



자료: Quantwise, 하나금융투자

3) 다소 기울어진 규제의 균형을 재조정할 시점

저탄소 발전전략에 동참하는 한국 전력시장의 획기적 Mix 변화 불가피
재생에너지 확대는 보조금이 필수적

장기 에너지 Mix 개편을 위해서는
전력시장 자금조달능력 확보 필요
이를 해결하려면 규제 작동 필수적

공공성을 띄는 다른 요금체계에 비해 전기요금 정상화는 한국전력의 일방적인 부담을 바탕으로 오랜 기간 대의를 위해 후순위로 밀려난 지 오래다. 굳이 에너지 Mix를 바꾸지 않고 기존 경제성 중심 규제로 장기간 운영할 계획이라면 전기요금에 대한 논의는 필요하지 않을 수 있다. 하지만 이미 글로벌 표준이 된 저탄소 발전전략에서 한국만 자유로울 수는 없다.

대형 공기업 중심 전력시장의 해법은 오직 규제다. 장기 재생에너지 확대를 위한 규제 측면에서의 세부적인 변화가 나타나는 가운데 전력시장 재구성을 향한 정상화 흐름은 아직 확인되지 않고 있다. 보조금이 불가피한 부문에서의 지속가능한 성장 여부는 관련 비용을 얼마나 설득력 있게 시장으로 전가할 수 있는지에 달렸다. 시장의 도움이 없다면 규제의 목표치가 성장의 규모를 결정한다. 재생에너지 계획은 현재 규제가 담보하는 범위를 넘어서기 때문에 성장(보조금)의 반대편에 있는 비용(요금)의 변화가 필요하다고 판단된다.

특별히 규제가 달라지지 않아도 달성이 가능하다. 이미 주어진 요금의 틀이 명확하게 작동만 한다면 한국전력에 주어지는 여러 외부 비용들은 충분히 시장에서 회수가 가능하다. 기술적 변화를 담아내고 새로운 정산 제도를 도입하는 작은 변화보다 기존에 있는 규제를 정확히 지키는 시각의 변화가 절실한 시점이다.

표 1. 한국전력 전기요금 원가정보

(단위: 억원)

	결산							예산
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
총괄원가(1+2)	531,654	537,175	539,047	508,552	520,289	553,528	612,193	627,369
1.적정원가(①+②+③-④)	499,329	505,854	522,701	494,481	504,625	540,936	596,445	610,821
①영업비용	511,360	511,743	527,244	501,301	510,335	547,792	604,138	618,780
㉠구입전력비	456,586	455,071	470,046	434,242	434,170	468,441	523,372	529,068
㉡인건비	10,318	9,374	8,598	10,756	11,858	11,952	11,159	11,450
㉢판매비와일반관리비	11,631	15,836	15,423	17,245	20,415	19,989	19,954	22,857
-판매및간접부서의경비	7,295	9,756	9,140	11,442	13,208	12,619	12,796	14,641
-판매수수료등	4,336	6,080	6,283	5,803	7,207	7,370	7,158	8,216
㉣기타경비	32,825	31,462	33,176	39,058	43,892	47,411	49,653	55,405
-감가상각비	20,648	19,696	20,442	22,018	25,192	27,251	28,820	30,507
-수선유지비등	12,177	11,767	12,735	17,040	18,700	20,160	20,833	24,898
②영업외비용	278	38	18	16	99	67	41	68
③법인세비용	10,321	10,000	5,218	4,492	5,001	4,020	5,831	6,134
④영업외수익(차감항목)	22,630	15,927	9,779	11,328	10,810	10,943	13,565	14,161
2.적정투자보수(①×②)	32,325	31,321	16,345	14,071	15,664	12,592	15,748	16,548
①요금기저	673,444	680,899	340,903	351,815	369,831	390,466	409,053	429,809
②적정투자보수율	4.80%	4.60%	4.79%	4.00%	4.24%	3.22%	3.85%	3.85%
II. 총수입(1×2)	469,732	511,121	539,338	540,914	555,289	559,727	575,880	589,264
1.판매량(GWh)	466,592	474,849	477,592	483,655	497,039	507,746	526,149	534,655
2.적용단가(원/kWh)	100.67	107.64	112.93	111.84	111.72	110.24	109.45	110.21

주: 2015년 본사부지 매각이익 제외한 수치. 자료: 한국전력, 하나금융투자

4) 유틸리티 커버리지 기업 투자 의견 및 실적 전망

2020년 커버리지 합산 실적 전망

매출액 94.2조원 (YoY +0.4%)
 영업이익 6.5조원 (YoY +15.8%)
 순이익 3.6조원 (YoY +48.8%)

유틸리티 커버리지 기업의 2021년 합산 영업이익은 6.5조원으로 전년대비 15.8% 증가할 전망이다. 한국전력의 증익이 주요 원인이다. 유가는 2020년 초부터 하락했지만 전력시장 원가에 반영되는 시차가 있기 때문에 2020년 상반기의 원가는 2021년 실적의 기저효과로 작용할 것이다. 최근 급변하는 전력시장 규제 환경이 가리키는 방향은 한국전력 장기 수익성 악화다. 요금 규제를 준수하지 않음으로써 발생하는 비효율성은 한국전력 중심 시장을 지속 불가능하게 만들기 때문에 향후 바뀔 당위성은 충분하다. 늦어도 9차 전력수급기본계획에서 윤곽을 확인할 수 있을 전망이다.

표 2. 유틸리티업체 투자 의견과 실적전망

기업명	투자 의견	목표주가(원)	상승여력(%)	구분(십억원)	19	20F	21F	22F
한국전력 015760	BUY 30,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.18 / 3.72	47.8	매출액	59,173	58,421	59,138	59,377
				영업이익	(1,277)	3,638	4,498	4,342
				순이익	(2,346)	1,766	2,604	2,547
한국가스공사 036460	BUY 32,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.32 / 4.46	16.8	매출액	24,983	20,003	19,597	20,047
				영업이익	1,335	997	1,103	1,177
				순이익	39	(89)	347	452
SK가스 018670	BUY 140,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.48 / 7.51	28.4	매출액	4,931	4,253	4,061	4,303
				영업이익	190	226	143	148
				순이익	159	297	149	154
지역난방공사 071320	BUY 60,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.27 / 3.56	60.6	매출액	2,368	2,117	2,032	1,983
				영업이익	42	121	126	133
				순이익	(26)	49	57	59
삼천리 004690	BUY 100,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.23 / 3.51	27.6	매출액	3,462	3,470	3,518	3,661
				영업이익	86	81	84	83
				순이익	38	31	46	45
한전KPS 051600	BUY 40,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.06 / 12.45	44.9	매출액	1,247	1,283	1,316	1,380
				영업이익	194	161	169	175
				순이익	153	109	142	147
한전기술 052690	BUY 25,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.17 / 5.43	56.7	매출액	449	430	431	426
				영업이익	44	28	31	32
				순이익	26	23	27	25
금화파에스시 036190	BUY 33,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.58 / 10.89	19.8	매출액	209	251	218	232
				영업이익	34	40	34	41
				순이익	28	36	30	37
LS ELECTRIC 010120	BUY 68,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.99 / 9.28	36.0	매출액	2,347	2,417	2,528	2,551
				영업이익	169	147	187	203
				순이익	104	100	137	153
SK디앤디 210980	BUY 49,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.62 / 12.37	21.3	매출액	455	716	754	709
				영업이익	82	147	87	84
				순이익	45	107	76	67
두산퓨얼셀 336260	BUY 70,000원	PBR(배)/ROE(%) 14.30 / 12.86	73.1	매출액	221	477	634	670
				영업이익	19	27	37	44
				순이익	12	18	25	32

자료: 하나금융투자

2. 발전Mix 변화를 위한 장거리 경주

1) 격려(당근)하거나 혼욕(채찍)하거나

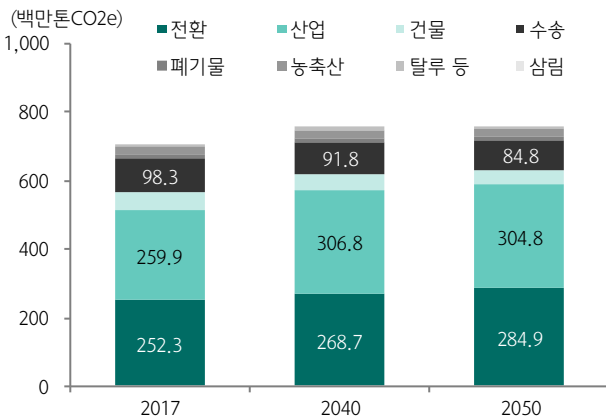
RPS가 성장의 동력이자 제약요인
투자에 대한 보상이 확실한 FIT 또는
ITC였으면 빠른 성장 가능했을 것

규제로 연결된 재생에너지, 전기요금
지금까지 재생에너지에 대한 의무만
강요해왔다면 전기요금에 대한 보상
또한 함께 제시되어야 함

세계적으로 저탄소 에너지 Mix를 위한 변화가 진행 중이다. 보조금 기반의 전기차 확대부터
경제성 확보 여부가 불투명한 그린수소 투자까지 온갖 격려와 기대가 가득한 시장이 열리는
중이다. 물론 당장 모든 것을 바꾸기 어렵기 때문에 중국이 석탄 발전을 아직 포기하지 않고
독일도 단계적 변화를 추진하고 있지만 목적과 의지만 확고하다면 수단은 어떻게든 확보할
수 있다. 경제성 없는 시장은 절대적으로 보조금으로 성장한다. 탄소 중립이 단순 에너지원
변화가 아닌 인류의 숙제라면 보조금 규모와 지속 여부는 사소한 논란거리라 그칠 것이다.

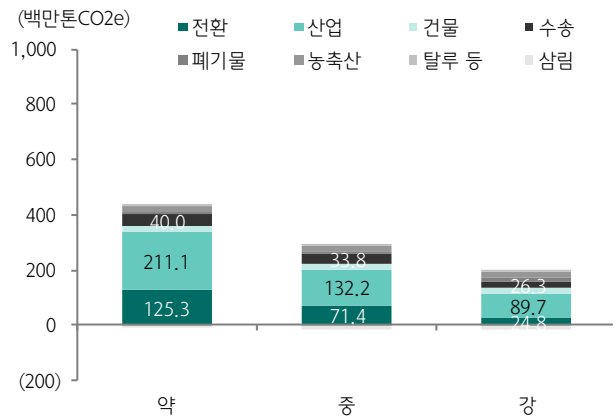
한국도 파리기후협약에 가입하여 온실가스배출 저감에 노력을 기울이고 있다. 2050년 전환
부문의 절감 목표치는 산업 부문에 버금갈 정도로 중요하게 취급되고 있다. 다만 혜택보다는
의무이행이란 패널티를 부과하고 있기 때문에 시장 성장 속도가 빠르지 않다. 의무이행비용
목표치도 2022년 10%가 상한이며 해당 허들을 넘어설 유인이 없는 것이 한계점이다. 현재
구조상 장기 저탄소 전략뿐 아니라 재생에너지 시장 성장, 발전사업자 수익성 회복 어느 것
하나 이루기 쉽지 않다고 판단된다. 빨리 달리라는 채찍질이 말을 주저앉힐 정도로 과하지는
않지만 그렇다고 충분히 멀리 달릴 수 있도록 당근을 주고 있지도 않기 때문이다.

그림 5. 장기 BAU 배출량 전망



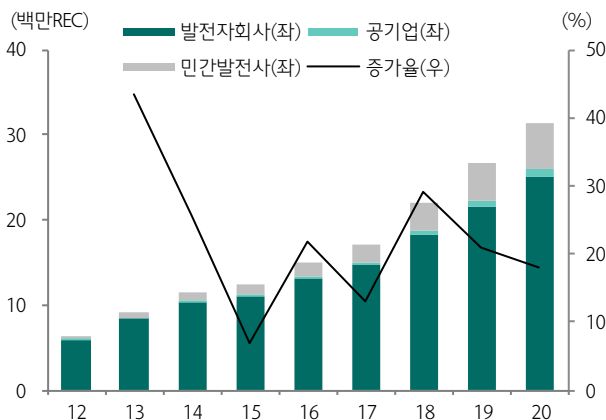
자료: 2050 장기 저탄소 발전전략, 하나금융투자

그림 6. 2050년 시나리오별 감축후 배출량 전망



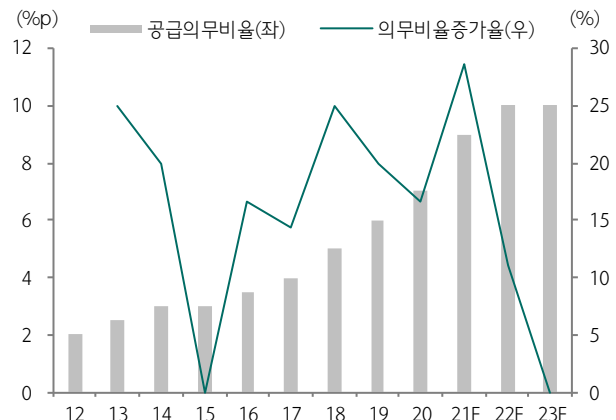
자료: 2050 장기 저탄소 발전전략, 하나금융투자

그림 7. 연간 공급의무자별 의무공급량 추이



자료: 한국에너지공단, 하나금융투자

그림 8. 연간 공급의무비율 상승률 추이



자료: 한국에너지공단, 하나금융투자

2) 재생에너지 시장(RPS): 당근처럼 보이는 채찍

현행 RPS 규제는 잘 준수될수록
REC 수급균형이 무너지게 설계

REC 수급균형을 회복하기 위해서는
추가 RPS 의무비율 상향조정 필요

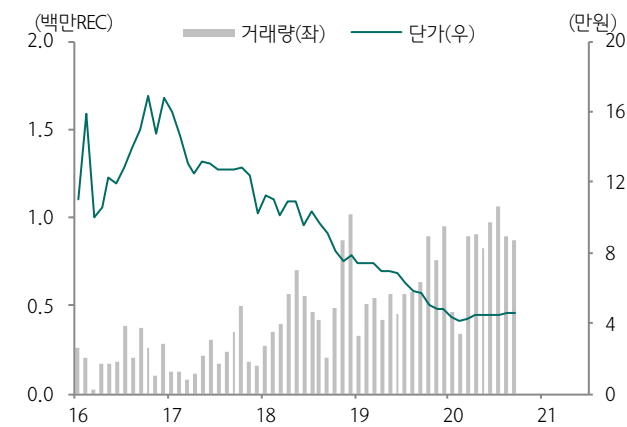
재생에너지 발전사업자는 REC 가격
변동의 불안정함을 감수하는 운명

RPS 제도는 재생에너지 발전사업자, 의무대상자 각각의 입장에서 바라볼 필요가 있다. 의무대상자는 혜택 없이 의무불이행시 과징금이라는 부담만 존재한다. RPS 제도의 원리상 의무대상자가 재생에너지 설비에 투자하는게 비용부담을 줄이는 가장 효율적 방법이다. 열심히 설비를 지어서 REC를 자급자족하고 밸런스가 깨진 REC 가격이 하락하면 과징금 리스크가 감소하는 혜택을 보는 것이다. 문제는 의무대상자의 투자가 계획(ex 연도별 의무비율)보다 과도하게 진행되어 REC 수급 밸런스가 무너지면 재생에너지 시장의 침체가 온다는 점이다. 규제 당국은 REC 수급 회복을 위해 의무비율을 상향조정한다. 결국 의무대상자의 부담은 재생에너지 100%에 도달할 때까지 늘어나는 방향으로만 작용할 것이다.

재생에너지 발전은 경제성 중심으로 운영되는 전력시장에서 자연선택에 의해 도태되는 것이 타당하다. 다만 저탄소 Mix 구성이란 목적 하에 비경제성을 극복하기 위해 REC 가중치가 존재한다. 중요한 것은 보조금 형태의 REC는 나름의 시장 수급에 의해서 가격이 결정되는 변동성을 내재하고 있기 때문에 REC 장기공급계약이 아니라 Spot 시장에 노출된 사업자의 수익성은 안정적이지 못하다는 점이다. 전력시장은 기본적으로 비용의 최적화를 목적으로 운영되기 때문에 같은 재생에너지일지라도 기술개발, 원가절감 등에 의해서 수익성이 하락하게 된다. 보급이 확대될수록 신규 사업자에 의해 초기 사업자는 구축된다.

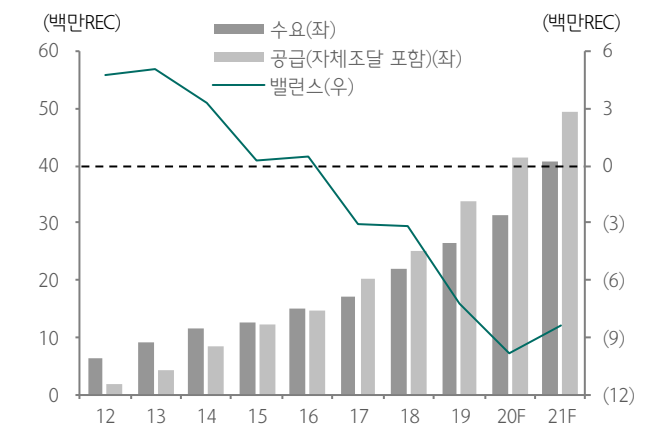
물론 한국 시장에서 재생에너지는 입찰이 아닌 우선구매를 통해 이뤄지기 때문에 발전원 내 경쟁은 없지만 규제 변화에 따라 향후 상황이 달라질 가능성은 충분하다. 전력시장이 100% 공공자금으로 운영된다고 가정하면 비효율이 발생해도 충분히 감당할 수 있지만 한국전력이 전력시장에서 회수하는 금액만으로는 재생에너지 보급 계획을 달성하기가 쉽지 않다. 결국 민간자본 참여가 전제되는데 불안정한 규제에 의한 마진 훼손 가능성은 시장 참여자 의지를 제약하는 요소로 작용한다. 결국 전력시장에 참여하는 대가가 안정적이어야 한다는 부분이 시장 성장의 근본이 될 것이다.

그림 9. 현물시장 REC 거래량/단가 (9월 YoY +36.0%/-20.0%)



자료: 전력거래소, 하나금융투자

그림 10. REC 수요공급 밸런스 추이 및 전망



자료: 한국에너지공단, 하나금융투자

3) 수익성만 보장된다면 시장은 한없이 성장 가능

지원이 없을 경우 극히 일부를 제외하면 돈을 벌지 못하는 재생에너지

돈이 되어야 성장하는 시장은 정책지원 강도가 시장 규모를 결정

한국의 지원제도는 의무대상자의 부담을 증가시켜야 시장참여자의 마진이 회복되는 구조

문제는 최대 의무대상자 한국전력이 재생에너지 설비보급에 관한 투자비 부담이 가장 큰 존재라는 점

기본적으로 신재생에너지의 보급 확산을 위해 가격 또는 세제지원이 이뤄진다. 가격지원은 발전량, 세제지원은 설비용량을 기준으로 지원된다. 국가별로 다른 부분이 존재하나 대부분 가격지원을 시행하고 있으며 미국과 이탈리아 등은 세제지원을 병행하여 적용한다. 방식은 FIT, RPS, 경쟁입찰제도 등으로 구분된다. 최근 FIT 또는 RPS와 경쟁입찰제도를 동시에 운영하는 모습이 확인된다.

정리하자면 재생에너지 보급이 빠른 선진국에서도 보조금 정책은 불가피하다. 사실 보급이 빠르게 진행된 이유는 보조금 정책이 그만큼 매력적으로 제시되었기 때문이라고 판단된다. 2018년 한국에서 폭발적인 성장이 나타났던 피크저감용 ESS를 비슷한 사례로 들 수 있다. 충전전력량 3배에 달하는 기본요금 절감, 충전요금 50% 할인이라는 과감한 전기요금 할인 정책으로 ESS의 투자비 회수기간이 급격히 짧아지며 엄청난 규모의 성장이 나타났다. 결국 돈이 된다면 시장은 성장한다.

미국에서 시행하는 ITC, PTC와 같은 세액공제나 독일, 호주, 일본에서 시행한 FIT와 같은 제도는 발전사업자의 시장참여 동기를 제고할 수준의 매력적인 이익을 제공할 수 있다. 한국 재생에너지 정책인 RPS는 설계가 다소 복잡한 만큼 시장에 모든 책임을 전가하는 제도다. 최근 나타나는 REC 공급과잉에 의한 시장가격 불안정성 확대는 제도가 갖는 고유한 리스크 요인이지만 의무이행량을 늘리는 간단한 방법으로 해결할 수 있다.

표 3. 신재생발전 지원제도 장단점 비교

정책	장점	단점
FIT	신재생발전 사업자에게 수익 보장 리스크를 발전사업자가 아닌 정부가 부담하여 신규 참가 장벽 낮음	시장 변동을 반영하지 않아 비용을 고려한 가격설정이 어려움
FIP	시장변동성을 반영하여 지원 수준 결정 프리미엄 금액이 도매시장 가격과 연동	장기비용을 반영한 정확한 프리미엄 금액 설정이 어려움
CfD	FIP와 비교하여 수익 예측이 용이	제도 설계가 복잡 공급과잉 리스크 존재
RPS	전력가치와 환경가치를 시장에 맡기는 간단한 방식	제도 설계가 복잡 보조금액이 과잉/과소가 될 가능성

자료: 한전 경영연구원, 하나금융투자

그림 11. ESS 요금할인제도 변화 추이

2015년 4월~

충전요금 10% 할인

2016년 4월~

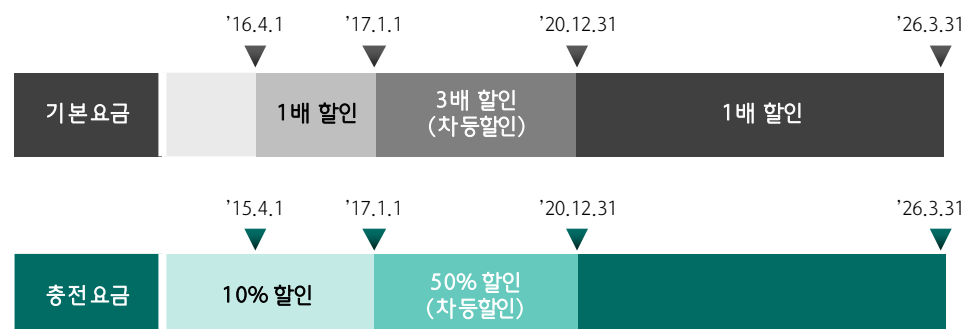
기본요금 1배 할인

2017년 1월~

기본요금 3배/충전요금 50% 할인

2021년 1월~

기본요금 1배 할인



자료: 산업부, 하나금융투자

4) 당근(재원)이 자랄 토양(제도)이 건강해야

재원만 충분하다면 얼마든지 달성할 수 있는 에너지전환

재원이 충분하게 마련되기 위해서는 전기요금 규제가 잘 작동해야 함

과거 한국도 재생에너지 활성화를 위해 2002년부터 FIT 제도를 실시했었다. 제도 특성 상 전력산업기반기금을 사용하여 차액을 보장했기 때문에 재정부담이 늘어났지만 재생에너지 발전량 비중은 연평균 약 0.34% 증가하는데 그쳐 제도의 변화가 불가피했고 2012년부터 RPS 제도로 전환되었다. 이후 2018년에 다시 일정 규모 이하 소형 태양광에 발전자회사가 고정가격으로 전력을 구입해 차액을 부담하는 한국형 FIT가 부활했다. 발전자회사 책임이기 때문에 정부에게 지워지는 직접적인 재정 부담은 없다. 다만 한국전력 및 발전자회사의 최대 주주가 정부라는 점을 감안한다면 최종 책임은 정부가 짊어질 수밖에 없다.

현재 한국 전력시장 요금 규제는 가장 기본적인 연료비연동제조차 시행하기 어려운 환경에 놓여있다. 에너지전환과 관련한 비용이 아닌 기초적인 변동비마저 가격 전가가 어려울 수준으로 소비자 수용성이 높지 않다. 에너지전환을 위한 대규모 비용을 감당하기 위해서는 현재 변동비조차 감당이 어려운 한국전력의 수입만으로는 부족하다. 재정적인 여력만 충분하다면 정책이 뜻하는 바를 충분히 이행하고 남겠지만 지금은 기본적인 이익마저 보장되지 않는다.

우선 수용성 제고가 필요하다. 주요 선진시장의 사례처럼 재생에너지로의 전환 비용, 탄소 절감 관련 비용, 에너지효율화 비용 등 전기요금 구성을 구분하고 명시하여 합리적 근거를 마련한다면 전기요금 관련 인식을 바꿀 수 있는 계기가 될 것이다. 그 이후부터 원가 변화를 전기요금에 탄력적으로 반영할 수 있도록 하는 연료비연동제의 실시 등 규제 변화가 가능할 전망이다.

표 4. 발전차액지원제도(2011년 12월 31일부로 종료) - 태양광

적용시점	설치장소	적용기간	30kW이하	30kW 초과 200kW 이하	200kW 초과 1MW 이하	1MW 초과	3MW 초과
'10년	일반부지	15년	566.95	541.42	510.77	485.23	408.62
		20년	514.34	491.17	463.37	440.2	370.7
	건축물활용	15년	606.64	579.32	546.52	-	-
		20년	550.34	525.55	495.81	-	-
'11년	일반부지	15년	484.52	462.69	436.5	414.68	349.2
		20년	439.56	419.76	396	376.2	316.8
	건축물활용	15년	532.97	508.96	480.15	-	-
		20년	483.52	461.74	435.6	-	-

자료: 한국에너지공단, 하나금융투자

표 5. 주요국의 신재생에너지 정책 변화

국가	00	01	02	~	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
한국			FIT					RPS						RPS / FIT	
독일	FIT									FIT / FIP				경쟁입찰	
영국			RO			RO / FIT				FIT / CfD					
미국			RPS												
호주		MRET				RET(연방) / FIT(주)									
스페인	FIT / FIP										경쟁입찰				
일본				RPS				FIT					경쟁입찰		

자료: 에너지경제연구원, 하나금융투자

3. 아프지만 정의로운 채찍질들

1) 석탄 발전 Mix 축소 – 석탄발전총량제와 온실가스배출권 BM 할당

전환부문 온실가스 배출의 가장 큰 비중을 차지하는 석탄발전소

향후 정책은 석탄 비중을 줄이는 방향으로 제시될 것

탈석탄은 가장 시급한 과제다. 기존의 노후석탄폐지는 사실상 수명만료에 인한 자연이탈에 가깝고 보다 강력한 규제는 조기 폐지 또는 석탄발전 총량제 등으로 판단된다. 아직 구체적인 경로 설정은 되지 않았지만 이전부터 기저발전만 구분하여 진행하는 입찰제 시행 등도 고려되고 있다. 신규 석탄화력설비를 포함하여 좌초자산이 될 수 있는 리스크를 최대한 줄이는 길을 선택할 여지가 많은 동시에 급진적인 정책이 시행될 가능성도 존재한다.

석탄발전총량제는 환경부가 주도하는 온실가스배출권 제도와 직결된 이슈다. 2023년 상반기까지 석탄발전총량제와 가격입찰제 등 강화된 온실가스 감축방안이 없을 경우 2024년부터 할당되는 배출권에 대해서 석탄발전과 LNG발전의 BM계수를 통합하는 방안을 시행한다. 발전부문의 배출권 할당량은 발전소별로 과거 발전량 실적에 배출계수를 곱해 산정하는데 값이 클수록 무상 할당량을 더 많이 받는다. BM계수 통합 시 석탄은 하락하고 LNG는 상승한다. 만약 석탄총량제와 가격입찰제가 도입되면 BM계수의 도입 목적이 해소되기 때문에 할당량을 산정하는 방식으로 다시 회귀하게 된다.

표 6. 제 3차 계획기간 전환부문 배출권 할당계획 발전부문 배출계수

구분	현행(제2차 계획)	변경(제3차 계획)		
		1단계('21~'23)	2단계('24~'25)	
석탄	0.8869770	0.7874148 (↓)	0.7086734 (↓)	0.6821889
LNG	0.3889024	0.3997437 (↑)	0.4545114 (↑)	

주: 온실가스 감축이 미흡할 경우 2단계부터 적용부문 전체의 평균 비용효율로 전환, 자료: 언론보도, 산업부, 하나금융투자

표 7. 제3차 배출권거래제 기본계획 제도운영 기본방향

목표	2030년 국가 온실가스 감축목표 달성에 기여	
중점 추진 전략 + 주요 추진 과제	실효적 감축 추진	로드맵에 따른 배출허용총량 설정 강화
		산업계 온실가스 감축사업 지원 확대
	할당방식 개선	무상할당 업종 기준 개선 및 유상할당 비율 확대
		배출효율이 높은 기업에게 인센티브 부여하는 BM 할당방식 확대
		내부 감축활동 촉진을 위한 할당단위 개편
	시장기능 확대	정보의 비대칭성 해소를 위한 정보공개 강화
		시장조성자 제도 확대
		시장 내 파생상품(선물거래 등) 도입
국제 탄소시장 연계/협력		국제 탄소시장 활성화에 대비한 국제 협력체계 구축
		파리협정체제에서 국제협력 체계 적극 활용

자료: 기재부, 환경부, 하나금융투자

2) 재생에너지 관련 규제는 빠르게 개선 – RE100, 발전량 예측제도 등

재생에너지 시장 규제는 초기 단계

전통발전원 중심 CBP 시장에서 재생
에너지 보상 및 통제 방안이 빠르게
제시되고 있음

RE100은 연 100GWh 이상 전력소비 기업 대상으로 2050년까지 전력사용량 100%를 재생 에너지로 전환하는 캠페인이다. 이행수단은 녹색 프리미엄제, REC 구매, 제3자 PPA, 지분 투자, 자가발전 등 총 5가지다. 녹색 프리미엄제를 제외한 4가지 방안에 대해 온실가스 감축 실적으로 인정받을 수 있도록 계획하고 있다. 녹색 프리미엄제는 올해 12월 1차 입찰 예정이며 확보된 재원은 향후 에너지공단의 재생에너지 투자비로 활용할 계획이다. REC 구매를 통한 온실가스 감축 방안은 배출권으로의 전환비용 등 세부적인 내용이 필요하다. 제3자 PPA는 한국전력의 중개가 필요한 사안으로 송배전망 사용에 따른 별도 이용료 책정과 부담 주체 여부가 관건이다.

재생에너지 증가로 나타날 출력 변동성에 대응하기 위해 발전량 예측제도를 2021년 상반기 도입한다. 태양광/풍력 설비용량 20MW 이상 발전사업자 또는 1MW 이하를 20MW 이상 모집한 집합전력자원 운영자가 대상이다. 당일 발전량을 하루 전 예측하여 제출하고 오차율 8% 이하일 경우 3~4원/kWh 가량 정산금을 지급하는 내용이다. 발전량 예측으로 발생한 계통편익을 추가 매출로 부여하는 것이다. 기상정보 수집/처리/활용, IoT를 활용한 실시간 정보 취득, ESS 활용 발전량 제어 등의 서비스 시장이 확대될 전망이다.

재생에너지 확대는 이제 상수다. 전력계통 관련 인프라 확충과 규제 변화가 시급하다. 재생 에너지 설비공급이 빠른 제주도는 이미 발전량 증가로 출력제한(Curtailment)이 나타나고 있다. 향후 재생에너지 비중이 크게 늘어나면 재생에너지 출력제한과 그에 따른 보상 또는 경쟁입찰로 나타나는 마이너스 전력가격 허용과 계통안정성 확보 등 선택의 갈림길을 마주할 수 있다.

표 8. 재생에너지 발전량 예측제도 개요

참여대상	20MW 이상 태양광 및 풍력 발전사업자 1MW 이하 태양광·풍력을 20MW 이상 모집한 집합전력자원 운영자(소규모 전력중개사업자)
참여조건	참여 사업자 예측능력의 신뢰성 담보를 위해 등록시험 통과 필요 (등록시험 통과기준: 1개월 동안 평균 예측오차율 10% 이하)
정산기준	예측오차율이 8% 이하*인 경우 태양광·풍력 발전량에 3~4원/kWh** 정산금 지급 * 전력시장 운영기관인 전력거래소의 중앙예측 오차율이 약 8%인 점을 감안 ** 재생에너지 예측정확도 증가에 따른 계통편익 연구결과(ETRI 주관, 건국대 수행)

자료: 산업부, 하나금융투자

표 9. 국내 RE100 이행수단(안)

이행수단	개요
녹색 프리미엄제	한전이 구입한 재생에너지 전력(RPS, FIT)에 대해 녹색 프리미엄 부과 일반 전기요금 대비 높은 가격으로 판매 (한전, 2020.12월 1차 입찰) 녹색 프리미엄 판매 재원은 에너지공단이 재생에너지에 재투자 예정
인증서(REC) 구매	전기소비가 RPS 의무이행에 활용되지 않은 재생에너지 공급인증서(REC)를 직접 구매 RE100용 REC 거래 플랫폼 개설 예정 (에너지공단, 2021.1월)
제3자 PPA	한전을 중개로 재생에너지 발전사업자와 전기소비자간 전력거래계약 체결 추진(한전, 2021.1월) 발전사업자↔한전, 한전↔전기소비자 등 2개 계약 체결
지분 투자	기업 등 전기소비가 재생에너지 발전사업에 직접 투자
자가 발전	기업 등 전기소비가 자기 소유의 자가용 재생에너지 설비를 설치하고 생산된 전력을 직접 사용

자료: 산업부, 하나금융투자

3) 재생에너지 경제성 회복을 위한 시도 - RPS와 HPS

공급과잉으로 나타난 REC 가격하락
이를 안정화하는 것이 핵심

최근 제시되는 정책들은 REC 공급을
조절하는 내용이 담겨 있음

2020년 7월 1일 이전에 설비확인을 완료한 석탄화력 바이오에너지 혼소설비 중 한국전력의 6개 발전자회사가 보유하고 있는 설비에 대해서는 공급인증서 가중치 0.5를 적용하고 있다. 이는 혼소발전이 과연 친환경인가 하는 의문에서 촉발된 조치인 동시에 발전자회사들에게만 적용되었다는 점에서 REC 수급 개선에 대한 부담을 한국전력에게 전가시킨 것으로 보인다. 현재 시행되는 제도(RPS)를 다시 2012년 이전(FIT)로 전면적 전환을 시도할 가능성은 극히 낮다고 판단된다. 최근 나타난 일련의 제도 개편도 REC 공급 조절을 목적으로 제시되었다.

이제 REC 시장 개선을 위해서는 발전원별 가중치 조정뿐 아니라 신재생에너지'원'에서 제외하는 등의 조치가 나타나고 있기 때문에 장기적으로 사업을 영위하는 입장에서는 과연 해당 발전원이 Renewable이라는 글로벌 기준에 맞는 것인지 진지하게 고민을 할 필요가 있다. HPS(수소발전의무화제도) 도입이 수소위원회에서 의결되면서 2021년 수소법 개정 이후 2022년 시행되면 연료전지가 RPS에서 분리된다. 기존 설비들이 어느 쪽으로 분류될지는 예상하기 어렵지만 적어도 신규 설비는 HPS로 분리될 것이다. 구체적인 내용이 필요하지만 적어도 RPS 시장에서 연료전지발 REC 공급과잉 이슈는 해소될 가능성이 높다.

표 10. 정부 국정운영 5개년 계획 중 RPS 제도 관련 내용

5대 국정목표	20대 국정전략	100대 국정과제	487개 실천과제
국민이 주인인 정부	전략 1~4	과제 1~15	-
더불어 잘 사는 경제	전략 1~5	과제 16~41 37. 친환경 미래 에너지 발굴·육성 (산업부)	2030년 재생에너지 발전량 비중 20% 달성 RPS 의무비율 2030년 28% 수준으로 상향 조정
내 삶을 책임지는 국가	전략 1~5	과제 42~73	-
고르게 발전하는 지역	전략 1~3	과제 74~84	-
평화와 번영의 한반도	전략 1~3	과제 85~100	-

자료: 국정기획자문위원회, 하나금융투자

표 11. 수소 에너지/인프라 보급제도에 관한 평가 - 연료전지(발전용)

구분	내용
높은 이용률 및 REC 가중치로 설비용량 대비 REC 대량 발급	수소경제 로드맵에 따라 보급 확대시, RPS 내 연료전지 비중이 급증
	재생에너지와의 균형적인 보급 확대에 어려움 예상
	*발전용 연료전지는 동일 설비용량 설치시 태양광 대비 10배 이상의 REC 발급
	*RPS 시장에서 연료전지 비중: 13%('19년)→18%('22년)→26%('30년)
비용(LNG 가격), 매출(REC 가격)의 불확실성이 매우 큼	REC 기반의 RPS 제도에서는 안정적인 수익창출이 곤란한 측면
	장기 고정계약에 적합하다는 평가
RPS는 신재생에너지 총량 공급의무만 부과. 발전원별 의무 미부과 수소연료전지의 계획적 보급에는 한계	보급량이 LNG 가격, REC 가격 등 시장 여건에 크게 좌우
	기술개발, 규모경제 등 생태계 혁신을 위한 투자유인에는 다소 미흡
결론	연료전지의 안정적 확대, 연료전지 생태계 혁신창출을 위해서는 재생에너지 중심의 현행 RPS 제도로는 한계가 많다는 평가

자료: 산업부, 하나금융투자

표 12. HPS(Hydrogen Energy Portfolio Standard) 시장 도입 기본 방향

RPS		RPS	HPS
태양광 풍력 수력 바이오	연료전지	태양광 풍력 수력 바이오	연료전지
	제도 개편 →		

자료: 산업부, 하나금융투자

4) 공기업도 기업 - 시장 성장 위해서는 일방적 부채 부담 해소 필요

재생에너지 확대를 위한 정책들 일색
투자 주체의 비용부담을 해소하려는
구체적인 시도는 확인되지 않고 있음

전력시장 주요 참여자인 발전회사의
비용부담 완화 정책 필요한 시점

RE100, 재생에너지 발전량 예측제도, RPS 의무이행비용 상한폐지 추진, 그린DR 도입 등 재생에너지 확대를 위한 전반적인 규제 개선이 나타나고 있다. 수소경제 활성화 방안 중심 중 하나인 연료전지도 독자적인 시장을 구축하게 된다. 두 발전원의 교집합이자 약점이었던 REC 수급 문제도 시장 분리를 통해 해소될 것이다. 하지만 의무대상자들의 투자비 부담은 여전히 남을 것이며 오히려 증가할 수도 있다.

2022년까지 연료전지발 REC 공급과잉이 이어질 수밖에 없다고 판단하는데 RPS 규제에서 의무대상자들이 선호할 조건인 우월한 REC 생산능력을 갖췄기 때문이다. 석탄 혼소 발전 신규 진입이 제한되었고 기존 설비들조차 가중치가 0.5로 하락한 발전자회사 입장에서 연료 전지는 마지막 남은 손쉬운 조달수단이다. 변경의 여지가 있지만 현 시점에서 2022년까지 RPS 의무비용 상한이 10%로 확정되어 있고 HPS 시장은 2022년 시작되기 때문이다. 연료 전지발 REC 공급과잉이 HPS 시장 분리로 일부 해소되더라도 기존 RPS 시장에서 용이한 REC 조달수단이 사라지기 때문에 투자비 부담은 태양광, 풍력으로 전이될 뿐 줄어들지 않는다.

비단 RPS, HPS 부담을 언급하지 않아도 원전, 석탄 비중이 높은 한국 시장은 재생에너지 비중이 늘어날수록 비효율성이 증가하게 된다. 기술적으로 해결이 가능한 부분도 있겠지만 기본적으로 유연성 자원 확보가 필요하다. 한편 기존 경제성 중심 구조에서 유연성 자원은 투자 대상으로 적절하지 않다. 전력 시장 보상체계는 주로 에너지 가격 정산에서도 전력량과 제약전력량에 집중되어 있다. 변동비의 한계(Marginal Price)에서 결정되는 한편 양수발전 등 유연성 자원에 대한 대기 보상과 같은 보조서비스 비용 정산은 상대적으로 규모가 작다. 비용의 비효율성은 고스란히 전력시장 부담으로 연결된다. 보조서비스 정산이 풍족해진다면 수요에 의해 부족한 부분이 메워질 수 있지만 아직 먹을 거리는 그다지 없는 시장이다.

남은 퍼즐은 발전회사들의 비용부담을 시장에 전가하는 것이다. 국민적인 공감대가 마련될 필요가 있으며 한국전력의 합리적 전기요금 체계 도입 로드맵, 국가기후환경회의의 중장기 국민정책제안 등에서 마지막 가능성을 찾을 수 있을 전망이다.

표 13. 2019년 연간 전력거래금액 정산항목

	에너지정산금			용량정산금(TPCP)	보조서비스 정산금(ASP)	전력거래 정산금 합계
	전력량정산금	계약정산금	기타정산금			
기저	222,683	4,491	433	31,684	113	262,252
일반	172,288	8,376	875	32,334	310	237,146
합계	394,972	12,867	1,308	64,018	422	499,398

자료: 2019년도 전력시장 통계, 하나금융투자

표 14. 전력시장 전력량 정산금 구성(중앙급전발전기 기준)

	정산대상 구분				
	용량	전력량		기타	
용어	용량정산금	계획발전 전력량 정산금	계약발전 전력량 정산금	계약비발전 전력량 정산금	보조서비스 정산금
	TPCP : Trading Period Capacity payment	SEP : Scheduled Energy Payment	CON : Constrained-ON energy payment	COFF : Constrained-OFF energy payment	ASP : Ancillary Service payment
내용	발전사업자가 입찰한 공급가능용량에 대한 보상	가격결정발전계획 포함되어 발전한 전력량 정산금	가격결정발전계획 초과하여 발전한 전력량 정산금	가격결정발전계획 포함에도 발전 못한 전력량 정산금 (일종의 기대이익)	안정적인 계통운영을 위해 제공된 보조서비스 정산금
산정수식	용량가격×공급가능용량	시장가격×해당 발전량	(시장가격×해당 발전량)과 변동비 중 큰 값	(시장가격×발전하지 못한 전력량) - 변동비	-

자료: 정산규칙해설서, 하나금융투자

4. 더 늦기 전에 당근을 줄 차례

1) 좌초자산에 대한 지원 가능 - 전력산업기반기금

전력산업기반기금은 전기요금에서 3.7%가 부과되는 준조세 성격 기금

에너지전환 과정에서 발생하는 비용 전력산업기반기금으로 마련 가능

한국전력의 일방적 비용부담이 아닌 정부 지원으로 완화 가능

지난 7월 산업부는 전력산업기반기금 사용에 관한 시행령 개정안을 마련했다. 국무회의에서 심의, 의결한 에너지 정책 이행과 관련해 산업부 장관이 인정하는 전기사업자의 비용에 대해 전력산업기반기금을 사용해 보전할 수 있다는 내용이다. 월성 1호기 조기 폐쇄과 천지 원전 및 신규 원전 총 4기 사업 종결 등 에너지전환 후속조치로 사업자에 대한 비용보전의 법적 근거를 마련한 것이다. 탈원전 정책은 더 이상 추가될 것도 완화될 것도 없다고 판단된다. 향후 문제는 탈석탄이다.

신규 도입되는 발전소를 포함하여 모든 석탄화력발전소의 수익성이 낮아질 것으로 예상되고 있다. 석탄발전소 퇴출 시점이 앞당겨질 경우 조기폐쇄에 따른 좌초자산화 부담도 존재한다. 국가기후환경회의는 24~25일 국민정책참여단 종합토론회를 개최했다. 심층적 의제분석과 실질적 정책제안을 목적으로 하며 대표과제 8개, 일반과제 21개 등 총 29개 과제에 숙의와 토론을 진행했다. 8가지 대표과제 중 전력시장에 직접 영향을 미칠 주제는 석탄발전 단계적 감축 등 국가전원믹스 개선, 환경비용 및 연료비를 반영한 전기요금 원칙 확립이다. 언론에 따르면 국가전원믹스 개선 관련하여 석탄발전소 퇴출시한을 명시한 것으로 보이며 2040년, 2045년, 2050년 중 하나로 제시될 전망이다. 관련 비용보전이나 좌초자산에 대한 책임이 제기될 경우 한국전력의 부담이 가중될 수 있다. 만약 국무회의 심의, 의결을 거친 조치로 이행되는 것이라면 매몰비용 보상에 대한 재원마련 부담이 해소될 가능성이 충분하다.

표 15. 전력산업기반기금 관련 전기사업법 시행령 일부개정령안 신·구조문대비표

현행	개정안
제34조(기금의 사용) 법 제49조 제11호에서 “대통령령으로 정하는 전력산업과 관련한 중요 사업”이란 다음 각 호의 사업을 말한다.	제34조(기금의 사용) ----- -----.
1. ~ 7. (생략)	1. ~ 7. (현행과 같음)
8. (신설)	8. 국무회의에서 심의·의결된 에너지 정책의 이행과 관련하여, 산업통상자원부장관이 인정하는 전기사업자의 비용보전을 위한 사업
부칙	부칙
-	제1조(시행일) 이 영은 공포한 날부터 시행한다.
-	제2조(제34조제8호에 관한 적용례) 제34조제8호의 신설 규정은 2017년 10월 24일 국무회의에서 심의·의결한 에너지정책과 관련한 사항부터 적용한다.

자료: 국민참여입법센터, 하나금융투자

표 16. 전력산업기반기금 부담금 및 여유재원 운영현황

	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년(안)
수입	35,051	35,879	33,275	38,168	49,696
(법정부담금)	(20,354)	(20,396)	(21,107)	(21,830)	(22,229)
지출(사업비 및 운영비)	17,683	16,758	18,427	20,129	20,776
공자기금예탁	9,000	15,000	15,000	7,000	25,000
공자기금예탁잔액	21,600	33,000	42,000	40,300	47,300
여유자금	8,368	4,122	4,923	11,039	3,919

주: 2016년부터 2018년까지는 결산. 2019년은 추경 반영. 2020년은 예산안 기준, 자료: 언론보도, 국회예산정책처, 하나금융투자

2) 전기요금 할인 정책 정상화 - ESS / 필수사용량보장공제

ESS 기본요금 할인과 필수사용량보장공제 축소/폐지만 추진하더라도 연간 0.6조원 가량 매출액/영업이익 회복

과거 한국전력은 전기요금 체계 개편안을 올해 상반기 중에 제출하기로 계획했었다. 하지만 코로나19 등 예상치 못한 상황으로 제출 시기를 하반기로 연기했다. 한전은 월 전력 사용량 200kWh 이하인 가구를 대상으로 월 최대 4000원을 할인해주는 필수사용량 보장 공제를 폐지 또는 축소하고 산업용 심야요금제 등 요금제도를 개편하는 방안을 추진해왔다.

단기적으로 기대할 수 있는 규제 변화는 기존에 정부가 언급한 주택용 필수사용량보장공제, ESS 충전전력요금 할인, 산업용 경부하 요금 등이다. 정책이 최종적으로 결정되기 전까지 일몰 시점이 연기될 여지가 존재한다. 또한 일부 제도 개편과 할인제도 일몰은 엄밀히 보면 규제의 핵심은 아니다. 다만 적어도 전기요금 정상화를 위한 시도라는 맥락은 일치하며 실제 축소 또는 폐지가 현실화될 경우 실적에 기여하는 바가 결코 작지 않을 전망이다.

표 17. 전기요금 특례할인제도 현황 (2018년 기준)

구분	할인방식	적용기간	호수(천호)	지원액(억원)
주택용 필수보장공제	월 200kWh 이하 사용고객 저압 4,000원 / 고압 2,500원	2016년 12월~	9,810	3,963
주택용 하계할인	누진단계 100kWh씩 확대	하계 2개월(7월/8월)	16,690	3,587
주택용 절전할인	직전 2개년 동월 대비 20% 절감시 월 10%(동·하계 15%) 할인		1,817	288
ESS 충전전력	경부하충전요금 50% 할인	2015년 1월~2020년 12월	0.9	1,831
	피크감축량 해당 기본요금 할인(2020년까지 3배, 이후 1배)	2016년 4월~2026년 3월		
신재생에너지	신재생에너지 자가소비로 절감되는 전기요금 50% 할인	2017년 1월~2020년 12월	11	199
전기자동차 충전전력	기본요금 면제 / 전력량요금 50%	2016년 3월~2019년 12월	33	188
초·중·고교	동·하계 냉난방 6~50% 할인	2014년 6월~	17	1,085
	기본요금 당월피크 적용	2016년 12월~		
도축장	월 20% 할인	2015년 1월~2024년 12월	0.2	175
전통시장	월 5.9% 할인	2011년 8월~2019년 12월	24	26
미곡종합처리장	월 50% 할인	2016년 1월~	0.2	91
천일염	월 20% 할인	2016년 1월~	0.6	0.7

자료: 언론보도, 한국전력, 하나금융투자

표 18. 전기요금 특례할인 금액 추이

(단위: 억원)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020.6	계
전기자동차 충전전력			3	71	188	349	209	820
신재생에너지				26	199	238	99	562
도축장		148	166	168	175	177	81	915
ESS 충전전력		0	12	49	1,831	2,830	1,495	6,217
전통시장	24	24	26	26	26	26		152
절전할인				334	288	426		1,048
전기철도			130	152				282
지식서비스산업	41							41
주택용하계할인					3,587			3,587
초중고교	92	176	191	895	1,085	1,061	526	4,026
미곡처리장			30	34	91	92	43	290
천일염			0.6	0.7	0.7	0.6	0.3	2.9
필수사용량보장공제				3,954	3,964	4,082	1,983	13,983
합계	157	348	559	5,710	11,435	9,282	4,436	31,926

자료: 언론보도, 한국전력, 하나금융투자

3) 국가기후환경회의를 통해 보는 장기 전력시장 정책 전망

전력시장에 영향을 미칠 주제 2가지

1) 석탄발전의 단계적 감축 등
국가전원믹스 개선

2) 환경비용 및 연료비를 반영한
전기요금 원칙 확립

국가기후환경회의는 미세먼지 문제 해결을 위해 2019년 출범한 대통령 직속기구다. 작년 12월부터 올해 3월까지 시행된 미세먼지 계절관리제는 작년 9월에 발표된 국민정책제안을 통해 시행되었다. 비슷한 방식으로 국내 전력시장에 영향을 미친 정책 사례는 과거 신고리 5,6호기 공론화가 있다. 활동 첫해부터 주요 이슈가 법제화되어 시행되고 있다는 점을 감안 하면 해당 기구의 정치적인 역할과 기능은 상당하다.

2019년 국민정책제안은 미세먼지 고농도 계절에 초점을 맞춘 단기 대책으로 제한되었다. 2020년에는 미세먼지와 기후변화 문제의 근본적인 해결을 위한 중장기 정책에 중점을 두고 추진될 예정이다. 중장기 방안에는 경유와 휘발유의 상대가격 개편 등 논란의 여지가 많은 사안들이 포함되었다. 대표과제 중 발전 부문의 주요 과제는 전기요금 합리화와 석탄발전의 단계적 감축 등 국가전원믹스 개선 2가지로 보인다.

국민정책제안은 대선 공약들을 속의 및 공론화 과정과 여론조사를 통해 절차적, 정치적 근거들을 보강하는 과정이다. 미세먼지 계절관리제가 쉽게 시행된 것은 비단 정부가 원하는 정책이기도 했지만 ‘국민의 속의와 토론을 바탕으로 만들어진 제안’이었기 때문이다. 지난 10월 24~25일 국민정책참여단 종합토론회가 개최되었다. 중장기 국민정책제안이 마련되면 11월 중 정부에 제안할 예정이다. 정부가 강력한 목표를 설정한다면 전기요금 원칙 확립과 연결된 중장기 보상책이 동반될 것으로 기대된다.

표 19. 과거 국가기후환경회의의 국민정책제안 이행 내역

구분	국민정책제안 주요 내용	이행 현황 (2020년 3월말 기준)
산업	국가산단 등 사업장 집중감시 및 감축	민관합동 점검단 활용 불법배출 감시·단속(목표 1,000명 중 1,010명 구성·운영) 자발적 감축 협약 체결(111개소)
발전	석탄발전소 가동중단 및 상한계약	석탄화력발전소 60기 중 8~28기 가동중지(19.12~20.2, 8~15기/20.3, 21~28기) 최대 49기 상한계약
수송	노후 경유차량(5등급) 운행 제한	미세먼지법 개정안 국회 통과 및 시행('20.3.31) - 배출가스 5등급차 운행제한 근거 계절관리 기간 중 5등급 차량 11.3만대 감소
생활	'미세먼지 집중관리도로' 선정 및 관리	17개 시도 330개 도로 지정(1,732km) 일 2회 이상 도로청소 실시
건강	'미세먼지쉼터' 지정 및 관리	17개 시도, 7,814개 지정·운영 위치정보 에어코리아 홈페이지 개설 및 안내('19.12~)
국제	한-중 푸른하늘 파트너십 구축	한중 대기질 예보정보 교류('19.12.~) - 중국 11개 성·시의 3일간 대기질지수(AQI), 농도정보 공유 청천계획 양해각서 세부이행방안 확정('20.3)
예보	미세먼지 주간예보 및 성분 공개	주간예보 실시(11.27~) 중금속 성분 실시간 공개(12.26~)

자료: 국가기후환경회의, 하나금융투자

표 20. 중장기 국민정책제안 8개 대표과제

구분	분야	과제명
대표과제	비전전략	2030 미세먼지 감축목표 설정 SDGs, 기후변화, 녹색성장을 아우르는 국가비전 마련
	수송	자동차 연료가격 조정(경유, 휘발유) 내연기관차에서 친환경차로의 전환 로드맵 마련
	발전	석탄발전의 단계적 감축 등 국가전원믹스 개선 환경비용 및 연료비를 반영한 전기요금 원칙 확립
	기후대기	미세먼지·기후변화 연계 다자제도(협약) 구축 미세먼지·기후변화 대응을 위한 국가싱크탱크 설치

자료: 국가기후환경회의, 하나금융투자

원재료만 커버하는 연료비연동제가 아니라 모든 비용변화를 담보하는 넓은 개념의 총괄원가 준수가 중요

4) 단순 연료비연동제 아닌 총괄원가 준수 필요 – 원재료와 환경비용의 구분

한국전력의 전기요금 체계는 발전사의 한계비용 보상 관점에서 잘 설계되어 있다. 총괄원가 제도를 바탕으로 연 1회 정산에 따른 시차 영향을 제외하면 시장 변화를 적절하게 반영할 수 있다. 산업부/기재부가 준수하지 않고 있다는 것이 문제가 될 뿐 제도 자체는 준수하다. 연료비연동제는 변동비 보상의 핵심 규제다. 원유, 유연탄 가격 및 환율의 변화에 따른 변동 위험을 회피할 수 있는 강력한 수단이다. 잘 지켜진다면 적정투자보수 기반의 배당 플레이가 가능토록 하는 유틸리티 섹터의 중요한 투자 포인트이기도 하다.

한편 앞으로는 연료비연동제만으로 한국 전력시장의 비용 변동을 모두 커버할 수 없을 전망이다. 좁게는 RPS, ETS 이행비용, 넓게 보면 미세먼지 계절관리제, 에너지효율 향상 사업 등의 환경비용은 전력생산에 사용된 원재료 가격을 연동하는 것만으로 회수가 어렵기 때문이다. RPS 관련 비용은 향후 의무비율 상향(Q)에 비례하여 늘어날 전망이다. REC 가격(P) 대책도 나올 것이기 때문에 한국전력이 부담할 RPS 이행비용 보전의 단가로 적용되는 기준 가격도 상승이 불가피하다. ETS는 온실가스 배출권 거래제 3~4차 계획기간(2021~2030) 동안 유상할당 비중이 높아지고 비용부담도 늘어날 것이다.

해결책은 총괄원가 준수다. 이미 RPS 이행비용은 신재생에너지법 시행령에 총괄원가 보전 규정이 마련되어 있다. ETS 이행비용은 정식 규정은 없지만 RPS와 마찬가지로 총괄원가에 반영된다. 결국 큰 의미에서 총괄원가 준수가 완전한 규제 이행이며 단순한 연료비연동제는 변동비만 커버하는 좁은 의미의 규제 변화다. 촘촘한 그물로 모든 변화를 담보할 수 있어야 하며 주요 선진국의 요금체계처럼 환경비용을 구분하여 고지하는 등 정책 신뢰성을 높이는 작업도 병행하여 진행되어야 할 것이다.

표 21. 최근 5년간 한국전력 부담 환경비용 추이

	15	16	17	18	19	과거 5년 합계
신재생에너지의무 이행비용	8,850	14,104	16,120	20,163	20,474	79,711
온실가스배출권 이행비용	1,038	1,055	3,593	1,366	5,554	12,606
연도별 합계	9,888	15,159	19,713	21,529	26,028	92,317

자료: 언론보도, 한전 경영연구원, 하나금융투자

표 22. 국가별 이행비용 회수방법 및 규정

구분		한국	독일	영국	미국 - 뉴욕	미국 - 펜실베이니아
재생에너지	회수방법	전기요금 (항목 구분 X)	전기요금 별도 부과금	전기요금 별도 부과금	공공기금	전기요금 별도 부과금
	규정	신재생법 시행령	EEC법	에너지법	공공기금법	대체에너지법
탄소배출권	회수방법	전기요금 (항목 구분 X)	전기요금 (항목 구분 X)	전기요금 (항목 구분 X)	-	-
	규정	법적근거 부재	배출권거래규정	전기요금 지침		
에너지 효율	회수방법	전기요금 (항목 구분 X)	공공기금	전기요금 기후변화세	공공기금	전기요금 별도 부과금
	규정	법적근거 부재	EKB기금법	금융법	공공기금법	공공서비스법

자료: 언론보도, 한전 경영연구원, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

한국전력 (015760)	21
한국가스공사 (036460)	25
한전KPS (051600)	29
지역난방공사 (071320)	33

2020년 11월 5일

한국전력(015760)

배당은 회복. 규제가 관건

목표주가 30,000원, 투자 의견 매수 유지

한국전력의 목표주가 30,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 국제유가가 재차 약세로 전환된 가운데 원/달러 환율도 강세 흐름을 이어가고 있다. 난방수요가 늘어나는 겨울철을 앞두고 유연탄 가격이 완만한 상승세를 나타내고 있지만 크게 걱정할 수준은 아니다. 원전 이용률도 한빛 3,4호기에 대한 기대감만 낮춘다면 추가적으로 문제가 될 요소는 없다. 우호적인 원가 환경은 2021년 상반기까지 유효한 구간에 들어섰다. 2021년 기준 PER 5.0배, PBR 0.18배이며 5% 수준의 배당수익률이 주가의 하단을 견고하게 지지해줄 것으로 예상된다.

2021년 연간 영업이익 4.5조원(YoY 23.7%) 전망

2021년 연간 매출액은 전년대비 1.2% 증가한 59.4조원으로 전망된다. UAE 사업 준공이 다가옴에 따라 감소하는 매출을 신규 석탄화력 등으로 만회할 수 있을 전망이다. 전력판매량도 코로나19의 일부 기저효과가 기대되기 때문에 외형은 2020년 보다 개선될 전망이다. 영업이익은 4.5조원으로 23.7% 증가할 것으로 예상된다. 올해 연초 하락한 원자재 가격은 시차 영향으로 2021년 실적의 기저로 작용할 전망이다. 원전 이용률은 특별한 이슈가 없다면 70% 중후반 이상은 보장될 수 있다. 연료비와 구입전력비는 전년대비 7.7%, 1.3% 하락하며 연간 실적을 견인할 전망이다. 배당은 정산조정계수 최대치가 이미 적용되고 있기 때문에 향후 유가 변화가 제한적일 경우 더욱 높은 수준의 배당이 가능할 것으로 판단된다.

현 시점에서 실적과 배당 전망은 매우 긍정적. 관건은 규제

2021년 실적, 배당 모두 2020년보다 나아진 흐름이 기대되고 있지만 관건은 규제다. 재생에너지 확대 목적의 규제 변화들이 제시되고 있지만 이는 한국전력 실적 부담 요인으로 작용한다. 석탄 의존도를 낮추는 과정에서 비용 이슈가 부각되었지만 현 규제 환경에서는 재원을 마련할 방법이 없다. 전력 Mix의 건강한 변화는 명확한 규제 준수를 통해서만 달성할 수 있다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 30,000원 | CP(11월4일): 20,300원

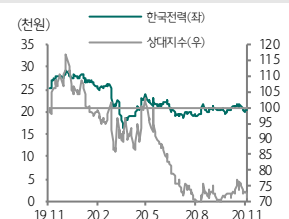
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,357.32
52주 최고/최저(원)	29,250/16,250
시가총액(십억원)	13,031.9
시가총액비중(%)	0.81
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,770,230.9
60일 평균 거래대금(십억원)	78.5
20년 배당금(예상, 원)	1,020
20년 배당수익률(예상, %)	5.18
외국인지분율(%)	17.20
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	8.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.5) (11.0) (19.8)
상대	(1.7) (28.4) (27.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,462.5	58,854.9
영업이익(십억원)	3,933.4	3,816.2
순이익(십억원)	1,852.2	1,737.8
EPS(원)	2,736	2,620
BPS(원)	107,425	109,427

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,420.5	59,138.2	59,376.8
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,637.9	4,498.5	4,341.7
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,465.0	3,472.3	3,396.5
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,765.9	2,604.2	2,547.4
EPS	원	(2,048)	(3,654)	2,751	4,057	3,968
증감율	%	적전	적지	흑전	47.47	(2.19)
PER	배	(16.16)	(7.61)	7.43	5.04	5.15
PBR	배	0.30	0.26	0.19	0.18	0.18
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.69	5.45	5.58
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.59	3.72	3.54
BPS	원	108,641	105,140	107,663	110,700	113,638
DPS	원	0	0	1,020	1,030	1,050



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 연간 영업이익 4.5조원(YoY +23.7%) 전망

2021년 실적 전망

매출액 59.4조원(YoY +1.2%)

영업이익 4.5조원(YoY +23.7%)

2021년 연간 매출액은 전년대비 1.2% 증가한 59.4조원으로 전망된다. UAE 사업 준공이 다가옴에 따라 감소하는 매출을 신규 석탄화력 등으로 만회할 수 있을 전망이다. 전력판매량 또한 코로나19의 일부 기저효과가 기대되기 때문에 외형은 2020년보다 개선될 전망이다. 영업이익은 4.5조원으로 23.7% 증가할 것으로 예상된다. 올해 연초 하락한 원자재 가격은 시차 영향으로 2021년 실적의 기저로 작용할 전망이다. 원전 이용률은 특별한 이슈가 없을 경우 70% 중후반 이상은 보장될 수 있다. 연료비와 구입전력비는 전년대비 7.7%, 1.3% 하락하며 연간 실적을 견인할 전망이다. 배당은 정산조정계수 최대치가 이미 적용되고 있기 때문에 향후 유가 변화가 제한적일 경우 더욱 높은 수준의 배당이 가능할 것으로 판단된다.

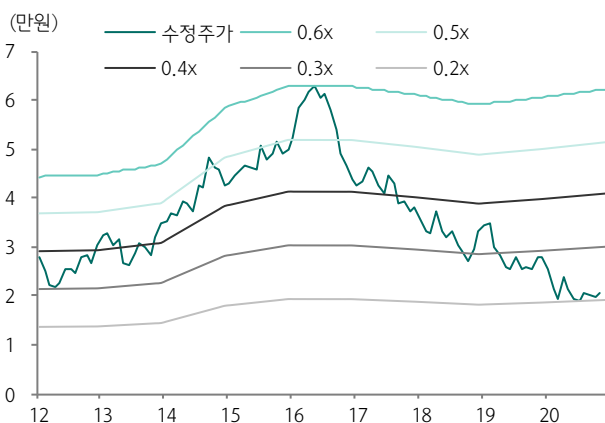
표 1. 한국전력 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	20년YoY(%)	21년YoY(%)
매출액	589,578	601,904	598,148	606,276	591,729	584,205	591,382	593,768	(1.3)	1.2
전기판매수익	532,295	543,046	546,498	568,420	559,390	551,652	559,606	559,976	(1.4)	1.4
기타매출	57,283	58,859	51,650	37,856	32,339	32,553	31,776	33,792	0.7	(2.4)
영업이익	113,468	120,017	49,531	(2,080)	(12,766)	36,380	44,985	43,417	흑전	23.7
연료비	151,585	140,669	165,245	200,927	182,609	154,280	142,447	139,182	(15.5)	(7.7)
구입전력비	114,280	107,557	142,643	183,073	182,697	146,286	144,315	141,740	(19.9)	(1.3)
기타	210,245	233,661	240,729	224,356	239,188	247,260	259,635	269,429	3.4	5.0
세전이익	186,551	105,135	36,141	(20,008)	(32,659)	24,651	34,723	33,965	흑전	40.9
순이익	132,891	70,486	12,987	(13,146)	(23,455)	17,659	26,042	25,474	흑전	47.5
영업이익률(%)	19.2	19.9	8.3	(0.3)	(2.2)	6.2	7.6	7.3	-	-
세전이익률(%)	31.6	17.5	6.0	(3.3)	(5.5)	4.2	5.9	5.7	-	-
순이익률(%)	22.5	11.7	2.2	(2.2)	(4.0)	3.0	4.4	4.3	-	-
전력판매(GWh)	483,655	497,040	507,748	526,149	520,499	503,647	510,813	510,329	(3.2)	1.4
판매단가(원/kWh)	110	109	108	108	107	110	110	110	1.9	0.0
원/달러 환율	1,131	1,161	1,131	1,100	1,165	1,190	1,160	1,160	2.1	(2.6)
석탄(천원/톤)	95	94	122	136	138	126	116	116	(8.3)	(8.5)
LNG(천원/톤)	783	590	656	746	718	643	653	654	(10.4)	1.5

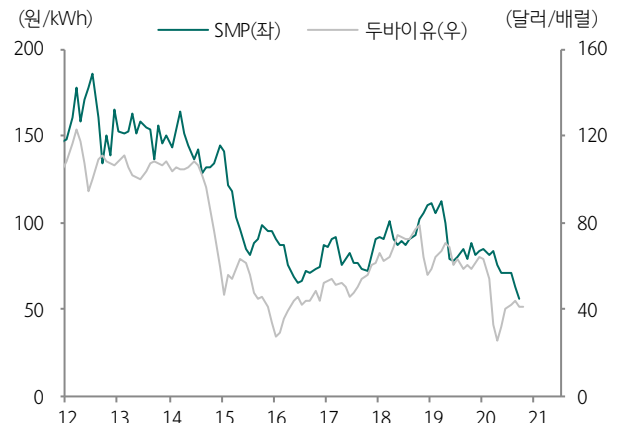
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. SMP와 유가 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

현 시점에서 실적과 배당 전망은 매우 긍정적. 관건은 규제

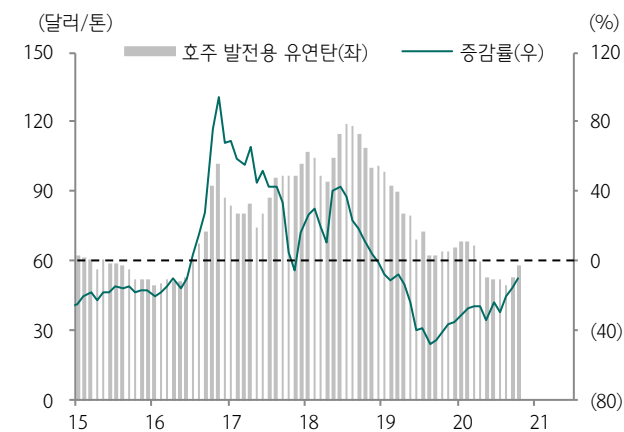
2021년에도 영업실적 개선추세 지속

이제는 규제 변화에 기대를 걸 때

국제유가가 재차 약세로 전환된 가운데 원/달러 환율 또한 강세 흐름을 이어가고 있다. 난방 수요가 늘어나는 겨울철을 앞두고 유연탄 가격이 완만한 상승세를 나타내고 있지만 걱정할 수준은 아니다. 원전 이용률도 한빛 3,4호기에 대한 기대감만 낮춘다면 추가적으로 문제가 될 요소는 없다. 우호적인 원가 환경은 2021년 상반기까지 유효한 구간에 들어섰다.

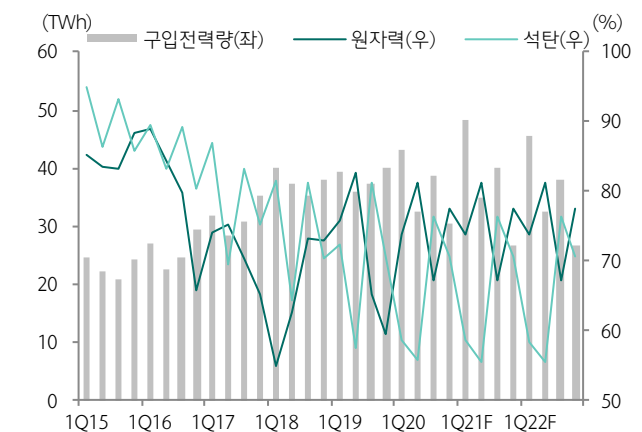
2021년 실적, 배당 모두 2020년보다 나아진 흐름이 기대되고 있지만 관건은 규제다. 재생 에너지 확대 목적의 규제 변화들이 제시되고 있지만 이는 한국전력의 실적 부담 요인으로 작용한다. 석탄 의존도를 낮추는 과정에서도 비용 이슈가 부각되겠지만 현 규제 환경에서는 재원을 마련할 방법이 없다. 전력 Mix의 건강한 변화는 보다 명확한 규제 준수를 통해서만 달성할 수 있다.

그림 3. 월별 발전용 석탄가격 추이



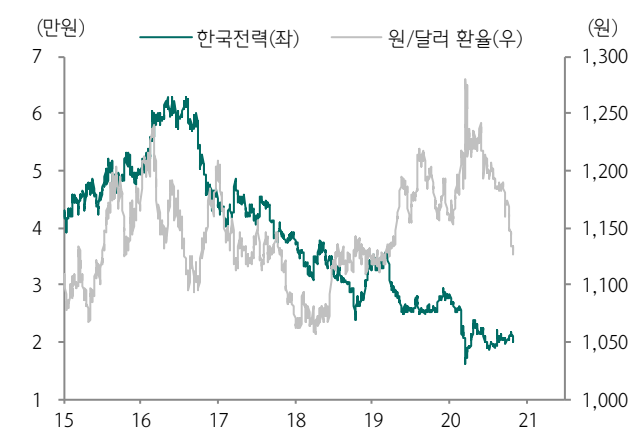
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 분기별 기저발전 이용률과 구입전력량 추이 및 전망



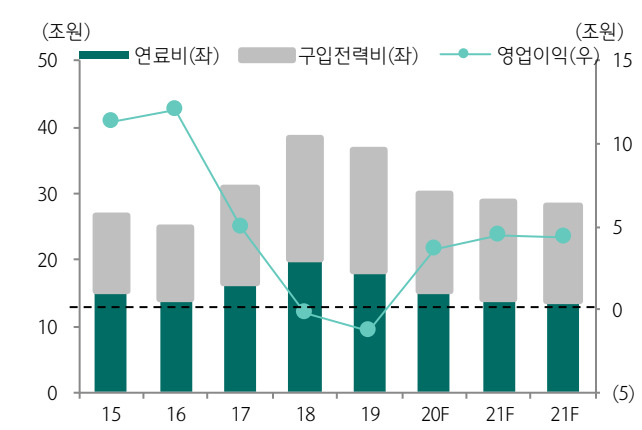
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 5. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 6. 한국전력 연료비와 전력구입비 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	58,420.5	59,138.2	59,376.8
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,056.4	51,767.7	52,031.1
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,364.1	7,370.5	7,345.7
판매비	2,627.9	2,669.6	2,726.2	2,872.1	3,004.0
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	3,637.9	4,498.5	4,341.7
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,745.0)	(1,562.8)	(1,558.8)
종속/관계기업손익	358.2	214.1	284.6	297.1	398.5
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	287.5	239.5	215.2
세전이익	(2,000.8)	(3,265.8)	2,465.0	3,472.3	3,396.5
법인세	(826.3)	(1,002.3)	631.8	868.1	849.1
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
비지배주주지분 순이익	140.1	82.0	67.3	0.0	0.0
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,765.9	2,604.2	2,547.4
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,279.8	2,040.3	1,995.8
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,705.5	3,373.9	3,256.3
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,156.2	16,193.9	16,180.0
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	(2.40)	(1.27)	1.23	0.40
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	24.71	(3.49)
EBITDA증가율	(33.34)	0.36	53.84	6.85	(0.09)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	23.66	(3.49)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	47.47	(2.18)
EPS증가율	적전	적지	흑전	47.47	(2.19)
수익성(%)					
매출총이익률	3.99	2.35	10.89	12.46	12.37
EBITDA이익률	16.19	16.65	25.94	27.38	27.25
영업이익률	(0.34)	(2.16)	6.23	7.61	7.31
계속사업이익률	(1.94)	(3.83)	3.14	4.40	4.29

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,751	4,057	3,968
BPS	108,641	105,140	107,663	110,700	113,638
CFPS	18,623	21,038	26,029	26,458	26,682
EBITDAPS	15,292	15,347	23,609	25,226	25,204
SPS	94,441	92,175	91,003	92,121	92,492
DPS	0	0	1,020	1,030	1,050
주가지표(배)					
PER	(16.16)	(7.61)	7.43	5.04	5.15
PBR	0.30	0.26	0.19	0.18	0.18
PCFR	1.78	1.32	0.79	0.77	0.77
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.69	5.45	5.58
PSR	0.35	0.30	0.22	0.22	0.22
재무비율(%)					
ROE	(1.86)	(3.42)	2.59	3.72	3.54
ROA	(0.72)	(1.23)	0.89	1.28	1.23
ROIC	(0.08)	(0.53)	1.56	1.91	1.80
부채비율	160.57	186.83	184.71	183.20	181.84
순부채비율	81.34	101.12	102.41	102.28	102.56
이자보상배율(배)	(0.11)	(0.62)	1.78	2.17	2.06

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	19,509.5	19,552.4	19,687.3
금융자산	3,802.6	3,456.6	4,059.3	3,868.4	3,932.9
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,889.9	1,676.9	1,734.7
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,720.0	6,822.0	6,852.7
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,828.0	6,931.6	6,962.9
기타유동자산	1,666.9	2,036.5	1,902.2	1,930.4	1,938.8
비유동자산	165,504.0	178,114.8	181,314.7	185,729.3	189,924.1
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,004.4	8,114.4	8,147.6
금융자산	2,113.6	2,563.5	2,276.4	2,299.5	2,306.4
유형자산	152,743.2	164,701.8	168,118.2	172,558.9	176,839.5
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,184.7	1,048.7	929.7
기타비유동자산	3,540.3	3,766.7	4,007.4	4,007.3	4,007.3
자산총계	185,249.1	197,597.8	200,824.2	205,281.7	209,611.4
유동부채	21,841.5	24,231.7	23,544.7	25,451.0	27,713.2
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,187.1	10,897.5	13,100.6
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,769.4	2,811.4	2,824.1
기타유동부채	10,390.6	11,805.7	11,588.2	11,742.1	11,788.5
비유동부채	92,314.8	104,476.5	106,742.8	107,344.4	107,525.8
금융부채	53,591.5	63,550.4	67,109.6	67,109.6	67,109.6
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	39,633.2	40,234.8	40,416.2
부채총계	114,156.3	128,708.1	130,287.5	132,795.5	135,239.0
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	69,115.9	71,065.3	72,951.5
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,068.7	2,068.7	2,068.7
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(328.0)	(328.0)	(328.0)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,870.4	52,819.8	54,706.0
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,420.9	1,420.9	1,420.9
자본총계	71,092.8	68,889.6	70,536.8	72,486.2	74,372.4
순금융부채	57,828.0	69,660.1	72,237.3	74,138.6	76,277.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	11,017.3	14,863.5	14,555.7
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
조정	1,099	1,367	1,226	1,170	1,184
감가상각비	10,024.8	11,128.7	11,518.2	11,695.4	11,838.4
외환거래손익	243.4	370.3	415.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	(206.5)	0.0	0.0
기타	(8,811.0)	(9,917.9)	(10,500.7)	(10,525.4)	(10,654.4)
영업활동 자산부채변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(3,073.4)	563.9	170.0
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,448.8)	(16,132.1)	(16,039.8)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	473.9	(110.0)	(33.1)
자본증가(감소)	(12,032.7)	(13,477.6)	(13,727.2)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(195.5)	(22.1)	(6.7)
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	2,499.8	1,055.6	1,541.9
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	3,180.0	1,710.4	2,203.1
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	(1.4)	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(678.8)	(0.0)	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(654.8)	(661.2)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	79.7	(213.0)	57.8
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	16,709.7	16,985.1	17,129.2
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(2,902.9)	(1,136.5)	(1,444.3)

2020년 11월 5일

한국가스공사(036460)

배당이 불안정해도 주가는 바닥

목표주가 32,000원, 투자 의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가 32,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 올해 금리, 유가, 판매량 모두 영업실적에 비우호적이다. 물론 베타 개선으로 2020년 대비 나아진 환경이 기대되지만 회복 여부보다 회복 강도가 더욱 중요한 이슈로 보인다. 감가상각비 감소 효과를 감안해도 규제사업 이익개선 여력은 크지 않다. 다만 호주 Prelude 재가동 등 불확실성 해소가 뒷받침된다면 추세적인 반등이 가능할 전망이다. 수소에 대한 기대감은 다소 경직적인 사업구조에 활기를 불어넣을 수 있는 요소다. 물론 사업 구체화와 수익성 확보를 위해서는 긴 시간이 필요하다는 관점에서 현재의 저평가 매력은 완전한 밸류에이션 상승으로 연결될 수 있다. 2021년 기준 PER 7.4배, PBR 0.3배다.

2021년 연간 영업이익 1.1조원(YoY +10.6%) 전망

2021년 연간 매출액은 전년대비 2.0% 감소한 19.6조원으로 예상된다. 유가 하락에 따른 해외사업 부진과 판매단가 감소를 판매량 회복으로 일부 만회할 전망이다. 영업이익은 전년대비 10.6% 개선된 1.1조원으로 예상된다. 호주 Prelude 정상화 시점이 빨라질수록 유가 회복이 가팔라질수록 실적 전망치도 상향 조정될 여지가 많아진다. 국내 가스도매사업 이익은 전년 대비 7.0% 증가할 것으로 보인다. 운전자본 감소가 예상되나 베타 상승에 따른 투자보수율 개선으로 적정투자보수의 절대 규모는 2020년보다 늘어날 전망이다.

올해 원/달러 환율 강세는 좋은 일이 아님. 유가 상승 필요

원/달러 환율의 변동은 별도 외화환산손익에 영향을 미친다. 원화 강세는 별도 순이익에 긍정적이지만 올해 한정으로 연말 환율 흐름은 긍정적으로 해석할 여지가 적다. 지난 2분기 손상 차손 인식으로 배당여력은 0으로 수렴했기 때문에 올해의 외화 손익 개선은 2021년 실적 기반 배당에 오히려 좋지 않은 방향으로 작용한다. 유가 상승은 연결 실적 개선에 필수적인 조건이며 혹시나 발생할 수 있는 추가 손상차손 우려를 해소할 수 있기 때문에 주가 향방은 환율과 유가에 달렸다고 판단된다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 32,000원 | CP(11월4일): 27,400원

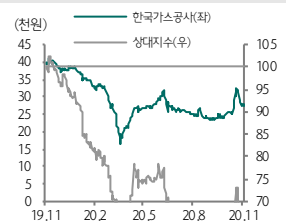
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,357.32
52주 최고/최저(원)	40,950/16,600
시가총액(십억원)	2,529.4
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	471,178.8
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.67
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금공단	6.39
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.2 3.0 (31.2)
상대	9.8 (17.2) (37.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	21,804.7	22,012.1
영업이익(십억원)	1,076.7	1,193.2
순이익(십억원)	(10.5)	418.4
EPS(원)	(463)	4,632
BPS(원)	90,274	94,839

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	26,185.0	24,982.6	20,003.3	19,597.4	20,047.3
영업이익	십억원	1,276.9	1,334.5	997.4	1,102.7	1,177.1
세전이익	십억원	649.0	116.4	(115.6)	478.0	623.0
순이익	십억원	509.4	38.8	(89.2)	346.6	451.7
EPS	원	5,518	420	(966)	3,754	4,893
증감율	%	흑전	(92.39)	적전	흑전	30.34
PER	배	8.74	90.12	(28.67)	7.38	5.66
PBR	배	0.54	0.44	0.33	0.32	0.30
EV/EBITDA	배	10.00	9.85	10.30	9.95	9.53
ROE	%	6.36	0.48	(1.15)	4.46	5.57
BPS	원	89,860	86,183	83,913	87,668	91,352
DPS	원	1,360	380	0	1,300	1,300



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 연간 영업이익 1.1조원(YoY +10.6%) 전망

2021년 실적 전망

매출액 19.6조원(YoY -2.0%)

영업이익 1.1조원(YoY +10.6%)

2021년 연간 매출액은 전년대비 2.0% 감소한 19.6조원으로 예상된다. 유가 하락에 따른 해외사업 부진과 판매단가 감소를 판매량 회복으로 일부 만회할 전망이다. 영업이익은 전년 대비 10.6% 개선된 1.1조원으로 예상된다. 호주 Prelude 정상화 시점이 빨라질수록 유가 회복이 가팔라질수록 실적 전망치도 상향될 여지가 커진다. 국내 가스도매사업 이익은 전년 대비 7.0% 증가할 것으로 보인다. 운전자본 감소가 예상되나 베타 상승에 따른 투자보수율 개선으로 적정투자보수의 절대 규모는 2020년보다 늘어날 전망이다.

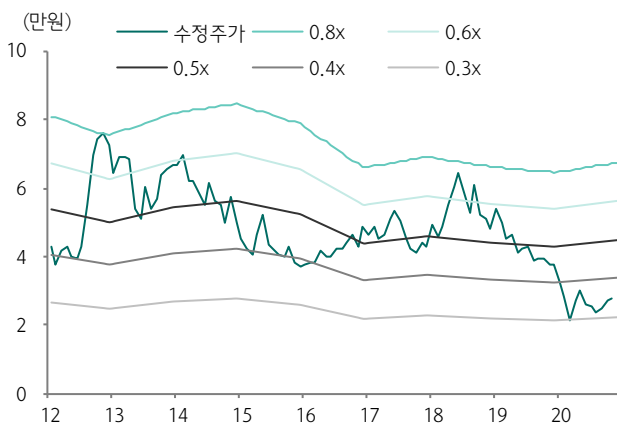
표 1. 한국가스공사 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	20년YoY(%)	21년YoY(%)
매출액	260,527	211,081	221,723	261,850	249,826	200,033	195,974	200,473	(19.9)	(2.0)
가스도입 및 판매	254,820	201,774	210,557	249,856	239,038	192,738	189,775	191,080	(19.4)	(1.5)
기타	5,707	9,308	11,166	11,994	10,788	7,295	6,199	9,393	(32.4)	(15.0)
영업이익	10,078	9,982	10,339	12,769	13,345	9,974	11,027	11,771	(25.3)	10.6
가스도입 및 판매	9,828	9,554	9,019	11,087	11,858	10,607	11,346	11,472	(10.5)	7.0
기타	250	428	1,320	1,682	1,488	(633)	(319)	299	적전	적지
세전이익	2,768	(7,690)	(12,502)	6,490	1,164	(1,156)	4,780	6,230	적전	흑전
순이익	3,192	(6,130)	(12,051)	5,094	388	(892)	3,466	4,517	적전	흑전
영업이익률(%)	3.8	4.5	4.1	4.2	4.7	5.3	5.8	5.7	-	-
세전이익률(%)	1.1	(3.6)	(5.6)	2.5	0.5	(0.6)	2.4	3.1	-	-
순이익률(%)	1.2	(2.9)	(5.4)	1.9	0.2	(0.4)	1.8	2.3	-	-
도시가스용(천톤)	16,929	17,384	18,389	19,813	18,822	17,991	18,369	18,553	(4.4)	2.1
발전용(천톤)	14,527	15,389	13,773	16,406	14,775	13,696	13,286	13,153	(7.3)	(3.0)
해외영업이익	1,201	906	1,978	2,360	2,356	383	536	1,212	(83.7)	39.8

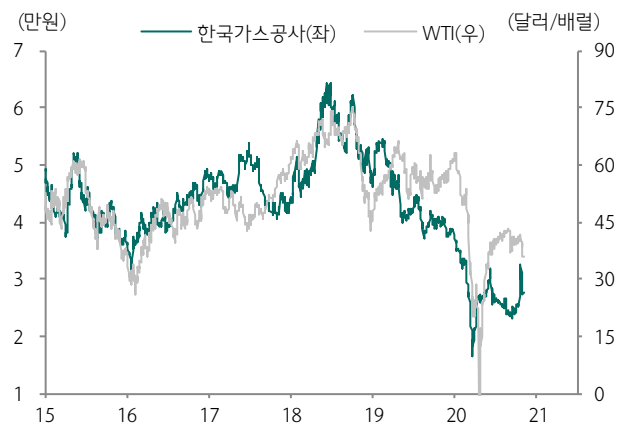
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 주가와 유가 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

주요 지표 악화에도 불구하고 2020년에도 증익 확실

감가상각비 효과를 제외한
2020년 적정투자보수
9,119원(YoY -7.3%) 전망

요금규제 특징과 해외자원 사업의 공존으로 경기민감주 특성을 갖는다. 금리와 유가 등 실적을 결정하는 주요 변수는 글로벌 경기에 동행하기 때문이다. 최근 해당 변수의 약세흐름은 적정투자보수 등 이익체력 약화로 이어지며 2019년을 정점으로 소폭 하향되는 추세다. 적정투자보수는 2014년 대비 2019년의 베타 상승에도 불구하고 자본구성비 악화와 금리약세로 하락이 불가피하다. 요금기저는 유가 약세와 판매실적 부진에 따른 운전자본 감소로 전년대비 줄어들 수 있다.

하지만 감가상각비 감소에 따른 순이익 개선과 신규 가동되는 해외사업 영업정상화로 연결, 별도 실적 모두 확정적으로 개선된다. 환율 영향을 배제하면 배당매력은 오히려 증가한다. 변동성에 기반한 투자기회는 제한적이지만 방어주와 민감주의 하이브리드로서 투자매력이 존재한다.

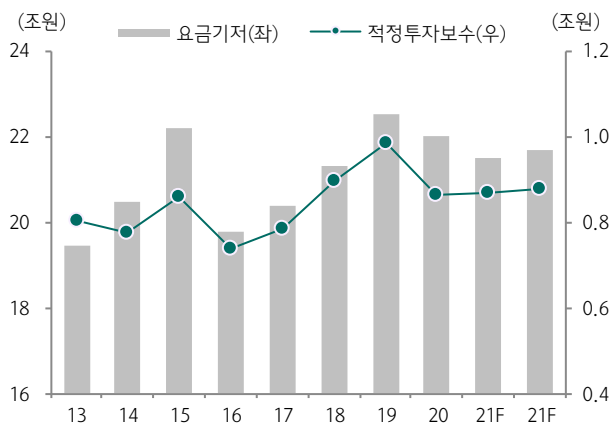
표 2. 한국가스공사 적정투자보수 추정

(단위: %, 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
(1)국고채(5년) 금리 연간 평균	3.00	2.84	1.97	1.53	2.00	2.31	1.59	1.22	1.22
(2)5년 일평균 베타	0.53	0.50	0.57	0.71	0.84	0.83	0.85	0.97	0.97
연도별 베타	0.80	1.02	1.00	0.39	0.78	0.87	1.12		
(3)시장리스크프리미엄	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
자기자본비용(COE=(1)+(2)X(3))	6.21	5.82	5.38	5.81	7.05	7.32	6.66	7.05	7.03
타인자본비용(DOE)	3.04	3.02	2.90	2.83	2.68	2.64	2.64	2.62	2.60
세후적정투자보수율	3.79	3.86	3.73	3.84	4.22	4.37	3.94	4.05	4.05
요금기저	204,923	222,123	197,824	203,760	212,974	225,091	219,912	214,912	216,912
세후적정투자보수	7,767	8,580	7,380	7,825	8,981	9,833	8,661	8,708	8,790

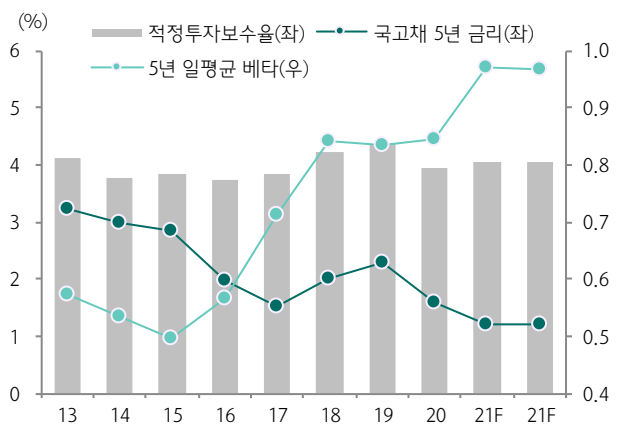
주: 감가상각비 감소효과 제외. 자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 3. 요금기저와 적정투자보수 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 적정투자보수율과 금리 및 베타 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	26,185.0	24,982.6	20,003.3	19,597.4	20,047.3
매출원가	24,508.5	23,227.1	18,635.8	18,131.2	18,497.3
매출총이익	1,676.5	1,755.5	1,367.5	1,466.2	1,550.0
판매비	399.6	421.0	370.1	363.5	372.8
영업이익	1,276.9	1,334.5	997.4	1,102.7	1,177.1
금융손익	(743.3)	(802.1)	(777.6)	(761.7)	(696.6)
종속/관계기업손익	204.5	104.7	105.4	142.5	150.2
기타영업외손익	(89.1)	(520.8)	(440.9)	(5.4)	(7.7)
세전이익	649.0	116.4	(115.6)	478.0	623.0
법인세	95.5	58.1	(35.5)	131.5	171.3
계속사업이익	553.5	58.3	(80.1)	346.6	451.7
중단사업이익	(26.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	526.7	58.3	(80.1)	346.6	451.7
비지배주주지분 순이익	17.4	19.5	9.1	0.0	0.0
지배주주순이익	509.4	38.8	(89.2)	346.6	451.7
지배주주지분포괄이익	383.5	92.4	(176.6)	347.7	453.2
NOPAT	1,088.9	668.2	691.4	799.5	853.4
EBITDA	3,079.6	3,069.8	2,587.6	2,656.2	2,746.6
성장성(%)					
매출액증가율	18.10	(4.59)	(19.93)	(2.03)	2.30
NOPAT증가율	10.36	(38.64)	3.47	15.63	6.74
EBITDA증가율	11.96	(0.32)	(15.71)	2.65	3.40
영업이익증가율	23.35	4.51	(25.26)	10.56	6.75
(지배주주)순이익증가율	흑전	(92.38)	적전	흑전	30.32
EPS증가율	흑전	(92.39)	적전	흑전	30.34
수익성(%)					
매출총이익률	6.40	7.03	6.84	7.48	7.73
EBITDA이익률	11.76	12.29	12.94	13.55	13.70
영업이익률	4.88	5.34	4.99	5.63	5.87
계속사업이익률	2.11	0.23	(0.40)	1.77	2.25

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	5,518	420	(966)	3,754	4,893
BPS	89,860	86,183	83,913	87,668	91,352
CFPS	34,883	35,066	29,340	29,471	31,102
EBITDAPS	33,360	33,254	28,031	28,774	29,753
SPS	283,655	270,630	216,690	212,293	217,166
DPS	1,360	380	0	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	8.74	90.12	(28.67)	7.38	5.66
PBR	0.54	0.44	0.33	0.32	0.30
PCFR	1.38	1.08	0.94	0.94	0.89
EV/EBITDA	10.00	9.85	10.30	9.95	9.53
PSR	0.17	0.14	0.13	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	6.36	0.48	(1.15)	4.46	5.57
ROA	1.33	0.10	(0.24)	0.97	1.26
ROIC	3.35	1.99	2.15	2.58	2.75
부채비율	367.05	382.56	351.04	336.15	321.11
순부채비율	306.42	324.70	306.75	291.21	276.40
이자보상배율(배)	1.63	1.66	1.34	1.54	1.67

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	9,924.9	9,232.8	6,625.8	7,025.8	7,316.6
금융자산	296.8	355.7	305.5	335.2	325.2
현금성자산	239.8	257.1	219.7	245.6	232.6
매출채권	5,171.1	4,973.9	3,542.5	3,750.1	3,918.7
재고자산	3,168.6	2,645.3	1,884.0	1,994.4	2,084.1
기타유동자산	1,288.4	1,257.9	893.8	946.1	988.6
비유동자산	29,764.7	30,079.1	28,915.9	28,853.7	28,758.4
투자자산	2,053.5	2,316.3	1,719.0	1,810.4	1,884.6
금융자산	435.5	599.1	496.0	515.7	531.7
유형자산	24,764.1	24,377.4	23,894.0	23,740.6	23,571.1
무형자산	1,771.9	1,746.6	1,733.9	1,733.9	1,733.9
기타비유동자산	1,175.2	1,638.8	1,569.0	1,568.8	1,568.8
자산총계	39,689.7	39,311.9	35,541.6	35,879.5	36,075.0
유동부채	9,871.2	8,900.5	5,524.9	6,033.1	6,521.0
금융부채	6,864.5	6,532.6	3,758.0	4,172.4	4,584.1
매입채무	1,628.5	1,483.2	1,056.4	1,118.3	1,168.6
기타유동부채	1,378.2	884.7	710.5	742.4	768.3
비유동부채	21,320.5	22,264.8	22,136.9	21,619.9	20,987.4
금융부채	19,472.2	20,274.7	20,719.5	20,119.5	19,419.5
기타비유동부채	1,848.3	1,990.1	1,417.4	1,500.4	1,567.9
부채총계	31,191.7	31,165.3	27,661.7	27,653.0	27,508.4
지배주주지분	8,192.8	7,853.3	7,593.8	7,940.4	8,280.5
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.8	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
자본조정	205.7	(102.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)
기타포괄이익누계액	8.8	78.2	(7.4)	(7.4)	(7.4)
이익잉여금	5,497.9	5,397.7	5,273.8	5,620.4	5,960.5
비지배주주지분	305.2	293.2	286.1	286.1	286.1
자본총계	8,498.0	8,146.5	7,879.9	8,226.5	8,566.6
순금융부채	26,039.9	26,451.6	24,171.9	23,956.7	23,678.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	57.1	1,985.8	3,475.5	1,706.6	1,864.1
당기순이익	526.7	58.3	(80.1)	346.6	451.7
조정	164	260	214	155	157
감가상각비	1,802.7	1,735.3	1,590.2	1,553.5	1,569.5
외환거래손익	(57.9)	(94.6)	(30.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1,580.8)	(1,380.7)	(1,345.7)	(1,398.5)	(1,412.5)
영업활동 자산부채변동	(2,112.7)	(671.2)	1,416.1	(193.5)	(157.1)
투자활동 현금흐름	(1,275.2)	(1,397.0)	(580.7)	(1,495.0)	(1,477.2)
투자자산감소(증가)	(67.2)	(262.8)	597.2	(91.3)	(74.2)
자본증가(감소)	(1,147.1)	(1,223.2)	(1,121.9)	(1,400.0)	(1,400.0)
기타	(60.9)	89.0	(56.0)	(3.7)	(3.0)
재무활동 현금흐름	994.2	(581.9)	(2,939.1)	(185.6)	(399.9)
금융부채증가(감소)	1,835.9	443.4	(2,249.0)	(185.6)	(288.3)
자본증가(감소)	0.0	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(832.9)	(891.2)	(656.8)	0.0	0.0
배당지급	(8.8)	(133.7)	(33.3)	0.0	(111.6)
현금의 증감	(201.5)	17.3	(37.4)	26.0	(13.0)
Unlevered CFO	3,220.1	3,237.0	2,708.4	2,720.6	2,871.1
Free Cash Flow	(1,136.7)	762.7	2,352.4	306.6	464.1

2020년 11월 5일

한전KPS(051600)

올해도 괜찮은데 더 나아질 내년 배당

목표주가 40,000원, 투자 의견 매수 유지

한전KPS의 목표주가 40,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 지난 2018~19년 호실적에 따른 높은 DPS는 경영평가 등급 하락에서 기인했다. 2년 연속 D 등급을 기록한 것은 이례적인 사건이었기 때문에 언젠가는 등급 정상화와 영업비용 증가가 동반될 것으로 예상되었다. 2020년 6월 발표된 2019년 경영평가 결과가 B등급으로 개선되었기 때문에 향후 2년간 노무비 증가가 불가피한 상황이다. 게다가 올해 원전해체연구소 설립 기부금 483억원도 영업외비용에 반영되어 DPS 감소가 불가피하다. 다만 이미 낮아진 주가로 배당수익률은 5%를 상회하고 있으며 2021년 실적 기반 수익률은 6%를 넘어설 전망이다. 2021년 기준 PER 8.8배, PBR 1.1배다.

2021년 연간 영업이익 1,688억원(YoY +5.1%) 전망

2021년 연간 매출액은 전년대비 2.6% 증가한 1.3조원이 예상된다. UAE 매출이 본격화되며 해외 중심 성장이 가능할 전망이다. 원전센터 등 대외 실적도 꾸준한 개선이 기대된다. 영업이익은 전년대비 5.1% 증가한 1,688억원이 예상된다. 2020년 경영평가 등급 결과에 따라 추가 비용 이슈가 부각될 가능성도 존재하나 노무비 증가를 외형성장에 따른 이익개선으로 만회할 수 있을 전망이다. 현재 진행되고 있는 신사업들의 기여도가 높아질 여지도 있어 보수적인 관점에서 보더라도 배당 가능한 실적은 유지될 수 있다. 올해 집행될 일회성 비용 이슈 또한 2021년 실적의 기저효과로 작용하기 때문에 중장기 이익 성장 가능성에 대한 기대감을 높여도 좋은 상황이다.

신재생에너지 EPC와 원전 해체가 부각될 수 있는 2021년

기존 발전정비의 안정적인 수익성은 오랜 기간 유지될 것이다. 향후 발전Mix 전환 과정에서 나타날 EPC 수주 기회는 신사업으로 부각될 잠재력이 있다. 태양광, 풍력, 연료전지 EPC를 이미 수주한 상황이며 2022년까지 매출이 발생할 전망이다. 2022년 고리 1호기 해체에 선행하는 수주가 나타날 수 있기 때문에 2021년은 향후 성장 여력을 점검하는 해가 될 것이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(11월4일): 27,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,357.32
52주 최고/최저(원)	40,800/24,750
시가총액(십억원)	1,242.0
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	45,000.0
60일 평균 거래량(천주)	187,790.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
20년 배당금(예상, 원)	1,330
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.82
주요주주 지분율(%)	
한국전력공사	51.00
국민연금공단	8.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.0 (12.9) (18.2)
상대	0.8 (30.0) (26.1)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,264.5	1,311.2
영업이익(십억원)	169.8	182.5
순이익(십억원)	112.2	148.9
EPS(원)	2,494	3,309
BPS(원)	24,085	26,097

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,242.5	1,246.9	1,282.8	1,316.0	1,380.1
영업이익	십억원	191.5	193.9	160.6	168.8	175.1
세전이익	십억원	210.5	198.5	139.4	179.8	187.1
순이익	십억원	161.3	153.3	108.8	141.6	147.4
EPS	원	3,585	3,407	2,418	3,147	3,275
증감율	%	18.67	(4.97)	(29.03)	30.15	4.07
PER	배	9.26	11.49	11.44	8.79	8.44
PBR	배	1.52	1.66	1.14	1.06	1.00
EV/EBITDA	배	5.76	6.26	4.60	4.09	3.74
ROE	%	17.08	14.98	10.08	12.45	12.15
BPS	원	21,870	23,632	24,358	26,175	27,720
DPS	원	1,790	1,920	1,330	1,730	1,800



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 연간 영업이익 1,688억원(YoY +5.1%) 전망

2021년 실적 전망

매출액 1.3조원(YoY +2.6%)

영업이익 1,688억원(YoY +5.1%)

2021년 연간 매출액은 전년대비 2.6% 증가한 1.3조원으로 예상된다. UAE 매출이 본격화되며 해외 중심 성장이 가능할 전망이다. 원정센터 등 대외 실적도 꾸준한 개선이 기대된다. 영업이익은 전년대비 5.1% 증가한 1,688억원이 예상된다. 2020년 경영평가 등급 결과에 따라 추가 비용 이슈가 부각될 가능성도 존재하나 노무비 증가를 외형성장에 따른 이익개선으로 만회할 수 있을 전망이다. 현재 진행되고 있는 신규 사업들의 기여도가 높아질 여지도 있어 보수적인 관점에서 보더라도 배당 가능한 실적은 유지될 수 있다. 올해 집행될 일회성 비용 이슈가 2021년 실적의 기저효과로 작용하기 때문에 중장기 이익 성장 가능성에 대한 기대감을 높여도 좋은 상황이다.

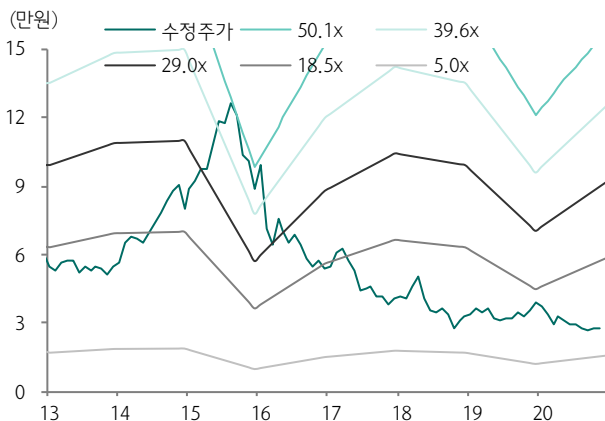
표 1. 한전KPS 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	20년YoY(%)	21년YoY(%)
매출액	11,798	12,232	12,368	12,425	12,469	12,828	13,160	13,801	2.9	2.6
화력	4,730	4,885	4,824	4,264	4,388	4,543	4,381	4,469	3.5	(3.6)
원자력/양수	4,382	4,685	4,724	4,903	4,827	4,340	4,617	4,938	(10.1)	6.4
송변전	689	736	811	831	796	808	824	838	1.5	2.0
대외	704	859	720	985	988	1,636	1,360	1,475	65.6	(16.9)
해외	1,293	1,067	1,289	1,442	1,470	1,501	1,979	2,082	2.1	31.9
영업이익	1,753	1,059	1,641	1,916	1,939	1,606	1,688	1,751	(17.2)	5.1
세전이익	2,214	1,130	1,752	2,106	1,984	1,394	1,798	1,871	(29.7)	29.0
순이익	1,700	884	1,360	1,614	1,533	1,089	1,416	1,474	(29.0)	30.1
영업이익률(%)	14.9	8.7	13.3	15.4	15.5	12.5	12.8	12.7	-	-
세전이익률(%)	18.8	9.2	14.2	16.9	15.9	10.9	13.7	13.6	-	-
순이익률(%)	14.4	7.2	11.0	13.0	12.3	8.5	10.8	10.7	-	-
재료비	827	752	690	745	714	672	692	713	(5.9)	3.0
노무비	4,379	4,858	4,769	4,535	4,568	4,894	4,984	5,264	7.1	1.8
경비	4,839	5,562	5,268	5,228	5,247	5,656	5,795	6,073	7.8	2.5

자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 1. 한전KPS 12M Fwd PER 추이



자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 2. 한전KPS 12M Fwd PBR 추이



자료: 한전KPS, 하나금융투자

신재생에너지 EPC와 원전 해체가 부각될 수 있는 2021년

노무비 증가는 2021년에도 똑같이 나타날 현상

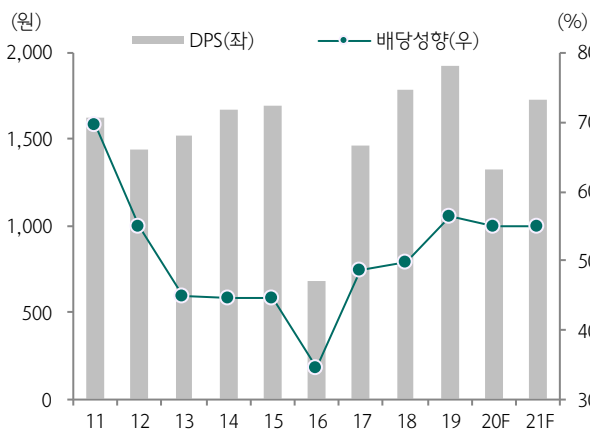
다만 2021년에는 올해 발생한 일회성 비용이 제거될 것

배당여력은 2021년에 더욱 개선될 것

지난 2018~19년 호실적에 따른 높은 DPS는 경영평가 등급 하락에서 기인했다. 2년 연속 D 등급을 기록한 것은 이례적인 사건이었기 때문에 언젠가 등급 정상화와 영업비용 증가가 동반될 것으로 예상되었다. 2019년 경영평가 결과가 B등급으로 개선되었기 때문에 앞으로 2년간 노무비 증가가 불가피한 상황이다. 또한 올해 원전해체연구소 설립 기부금 483억원도 영업외비용에 반영되어 DPS 감소가 불가피하다. 다만 이미 낮아진 주가로 배당수익률은 5%를 상회하고 있으며 2021년 실적 기반 수익률은 6%를 넘어설 전망이다.

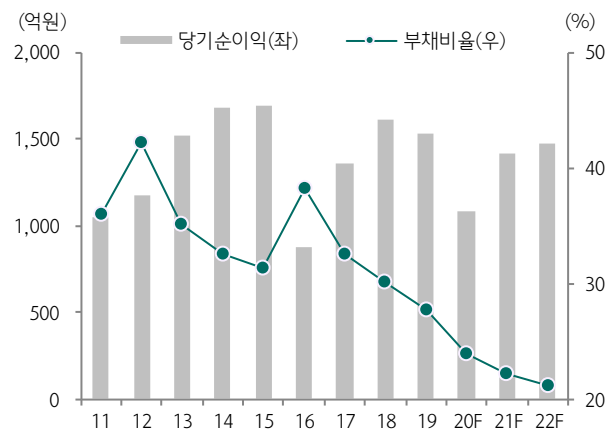
기존 발전정비의 안정적인 수익성은 오랜 기간 유지될 것이다. 향후 발전Mix 전환 과정에서 나타날 EPC 수주 기회는 신사업으로 부각될 잠재력이 있다. 태양광, 풍력, 연료전지 EPC를 이미 수주했으며 2022년까지 매출이 발생할 전망이다. 2022년 고리 1호기 해체작업에 선행하는 수주가 나타날 수 있기 때문에 2021년은 향후 성장 여력을 점검하는 해가 될 것이다.

그림 3. 연간 DPS와 배당성향 추이 및 전망



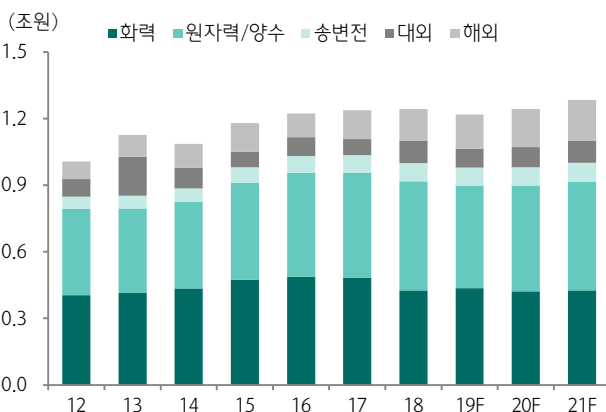
자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 4. 연간 당기순이익과 부채비율 추이 및 전망



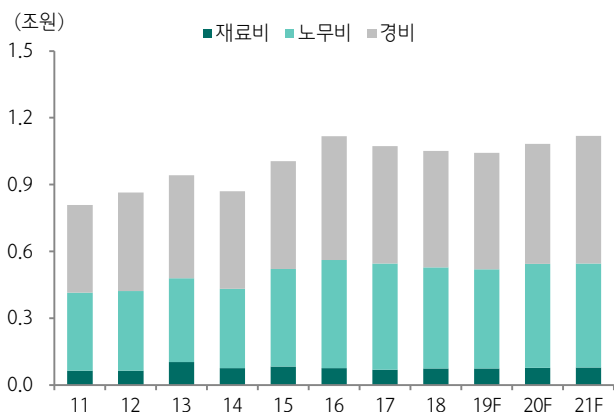
자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 5. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 6. 연간 영업비용 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,242.5	1,246.9	1,282.8	1,316.0	1,380.1
매출원가	973.6	971.9	1,044.3	1,066.7	1,120.0
매출총이익	268.9	275.0	238.5	249.3	260.1
판매비	77.3	81.1	78.0	80.5	85.0
영업이익	191.5	193.9	160.6	168.8	175.1
금융손익	6.7	6.9	6.7	7.1	8.2
종속/관계기업손익	0.0	(0.6)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
기타영업외손익	12.2	(1.8)	(27.6)	4.3	4.3
세전이익	210.5	198.5	139.4	179.8	187.1
법인세	49.2	45.2	30.6	38.2	39.8
계속사업이익	161.3	153.3	108.8	141.6	147.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	161.3	153.3	108.8	141.6	147.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	161.3	153.3	108.8	141.6	147.4
지배주주지분포괄이익	145.2	159.8	119.1	141.6	147.4
NOPAT	146.8	149.8	125.3	132.9	137.8
EBITDA	231.0	237.8	203.2	212.1	219.4
성장성(%)					
매출액증가율	0.46	0.35	2.88	2.59	4.87
NOPAT증가율	15.32	2.04	(16.36)	6.07	3.69
EBITDA증가율	14.81	2.94	(14.55)	4.38	3.44
영업이익증가율	16.70	1.25	(17.17)	5.11	3.73
(지배주주)순이익증가율	18.60	(4.96)	(29.03)	30.15	4.10
EPS증가율	18.67	(4.97)	(29.03)	30.15	4.07
수익성(%)					
매출총이익률	21.64	22.05	18.59	18.94	18.85
EBITDA이익률	18.59	19.07	15.84	16.12	15.90
영업이익률	15.41	15.55	12.52	12.83	12.69
계속사업이익률	12.98	12.29	8.48	10.76	10.68

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,585	3,407	2,418	3,147	3,275
BPS	21,870	23,632	24,358	26,175	27,720
CFPS	7,030	7,450	4,666	4,761	4,923
EBITDAPS	5,134	5,284	4,516	4,714	4,876
SPS	27,610	27,710	28,507	29,245	30,669
DPS	1,790	1,920	1,330	1,730	1,800
주가지표(배)					
PER	9.26	11.49	11.44	8.79	8.44
PBR	1.52	1.66	1.14	1.06	1.00
PCFR	4.72	5.26	5.93	5.81	5.62
EV/EBITDA	5.76	6.26	4.60	4.09	3.74
PSR	1.20	1.41	0.97	0.95	0.90
재무비율(%)					
ROE	17.08	14.98	10.08	12.45	12.15
ROA	13.01	11.61	8.01	10.12	9.98
ROIC	18.16	17.73	14.97	16.13	16.39
부채비율	30.16	27.84	23.97	22.26	21.28
순부채비율	(16.56)	(25.65)	(24.59)	(28.48)	(30.76)
이자보상배율(배)	0.00	354.49	1,214.09	1,390.54	1,404.27

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	636.1	783.4	782.1	846.7	903.1
금융자산	163.0	280.3	275.6	341.6	389.8
현금성자산	38.5	26.3	21.3	32.5	34.6
매출채권	132.5	122.9	122.8	122.5	124.5
재고자산	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
기타유동자산	339.2	378.8	382.3	381.2	387.3
비유동자산	644.8	576.0	576.8	593.3	609.8
투자자산	115.4	49.5	49.6	49.5	50.3
금융자산	114.9	49.5	49.6	49.5	50.3
유형자산	441.7	443.0	450.0	468.6	485.6
무형자산	9.1	9.0	6.7	4.8	3.4
기타비유동자산	78.6	74.5	70.5	70.4	70.5
자산총계	1,280.9	1,359.4	1,358.8	1,440.1	1,512.8
유동부채	270.4	249.0	217.1	216.7	219.3
금융부채	0.0	3.1	3.1	3.1	3.1
매입채무	13.4	12.6	12.6	12.6	12.8
기타유동부채	257.0	233.3	201.4	201.0	203.4
비유동부채	26.4	47.0	45.6	45.5	46.2
금융부채	0.0	4.4	3.0	3.0	3.0
기타비유동부채	26.4	42.6	42.6	42.5	43.2
부채총계	296.8	296.0	262.7	262.2	265.5
지배주주지분	984.1	1,063.4	1,096.1	1,177.9	1,247.4
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(1.1)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	976.2	1,055.1	1,087.6	1,169.4	1,238.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
자본총계	984.1	1,063.4	1,096.1	1,177.9	1,247.4
순금융부채	(163.0)	(272.8)	(269.5)	(335.5)	(383.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	130.1	160.6	128.9	185.7	186.8
당기순이익	161.3	153.3	108.8	141.6	147.4
조정	12	13	7	4	4
감가상각비	39.5	43.8	42.7	43.3	44.4
외환거래손익	(0.3)	0.9	0.8	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	(27.2)	(32.3)	(36.5)	(39.3)	(40.4)
영업활동 자산부채변동	(149.3)	(127.4)	(47.0)	0.8	(4.9)
투자활동 현금흐름	(123.7)	(88.7)	(44.9)	(114.7)	(106.9)
투자자산감소(증가)	(68.4)	66.0	(0.1)	0.1	(0.8)
자본증가(감소)	(46.9)	(28.3)	(43.6)	(60.0)	(60.0)
기타	(8.4)	(126.4)	(1.2)	(54.8)	(46.1)
재무활동 현금흐름	(66.2)	(83.8)	(88.4)	(59.9)	(77.8)
금융부채증가(감소)	0.0	7.5	(1.4)	(0.0)	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(10.7)	(0.6)	0.0	0.0
배당지급	(66.2)	(80.6)	(86.4)	(59.9)	(77.9)
현금의 증감	(59.6)	(12.2)	(5.0)	11.2	2.1
Unlevered CFO	316.4	335.2	210.0	214.3	221.6
Free Cash Flow	81.7	131.7	82.4	125.7	126.8

2020년 11월 5일

지역난방공사(071320)

올해 4Q와 내년 1Q 실적에 집중

목표주가 60,000원 유지, 투자의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자의견 매수 유지한다. 누적된 열요금 인하요인이 2020년에 모두 해소되었기 때문에 2021년부터는 실적 정상화 가능성이 매우 높다. 과거 2017년 신규 발전소 가동으로 극대화된 당시 실적에 미치지 못하지만 충분히 낮아진 주가로 배당수익률은 유의미한 수준까지 회복될 전망이다. 전력부문 상황은 녹록치 않지만 열판매량이 꾸준히 개선되고 있으며 무엇보다 원가에 해당하는 발전용 천연가스 요금이 지속적으로 약세를 보일 것으로 예상되고 있어 실적은 걱정할 여지가 없다. 원가 환경이 긍정적이라는 점에서 올해와 내년 배당을 결정할 4분기, 1분기 실적에 관심을 가질 필요가 있다. 2021년 실적 기준 PBR 0.27배다.

2021년 연간 영업이익 1,263억원(YoY +4.0%) 전망

2021년 연간 매출액은 전년대비 4.0% 감소한 2.0조원이 예상된다. 도시가스와 발전용 천연가스 요금에 연동되는 열요금과 SMP 영향에 외형은 감소할 전망이다. 영업이익은 1,263억원으로 전년대비 4.0% 개선될 것으로 예상된다. 최근 전력판매 실적이 부진하기 때문에 열공급 의무에 따른 제약발전 비중이 늘어날 가능성이 높다. 다만 열판매량은 수요가수 증가로 전년 대비 개선되는 추세에 있어 부정적인 효과를 만회할 수 있다. 올해 7월 모두 해소된 열요금 인하요인은 2021년 상반기 실적 개선의 기저로 작용할 전망이다. 향후 개별요금제 물량이 도입되면 급전순위 상승으로 전력판매량 회복도 가능할 전망이다.

2023년부터 개별요금제 적용 천연가스 사용으로 원가 개선

지난 10월 LNG 개별요금제 1호 계약을 체결했다. 신규 CHP 발전소 3개소에 연간 40만톤 규모 물량을 약 15년간 공급받을 예정이다. 지역난방공사 열요금은 어려운 영업환경에 처해있는 집단에너지 사업자 요금의 기준으로 사용하기 때문에 인위적인 인하 가능성은 높지 않다. 따라서 영업원가의 가장 큰 비중을 차지하는 연료비가 개선되는 부분은 온전히 실적개선 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 60,000원 | CP(11월4일): 33,750원

Key Data

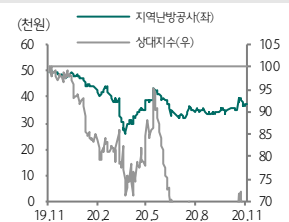
KOSPI 지수 (pt)	2,357.32
52주 최고/최저(원)	50,300/26,000
시가총액(십억원)	432.5
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	15,273.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
20년 배당금(예상, 원)	2,120
20년 배당수익률(예상, %)	6.29
외국인지분율(%)	1.00
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	6.6	(4.7)	(24.4)
상대	5.2	(23.4)	(31.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,117.0	2,041.7
영업이익(십억원)	130.3	131.7
순이익(십억원)	52.6	54.9
EPS(원)	4,543	4,741
BPS(원)	136,574	139,264

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,117.0	2,032.3	1,983.2
영업이익	십억원	14.5	42.2	121.5	126.3	133.5
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	59.7	68.9	72.2
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
EPS	원	(19,564)	(2,209)	4,247	4,902	5,131
증감율	%	N/A	적지	흑전	15.42	4.67
PER	배	(2.91)	(21.41)	8.78	7.61	7.27
PBR	배	0.42	0.36	0.27	0.27	0.26
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.70	9.55	9.27
ROE	%	(14.52)	(1.66)	3.17	3.56	3.66
BPS	원	134,743	132,086	136,263	139,044	141,726
DPS	원	0	0	2,120	2,450	2,570



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 연간 영업이익 1,263억원(YoY +4.0%) 전망

2021년 실적 전망

매출액 2.0조원(YoY -4.0%)

영업이익 1,263억원(YoY +4.0%)

2021년 연간 매출액은 전년대비 4.0% 감소한 2.0조원이 예상된다. 도시가스 및 발전용 천연가스 요금 변화에 연동되는 열요금과 SMP 영향으로 외형은 감소할 전망이다. 영업이익은 1,263억원으로 전년대비 4.0% 개선될 것으로 예상된다. 최근 전력판매실적이 부진한 영향으로 열공급 의무에 따른 제약발전 비중이 늘어날 가능성이 높다. 다만 열판매량은 수요가수 증가로 전년대비 개선되는 추세에 있어 부정적인 효과를 만회할 수 있다. 올해 7월에 모두 해소된 열요금 인하요인은 2021년 상반기 실적개선의 기저로 작용할 전망이다. 개별요금제 물량이 향후 도입되면 급전순위 상승으로 전력판매량 회복도 가능할 전망이다.

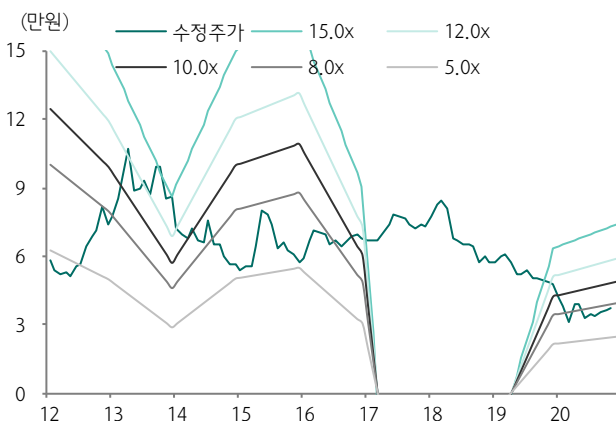
표 1. 지역난방공사 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	20년YoY(%)	21년YoY(%)
매출액	20,019	17,199	18,344	24,873	23,679	21,170	20,323	19,832	(10.6)	(4.0)
열	10,532	9,677	9,706	10,262	10,212	10,598	10,362	10,341	3.8	(2.2)
전기	9,282	7,280	8,391	14,360	13,195	10,295	9,679	9,203	(22.0)	(6.0)
냉수	205	241	247	251	272	277	283	288	1.9	2.0
영업이익	2,099	1,617	1,197	145	422	1,215	1,263	1,335	187.8	4.0
열	1,191	1,024	150	(907)	(591)	242	277	297	(141.0)	14.7
전기	920	576	1,022	1,059	1,038	998	1,013	1,068	(3.9)	1.5
냉수	(11)	17	25	(7)	(25)	(25)	(27)	(30)	(0.2)	8.7
세전이익	1,431	1,393	835	(2,850)	(253)	597	689	722	(336.6)	15.4
순이익	1,158	1,267	698	(2,265)	(256)	492	568	594	(292.2)	15.4
영업이익률(%)	10.5	9.4	6.5	0.6	1.8	5.7	6.2	6.7	-	-
세전이익률(%)	7.1	8.1	4.6	-11.5	-1.1	2.8	3.4	3.6	-	-
순이익률(%)	5.8	7.4	3.8	-9.1	-1.1	2.3	2.8	3.0	-	-
열판매량(천Gcal)	11,394	12,085	13,013	14,004	13,618	13,726	13,812	13,782	0.8	0.6
전기판매량(천MWh)	7,857	7,636	8,027	12,671	11,821	11,138	11,247	10,785	(5.8)	1.0

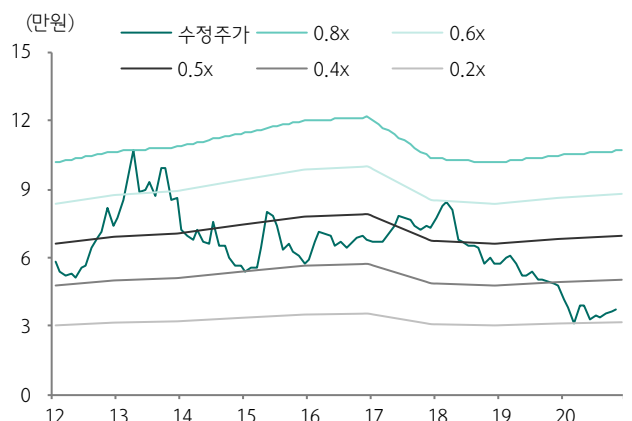
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 PER 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 PBR 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

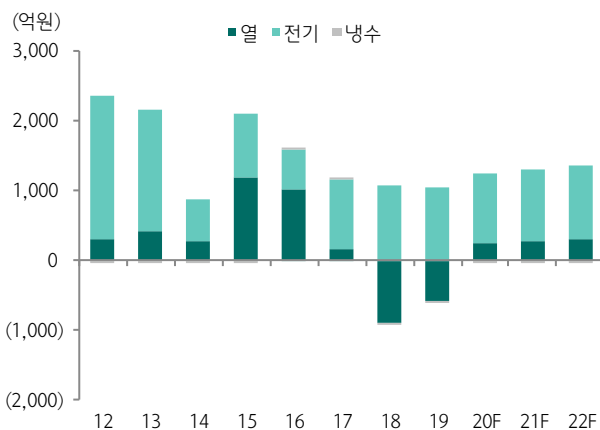
2023년부터 개별요금제 적용 천연가스 사용으로 원가 개선

한국가스공사와 개별요금제 1호 계약 2023년부터 추가 원가개선 가능

열요금 인하요인이 2020년에 모두 해소되었기 때문에 2021년부터는 실적 정상화 가능성이 매우 높다. 과거 2017년 신규 발전소 가동에 극대화된 당시 실적에 미치지 못하지만 낮은 주가는 높은 배당수익률로 작동한다. 전력판매량은 단기 회복을 장담하기 어렵지만 열판매 실적이 꾸준히 개선되고 있고 원가인 발전용 천연가스 요금 약세가 실적 안정성을 보장하고 있다.

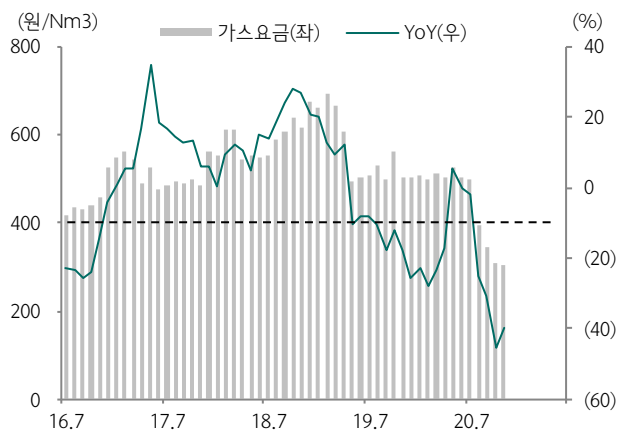
지난 10월 LNG 개별요금제 1호 계약을 체결했다. 신규 CHP발전소 3개소에 연간 40만톤 규모 물량을 약 15년간 공급받을 예정이다. 지역난방공사 열요금은 어려운 영업환경에 처한 집단에너지 사업자 요금의 기준으로 사용하고 있기 때문에 인위적인 열요금 인하 가능성은 높지 않다. 따라서 영업원가의 가장 큰 비중을 차지하는 연료비가 개선되는 부분은 온전히 실적개선 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

그림 3. 지역난방공사 연간 영업이익 추이 및 전망



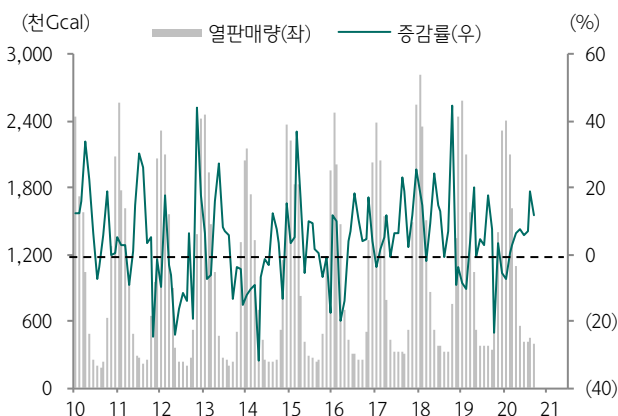
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 집단에너지사업자 발전용 천연가스 요금 추이



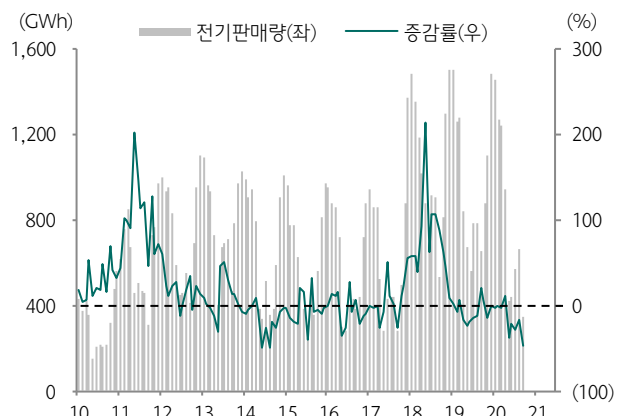
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 5. 월별 열판매량 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 6. 월별 전기판매량 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,487.3	2,367.9	2,117.0	2,032.3	1,983.2
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,897.8	1,812.0	1,757.6
매출총이익	113.2	144.6	219.2	220.3	225.6
판매비	98.7	102.4	97.7	93.9	92.2
영업이익	14.5	42.2	121.5	126.3	133.5
금융손익	(53.2)	(54.6)	(53.1)	(53.6)	(53.7)
종속/관계기업손익	6.5	4.3	4.6	5.1	4.7
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(13.3)	(9.0)	(12.2)
세전이익	(285.1)	(25.3)	59.7	68.9	72.2
법인세	(58.5)	0.3	10.6	12.2	12.8
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	48.4	56.8	59.4
NOPAT	11.5	42.8	100.0	104.1	109.8
EBITDA	242.6	279.4	360.8	369.6	380.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(4.80)	(10.60)	(4.00)	(2.42)
NOPAT증가율	N/A	272.17	133.64	4.10	5.48
EBITDA증가율	N/A	15.17	29.13	2.44	3.03
영업이익증가율	N/A	191.03	187.91	3.95	5.70
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	15.45	4.58
EPS증가율	N/A	적지	흑전	15.42	4.67
수익성(%)					
매출총이익률	4.55	6.11	10.35	10.84	11.38
EBITDA이익률	9.75	11.80	17.04	18.19	19.20
영업이익률	0.58	1.78	5.74	6.21	6.73
계속사업이익률	(9.11)	(1.08)	2.32	2.79	3.00

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(19,564)	(2,209)	4,247	4,902	5,131
BPS	134,743	132,086	136,263	139,044	141,726
CFPS	21,354	22,245	31,884	31,718	32,441
EBITDAPS	20,951	24,128	31,159	31,924	32,889
SPS	214,819	204,505	182,834	175,518	171,279
DPS	0	0	2,120	2,450	2,570
주가지표(배)					
PER	(2.91)	(21.41)	8.78	7.61	7.27
PBR	0.42	0.36	0.27	0.27	0.26
PCFR	2.67	2.13	1.17	1.18	1.15
EV/EBITDA	13.80	12.71	9.70	9.55	9.27
PSR	0.27	0.23	0.20	0.21	0.22
재무비율(%)					
ROE	(14.52)	(1.66)	3.17	3.56	3.66
ROA	(4.00)	(0.44)	0.83	0.94	0.98
ROIC	0.23	0.82	1.85	1.89	1.99
부채비율	262.66	285.29	281.86	275.51	267.45
순부채비율	172.34	196.42	196.97	194.97	191.32
이자보상배율(배)	0.25	0.69	2.01	1.96	2.08

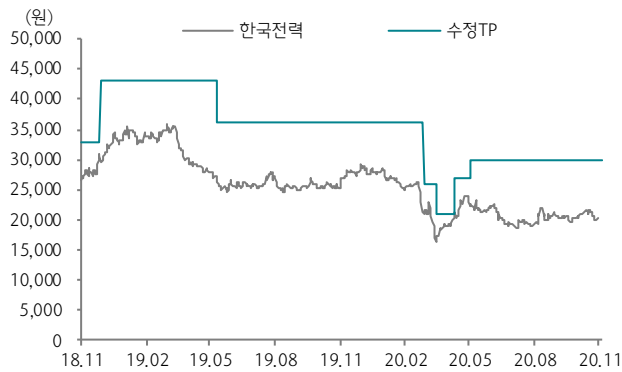
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	642.0	590.5	588.4	574.7	547.9
금융자산	52.7	27.4	61.8	70.3	59.4
현금성자산	8.1	20.4	45.7	54.5	43.8
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	33.1	34.8	32.7	31.3	30.3
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	5,016.0	5,302.1	5,436.4	5,470.9	5,481.9
투자자산	65.1	57.3	53.9	51.7	50.0
금융자산	40.8	47.7	44.8	42.9	41.6
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,107.0	5,151.2	5,170.5
무형자산	79.0	81.4	75.5	68.1	61.4
기타비유동자산	92.0	207.7	200.0	199.9	200.0
자산총계	5,658.0	5,892.6	6,024.8	6,045.6	6,029.8
유동부채	959.1	915.0	953.8	977.7	956.2
금융부채	429.9	476.6	516.2	556.0	545.8
매입채무	428.9	353.3	332.3	318.3	308.3
기타유동부채	100.3	85.1	105.3	103.4	102.1
비유동부채	3,138.8	3,448.2	3,493.3	3,458.0	3,432.6
금융부채	2,311.6	2,554.9	2,653.3	2,653.3	2,653.3
기타비유동부채	827.2	893.3	840.0	804.7	779.3
부채총계	4,097.8	4,363.2	4,447.0	4,435.6	4,388.8
지배주주지분	1,560.2	1,529.4	1,577.7	1,610.0	1,641.0
자본금	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9
자본잉여금	113.7	113.7	113.7	113.7	113.7
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	(2.1)	(3.2)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,410.1	1,442.4	1,473.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,560.2	1,529.4	1,577.7	1,610.0	1,641.0
순금융부채	2,688.7	3,004.1	3,107.7	3,138.9	3,139.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.4	188.8	282.5	271.1	286.0
당기순이익	(226.5)	(25.6)	49.2	56.8	59.4
조정	40	22	27	24	25
감가상각비	228.1	237.2	239.3	243.3	247.4
외환거래손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	0.4	0.0	0.0
기타	(183.9)	(210.9)	(212.7)	(219.3)	(222.4)
영업활동 자산부채변동	211.2	(5.3)	(33.3)	(29.0)	(20.8)
투자활동 현금흐름	(434.3)	(357.8)	(395.4)	(277.5)	(258.2)
투자자산감소(증가)	(65.1)	7.7	3.4	2.3	1.6
자본증가(감소)	(398.9)	(397.0)	(388.9)	(280.0)	(260.0)
기타	29.7	31.5	(9.9)	0.2	0.2
재무활동 현금흐름	26.5	181.4	138.1	15.2	(38.6)
금융부채증가(감소)	2,741.4	290.1	138.0	39.7	(10.2)
자본증가(감소)	171.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,853.8)	(108.7)	0.1	(0.0)	(0.0)
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(24.5)	(28.4)
현금의 증감	(25.4)	12.3	25.3	8.8	(10.7)
Unlevered CFO	247.3	257.6	369.2	367.3	375.6
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(110.9)	(8.9)	26.0

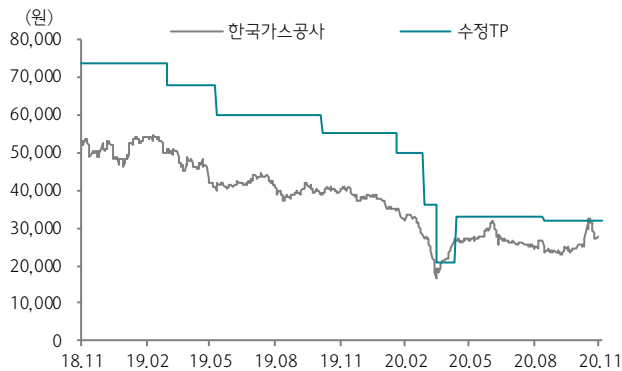
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



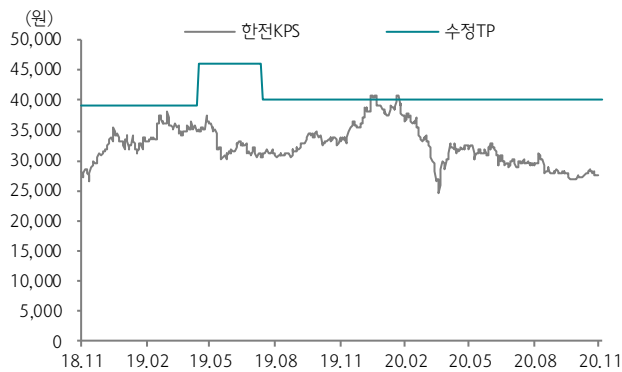
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	30,000		
20.4.14	BUY	27,000	-17.09%	-11.67%
20.3.20	BUY	21,000	-9.49%	-2.62%
20.3.2	BUY	26,000	-22.59%	-12.31%
19.5.15	BUY	36,000	-27.23%	-18.75%
18.11.30	BUY	43,000	-25.34%	-16.74%
18.10.12	BUY	33,000	-16.69%	-6.67%

한국가스공사



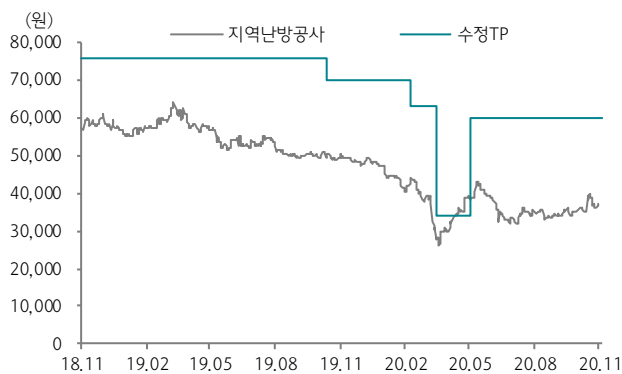
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.18	BUY	32,000		
20.4.16	BUY	33,000	-18.26%	-3.94%
20.3.20	BUY	21,000	7.21%	28.33%
20.3.2	BUY	36,000	-34.48%	-22.92%
20.1.23	BUY	50,000	-35.71%	-32.60%
19.10.10	BUY	55,000	-30.03%	-25.55%
19.5.13	BUY	60,000	-31.36%	-25.33%
19.3.4	BUY	68,000	-30.87%	-24.85%
18.5.24	BUY	74,000	-25.38%	-12.84%

한전KPS



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.17	BUY	40,000		
20.1.23	Neutral	40,000	-17.52%	-38.13%
19.7.17	BUY	40,000	-13.84%	2.00%
19.4.18	BUY	46,000	-29.12%	-18.70%
18.10.22	BUY	39,000	-15.64%	-1.92%

지역난방공사



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	60,000		
20.3.20	BUY	34,000	-2.55%	15.29%
20.2.13	BUY	63,000	-39.46%	-30.48%
19.10.16	BUY	70,000	-32.83%	-28.14%
19.8.6	1년 경과		-	-
18.8.6	BUY	76,000	-23.32%	-13.29%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 01일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 11월 4일 현재 해당회사의 유가증권에 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.