



2021년 5월 11일 | Equity Research

유틸리티 Neutral



같은 규제 다른 얼굴

- 불안정한 규제와 한국전력 적자전환
- 2021년 하반기 합산 영업이익 0.4조원(YoY -90.3%) 전망
- Top pick은 한전KPS, 관심종목으로 한국가스공사, 지역난방공사 제시

2021년 하반기 전망

Top pick 및 관심종목

한전KPS(051600) | BUY | TP 44,000원(상향) | CP(5월10일) 35,000원
한국가스공사(036460) | BUY | TP 44,000원 | CP(5월10일) 33,150원
지역난방공사(071320) | BUY | TP 60,000원 | CP(5월10일) 43,300원



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



CONTENTS

2021년 하반기 전망 Summary	3
1. 2021년 하반기 전망: 규제의 방향	4
1) 하반기 실적전망	4
2) 불안정한 규제와 한국전력 적자전환	5
3) 주목해야 할 이벤트: 전기요금 연료비연동제 존속 가능성	6
4) 하반기 Top Picks와 투자포인트	7
2. 총괄원가. 같은 규제 다른 현실	8
1) 예산과 정산	8
2) 미수금과 손상차손	9
3) 원가연동제와 환경비용 반영의 차이	10
4) 진짜 중요한 이벤트는 2022년 하반기 총괄원가 정산	11
3. 전기요금 연료비연동제 이모저모	12
1) 생각보다 잘 설계된 원가 연동	12
2) 기대만큼 실망도 컸던 첫 조정	13
3) LNG 급등 이슈는 거의 해소. 물가를 앞서는 공공요금이 없다는 사실은 불변	14
4) 비슷하지만 다른 2011년과 2021년. 올해 6월이 관건	15
4. 천연가스 요금규제 변화	16
1) 디테일한 가스요금 동결	16
2) 발전용 천연가스 공급비 변화	17
3) 장기 천연가스 계획과 직도입	18
4) 수소사업과 가스수요	19
Top Pick 및 관심종목	20
한국가스공사 (036460)	21
한전KPS (051600)	25
지역난방공사 (071320)	29

2021년 5월 11일 | Equity Research

유틸리티

같은 규제 다른 얼굴

불안정한 규제와 한국전력 적자전환

2020년 연말 예상 이상으로 과감하게 바뀐 전기요금 규제로 높아진 기대감은 높아진 만큼의 우려로 돌아왔다. 공공요금 인상이 어려운 것은 자명한 사실에 가깝다. 원자재 가격이 안정되는 구간에 들어서야 조금씩 정상화를 시도할 수 있다는 점도 역사적으로 확인할 수 있다. 최근의 규제도 원자재 가격도 모두 한국전력에게 불리한 구간이다. 만약 3분기 연료비 조정단가 인상이 유보될 경우 전력시장 규제에 대한 신뢰는 더 크게 하락할 것이다.

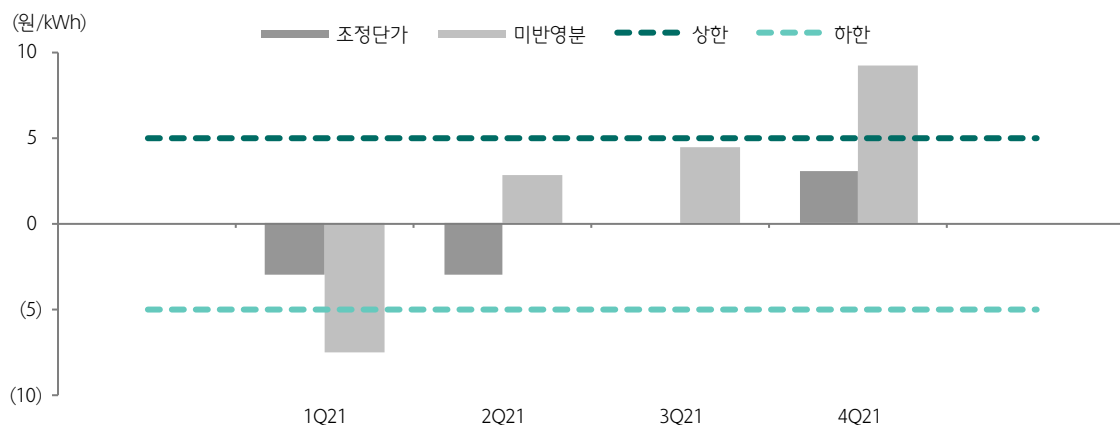
2021년 하반기 합산 영업이익 0.4조원(YoY -90.3%) 전망

커버리지 하반기 합산 영업이익은 0.4조원으로 예상된다. 이익 규모가 가장 큰 한국전력 실적이 적자로 전환할 전망이다. 기저전원 이용률 하락, 원가 상승, 인화된 연료비 조정단가 및 미반영분 영향으로 하반기 감익폭이 두드러질 전망이다. 한국가스공사는 올해부터 발전용 공급비용 연간 단일화로 1Q/4Q 실적이 감소하는 한편 2Q/3Q 실적은 크게 증가하기 때문에 전년도 3분기 적자의 기저효과가 나타날 것으로 기대된다.

Top pick은 한전KPS, 관심종목으로 한국가스공사, 지역난방공사 제시

유틸리티 섹터에서 가장 중요한 것은 배당이다. 최근 원자재 가격 강세 추이를 감안하면 규제 안정성이 높은 기업 또는 원자재 가격 흐름과 규제 이슈에서 자유로운 기업에 관심을 기울일 필요가 있다. 전자로는 한국가스공사/지역난방공사/삼천리, 후자로는 한전KPS/SK가스 정도를 예로 들 수 있다. 현재 시점에서 가장 대외 리스크가 적으며 배당매력이 높은 한전KPS가 Top Pick이며, 환율과 원자재 가격 추이에 따라 일부 변동 가능성은 존재하지만 한국가스공사와 지역난방공사도 배당 매력이 높아 관심을 가질 필요가 있다.

분기별 조정단가 및 미반영분 전망

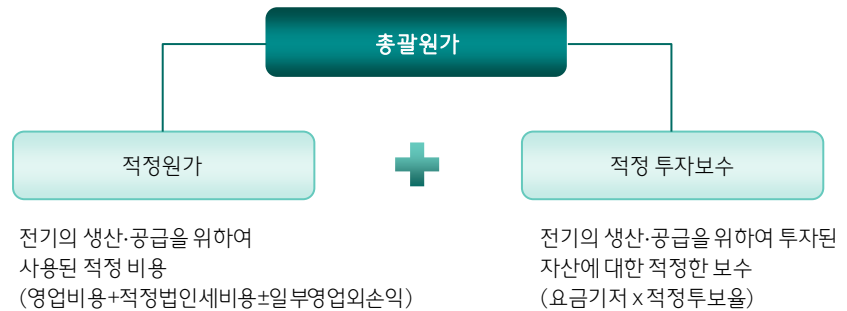


자료: 한국전력, 하나금융투자

Summary

전기요금은 전기공급에 소요된
총괄원가를 보상하는 수준에서
결정 하는 것을 원칙으로 함

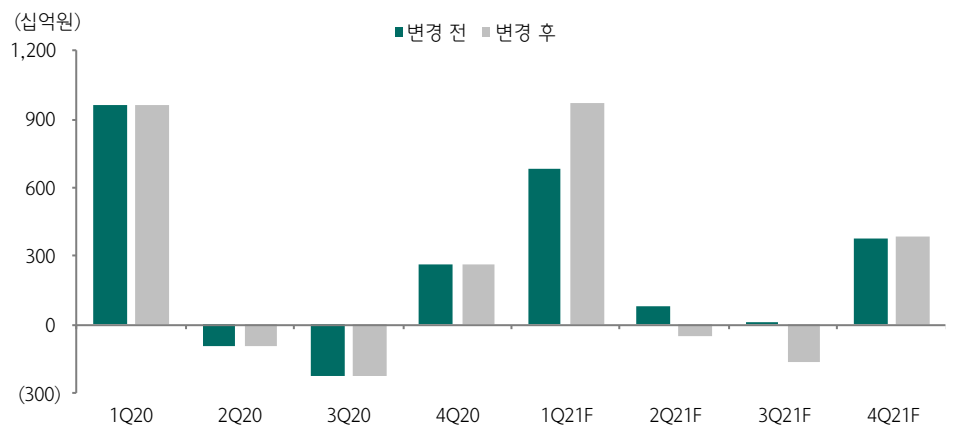
전기요금 산정방식



자료: 한국전력, 하나금융투자

공급비 조정으로 실적 변화 불가피
1Q 대폭 감소 / 4Q 소폭 감소
2Q 대폭 증가 / 3Q 대폭 증가

한국가스공사 분기 실적 변화 비교 (연결기준)

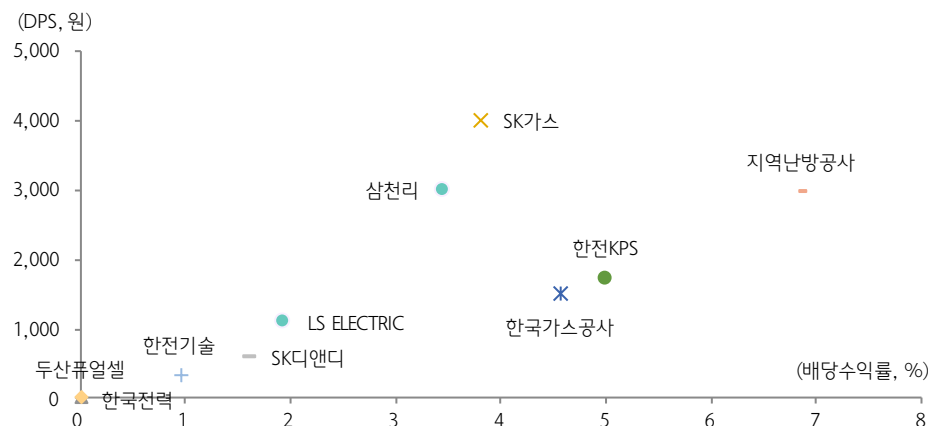


자료: 한국가스공사, 하나금융투자

종목명 / DPS(원) / 배당수익률(%)

한전KPS / 1,720 / 5.0
한국가스공사 / 1,500 / 4.6
지역난방공사 / 2,950 / 6.8

유틸리티 커버리지 예상배당수익률 (2021년 실적 기준)



자료: 하나금융투자

1. 2021년 하반기 전망: 규제 방향

1) 하반기 실적전망

2021년 하반기 커버리지 합산 실적

매출액 52.0조원(YoY +12.3%)

영업이익 0.4조원(YoY -90.3%)

순이익 -0.8조원(적자전환)

하반기 커버리지 합산 영업이익은 0.4조원으로 예상된다. 이익 규모가 가장 큰 한국전력이 적자로 전환할 것으로 전망되기 때문이다. 기저전원 이용률 하락, 원가 상승, 인하된 연료비 조정단가 및 미반영분 영향으로 하반기 감익폭이 두드러질 것으로 예상된다.

최우선으로 배당을 고려해야 하며 최근 원자재 가격 강세 추이를 감안하면 규제 안정성이 높은 기업 또는 원자재 가격 흐름과 규제 이슈에서 자유로운 기업에 관심을 기울일 필요가 있다. 전자는 한국가스공사/지역난방공사/삼천리, 후자는 한전KPS/SK가스가 있다.

표 1. 유틸리티업체 밸류에이션과 실적전망

(단위: 십억원)

기업명	밸류에이션	구분	19	20	21F	22F
한국전력 015760	PBR(배)/ROE(%) 0.23 / (2.36)	매출액	59,173	58,569	59,473	63,352
		영업이익	(1,277)	4,086	(661)	2,618
		순이익	(2,346)	1,991	(1,605)	776
한국가스공사 036460	PBR(배)/ROE(%) 0.38 / 4.77	매출액	24,983	20,834	25,989	27,271
		영업이익	1,335	899	1,148	1,330
		순이익	39	(172)	365	515
SK가스 018670	PBR(배)/ROE(%) 0.48 / 7.56	매출액	4,931	4,412	5,333	5,466
		영업이익	190	190	114	143
		순이익	159	265	148	161
지역난방공사 071320	PBR(배)/ROE(%) 0.27 / 3.73	매출액	2,368	2,099	2,104	2,157
		영업이익	42	133	142	143
		순이익	(26)	28	68	70
삼천리 004690	PBR(배)/ROE(%) 0.27 / 4.19	매출액	3,462	3,214	2,942	3,035
		영업이익	86	96	97	98
		순이익	38	32	55	56
한전KPS 051600	PBR(배)/ROE(%) 1.36 / 12.85	매출액	1,247	1,303	1,377	1,443
		영업이익	194	135	185	195
		순이익	153	87	141	159
한전기술 052690	PBR(배)/ROE(%) 2.53 / 5.04	매출액	449	432	434	429
		영업이익	44	30	32	36
		순이익	26	20	26	25
LS ELECTRIC 010120	PBR(배)/ROE(%) 1.13 / 7.95	매출액	2,347	2,403	2,564	2,629
		영업이익	169	134	161	185
		순이익	104	85	116	139
SK디앤디 210980	PBR(배)/ROE(%) 1.56 / 13.09	매출액	455	700	727	699
		영업이익	82	140	97	90
		순이익	45	66	72	63
두산퓨얼셀 336260	PBR(배)/ROE(%) 6.06 / 4.19	매출액	221	462	543	613
		영업이익	19	26	32	46
		순이익	12	14	22	35

자료: 하나금융투자

2) 불안정한 규제와 한국전력 적자전환

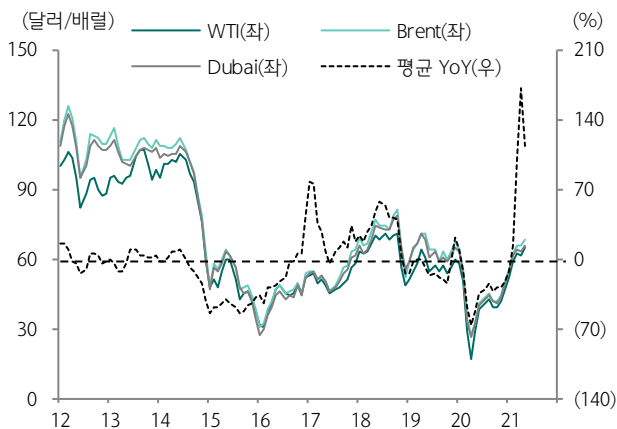
3개월마다 돌아오는 연료비 조정단가
시점마다 기대와 불안이 공존할 전망

2020년 연말 예상 이상으로 과감하게 바뀐 전기요금 규제로 높아진 기대감은 높아진 만큼 우려로 돌아왔다. 공공요금 인상이 어려운 것은 자명한 사실에 가깝다. 원자재 가격이 안정 되는 구간에 들어서야 조금씩 정상화를 시도할 수 있다는 점도 역사적으로 확인할 수 있다. 지금은 규제도 원자재 가격도 모두 한국전력에게는 불리한 구간이다.

향후 모든 연료비 조정단가 인상분이 전기요금으로 반영된다고 가정했을 때 지난 2분기에 유보된 조정단가 3원/kWh는 2Q~4Q 총 3개 분기에 걸쳐 9원/kWh의 미인상분으로 남을 것이다. 분기별 판매량 편차를 무시한다면 연평균 2.25원/kWh 미인상분은 대략 1.1조원 가량의 매출 감소로 이어진다. 원가와 관계없이 이익 감소로 직결되는 부분이다.

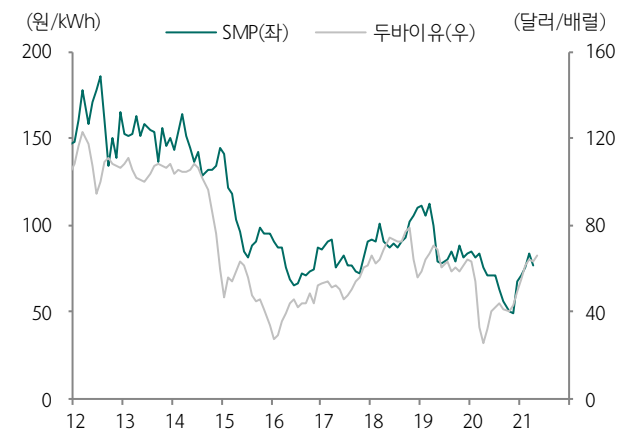
2020년 대비 1조원 이상 이익이 감소하는 가운데 원자재 가격은 급등하고 있다. 지난 겨울 수급 대란을 대비하는 과정에서 비수기임에도 LNG Spot Cargo 도입이 활발하다. 그 결과 아시아 LNG 가격은 전년대비 훨씬 높은 수준에서 형성되어 있다. 국제유가는 물론 발전용 유연탄 가격도 꾸준한 상승세가 지속되고 있다. 기저발전 Mix도 전년대비 나아질 가능성이 낮고 원가는 높아지며 매출이 감소하는데 당연히 부진한 실적을 기록할 수밖에 없다.

그림 1. 국제유가 (5월 3대 유종 평균 YoY +113.1%)



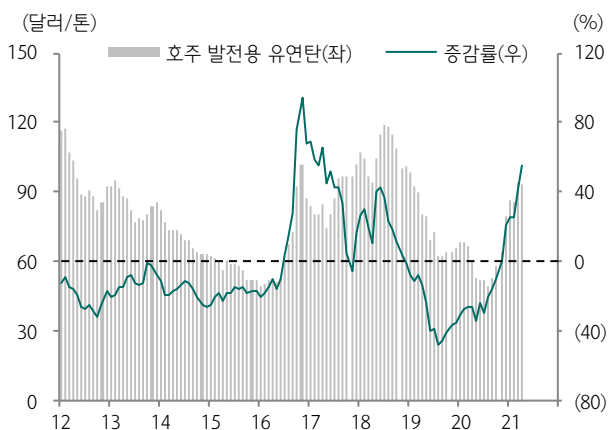
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (4월 SMP YoY +1.3%)



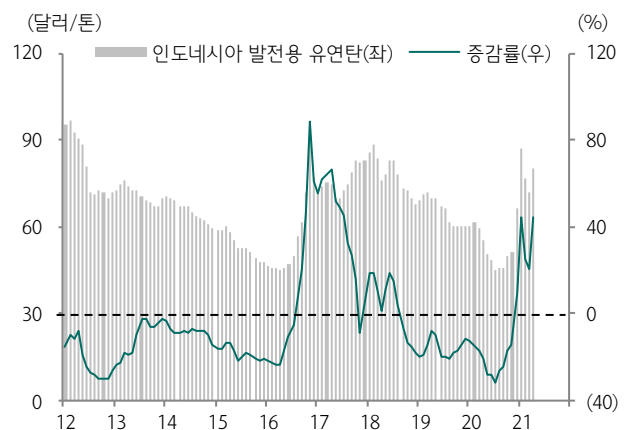
자료: EPIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (4월 YoY +55.6%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. 인도네시아 발전용 유연탄(5,900kcal) (4월 YoY +44.7%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

3) 주목해야 할 이벤트: 전기요금 연료비연동제 존속 가능성

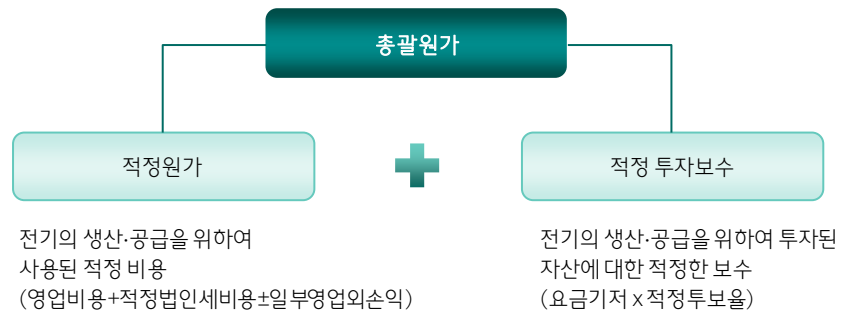
3분기 연료비 조정단가 인상 여부가 가장 중요한 규제 관련 관전 포인트

원자재 가격 흐름을 보면 하반기에도 전기요금 인상 요인이 지속적으로 발생할 수밖에 없다. 2분기 연료비 조정단가 반영 시점(12월~2월)에 급등했던 LNG 가격은 현재 상당히 조정된 상태이기 때문에 3분기 조정 시점에 미치는 영향력은 거의 없다. 하지만 코로나19와 물가 이슈는 여전히 현재 진행형이다. 굳이 전기요금이 아니어도 곳곳에서 물가 상승 부담이 확인되고 있기 때문에 3분기에도 4분기에도 유보의 근거로 작용할 수 있다.

만약 3분기도 인상이 유보될 경우 전력시장 규제에 대한 신뢰는 더 크게 하락할 것이다. 2011년 연동제 시행 이후 2014년 폐지된 사례의 재현 가능성에 무게가 실릴 수 있다. 제도 존속 자체에 대한 의심은 향후 인상 시점까지 해소되기 어려울 것이다. 3분기 조정단가 산정 결과가 중요한 이유다.

그림 5. 전기요금 산정방식

전기요금은 전기공급에 소요된 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정 하는 것을 원칙으로 함



자료: 한국전력, 하나금융투자

표 1. 전기요금 체계개편 주요 내용

추진방향	원가연계형 전기요금체계 도입		③주택용 등 기타 제도개선 사항
세부 추진과제	①연료비 조정요금 신설 → 연료비 연동분 주기적으로 반영	②기후·환경요금 분리 → 별도 고지 및 소비자 정보제공 강화	주택용 필수사용공제 할인 개선 등 2020년 일몰 할인특례 정비

자료: 산업부, 하나금융투자

표 2. 원가연계형 전기요금 체계 - 2021년 1월부터 적용

현행				개선			
기본요금	+	전력량 요금		기본요금	+	전력량 요금	
		기준 연료비	연료비 변동분			기준 연료비	①연료비 변동분 ②기후환경비용
		기타비용	기후환경비용			기타비용	

자료: 산업부, 하나금융투자

표 3. 연료비 조정요금 개요 - 매 분기마다 연료비 변동분(=기준연료비 - 실적연료비)을 주기적(3개월)으로 전기요금에 반영

2021년 1월(시행)	2월	3월	4월	5월	6월
기준연료비 - 직전 1년(2019년 12월~2020년 11월) 평균연료비, 차기 전력량 요금 조정 필요시 갱신					
↓ 차이를 요금에 반영			↓ 차이를 요금에 반영		
1월 실적 연료비 - 직전 3개월(2020년 9월~2020년 11월 평균 연료비)			4월 실적 연료비 - 직전 3개월(2020년 12월~2021년 2월 평균 연료비)		

주: 기준연료비 : 직전 1년간 평균 연료비 / 실적연료비 : 직전 3개월간 평균 연료비 → 연료비는 관세청이 고시하는 LNG, 석탄, 유류의 무역통관 가격을 기준으로 산정

자료: 산업부, 하나금융투자

4) 하반기 Top Picks와 투자포인트

Top Pick

-한전KPS

관심종목

-한국가스공사/지역난방공사

원자재 가격이 상승하는 구간에서는 규제가 잘 준수되고 배당 기대감이 높은 기업에 집중할 필요가 있다. 규제가 잘 지켜지지만 기말 환율과 원가 흐름에 배당이 좌우되는 기업으로는 한국가스공사와 지역난방공사, 해당 이슈에서 모두 자유로운 기업으로는 한전KPS가 있다.

2021년 하반기 유틸리티 섹터 Top Pick은 한전KPS다. 6월 경영평가 등급에 따라 영업비용 변화가 나타날 수 있지만 2020년에 선제적으로 쌓아놓은 충당금으로 영향은 제한적일 전망이다. 한전공대 관련 기부금 이슈가 발생할 수 있으나 지난해 원전해체연구소만큼의 규모는 아닐 것으로 추정된다. 리스크를 감안해도 높은 배당수익률과 안정성이 부각될 수 있다.

한국가스공사는 유가 리스크(손상)가 사라졌고 적어도 2022년까지 증익이 확실시되나 별도 외화차입금이 많아 배당은 기말환율에 의존하는 특징이 있다. 하지만 2022년까지 실적 개선 방향성이 뚜렷하며 유가, 금리, 환율 강세를 헷지하기 목적으로도 유효하다.

지역난방공사는 1분기 실적이 연간 이익을 결정한다. 연료비 인하요인이 해소되었고 겨울 한파로 판매량이 긍정적이며 실적 개선과 높은 배당이 기대된다. 올해 7월 2020년 연료비 정산분 방향성 예측이 어렵고 하반기 원가 부담이 부각될 여지가 있는 점이 리스크다.

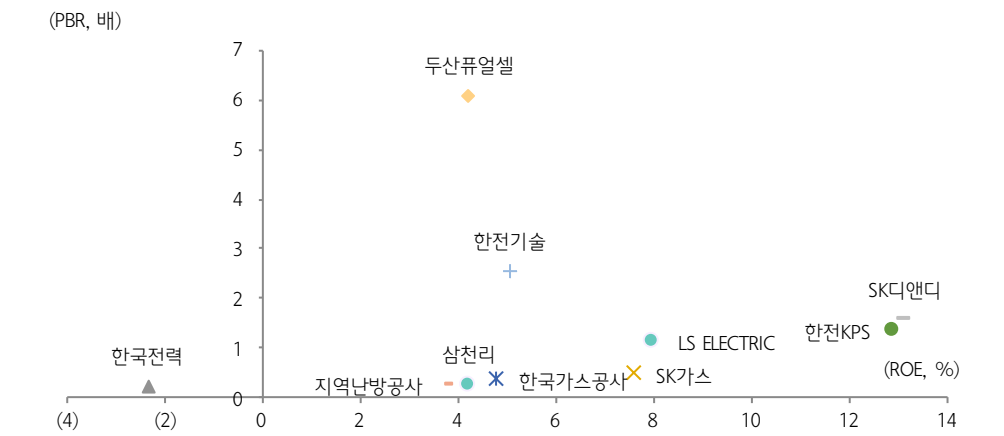
그림 6. 유틸리티 커버리지 PBR-ROE Chart (2021년 실적 기준)

종목명 / PBR(배) / ROE(%)

한전KPS / 1.38 / 12.85

한국가스공사 / 0.38 / 4.77

지역난방공사 / 0.27 / 3.73



자료: 하나금융투자

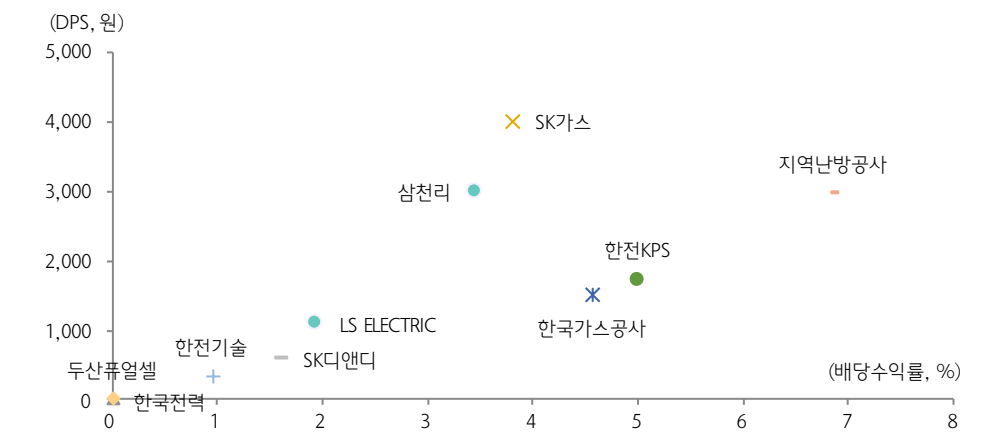
그림 7. 유틸리티 커버리지 예상배당수익률 (2021년 실적 기준)

종목명 / DPS(원) / 배당수익률(%)

한전KPS / 1,720 / 4.9

한국가스공사 / 1,500 / 4.5

지역난방공사 / 2,950 / 6.8



자료: 하나금융투자

2. 총괄원가. 같은 규제 다른 현실

1) 미수금과 손상차손

미수금 규모

-한국전력 1.9조원

-한국가스공사 5.8조원

한국전력은 손상차손 인식

-2012년 적자폭 확대

한국가스공사는 미수금 인식

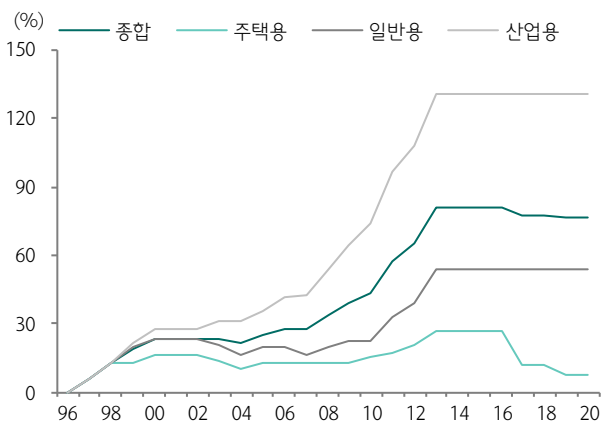
-회수단가 반영. 2017년 전액 회수

2014년 이후로는 전기요금 인상이 없었지만 이전까지는 최소한의 인상만큼은 이뤄져 왔다. 특히 산업용 요금 중심으로 인상되었다. 원가 대비 판가 수준이 낮은 부분도 있겠지만 설득해야 하는 대상, 비용부담이 늘어나는 주체가 상대적으로 작은 숫자라는 점이다. 전력소비량 비중을 보면 산업용 수요가 50% 이상이며 그 중에서 철강, 화학, 정유, 전기전자 업종 등 적은 수의 기업들이 주요 수요처다. 산업용 용도 원가회수율이 100을 넘어서 이후로 요금을 올릴 근거도 빈약해진 동시에 수요처에 일방적으로 비용을 부담케 하는 것도 어려워졌다.

이제 주택용, 농사용 등에서 원가회수율을 끌어올려야 하는 상황이 되었지만 해당 수요처는 숫자가 많다. 민주사회에서 숫자가 많다는 것은 그 자체로 엄청난 영향력을 갖는다. 사회적 공감대가 필요한 동시에 설득 대상이 많아진다. 한국전력을 희생하는 것이 상대적으로 편한 상황인 가운데 대형 공기업으로서 자본 규모도 넉넉하다.

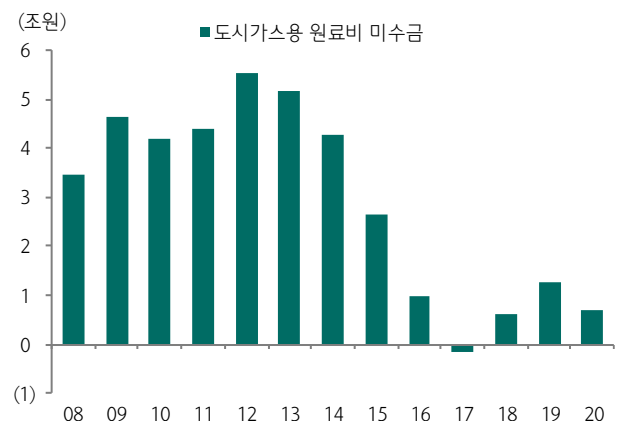
한국가스공사는 미묘하게 다르다. 적어도 요금규제 관련하여 전력시장보다 가스시장이 유연(미수금)하고 견고(규제준수)하다. 매출 규모, 자본 규모, 계절성 강도, 대체재 유무 등에서 비롯된 것으로 보인다. 과거 2012년의 사례에서 볼 수 있듯이 '총괄원가 + 원가연동제'라는 같은 규제가 적용되었음에도 미수금을 대하는 방식에서 극명한 차이가 확인된다. 한국가스공사는 5.8조원 규모 미수금을 회수단가까지 산정하여 회수한 반면 한국전력은 상대적으로 적은 1.9조원 규모의 미수금을 그대로 2012년 실적에 손상차손으로 인식했다.

그림 8. 1996년 이후 주요 용도별 전기요금 인상을 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 9. 한국가스공사 도시가스용 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 4. 한국가스공사 천연가스 판매요금 정산손익

(단위: 십억원)

구분	원료비			공급비용			합계
	도시가스용			발전용	도시가스용	발전용	
	(민수용)	(상업용)	(도시가스발전용)				
기타유동비금융자산	194	376	28	376	154	119	1,246
기타비유동비금융자산	-	84	9	144	-	-	237
합계	194	460	37	520	154	119	1,483

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

2) 원가연동제와 환경비용 반영의 차이

원가연동제

-전력/가스 동일하게 적용

환경비용

-전력시장에 부과 중(한국전력 비용)

-가스도 의무가 생기면 가능성 존재

연료비연동제를 한국가스공사는 오래 전부터 시행하고 있으며 한국전력도 2020년 12월부터 공식적으로 시행하고 있다. 원재료 비용이 사실상 영업비용의 대부분을 차지한다는 점에서 연료비연동제는 필수적인 규제정책이다. 가스 민수용 요금은 격월로 변동요인(직전 대비 3% 이상 변동)이 생기면 반영하고 상업용, 도시가스발전용, 발전용은 매월 변동폭과 무관하게 변동요인을 반영한다. 전기는 용도별 구분 없이 연료비 조정단가 항목으로 3개월마다 변동요인(직전 대비 1원/kWh 이상)이 발생하면 반영한다. 전기요금 최소 변동요인 1원/kWh은 변화율이 1% 미만이며 작은 변화도 요금에 전가할 수 있다. 하지만 기준연료비 대비 상하한(연간 ± 5 원/kWh)과 1회 조정한도(분기 ± 3 원/kWh)을 고려하면 자유도는 낮은 편이다.

환경비용은 전기요금에 구체적으로 부과되는 반면 가스요금에서는 분리해내기 어려운 부분이다. 만약 수소가 전력만큼 보편적인 에너지원이 된다면 한국가스공사에 그린수소의무비용 등의 비용의무가 부과될 가능성도 0은 아니다. 물론 이것은 먼 미래에 대한 가정에 불과한 반면 전력시장에 부과되는 환경비용은 현실 이슈이고 점차 커지는 문제다.

표 5. 도시가스용 원료비

구분	민수용	상업용	도시가스발전용
용도 구분	주택용, 일반용	업무난방용, 냉난방공조용, 산업용, 수송용	열병합용, 연료전지용, 열전용설비용
산정주기 및 조정 조건	2개월(홀수월) 산정 산정원료비가 기준원료비를 $\pm 3\%$ 초과하여 변동될 경우 요금 조정	매월 조정 변동폭 무관 자동조정	매월 조정 변동폭 무관 자동조정
유보 조건	요금 상승 우려 등 경제에 미치는 영향 고려	천연가스 수급문제 발생 또는 요금 상승 우려 등 경제에 미치는 영향 고려	천연가스 수급문제 발생

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 6. 전기요금 원료비 조정요금

나. 소비자 보호장치	요금의 급격한 인상·인하 또는 빈번한 조정 등으로 인한 소비자 피해·혼란 방지를 위해 3종의 소비자 보호장치를 마련
	기준연료비가 동일하게 유지된다는 전제 하에, 조정요금은 최대 ± 5 원/kWh 범위 내에서 직전 요금대비 3원까지만 변동 가능 최대 ± 5 원/kWh 범위 내에서 직전 요금대비 3원까지만 변동 가능
① 조정범위 제한	상하한(± 5 원) 도달시 그 이상으로 인상 또는 인하되지 않음 주택용 4인가구 월평균 사용(350kWh, 월 5.5만원) 기준 분기 최대 1,050원/월(최대 1,750원/월) 산업·일반 월평균 사용(9,240kWh, 월 119만원) 기준 분기 최대 2.8만원/월(최대 4.6만원/월)
② 未조정기준	분기별 1원/kWh 이내 변동시未조정 → 빈번한요금조정방지
③ 정부 유보조항	단기간 내 유가 급상승 등 예외적인 상황 발생시 정부가 요금조정을 유보할 수 있는 근거 마련

자료: 산업부, 하나금융투자

표 7. 전기공급약관 별표 7 기후환경요금 운영지침

기후환경요금 단가(원/kWh) = RPS비용 단가 + ETS비용 단가 + 석탄발전 감축비용 단가

RPS비용 단가(원/kWh)	=	연간 RPS비용(원) / 연간 판매전력량(kWh)
ETS비용 단가(원/kWh)	=	연간 ETS비용(원) / 연간 판매전력량(kWh)
석탄발전 감축비용 단가(원/kWh)	=	연간 석탄발전 감축비용(원) / 연간 판매전력량(kWh)

자료: 한국전력, 하나금융투자

3) 예산과 정산

한국전력

-사후 정산, 정산분 미반영

-연동제 실시에도 조정분 반영 유보

한국가스공사

-예산 기준 손익 인식

-사후 정산, 정산분 요금에 반영

-연동제 주택용 제외 정상 작동 중

규제는 자의적인 요금산정으로 나타날 수 있는 엄청난 이익 창출능력을 제한하는 울타리인 동시에 '적정 수준의 이익'만큼은 지켜주는 보호막으로 작용한다. 규제 산업의 실적 안정성 그리고 유틸리티 섹터의 배당 기반 투자매력은 후자로부터 나온다. 규제 준수 여부와 정책 비용의 유무에 더해 회계적 차이가 두 영역의 안정성 여부를 가른다.

한국가스공사는 예산 기준으로 요금을 '미리' 반영하고 시작한다. 한국전력은 결산을 통해서 요금을 사후에 '정산'한다. 물론 가스공사도 사후에 예산과 실제의 차이를 정산하는 과정이 존재하지만 어디까지나 '예산'을 기반으로 한다. 한국전력은 사후에 '정산'하지만 아직까지 정산분을 실제 요금으로 반영하지는 않고 있다. 연료비연동제에서 놓친 부분과 환경비용을 정산으로 전기요금에 전가할 수만 있다면 그제서야 한국가스공사와 같은 규제를 적용하고 있다고 판단할 수 있다. 시간축을 좌우로 늘려 긴 시간의 이동평균을 적용하면 전기요금이나 가스요금이나 시점 차이일 뿐 모든 비용을 요금으로 제때 녹여낸다는 기본 원칙은 동일하기 때문이다.

표 8. 천연가스 도매요금 총괄원가 재료비 정산

(단위: 원/M)

구분	결 산					예 산
	'15년	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년
당해년도 재료비	229,967	167,889	181,927	240,533	230,065	199,220
전년말 정산분	43,951	30,215	9,449	△1,010	4825	12,222
재료비 계	273,918	198,104	191,376	239,523	234,890	211,442

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 9. 천연가스 도매요금 총괄원가 총수입 정산

(단위: 원/M)

구분	결 산					예 산
	'15년	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년
당해년도 매출액	267,726	216,261	224,638	264,754	247,341	235,276
당해년도 정산분	1,215	△2,258	△5,040	△2,552	4,199	1,691
총 수입	268,941	214,003	219,598	262,202	251,540	236,967

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 10. 2021년 요금기저 및 투자보수율 산정 내역

구분	2020년	2021년	증감폭	증감률(%)
1. 적정원가(억원)	16,571	22,470	5,899	35.6
2. 세후투자보수(억원)	8,661	8,709	48	0.6
(1) 요금기저(억원)	219,912	215,446	(4,466)	(2.0)
(2) 세후투자보수율(%)	3.94	4.04	0.10	-
자기자본비용(%)	6.66	7.05	0.39	-
타인자본비용(%)	2.46	2.17	(0.29)	-
3. 총괄원가(억원)	25,232	31,179	5,947	23.6
4. 목표판매물량(만톤)	3,361	3,285	(76)	(2.3)

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

4) 진짜 중요한 이벤트는 2022년 하반기 총괄원가 정산

매년 6월 전기요금 산정보고서 제출
2020년 총괄원가 회수율 100% 추정

2021년 총괄원가 회수율 검증보고서
2022년 6월에 제출 예정

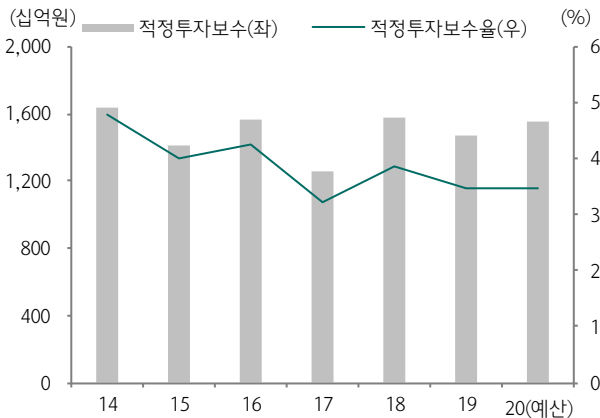
환경비용/연료비조정단가 미반영 등
정산요인 2022년 하반기에 결정될 것

한국전력도 한국가스공사도 총괄원가에서 적정원가와 적정투자보수도 확인할 수 있다. 다만 실제 손익계산서는 크게 다르다. 기본적으로 매출 및 비용인식이나 연료비연동제 등에서도 볼 수 있듯이 가스의 '사전 예산'과 전력의 '사후 정산' 시점의 차이를 부정할 수 없는 만큼 해당 규제를 잘 지키는지의 여부가 관건이 될 것이다.

2020년 12월 17일 산업부 보도자료를 보면 '정부의 관리·감독 강화' 항목에 '21년도 전기요금 산정보고서'를 2021년 6월 제출 예정이다. 매년 6월 전기요금 산정보고서가 제출되며 2021년 실적을 결산하는 시점도 2022년 6월로 예상할 수 있다.

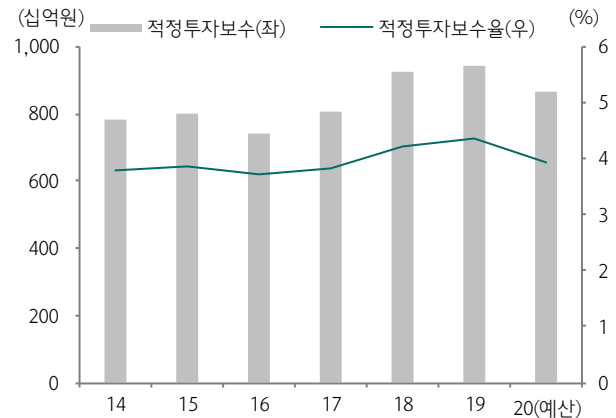
18일 보도자료에서 올해 기후환경비용이 증가하더라도 이를 실제로 요금에 반영할지 여부 또는 그 수준은 2022년 하반기 이후 전기요금 총괄원가 산정과 검증과정에서 판단할 것으로 언급했다. 2020년 총괄원가 회수율이 약 100% 수준이고 현재 전기요금에 기후환경비용이 모두 반영되고 있다. 2021년 실적에서 기후환경비용을 도출하고 반영하는 시점은 2022년 하반기 이후라고 가늠할 수 있다. 과거에 국가기후환경회의는 공론화 등의 과정을 거쳐 패널 대다수가 동의할 수 있는 환경비용의 범위를 50%라고 도출했다. 어느 정도의 수치가 반영될 것인지 알 수 없지만 50%든 100%든 반영하는 결과물 그 자체가 가장 중요하다.

그림 10. 한국전력 (세후)적정투자보수 및 (세후)투자보수율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 11. 한국가스공사 (세후)적정투자보수 및 (세후)투자보수율 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 11. 환경비용을 전기요금에 단계적으로 포함할 경우 2030년에 어느 정도 수준까지 부담할 용의가 있는지에 대한 설문조사 결과

50% 이상 부담 56.1%			
① 100% 수준	18.2	⑦ 40~49% 수준	8.7
② 90~99% 수준	2.3	⑧ 30~39% 수준	7.4
③ 80~89% 수준	3.4	⑨ 20~29% 수준 (현재수준)	7.1
④ 70~79% 수준	6.7	⑩ 10~19% 수준	4.6
⑤ 60~69% 수준	3.4	⑪ 1~9% 수준	6.4
⑥ 50~59% 수준	22.1	⑫ 0% 수준	9.7

자료: 국가기후환경회의, 하나금융투자

3. 전기요금 연료비연동제 이모저모

1) 생각보다 잘 설계된 원가 연동

현물가격 대비 무역통계 시차 4개월
연료비 조정단가 적용 시차 2~4개월

현물가격 대비 SMP 시차 6개월

연료비 조정단가 대비 현물가격 시차
이동평균(분기 3개월) 기준 0~2개월

원가 변동을 판가로 전가하는 시차가 실시간에 가깝게 작아지는 것이 이상적이지만 현실적으로 줄일 수 있는 한계가 존재한다. 가스의 경우 열량의 차이는 있지만 주요 원재료가 천연가스라는 단일품목이기 때문에 가격변화 추적이 용이하다. 전기는 수많은 이해관계자들과 다양한 원재료 때문에 가격변화를 사후적으로 확인할 수밖에 없다고 판단된다.

전기요금 연료비연동제 자체는 상당히 준수하게 설계된 것으로 보인다. 제도 도입 및 시행의 저항을 조금이라도 줄이기 위해 전기요금 인하로부터 출발한 점, 상하한폭 및 분기조정한도, 불명확한 기준연료비 재산정 시점 등의 제약요인이 조금 아쉬운 부분이지만 적어도 원가와 판가의 시차를 최소화하려는 노력을 엿볼 수 있다.

유연탄, LNG 등의 현물가격이 무역통계로 확인되는 시차는 대략 4개월이다. 분기별 연료비 조정단가 산정에 사용되는 무역통계 수치는 조정시점인 3/6/9/12월 대비 2~4개월 전이다. 현물가격과 전력시장(SMP) 시차가 5~6개월이라는 점을 감안하면 현물가격과 연료비 조정단가의 시차는 이동평균 기준 약 0~2개월 수준으로 추정할 수 있다. 물론 조정 주기를 축소하여 즉각적으로 반영했으면 좋았겠지만 이 정도 수준만으로도 시차 이슈는 어느 정도 해소될 수 있다.

표 12. 원재료 현물가격과 무역통계와 실제 원가 시차 비교

원재료 현물가격 (원유, 유연탄 등)	무역통계 [(현물가격 + 4M) + Spot] X 환율	연료비 조정단가 적용 분기	실제 원가(SMP) [현물가격 + 6M]
5월			
6월			
7월			
8월			
9월	5월		3월
10월	6월	1Q21	4월
11월	7월		5월
12월	8월		6월
1월	9월	2Q21	7월
2월	10월		8월
3월	11월		9월
4월	12월	3Q21	10월
5월	1월		11월
6월	2월		12월
7월	3월	4Q21	1월
8월	4월		2월

자료: 하나금융투자

2) 기대만큼 실망도 컸던 첫 조정

2분기 연료비 조정단가 -0.2원/kWh
1분기(-3.0원) 대비 2.8원 인상요인

LNG 급등과 코로나19를 사유로
연료비 연동제 적용 유보

2020년 12월 17일 원가연계형 전기요금 제도가 시행되는 동시에 3원/kWh이 인하되었다. 시작시점부터 3원을 인하된 것이기 때문에 지난 3월 21일이 사실상 첫 조정이었다. 하지만 결과는 시장의 기대를 충족시키지 못했다. 3개월마다 조정되기 때문에 첫 조정에서 동결로 결정되었다고 해도 다음 조정에서도 동결로 결정되리라는 법은 없다. 하지만 수학적 귀납법처럼 초기값(-3원/kWh)을 제외한 첫 번째 결과값이 산식과 동떨어진 결과물이기 때문에 다음 조정에 대한 신뢰가 낮아질 수밖에 없다.

2분기 요금동결 근거는 LNG 가격 급등과 코로나19였다. 전자는 거의 해소되었지만 후자는 여전히 유효하다. 따라서 2분기 동결조치가 상당히 이례적인 조치인지 아닌지 가늠할 수가 없다는 것이 불안 요인이다. 선제적 요금인하와 여러 요금인상 제약조치를 감안하면 양보의 대가를 정당하게 보상받지 못한 상황이다. 헌 짐을 주고 아무것도 받지 못한 것이다. 언제 받을지 모르겠지만 만약 받더라도 다음 차례에도 받을 것이라는 보장은 없을 것이다.

표 13. 2021년 2분기 연료비 조정단가 산정

	2Q21 실적연료비		환산계수			변환계수		연료비 조정단가		
유연탄	113.61원/kg	×	0.8591(α)	=		97.60원/kg				
천연가스	508.97원/kg		0.3661(β)			186.35원/kg				
BC유	442.64원/kg		0.0093(γ)			4.12원/kg				
(1) 실적연료비						225.05원/kg				
(2) 기준연료비						289.07원/kg				
(1) - (2) 변동연료비						-1.00원/kg	×	0.1634kg/kWh	=	-0.2원/kWh

자료: 한국전력, 하나금융투자

표 14. 전기공급약관 별표 8 연료비조정요금 운영지침

2. 연료비조정단가의 적용	
1) 연료비조정요금항 운영	연료비조정단가의 적용을 위하여 기본요금, 전력량요금 및 기후환경요금과 구분하여 별도의 연료비조정요금항을 둡니다.
2) 연료비조정요금	연료비조정요금은 연료비조정단가에 해당 월 사용전력량을 곱하여 산정합니다. 다만, 가로등(갑) 고객의 연료비조정요금은 계약전력을 기준으로 다음과 같이 산정합니다. (생략)
3) 실적연료비 산정기간 및 연료비 조정단가 적용대상 전기요금	(생략)
4) 비상시 조정요금 부과 유보	전기요금이 현저하게 변동할 우려가 있어 국민생활 안정과 국민경제의 원활한 운영을 위해 산업통상자원부장관이 연료비조정단가의 전체 또는 일부 적용을 일시 유보한다는 통보가 있으면 이에 따릅니다.
5) 연료비조정요금 정산	(생략)

자료: 한국전력, 하나금융투자

표 15. 2021년 2분기 최종 연료비 조정단가 - 유보

전기공급약관 별표 연료비조정요금 운영지침 2.4)에 의거, '21.4월분부터 6월분 연료비조정단가는 -3원/kWh을 적용하기로 함

정부로부터 통보받은 적용 사유: 국제유가 상승 등의 영향으로 조정단가 조정요인이 발생하였으나

(i) 지난 겨울 이상한파로 인한 LNG 가격의 일시적인 급등영향은 즉시 반영하는 것을 유보하고

(ii) 코로나19 장기화로 어려움을 겪고 있는 국민생활의 안정을 도모하기 위해

(iii) 1분기 조정단가 결정시 발생한 미조정액을 활용하여 2분기 조정단가를 1분기(-3원/kWh)와 동일하게 유지할 필요가 있음

자료: 한국전력, 하나금융투자

3) LNG 급등 이슈는 거의 해소. 물가를 앞서는 공공요금 없다는 사실은 불변

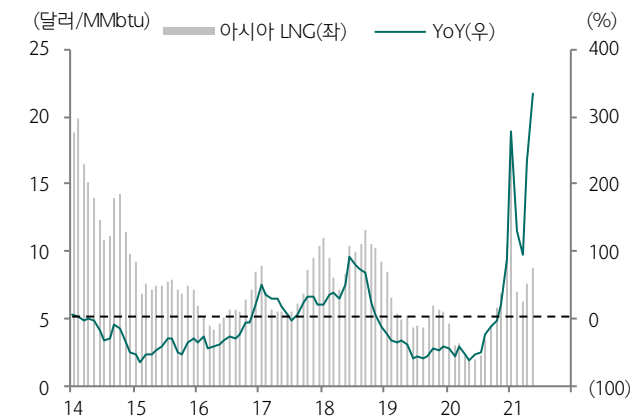
LNG 급등요인 3~4월까지 일부 존재
5월에 대부분 해소. LNG 이슈 종료

코로나19는 여전히 존재. 또한 물가
상승 압력 확인되어 불리한 환경

2020년~2021년 겨울에 찾아온 한파는 전력시장 규제 전반을 위협하는데 성공했다. 기본적으로 일부 Spot 물량과 미국산 LNG 등을 제외하면 대부분 LNG 물량의 가격은 국제유가 추이에 후행한다. 유가 추이와 무역통계 시차를 감안하면 2020년 12월~2021년 2월 무역통계 가격 상승요인은 제한적이었고 2분기 연료비 조정단가는 -2원/kWh로 예상되었다. 1~3월 발전용 천연가스 요금과 유가 증가율 차이는 수급 안정화를 위해 급히 조달한 LNG Spot 물량 영향으로 간주할 수 있다. 이게 2분기 연료비 조정단가 인상에 대한 기존 예상을 뒤엎는 효과로 작용했다.

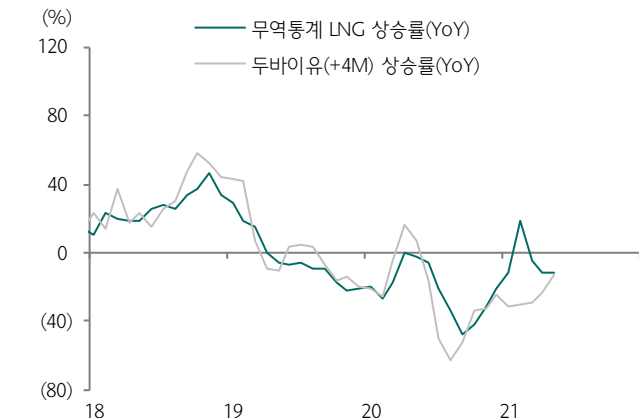
인상요인이 발생하면 인상요인을 반영하면 된다. 비록 원가 상승은 모두에게 불편한 이슈일 수밖에 없지만 연동제만 제대로 시행되었다면 불행 중 다행으로 생각되었을 것이다. 하지만 다행은 이미 사라져서 없고 동결이라는 불행만 남았다. 공공요금 조정에 있어 최종 관문은 물가 안정에 관한 법률이다. 물가를 앞서는 공공요금은 거의 없다. 부채비율 관련하여 정부 목표를 걱정할 만큼의 극단적인 영업환경이 오랜 기간 지속되지 않는 한 요금인상보다 물가 안정이 언제나 우선이다.

그림 12. 아시아 LNG 가격 (5월 YoY +335.2%)



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 13. 무역통계 LNG와 두바이유(4개월 후행) 상승률 비교



자료: Thomson Reuters, 무역협회, 하나금융투자

표 16. 연동제 도입 당시 2021년 상반기 용도별 전기요금 영향 및 총 효과 전망 (적용유가 전망치 2H20 \$42.7, 1H21 \$44.8, 2H22 \$48.0)

	2021년 1월~3월	2021년 4월~6월
연료비 조정요금(원/kWh)	-3.0	-5.0
주택용 (월 350kWh, 원)	-1,050	-1,750
산업·일반용 (월 9.2MWh 기준, 만원)	-2.8	-4.6

자료: 산업부, 하나금융투자

4) 비슷하지만 다른 2011년과 2021년

과거

-2011년 7월 도입

-2014년 5월 폐지

현재

-2020년 12월 도입

-2021년 2분기 유보

결과

-향후 정책 방향에 관심 필요

과거에도 전기요금 연료비연동제가 시행된 적이 있다. 2011년 7월부터 제도가 도입되었지만 급격한 원가 상승으로 인해 ‘연동제’를 기반으로 하는 요금 변화는 없었다. 2011년~2013년 5차례 전기요금 인상이 있었지만 급등하는 비용부담을 감내할 수 없어서 취했던 수동적인 변화였다. 2013년 11월 이후로는 전기요금 변화가 없었으며 2014년에는 연료비연동제가 공식적으로 폐지되었다.

2020년 전기요금 연료비연동제가 시행되었다. 시행시점부터 전기요금 변화가 나타났다는 점이 과거와 다르다. 하지만 제도 시행 당시 취해진 조치일 뿐 여전히 ‘연동제’ 기반의 요금 변화는 없다. 그렇기 때문에 6월로 예정된 3분기 연료비 조정단가 산정은 2011년~2014년 사례가 재현될 것인지 아닐지 가늠할 수 있는 중요한 이벤트로 판단된다.

물론 6월에 동결조치가 된다고 하더라도 희망은 남아있다. 6월이 아니면 9월, 9월이 아니면 12월까지 기대감은 다시 자라날 것이다. 하지만 연속적으로 규제 미준수 상황이 발생한다면 기대감보다 실망과 우려가 빠르게 커지게 될 것이다.

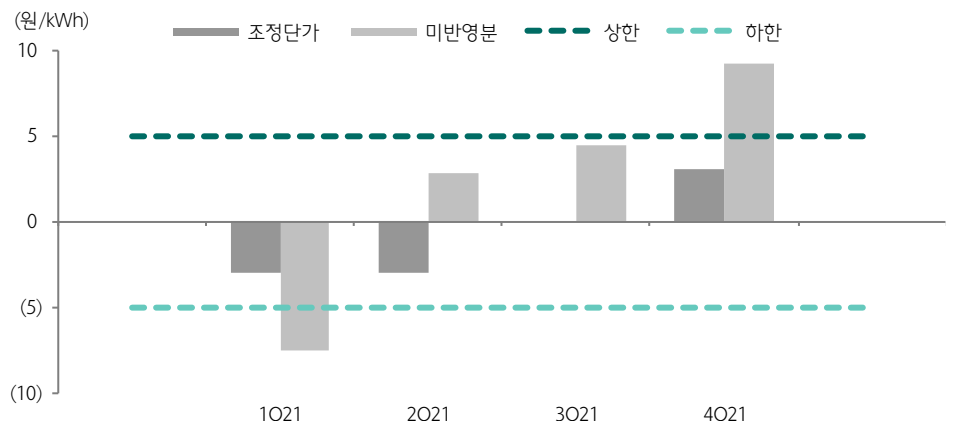
표 17. 전기요금 연료비연동제 시행 예정 고시 및 폐지 고시

2010년 02월 10일	2014년 05월 21일
지식경제부 고시 제 2010-24호, [발전사업 세부허가기준, 전기요금 산정기준, 전력량계 허용오차 및 전력계통 운영업무에 관한 고시]	산업통상자원부 고시 제 2014-82호, [발전사업 세부허가기준, 전기요금 산정기준, 전력량계 허용오차 및 전력계통 운영업무에 관한 고시]
제9조(요금체계)	제11조(요금체계)
①전기요금의 체계는 종별공급원가를 기준으로 전기사용자의 부담능력, 편익정도, 기타 사회정책적 요인 등을 고려하여 전기사용자간에 부담의 형평이 유지되고 자원이 합리적으로 배분되도록 형성되어야 한다.	①전기요금의 체계는 종별공급원가를 기준으로 전기사용자의 부담능력, 편익정도, 기타 사회정책적 요인 등을 고려하여 전기사용자간에 부담의 형평이 유지되고 자원이 합리적으로 배분되도록 형성되어야 한다.
②전기요금은 기본요금과 전력량요금 및 연료비 조정요금을 원칙으로 하고, 자원의 효율적 배분을 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 차등요금, 누진요금 등으로 보완할 수 있다.	②전기요금은 기본요금과 전력량요금을 원칙으로 하고, 자원의 효율적 배분을 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 차등요금, 누진요금 등으로 보완할 수 있다.
③제2항의 연료비 조정요금 산정을 위한 구체적인 기준은 전기공급약관에서 정한다.	삭제
④한국전력공사는 제3항에 명시된 전기공급약관의 규정에 따라 산정된 연료비 조정단가 산정 관련 자료를 연료비 조정단가 적용월의 전전월 20일까지 지식경제부장관에게 제출하여야 하고 연료비 조정단가를 인가받아야 한다. 다만, 지식경제부장관으로부터 적용월 전전월 말일까지 별도의 의견이 없는 경우 한국전력공사에서 제출한 연료비 조정단가는 자동 확정된 것으로 본다.	삭제

자료: 산업부, 하나금융투자

그림 14. 분기별 조정단가 및 미반영분 전망

2Q21 연료비 조정단가 반영 유보
2분기부터 원가-판가 불일치 확대



자료: 한국전력, 하나금융투자

4. 천연가스 요금규제 변화

1) 디테일한 가스요금 동결

과거

-주택용/일반용 요금이 도시가스용에 포함되어 있어 도시가스용 전체조정으로 대응

현재

-민수용/상업용/도시가스발전용으로 구분. 민수용만 동결. 나머지 용도는 정상적으로 연동제 작동

결과

-미수금 누적요인 꾸준히 발생하지만 과거보다는 훨씬 부담 적은 상황

기존 천연가스 요금 변동은 도시가스용, 발전용으로 구분할 수 있었다. 도시가스용은 2개월 주기로, 발전용은 1개월 주기로 원가변동요인이 반영되었다. 용도별로 보면 가정용 요금은 도시가스용에 포함되어 있었다. 물가 안정 조치의 주된 목적은 가정용 가스요금이나 주택용 전기요금이 급격히 인상되는 것을 막는 것이다. 따라서 물가 상승 부담을 해소하기 위해서 특정 용도의 요금을 동결하면 좋았겠지만 세부 구분이 되지 않았던 탓에 도시가스용 요금의 연료비가 오르느냐 아니냐의 문제로 단순화되었다.

2020년 7월 규제 변화 이후로 도시가스용 요금은 민수용, 상업용, 도시가스발전용의 3가지 대분류로 구분된다. 이전과는 달리 민수용이 구분되어 있기 때문에 물가 안정의 필요에 따라 조정 여부를 손쉽게 결정하고 있다. 민수용은 2개월 주기로 변동요인을 반영하지만 2020년 7월부터 꾸준히 동결되어 있다. 민수용의 경우 원료비는 인하되었지만 공급비용 인상으로 최종 도매요금은 동결조치가 이어지고 있다.

다른 도시가스용(상업용, 도시가스발전용)과 발전용 요금은 매월 제대로 정산되어 변동하고 있다. 민수용이 동결되어 미수금이 늘어나는 부분은 분명 부담이지만 이전 규제 환경에서는 도시가스용 요금 전반이 동결되었을 것으로 예상할 수 있기 때문에 상대적으로 나아졌다고 판단할 수 있다. 살은 내주더라도 뼈는 지켜지고 있다. 일부 용도 동결조치로 내준 살들이 미수금으로 누적되었지만 나머지는 잘 가동되고 있기 때문에 차후에 충분히 회수될 수 있다.

표 18. 도시가스용 원료비 월별 추이

(단위: 원/MJ)

구분		20.1	20.2	20.3	20.4	20.5
민수용	주택용	10.4649	10.4649	10.4649	10.4649	10.1567
	일반용	10.4649	10.4649	10.4649	10.4649	10.1567
상업용	업무난방용	9.8739	10.6834	11.7379	11.9533	10.3891
	냉난방공조용(동절기/기타)	9.8739	10.6834	11.7379	11.9533	10.3891
	냉난방공조용(하절기)	6.5680	7.1751	7.9660	8.1275	7.2991
	산업용	9.8739	10.6834	11.7379	11.9533	10.3891
	수송용	9.8739	10.6834	11.7379	11.9533	10.3891
도시가스발전용	열병합용	8.9164	9.7259	10.7804	11.0014	9.6225
	연료전지용	8.9164	9.7259	10.7804	11.0014	9.6225
	열전용설비용	9.8739	10.6834	11.7379	11.9533	10.5800

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 19. 발전용 원료비 월별 추이

(단위: 원/MJ)

구분		20.1	20.2	20.3	20.4	20.5
발전용	일반발전사업자	7.7726	8.5820	9.6186	9.8572	9.5953
	집단에너지사업자	7.7088	8.5182	9.5531	9.7938	9.5314

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

2) 발전용 천연가스 공급비 변화

과거

-성수기/비수기에 따라 공급비 변화

현재

-연중 같은 공급비 적용

결과

-겨울철 발전회사 연료비 부담 완화

-한국가스공사 실적의 계절성 완화

2021년 발전용 천연가스 도매공급비용은 1,761.7원/GJ로 전년대비 39.2% 증가했다. 기존 방식대로라면 4월과 5월은 같은 기타월로 구분되기 때문에 요금변화는 오로지 연료비 변동에서 기인했다. 하지만 이번 5월 발전용 천연가스 공급비 조정으로 요금 인상이 나타났다. 이전까지는 계절별로 구분되어 성수기에는 높고 비수기에는 낮은 공급비용이 적용되었지만 이제부터는 연간 동일한 금액으로 변경되었다.

이에 따라 분기별로 공급비용 회수금액 규모 변동이 불가피하다. 천연가스 요금은 원료비와 공급비로 구분되고 공급비와 판매량이 분기 별도(규제사업) 실적을 결정하기 때문이다. 실제 판매물량에 따라 달라지겠지만 현재 추정되는 금액은 1분기 -2,868억원, 2분기 1,335억원, 3분기 1,656억원, 4분기 -123억원으로 연간 합계 변화가 없다. 이제 1Q/4Q 이익 감소와 2Q/3Q 이익 증가로 분기 계절성이 크게 완화될 것으로 전망된다.

표 20. 도매요금 변동내역 (2021년 5월 1일 시행)

	구분	현행	변경	증감
도시가스용 도매요금	원료비	11.1714	10.2528	(0.9186)
	도매공급비용	1.4224	1.6772	0.2548
	평균 도매요금	15.5938	11.9300	(3.6638)
발전용 도매요금	평균	원료비 + 1.2652	원료비 + 1.7617	0.4965

자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 21. 발전용 공급비용 변동 영향

(단위: 억원)

구분	1분기	2분기	3분기	4분기	계
차등요금(A)	6,938	1,451	1,448	3,837	13,674
단일요금(B)	4,070	2,786	3,104	3,714	13,674
차이(B-A)	(2,868)	1,335	1,656	(123)	0

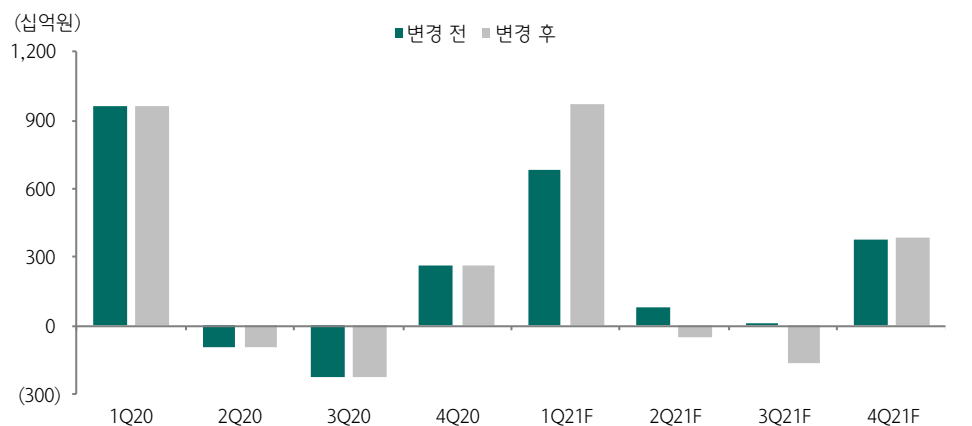
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 15. 한국가스공사 분기 실적 변화 비교 (연결기준)

공급비 조정으로 실적 변화 불가피

1Q 대폭 감소 / 4Q 소폭 감소

2Q 대폭 증가 / 3Q 대폭 증가



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

3) 장기 천연가스 계획과 직도입

한국가스공사에게 주어지는 의무가 상대적인 경쟁력 약화요인으로 작용

향후 수급관리 측면에서 민간 직도입 사업자도 일정 부분 통제를 받으면 일부 열위 해소될 수 있을 전망

이번 14차 장기 천연가스 수급계획에서 작지만 특별한 내용을 찾을 수 있다. 이전에는 일부 직도입 물량이 가스공사 수요를 잠식하는 것을 방지한다는 생각이 들 정도로 대응 대책을 찾기 어려웠다. 하지만 지난 겨울 가스수요 폭증으로 수급관리가 주요 화두로 떠올랐고 이를 이슈로 일부 방어하는 모습이 확인되었다.

사실 가스공사와 직도입 사업자는 같은 출발선에 서있지 않다. 가스공사의 재고비축의무와 장기계약물량에서 나오는 가격차이는 직도입 사업자에게 차익의 기회를 제공한다. 문제는 낮은 조달원가로 가스를 사용하지만 전력시장 등에서의 비용구조 변화는 제한적인 가운데 차익의 결과물이 온전히 직도입 사업자에게 귀속된다는 것이다. 상대적으로 가격적 열위에 있는 가스공사물량 사용자들은 급전순위 등에서 본의 아닌 피해를 받게 된다.

이제는 국가통합수급관리 강화가 추진되어 가스공사와 민간사업자의 수급모니터링 시스템이 유기적인 연동이 추진된다. 국가수급 위기시 직수입자에 대한 조정명령 등 관련 법령개정을 통해 공동대응도 강화한다. 직수입자 수출입 물량에 대한 규모나 시기 등이 조정될 수 있다. 규제의 틀로 묶이게 된다면 상대적으로 운신의 폭도 제한적으로 줄어들 수밖에 없고 차익에 대한 기회도 마찬가지로 이전보다 감소할 수밖에 없다고 판단된다. 반대로 한국가스공사는 수급불균형으로 야기되는 비용부담을 혼자서만 반영하지는 않게 될 전망이다.

표 22. 장기 천연가스 수요 전망

(단위: 만톤)

구분	도시가스용			발전용		합계	
	가정용·일반용	산업용	소계	기준수요	수급관리수요	기준수요	수급관리수요
'21년	1,185	983	2,168	2,001	2,391	4,169	4,559
'27년	1,261	1,219	2,480	1,768	2,172	4,248	4,652
'34년	1,290	1,419	2,709	2,088	2,544	4,797	5,253
연평균증가율	0.66%	2.86%	1.73%	0.33%	0.48%	1.09%	1.10%

자료: 산업부, 하나금융투자

표 23. 천연가스 수급관리

기업간·정부간 협력을 통한 수급관리 강화	
국내외 기업간 협력 강화	도입경쟁을 통한 가격경쟁력 제고와 안정적 수급관리에 기여할 수 있는 발전용 개별요금제('22.1월~) 본격 시행
	일시적으로 연료전환(도시가스 → LPC)이 가능한 산업체를 대상으로 연료대체 계약(가스공사-도시가스사-산업체) 확대
	가스공사-해외구매자 간 물량스왑 등 수급협력을 확대하고, 가스공사-해외판매자-해운선사 간 협력으로 수송위험 공동 대응
한·중·일 정부간 협력 강화	-
수급관리 역량 제고	
비축의무량 현실화 추진	가용 물량 기준으로 비축량 산정방식을 개선하고, 비축에 따른 관리비용 등을 고려하여 비축의무량(현재 7일분) 상향
	LNG 재선적 시스템을 활용하여 가스공사 저장기지별 불균형 해소 등 동절기 재고관리 능력 제고
국가통합수급관리 강화	개별적으로 운영중인 가스공사와 민간사업자(직수입자 등) 수급모니터링 시스템을 유기적으로 연동하여 수급관리 강화
	국가수급 위기시 직수입자에 대한 조정명령(도시가스사업법 제40조) 등 관련 법령개정을 통해 가스공사-민간 공동대응 강화
	(예시) 직수입자 수출입 물량에 대한 규모·시기 등 조정, 도매사업자와 물량교환 및 도매사업자에 대한 물량 판매 등
공급초과 상황 발생시 수급대응 강화	
공급초과 대응방안 마련	해외 처분이 가능한 물량은 재판매하고, 국내 민간 사업자 및 중국, 일본 등과 물량스왑 등을 통해 잉여물량 해소
	도입물량 감량권 행사 등 계약상 권리 활용, 물량 이월 등 연간 도입일정 조정 등을 통해 공급물량 조정
	제3국 인수기지 또는 유틸리티 LNG선박 등 임시 LNG 저장시설 확보를 통해 초과물량 관리

자료: 산업부, 하나금융투자

4) 수소사업과 가스수요

당분간 그레이수소 사용 불가피
더 나아가려면 기술개발 반드시 전제

HPS 제도 확인 필요

수소는 독자적인 밸류체인이기보다는 전력시장이나 전통 에너지시장에서 파생되는 개념으로 볼 필요가 있다. 장기적으로 탄소포집기술을 적용하여 생산된 개질수소를 이용한 연료전지 발전시스템, 잉여재생에너지 저장수단(ESS)으로의 기능을 고민해야 한다. 기술개발(CCS)과 대규모 인프라투자(그린수소) 없이는 기존 대비 온실가스 배출 관점에서 크게 다르지 않다.

당장 기대할 수 있는 부분은 천연가스 수요 증가다. 그레이수소가 현재 활용 가능성이 가장 높은 수소생산방식이기 때문이다. 대규모 수소제조 사업자를 위한 별도 천연가스 공급체계 마련, 전용요금제 신설 등의 인센티브가 주어질 예정이다. 향후 HPS 제도에서 발전용 연료 전지 보급 목표가 높은 수준으로 제시된다면 기저전원과 재생에너지 증가로 나타날 발전용 수요 감소를 만회할 여지가 크다.

표 24. 주요 분야별 투자 계획(안)

	As-Is		To-Be
생산	• 그레이 수소에서 청정수소(블루, 그린) 수소로 생산 패러다임 전환		
	그레이수소 (부생, 추출)	→	그린수소(수전해) 수전해 R&D 및 실증, 생산기지 구축
저장 · 운송	• 고압기체수소에서 저압·고효율 액상·액화 등으로 다양화		
	고압기체	→	액화수소·충전소
활용	• 모빌리티 다양화, 연료전지보급 확산수소혼소발전 등		
	승용차	→	상용차
	연료전지(RPS)		연료전지(HPS)
			건설기계
			수소혼소발전

자료: 산업부, 하나금융투자

표 25. 향후 추진 일정

주요 과제	일정
청정수소 투자 지원	
• 청정수소 인증제 도입을 위한 연구용역 개시	'21.上~
• 수소법에 청정수소 개념 및 지원 근거 명시	~'21.下
• 대규모(100MW) 범부처 그린수소 R&D 예타 추진	'21.上~
액화수소 투자 지원	
• 액화수소 안전규정 마련	~'21.下
• 액화수소 일괄지원체계 구축	'21.上~
• 부생수소 출하 인센티브 논의 개시	'21.上~
민간 투자 지원 관리 체계	
• 청정수소발전의무화제도 입법 추진	'21.上~
• 공공기관 해외사무소 관용차 수소차 전환	'21.下~
• 수소법에 수소건설기계·드론·선박 구매보조금 근거 확보	~'21.下
중소·중견 전문기업 투자 지원	
• 맞춤형 지원 및 특성과 대학원 과정 신설	'21.上~
• 5대 분야 소·부·장 R&D 지원	'21.上~
• 수소경제 신기술 세제혜택 확대	'21~
민간 투자 지원 관리 체계 구축	
• 수소경제연합회 결성	~'21.下
• 전담기관 밀착 지원(1대1 담당관제, 대기업-수소전문기업 연계 등)	'21.上~

자료: 산업부, 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

한전KPS (051600)

21

한국가스공사 (036460)

25

지역난방공사 (071320)

29

2021년 5월 11일

한전KPS(051600)

작년과 다르게 멀정할 올해 배당

목표주가 44,000 원으로 상향, 투자 의견 매수 유지

한전KPS의 목표주가 44,000원으로 기존 대비 10% 상향하며 투자 의견 매수를 유지한다. 2021년 예상 BPS에 목표 PBR 1.7배를 적용했다. 중장기적으로 UAE 원전 상업운전과 신규 발전소 도입으로 외형성장이 가능하다. 최근 해외수주 실적이 개선되고 있으며 국내 발전소 공사도 추가 수주 가능성이 존재한다. 향후 한국전력이 신재생에너지 시장에 진출하면 자회사 엔지니어링 업체로 시장 진출에 유리한 위치를 점할 가능성이 높다. 2020년 부진했던 실적은 올해 영업실적과 DPS 성장의 근간이 될 것이다. 2021년 기준 PER 11.0배, PBR 1.36배다.

2021년 하반기 영업이익 1,012억원(YoY +38.1%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 0.8% 감소한 0.7조원이 예상된다. 지난해 하반기 원자력과 대외 매출이 집중된 기저효과 때문이다. 올해 하반기 성장은 해외에서 확인할 수 있을 전망이다. UAE 시운전 계약 변경과 1호기 연내 상업운전 개시로 성장이 예상되기 때문이다. 하반기 영업이익은 1,012억원으로 전년대비 38.1% 개선이 기대된다. 작년에는 노무비 및 충당금 설정액 증가로 부진했지만 올해는 해당 영향이 감소할 것으로 전망된다. 2021년 공무원 임금인상률 대비 건설업 시중 노동 단가 상승이 가파르기 때문에 점진적 이익률 회복이 가능하다.

6월 경영평가 등급이 배당에 미치는 영향은 제한적일 것

현재 예상되는 배당여력은 6월 경영평가 등급 결과에 따라서 달라질 여지가 있다. 하지만 이미 작년에 높은 수준의 등급을 가정하여 선제적으로 비용을 쌓아놓았기 때문에 부담이 크게 늘어날 가능성은 제한적이다. 2020년 세전이익 감소의 주요 원인인 기부금 이슈에서 올해는 다소 자유로울 전망이다. 한전 공대 설립 관련하여 추가 비용이슈가 발생할 수도 있지만 향후 해체시장에서 주요 역할을 수행할 원전해체연구소와 달리 한전 공대는 비용을 분담할 이유가 상대적으로 작다. 매크로 이슈에 자유롭고 배당수익률이 높아 가장 편한 선택지가 될 수 있다.

Top Pick

BUY

| TP(12M): 44,000원(상향) | CP(5월10일): 35,000원

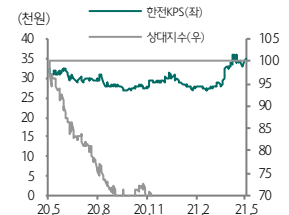
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,249.30
52주 최고/최저(원)	36,300/26,750
시가총액(십억원)	1,575.0
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	45,000.0
60일 평균 거래량(천주)	368.4
60일 평균 거래대금(십억원)	11.8
21년 배당금(예상, 원)	1,720
21년 배당수익률(예상, %)	5.88
외국인지분율(%)	9.86
주요주주 지분율(%)	
한국전력공사	51.00
국민연금공단	7.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.7 22.2 7.9
상대	1.9 (7.8) (35.4)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,356.2	1,408.6
영업이익(십억원)	178.9	192.3
순이익(십억원)	144.8	156.6
EPS(원)	3,213	3,480
BPS(원)	25,407	27,138

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,246.9	1,303.2	1,376.8	1,443.2	1,467.7
영업이익	십억원	193.9	135.4	184.6	195.4	199.0
세전이익	십억원	198.5	111.0	180.6	203.5	208.5
순이익	십억원	153.3	87.1	140.8	158.7	162.7
EPS	원	3,407	1,935	3,130	3,527	3,615
증감율	%	(4.97)	(43.21)	61.76	12.68	2.50
PER	배	11.49	15.35	11.02	9.78	9.54
PBR	배	1.66	1.27	1.36	1.27	1.20
EV/EBITDA	배	6.26	6.33	4.65	4.30	3.99
ROE	%	14.98	8.23	12.85	13.43	12.91
BPS	원	23,632	23,371	25,354	27,162	28,836
DPS	원	1,920	1,146	1,720	1,940	1,990



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 하반기 영업이익 1,012억원(YoY +38.1%) 전망

2021년 하반기 실적전망

매출액 0.7조원(YoY -0.8%)

영업이익 1,012억원(YoY +38.1%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 0.8% 감소한 0.7조원이 예상된다. 지난해 하반기 원자력과 대외 매출이 집중된 기저효과 때문이다. 올해 하반기 성장은 해외에서 확인할 수 있을 전망이다. UAE 시운전 계약 변경 및 1호기 연내 상업운전 개시로 성장이 예상되기 때문이다. 하반기 영업이익은 1,012억원으로 전년대비 38.1% 개선이 기대된다. 2020년 4분기 노무비 및 충당금 설정액이 증가하며 부진했지만 올해는 해당 영향이 감소할 것으로 전망되기 때문이다. 2021년 공무원 임금인상률대비 건설업 시중 노임단가 상승폭이 가파르기 때문에 점진적인 이익률 회복이 가능하다.

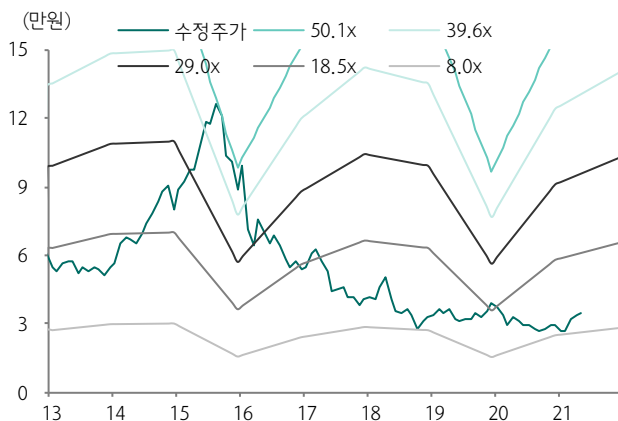
표 1. 한전KPS 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	2,511	3,280	3,240	4,001	3,052	3,534	3,279	3,903	21.5	(23.7)
화력	927	1,416	969	1,347	915	1,273	935	1,293	(1.3)	(32.1)
원자력/양수	742	957	1,249	1,370	997	1,144	1,182	1,411	34.3	(27.3)
송변전	199	204	199	208	203	208	202	212	1.9	(2.5)
대외	379	391	521	474	428	392	421	429	13.0	(9.6)
해외	264	312	302	602	509	518	538	558	92.8	(15.4)
영업이익	271	350	471	262	347	486	418	595	28.2	32.6
세전이익	307	538	35	230	369	506	439	491	20.1	60.3
순이익	232	423	32	183	288	394	343	383	23.8	57.7
영업이익률(%)	10.8	10.7	14.5	6.5	11.4	13.7	12.7	15.3	-	-
세전이익률(%)	12.2	16.4	1.1	5.8	12.1	14.3	13.4	12.6	-	-
순이익률(%)	9.3	12.9	1.0	4.6	9.4	11.2	10.4	9.8	-	-
재료비	111	229	244	327	221	275	232	278	100.0	(32.4)
노무비	1,098	1,230	1,204	1,768	1,075	1,336	1,227	1,590	(2.1)	(39.2)
경비	1,032	1,471	1,321	1,644	1,408	1,438	1,403	1,439	36.5	(14.3)

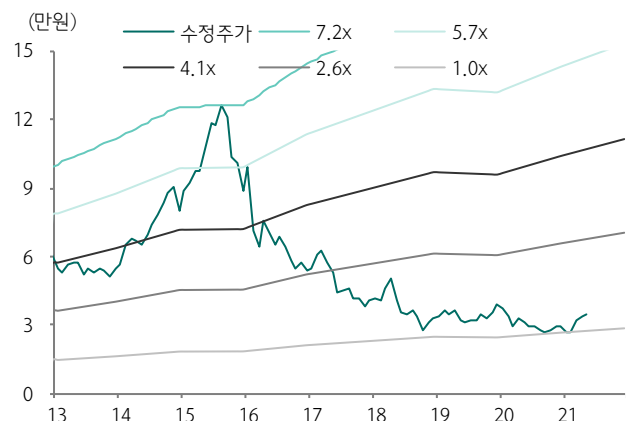
자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 1. 한전KPS 12M Fwd PER 추이



자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 2. 한전KPS 12M Fwd PBR 추이



자료: 한전KPS, 하나금융투자

6월 경영평가 등급이 배당에 미치는 영향은 제한적일 것

A 등급만 아니라면 크게 걱정할 필요 없음. A 등급이라도 비용부담 증가는 유의미하지 않을 것으로 예상

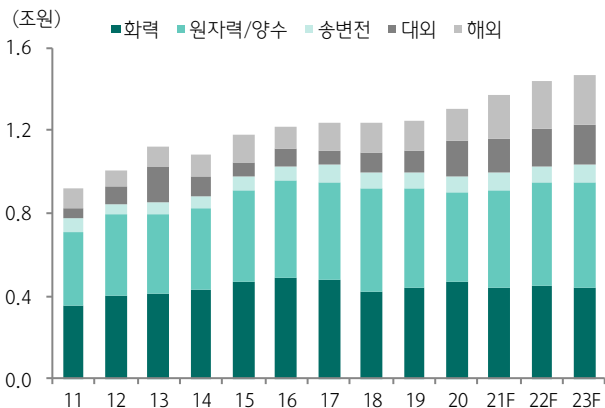
실적이 안정적이고 매크로 이슈에서 자유롭기 때문에 섹터 내 가장 편한 선택지가 될 것으로 기대

현재 예상되는 배당여력은 6월 경영평가 등급 결과에 따라서 달라질 여지가 있다. 하지만 이미 작년에 높은 수준의 등급을 가정하여 선제적으로 비용을 반영했기 때문에 비용부담이 크게 늘어날 가능성은 제한적이다.

2020년 세전이익 감소의 주요 원인이었던 기부금 이슈에서 올해는 다소 자유로울 전망이다. 한전공대 설립 관련하여 추가 비용이슈가 발생할 수 있지만 향후 해체시장에서 주요 역할을 수행할 원전해체연구소와 달리 한전공대는 한전KPS 입장에서 비용을 분담할 이유가 상대적으로 작기 때문이다.

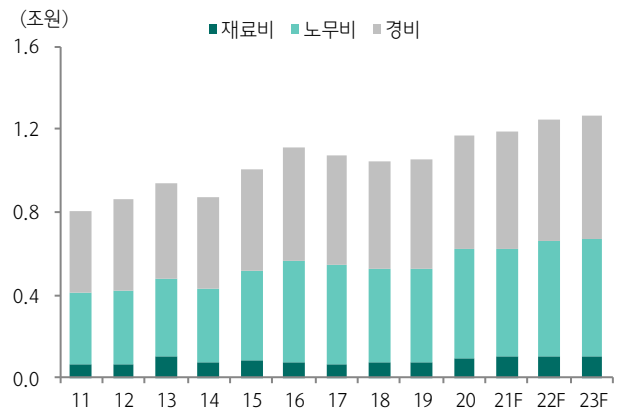
2020년 부진했던 실적은 올해 영업실적과 DPS 성장의 근간이 될 것이다. 매크로 이슈에서 자유롭고 배당수익률이 높아 섹터 내에서 가장 편한 선택지가 될 수 있다.

그림 3. 연간 매출액 추이 및 전망



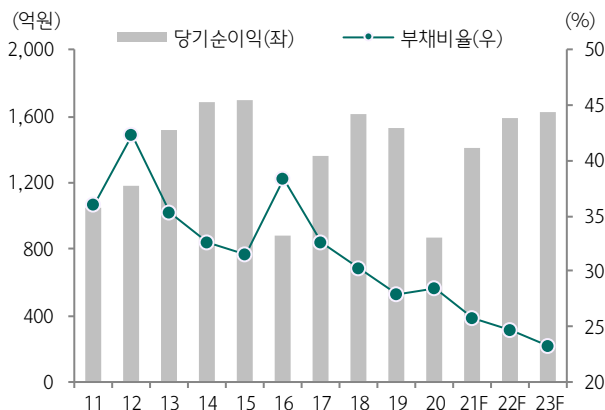
자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 4. 연간 영업비용 추이 및 전망



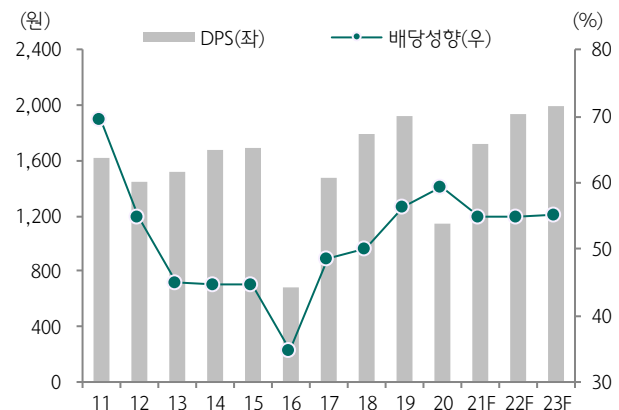
자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 5. 연간 순이익과 부채비율 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나금융투자

그림 6. 연간 DPS와 배당성향 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,246.9	1,303.2	1,376.8	1,443.2	1,467.7
매출원가	971.9	1,091.7	1,096.3	1,146.7	1,165.4
매출총이익	275.0	211.5	280.5	296.5	302.3
판매비	81.1	76.1	95.9	101.1	103.3
영업이익	193.9	135.4	184.6	195.4	199.0
금융손익	6.9	3.4	4.9	5.5	7.0
종속/관계기업손익	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.8)	(27.8)	(8.9)	2.6	2.5
세전이익	198.5	111.0	180.6	203.5	208.5
법인세	45.2	23.9	39.7	44.8	45.9
계속사업이익	153.3	87.1	140.8	158.7	162.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	153.3	87.1	140.8	158.7	162.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	153.3	87.1	140.8	158.7	162.7
지배주주지분포괄이익	159.8	74.7	140.8	158.7	162.7
NOPAT	149.8	106.2	144.0	152.4	155.2
EBITDA	237.8	178.4	228.3	240.1	243.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.35	4.52	5.65	4.82	1.70
NOPAT증가율	2.04	(29.11)	35.59	5.83	1.84
EBITDA증가율	2.94	(24.98)	27.97	5.17	1.54
영업이익증가율	1.25	(30.17)	36.34	5.85	1.84
(지배주주)순이익증가율	(4.96)	(43.18)	61.65	12.71	2.52
EPS증가율	(4.97)	(43.21)	61.76	12.68	2.50
수익성(%)					
매출총이익률	22.05	16.23	20.37	20.54	20.60
EBITDA이익률	19.07	13.69	16.58	16.64	16.61
영업이익률	15.55	10.39	13.41	13.54	13.56
계속사업이익률	12.29	6.68	10.23	11.00	11.09

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	783.4	760.0	828.8	901.6	1,021.7
금융자산	280.3	212.9	259.0	289.9	347.3
현금성자산	26.3	35.4	52.8	53.8	83.4
매출채권	122.9	144.8	141.2	147.0	146.9
재고자산	1.4	23.8	23.2	24.1	24.1
기타유동자산	378.8	378.5	405.4	440.6	503.4
비유동자산	576.0	589.9	604.8	622.3	577.5
투자자산	49.5	55.7	54.4	56.6	56.5
금융자산	49.5	55.7	54.4	56.6	56.5
유형자산	443.0	452.7	471.3	488.3	444.7
무형자산	9.0	8.4	6.1	4.4	3.2
기타비유동자산	74.5	73.1	73.0	73.0	73.1
자산총계	1,359.4	1,349.9	1,433.6	1,523.9	1,599.2
유동부채	249.0	255.6	251.1	258.5	258.4
금융부채	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9
매입채무	12.6	9.4	9.1	9.5	9.5
기타유동부채	233.3	243.3	239.2	246.1	246.0
비유동부채	47.0	42.6	41.6	43.2	43.2
금융부채	4.4	2.2	2.2	2.2	2.2
기타비유동부채	42.6	40.4	39.4	41.0	41.0
부채총계	296.0	298.2	292.7	301.6	301.6
지배주주지분	1,063.4	1,051.7	1,140.9	1,222.3	1,297.6
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	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	1,055.1	1,043.4	1,132.6	1,214.0	1,289.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,063.4	1,051.7	1,140.9	1,222.3	1,297.6
순금융부채	(272.8)	(207.9)	(254.0)	(284.8)	(342.2)

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,407	1,935	3,130	3,527	3,615
BPS	23,632	23,371	25,354	27,162	28,836
CFPS	7,450	7,016	4,862	5,374	5,447
EBITDAPS	5,284	3,965	5,073	5,335	5,418
SPS	27,710	28,960	30,596	32,072	32,615
DPS	1,920	1,146	1,720	1,940	1,990
주가지표(배)					
PER	11.49	15.35	11.02	9.78	9.54
PBR	1.66	1.27	1.36	1.27	1.20
PCFR	5.26	4.23	7.10	6.42	6.33
EV/EBITDA	6.26	6.33	4.65	4.30	3.99
PSR	1.41	1.03	1.13	1.08	1.06
재무비율(%)					
ROE	14.98	8.23	12.85	13.43	12.91
ROA	11.61	6.43	10.12	10.73	10.42
ROIC	20.52	14.23	19.42	20.08	19.63
부채비율	27.84	28.35	25.65	24.68	23.24
순부채비율	(25.65)	(19.76)	(22.26)	(23.30)	(26.37)
이자보상배율(배)	354.49	326.72	258.89	267.53	268.29

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	160.6	74.6	153.0	175.8	144.6
당기순이익	153.3	87.1	140.8	158.7	162.7
조정	13	18	4	4	4
감가상각비	43.8	43.0	43.7	44.7	44.8
외환거래손익	0.9	2.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(32.3)	(27.6)	(39.7)	(40.7)	(40.8)
영업활동 자산부채변동	(127.4)	(194.7)	(31.5)	(27.6)	(62.8)
투자활동 현금흐름	(88.7)	27.0	(87.4)	(92.0)	(27.8)
투자자산감소(증가)	66.0	(6.2)	1.3	(2.2)	0.0
자본증가(감소)	(28.3)	(44.0)	(60.0)	(60.0)	0.0
기타	(126.4)	77.2	(28.7)	(29.8)	(27.8)
재무활동 현금흐름	(83.8)	(90.2)	(51.6)	(77.3)	(87.3)
금융부채증가(감소)	7.5	(2.4)	(0.1)	0.1	(0.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.7)	(1.4)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(80.6)	(86.4)	(51.6)	(77.4)	(87.3)
현금의 증감	(12.2)	9.2	15.3	1.1	29.6
Unlevered CFO	335.2	315.7	218.8	241.8	245.1
Free Cash Flow	131.7	25.0	93.0	115.8	144.6

2021년 5월 11일

한국가스공사(036460)

기말 환율이 도와주면 배당 문제 없음

목표주가 44,000 원, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가 44,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 해외사업은 유가 상승과 Prelude 재가동으로 개선이 예상된다. 규제사업 또한 전년대비 적정투자보수 증가로 증익이 가능한 가운데 회계적인 이슈로 하반기 증익폭이 두드러지게 나타날 전망이다. 올해 가스판매량 증가, 금리와 유가 상승은 2022년까지 규제사업 이익의 확실한 성장을 담보한다. 물론 배당은 기말 환율 수준에 따라 영향이 크다. 다만 급격한 원화 약세만 아니라면 손상차손 발생 가능성이 적은 올해는 유의미한 배당 수익률을 기대해볼 수 있을 전망이다. 2021년 PBR 0.38배다.

2021년 하반기 영업이익 3,828억원(YoY +947.5%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 48.5% 증가한 13.0조원으로 예상된다. 가스판매량 성장 추세는 불확실하지만 유가 회복에 해외 매출이 정상화될 것으로 전망되기 때문이다. 하반기 영업이익은 3,828억원으로 전년대비 947.5% 개선될 것으로 기대된다. 가장 큰 이유는 발전용 공급비 조정에 따른 기저효과다. 1Q/4Q 성수기 규제이익이 2Q/3Q 비수기로 이전되기 때문에 하반기 증익폭이 크게 나타날 것이다. 해외사업은 유가 회복과 호주 Prelude 가동 정상화로 개선될 전망이다. 미얀마 가스전 실적은 감소가 불가피하나 이익 기여 비중이 크지 않아 우려는 제한적이다.

올해만 볼 것이 아니라 이미 확보된 2022년 이익에도 관심

요금지체 감소에도 세후투자보수율 상승으로 적정투자보수는 전년대비 소폭 증가한 8,709억원으로 산정되었다. 이번 겨울 한파로 판매량이 증가했고 실제 유가가 예산상 유가보다 높기 때문에 정산분이 4분기 실적에 반영될 여지가 있다. 2022년 적정투자보수도 금리, 유가 회복에 긍정적인 전망이 가능하다. 공급비용 조정으로 분기 계절성도 크게 완화된 가운데 실적에 대한 우려는 거의 사라졌다. 기말 환율이 안정적으로 유지되어 배당 여력이 확대되길 바라는 것만이 유일한 걱정거리다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 44,000원 | CP(5월10일): 33,150원

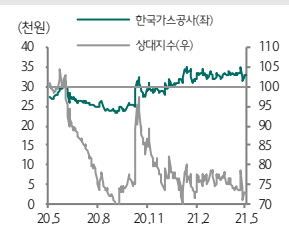
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,249.30
52주 최고/최저(원)	35,000/23,200
시가총액(십억원)	3,060.2
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	92,313.0
60일 평균 거래량(천주)	388.0
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9
21년 배당금(예상, 원)	1,500
21년 배당수익률(예상, %)	4.57
외국인지분율(%)	9.53
주요주주 지분율(%)	
기획재정부 외 1인	46.63
국민연금공단	6.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.6) 7.6 21.0
상대	(5.2) (18.8) (27.5)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	21,564.6	22,430.2
영업이익(십억원)	1,134.1	1,292.7
순이익(십억원)	344.7	473.5
EPS(원)	3,597	4,963
BPS(원)	92,138	96,427

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	24,982.6	20,833.7	25,988.8	27,271.3	28,271.3
영업이익	십억원	1,334.5	898.9	1,148.2	1,330.1	1,412.1
세전이익	십억원	116.4	(268.9)	503.8	710.6	822.5
순이익	십억원	38.8	(172.1)	365.3	515.2	596.3
EPS	원	420	(1,864)	3,957	5,581	6,460
증감율	%	(92.39)	적전	흑전	41.04	15.75
PER	배	90.12	(16.58)	8.31	5.90	5.09
PBR	배	0.44	0.37	0.38	0.36	0.34
EV/EBITDA	배	9.85	10.66	10.56	9.78	9.33
ROE	%	0.48	(2.24)	4.77	6.41	7.05
BPS	원	86,183	82,691	86,648	90,834	95,620
DPS	원	380	0	1,500	1,800	2,000



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 하반기 영업이익 3,828억원(YoY +947.5%) 전망

2021년 하반기 실적전망

매출액 13.0조원(YoY +48.5%)

영업이익 0.4조원(YoY +947.5%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 48.5% 증가한 13.0조원으로 예상된다. 가스판매실적 성장 추세는 불확실하지만 유가 회복에 해외 매출이 정상화될 것으로 전망되기 때문이다. 하반기 영업이익은 3,828억원으로 전년대비 947.5% 개선될 것으로 기대된다. 발전용 공급비 조정으로 나타날 기저효과 때문이다. 1Q/4Q 성수기 규제사업 이익이 2Q/3Q 비수기로 이전될 예정이며 하반기 증익폭이 크게 나타날 것이다. 해외사업은 유가 회복과 호주 Prelude 가동 정상화로 개선될 전망이다. 미안마 가스전 실적은 감소가 불가피하나 이익 기여 비중이 크지 않아 우려는 제한적이다.

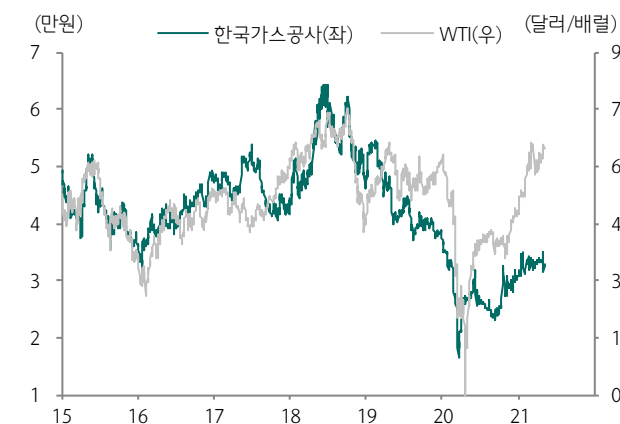
표 1. 한국가스공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	79,678	40,946	33,890	53,824	85,128	44,546	50,788	79,427	6.8	58.2
가스도입 및 판매	76,962	39,161	32,148	51,770	83,316	42,405	48,185	76,406	8.3	60.9
해외/기타	2,715	1,784	1,742	2,054	1,812	2,141	2,603	3,020	(33.3)	(11.8)
영업이익	9,590	(967)	(2,237)	2,603	6,870	784	32	3,796	(28.4)	163.9
가스도입 및 판매	9,414	(828)	(1,721)	2,641	6,598	585	(291)	3,360	(29.9)	149.8
해외/기타	177	(140)	(516)	(38)	273	198	323	436	54.3	흑전
세전이익	7,125	(6,600)	(3,913)	699	5,352	(572)	(1,763)	2,020	(24.9)	666.0
순이익	5,372	(5,045)	(2,817)	770	3,880	(414)	(1,278)	1,465	(27.8)	404.2
영업이익률(%)	11.8	(2.0)	(5.1)	4.9	7.8	1.3	(0.6)	4.2	-	-
세전이익률(%)	8.9	(16.1)	(11.5)	1.3	6.3	(1.3)	(3.5)	2.5	-	-
순이익률(%)	6.7	(12.3)	(8.3)	1.4	4.6	(0.9)	(2.5)	1.8	-	-
도시가스용(천톤)	6,605	3,284	2,649	5,709	7,242	3,448	2,728	5,595	9.7	26.9
발전용(천톤)	4,307	2,379	3,274	4,160	4,880	2,736	3,438	4,077	13.3	17.3

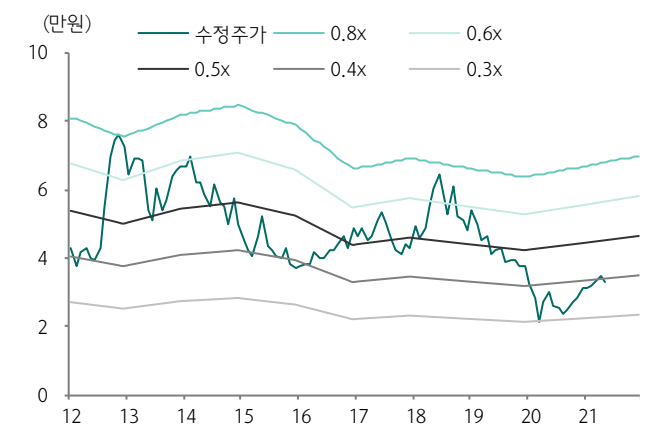
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 1. 한국가스공사 주가와 유가 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

2022년 증익 확실. 실적 우려 제한적. 기말 환율이 배당을 결정

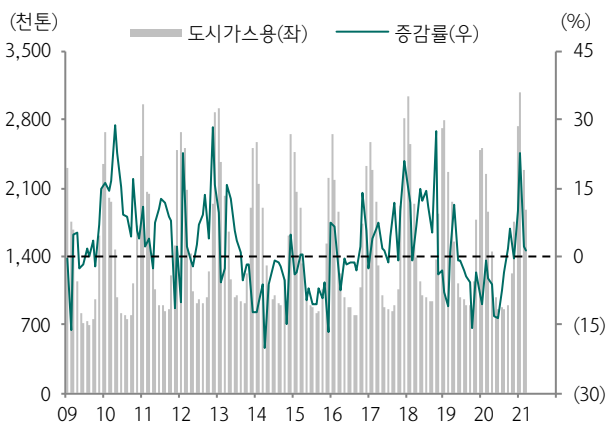
2020년 대비 금리, 유가, 판매량 등 모든 이익 지표 개선

2022년 적정투자보수 증가 확실

2021년 한국가스공사의 요금기저는 21조5,446억원으로 전년대비 4,466억원 감소했다. 2021년 목표판매량이 2019년 대비 76만톤 줄어 들고 예산상 유가도 낮은 수치로 적용되어 운전자본이 감소한 영향이다. 적정투자보수율은 4.04%로 전년대비 0.1%p 상승했다. 국고 5년물 금리와 타인자본비용은 하락했지만 자본비용이 개선되고 베타가 상승했기 때문이다.

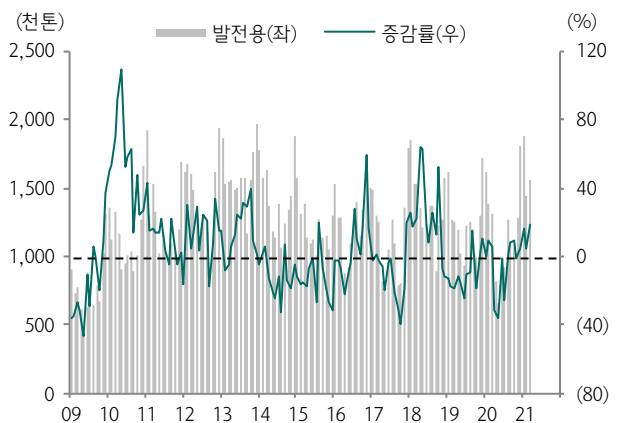
요금기저 감소에도 세후투자보수를 상승으로 적정투자보수는 전년대비 소폭 증가한 8,709억원으로 산정되었다. 겨울 판매량이 증가했고 실제 유가가 예산상 유가보다 높아 정산분이 4분기 실적에 반영될 여지가 있다. 2022년 적정투자보수도 금리, 유가 회복에 긍정적이다. 공급비용 조정으로 분기 계절성도 크게 완화된 가운데 실적에 대한 우려는 거의 사라졌다. 기말 환율이 안정적으로 유지되어 배당 여력이 확대되길 바라는 것만이 유일한 걱정거리다.

그림 3. 월별 도시가스 판매량 추이 (2021년 1분기 YoY +9.7%)



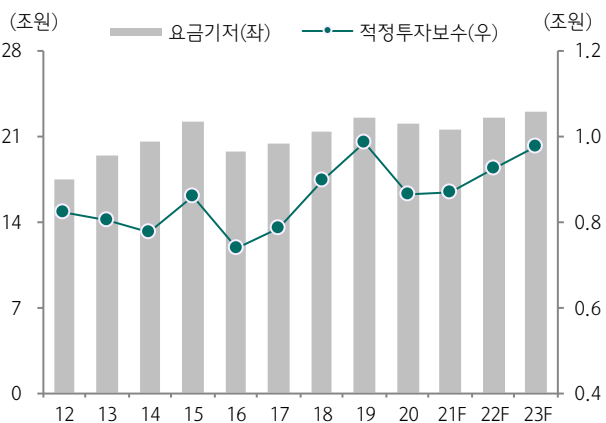
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 발전용 판매량 추이 (2021년 1분기 YoY +13.3%)



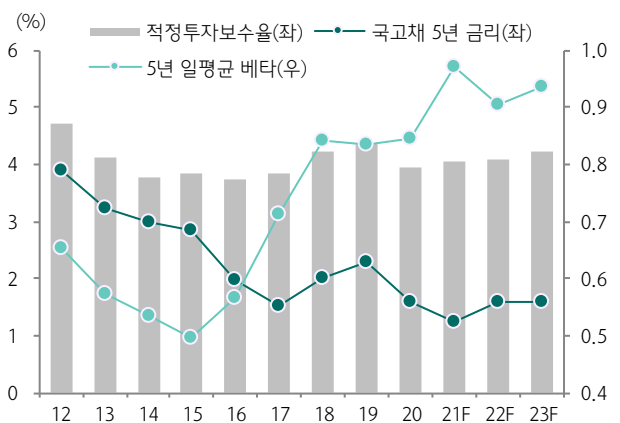
자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 5. 요금기저와 적정투자보수 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

그림 6. 적정투자보수율과 금리 및 베타 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	24,982.6	20,833.7	25,988.8	27,271.3	28,271.3
매출원가	23,227.1	19,513.5	24,356.4	25,434.0	26,332.9
매출총이익	1,755.5	1,320.2	1,632.4	1,837.3	1,938.4
판매비	421.0	421.4	484.2	507.2	526.4
영업이익	1,334.5	898.9	1,148.2	1,330.1	1,412.1
금융손익	(802.1)	(696.6)	(712.7)	(699.3)	(687.1)
종속/관계기업손익	104.7	34.1	86.8	94.1	109.7
기타영업외손익	(520.8)	(505.2)	(18.6)	(14.3)	(12.1)
세전이익	116.4	(268.9)	503.8	710.6	822.5
법인세	58.1	(108.2)	138.5	195.4	226.2
계속사업이익	58.3	(160.7)	365.3	515.2	596.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	(160.7)	365.3	515.2	596.3
비배주주지분 순이익	19.5	11.4	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	38.8	(172.1)	365.3	515.2	596.3
지배주주지분포괄이익	92.4	(289.0)	412.4	581.7	673.3
NOPAT	668.2	537.1	832.4	964.3	1,023.7
EBITDA	3,069.8	2,535.6	2,767.9	2,965.8	3,063.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.59)	(16.61)	24.74	4.93	3.67
NOPAT증가율	(38.64)	(19.62)	54.98	15.85	6.16
EBITDA증가율	(0.32)	(17.40)	9.16	7.15	3.30
영업이익증가율	4.51	(32.64)	27.73	15.84	6.16
(지배주주)순이익증가율	(92.38)	적전	흑전	41.03	15.74
EPS증가율	(92.39)	적전	흑전	41.04	15.75
수익성(%)					
매출총이익률	7.03	6.34	6.28	6.74	6.86
EBITDA이익률	12.29	12.17	10.65	10.88	10.84
영업이익률	5.34	4.31	4.42	4.88	4.99
계속사업이익률	0.23	(0.77)	1.41	1.89	2.11

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	420	(1,864)	3,957	5,581	6,460
BPS	86,183	82,691	86,648	90,834	95,620
CFPS	35,066	29,048	29,194	31,543	32,770
EBITDAPS	33,254	27,467	29,984	32,127	33,189
SPS	270,630	225,686	281,529	295,422	306,254
DPS	380	0	1,500	1,800	2,000
주가지표(배)					
PER	90.12	(16.58)	8.31	5.90	5.09
PBR	0.44	0.37	0.38	0.36	0.34
PCFR	1.08	1.06	1.13	1.04	1.00
EV/EBITDA	9.85	10.66	10.56	9.78	9.33
PSR	0.14	0.14	0.12	0.11	0.11
재무비율(%)					
ROE	0.48	(2.24)	4.77	6.41	7.05
ROA	0.10	(0.46)	0.96	1.28	1.47
ROIC	2.23	1.86	2.97	3.39	3.61
부채비율	382.56	364.24	395.19	378.45	356.40
순부채비율	324.70	309.32	320.25	303.17	283.46
이자보상배율(배)	1.66	1.26	1.71	1.96	2.09

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,232.8	7,527.9	10,960.4	11,532.0	11,825.1
금융자산	355.7	381.4	415.8	450.9	387.2
현금성자산	257.1	331.8	346.2	378.2	312.4
매출채권	4,973.9	4,093.9	6,041.3	6,348.7	6,553.2
재고자산	2,645.3	1,390.3	2,051.6	2,156.1	2,225.5
기타유동자산	1,257.9	1,662.3	2,451.7	2,576.3	2,659.2
비유동자산	30,079.1	28,381.9	29,152.3	29,073.0	28,925.2
투자자산	2,316.3	2,144.8	3,134.9	3,291.3	3,395.2
금융자산	599.1	622.0	887.8	929.8	957.7
유형자산	24,377.4	23,134.1	22,914.4	22,678.7	22,427.0
무형자산	1,746.6	1,594.7	1,594.7	1,594.7	1,594.7
기타비유동자산	1,638.8	1,508.3	1,508.3	1,508.3	1,508.3
자산총계	39,311.9	35,909.8	40,112.7	40,605.0	40,750.3
유동부채	8,900.5	7,212.8	10,660.5	11,310.2	10,909.7
금융부채	6,532.6	5,427.2	8,076.2	8,599.7	8,115.3
매입채무	1,483.2	977.7	1,442.8	1,516.3	1,565.1
기타유동부채	884.7	807.9	1,141.5	1,194.2	1,229.3
비유동부채	22,264.8	20,961.8	21,351.7	20,808.0	20,911.9
금융부채	20,274.7	18,880.9	18,280.9	17,580.9	17,580.9
기타비유동부채	1,990.1	2,080.9	3,070.8	3,227.1	3,331.0
부채총계	31,165.3	28,174.6	32,012.2	32,118.2	31,821.6
지배주주지분	7,853.3	7,481.1	7,846.3	8,232.7	8,674.6
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
자본조정	(102.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)	(152.4)
기타포괄이익누계액	78.2	(37.2)	(37.2)	(37.2)	(37.2)
이익잉여금	5,397.7	5,190.8	5,556.1	5,942.5	6,384.3
비지배주주지분	293.2	254.1	254.1	254.1	254.1
자본총계	8,146.5	7,735.2	8,100.4	8,486.8	8,928.7
순금융부채	26,451.6	23,926.6	25,941.2	25,729.6	25,309.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,985.8	3,251.0	1,857.7	2,130.8	2,234.7
당기순이익	58.3	(160.7)	365.3	515.2	596.3
조정	260	213	162	164	165
감가상각비	1,735.3	1,636.7	1,619.7	1,635.7	1,651.7
외환거래손익	(94.6)	(73.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1,380.7)	(1,350.5)	(1,457.7)	(1,471.7)	(1,486.7)
영업활동자산부채변동	(671.2)	1,279.5	(127.2)	(20.1)	(13.4)
투자활동 현금흐름	(1,397.0)	(971.9)	(2,410.0)	(1,559.5)	(1,506.0)
투자자산감소(증가)	(262.8)	171.5	(990.2)	(156.3)	(103.9)
자본증가(감소)	(1,223.2)	(911.9)	(1,400.0)	(1,400.0)	(1,400.0)
기타	89.0	(231.5)	(19.8)	(3.2)	(2.1)
재무활동 현금흐름	(581.9)	(2,190.0)	2,049.0	(305.2)	(638.8)
금융부채증가(감소)	524.3	(2,499.3)	2,049.0	(176.5)	(484.4)
자본증가(감소)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(972.1)	360.7	0.0	0.0	0.1
배당지급	(133.7)	(51.4)	0.0	(128.7)	(154.5)
현금의 증감	17.3	74.7	(12.1)	32.0	(65.8)
Unlevered CFO	3,237.0	2,681.5	2,695.0	2,911.8	3,025.1
Free Cash Flow	762.7	2,339.0	457.7	730.8	834.7

2021년 5월 11일

지역난방공사(071320)

1분기 실적에서 확인될 올해 배당

목표주가 60,000 원, 투자 의견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 과거부터 이어져온 열요금 인하요인은 2020년 2분기를 끝으로 모두 해소되었다. 지난 3분기부터 열요금 정상화에 따른 기저 효과가 영업실적에 나타났으며 올해 1분기에 영향이 극대화될 것으로 예상된다. 지난 겨울철 낮은 기온으로 열 수요가 크게 증가한 반면 원가는 유가 하락으로 감소했기 때문에 정상화된 스프레드에서 나타날 이익 규모가 기대되는 모습이다. 1분기 실적이 연간 이익 레벨을 대부분 결정하는 점을 감안하면 곧 올해 배당에 대한 확신을 얻을 수 있을 전망이다. 2021년 PER 7.3배, PBR 0.27배로 저평가다.

2021년 하반기 영업이익 247억원(YoY -52.3%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 0.7% 감소한 0.9조원이 예상된다. SMP 상승으로 단위전력매출은 증가하지만 지난 겨울철 추위가 이례적이었고 판매실적 또한 전년대비 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 하반기 영업이익은 247억원으로 전년대비 52.3% 감소할 것으로 예상된다. 2020년 12월부터 유가 상승 추세가 본격화되었기 때문에 원재료 부담이 증가하며 전년대비 역기지 효과가 나타날 전망이다.

하반기 원가 부담 추이와 7월 변동비 정산 결과에 관심

적어도 2021년 실적에서 다행인 부분은 매출과 이익 규모가 가장 큰 1분기에는 판가와 원가가 긍정적인 방향으로 극대화될 것이라는 점이다. 비록 4분기는 1분기 다음가는 성수기로 다소 부담이 존재하나 3분기는 최대 비수기로 매출액이 가장 작아 원가 상승 부담이 실적에 미치는 영향은 상대적으로 크지 않을 것이다. 2020년 연간 연료비가 낮은 수준에서 형성된 까닭에 올해 7월 예정되어 있는 연료비 정산에서 열요금 인하요인이 나타날 수도 있다. 다만 열요금과 연동되는 도시가스 민수용 요금이 인상요인에도 동결된 점을 감안하면 인상분과 상쇄되는 수준에서 마무리될 여지도 존재한다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 60,000원 | CP(5월10일): 43,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,249.30
52주 최고/최저(원)	43,600/31,800
시가총액(십억원)	501.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균 거래량(천주)	14.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
21년 배당금(예상, 원)	2,950
21년 배당수익률(예상, %)	7.79
외국인지분율(%)	1.19
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.2	10.6	11.9
상대	6.2	(16.5)	(33.0)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,138.7	2,185.8
영업이익(십억원)	144.1	149.3
순이익(십억원)	69.1	72.1
EPS(원)	5,968	6,227
BPS(원)	160,916	163,887

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,367.9	2,098.9	2,104.2	2,157.2	2,146.1
영업이익	십억원	42.2	132.9	141.6	143.2	141.7
세전이익	십억원	(25.3)	22.0	83.3	85.4	87.1
순이익	십억원	(25.6)	27.9	68.3	70.0	71.9
EPS	원	(2,209)	2,413	5,897	6,043	6,210
증감율	%	적지	흑전	144.38	2.48	2.76
PER	배	(21.41)	16.72	7.31	7.13	6.94
PBR	배	0.36	0.26	0.27	0.26	0.26
EV/EBITDA	배	12.71	8.56	7.67	7.47	7.27
ROE	%	(1.66)	1.68	3.73	3.72	3.75
BPS	원	132,086	155,780	160,712	163,805	166,995
DPS	원	0	965	2,950	3,020	3,110



Analyst 유재선
02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

2021년 하반기 영업이익 247억원(YoY -52.3%) 전망

2021년 하반기 실적전망

매출액 0.9조원(YoY -0.7%)

영업이익 247억원(YoY -52.3%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 0.7% 감소한 0.9조원이 예상된다. SMP 상승으로 단위전력 매출은 증가하지만 지난 겨울철 추위가 이례적이었고 판매실적도 전년대비 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

하반기 영업이익은 247억원으로 전년대비 52.3% 감소할 것으로 예상된다. 작년 12월부터 유가 상승추세가 본격화되었기 때문에 원재료 부담이 증가하면서 전년대비 역기저 효과가 나타날 전망이다.

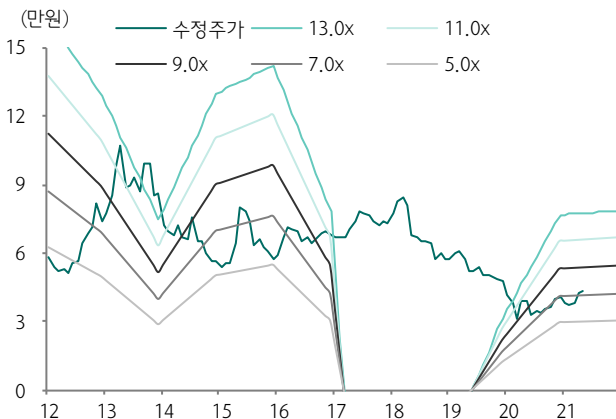
표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	8,550	3,460	2,895	6,085	8,334	3,790	3,063	5,855	(2.5)	37.0
열	4,536	1,690	1,009	3,523	4,705	1,627	977	3,376	3.7	33.5
전기	3,973	1,709	1,764	2,518	3,586	2,101	1,961	2,435	(9.8)	42.4
냉수	40	61	122	44	43	62	125	45	7.1	(2.4)
영업이익	1,230	(423)	(130)	651	1,453	(284)	(287)	534	18.1	123.2
열	497	(346)	(319)	248	769	(179)	(363)	164	54.8	210.3
전기	742	(65)	169	419	692	(93)	56	370	(6.7)	65.2
냉수	(8)	(11)	20	(15)	(7)	(12)	20	0	적지	적지
세전이익	1,037	(581)	(266)	31	1,311	(419)	(405)	346	26.4	4,128.4
순이익	876	(535)	(226)	164	1,023	(310)	(299)	270	16.7	523.5
영업이익률(%)	14.4	(12.2)	(4.5)	10.7	17.4	(7.5)	(9.4)	9.1	-	-
세전이익률(%)	12.1	(16.8)	(9.2)	0.5	15.7	(11.1)	(13.2)	5.9	-	-
순이익률(%)	10.2	(15.5)	(7.8)	2.7	12.3	(8.2)	(9.8)	4.6	-	-
열판매량(천Gcal)	6,121	2,066	1,242	4,800	6,683	2,094	1,192	4,553	9.2	39.2
전기판매량(천MWh)	3,979	1,805	1,580	3,428	3,990	2,521	1,689	3,041	0.3	16.4

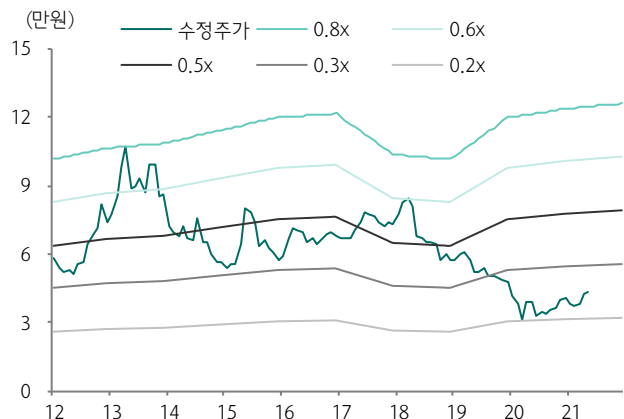
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PER 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

하반기 원가 부담 추이와 7월 변동비 정산 결과에 관심

1Q 실적 극대화 전망

3Q/4Q 연료비 부담 존재하나 3분기 비수기로 영향 크지 않을 전망

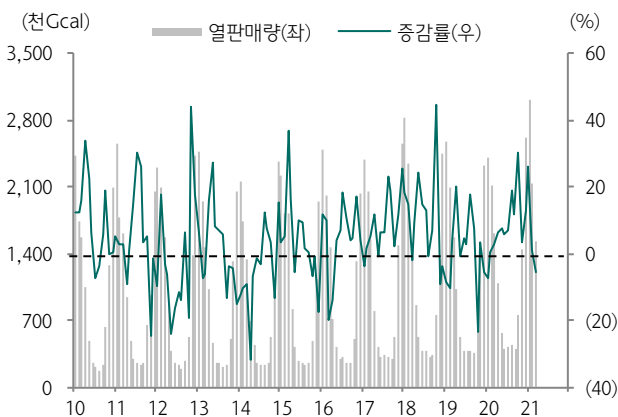
열요금은 도시가스요금(민수용) 연동 2020년 변동비 정산에서 인하요인이 발생해도 도시가스요금 동결 감안 시 상쇄되는 수준에서 마무리 기대

과거부터 이어져온 열요금 인하요인은 2020년 2분기를 끝으로 모두 해소되었다. 3분기부터 열요금 정상화에 따른 기저효과가 영업실적에 나타났고 올해 1분기 영향이 극대화될 것으로 예상된다. 지난 겨울 낮은 기온으로 열 수요가 크게 증가한 반면 원가는 유가 하락으로 감소했기 때문에 정상화된 스프레드에서 나타날 이익 규모가 기대되는 모습이다.

적어도 2021년 실적에서 다행인 점은 매출과 이익 규모가 가장 큰 1분기에는판가와 원가가 긍정적인 방향으로 극대화될 것이라는 점이다. 비록 4분기는 1분기 다음가는 성수기로 다소 부담이 존재하나 3분기는 최대 비수기로 매출액이 가장 작아 원가 상승 부담이 실적에 미칠 영향은 상대적으로 크지 않을 것이다.

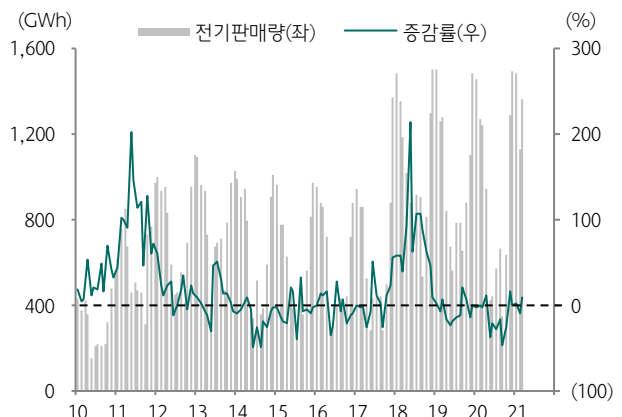
2020년 연간 연료비가 낮은 수준에서 형성된 까닭에 올해 7월 예정되어 있는 연료비 정산에서 열요금 인하요인이 나타날 수도 있다. 다만 열요금과 연동되는 도시가스 민수용 요금이 인상요인에도 동결된 점을 감안하면 인상분과 상쇄되는 수준에서 마무리될 여지가 있다.

그림 3. 월별 열판매량 (1Q21 YoY +9.1%)



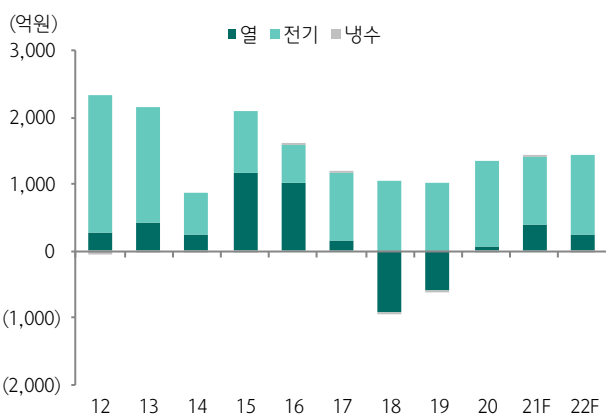
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (1Q21 YoY +0.3%)



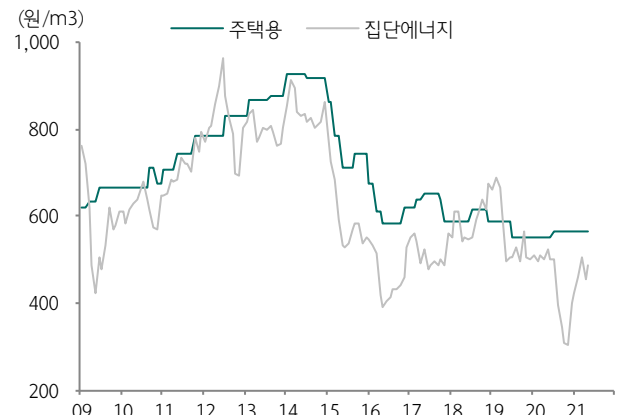
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 5. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 6. 주택용(도시가스용)과 발전용(집단에너지) 요금 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,367.9	2,098.9	2,104.2	2,157.2	2,146.1
매출원가	2,223.3	1,855.7	1,850.2	1,898.1	1,889.8
매출총이익	144.6	243.2	254.0	259.1	256.3
판매비	102.4	110.4	112.4	116.0	114.5
영업이익	42.2	132.9	141.6	143.2	141.7
금융손익	(54.6)	(53.7)	(53.8)	(54.0)	(53.9)
종속/관계기업손익	4.3	(0.4)	3.5	2.5	1.8
기타영업외손익	(17.2)	(56.7)	(7.9)	(6.3)	(2.6)
세전이익	(25.3)	22.0	83.3	85.4	87.1
법인세	0.3	(5.9)	15.0	15.4	15.2
계속사업이익	(25.6)	27.9	68.3	70.0	71.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(25.6)	27.9	68.3	70.0	71.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(25.6)	27.9	68.3	70.0	71.9
지배주주지분포괄이익	(30.8)	26.1	68.3	70.0	71.9
NOPAT	42.8	168.5	116.0	117.4	117.0
EBITDA	279.4	384.6	425.2	430.7	433.2
성장성(%)					
매출액증가율	(4.80)	(11.36)	0.25	2.52	(0.51)
NOPAT증가율	272.17	293.69	(31.16)	1.21	(0.34)
EBITDA증가율	15.17	37.65	10.56	1.29	0.58
영업이익증가율	191.03	214.93	6.55	1.13	(1.05)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	144.80	2.49	2.71
EPS증가율	적지	흑전	144.38	2.48	2.76
수익성(%)					
매출총이익률	6.11	11.59	12.07	12.01	11.94
EBITDA이익률	11.80	18.32	20.21	19.97	20.19
영업이익률	1.78	6.33	6.73	6.64	6.60
계속사업이익률	(1.08)	1.33	3.25	3.24	3.35

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	590.5	583.9	575.5	552.7	574.5
금융자산	27.4	38.8	51.0	35.0	51.2
현금성자산	20.4	29.6	42.1	26.2	42.3
매출채권	478.0	434.1	417.8	412.4	416.9
재고자산	34.8	38.9	37.4	36.9	37.3
기타유동자산	50.3	72.1	69.3	68.4	69.1
비유동자산	5,302.1	5,489.2	5,513.2	5,494.9	5,474.1
투자자산	57.3	65.7	63.2	62.4	63.1
금융자산	47.7	56.0	53.9	53.2	53.8
유형자산	4,955.7	5,080.3	5,115.4	5,105.8	5,091.3
무형자산	81.4	82.3	73.6	65.8	58.8
기타비유동자산	207.7	260.9	261.0	260.9	260.9
자산총계	5,892.6	6,073.1	6,088.6	6,047.6	6,048.6
유동부채	915.0	920.9	914.3	848.8	803.4
금융부채	476.6	439.2	448.9	388.8	338.9
매입채무	272.0	231.9	223.1	220.3	222.7
기타유동부채	166.4	249.8	242.3	239.7	241.8
비유동부채	3,448.2	3,348.5	3,313.6	3,302.1	3,311.7
금융부채	2,554.9	2,424.4	2,424.4	2,424.4	2,424.4
기타비유동부채	893.3	924.1	889.2	877.7	887.3
부채총계	4,363.2	4,269.4	4,227.9	4,150.9	4,115.1
지배주주지분	1,529.4	1,803.7	1,860.8	1,896.7	1,933.6
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)	249.8	249.8	249.8	249.8
기타포괄이익누계액	(3.2)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
이익잉여금	1,361.0	1,384.8	1,441.9	1,477.7	1,514.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,529.4	1,803.7	1,860.8	1,896.7	1,933.6
순금융부채	3,004.1	2,824.8	2,822.3	2,778.2	2,712.1

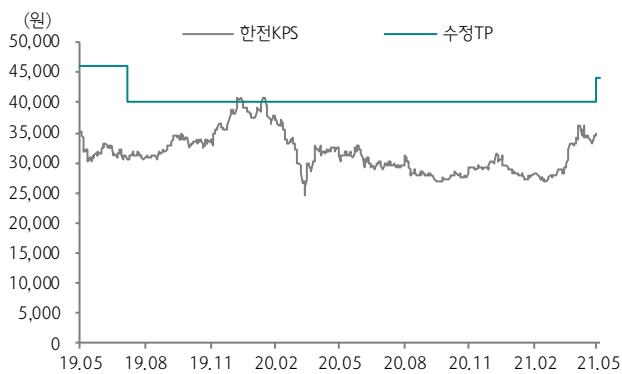
투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(2,209)	2,413	5,897	6,043	6,210
BPS	132,086	155,780	160,712	163,805	166,995
CFPS	22,245	35,639	35,780	36,196	36,654
EBITDAPS	24,128	33,216	36,721	37,196	37,413
SPS	204,505	181,272	181,726	186,311	185,345
DPS	0	965	2,950	3,020	3,110
주가지표(배)					
PER	(21.41)	16.72	7.31	7.13	6.94
PBR	0.36	0.26	0.27	0.26	0.26
PCFR	2.13	1.13	1.20	1.19	1.18
EV/EBITDA	12.71	8.56	7.67	7.47	7.27
PSR	0.23	0.22	0.24	0.23	0.23
재무비율(%)					
ROE	(1.66)	1.68	3.73	3.72	3.75
ROA	(0.44)	0.47	1.12	1.15	1.19
ROIC	0.85	3.22	2.18	2.20	2.20
부채비율	285.29	236.70	227.20	218.86	212.82
순부채비율	196.42	156.61	151.67	146.48	140.26
이자보상배율(배)	0.69	2.34	2.58	2.63	2.67

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	188.8	381.9	313.6	344.9	373.8
당기순이익	(25.6)	27.9	68.3	70.0	71.9
조정	22	32	28	29	29
감가상각비	237.2	251.7	283.6	287.5	291.4
외환거래손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.3)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	(210.9)	(220.1)	(255.6)	(258.5)	(262.4)
영업활동 자산부채변동	(5.3)	34.1	(38.2)	(12.6)	10.5
투자활동 현금흐름	(357.8)	(430.2)	(307.2)	(269.1)	(270.8)
투자자산감소(증가)	7.7	(8.3)	2.5	0.8	(0.7)
자본증가(감소)	(397.0)	(420.6)	(310.0)	(270.0)	(270.0)
기타	31.5	(1.3)	0.3	0.1	(0.1)
재무활동 현금흐름	181.4	57.5	(1.5)	(94.3)	(84.9)
금융부채증가(감소)	290.1	(167.8)	9.6	(60.1)	(49.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(108.7)	227.0	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	0.0	(1.7)	(11.2)	(34.2)	(35.0)
현금의 증감	12.3	9.2	12.5	(15.8)	16.1
Unlevered CFO	257.6	412.7	414.3	419.1	424.4
Free Cash Flow	(208.9)	(44.2)	3.6	74.9	103.8

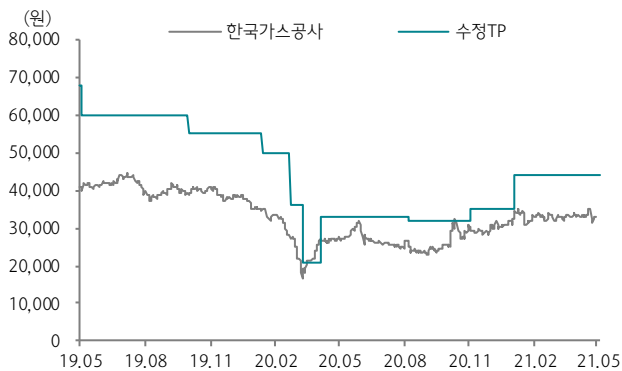
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한전KPS



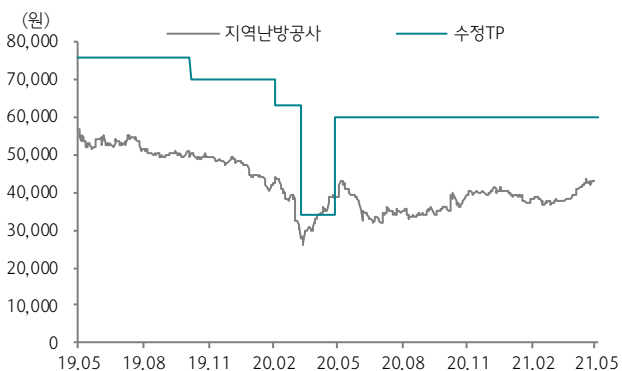
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.10	BUY	44,000	-	-
21.4.17	1년 경과			
20.4.17	BUY	40,000	-26.45%	-9.25%
20.1.23	Neutral	40,000	-17.52%	-38.13%
19.7.17	BUY	40,000	-13.84%	2.00%
19.4.18	BUY	46,000	-29.12%	-18.70%

한국가스공사



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.14	BUY	44,000	-	-
20.11.13	BUY	35,000	-14.15%	-6.57%
20.8.18	BUY	32,000	-18.15%	1.41%
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%

지역난방공사



날짜	투자 의견	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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.68%	5.32%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 07일

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 2021년 5월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 5월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.