



2020년 5월 8일 | Equity Research



# 유틸리티 Overweight

## 첫 역전이 기대되는 여름

- | 전력시장 개설 이후 최초의 석탄-LNG 연료비단가 역전 기대
- | 2020년 하반기 합산 영업이익 3.4조원(YoY +774.3%) 전망
- | Top pick은 한국전력, 관심종목으로 지역난방공사, 삼천리 제시

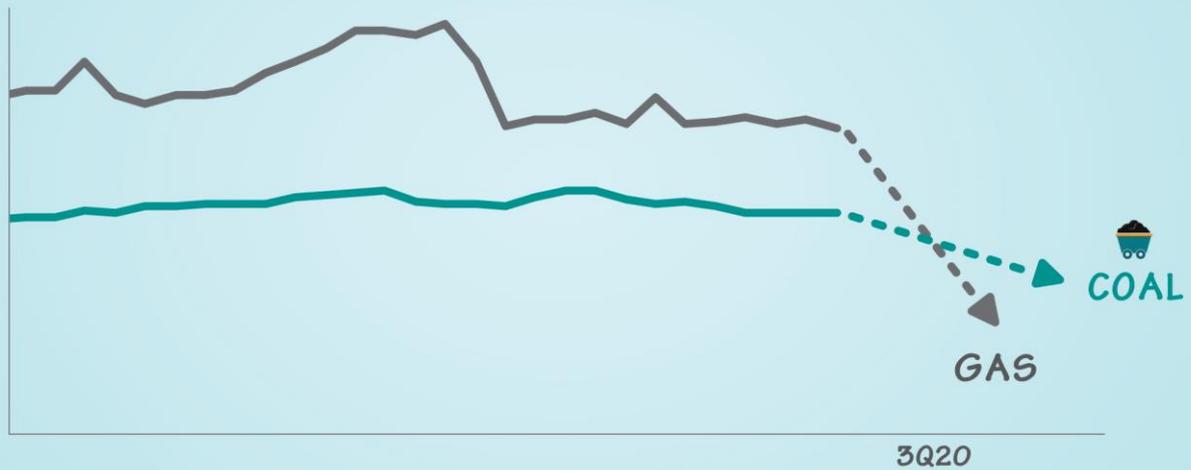


Analyst 유재선  
02-3771-8011  
jaeseon.yoo@hanafn.com

### 2020년 하반기 전망

#### Top pick 및 관심종목

한국전력(015760) | BUY | TP 30,000원(상향) | CP(5월7일) 22,450원  
 SK가스(018670) | BUY(신규) | TP 100,000원 | CP(5월7일) 77,300원  
 지역난방공사(071320) | BUY | TP 60,000원(상향) | CP(5월7일) 38,100원  
 삼천리(004690) | BUY | TP 100,000원(상향) | CP(5월7일) 74,000원



# CONTENTS

<b>2020년 하반기 전망 Summary</b>	<b>3</b>
<b>1. 2020년 하반기 전망: 역전</b>	<b>4</b>
1) 하반기 실적전망	4
2) 주목해야 할 이벤트: 유가 급락과 석탄-LNG의 가격 역전	5
3) 한국전력과 LNG 발전사업자 수혜 기대	6
4) 하반기 Top Picks와 투자포인트	7
<b>2. 국제유가 하락 = LNG가격 하락 = SMP 하락</b>	<b>8</b>
1) 국제유가 하락 = LNG가격 하락	8
2) LNG가격 하락 = SMP 하락	9
3) SMP 하락 = 한국전력 실적개선	10
4) 각기 다르게 읽히는 유가 약세와 SMP 변화	11
<b>3. 변화가 찾아올 여름</b>	<b>12</b>
1) 발전용 유연탄과 LNG 가격 비교	12
2) 급전순위 역전 가능성 존재	13
3) LNG: SMP 하락을 극복할 가동률 상승	14
4) 석탄: 원가절감보다 빠른 매출감소	15
<b>4. LNG 전성시대의 재림인가? 아니면 한여름 밤의 꿈인가?</b>	<b>16</b>
1) 2011~13년: 공급부족 & 수요증가	16
2) 2020년: 유가 급락에 따른 연료비단가 변화	17
3) 관건: 저유가 지속여부 및 기간	18
4) 변수: 배출권비용 증가와 발전원별 시장분리 여부	19
<b>Top Pick 및 관심종목</b>	<b>20</b>
한국전력 (015760)	21
SK가스 (018670)	25
지역난방공사 (071320)	29
삼천리 (004690)	33

2020년 5월 8일 | Equity Research

## 유틸리티

## 첫 역전이 기대되는 여름

## 전력시장 개설 이후 최초의 석탄-LNG 연료비단가 역전 기대

한국 전력시장은 발전소의 변동비를 기준으로 운영된다. 2001년 전력시장이 개설된 이후 원자력-석탄-LNG 순서의 경제성은 뒤집힌 적이 없다. 발전용 유연탄은 2014년 이후 세금 부담이 지속적으로 상승한 반면 LNG는 2019년에 대폭 감소하면서 연료비단가 격차가 조금씩 해소되고 있었다. 올해 3월 주요 산유국 증산과 글로벌 판데믹으로 유가 급락이 나타나며 상황이 급격히 바뀌고 있다. 발전용 유연탄 가격도 약세지만 세금 부담이 높고 유가 하락이 훨씬 크기 때문에 올해 여름부터는 연료비단가 역전이 나타날 전망이다. LNG발전소 가동률 상승 조건이 완성될 것이다.

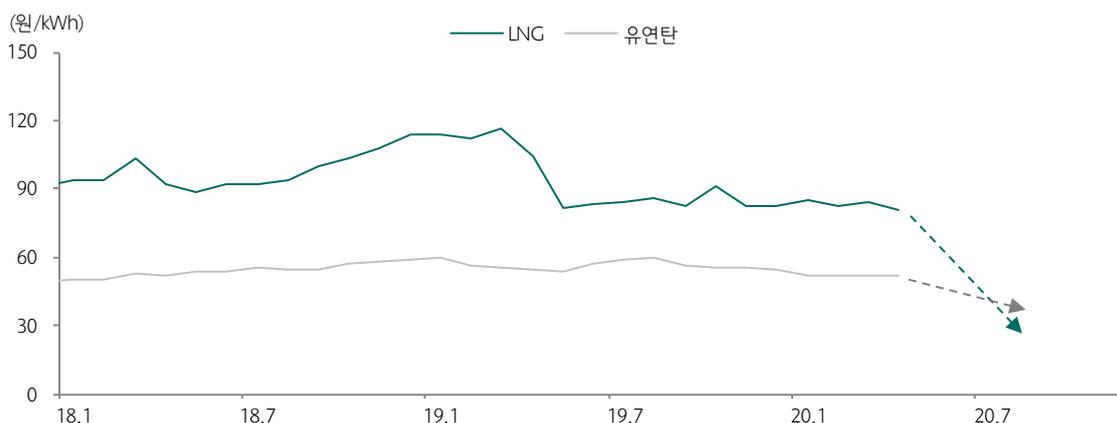
## 2020년 하반기 합산 영업이익 3.4조원(YoY +774.3%) 전망

2020년 하반기 합산 영업이익은 3.4조원이 예상된다. 한국전력 실적개선 때문이다. 2019년 하반기 0.35조원 적자에서 2020년 하반기 2.8조원으로 3.1조원 증익으로 전망된다. LNG 가격은 국제유가에 약 2개 분기 시차를 갖는다. 3월부터 본격화된 유가 급락은 8~9월부터 LNG단가와 SMP의 하락으로 반영될 것이다. 최근 호주산 석탄가격도 50달러/톤 수준으로 25% 이상 하락했다. 환율 약세는 부담이지만 1,220원 수준에서 횡보하고 있어 우려는 제한적이다. 모든 변수들이 한국전력 실적개선을 가리키고 있다. 물론 저유가 환경이 지속된다는 가정이 필요하지만 WTI 기준 30달러/배럴 수준까지는 하반기 실적전망치를 훼손하지 않는다.

## Top pick은 한국전력, 관심종목으로 지역난방공사, 삼천리 제시

Top picks는 한국전력을 제시한다. PBR 0.21배는 원가절감에 따른 실적개선 대비 현저한 저평가다. 저유가 지속이 관건이며 WTI 기준 30달러/배럴 미만이 지속될 경우 규제에서 보장받는 ROE 이상의 실적을 달성할 수 있다. 관심종목으로 지역난방공사와 삼천리를 제시한다. 지역난방공사는 2015년부터 누적된 열요금 인하요인이 올해 마무리될 예정이다. 유가 급락으로 인하요인이 다시 발생할 정도의 유의미한 연료비 절감이 기대된다. 삼천리는 LNG 발전소 급전순위 변화로 에스파워 가동률 상승이 예상된다. 공급권역 내 발전설비 가동률 개선 시 판매량 증가도 가능하다.

## 유연탄-LNG 연료비단가 추이 및 전망



자료: EPSIS, 하나금융투자

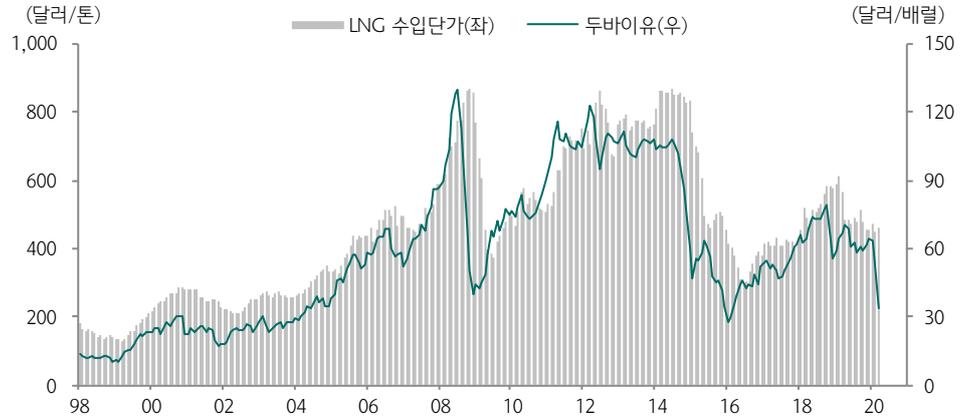
## Summary

### LNG 수입단가는 두바이유에 후행

JCC(Japan Crude Cocktail)은 실적 정산 이후 약 2~3개월 뒤에 발표

과거 JCC 적용하여 대금을 지불한 후 실제 JCC 발표되는 3개월 뒤에 정산

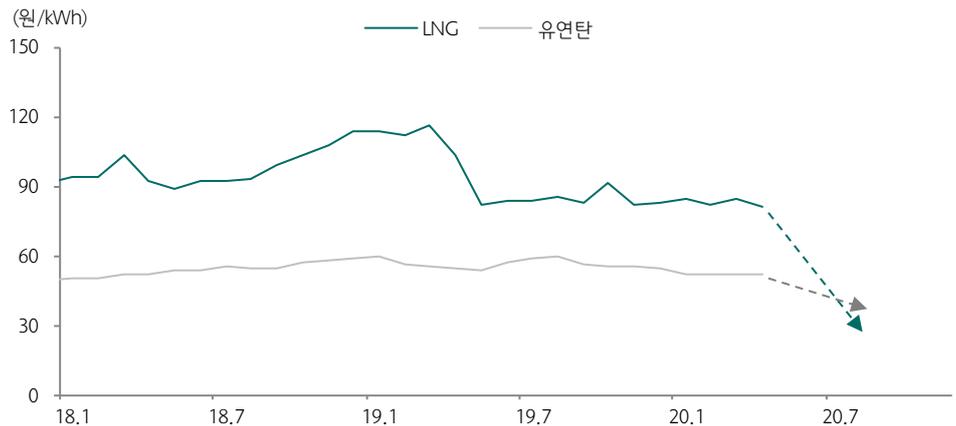
### LNG 수입단가와 두바이유가 추이



자료: 무역협회, Thomson Reuters, 하나금융투자

### LNG와 유연탄 연료비단가 추이 및 전망

### 시차 감안하면 8~9월부터 역전 예상



자료: EPSIS, 하나금융투자

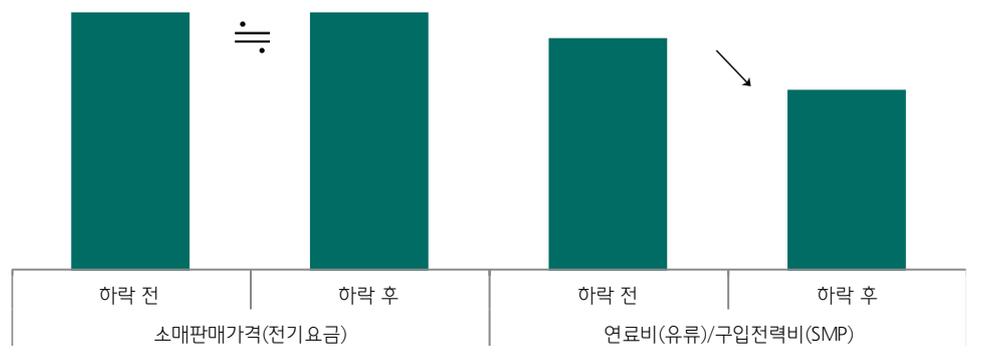
### 유가 하락이 한국전력 실적에 미치는 영향

소매판매가격=전기요금

유가 영향 없음

영업비용=연료비/구입전력비

유가 영향 존재



자료: 하나금융투자

## 1. 2020년 하반기 전망: 역전

### 1) 하반기 실적전망

2020년 하반기 유틸리티 영업이익  
3.4조원(YoY +774.3%) 전망

올해 하반기 합산 영업이익은 3.4조원으로 예상된다. 한국전력 비용절감이 주된 원인이다. 최근 나타나는 저유가 흐름이 장기화되거나 심화될 경우 추가적인 실적추정치 상승이 가능하다. 발전사업과 연관이 높은 한국전력, 지역난방공사, 삼천리에 주목할 필요가 있다.

LNG 발전사업을 영위하는 기업들도 여름철 이후 급전순위 역전과 가동률 상승에 따른 실적 개선이 예상된다. 사실 발전사업자 실적개선은 이미 10월까지 확정되었다고 봐도 무방하다. 발전용 LNG 가격은 현재 유가를 기준으로 약 2개 분기 시차로 반영되기 때문이다.

표 1. 유틸리티업체 투자이견과 실적전망

기업명	투자이견	목표주가(원)	상승여력(%)	구분(십억원)	18	19	20F	21F
한국전력 015760	BUY 30,000원(상향)	PBR(배)/ROE(%) 0.21 / 1.72	33.6	매출액	60,628	59,173	58,190	58,061
				영업이익	(208)	(1,277)	3,295	5,113
				순이익	(1,315)	(2,346)	1,169	2,366
한국가스공사 036460	BUY 33,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.29 / 5.08	21.8	매출액	26,185	24,983	19,921	16,485
				영업이익	1,277	1,335	1,247	1,197
				순이익	509	39	409	436
SK가스 018670	BUY(신규) 100,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.39 / 11.34	29.4	매출액	6,859	4,931	3,943	3,139
				영업이익	103	190	173	141
				순이익	60	159	198	147
지역난방공사 071320	BUY 60,000원(상향)	PBR(배)/ROE(%) 0.29 / 3.10	57.5	매출액	2,487	2,368	2,178	2,196
				영업이익	15	42	111	136
				순이익	(227)	(26)	48	65
삼천리 004690	BUY 100,000원(상향)	PBR(배)/ROE(%) 0.22 / 3.56	35.1	매출액	3,456	3,462	3,403	3,543
				영업이익	84	86	88	90
				순이익	32	38	46	51
한전KPS 051600	BUY 40,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.27 / 13.41	23.3	매출액	1,242	1,247	1,267	1,282
				영업이익	192	194	171	181
				순이익	161	153	147	145
한전기술 052690	BUY 25,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.22 / 5.79	48.4	매출액	434	449	449	447
				영업이익	21	44	40	43
				순이익	13	26	29	28
금화파에스시 036190	BUY 33,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.66 / 11.57	15.4	매출액	233	209	216	204
				영업이익	41	34	40	35
				순이익	40	28	29	26
LS ELECTRIC 010120	BUY 50,000원	PBR(배)/ROE(%) 0.77 / 8.81	31.6	매출액	2,485	2,347	2,422	2,455
				영업이익	205	169	175	191
				순이익	132	104	124	139
SK디앤디 210980	BUY 31,000원	PBR(배)/ROE(%) 1.34 / 22.02	24.2	매출액	563	455	724	758
				영업이익	85	82	140	100
				순이익	52	45	88	58
SK가스 336260	BUY 10,000원	PBR(배)/ROE(%) 2.92 / 6.80	35.1	매출액	0	221	480	542
				영업이익	0	19	25	34
				순이익	0	12	12	20

자료: 하나금융투자

## 2) 주목해야 할 이벤트: 유가 급락과 석탄-LNG의 가격 역전

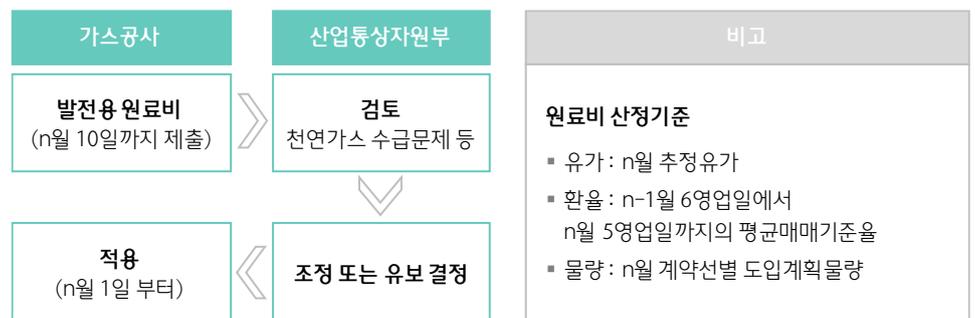
2001년 4월 전력시장 개설 이후 처음으로 나타날 연료비단가 역전

석탄가격도 최근 들어 하락속도가 빨라지고 있지만 유가 하락이 보다 더 빠르고 파괴적이다. 원가우선으로 결정되는 한국의 전력시장에서 절대적인 명제였던 석탄 대비 LNG 연료비단가 역전은 어느새 역전될 가능성이 높아지고 있다. 2001년 4월 이후 처음 있는 일이다.

국제유가 급락으로 국내 전력시장 판도가 달라질 것이다. 국내에 도입되는 LNG 대부분은 유가연동방식 가격결정구조를 채택한 물량들이다. 3월부터 본격화된 유가 약세는 4~5개월 시차를 두고 발전용 LNG 가격 하락으로 이어질 것이다. Henry Hub 연동 또는 아시아 LNG Spot 물량 등이 발전용 LNG 가격 하락 시기를 조금 앞당길 수 있다. 더위가 정점을 기록할 8~9월부터 눈에 띄는 변화가 나타날 수 있다.

발전용 가스요금은 도시가스와 달리 연료비 연동제가 잘 지켜지고 있음

그림 1. 발전용 천연가스 원료비 결정구조

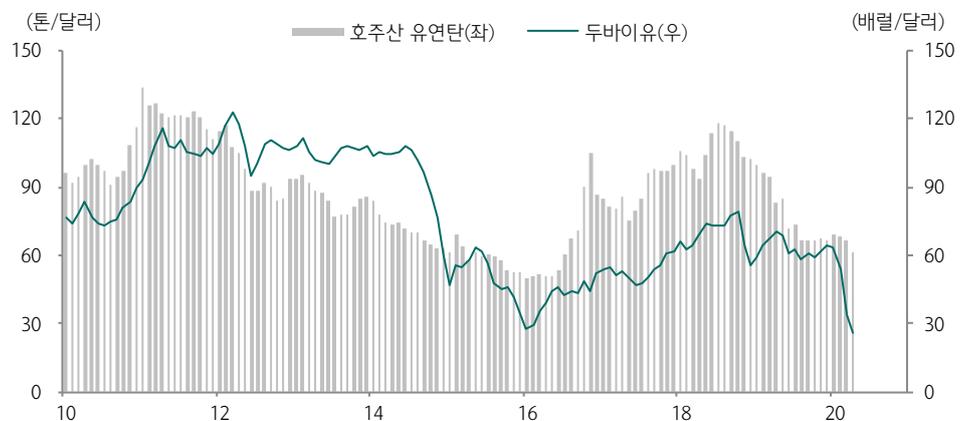


자료: 한국가스공사, 하나금융투자

호주산 유연탄 가격도 몇 개월간의 보합세를 뒤로 하고 하락하는 중

한편 국제유가 하락은 유연탄보다 훨씬 가파른 속도로 나타나는 모습

그림 2. 국제유가와 발전용 유연탄 가격 추이



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

### 3) 한국전력과 LNG 발전사업자 수혜 기대

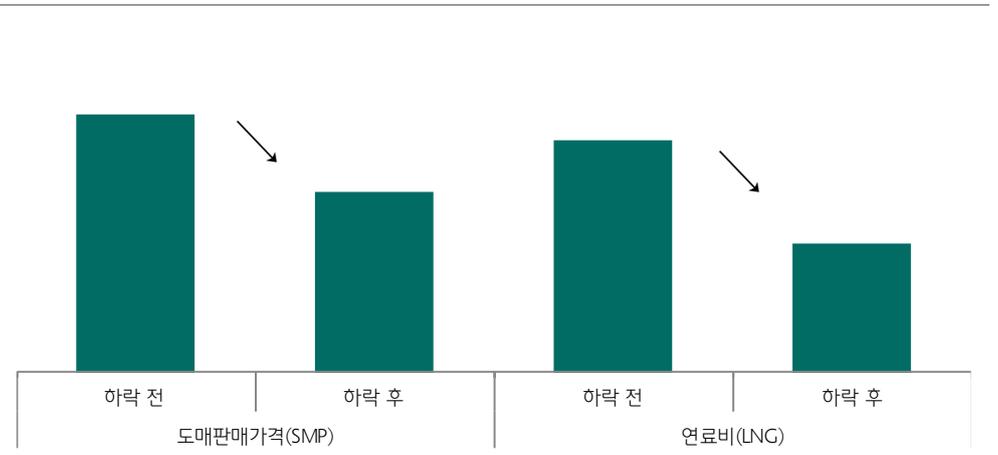
전력시장 참여 LNG발전소 관련 기업 수혜 전망

유연탄 가격과 유가 모두 하락하기 때문에 민간발전사 수익성 지표인 SMP는 약세를 나타낼 전망이다. 한편 연료비단가 역전으로 LNG가 아닌 석탄발전소의 변동비가 SMP를 결정할 것이다. 따라서 LNG 발전사업자는 SMP 하락에 따른 매출액 감소보다 LNG 가격 하락에 의한 연료비 절감이 더욱 유의미할 것으로 예상된다. 급전순위 역전에 따른 가동률 상승으로 고정비 부담도 완화된다. 한편 예상 밖의 발전량 증가는 배출권비용 증가로 이어질 수 있다. 한국전력은 아무 걱정이 없다. 석탄가격 하락은 연료비 절감, SMP 하락은 구입전력비 절감, 석탄발전량 감소는 배출권비용 절감으로 연결되기 때문이다.

그림 3. 유가 하락이 LNG발전사 실적에 미치는 영향

도매판매가격=SMP  
유가 영향 존재

영업비용=연료비  
유가 영향 존재



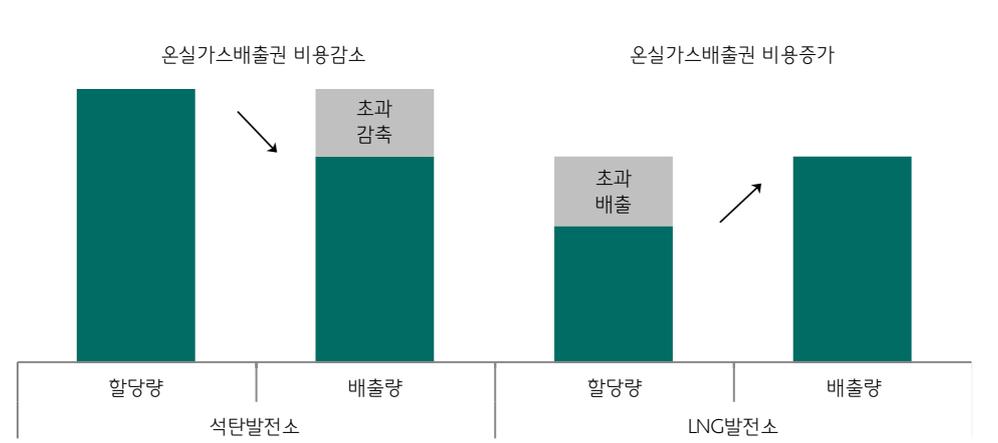
자료: 하나금융투자

그림 4. 급전순위 역전에 따른 온실가스배출권 관련 비용 변화 전망

급전순위 역전 → LNG 발전량 증가

이는 기존에 할당된 온실가스배출권 대비 더 많은 배출권 확보를 강제

예상 외의 비용발생 가능성 높음



자료: 하나금융투자

#### 4) 하반기 Top Picks와 투자포인트

Top Pick: 한국전력

관심종목: 지역난방공사, 삼천리

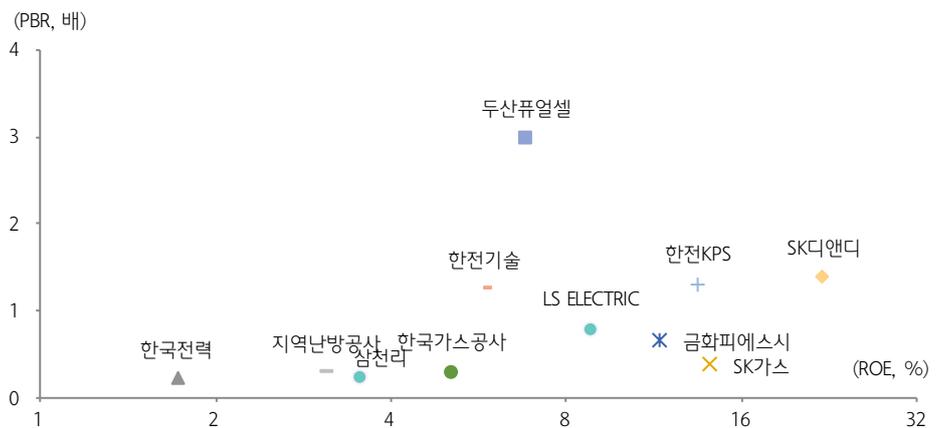
한국전력은 2020년 하반기 유틸리티 섹터 Top Pick이다. 환율을 제외한 모든 비용지표가 긍정적이다. 급전순위 역전이라는 이벤트는 추가적인 구입전력비 감소에 제약으로 작용하나 그럼에도 불구하고 거의 한계수준에 가깝게 이루어지는 극한의 비용절감이 가능하다. 자체적인 수익성 개선이 아닌 외부환경 변화에 따른 결과이며 저유가의 지속 여부가 관건이다.

지역난방공사는 길었던 열요금 인하요인이 종료되는 가운데 급전순위 역전에 의한 가동률 상승과 그에 따른 실적개선이 예상된다. 도시가스요금 정산이 지연되는 기간만큼 원재료인 발전용 LNG 가격과 판매단가인 열요금의 스프레드가 확대될 수 있다. 연료비연동제 미 실시 기간이 길어질수록 2015~16년 당시의 초과이익이 재현될 가능성이 높다.

삼천리는 과거 LNG 전성시대가 마무리된 2014년 도입되어 상업운전을 시작한 에스파워의 재도약이 기대된다. 일반발전이기 때문에 3분기 전력수요 성수기에 진가를 발휘할 수 있다. 한국가스공사 물량을 사용하면서 나타나는 직도입사업자 대비 상대적인 가격결위는 사라질 것이며 가동률 상승에 따른 고정비 감소와 SMP 하락보다 빠른 원가절감 수혜가 예상된다.

그림 5. 유틸리티 커버리지 PBR-ROE Chart (2020년 실적 기준)

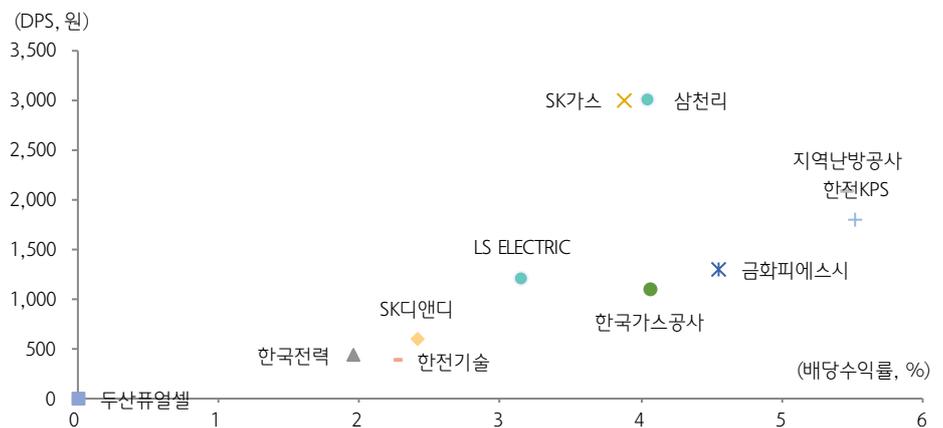
	PBR(배)	ROE(%)
한국전력	0.21	1.72
지역난방공사	0.28	3.10
삼천리	0.22	3.56



자료: 하나금융투자

그림 6. 유틸리티 커버리지 예상배당수익률 (2020년 실적 기준)

	DPS(원)	Yield(%)
한국전력	440	2.0
지역난방공사	2,080	5.5
삼천리	3,000	4.0



자료: 하나금융투자

## 2. 국제유가 하락 = LNG가격 하락 = SMP 하락

### 1) 국제유가 하락 = LNG가격 하락

**국내 도입 LNG 대부분 유가연동계약** 한국가스공사는 국내로 도입되는 LNG 물량을 관리하는 사실상 독점사업자다. 일부 직도입 사업자가 존재하지만 자가소비 목적의 물량만 도입할 수 있기 때문에 사실상 발전용 LNG 가격은 한국가스공사의 물량에 의해 결정된다. Henry Hub 지표에 연동되는 미국산 LNG와 같은 경우가 존재하지만 국내 도입 LNG 대부분은 유가연동계약이다. 따라서 유가 하락은 국내로 도입되는 LNG 가격 하락으로 연결된다.

표 2. 한국의 중장기 LNG 계약(2015년)

구분	생산국	프로젝트	연간 계약물량(만톤)	계약기간	가격공식
장기계약	인도네시아	Arun III	230	'86~'07	ICP 연동
		KOREA II	200	'94~'14	ICP 연동
		BADAKV	100	'98~'17	ICP 연동
		DSLNG	70	'15~'27	JCC 연동
	말레이시아	MLNG II	200	'95~'18	JCC 연동, S-Curve
		MLNG III	200	'08~'28	JCC 연동, DS-Curve
	카타르	RasGas	492	'99~'24	JCC 연동
		RasGas III	210	'07~'26	JCC 연동
		RasGas III	200	'13~'32	JCC 연동
	오만	OLNG	406	'00~'24	JCC 연동
	예멘	YLNG	200	'08~'28	JCC 연동, DS-Curve
	러시아	Sakhalin II	150	'08~'28	JCC 연동, DS-Curve
브루나이	BLNG	100	'97~'18	JCC 연동, S-Curve	
호주 등	SHELL Portfolio#	364	'13~'38	JCC 연동, S-Curve	
	TOTAL Portfolio#	200	'14~'31	JCC 연동, S-Curve	
호주	GLNG	350	'15~'35	JCC 연동, S-Curve	
미국	Sabine Pass	280	'17~'37	HH 연동	
중기계약	호주	NWS	50	'03~'16	JCC 연동, DS-Curve
	말레이시아	MLNG III	200	'03~'10	JCC 연동, S-Curve
	이집트 등	BG Portfolio#	132	'08~'16	HH 연동
	카타르	RasGas III	200	'12~'16	JCC 연동

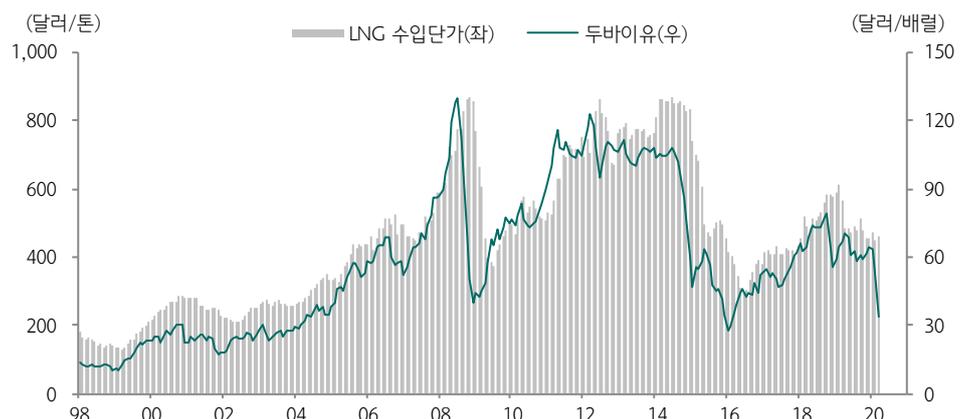
주: ICP(Indonesian Crude Price), JCC(Japanese Crude Cocktail), HH(Henry Hub),  
 자료: 자원환경경제연구 제24권 제4호 "구조변화를 고려한 한국의 LNG 가격 추정", 하나금융투자

그림 7. LNG 수입단가와 두바이유가 추이

LNG 수입단가는 두바이유에 후행

JCC(Japan Crude Cocktail)은 실적 정산 이후 약 2~3개월 뒤에 발표

과거 JCC 적용하여 대금을 지불한 후 실제 JCC 발표되는 3개월 뒤에 정산



자료: 무역협회, Thomson Reuters, 하나금융투자

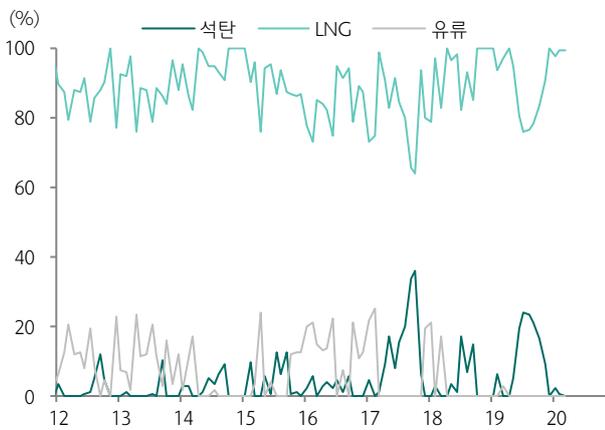
## 2) LNG가격 하락 = SMP 하락

SMP는 계통한계가격  
시간별 수요에서 가장 비싼 변동비를  
가진 발전소가 시장가격을 결정

한계가격 결정 발전기는 대부분 LNG  
따라서 LNG가격과 SMP는 동행

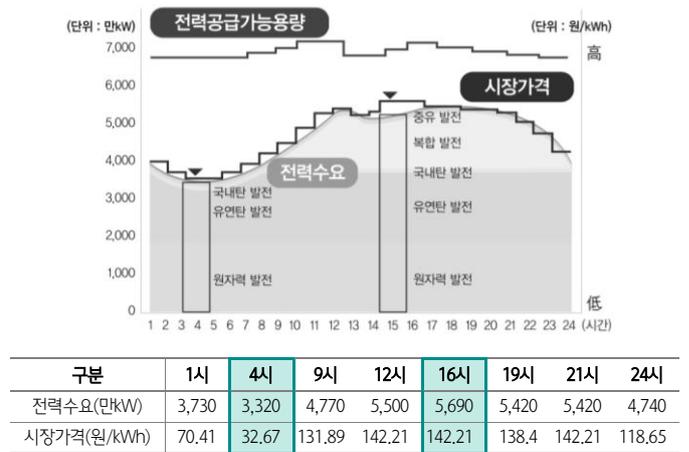
SMP는 계통한계가격이다. 시간대별 수요에 맞춰 급전이 가능한 발전소들 가운데 가장 높은 변동비를 가진 발전기가 한계가격을 결정한다. 한국 전력시장의 급전순위는 원자력, 유연탄, LNG 순서로 심야와 주간 모두 대부분 LNG발전소가 한계가격을 결정했다. 그래서 SMP는 LNG연료비단가와 직접적인 관계를 가지는 것이다. 일시적으로 나타난 낮은 수요와 풍족한 기저발전 예비율로 석탄의 SMP 결정비중이 높아지는 경우가 발생한 적이 있지만 SMP는 가장평균으로 산출되기 때문에 전반적인 가격결정력은 LNG에 있다고 판단해야 한다.

그림 8. 연료원별 SMP 결정비중 (3월 기저전원비중 0.3%)



자료: EPSIS, 하나금융투자

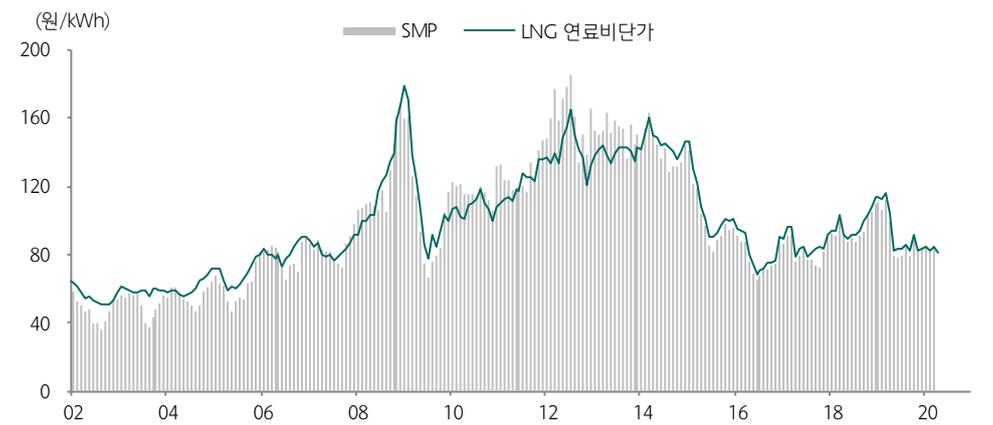
그림 9. SMP 결정방식



자료: 전력거래소, 하나금융투자

그림 10. LNG 연료비단가와 SMP 추이

SMP는 LNG 연료비단가와  
대체로 동행



자료: EPSIS, 하나금융투자

### 3) SMP 하락 = 한국전력 실적개선

연결과 별도 모두 SMP 하락은 변동비 절감으로 실적개선 요인

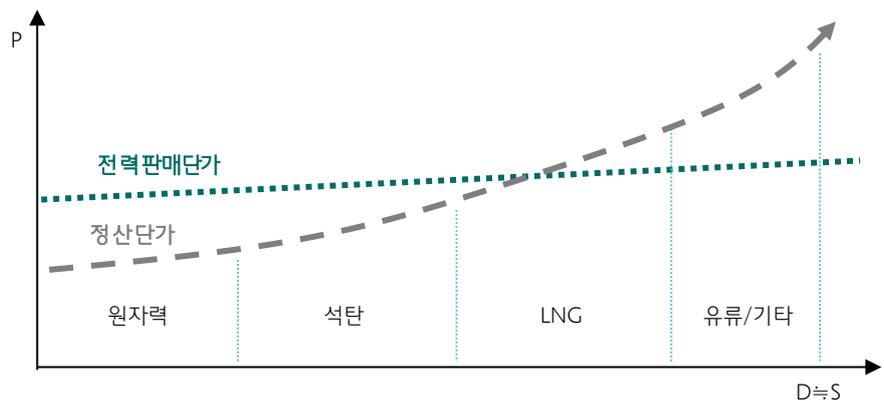
SMP는 전력시장 도매가격으로 한국전력과 발전사업자에게는 반대의 의미로 받아들여진다. 송배전을 담당하는 한국전력(별도)에게는 발전사로부터 전력을 구입할 때 사용되는 비용지표이며 발전사업자에게는 한국전력(별도)에게 전력을 판매하는 대가로 정산을 받는데 사용하는 수익지표이다.

SMP가 한국전력(연결)과 한국전력(별도)의 비용에 미치는 영향이 다르다. 한국전력(연결)의 변동비는 발전자회사가 사용하는 실제 '연료비'와 외부에서 구입하는 '구입전력비'로 구분할 수 있으며 SMP는 '구입전력비'에만 영향을 미친다. 한국전력(별도)은 발전소가 없고 100% 자회사들이 발전소를 갖고 있기 때문에 변동비는 '구입전력비'만 존재한다. 기전은 다르지만 효과는 같으며 SMP가 하락하면 연결과 별도 모두 변동비 절감으로 실적이 개선된다.

그림 11. 전력수요 증감에 따른 한계비용(정산단가)의 변동

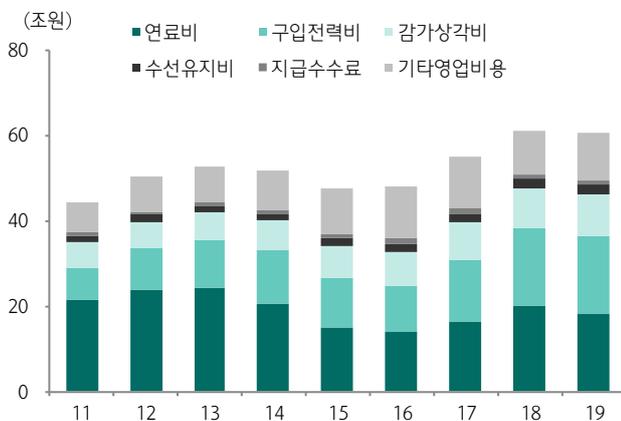
판매단가-소매가격, SMP 영향 없음  
한국전력과 전력수요자의 관계

정산단가-도매가격, SMP 영향 높음  
한국전력과 발전사업자의 관계



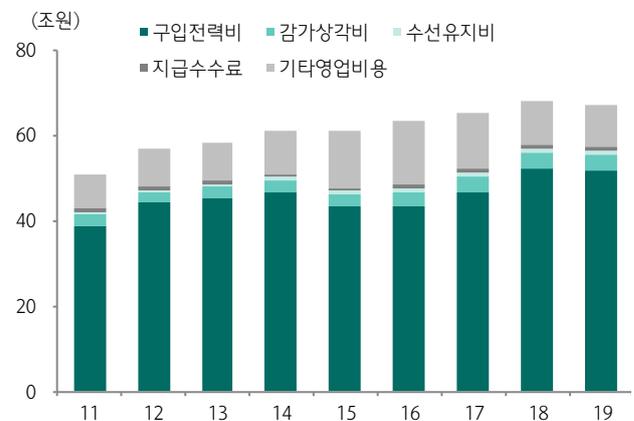
자료: 하나금융투자

그림 12. 한국전력(연결) 영업비용 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 13. 한국전력(별도) 영업비용 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

#### 4) 각기 다르게 읽히는 유가 약세와 SMP 변화

한국전력(별도) 구입전력비는  
발전자회사+민간발전사 매출액

한국전력(연결) 구입전력비는  
민간발전사 매출액

한국전력(연결) 연료비는  
한국전력 발전자회사의 영업비용

한국전력의 실적 측면에서 유가 하락은 항상 좋은 이슈다. 별도 기준으로는 SMP 하락으로 구입전력비가 감소하기 때문에 순이익 개선에 따른 배당여력이 확대된다. 연결 기준으로는 사회사가 사용한 연료비가 절감되는 효과가 있으며 SMP 하락으로 구입전력비도 감소한다.

반면 유가 약세는 LNG 발전사의 매출과 비용에 함께 영향을 미친다. 전력판매량과 SMP의 곱으로 단순화하면 유가 약세에 따른 SMP 하락은 판매가격 하락으로 매출감소 요인이다. 한편 LNG 연료비단가 하락은 연료비 절감에 따른 영업비용 개선으로 연결된다.

이번 유가 급락과 SMP 하락은 LNG 발전사업자들에게 특별한 이벤트로 작용할 전망이다. 특히 민간발전사업자에게 중요한 변화로 다가올 것이다. 매출액 감소보다 원가절감 효과가 더욱 크게 작용할 수 있는 조건이 마련될 것으로 예상되기 때문이다.

그림 14. 유가 하락이 한국전력 실적에 미치는 영향

소매판매가격=전기요금  
유가 영향 없음

영업비용=연료비/구입전력비  
유가 영향 존재

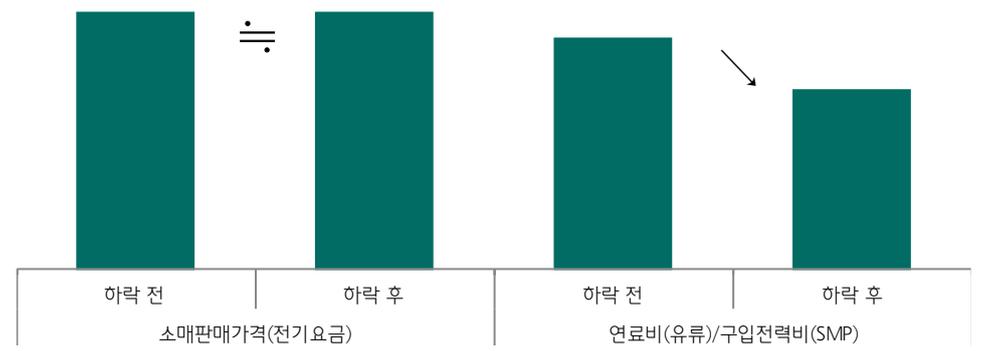
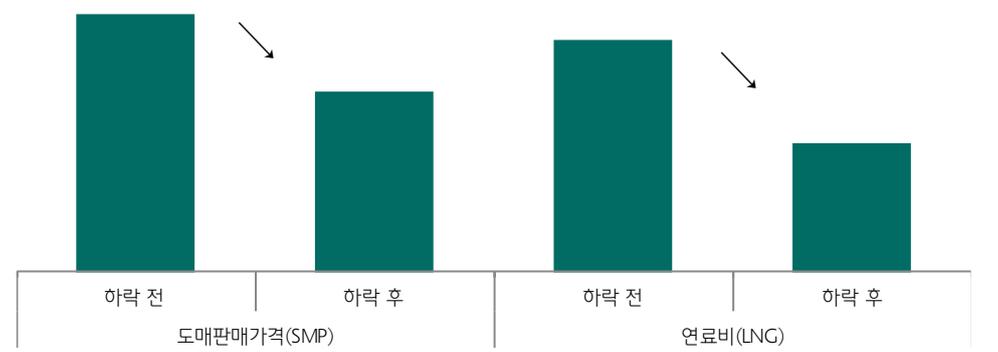


그림 15. 유가 하락이 LNG발전사 실적에 미치는 영향

도매판매가격=SMP  
유가 영향 존재

영업비용=연료비  
유가 영향 존재



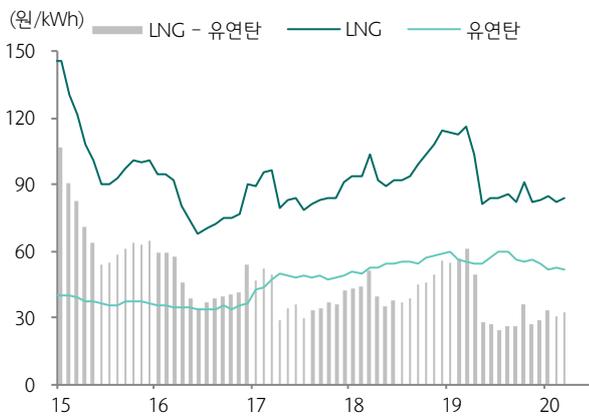
### 3. 변화가 찾아올 여름

#### 1) 발전용 유연탄과 LNG 가격 비교

올해 하반기 석탄-LNG 연료비단가 역전 가능성 높음

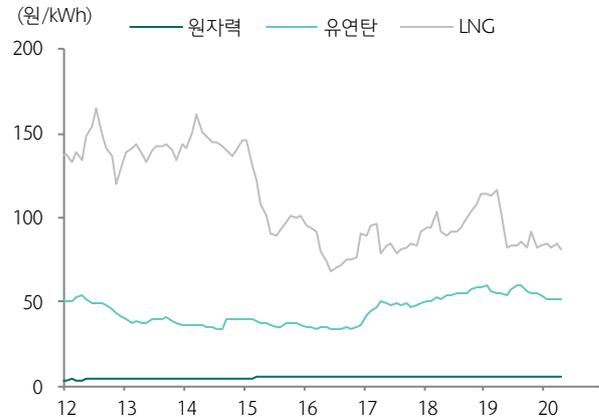
2020년 4월 유연탄과 LNG 연료비단가는 각각 52.0원/kWh, 80.9원/kWh으로 차이는 28.92원/kWh이다. 월별로 격차가 가장 낮았던 2019년 7월보다 높지만 국제유가 하락으로 향후 축소될 전망이다. 발전용 유연탄 가격도 하락추세를 보이고 있지만 LNG 가격에 선행하는 유가는 그보다 더 빨리 큰 폭으로 급락했기 때문이다. 4~6개월 시차를 감안하면 올해 8~9월 사이에 LNG 연료비단가의 빠른 하락이 확인될 것이다.

그림 16. 유연탄-LNG 연료비단가 격차 (4월 28.92원/kWh)



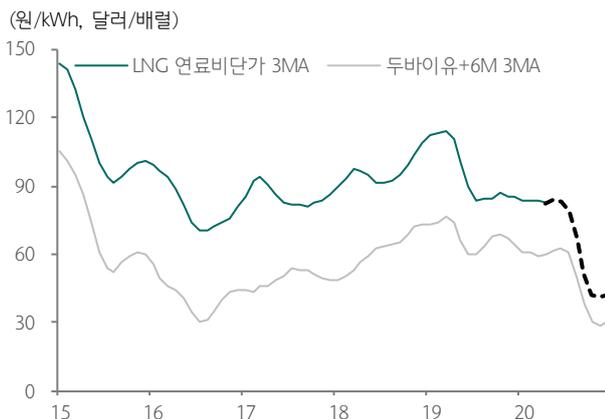
자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 17. 연료비단가 (4월 LNG YoY -22.1%)



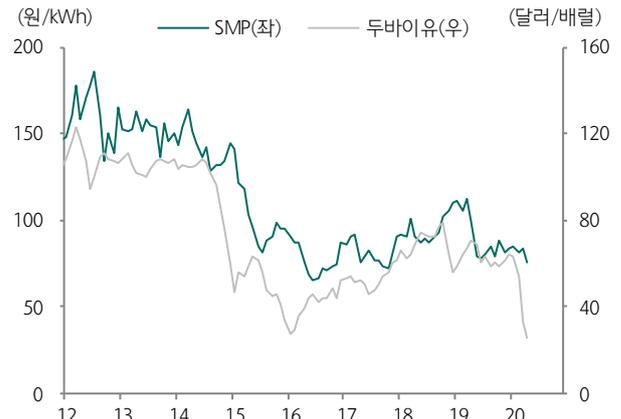
자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 18. 시차(6개월) 반영한 연료비단가, 국제유가 이동평균(3개월)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 19. SMP와 국제유가 (4월 SMP YoY -24.2%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

## 2) 여름철 급전순위 역전 가능성 존재

8~9월 석탄과 LNG 연료비단가 각각 43원/kWh, 41원/kWh 전망

발전용 연료 제세부담금을 보면 유연탄에 부과되는 세금 비중이 훨씬 크다. 4월 연료비단가 기준으로 세금을 제외한 발전용 유연탄의 연료비단가는 34.6원/kWh으로 추정된다. 2020년 1월~2020년 3월 호주산 발전용 유연탄 가격은 톤당 평균 67.8달러였고 최근 톤당 50달러 수준까지 하락했다. 하락폭을 적용하면 연료비단가는 43원/kWh 정도까지 하락할 수 있다.

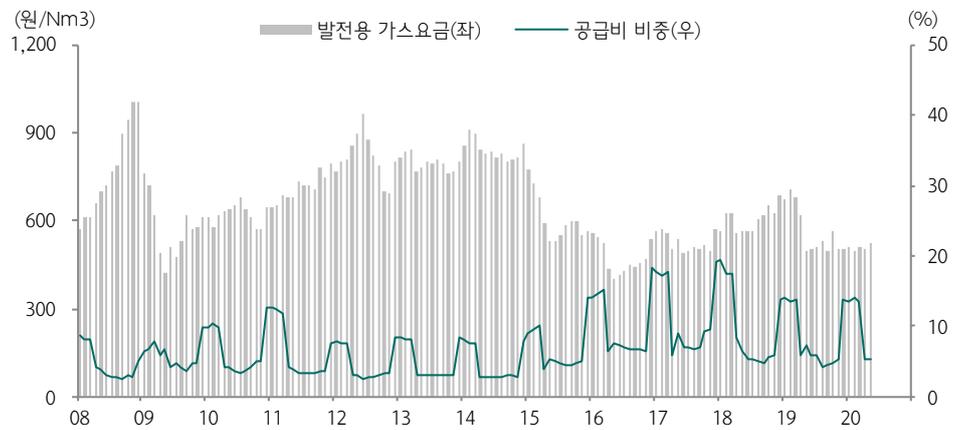
발전용 LNG 가격은 원료비와 공급비로 구분된다. 4월 가스요금 기준 원료비 비중은 95%로 대부분을 차지한다. 세금과 공급비를 제외한 LNG 연료비단가는 74.4원/kWh로 추정된다. 2019년 12월~2020년 1월 두바이 유가는 배럴당 평균 64달러이며 배럴당 30달러 수준이 유지될 경우 향후 41원/kWh까지 하락할 수 있다.

그림 20. 발전용 천연가스 요금과 공급비 비중 추이

천연가스 공급비용은 총괄원가에서 원료비를 제외한 원가

발전용과 도시가스용(일반용, 냉난방 공조용, 산업용, 열병합용) 계절별로 차등 적용

최성수기(12월~3월)에 높고 나머지 기간은 낮게 형성



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

표 3. 발전부문 제세부담금 현황

구분		원자력(우라늄, 원/kWh)	발전용 유연탄(원/kg)	발전용 LNG(원/kg)	발전용 중유(원/L)
조세(국세+지방세)	관세	면세	면세	3%(할당관세 2%)	3%(수입가격)
	개별소비세(원/kg)	면세	46(기본세율)	12	17
	교통·에너지·환경세	-	-	-	-
	교육세(탄력세율)	-	-	-	2.55
	지방주행세	-	-	-	-
	부가가치세	실효세율 면세	실효세율 면세	실효세율 면세	실효세율 면세
	지역자원시설세(원/kWh)	1.0	0.3	0.3	0.3
부담금	수입부과금(원/kg)	-	-	3.8	16
	품질검사수수료	-	-	-	0.469
	안전관리부담금	-	-	5.5(발전용 면세)	-
	판매부과금	-	-	-	-
	전력산업기반기금	-	-	-	-
	사업자지원사업(발주법)	0.25	-	-	-
	원자력연구개발기금	1.2	-	-	-
	사용후핵연료관리부담금	4.41	-	-	-
	원자력안전관리부담금	0.48	-	-	-
제세부담금 총계(관세/지역자원시설세 제외)		7.34	46	15.8	36.02
제세부담금 총계(관세 제외)		7.34원/kWh	17.43원/kWh	2.24원/kWh	8.24원/kWh

자료: 에너지경제연구원, 하나금융투자

### 3) LNG발전소: SMP 하락을 극복할 가동률 상승

과거에는 가격경쟁력 우위를 가진  
직도입발전소가 높은 가동률 기록

연료비단가 역전되면 가스공사 물량  
사용하는 LNG발전소도 가동률 상승

그 동안 LNG발전소는 전력시장에서 소외되어왔다. 급전순위에 포함되어도 지속적인 가동이 아니라 첨두수요에 맞춘 단발적 기동에 그치는 경우가 많았다. 실제 소요된 비용보다 SMP 기반 변동비 정산의 규모가 작았기 때문에 가동률과 영업적자가 비례하는 상황이 발생했던 것으로 파악된다. 같은 LNG일지라도 가격경쟁력을 확보한 일부 직도입사업자의 경우 SMP 결정범위에서 벗어나 높은 가동률로 고정비 부담을 절감하는 가운데 SMP와 실제 연료비의 격차만큼 초과이익을 기록했다. 가스공사 물량을 사용하는 LNG발전사는 상대적으로 높은 연료비로 한계가격을 결정해오면서 간헐적 기동에 따른 역마진 가능성에 노출되었다.

향후 직도입사업자와 가스공사 물량을 사용하는 발전사 변동비에 어느 정도 격차가 발생할 것인지는 추정하기 어렵다. 미국 Henry Hub와 아시아 Spot LNG 가격도 mmbtu당 2달러 수준까지 급락했기 때문이다. 중요한 점은 발전용 유연탄 대비 갖는 변동비 경쟁력과 그에 따른 수혜다. SMP 가격결정이 전반적으로 유연탄 발전소 수준에서 결정되면 SMP와 실제 연료비 격차의 수혜를 모든 LNG발전사가 누릴 수 있을 것이다.

SMP 약세에 따른 매출액 감소는 가동률 상승으로 극복할 수 있다. SMP 상단을 유연탄이 결정할 경우 SMP 하락폭의 한계가 존재하는 반면 연료비는 유가 하락만큼 절감될 수 있다. 급전순위 역전으로 가동률이 상승하면 고정비 부담이 낮아지면서 마진은 상승할 전망이다.

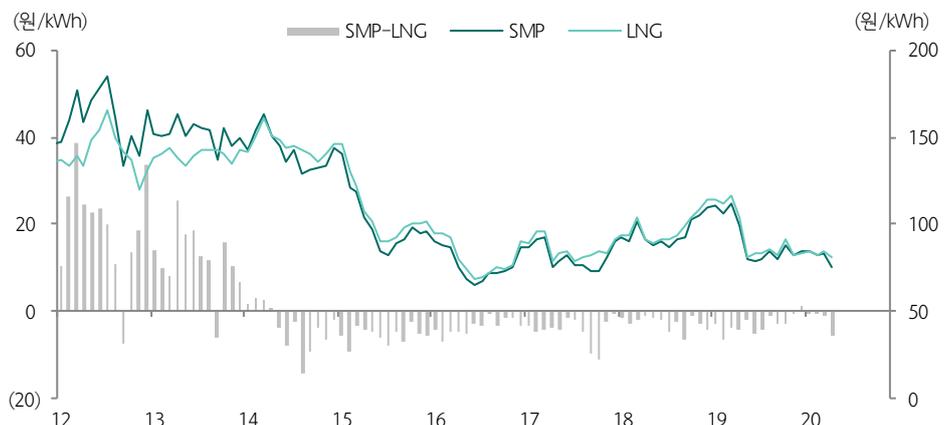
표 4. 전력시장 정산금 산정 기본개념

구분		가격결정발전계획 포함 여부		
		발전계획 O	발전계획 X	
입찰	발전 O	SEP + CP	발전사 요청	계통제약
			GSCON + CP	SCON + CP
	GSCON = MIN(시장가격, 변동비)	SCON = MAX(시장가격, 변동비)		
	발전 X	COFF + CP	CP	

자료: 정산규칙 해설서, 하나금융투자

그림 21. SMP와 LNG 연료비단가 추이

2014년 이후 SMP는 거의 대부분  
LNG연료비단가를 상회



자료: EPSIS, 하나금융투자

#### 4) 석탄발전소: 원가절감보다 빠른 매출감소

급전순위 역전은 석탄발전소에 불리

다만 국내 화력발전소는 거의 대부분 한국전력 발전자회사 소유

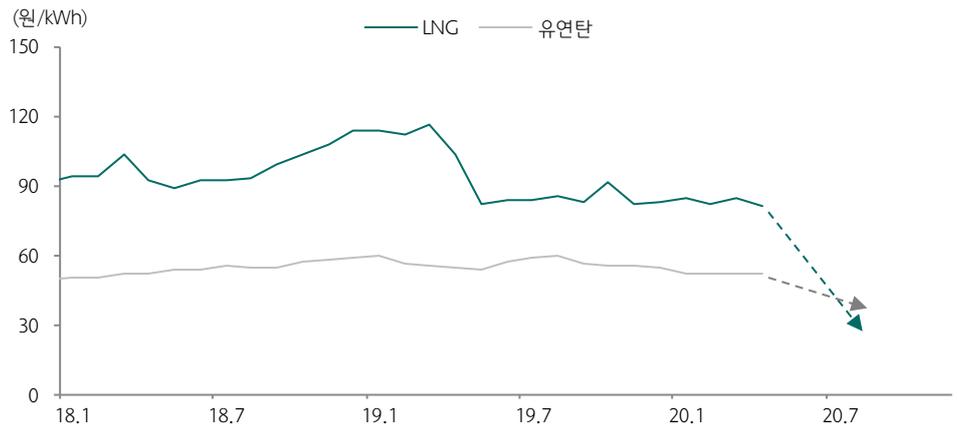
개별 발전자회사 실적은 악화되지만 한국전력(연결) 실적은 영향 제한적

석탄발전소의 경우 SMP에 정산조정계수로 보정을 가한 결과를 기준으로 정산을 받아왔다. SMP대로 지급할 경우 한국전력과 발전사업자간의 재무불균형이 심화되기 때문이다. 민간 석탄발전사인 GS동해전력의 북평화력발전소도 정산조정계수를 적용하고 있는 것으로 파악된다. 재무불균형은 발전사업자의 초과이익으로 발생한다. 하지만 석탄의 급전순위가 LNG보다 낮아진다면 재무불균형이 발생할 수 없고 정산조정계수의 존재 의미가 희석된다.

한국수력원자력을 제외한 나머지 한국전력 발전자회사 실적은 석탄발전소 비중이 높을수록 악화될 가능성이 높다. SMP가 유연탄 변동비 수준에서 결정된다면 과거에 LNG발전소가 걸어왔던 고난의 길을 이제 석탄발전소가 걷게 될 것이기 때문이다. 물론 한국전력의 실적은 연결과 별도 모두 개선될 것이다. 석탄이 LNG보다 경쟁력이 낮아질지언정 연료비단가 하락 그 자체로서 비용절감에 유의미하기 때문에 연료비 감소에 따른 연결 실적 개선이 가능하다. 별도는 SMP 하락에 따른 구입전력비 감소로 이익개선과 배당여력 증가가 예상된다.

그림 22. LNG와 유연탄 연료비단가 추이 및 전망

시차 감안하면 8~9월부터 역전 예상

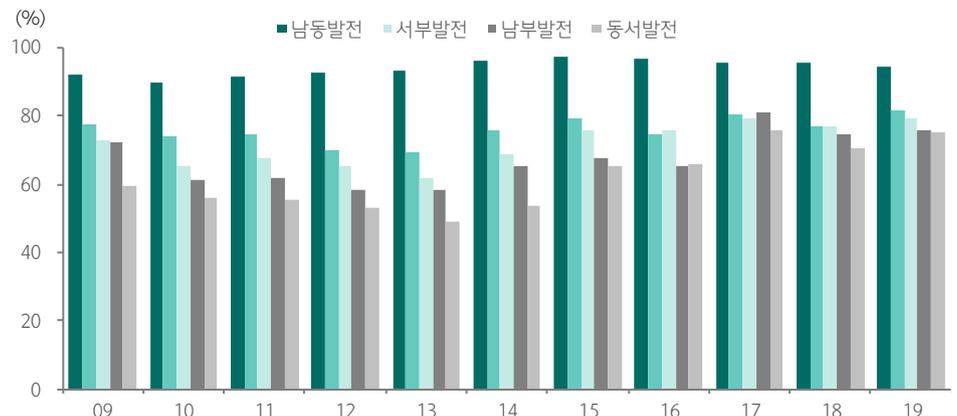


자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 23. 한국전력 발전자회사 석탄발전량 비중 추이

2019년 발전량(무연탄+유연탄) 비중

- 남동발전 94.3%
- 동서발전 81.4%
- 중부발전 79.5%
- 서부발전 75.6%
- 남부발전 74.9%



자료: 한국전력, 하나금융투자

## 4. LNG 전성시대의 재림인가? 아니면 한여름 밤의 꿈인가?

### 1) 2011~13년: 공급부족 & 수요증가

전력수급 불균형

SMP 상승 & 가동률 상승

과거 LNG 발전소의 전성시대가 있었다. 2011~13년 민간 LNG 발전사업자들은 유의미한 실적개선을 달성했다. 고유가에 의한 LNG 발전소의 원가 상승 이슈에도 불구하고 실적이 개선되었던 이유는 두 가지 요인이 원인으로 작용했기 때문이다. 공급부족과 수요증가다.

2011년에 전력수요가 급증했지만 발전설비 공급은 그에 미치지 못했다. 순환정전이 발생할 정도로 수요가 늘어나면서 LNG 발전소의 가동률은 급격히 상승했다. SMP도 급등했는데 고유가에 따른 LNG 연료비단가 상승효과뿐만 아니라 수요급증으로 저효율 고비용 발전기도 급전순위에 포함되었기 때문이다.

결국 원가 상승을 극복하는 가동률 상승이 있었고 값비싼 발전소들이 SMP를 대신 결정했기 때문에 실적개선이 가능했다. 이는 2013년까지 지속되었고 이후 전력수급기본계획에 따른 설비공급 증가와 맞물리며 전력수급 불균형에 따른 초과이익 요인은 점차 해소되었다.

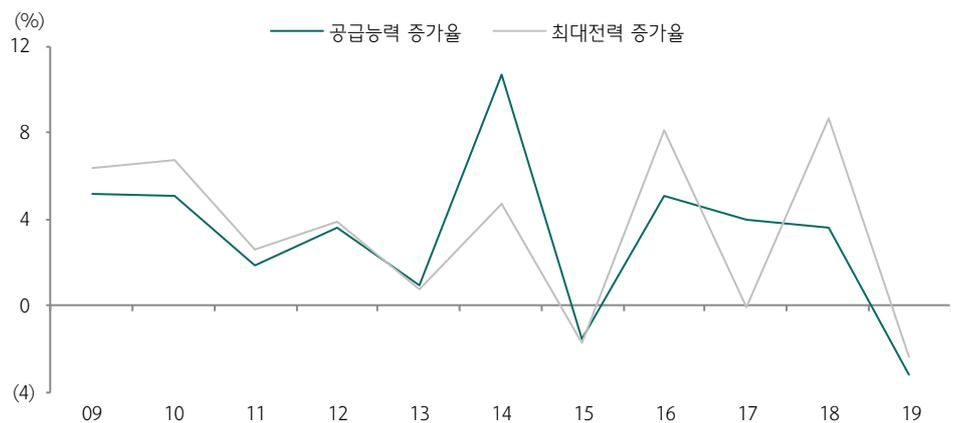
그림 24. 공급능력과 최대전력 증가율

2012년 이전까지

공급능력증가 < 최대전력증가

2013년 이후부터

공급능력증가 > 최대전력증가



자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 25. 6차 전력수급기본계획 신규 건설의향 구성

전력수급기본계획 차수별

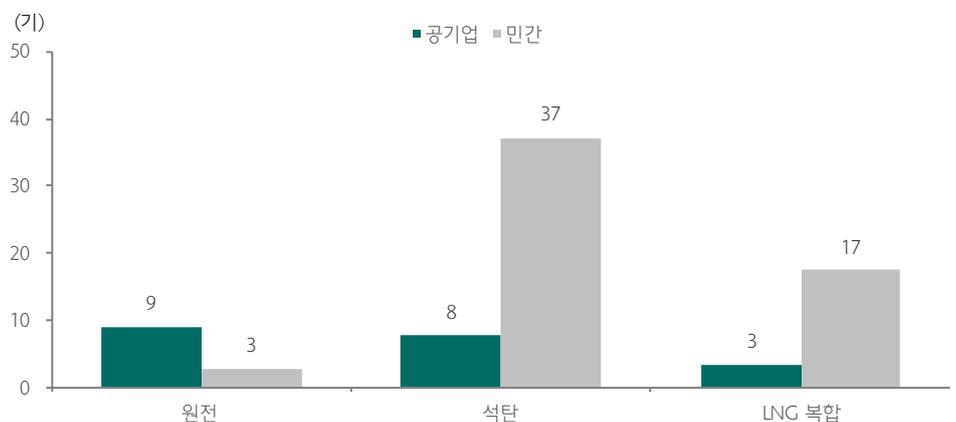
발전소 건설의향(기존+신규) 추이

3차 52GW

4차 55GW

5차 49GW

6차 116GW



자료: 산업부, 하나금융투자

## 2) 2020년: 유가 급락에 따른 연료비단가 변화

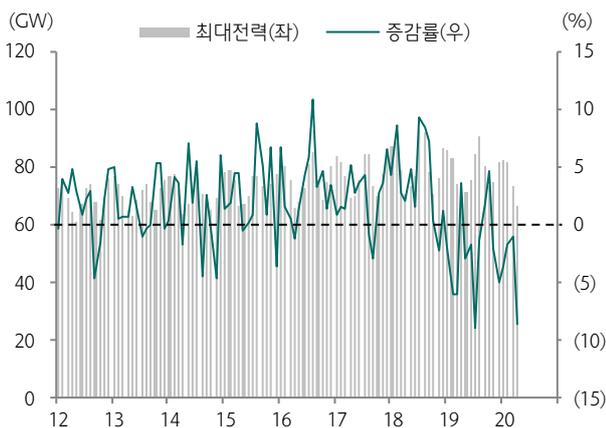
### 연료비단가 변화

### SMP 하락 & 가동률 상승

2020년은 과거와 다소 다른 환경이 펼쳐지고 있다. 우선 전력수요는 경기둔화와 코로나19 확산으로 급감하고 있다. 여름철 이상기온으로 고온이 지속되면 냉방수요가 증가할 여지가 있지만 전반적인 산업생산 둔화의 영향이 더 큰 상황이다. 반면 공급능력은 넉넉하다. 미세 먼지 계절관리제로 석탄발전소 이용률이 급감하고 예방정비 지연으로 원전 이용률도 하락한 3월의 경우에도 최대수요 기준 공급예비율은 두 자리 수를 기록했다.

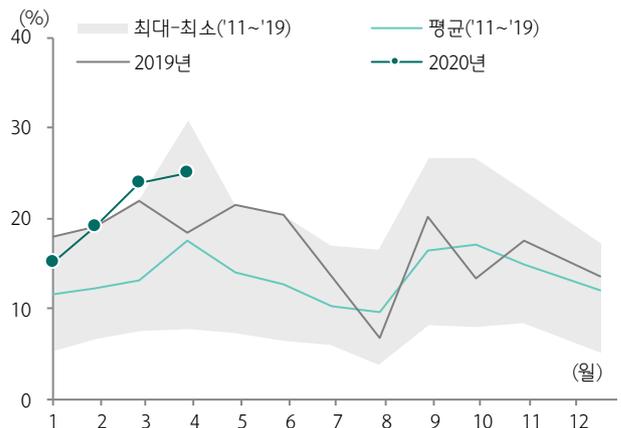
올해 나타날 변화는 수급 이슈와는 거리가 멀다. 지나치게 하락한 국제유가와 이전부터 누적되어온 유연탄 개별소비세 증가가 맞물려 나타나는 현상이다. 2011~13년 전력시장에서 SMP를 결정했던 저효율 고비용 LNG 발전소의 희생적인 역할을 이제 석탄발전소가 수행할 것이다. 과거와 달리 매출액은 모두 감소하는 가운데 원가가 보다 더 빨리 많이 하락하는 LNG 발전소에서 가동률 상승이 나타날 전망이다. 방향은 다르지만 결과는 비슷하다.

그림 26. 월별 최대전력 (4월 YoY -8.6%)



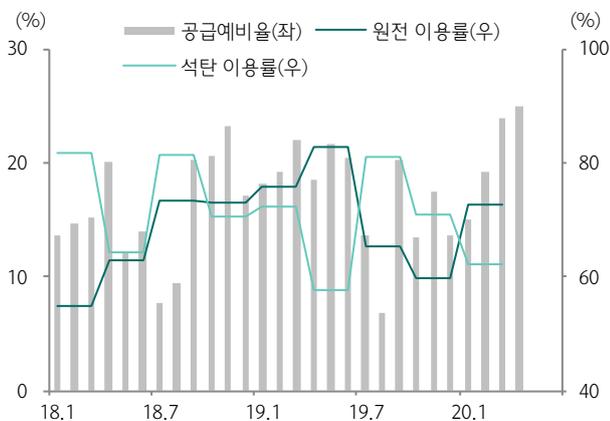
자료: EPCS, 하나금융투자

그림 27. 월별 공급예비율 (4월 최대수요 기준 23.9%)



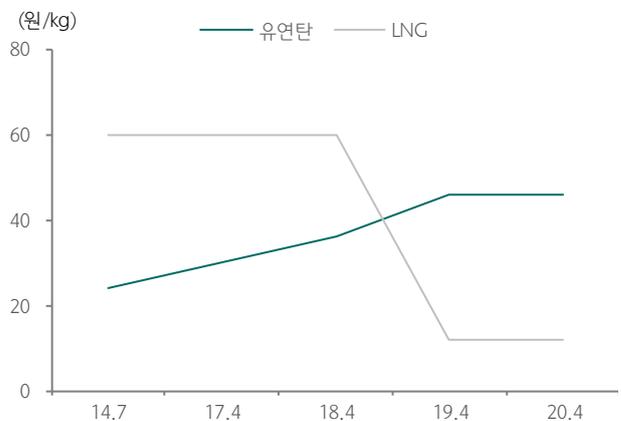
주: 최대전력일 기준. 자료: EPCS, 하나금융투자

그림 28. 기저발전소 이용률과 예비율 추이



주: 1Q20 예비율은 추정치. 자료: 한국전력, EPCS, 하나금융투자

그림 29. 발전용 에너지원 개별소비세 추이



주: 유연탄은 순발열량에 따른 탄력세율 적용. 자료: 산업부, 하나금융투자

### 3) 관건: 저유가 지속여부 및 기간

한국전력 영업실적은 결과론적으로 주어진 환경의 결과물

저유가 국면의 지속 여부와 기간이 향후 실적을 좌우할 것

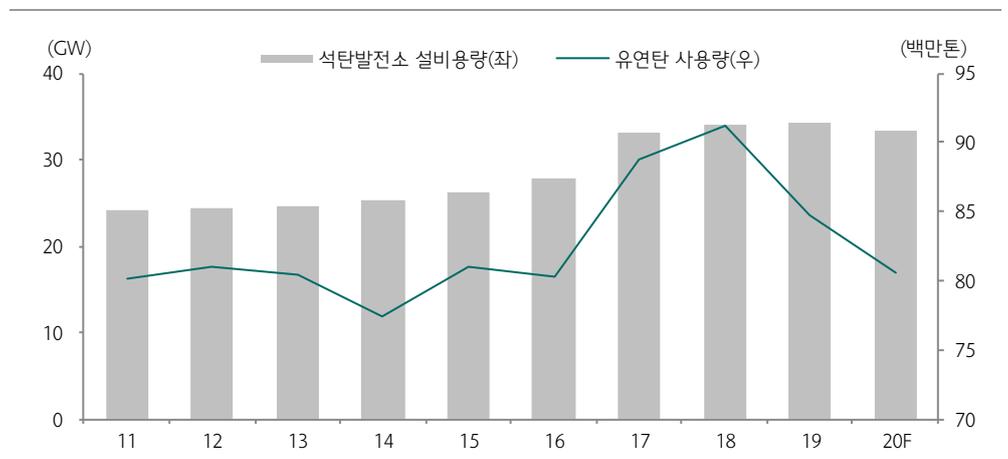
석탄과 LNG의 급전순위 역전은 환경급전 달성과 동의어다. 과거 원가흐름에서 환경급전을 달성하려면 발전용 유연탄에 대규모 패널티를 부여하여 LNG 가격만큼 억지로 끌어올려야만 가능했었다. 한국전력 발전자회사 연간 발전용 유연탄 소모량 8천만톤 기준으로 개별소비세 10원/kg 인상은 0.8조원 비용부담 증가로 연결된다. 유연탄과 LNG의 연료비단가 격차를 30원/kWh으로 가정한다면 이를 극복하는데 소요되는 비용은 대략 6조원 규모다. 환경급전 달성을 위해서 전기요금 두 자리 수 인상, 신규 원자력발전소 다수 도입 등 쉽게 이뤄질 수 없는 비현실적인 가정들이 필요할 정도로 돈이 많이 드는 숙원이었다.

이번 여름에 역사적인 변화가 달성될 수 있는 환경은 그냥 주어진 것이다. 물론 유연탄 개별 소비세가 꾸준히 인상된 영향으로 가격격차가 일부 해소된 부분은 부정할 수 없는 사실이다. 하지만 상상하기 힘든 급격한 유가하락이 없었다면 급전순위 역전을 기대라도 해볼 수 있는 조건조차 마련되지 않았을 것이다. 결국 관건은 저유가 지속여부와 그 기간이다. 짧은 시간 내에 국제유가가 반등하거나 석탄가격이 급락한다면 급전순위 역전은 그만큼 짧은 일회적인 이벤트에 그칠 것이다. 반면 올해가 아닌 2021년 상반기까지도 원가지표 흐름에 큰 변화가 없을 경우 LNG 발전소는 유례없는 대규모 실적개선이 가능할 것이며 한국전력도 총괄원가에서 보장하는 적정수익률 이상의 ROE를 달성할 수 있다

2019년부터 미세먼지 관련 정책 영향으로 석탄발전소 이용률 하락 그럼에도 연간 8천만톤 이상은 지속

향후 신규 석탄발전소 도입에도 조기 폐쇄 등의 영향으로 유연탄 사용량은 크게 증가하지 않을 것으로 전망

그림 30. 한국전력 발전자회사 유연탄 사용량 추이



자료 하나금융투자

표 5. 환경급전(연료비단가 역전) 달성을 위한 소요비용 추정

	LNG	유연탄
2020년 4월 연료비단가	80.91원/kWh	51.99원/kWh
연료소비율(개별소비세법)	0.13kg/kWh	0.375kg/kWh
연료비단가 격차	-	28.92원/kWh
<b>연료비단가 격차(연료소비율 적용 원/kg 환산)</b>	-	<b>77.12원/kg</b>
한국전력 발전자회사 석탄소모량(2020년 추정)	-	<b>8000만톤</b>
<b>유연탄 세금 부과를 통한 환경급전 소요비용</b>	-	<b>약 6.2조원</b>

자료: 산업부, 한국전력, 하나금융투자

#### 4) 변수: 배출권비용 변화와 발전원별 시장분리 여부

전력시장 입장에서 온실가스 배출이 적은 LNG 발전량 증가는 긍정적인

한편 발전사 입장에서 발전량 증가로 온실가스배출권 수요도 늘어나면서 비용부담이 상승하는 딜레마 존재

정부의 석탄발전 제한 정책은 명확 다만 전력시장 제도측면에서의 개편 방향은 아직 정해지지 않았음

만약 기저발전과 일반발전 시장분리 또는 석탄화력발전량 총량규제 등이 도입될 경우 지금까지 언급한 내용은 의미가 없어지게 될 것

급전순위 역전은 기존에 예상하지 못했던 갑작스러운 변화다. 이미 주어진 규제환경과 결이 다르기 때문에 나타날 부작용에 대한 점검이 필요하다. 온실가스 배출권 할당은 기존 발전량 기준으로 이뤄졌기 때문에 예상과 다른 발전량 증가는 추가적인 배출권 수요로 이어질 수 있다. LNG는 유연탄 대비 친환경적으로 간주되기 때문에 급전순위 역전에 따른 석탄발전량 대체 온실가스 배출량 감축에 긍정적이지만 비용부담은 오히려 LNG 발전사에게 집중되는 모순이 나타날 가능성이 높다. 반면 석탄발전소 발전량이 감소할 경우 오히려 무상할당량이 남아서 수익성이 개선될 여지가 있다. 이러한 상황이 발생한다면 LNG 발전사의 수익성은 연말로 갈수록 하락하게 될 것이며 반대로 한국전력의 실적은 보다 빠르게 개선될 것이다.

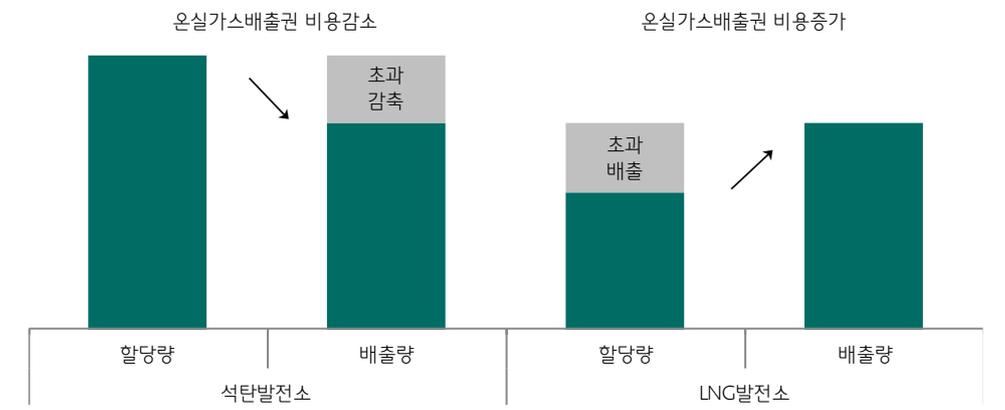
변동비 기준으로 운영되는 한국 전력시장의 논리상으로 급전순위 역전이 당연한 사실처럼 예상되지만 의외의 변수가 발생할 가능성도 없지 않다. 원자력과 석탄이 기저발전 시장으로 분리되었던 과거의 규제가 재현될 경우 급전순위 역전이라는 개념이 성립되지 않을 수 있다. 석탄발전량 총량규제 등도 마찬가지로 맥락으로 해석된다. 지금까지 언급했던 모든 변화와 비용절감 수혜 여부는 현재 규제가 유지된다는 가정에서만 성립되는 것이다. 물론 전력시장 규제변화는 당장 현실화되기 어렵기 때문에 적어도 올해 하반기와 내년 상반기까지 걱정할 이유는 없다. 지금은 곧 다가올 여름 전력시장에서 어느 정도의 변화가 나타날 것인지 기대하며 기다리는 것에 집중하는 것만으로도 충분하다.

그림 31. 급전순위 역전에 따른 온실가스배출권 관련 비용 변화 전망

급전순위 역전 → LNG 발전량 증가

이는 기존에 할당된 온실가스배출권 대비 더 많은 배출권 확보를 강제

예상 외의 비용발생 가능성 높음



자료 하나금융투자

## Top Pick 및 관심종목

---

한국전력 (015760)	21
SK가스 (018670)	25
지역난방공사 (071320)	29
삼천리 (004690)	33

2020년 5월 8일

# 한국전력(015760)

## 불황을 먹고 자라는 실적

### 목표주가 30,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력의 목표주가 30,000으로 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2020년 BPS에 PBR 0.28배를 적용했다. 원가부담 완화에 따른 실적개선 기대감을 반영했다. 2015~16년 수준에 비견할만한 비용절감 모멘텀에 버금가는 유례없는 환경이 조성되고 있다. 산유국 치킨게임 재개와 코로나19 확산은 원자재 가격 하락을 촉발했다. 최근 유연탄까지 약세 흐름을 보이는 중이다. 유일하게 악화된 지표는 원/달러 환율이며 그마저도 부담이 크지 않다. 원전은 한빛 #3,4 지연으로 극적인 이용률 회복은 기대하기 어렵겠지만 월성 #3, 신고리 #3가 예정보다 일찍 정비를 마친 부분은 긍정적이다. 시차로 희석된 이익개선 모멘텀은 시간이 흘러 여름에 가까워질수록 선명해질 것이다. 2020년 실적 기준 PBR은 0.21배로 저평가다.

### 2020년 하반기 영업이익 1.6조원(YoY +164.0%) 전망

올해 하반기 매출액은 30.5조원으로 전년대비 1.2% 감소할 전망이다. UAE사업 매출이 감소하고 판매량도 부진하기 때문이다. 영업이익은 2.8조원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 유가와 석탄가격 모두 약세를 보이고 있어 연료비 절감이 예상되고 SMP 하락에 따른 구입전력비 감소가 전망된다. 환율은 전년대비 부담이지만 전반적인 비용절감 모멘텀이 훨씬 압도적이다. 코로나19가 지속될 경우 여름철 전기요금 인하 관련한 노이즈가 발생할 여지가 있지만 만약 발생하더라도 일시적일 것이며 지금은 증익에 집중할 시점이다.

### 급전순위 역전 여부와 관계없이 실적개선은 현재 진행중

급전순위 역전은 SMP의 상단을 LNG가 아닌 석탄발전이 결정한다는 측면에서 구입전력단가 하락 하한치는 명확하다. 석탄보다는 LNG발전소에서 수익성 개선이 명확하게 나타나겠지만 전반적인 전력시장의 원가절감은 한국전력 실적에 분명 긍정적이다. 저유가 지속기간 그리고 여름까지 남은 3개월의 시간이 관건이다. 불황이 증익의 원천이며 경제활동 정상화로 원자재 수요가 살아날 경우 실적개선 모멘텀은 둔화될 수 있다.

### Top Pick

**BUY**

| TP(12M): 30,000원(상향) | CP(5월7일): 22,450원

#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,928.61
52주최고/최저(원)	29,250/16,250
시가총액(십억원)	14,412.1
시가총액비중(%)	1.20
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균거래량(천주)	3,666.4
60일 평균거래대금(십억원)	77.6
20년 배당금(예상,원)	440
20년 배당수익률(예상,%)	1.96
외국인지분율(%)	22.16
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	7.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.6 (16.7) (19.7)
상대	10.3 (7.4) (9.3)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,804.7	59,613.1
영업이익(십억원)	2,750.7	3,418.6
순이익(십억원)	978.3	1,423.9
EPS(원)	1,478	2,201
BPS(원)	106,292	107,821

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,190.5	58,061.4	58,012.8
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,294.7	5,113.2	4,199.2
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	1,777.6	3,598.2	2,766.3
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,169.1	2,366.5	1,819.4
EPS	원	(2,048)	(3,654)	1,821	3,686	2,834
증감률	%	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
PER	배	N/A	N/A	12.33	6.09	7.92
PBR	배	0.30	0.26	0.21	0.20	0.20
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.59	5.05	5.42
ROE	%	(1.86)	(3.42)	1.72	3.39	2.55
BPS	원	108,641	105,140	106,961	110,208	112,352
DPS	원	0	0	440	690	590



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

## 2020년 하반기 영업이익 1.6조원(YoY +164.0%) 전망

2020년 하반기 실적전망  
 매출액 30.5조원(YoY -1.2%)  
 영업이익 2.8조원(흑자전환)

올해 하반기 매출액은 30.4조원으로 전년 대비 1.2% 감소할 전망이다. UAE 원자력 발전소 준공 시점이 다가옴에 따라 매출이 감소하는 가운데 올해는 전력판매실적도 부진하기 때문이다. 영업이익은 2.8조원으로 전년 대비 흑자전환이 예상된다. 유가와 석탄가격 모두 약세 흐름을 보이고 있어 연료비 절감이 예상된다. 시차를 두고 나타날 SMP 하락에 구입전력비 감소도 전망된다. 환율은 전년 대비 부담이지만 전반적인 비용절감 모멘텀이 훨씬 압도적인 상황이기 때문에 우려는 제한적이다. 코로나19가 지속될 경우 여름철 전기요금 인하 관련한 노이즈가 발생할 여지가 있지만 만약 발생하더라도 일시적일 것이며 지금은 증익에 집중할 시점이다.

표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	148,988	128,198	156,888	147,830	(2.3)	(0.3)
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	141,810	121,174	150,349	138,575	(1.8)	2.0
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,178	7,024	6,540	9,255	(11.5)	(30.8)
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	5,672	(379)	26,487	1,166	흑전	흑전
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	38,390	35,434	44,066	41,627	(23.5)	(13.1)
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	50,129	36,358	29,793	29,171	(9.5)	11.3
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	54,796	56,784	56,543	75,866	3.0	(28.0)
세전이익	(7,956)	(7,502)	3,067	(20,268)	3,375	(4,350)	21,874	(3,123)	흑전	흑전
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	2,220	(2,861)	14,386	(2,054)	흑전	흑전
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	3.8	(0.3)	16.9	0.8	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	2.3	(3.4)	13.9	(2.1)	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	1.5	(2.2)	9.2	(1.4)	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,366	121,294	132,833	125,202	(2.0)	5.5
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	106	100	113	111	0.2	(3.3)
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,192	1,220	1,220	1,220	6.0	1.4
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	126	130	133	133	(7.3)	(4.6)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	636	629	517	506	(26.8)	(3.3)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



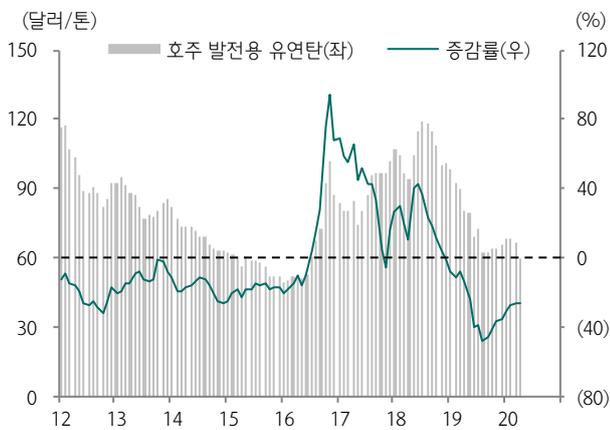
자료: 한국전력, 하나금융투자

## 실적개선은 급전순위 역전 여부를 떠나 이미 진행되는 중

경기둔화 지속 여부가  
한국전력 실적에 가장 중요한 부분

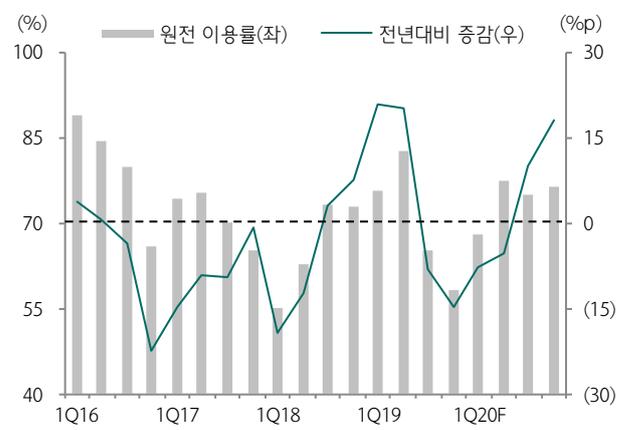
급전순위 역전은 SMP의 상단을 LNG가 아닌 석탄발전이 결정한다는 측면에서 구입전력비 절감의 하한 한계치는 명확하다. 석탄보다는 LNG발전소에서 수익성 개선이 명확하게 나타나겠지만 전반적인 전력시장의 원가절감은 한국전력 실적에 분명 긍정적이다. 저유가 지속 기간 그리고 여름까지 남은 3개월의 시간이 관건이다. 한국전력 자체적인 실적개선 모멘텀 확보는 기대하기 어렵다. 모든 실적은 외부변수 변화가 반영되면서 나타나는 수동적인 흐름이다. 2020년 하반기부터 나타날 기대감의 원천은 경기둔화이며 경제활동 정상화로 원자재 수요가 살아날 경우 실적개선 모멘텀은 둔화될 수 있다.

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (4월 YoY -25.8%)



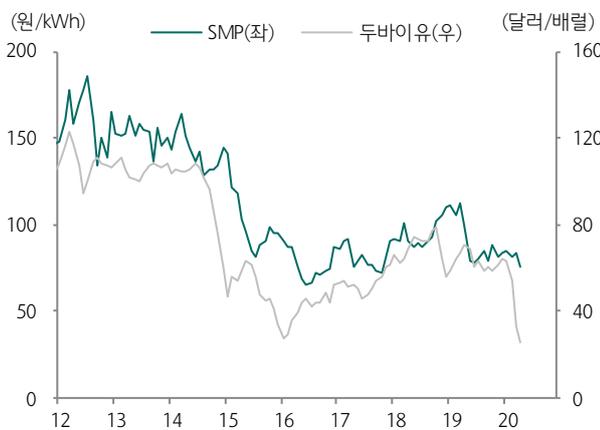
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 분기별 원전 이용률 추이 및 전망



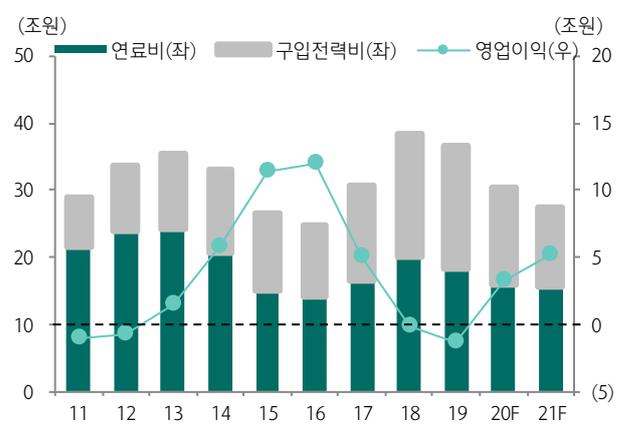
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 5. SMP와 국제유가 (4월 SMP YoY -24.2%)



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 6. 한국전력 연료비와 전력구입비 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>60,627.6</b>	<b>59,172.9</b>	<b>58,190.5</b>	<b>58,061.4</b>	<b>58,012.8</b>
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,195.7	50,128.2	50,878.6
매출총이익	2,419.9	1,393.1	5,994.8	7,933.2	7,134.2
판매비	2,627.9	2,669.6	2,700.1	2,820.0	2,934.9
<b>영업이익</b>	<b>(208.0)</b>	<b>(1,276.5)</b>	<b>3,294.7</b>	<b>5,113.2</b>	<b>4,199.2</b>
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,887.7)	(1,834.7)	(1,848.9)
종속/관계기업손익	358.2	214.1	331.6	308.9	413.2
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	39.1	10.8	2.8
<b>세전이익</b>	<b>(2,000.8)</b>	<b>(3,265.8)</b>	<b>1,777.6</b>	<b>3,598.2</b>	<b>2,766.3</b>
법인세	(826.3)	(1,002.3)	609.9	1,234.5	949.1
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,167.7	2,363.7	1,817.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(1,174.5)</b>	<b>(2,263.5)</b>	<b>1,167.7</b>	<b>2,363.7</b>	<b>1,817.2</b>
비배주주지분 손이익	140.1	82.0	(1.4)	(2.8)	(2.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>(1,314.6)</b>	<b>(2,345.5)</b>	<b>1,169.1</b>	<b>2,366.5</b>	<b>1,819.4</b>
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,181.6	2,391.8	1,838.8
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,164.3	3,358.8	2,758.5
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,476.5	17,433.8	16,661.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.4	(2.4)	(1.7)	(0.2)	(0.1)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	55.2	(17.9)
EBITDA증가율	(33.3)	0.4	57.1	12.6	(4.4)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	55.2	(17.9)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
EPS증가율	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	4.0	2.4	10.3	13.7	12.3
EBITDA이익률	16.2	16.6	26.6	30.0	28.7
영업이익률	(0.3)	(2.2)	5.7	8.8	7.2
계속사업이익률	(1.9)	(3.8)	2.0	4.1	3.1

## 투자지표

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,048)	(3,654)	1,821	3,686	2,834
BPS	108,641	105,140	106,961	110,208	112,352
CFPS	18,623	21,038	24,732	27,829	26,831
EBITDAPS	15,292	15,347	24,108	27,157	25,954
SPS	94,441	92,175	90,644	90,443	90,368
DPS	0	0	440	690	590
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	12.3	6.1	7.9
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.6	5.1	5.4
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(1.9)	(3.4)	1.7	3.4	2.5
ROA	(0.7)	(1.2)	0.6	1.2	0.9
ROIC	(0.1)	(0.5)	1.3	1.9	1.5
부채비율	160.6	186.8	183.5	180.2	179.9
순부채비율	81.3	101.1	100.8	100.2	101.3
이자보상배율(배)	(0.1)	(0.6)	1.6	2.4	1.9

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>19,745.1</b>	<b>19,483.0</b>	<b>18,729.6</b>	<b>18,576.9</b>	<b>18,711.2</b>
금융자산	3,802.6	3,456.6	2,871.6	2,737.1	2,872.2
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,241.1	1,108.3	1,243.5
매출채권 등	7,709.2	7,641.5	7,560.6	7,551.8	7,551.4
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,976.0	6,967.9	6,967.6
기타유동자산	1,045.0	1,334.2	1,321.4	1,320.1	1,320.0
<b>비유동자산</b>	<b>165,504.0</b>	<b>178,114.8</b>	<b>179,853.8</b>	<b>183,524.5</b>	<b>187,061.7</b>
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,399.1	8,390.5	8,390.1
금융자산	1,105.0	1,567.1	1,550.5	1,548.7	1,548.7
유형자산	152,743.2	164,701.8	166,670.5	170,479.1	174,127.7
무형자산	<b>1,228.5</b>	<b>1,168.0</b>	<b>1,017.5</b>	<b>888.3</b>	<b>777.2</b>
기타비유동자산	<b>3,540.3</b>	<b>3,766.7</b>	<b>3,766.7</b>	<b>3,766.6</b>	<b>3,766.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>185,249.1</b>	<b>197,597.8</b>	<b>198,583.4</b>	<b>202,101.4</b>	<b>205,772.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>21,841.5</b>	<b>24,231.7</b>	<b>24,483.0</b>	<b>25,966.8</b>	<b>28,266.1</b>
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,958.7	11,457.9	13,757.9
매입채무 등	6,520.6	6,175.0	6,109.6	6,102.5	6,102.2
기타유동부채	7,281.8	8,490.4	8,414.7	8,406.4	8,406.0
<b>비유동부채</b>	<b>92,314.8</b>	<b>104,476.5</b>	<b>104,043.1</b>	<b>103,996.0</b>	<b>103,993.9</b>
금융부채	<b>53,591.5</b>	<b>63,550.4</b>	<b>63,550.4</b>	<b>63,550.4</b>	<b>63,550.4</b>
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	40,492.7	40,445.6	40,443.5
<b>부채총계</b>	<b>114,156.3</b>	<b>128,708.1</b>	<b>128,526.0</b>	<b>129,962.9</b>	<b>132,260.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>69,744.0</b>	<b>67,496.3</b>	<b>68,665.5</b>	<b>70,749.5</b>	<b>72,125.8</b>
자본금	<b>3,209.8</b>	<b>3,209.8</b>	<b>3,209.8</b>	<b>3,209.8</b>	<b>3,209.8</b>
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,070.1	2,070.1	2,070.1
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(280.7)	(280.7)	(280.7)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,371.2	52,455.2	53,831.6
<b>비배주주지분</b>	<b>1,348.8</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,391.9</b>	<b>1,389.1</b>	<b>1,387.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>71,092.8</b>	<b>68,889.6</b>	<b>70,057.4</b>	<b>72,138.6</b>	<b>73,512.8</b>
순금융부채	57,828.0	69,660.1	70,637.6	72,271.2	74,436.1

## 현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6,680.1</b>	<b>8,213.4</b>	<b>12,943.3</b>	<b>14,640.2</b>	<b>14,277.7</b>
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,167.7	2,363.7	1,817.2
조정	10,989.0	13,669.6	12,181.8	12,320.6	12,462.5
감가상각비	10,024.8	11,128.7	12,181.8	12,320.6	12,462.5
외환거래손익	243.4	370.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	0.0	0.0	0.0
기타	1,079.0	2,384.7	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(406.2)	(44.1)	(2.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(13,014.3)</b>	<b>(13,499.4)</b>	<b>(13,904.8)</b>	<b>(15,989.7)</b>	<b>(15,999.5)</b>
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	79.2	8.6	0.4
유형자산감소(증가)	(12,032.7)	(13,477.6)	(14,000.0)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	16.0	1.7	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,301.7</b>	<b>5,775.4</b>	<b>392.5</b>	<b>1,216.7</b>	<b>1,857.0</b>
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	392.5	1,499.2	2,300.0
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(282.5)	(443.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(1,011.4)</b>	<b>451.8</b>	<b>(569.1)</b>	<b>(132.7)</b>	<b>135.2</b>
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	15,876.9	17,865.0	17,224.6
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(1,056.7)	(1,359.8)	(1,722.3)

2020년 5월 8일

# SK가스(018670)

## LPG와 LNG의 공통분모

### 목표주가 100,000원, 투자의견 매수 제시

SK가스 목표주가 100,000원과 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 BPS에 PBR 0.5배를 적용하여 산출했다. 코로나19 확산으로 국내 수송용, 산업용 판매실적의 일부 부진은 불가피하다. 하지만 석유제품 마진개선으로 PDH 설비향 수요는 지속적으로 증가하는 모습이다. 5월 미국 천연가스 강세와 인도네시아 등의 수요 증가로 CP가 상승했지만 구조적인 공급과잉 해소 전까지 추가적인 부담 상승은 제한적으로 판단된다. 최근 사업포트폴리오 확대가 가속화되고 있다. 발전사업 진출, LNG 터미널 투자, 사우디 APC와의 JV설립 등 국내 LPG 유통을 기반으로 밸류체인을 확대하고 있으며 장기적으로 기존 사업의 이익규모를 넘어설 것으로 기대된다. 2020년 기준 PER 2.9배, PBR 0.4배로 극도의 저평가다.

### 2020년 영업이익 1,726억원(YoY -9.0%) 전망

2020년 연간 매출액은 3.9조원으로 전년 대비 20.0% 감소할 전망이다. 유가하락에 따른 판가 약세가 불가피하기 때문이다. 영업이익은 1,726억원으로 전년 대비 9.0% 감소가 예상된다. 하지만 2019년에 매출을 확정지으며 인식한 파생상품 손실 1,000억원 이상이 실물이익으로 세전이익에 반영될 예정이다. 올해 SK디앤디 실적이 크게 개선되어 지분법 이익도 유의미한 증가가 기대된다. 올해 순이익은 최대 규모를 기록할 것으로 예상되며 매년 1,000억원 이상의 순이익이 유지될 전망이다.

### 석유화학에 이어 발전업까지 확장되는 사업포트폴리오

2021년부터는 민자석탄화력발전소 고성그린파워 상업운전으로 지분법 수익 인식이 기대된다. 2024년에는 울산GPS가 준공될 예정이다. 해당 발전소는 LPG와 LNG 두 가지 연료를 사용할 수 있다. 본업인 LPG 트레이딩과 코리아에너지터미널 투자를 통한 LNG 직도입으로 가격적 우위가 있는 연료를 선택적으로 사용함으로써 가격경쟁력 극대화가 가능할 전망이다.

### 관심종목

**BUY(신규)**

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월7일): 77,300원

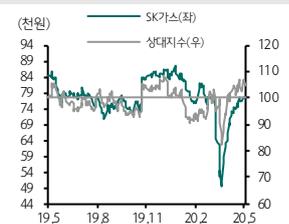
#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,928.61
52주최고/최저(원)	87,600/49,200
시가총액(십억원)	713.5
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	9,230.2
60일 평균거래량(천주)	14.2
60일 평균거래대금(십억원)	1.0
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	3.88
외국인지분율(%)	6.55
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 3인	65.52
국민연금공단	6.18
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.0 (8.2) (7.5)
상대	5.9 2.0 4.5

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,087.4	4,307.8
영업이익(십억원)	178.0	147.6
순이익(십억원)	164.8	127.2
EPS(원)	17,569	13,015
BPS(원)	194,575	204,061

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	6,859.2	4,931.1	3,943.3	3,139.4	3,226.8
영업이익	십억원	103.0	189.6	172.6	140.6	144.6
세전이익	십억원	23.5	90.5	254.0	188.0	166.2
순이익	십억원	59.8	158.9	198.1	146.7	129.7
EPS	원	6,474	17,212	21,461	15,891	14,048
증감률	%	(41.5)	165.9	24.7	(26.0)	(11.6)
PER	배	10.82	4.92	3.60	4.86	5.50
PBR	배	0.41	0.47	0.39	0.36	0.35
EV/EBITDA	배	10.87	6.84	4.68	5.00	4.75
ROE	%	3.90	9.85	11.34	7.75	6.47
BPS	원	170,579	180,857	199,443	212,430	223,573
DPS	원	2,943	2,971	3,000	3,000	3,000



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

## Valuation 및 투자 의견

목표주가 100,000원, 투자 의견 매수

SK가스 목표주가 100,000원과 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 BPS에 PBR 0.5배를 적용하여 산출했다.

코로나19 확산으로 국내 수송용, 산업용 판매실적의 일부 부진은 불가피하다. 하지만 석유 제품 마진개선으로 PDH 설비향 수요는 지속적으로 증가하는 모습이다. 5월 미국 천연가스 강세와 인도네시아 등의 수요 증가로 CP가 상승했지만 구조적인 공급과잉 해소 전까지 추가 부담 상승은 제한적으로 판단된다. 최근 사업포트폴리오 확대가 가속화되고 있다. 발전사업 진출, LNG 터미널 투자, 사우디 APC와 JV설립 등 국내 LPG 유통을 기반으로 밸류체인을 확대하고 있으며 장기적으로 기존 사업의 이익규모를 넘어설 것으로 기대된다.

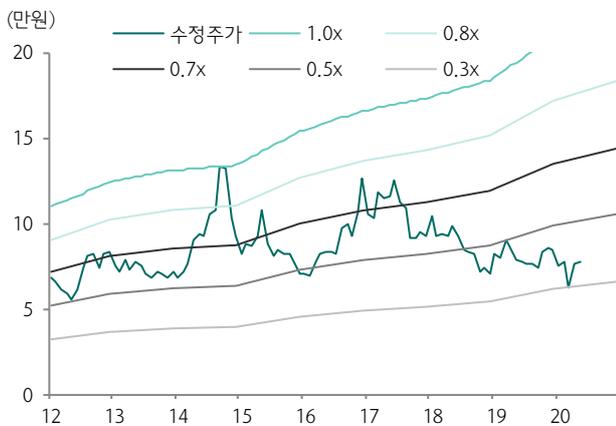
2020년 기준 PER 2.9배, PBR 0.4배로 극도의 저평가다.

표 1. SK가스 목표주가 산정

구분		비고	
(A)ROE(%)	11.34	2020년 추정	
(B)주당순자산(원)	199,443	2020년 추정	
(C)베타	1.1	KOSPI 60개월 월간 베타	
(D)시장 기대수익률(%)	21.5	하나금융투자 추정	
(E)무위험 시장수익률(%)	1.0	국고채 3년	
(F)자기자본비용(%,E+FXC)	22.6		
(G)적정PBR(배, A/B)	0.5		
목표주가 산정(원)	100,157	<b>목표주가(원)</b>	<b>100,000원</b>
<b>상승여력(%)</b>	<b>29.4</b>	현재주가(원)	77,300원

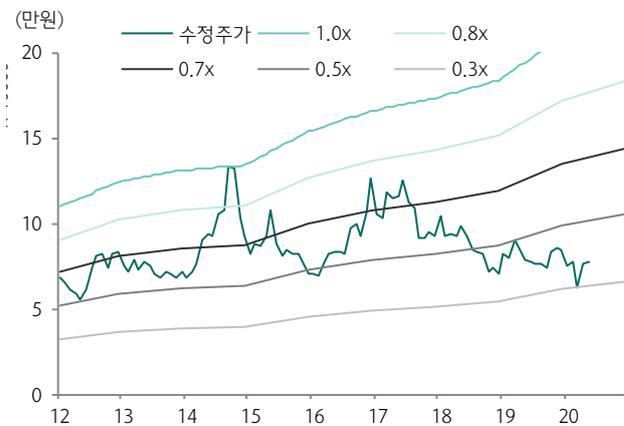
자료: SK가스, 하나금융투자

그림 1. SK가스 12M Fwd PER 추이



자료: SK가스, 하나금융투자

그림 2. SK가스 12M Fwd PBR 추이



자료: SK가스, 하나금융투자

## 2020년 영업이익 1,726억원(YoY -9.0%) 전망

### 2020년 연간 영업실적 전망

매출액 3.9조원(YoY -20.0%)  
 영업이익 1,726억원(YoY 9.0%)

2020년 연간 매출액은 3.9조원으로 전년대비 20.0% 감소할 전망이다. 유가 하락으로 평가 약세가 불가피하기 때문이다. 영업이익은 1,726억원으로 전년대비 9.0% 감소가 예상된다. 하지만 2019년에 매출을 확정지으며 인식한 파생상품 손실 1,000억원 이상이 실물이익으로 세전이익에 반영될 예정이다. 올해 SK디앤디 실적이 크게 개선되어 지분법 이익도 유의미한 증가가 기대된다. 올해 순이익은 최대 규모를 기록할 것으로 예상되며 매년 1,000억원 이상 순이익이 유지될 전망이다.

2021년부터 민자석탄화력발전소 고성그린파워 상업운전으로 지분법 수익 인식이 기대된다. 2024년은 울산GPS가 준공될 예정이다. 해당 발전소는 LPG와 LNG 두 가지 연료를 사용할 수 있다. 본업인 LPG 트레이딩과 코리아에너지터미널 투자를 통한 LNG 직도입으로 가격적 우위가 있는 연료를 선택적으로 사용함으로써 가격경쟁력 극대화가 가능할 전망이다.

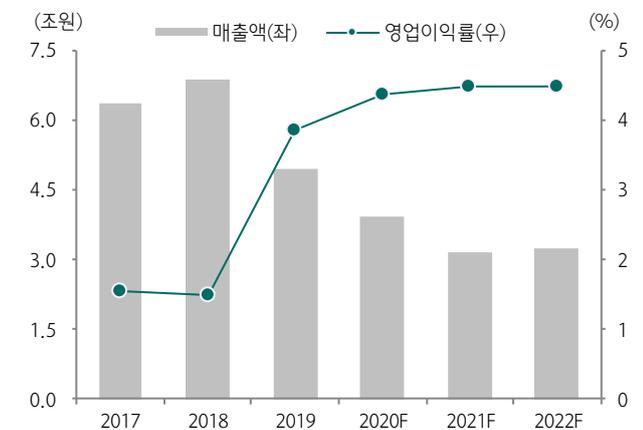
표 2. SK가스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	20년YoY(%)	21년YoY(%)
매출액	52,715	63,589	68,592	49,311	39,433	31,394	32,268	(20.0)	(20.4)
영업이익	1,976	977	1,030	1,896	1,726	1,406	1,446	(9.0)	(18.6)
세전이익	2,341	2,151	1,182	1,632	2,540	1,880	1,662	55.6	(26.0)
순이익	1,704	1,021	598	1,589	1,981	1,467	1,297	24.7	(26.0)
영업이익률(%)	3.7	1.5	1.5	3.8	4.4	4.5	4.5	-	-
세전이익률(%)	4.4	3.4	1.7	3.3	6.4	6.0	5.2	-	-
순이익률(%)	3.2	1.6	0.9	3.2	5.0	4.7	4.0	-	-
판매량(천톤)	10,427	10,256	10,272	8,371	8,442	8,577	8,728	0.8	1.6
CP(달러/톤)	1,293	1,870	2,168	1,738	1,412	1,202	1,214	(18.8)	(14.9)
지분법이익	105	382	431	514	394	727	722	(23.4)	84.4

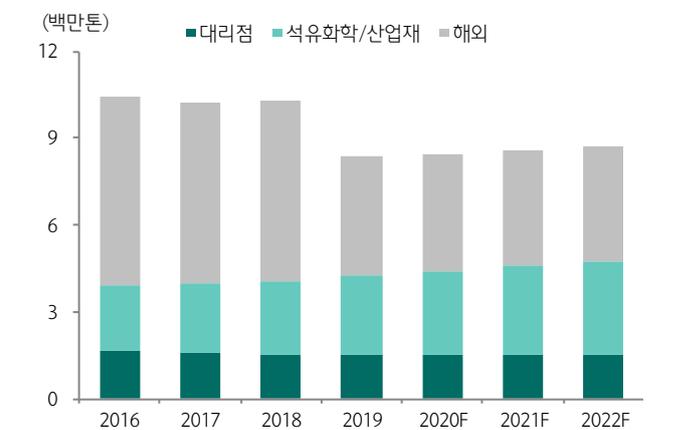
자료: SK가스, 하나금융투자

그림 3. SK가스 영업실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나금융투자

그림 4. LPG 판매실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>6,859.2</b>	<b>4,931.1</b>	<b>3,943.3</b>	<b>3,139.4</b>	<b>3,226.8</b>
매출원가	6,557.9	4,521.7	3,632.6	2,892.9	2,968.4
매출총이익	301.3	409.4	310.7	246.5	258.4
판매비	198.2	219.8	138.1	105.9	113.8
<b>영업이익</b>	<b>103.0</b>	<b>189.6</b>	<b>172.6</b>	<b>140.6</b>	<b>144.6</b>
금융손익	(3.5)	(168.9)	43.6	(22.9)	(49.4)
종속/관계기업손익	43.1	51.4	39.4	72.7	72.2
기타영업외손익	(119.2)	18.4	(1.7)	(2.3)	(1.2)
<b>세전이익</b>	<b>23.5</b>	<b>90.5</b>	<b>254.0</b>	<b>188.0</b>	<b>166.2</b>
법인세	40.0	(8.9)	55.9	41.4	36.6
계속사업이익	(16.4)	99.4	198.1	146.7	129.7
중단사업이익	71.9	54.7	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>55.4</b>	<b>154.1</b>	<b>198.1</b>	<b>146.7</b>	<b>129.7</b>
비지배주주지분 손익	(4.3)	(4.8)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>59.8</b>	<b>158.9</b>	<b>198.1</b>	<b>146.7</b>	<b>129.7</b>
지배주주지분포괄이익	103.3	135.1	198.5	147.0	129.9
NOPAT	(72.0)	208.3	134.6	109.6	112.8
EBITDA	160.6	289.6	278.1	253.2	269.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	7.9	(28.1)	(20.0)	(20.4)	2.8
NOPAT증가율	적전	흑전	(35.4)	(18.6)	2.9
EBITDA증가율	9.9	80.3	(4.0)	(9.0)	6.6
영업이익증가율	5.4	84.1	(9.0)	(18.5)	2.8
(지배주주)순이익증가율	(41.4)	165.7	24.7	(25.9)	(11.6)
EPS증가율	(41.5)	165.9	24.7	(26.0)	(11.6)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	4.4	8.3	7.9	7.9	8.0
EBITDA이익률	2.3	5.9	7.1	8.1	8.4
영업이익률	1.5	3.8	4.4	4.5	4.5
계속사업이익률	(0.2)	2.0	5.0	4.7	4.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,609.8</b>	<b>1,713.8</b>	<b>1,259.8</b>	<b>1,161.9</b>	<b>1,169.5</b>
금융자산	487.7	629.1	572.3	459.6	448.9
현금성자산	80.3	135.7	208.2	90.7	74.0
매출채권 등	752.7	656.7	416.2	425.2	436.3
재고자산	305.7	377.5	239.3	244.4	250.8
기타유동자산	63.7	50.5	32.0	32.7	33.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,145.8</b>	<b>2,368.6</b>	<b>2,138.6</b>	<b>2,215.8</b>	<b>2,322.9</b>
투자자산	854.1	740.0	475.4	485.2	497.5
금융자산	119.8	104.8	66.4	67.8	69.6
유형자산	985.5	927.7	966.1	1,037.2	1,135.7
무형자산	<b>268.6</b>	<b>111.0</b>	<b>107.1</b>	<b>103.4</b>	<b>99.8</b>
기타비유동자산	<b>37.6</b>	<b>589.9</b>	<b>590.0</b>	<b>590.0</b>	<b>589.9</b>
<b>자산총계</b>	<b>3,755.6</b>	<b>4,082.4</b>	<b>3,398.3</b>	<b>3,377.8</b>	<b>3,492.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,500.6</b>	<b>1,570.4</b>	<b>934.2</b>	<b>993.0</b>	<b>1,004.0</b>
금융부채	1,056.6	1,039.1	560.9	613.9	617.5
매입채무 등	408.2	423.3	268.3	274.1	281.2
기타유동부채	35.8	108.0	105.0	105.0	105.3
<b>비유동부채</b>	<b>612.2</b>	<b>851.2</b>	<b>631.8</b>	<b>432.5</b>	<b>433.4</b>
금융부채	<b>459.6</b>	<b>798.1</b>	<b>598.1</b>	<b>398.1</b>	<b>398.1</b>
기타비유동부채	152.6	53.1	33.7	34.4	35.3
<b>부채총계</b>	<b>2,112.8</b>	<b>2,421.6</b>	<b>1,566.0</b>	<b>1,425.5</b>	<b>1,437.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,566.2</b>	<b>1,660.8</b>	<b>1,832.4</b>	<b>1,952.2</b>	<b>2,055.1</b>
자본금	<b>45.3</b>	<b>45.7</b>	<b>45.7</b>	<b>45.7</b>	<b>45.7</b>
자본잉여금	191.9	191.9	191.9	191.9	191.9
자본조정	(9.5)	(22.7)	(22.7)	(22.7)	(22.7)
기타포괄이익누계액	117.0	(10.8)	(10.8)	(10.8)	(10.8)
이익잉여금	1,221.5	1,456.7	1,628.3	1,748.1	1,851.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>76.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,642.8</b>	<b>1,660.8</b>	<b>1,832.4</b>	<b>1,952.2</b>	<b>2,055.1</b>
순금융부채	1,028.5	1,208.2	586.8	552.4	566.7

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,474	17,212	21,461	15,891	14,048
BPS	170,579	180,857	199,443	212,430	223,573
CFPS	21,720	31,239	42,394	34,880	33,699
EBITDAPS	17,400	31,372	30,129	27,431	29,226
SPS	743,118	534,230	427,211	340,120	349,588
DPS	2,943	2,971	3,000	3,000	3,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	10.8	4.9	3.6	4.9	5.5
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
PCFR	3.2	2.7	1.8	2.2	2.3
EV/EBITDA	10.9	6.8	4.7	5.0	4.7
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.9	9.8	11.3	7.8	6.5
ROA	1.5	4.1	5.3	4.3	3.8
ROIC	(3.1)	9.9	6.3	5.3	5.2
부채비율	128.6	145.8	85.5	73.0	69.9
순부채비율	62.6	72.7	32.0	28.3	27.6
이자보상배율(배)	2.8	4.2	4.4	5.4	6.1

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(94.4)</b>	<b>307.7</b>	<b>562.2</b>	<b>277.3</b>	<b>268.4</b>
당기순이익	55.4	154.1	198.1	146.7	129.7
조정	109.4	114.9	144.4	138.8	148.9
감가상각비	57.6	100.0	105.5	112.6	125.2
외환거래손익	(4.4)	(2.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(73.0)	(125.0)	0.0	0.0	0.0
기타	129.2	142.8	38.9	26.2	23.7
영업활동자산부채 변동	(259.2)	38.7	219.7	(8.2)	(10.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(299.1)</b>	<b>(44.8)</b>	<b>253.9</b>	<b>(194.7)</b>	<b>(238.2)</b>
투자자산감소(증가)	(169.0)	165.5	264.6	(9.9)	(12.2)
유형자산감소(증가)	(226.5)	(85.1)	(140.0)	(180.0)	(220.0)
기타	96.4	(125.2)	129.3	(4.8)	(6.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>206.6</b>	<b>(212.3)</b>	<b>(743.6)</b>	<b>(200.1)</b>	<b>(46.9)</b>
금융부채증가(감소)	(411.1)	321.0	(678.2)	(147.1)	3.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.4)	0.0	0.0
기타재무활동	647.0	(507.0)	(38.5)	(26.2)	(23.7)
배당지급	(29.3)	(26.3)	(26.5)	(26.8)	(26.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(183.2)</b>	<b>55.4</b>	<b>72.5</b>	<b>(117.5)</b>	<b>(16.7)</b>
Unlevered CFO	200.5	288.3	391.3	322.0	311.0
Free Cash Flow	(321.6)	197.4	422.2	97.3	48.4

2020년 5월 8일

# 지역난방공사(071320)

## 다시 초과이익 사이클로

### 목표주가 60,000원으로 상향, 투자이견 매수 유지

지역난방공사 목표주가 60,000으로 상향하며 투자이견 매수를 유지한다. 2020년 BPS에 PBR 0.44배를 적용했다. 요금인하 요인 해소 기대감과 급전순위 역전에 따른 원가부담 완화 및 가동률 상승 가능성을 반영했다. 누적된 요금인하 요인은 요금 인상으로 해소된다. 다만 코로나19가 진정되기 전까지는 공공 요금의 성격을 갖는 열요금의 인상은 기대하기 어려운 부분이 있다. 한편 7월 가스요금 총괄원가 정산이 진행되면 공급비는 인상, 원료비는 인하, 전체적으로 요금인하가 예상된다. 열은 도시가스와 같은 방향으로 요금이 연동되기 때문에 누적 인하 요인 해소에 대한 부담은 일부 완화될 수 있다. 올해 7월 또는 작년처럼 8월 열요금 정산이 단행되면 이전과는 달리 정상적인 이익수준을 기대할 수 있다. 2020년 PBR 0.29배로 저평가다.

### 2020년 하반기 영업이익의 358억원(YoY +1,690.0%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 1.0% 감소한 1.0조원이 예상된다. 전기판매실적 개선이 예상되지만 SMP 하락으로 외형은 감소가 불가피할 전망이다. 영업이익은 358억원으로 전년대비 1,690.0% 개선이 기대된다. 통상 3분기는 전기부문 성수기, 열부문 극도의 비수기로 매년 영업적자를 기록해왔다. 올해는 LNG 원가 하락과 2019년 열요금 인상효과로 적자폭 축소가 예상된다. 4분기는 열수요가 늘어나지만 전기는 상대적 비수기이기 때문에 열제약발전 증가로 이익률 하락 부담이 일부 존재했다. 하지만 올해는 석탄과 LNG 급전순위 역전과 발전용 LNG 가격 급락으로 달라진 그림이 예상된다.

### 도시가스요금 연동제 미실시와 유가하락의 조합은 초과이익

낮은 유가로 한국가스공사 도시가스요금 연동제가 재실시 실시될 수 있지만 미수금 누적을 감안하면 재개 가능성은 100%가 아니다. 도시가스요금에 연동되는 열요금 변동이 제한적이라면 낮아지는 LNG 원가부담은 2015~16년 초과이익 기록 당시와 비슷한 조건이 재현되는 것이다. 열수요가 증가하는 4분기부터 유의미한 실적개선이 기대된다.

### 관심종목

**BUY**

| TP(12M): 60,000원(상향) | CP(5월7일): 38,100원

#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,928.61
52주최고/최저(원)	57,500/26,000
시가총액(십억원)	441.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	11,578.7
60일 평균거래량(천주)	10.6
60일 평균거래대금(십억원)	0.4
20년 배당금(예상, 원)	2,080
20년 배당수익률(예상, %)	5.46
외국인지분율(%)	1.57
주요주주 지분율(%)	
산업통상자원부 외 3인	75.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	23.3 (23.5) (32.7)
상대	16.6 (14.9) (24.0)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,142.1	2,181.0
영업이익(십억원)	94.8	107.6
순이익(십억원)	38.6	43.9
EPS(원)	2,942	3,852
BPS(원)	135,965	139,627

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,487.3	2,367.9	2,178.4	2,195.9	2,174.0
영업이익	십억원	14.5	42.2	110.9	135.9	154.4
세전이익	십억원	(285.1)	(25.3)	60.4	82.2	182.8
순이익	십억원	(226.5)	(25.6)	48.2	65.1	143.0
EPS	원	(19,564)	(2,209)	4,160	5,624	12,348
증감률	%	N/A	적지	흑전	35.2	119.6
PER	배	N/A	N/A	9.16	6.77	3.09
PBR	배	0.42	0.36	0.28	0.27	0.26
EV/EBITDA	배	13.80	12.71	9.26	8.56	7.91
ROE	%	(14.52)	(1.66)	3.10	4.07	8.54
BPS	원	134,743	132,086	136,246	139,790	149,328
DPS	원	0	0	2,080	2,810	2,810



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

## 2020년 하반기 영업이익 358억원(YoY +1,690.0%) 전망

2019년 하반기 실적전망  
 매출액 1.0조원(YoY -1.0%)  
 영업이익 358조원(YoY +1,690.0%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 1.0% 감소한 1.0조원으로 예상된다. 전기판매실적 개선이 예상되지만 SMP 하락으로 외형 감소가 불가피할 전망이다. 영업이익은 358억원으로 전년 대비 1,690.0% 개선이 기대된다. 통상 3분기는 전기부문 성수기, 열부문 극도의 비수기로 매년 영업적자를 기록해왔다. 올해는 LNG 원가 하락과 2019년 열요금 인상효과로 적자폭 축소가 예상된다. 4분기는 열수요가 늘어나지만 전기수요는 상대적인 비수기로 열계약발전 증가에 따른 마진 하락 부담이 일부 존재했다. 하지만 올해는 석탄과 LNG 급전순위 역전과 발전용 LNG 가격 급락으로 달라진 그림이 예상된다.

표 1. 지역난방공사 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	9,573	3,677	3,631	6,798	8,287	3,176	3,516	6,805	(13.4)	21.9
열	4,467	1,557	909	3,278	4,229	1,428	887	3,374	(5.3)	29.0
전기	5,067	2,059	2,597	3,472	4,018	1,686	2,502	3,385	(20.7)	15.7
냉수	39	60	125	47	40	62	128	45	2.0	(15.5)
영업이익	800	(398)	(329)	349	1,044	(293)	(139)	497	30.5	199.0
열	123	(271)	(519)	76	390	(200)	(413)	271	215.7	414.1
전기	687	(116)	159	307	665	(80)	244	262	(3.2)	116.2
냉수	(10)	(12)	31	(34)	(10)	(13)	30	(36)	2.8	(69.2)
세전이익	662	(512)	(430)	28	925	(403)	(233)	315	39.8	3,220.2
순이익	565	(430)	(436)	45	720	(306)	(177)	245	27.4	1,488.6
영업이익률(%)	8.4	(10.8)	(9.1)	5.1	12.6	(9.2)	(4.0)	7.3	-	-
세전이익률(%)	6.9	(13.9)	(11.8)	0.4	11.2	(12.7)	(6.6)	4.6	-	-
순이익률(%)	5.9	(11.7)	(12.0)	0.7	8.7	(9.6)	(5.0)	3.6	-	-
열판매량(천Gcal)	6,223	1,973	1,105	4,287	6,123	1,774	998	4,086	(1.6)	42.8
전기판매량(천MWh)	4,044	2,080	2,227	3,470	3,978	1,935	2,438	3,417	(1.6)	14.6

자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 1. 지역난방공사 12M Fwd PER 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 2. 지역난방공사 12M Fwd PBR 추이



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

### 도시가스요금 연동제 미실시와 유가하락의 조합은 초과이익

열요금은 도시가스요금에 연동  
최근 낮아진 유가로 도시가스 원료비  
연동제가 실시되면 열요금 인하될 것

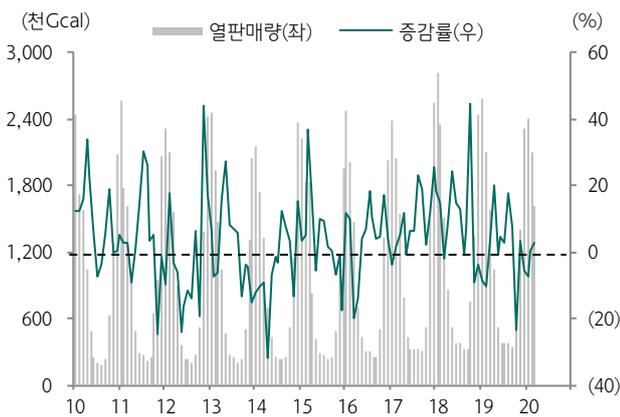
다만 도시가스요금은 미수금 때문에  
연동제 재개 가능성이 100%는 아님

발전용 가스요금(원가)은 도시가스  
달리 연동제가 잘 지켜지기 때문에  
초과이익 발생할 수 있는 조건 완성

2015~16년 당시 미수금 부담으로 도시가스요금은 동결되었지만 유가 약세로 원가에 해당하는 집단에너지 발전용 가스요금은 낮아지며 마진 개선에 따른 초과이익을 달성했다. 총괄 원가 규제에 따라서 2016년 7월 변동비 정산부터 3년 연속 인하요인이 누적되었다. 올해는 마지막 인하요인이 해소되는 해이다. 공공요금 인상이 어려운 분위기지만 올해는 도시가스 총괄원가 정산에서 인하요인 발생 가능성이 높아 열요금 인상에 대한 부담은 일부 상쇄될 것으로 기대된다.

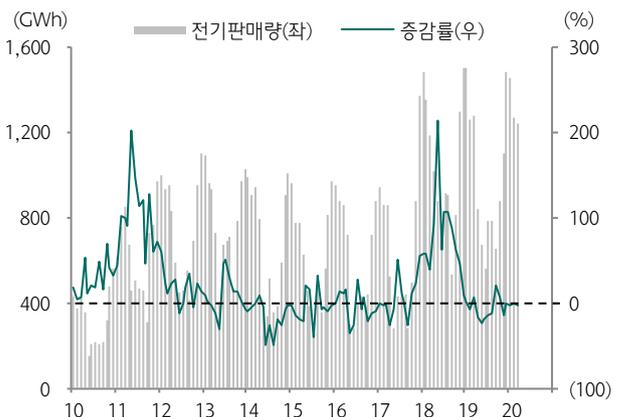
낮은 유가로 한국가스공사 도시가스요금 연동제가 재실시 실시될 수 있지만 미수금 누적을 감안하면 재개 가능성은 100%가 아니다. 도시가스요금에 연동되는 열요금 변동이 제한적이라면 낮아지는 LNG 원가부담은 2015~16년 초과이익 기록 당시와 비슷한 조건이 재현되는 것이다. 열수요가 증가하는 4분기부터 유의미한 실적개선이 기대된다.

그림 3. 월별 열판매량 (1Q20 YoY -2.1%)



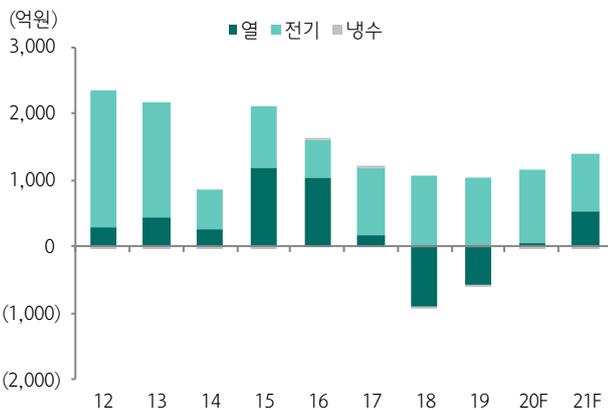
자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 4. 월별 전기판매량 (1Q20 YoY -1.6%)



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 5. 지역난방공사 연간 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 지역난방공사, 하나금융투자

그림 6. 도시가스 요금과 발전용 가스(집단에너지)요금 추이



자료: 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>2,487.3</b>	<b>2,367.9</b>	<b>2,178.4</b>	<b>2,195.9</b>	<b>2,174.0</b>
매출원가	2,374.1	2,223.3	1,972.2	1,964.7	1,924.4
매출총이익	113.2	144.6	206.2	231.2	249.6
판매비	98.7	102.4	95.4	95.3	95.2
<b>영업이익</b>	<b>14.5</b>	<b>42.2</b>	<b>110.9</b>	<b>135.9</b>	<b>154.4</b>
금융손익	(53.2)	(54.6)	(49.8)	(52.5)	(52.3)
종속/관계기업손익	6.5	4.3	3.8	4.9	4.3
기타영업외손익	(252.9)	(17.2)	(4.4)	(6.0)	76.3
<b>세전이익</b>	<b>(285.1)</b>	<b>(25.3)</b>	<b>60.4</b>	<b>82.2</b>	<b>182.8</b>
법인세	(58.5)	0.3	12.3	17.1	39.8
계속사업이익	(226.5)	(25.6)	48.2	65.1	143.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(226.5)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>48.2</b>	<b>65.1</b>	<b>143.0</b>
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(226.5)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>48.2</b>	<b>65.1</b>	<b>143.0</b>
지배주주지분포괄이익	(234.7)	(30.8)	48.2	65.1	143.0
NOPAT	11.5	42.8	88.3	107.6	120.8
EBITDA	242.6	279.4	373.1	402.3	425.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	(4.8)	(8.0)	0.8	(1.0)
NOPAT증가율	N/A	272.2	106.3	21.9	12.3
EBITDA증가율	N/A	15.2	33.5	7.8	5.6
영업이익증가율	N/A	191.0	162.8	22.5	13.6
(지배주주)순이익증가율	N/A	적지	흑전	35.1	119.7
EPS증가율	N/A	적지	흑전	35.2	119.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	4.6	6.1	9.5	10.5	11.5
EBITDA이익률	9.8	11.8	17.1	18.3	19.5
영업이익률	0.6	1.8	5.1	6.2	7.1
계속사업이익률	(9.1)	(1.1)	2.2	3.0	6.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>642.0</b>	<b>590.5</b>	<b>587.3</b>	<b>579.9</b>	<b>540.7</b>
금융자산	52.7	27.4	23.6	31.9	24.4
현금성자산	8.1	20.4	16.6	25.1	18.0
매출채권 등	536.9	518.6	519.1	504.6	475.3
재고자산	33.1	34.8	34.8	33.8	31.9
기타유동자산	19.3	9.7	9.8	9.6	9.1
<b>비유동자산</b>	<b>5,016.0</b>	<b>5,302.1</b>	<b>5,359.9</b>	<b>5,371.8</b>	<b>5,358.0</b>
투자자산	65.1	57.3	57.4	55.8	52.6
금융자산	40.8	47.7	47.7	46.4	43.7
유형자산	4,779.9	4,955.7	5,020.8	5,041.1	5,036.6
무형자산	<b>79.0</b>	<b>81.4</b>	<b>74.0</b>	<b>67.3</b>	<b>61.2</b>
기타비유동자산	<b>92.0</b>	<b>207.7</b>	<b>207.7</b>	<b>207.6</b>	<b>207.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,658.0</b>	<b>5,892.6</b>	<b>5,947.2</b>	<b>5,951.7</b>	<b>5,898.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>959.1</b>	<b>915.0</b>	<b>920.5</b>	<b>909.1</b>	<b>796.1</b>
금융부채	429.9	476.6	481.6	481.4	391.0
매입채무 등	428.9	353.3	353.7	343.8	323.8
기타유동부채	100.3	85.1	85.2	83.9	81.3
<b>비유동부채</b>	<b>3,138.8</b>	<b>3,448.2</b>	<b>3,449.1</b>	<b>3,424.1</b>	<b>3,373.6</b>
금융부채	<b>2,311.6</b>	<b>2,554.9</b>	<b>2,554.9</b>	<b>2,554.9</b>	<b>2,554.9</b>
기타비유동부채	827.2	893.3	894.2	869.2	818.7
<b>부채총계</b>	<b>4,097.8</b>	<b>4,363.2</b>	<b>4,369.6</b>	<b>4,333.1</b>	<b>4,169.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,577.6</b>	<b>1,618.6</b>	<b>1,729.0</b>
자본금	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>	<b>57.9</b>
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)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
이익잉여금	1,390.7	1,361.0	1,409.1	1,450.2	1,560.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,560.2</b>	<b>1,529.4</b>	<b>1,577.6</b>	<b>1,618.6</b>	<b>1,729.0</b>
순금융부채	2,688.7	3,004.1	3,012.9	3,004.4	2,921.5

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(19,564)	(2,209)	4,160	5,624	12,348
BPS	134,743	132,086	136,246	139,790	149,328
CFPS	21,354	22,245	32,058	34,238	43,178
EBITDAPS	20,951	24,128	32,226	34,747	36,709
SPS	214,819	204,505	188,139	189,648	187,761
DPS	0	0	2,080	2,810	2,810
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	9.2	6.8	3.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.7	2.1	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	13.8	12.7	9.3	8.6	7.9
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(14.5)	(1.7)	3.1	4.1	8.5
ROA	(4.0)	(0.4)	0.8	1.1	2.4
ROIC	0.2	0.8	1.6	2.0	2.2
부채비율	262.7	285.3	277.0	267.7	241.2
순부채비율	172.3	196.4	191.0	185.6	169.0
이자보상배율(배)	0.3	0.7	1.6	2.0	2.3

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>382.4</b>	<b>188.8</b>	<b>311.2</b>	<b>311.0</b>	<b>372.2</b>
당기순이익	(226.5)	(25.6)	48.2	65.1	143.0
조정	397.7	219.7	262.2	266.5	270.6
감가상각비	228.1	237.2	262.3	266.4	270.6
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.2)	(4.3)	0.0	0.0	0.0
기타	173.8	(13.2)	(0.1)	0.1	0.0
영업활동자산부채 변동	211.2	(5.3)	0.8	(20.6)	(41.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(434.3)</b>	<b>(357.8)</b>	<b>(320.1)</b>	<b>(278.2)</b>	<b>(256.4)</b>
투자자산감소(증가)	(65.1)	7.7	(0.1)	1.6	3.2
유형자산감소(증가)	(398.9)	(397.0)	(320.0)	(280.0)	(260.0)
기타	29.7	31.5	0.0	0.2	0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>26.5</b>	<b>181.4</b>	<b>5.0</b>	<b>(24.3)</b>	<b>(122.9)</b>
금융부채증가(감소)	2,741.4	290.1	5.0	(0.2)	(90.4)
자본증가(감소)	171.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,853.8)	(108.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(32.7)	0.0	0.0	(24.1)	(32.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(25.4)</b>	<b>12.3</b>	<b>(3.8)</b>	<b>8.5</b>	<b>(7.1)</b>
Unlevered CFO	247.3	257.6	371.2	396.4	499.9
Free Cash Flow	(17.5)	(208.9)	(8.8)	31.0	112.2

2020년 5월 8일

# 삼천리(004690)

## 하반기 LNG 발전소 이익기여도 상승

### 목표주가 100,000원으로 상향, 투자 의견 매수 유지

삼천리 목표주가 100,000으로 상향하며 투자 의견 매수를 유지한다. 2020년 BPS에 PBR 0.3배를 적용했다. 도시가스 소매 공급비용 산정절차가 시작된 것으로 파악된다. 2019년 판매량 감소, 1분기 판매부진, 수수료 및 인건비부담 상승을 감안하면 지난해에 이어 올해도 인상요인이 나타날 전망이다. 경기도는 지난해 반영하지 못한 미인상분이 남아있어 조정폭이 클 전망이다. 지자체가 임의로 결정했던 소매공급비용 조정을 원칙에 따라 수행토록 올해 3월 공급비용 산정기준이 바뀌었기 때문에 작년과 같은 일방적인 인상 철회 가능성도 낮아졌다. 도시가스 부문의 근본적인 이익체력이 개선되는 가운데 LNG 급전순위 상승에 따른 에스파워 안전복합과 삼천리 광명열병합발전소의 가동률 상승이 기대된다. 2020년 실적 기준 PBR 0.22배다.

### 2020년 하반기 영업이익 110억원(YoY +37.7%) 전망

올해 하반기 매출액은 전년대비 1.6% 증가한 1.5조원이 예상된다. 공급권역 내 대규모 연료전지발전소 가동 재개로 기타용 판매량 회복이 기대된다. LNG 발전소 가동률 상승에도 SMP 하락에 외형 기여는 낮을 전망이다. 영업이익은 110억원으로 전년대비 37.7% 개선이 예상된다. SMP 하락으로 발전사업 판매단가는 하락하지만 LNG 가격 급락에 따른 연료비 개선과 가동률 상승으로 마진은 상승할 수 있다. 신규 연료전지 공사 착공으로 자회사 ES의 실적 회복도 기대된다.

### 급전순위 역전에 따른 발전소 가동률 상승이 중요한 포인트

에스파워는 2014년 상업운전 이후 유의미한 이익기여를 달성했지만 기저발전 증가와 저유가로 실적은 우하향하는 모습을 보였다. 한국가스공사 물량을 사용하기 때문에 직도입발전사 대비 상대적 가격열위의 불리함을 겪었지만 이번 여름부터는 달라질 수 있다. 전력수요 성수기에 유의미한 가동률 개선이 뒷받침된다면 SMP 하락에 따른 매출감소 효과를 극복할만큼 전력판매마진 개선과 고정비 절감효과가 나타날 수 있다.

### 관심종목

**BUY**

TP(12M): 100,000원(상향) | CP(5월7일): 74,000원

#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,928.61
52주최고/최저(원)	96,200/56,000
시가총액(십억원)	300.1
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	4,055.0
60일 평균거래량(천주)	9.5
60일 평균거래대금(십억원)	0.7
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.05
외국인지분율(%)	20.09
주요주주 지분율(%)	
이만득 외 19 인	32.51
신영자산운용 외 1 인	9.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.1 (13.3) (19.9)
상대	(0.6) (3.7) (9.6)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,412.3	3,524.7
영업이익(십억원)	82.6	87.6
순이익(십억원)	49.9	53.4
EPS(원)	10,468	12,380
BPS(원)	386,905	399,405

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,456.2	3,461.6	3,403.0	3,542.8	3,711.6
영업이익	십억원	83.9	85.6	88.2	90.0	89.0
세전이익	십억원	51.5	52.0	65.6	70.8	70.1
순이익	십억원	32.1	37.8	46.3	51.3	50.3
EPS	원	7,905	9,327	11,417	12,649	12,394
증감률	%	142.6	18.0	22.4	10.8	(2.0)
PER	배	11.51	9.06	6.48	5.85	5.97
PBR	배	0.28	0.26	0.22	0.21	0.21
EV/EBITDA	배	5.39	4.33	3.41	3.00	2.60
ROE	%	2.57	2.98	3.56	3.83	3.64
BPS	원	322,549	329,106	337,887	347,994	357,846
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



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

## 2020년 하반기 영업이익 110억원(YoY +37.7%) 전망

2019년 하반기 실적전망  
 매출액 1.5조원(YoY +1.6%)  
 영업이익 110억원(YoY +37.7%)

올해 하반기 매출액은 전년대비 1.6% 증가한 1.5조원이 예상된다. 공급권역 내 대규모 연료 전지발전소 가동 재개로 기타용 판매량 회복이 기대된다. LNG 발전소 가동률 상승에도 SMP 하락에 외형 기여는 낮을 전망이다. 영업이익은 110억원으로 전년대비 37.7% 개선이 예상된다. SMP 하락으로 발전사업 판매단가는 하락하지만 LNG 가격 급락에 따른 연료비 개선과 가동률 상승으로 마진은 상승할 수 있다. 신규 연료전지 공사 착공으로 자회사 ES의 실적 회복도 기대된다.

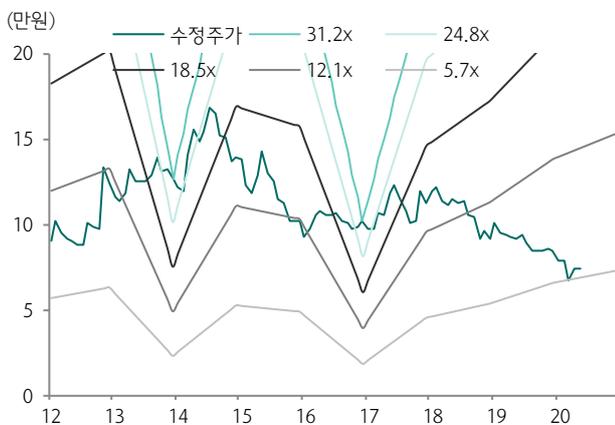
표 1. 삼천리 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	12,876	6,559	5,700	9,481	12,237	6,370	5,698	9,724	(5.0)	29.1
별도	9,545	4,781	3,759	7,298	9,288	4,793	3,959	7,715	(2.7)	27.3
에스파워	1,943	1,164	1,300	1,359	1,541	972	1,163	1,246	(20.7)	13.4
기타	1,387	615	642	824	1,408	605	576	763	1.5	70.8
영업이익	712	64	7	72	719	53	24	85	1.0	896.5
별도	520	92	(67)	13	487	67	(47)	9	(6.3)	3,517.1
에스파워	169	(33)	76	1	210	(28)	62	67	24.5	14,046.2
기타	23	5	(2)	57	21	14	9	10	(7.6)	(63.2)
세전이익	755	26	(116)	(151)	695	28	(70)	(36)	(8.0)	(561.1)
지배순이익	545	49	(87)	(129)	521	21	(52)	(27)	(4.4)	(503.2)
영업이익률(%)	5.5	1.0	0.1	0.8	5.9	0.8	0.4	0.9	-	-
세전이익률(%)	5.9	0.4	(2.0)	(1.6)	5.7	0.4	(1.2)	(0.4)	-	-
순이익률(%)	4.2	0.7	(1.5)	(1.4)	4.3	0.3	(0.9)	(0.3)	-	-
가스판매량(백만m³)	1,465	757	574	1,081	1,412	751	593	1,120	(3.7)	30.6

자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 1. 삼천리 12M Fwd PER 추이



자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 2. 삼천리 12M Fwd PBR 추이



자료: 삼천리, 하나금융투자

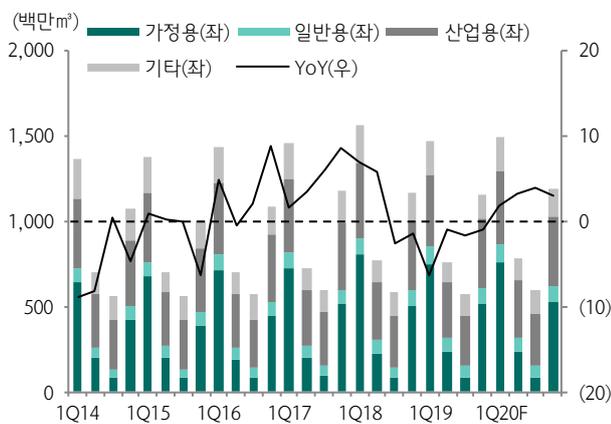
### 급전순위 역전에 따른 발전소 가동률 상승이 중요한 포인트

에스파워 2014년 상업운전 개시  
2015년 영업이익 310억원 기록한 뒤  
2016년 영업이익 10억원으로 하락

올해는 급전순위 상승에 의한 가동률  
개선으로 영업이익 311억원 전망

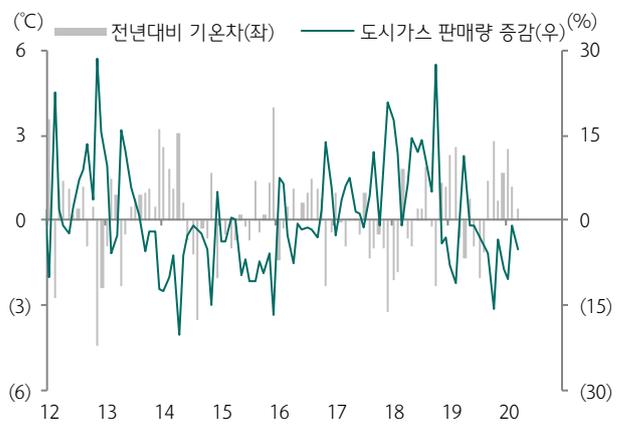
에스파워는 2014년 상업운전 이후 유의미한 이익기여를 달성하며 주목을 받았었다. 하지만 원전과 석탄발전 등 기저전원이 지속적으로 증가하며 예비율이 늘어나는 가운데 국제유가 급락으로 SMP도 하락해 외형과 마진이 부진했다. 신규발전소임에도 불구하고 한국가스공사 물량을 사용하기 때문에 직도입발전사 대비 상대적인 가격열위의 불리함을 겪었다. 하지만 이번 여름부터는 달라질 수 있다. 전력수요 성수기에 유의미한 가동률 개선이 뒷받침된다면 SMP 하락에 따른 매출감소 효과를 극복할 수 있을 만큼 전력판매마진 개선과 고정비 절감 효과가 나타날 수 있다.

그림 3. 삼천리 분기별 가스판매량 추이 및 전망



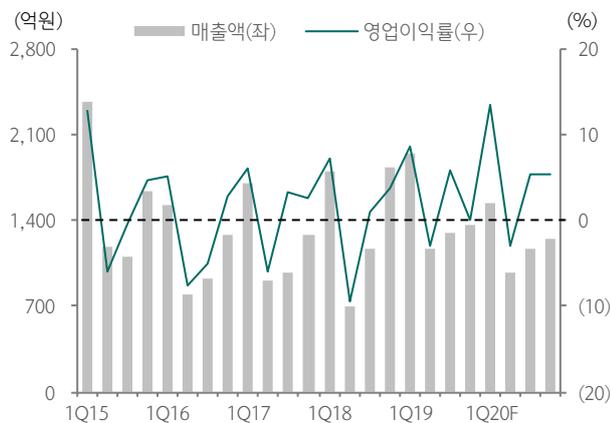
자료: 삼천리, 도시가스협회, 하나금융투자

그림 4. 평균기온과 도시가스 판매량 변화 추이



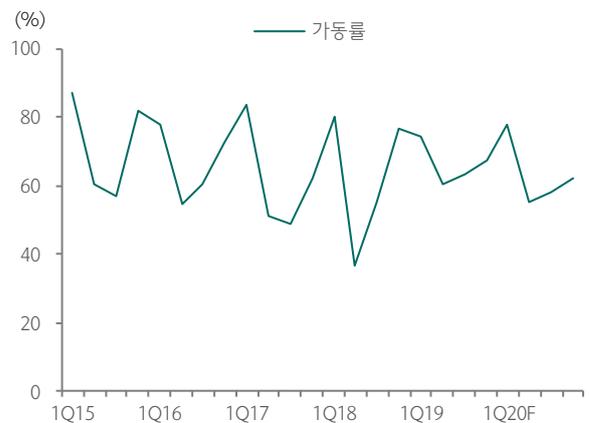
자료: 기상청, 한국가스공사, 하나금융투자

그림 5. 에스파워 영업실적 추이 및 전망



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 6. 에스파워 가동률 추이 및 전망



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>3,456.2</b>	<b>3,461.6</b>	<b>3,403.0</b>	<b>3,542.8</b>	<b>3,711.6</b>
매출원가	3,107.7	3,099.0	3,047.7	3,175.2	3,330.5
매출총이익	348.5	362.6	355.3	367.6	381.1
판매비	264.6	277.1	267.1	277.6	292.2
<b>영업이익</b>	<b>83.9</b>	<b>85.6</b>	<b>88.2</b>	<b>90.0</b>	<b>89.0</b>
금융손익	4.1	(12.7)	(20.2)	(19.5)	(19.3)
종속/관계기업손익	9.8	(4.9)	1.5	4.4	3.4
기타영업외손익	(46.4)	(16.0)	(3.8)	(4.1)	(3.0)
<b>세전이익</b>	<b>51.5</b>	<b>52.0</b>	<b>65.6</b>	<b>70.8</b>	<b>70.1</b>
법인세	19.1	15.5	15.4	17.1	16.8
계속사업이익	32.3	36.5	50.2	53.8	53.4
중단사업이익	(5.7)	(0.5)	(3.9)	(2.5)	(3.1)
<b>당기순이익</b>	<b>26.6</b>	<b>36.0</b>	<b>46.3</b>	<b>51.3</b>	<b>50.3</b>
비배주주지분 손익	(5.4)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>32.1</b>	<b>37.8</b>	<b>46.3</b>	<b>51.3</b>	<b>50.3</b>
지배주주지분포괄이익	29.2	37.4	40.5	44.9	44.0
NOPAT	52.7	60.0	67.4	68.3	67.7
EBITDA	191.7	206.8	228.5	233.3	235.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.9	0.2	(1.7)	4.1	4.8
NOPAT증가율	223.3	13.9	12.3	1.3	(0.9)
EBITDA증가율	8.2	7.9	10.5	2.1	0.8
영업이익증가율	37.3	2.0	3.0	2.0	(1.1)
(지배주주)순이익증가율	143.2	17.8	22.5	10.8	(1.9)
EPS증가율	142.6	18.0	22.4	10.8	(2.0)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.1	10.5	10.4	10.4	10.3
EBITDA이익률	5.5	6.0	6.7	6.6	6.3
영업이익률	2.4	2.5	2.6	2.5	2.4
계속사업이익률	0.9	1.1	1.5	1.5	1.4

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,174.8</b>	<b>1,315.7</b>	<b>1,204.5</b>	<b>1,197.4</b>	<b>1,204.9</b>
금융자산	562.6	723.9	597.6	577.5	566.1
현금성자산	154.7	327.5	201.2	180.9	169.3
매출채권 등	505.8	488.0	500.5	511.5	527.3
재고자산	67.8	28.8	29.5	30.2	31.1
기타유동자산	38.6	75.0	76.9	78.2	80.4
<b>비유동자산</b>	<b>2,524.6</b>	<b>2,596.6</b>	<b>2,578.2</b>	<b>2,556.7</b>	<b>2,532.9</b>
투자자산	91.2	92.2	94.1	95.8	98.2
금융자산	13.6	11.4	11.7	12.0	12.4
유형자산	2,262.0	2,202.3	2,184.6	2,163.8	2,139.7
무형자산	25.9	26.1	23.4	21.0	18.9
기타비유동자산	145.5	276.0	276.1	276.1	276.1
<b>자산총계</b>	<b>3,699.4</b>	<b>3,912.4</b>	<b>3,782.7</b>	<b>3,754.1</b>	<b>3,737.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>758.5</b>	<b>973.3</b>	<b>993.5</b>	<b>1,011.1</b>	<b>1,036.5</b>
금융부채	45.0	191.0	191.3	191.6	191.9
매입채무 등	628.2	660.4	677.3	692.1	713.5
기타유동부채	85.3	121.9	124.9	127.4	131.1
<b>비유동부채</b>	<b>1,572.6</b>	<b>1,546.1</b>	<b>1,360.7</b>	<b>1,273.4</b>	<b>1,191.8</b>
금융부채	1,071.1	977.7	777.7	677.7	577.7
기타비유동부채	501.5	568.4	583.0	595.7	614.1
<b>부채총계</b>	<b>2,331.1</b>	<b>2,519.4</b>	<b>2,354.1</b>	<b>2,284.5</b>	<b>2,228.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,257.7</b>	<b>1,284.2</b>	<b>1,319.9</b>	<b>1,360.8</b>	<b>1,400.8</b>
자본금	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
자본잉여금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본조정	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)
기타포괄이익누계액	2.5	3.6	3.6	3.6	3.6
이익잉여금	1,265.2	1,290.6	1,326.2	1,367.2	1,407.1
<b>비배주주지분</b>	<b>110.6</b>	<b>108.7</b>	<b>108.7</b>	<b>108.7</b>	<b>108.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,368.3</b>	<b>1,392.9</b>	<b>1,428.6</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,509.5</b>
순금융부채	553.6	444.9	371.4	291.8	203.6

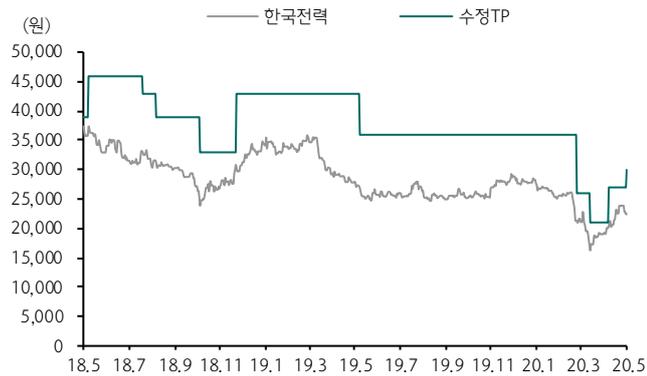
투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,905	9,327	11,417	12,649	12,394
BPS	322,549	329,106	337,887	347,994	357,846
CFPS	36,065	51,110	59,459	60,416	59,827
EBITDAPS	47,281	50,990	56,360	57,523	57,994
SPS	852,329	853,664	839,199	873,689	915,314
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.5	9.1	6.5	5.9	6.0
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	2.5	1.7	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.3	3.4	3.0	2.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.6	3.0	3.6	3.8	3.6
ROA	0.9	1.0	1.2	1.4	1.3
ROIC	2.4	2.7	3.1	3.2	3.2
부채비율	170.4	180.9	164.8	155.5	147.6
순부채비율	40.5	31.9	26.0	19.9	13.5
이자보상배율(배)	2.1	2.1	1.9	2.3	2.5

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>125.0</b>	<b>317.1</b>	<b>206.1</b>	<b>211.6</b>	<b>220.9</b>
당기순이익	26.6	36.0	46.3	51.3	50.3
조정	61.1	118.6	140.4	143.3	146.1
감가상각비	107.8	121.2	140.4	143.2	146.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	4.9	0.0	0.0	0.0
기타	(45.1)	(7.5)	0.0	0.1	(0.1)
영업활동자산부채 변동	37.3	162.5	19.4	17.0	24.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(121.4)</b>	<b>(116.1)</b>	<b>(122.1)</b>	<b>(121.8)</b>	<b>(122.6)</b>
투자자산감소(증가)	13.4	3.9	(1.9)	(1.7)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(130.2)	(138.2)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(4.6)	18.2	(0.2)	(0.1)	(0.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(34.0)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(210.4)</b>	<b>(110.0)</b>	<b>(109.9)</b>
금융부채증가(감소)	(74.2)	52.6	(199.7)	(99.7)	(99.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(70.6)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.3)	(10.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(28.4)</b>	<b>172.8</b>	<b>(126.4)</b>	<b>(20.3)</b>	<b>(11.6)</b>
Unlevered CFO	146.2	207.3	241.1	245.0	242.6
Free Cash Flow	(16.5)	174.2	86.1	91.6	100.9

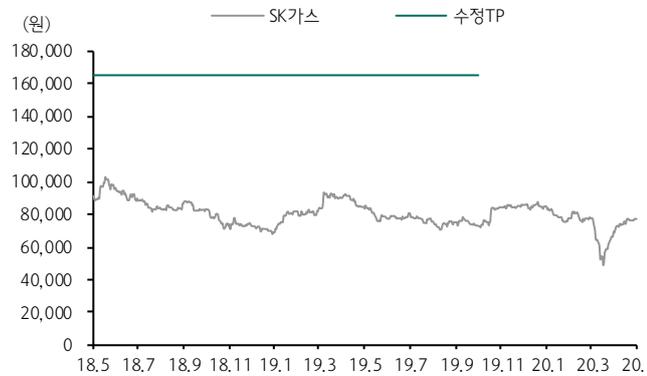
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



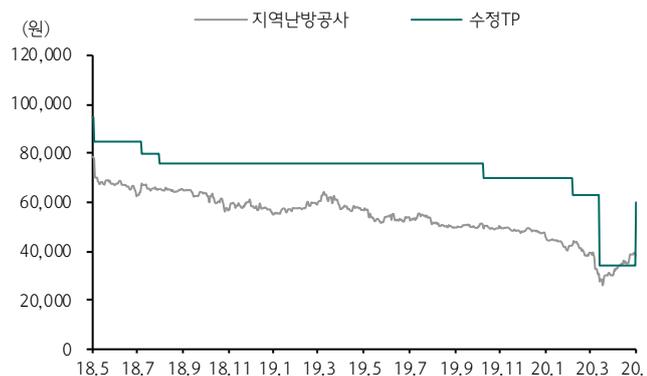
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	30,000	-	-
20.4.14	BUY	27,000	-17.45%	-11.67%
20.3.20	BUY	21,000	-10.43%	-4.52%
20.3.2	BUY	26,000	-21.20%	-12.31%
19.5.15	BUY	36,000	-27.23%	-18.75%
18.11.30	BUY	43,000	-25.28%	-16.74%
18.10.12	BUY	33,000	-17.20%	-6.67%
18.8.14	BUY	39,000	-23.86%	-19.87%
18.7.27	BUY	43,000	-26.15%	-22.56%
18.5.15	BUY	46,000	-27.47%	-19.67%
18.3.28	BUY	39,000	-9.77%	-3.21%

SK가스



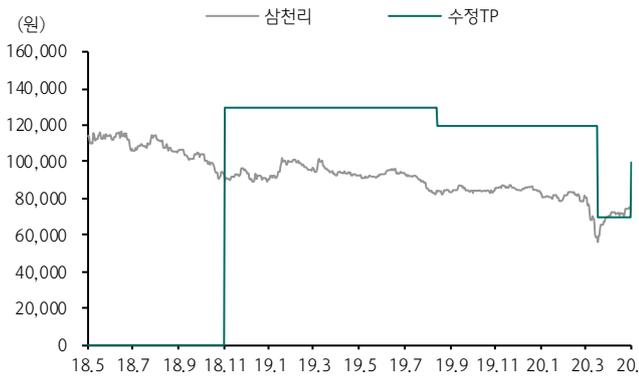
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	100,000	-	-
19.10.10	담당자변경	-	-	-
17.8.16	BUY	165,630	-48.00%	-33.24%

지역난방공사



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	60,000	-	-
20.3.20	BUY	34,000	-3.51%	15.29%
20.2.13	BUY	63,000	-38.41%	-30.00%
19.10.16	BUY	70,000	-32.69%	-28.14%
18.8.6	BUY	76,000	-24.90%	-13.29%
18.7.13	BUY	80,000	-17.76%	-16.00%
18.5.24	BUY	85,000	-21.26%	-17.29%
18.5.10	Neutral	85,000	-19.49%	-17.29%
18.4.12	BUY	95,000	-16.65%	-14.84%

삼천리



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	100,000		
20.3.24	BUY	70,000	-0.52%	7.00%
19.8.21	BUY	120,000	-31.13%	-27.42%
18.11.8	BUY	130,000	-28.14%	-21.54%
17.11.17				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 6일

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 05월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 05월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.