

20 하반기 산업전망
19 유틸리티(전력, 가스)/에너지

한여름 밤의 꿈: 3차 에너지기본계획

3차 에너지기본계획 발표로 국내 에너지시장은 투명하고 원칙을 준수하는 정상시장으로 발전할 것이다.
하지만 항상 꿈이 쉽게 이루어질 수는 없듯이, 단기적으로는 현실성을 고려해 단계적으로 정책이 실현될 전망이다.
당사는 3차 에너지기본계획을 통해 국내 전력시장의 이상과 현실을 냉철하게 짚어보고 산업에 미치는 영향을 분석하고자 한다.



유틸리티(전력, 가스)/에너지 황성현
Tel. 02)368-6878
tjdgus2009@eugenefn.com



Summary

6/4, 향후 20년의 에너지정책을 담은 에너지분야의 최상위 법정계획인 제3차 에너지기본계획이 발표되었다. 중장기 에너지시장의 정상화를 위한 꿈과 같은 정책들이 담겨 있어 산업에 긍정적 영향이 기대된다. 다만, 단기적으로 현실성을 고려한다면 구체적인 시행시기는 여전히 불확실하다. 당사는 앞으로의 에너지정책 방향성을 확인할 수 있다는 점을 고려해 2차 계획과 다른 특이점들을 점검하고자 한다. 이를 통해 2019년 하반기부터 조금씩 변화될 국내 전력, 가스산업 업황을 전망하고 투자전략을 제시하고자 한다.

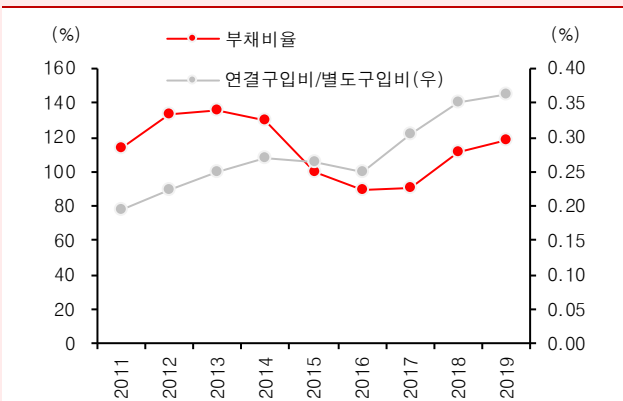
3차 에너지기본계획의 최종에너지 수요전망

수요 (백만톤)	석탄	석유	도시 가스	신재생	전력	열	합
2017년	33	61	24	12	44	2	176
2040년	39	57	31	20	62	3	211
비중(%)							
2017년	19	35	13	7	25	1	100
2040년	18	27	14	9	29	1	100

자료: 한국전력, 유진투자증권

- 최종에너지 수요 석탄, 석유, 감소, 전력, 가스, 재생 증가
- 1) 에너지사용 절감을 위한 수요관리 강화(ESS, 국민 수요반응 활성화), 2) 전력, 가스 시장제도 개선, 3) 공공요금 개편이 주요 내용
- 오염물질 저감비용, 배출권 거래비용을 반영하여 환경급전 강화, 중장기 시장제도 변화 예상. **정산조정계수 제도 개선과 함께 전력 시장의 투명성을 강화**할 전망
- **가스요금은 원료비연동제를 준수하고 연료전지용 요금 신설**

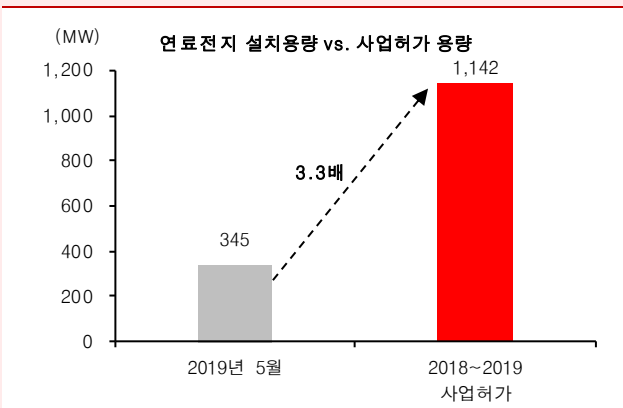
한국전력의 부채비율과 전력구입비 비율



자료: 한국전력, 유진투자증권

- 한국전력의 별도기준 부채비율은 118%로 정부의 2022년 목표 공공기관 부채비율 157%를 하회
- 한국전력의 자기자본(70조원)을 활용한 공공요금 동결 정책은 지속될 전망. **정산조정계수(연결/별도 전력구입비) 조정을 통해 한국전력의 별도 순이익 조정, 요금인상 명분을 낮추는 정책이 유지될 것**
- 원전가동률 상승(+13%p), 에너지가격 하락으로 2020년까지 연간 실적개선은 여전히 유효

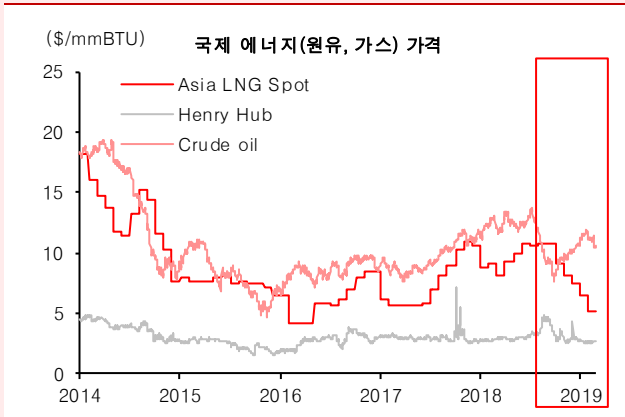
연료전지 보급확대로 RPS 대응



자료: 전기위원회, 유진투자증권

- 정부의 수소경제로드맵에 의하면 2022년 연료전지 보급 목표량은 1.5GW로 현재 설비용량 대비 4.3배, 발전사업허가 용량은 3.3배임
- 한국전력의 RPS(재생에너지 포트폴리오 의무할당) 대응 비용이 증가할 수 밖에 없는 상황에서 **연료전지 보급확대로 비용 증가를 상쇄**할 전망. 연료전지는 시공기간이 1년으로 짧고 가동률이 90%로 높아 REC 발급량이 기타 재생에너지원보다 많음
- 당시추정에 의하면 **연료전지의 Base case Project IRR은 4.3%로 설비확대에 부담 없는 것으로 파악**됨

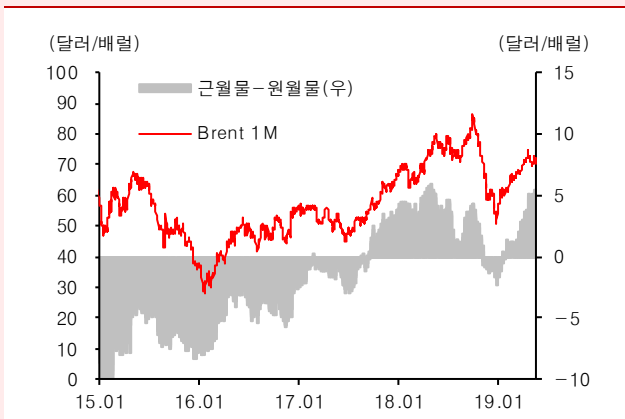
원유, LNG, 천연가스 가격의 디커플링



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 최근 계절성으로 인한 수요부진, 신규 프로젝트 가동으로 LNG 공급과잉 국면이 지속되고 있으며, 아시아 JKM 스팟 LNG 가격은 국제유가와 디커플링되는 모습을 보여주고 있음
- 그러나 미국 천연가스(Henry hub)에 액화비와 수송비를 고려하면 LNG 가격의 추가하락 가능성은 낮음

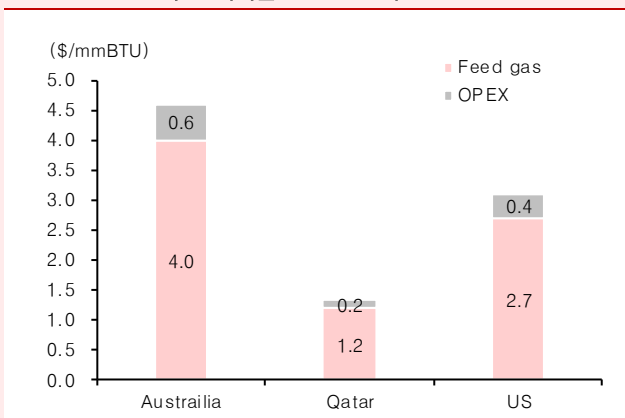
국제유가 근월물, 원월물 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 국제유가는 OPEC 감산과 지정학적 이슈로 단기 수급밸런스에 이상이 생기며 근월물 가격이 원월물보다 높게 유지되는 백워드이션 상태를 지속하고 있음
- 미래 유가에 대한 불확실성으로 글로벌 자원개발업체들의 주가도 부진한 상황
- 6월 OPEC회의에서 증산 결정 시, 콘탱고 시장 진입, 유전, 가스 전의 가치 재평가가 진행될 것

주요 국가별 LNG 프로젝트 BEP



자료: Rystad energy, 유진투자증권

- 주요 국가들의 LNG 프로젝트 손익 BEP 레벨은 1.4~4.6달러/mmBTU 수준으로 현재 LNG 스팟가격 5.8달러/mmBTU를 소폭하회 중
- Papua LNG, Pluto LNG 등 BEP가 높은 프로젝트들의 수익성은 악화될 수 밖에 없음. 수익성 악화가 지속될 경우 가동률 조정, 신규 프로젝트들의 FID 지연으로 이어져 가격 하방을 지지할 전망

2019년 하반기 투자전략: 낙폭과대, 중장기 시장 정상화를 고려한 대형주 비중확대

- 당사는 유틸리티 업종에 대해 투자의견 Overweight를 유지하며 업종 Top-pick으로 한국전력과 한국가스공사를 제시한다. 중장기 안전과 환경을 고려한 에너지전환은 불가피하고 단기간에 전력, 가스시장제도가 변화된 것은 없다. 그러나 **3차 에너지기본계획에 담긴 중장기 요금개편 로드맵, 발전사회사의 연료전지 확대를 통한 RPS절감, 글로벌 경기 둔화로 인한 에너지가격 하락으로 한국전력의 실적개선, 한국가스공사의 연료비 연동제 부활이 기대된다.**

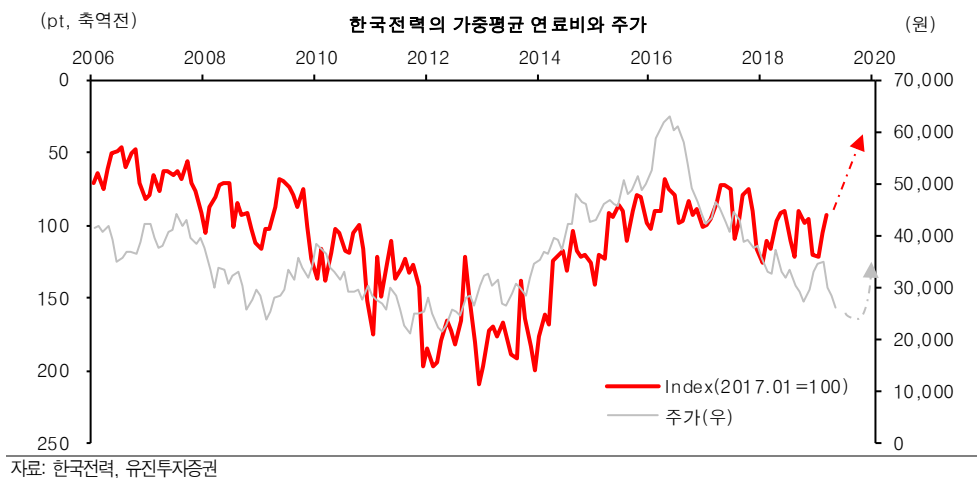
■ 한국전력 투자포인트

- 1) 2019년 예상 원전가동률 81%(+13%p)
- 2) 수소경제로드맵의 연료전지 목표 충족 시, RPS 구입량이 감소해 비용증가 상쇄
- 3) 가정용 누진제 개편(-3천억원)을 고려해도 에너지가격 하락으로 2020년 실적개선 폭 커질 전망
- 4) 경기둔화 시 산업용 전력 수요 감소, 전력구입비 절감해 펀더멘털 개선으로 이어질 것
- 5) 장기적으로 정산조정계수 개편, 원가와 외부비용을 적기에 반영하는 요금정책 도입해 안정적 배당 창출

■ 한국가스공사 투자포인트

- 1) 7월 공급비용 정산 및 발표 전망, 과거 사례를 보면 공급비용 발표 시 PBR 0.55배까지 상승
- 2) 6월 OPEC회의에서 증산 결정 시 원유 시장의 콘탱고 진입 예상, 미래 해외자원 가치 기대감 상승
- 3) 미국 Henry hub에 액화, 수송비 고려 시 현재 아시아 LNG 단가는 바닥수준으로 파악되어 자원가치 하락 가능성 낮음
- 4) 오일메이저들의 E&P 투자확대로 독립계 E&P의 자산 인수. 투자활성화로 자원가치 상승 전망

한국전력의 가중평균 연료단가와 주가는 역의 상관관계: 2019년 상반기 실적의 저점



유틸리티(전력, 가스)에너지 황성현

Tel. 02)368-6878

tjdgus2009@eugenefn.com

Contents

I. 3차 에너지기본계획 발표.....6

정책의 장기 방향성은 바람직하나, 단기적으로는 꿈 같은 이야기들

- 1) 환경급전
- 2) 노후석탄발전소 연료전환
- 3) 수요관리 강화와 외부비용의 적기 요금반영
- 4) 연료전지

II. 이제 꿈에서 벗어나 현실을 보자 19

외부변수(에너지가격)와 요금동결의 이중고

III. 바닥에 근접한 가스 가치와 M&A 활성화..... 28

기업분석 37

한국전력(015760.KS)

한국가스공사(036460.KS)



I. 3차 에너지기본계획 발표

정책의 장기 방향성은 바람직하나, 단기적으로는 꿈 같은 이야기들

6/4, 정부는 향후 20년의 에너지정책을 담은 제3차 에너지기본계획안을 발표했다. 에너지기본계획은 에너지분야의 최상위 법정계획으로 향후 20년(2019~2040년)의 중장기 에너지 정책 비전, 추진전략을 제시하며 5년에 한번씩 발표되고 있다. 주요내용으로는 다음과 같이 정리할 수 있다. 우선, 4/22에 진행된 공청회에서 발표한 내용에서 크게 벗어나지 않아 예상수준의 정책들이 제시되었다. **정산조정계수 제도개선, 원가와 외부비용을 반영하는 공공요금제도 등 에너지시장의 정상화를 추진하기 위한 주요 내용들이 포함된 것을 긍정적으로 해석**한다. 에너지기본계획이 최상위 법정계획이고 중장기 로드맵을 제시하는 것인 만큼 세부 정책들이 적기에 추진되어 왜곡되어 있는 국내 전력, 가스시장이 정상화될 기원한다.

도표 1 3차 에너지기본계획 주요내용

- 1) **수요관리 강화**: ESS 연계 비즈니스 확대, 국민DR 시장 확대
- 2) **재생에너지비중 확대(30~35% 목표), 분산형 전원 확대(연료전지용 가스요금제 신설 등), 수소 등 미래산업 육성**
 - REC 제도 개편(경쟁입찰 방식으로 단계별 전환), 탄소인증제 도입
- 3) **전력, 가스, 열 시장 제도 개선**
 - 한국가스공사 5기지 건설 등으로 저장설비 2031년까지 총 120만kl, 공급배관 2023년까지 586km 추가 건설
 - 정산조정계수를 발전시간 경쟁을 촉진하는 방향으로 개선, 원전 등 발전원가가 저렴한 규제전원과 전원간 가격경쟁이 가능한 경쟁전원으로 분리하여 운영(차액계약 적용 검토)
- 4) **공공요금 및 세제**
 - 천연가스 연료비연동제 준수, 용도별 체계 합리화
 - 오염물질 저감비용, 배출권 거래비용 등을 공급우선순위에 반영하는 환경급전 강화
 - 친환경 전원, 분산전원의 사회적가치를 고려한 용량요금 차등 보상 강화
- 5) **전기안전관리 체계 개편 및 ESS 안전관리 강화**: ESS의 표준, 인증기준 마련

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

도표 2 3차 에너지기본계획의 최종에너지 수요전망

수요 (백만톤)	석탄	석유	도시가스	신재생	전력	열에너지	합계
2017년	33	61	24	12	44	2	176
2040년	39	57	31	20	62	3	211
비중(%)							
2017년	19	35	13	7	25	1	100
2040년	18	27	14	9	29	1	100

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권



1) 환경급전

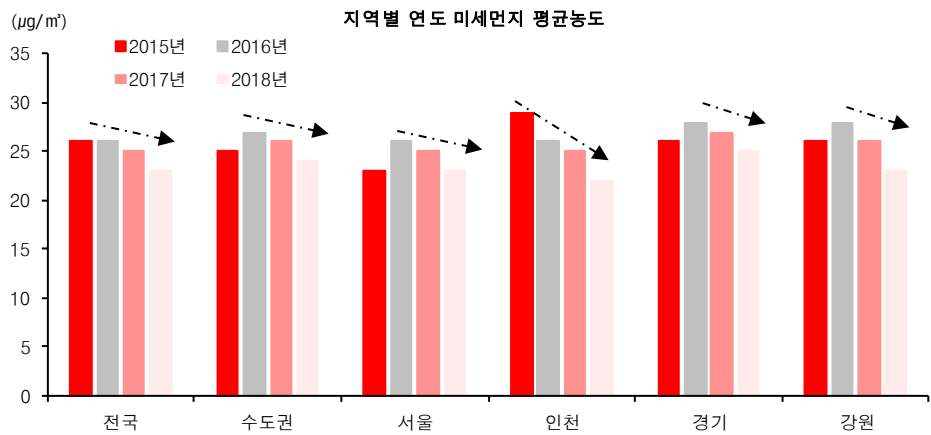
에너지기본계획의 주요내용 중, 정책 시행 시 가장 영향이 클 것으로 예상되는 환경급전의 과급효과를 점검할 필요가 있다.

급전의 정의는 전력수요를 충족시키는 발전소별로 유효발전량을 결정하는 과정을 의미한다. 현재 국내 전력시장에서 시행되고 있는 급전방식은 경제급전으로 전력수요를 최소비용으로 충족시키도록 발전소별 발전량을 결정하고 있다. 2020년부터 시행을 준비중인 환경급전은 오염물질의 배출량, 환경비용을 최소화하는 방향으로 발전소별 발전량을 결정하는 것이다. 주로 변동비용과 환경비용의 합을 최소화하여 오염물질의 배출량을 제약하고 전기요금 인상요인을 최대한으로 낮추는 것이 중요하다.

환경급전 도입이 추진되는 이유는 1) 높은 농도의 미세먼지 발생이 지속됨에 따라 비상저감조치의 일환, 2) 대기오염, 3) 온실가스를 저감하여 국가 차원에서 발전(전환) 부문의 목표치를 달성하기 위함이다.

일반적으로 환경급전을 시행하는 방식은 크게 세가지로 1) 자율규제(현재 시행중인 상한제약 입찰), 2) 직접규제(전력거래소가 지자체단체장의 요청을 받아 특정 발전소를 급전계획에서 배제), 3) 간접규제(환경비용을 제약조건에 추가하여 변동비용과의 합계를 최소화)로 나누어진다. **당사가 기대하는 것은 기존에 시행중인 1), 2) 안들이 아닌 3) 간접규제이다. 전력 시장가격(SMP, System Marginal Price)을 산정함에 있어 기존 변동비만 반영하는 것이 아닌 환경비용도 함께 고려해야 하는 것이다.**

도표 3 지역별 고농도 미세먼지 발생량 추이: 석탄발전소의 가동률 조정, 전국의 미세먼지 평균농도는 감소



자료: 환경부, 유진투자증권



당사는 환경비용에 2019년 4월부터 시행된 에너지개별소비세 개편을 적용해 발전원별 발전단가 변화를 살펴보았다. 석탄발전소의 발전단가는 52.6 → 85.8원/kWh(+33.2)으로 상승하고, LNG발전소의 발전단가는 93.7 → 94.5원/kWh(+0.8)으로 소폭 상승할 것으로 추정된다. 결국 국내 전력시장가격은 4.9원/kWh으로 상승해 LNG발전소의 마진 일부 개선, 석탄 비중이 높은 한국전력의 원가부담은 지속될 전망이다. 환경비용으로 발생하는 총 비용규모는 7조원 수준으로 외생변수의 변화가 없을 시, 한국전력의 당기손실 규모는 10조원 규모로 증가한다. 전력시장제도를 개편하기 위해 요금제도도 함께 개편되거나, 환경비용 부과규모가 미미하고 1) 자율규제, 2) 직접규제만 적용되는 전혀 변하는 것이 없는 시장제도가 유지될 전망이다.

도표 4 환경비용 부과, 에너지개별소비세 개편 영향

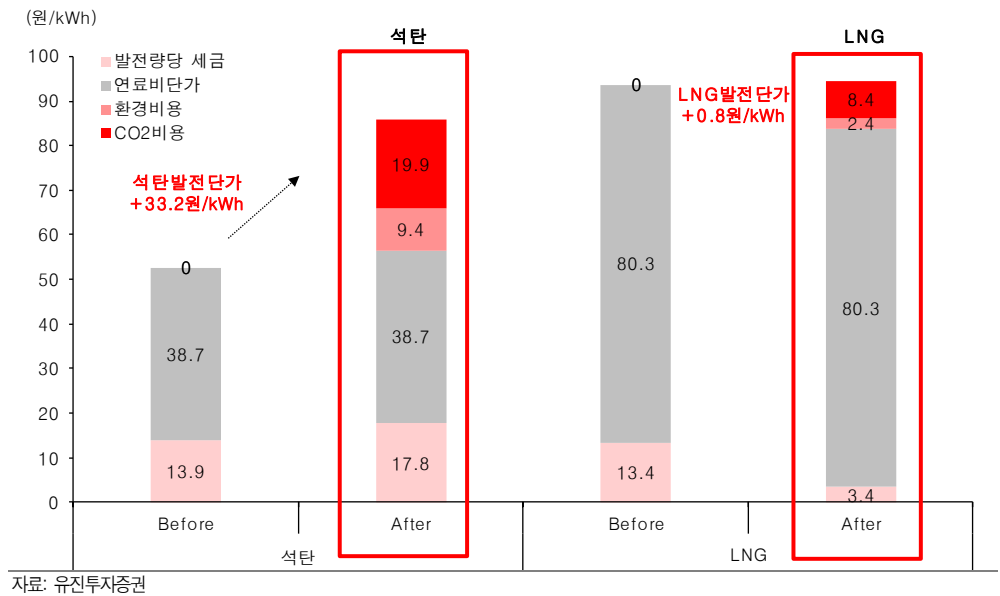
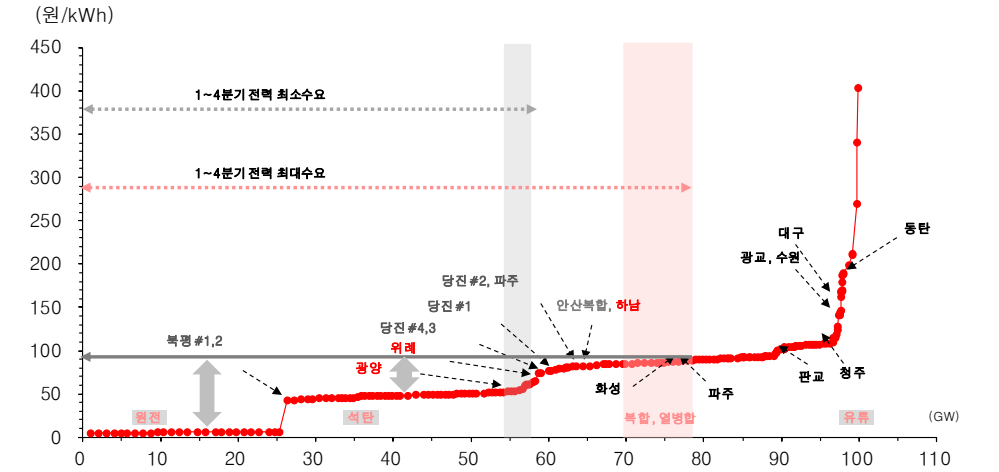


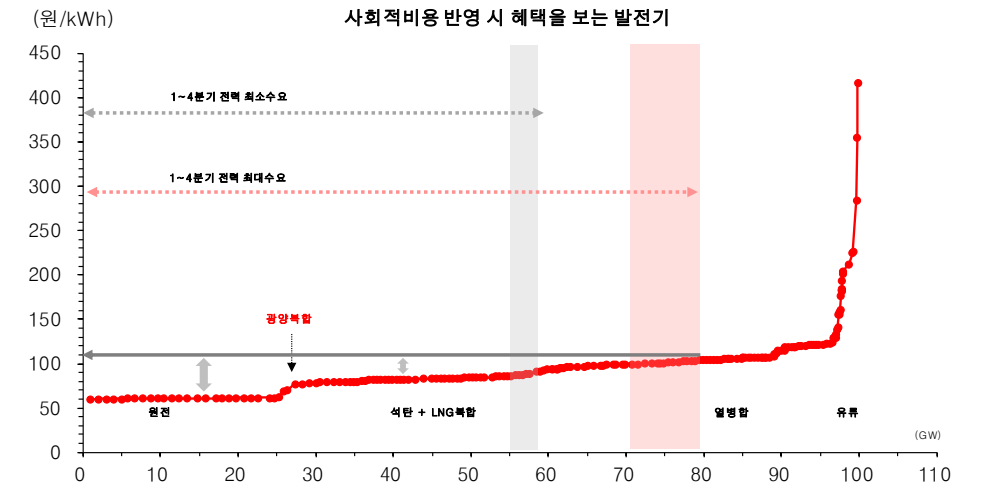


도표 5 경제급전 시 발전소 급전순위: 기존에는 변동비가 가장 낮은 발전소부터 가동



자료: 유진투자증권

도표 6 사회적비용을 부과해도 실질적으로 수혜를 보는 발전소는 거의 없을 듯. 비용규모가 미미할 경우 생색내기 정책에 그칠 것으로 예상되며, 유의미한 변화를 위해서는 대폭 상향된 비용 부과 필요



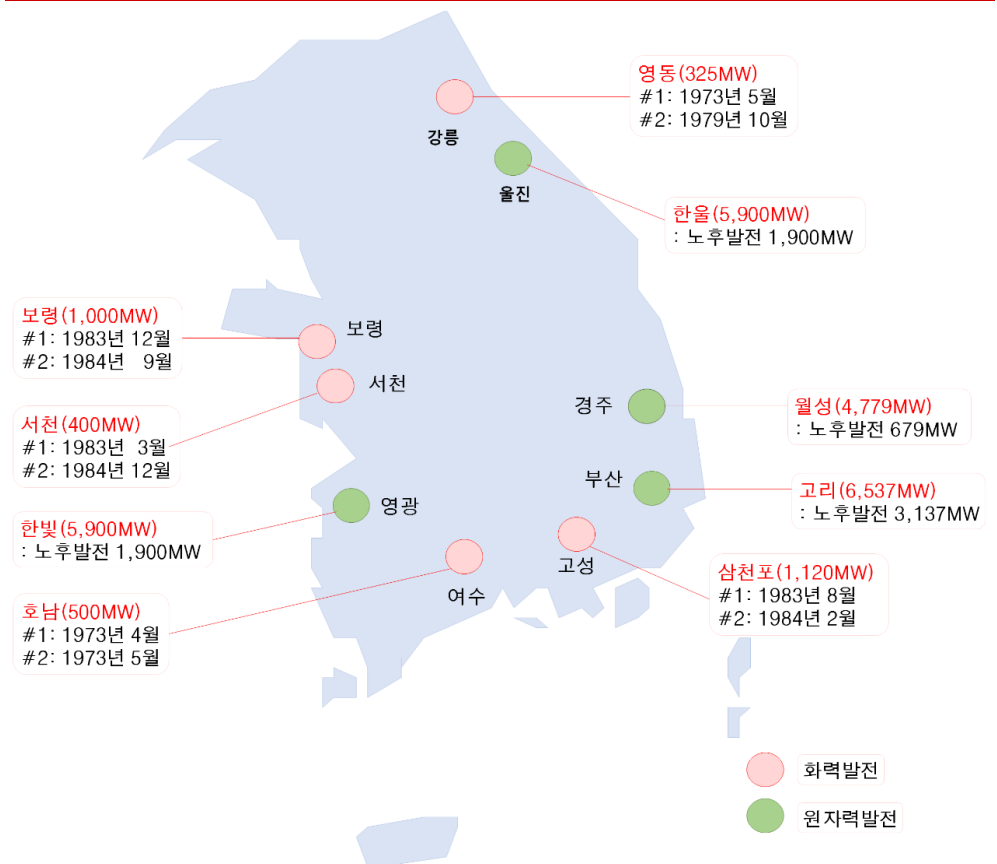
자료: 유진투자증권



2) 노후석탄발전소 연료전환

봄철에는 미세먼지가 극성을 부려 석탄화력발전소 54기(전체 60기)를 가동 중단하는 것으로 결정되었다. 이 규모는 최소 1주일에서 최대 45일 수준으로 파악된다. 기존에는 2022년까지 순차적인 시행을 계획했으나 시기를 앞당겨 노후 석탄발전소들도 LNG발전소로 전환할 계획이다. 노후석탄발전소의 용량은 3GW로 전체 발전설비의 3%에도 미치지 못하는 수준이다. 또한 정비일정도 봄철에 몰아서 계획될 것이므로 실제 전력시장과 영업실적에 미치는 영향은 크지 않을 것이라 판단한다.

도표 7 노후석탄발전소 규모는 3GW에 불과



자료: 유진투자증권



3) 수요관리 강화와 외부비용의 적기 요금반영

정부와 한국전력이 밝히고 있는 전기요금의 일반원칙은 크게 3가지이다. 1) 원가주의 원칙, 2) 공정 보수주의 원칙, 3) 공평의 원칙이다. 1) 원가주의 원칙은 전기요금을 성실하고 창의적인 경영 하에서의 공급원가를 기준으로 산정해야 한다는 것이다. 특히 특별손실이나 전력공급과 관련이 없는 사업비용은 원가에서 제외해야 한다. 2) 공정 보수주의 원칙은 배당 및 이자지급과 최소한의 사업확장에 필요한 보수(투자보수)를 인정해야 한다는 것이다. 마지막으로 3) 공평의 원칙은 결정된 종별요금은 모든 고객에게 공정하고 공평하게 적용되어야 하며, 특정고객에 대한 특례요금 적용은 최대한 배제해야 한다는 것을 지칭한다.

최근 낮은 기저발전(원전, 석탄)의 가동률과 에너지전환을 위한 세계개편, 사회적 비용부과 등이 거론되고 있는 상황에서 요금제 개편 기대감이 커지고 있다. 재무구조가 악화된 상황에서 에너지전환을 위한 대규모 CAPEX 집행이 추진되면 적정 투자보수 보장이 되지 않아, 2) 공정 보수주의 원칙에 위배되기 때문이다.

도표 8 전기요금 산정방식

제8조(요금수준)

- ① 전기요금은 전기공급에 소요된 취득원가 기준에 의한 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정하는 것을 원칙으로 하되, 전기사업자의 경영효율성을 제고하기 위한 유인규제 방식을 시행할 수 있다.
- ② 제1항의 규정에 의한 총괄원가는 성실하고 능률적인 경영하에서 전력의 공급에 소요되는 적정 원가에, 이에 공여하고 있는 진실하고 유효한 자산에 대한 적정투자보수를 가산한 금액으로 한다.
- ③ 제1항의 규정에 의한 유인규제 방식의 경우, 물가상승률과 전기판매 사업자의 생산성 향상 목표 등을 감안하여 조정한다.

제11조(요금체계)

- ① 전기요금의 체계는 종별공급원가를 기준으로 전기사용자의 부담능력, 편익정도, 기타 사회정책적 요인 등을 고려하여 전기사용자간에 부담의 형평이 유지되고 자원이 합리적으로 배분되도록 형성되어야 한다.
- ② 전기요금은 기본요금과 전력량요금을 원칙으로 하고, 자원의 효율적 배분을 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 차등요금, 누진요금 등으로 보완할 수 있다.

자료: 유진투자증권



3차 에기본을 통해 중장기적으로 원가와 외부비용을 적기에 반영하는 요금제도 개편을 확인할 수 있었다. 다만, 한국전력의 부채비율과 물가상승률 등을 고려 시, 단기간에 요금제 개편은 쉽지 않다. 그러므로 향후 5년간의 시장제도를 보여주는 에기본에만 중장기 요금개편 로드맵이 삽입될 가능성이 높고, 본격적인 시행은 다음 정권의 손으로 넘어갈 가능성이 높다고 판단한다.

도표 9 에너지요금제도 개편: 향후 5년간 원가, 외부비용을 반영하는 요금개편 시행

전기요금	유가폭락 시기에 연동제 도입하고 여론을 통해 공감대 형성
<ul style="list-style-type: none"> ☑ 원가·외부비용 요금 적기 반영하고 소비자 선택권 확대 ☑ 주택용 계시별 요금제, 녹색 요금제, 수요관리형 요금제 등 도입 	
가스 요금	재생 목표 낮춘 상황에서 대안은 연료전지 밖에 없음
<ul style="list-style-type: none"> ☑ 연료전지용 요금 신설 등 용도별 체계 합리화 지속 추진 ☑ 발전시간 공정 경쟁을 위한 발전용 개별요금제 도입(19.下) 	
<p>외부비용 평가 위원회를 구성 → 외부비용 정례적 평가 및 가격 체계 반영</p>	

자료: 산업부, 유진투자증권

또한 에기본에서 공개된 주요 정책으로 수요관리 강화가 있다. 원자력, 석탄발전소가 중장기적으로 도입되지 않는 상황에서 재생에너지의 2040년 목표 설치용량도 40%에서 30~35%로 낮아졌으므로 수요관리를 강화하는 것은 어찌보면 당연한 수순일 것이다. 특히, 산업용에 집중되어 있던 수요관리를 가정용 국민 DR로 확대하여 수요를 감소시킬 것으로 예상된다. 이는 수요삭감(Curtailment) 시, SMP를 결정하는 발전소의 순서가 낮아지며 시장가격을 하락시키는 요인으로 작용할 전망이다.

도표 10 수요관리 강화로 시장가격 하락, 비용절감 유도

수요관리 비즈니스 발굴·확산	SMP(한전의 구입단가, 민자발전의 판매단가) ↓			
ESS연계비즈니스	국민 DR	V2G	EMS	
-태양광+ESS → 전기차충전, DR참여	-시장 개설 -설치·효율보조금 검토	-전기차 → 이동형 ESS -V2H, V2D 등 확산	-전문업체 등록제도(20) -설치 후 사후관리 강화	
수요관리 시장 기반 강화	발전소 가동률 ↓: 공보다 비싼 두부를 적게 만드는 것			
EERS	스마트미터	전력 빅데이터 플랫폼		
-에너지공급자 효율향상 의무화제도 법제화(20~)	-전국 2,250만호 설치(~20) -스마트미터링 표준 제정	-한전 전력데이터 센터 개설 -수요자 맞춤형 데이터 제공		

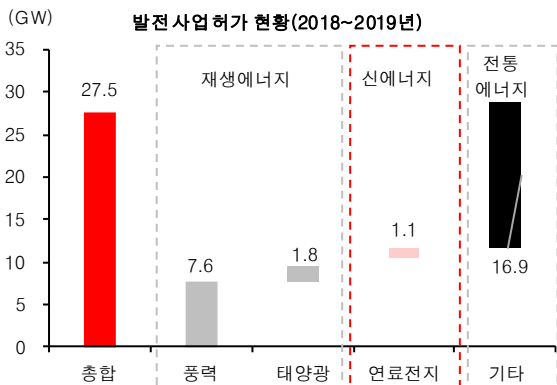
자료: 산업부, 유진투자증권



4) 연료전지

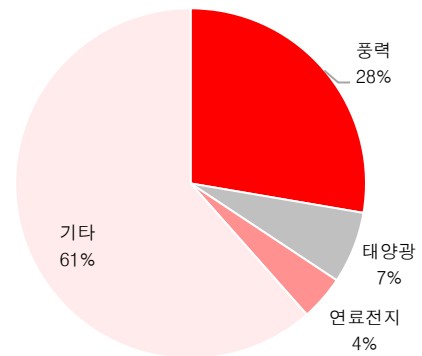
정부는 수소경제로드맵을 통해 2022년 1.5GW의 연료전지 설치 목표를 밝혔다. 2018년부터 2019년 3월까지 진행된 발전사업허가를 보면, 총 27GW의 발전사업허가가 진행되었다. 그 중 연료전지는 1GW로 전체 사업허가의 4% 수준이다. 절대적인 규모로는 여전히 석탄, LNG, 우드펠릿의 사업허가가 61%로 가장 높고 그 다음으로 풍력(28%), 태양광(7%)으로 파악된다. 그러나 기존에 국내에 설치된 연료전지의 설비용량이 345MW에 불과하다는 점과 사업허가 용량이 기존 용량대비 3.3배에 달하는 점, 2022년까지 400MW의 연료전지가 추가로 사업허가를 받아야 한다는 점을 고려하면 기타 에너지원보다 성장성은 가장 높은 것으로 파악된다.

도표 11 풍력의 발전사업 허가 가장 많았음



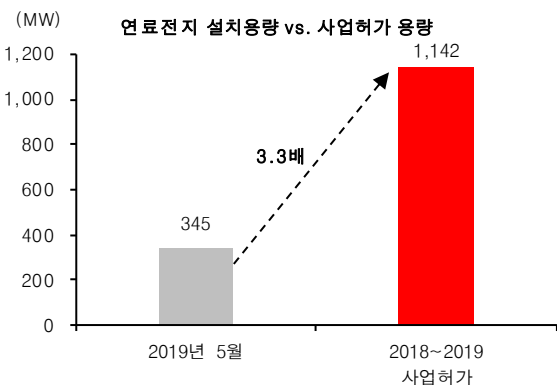
자료: 전기위원회, 유진투자증권

도표 12 여전히 석탄, LNG, 우드펠릿의 허가가 대부분



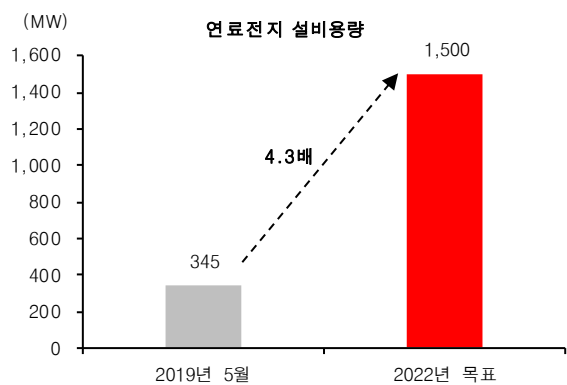
자료: 전기위원회, 유진투자증권

도표 13 연료전지 국내 발전사업허가 용량은 기존 설치 용량대비 3.3배



자료: 전기위원회, EPSIS, 유진투자증권

도표 14 정부의 설치목표 용량(국내, 해외 총 합계)은 기존 용량대비 4.3배



자료: 전기위원회, EPSIS, 유진투자증권



한국전력은 필요한 부지면적이 타 재생에너지 대비 적고 시공기간이 짧은 연료전지 확대를 통해 RPS 대응 비용을 줄일 것으로 추정된다. 3차 에너지기본계획에서 시장변동에 따라 변하는 가격(전기판매가격, 연료비, REC)를 제외하면 수익성 변동 위험을 적절히 통제할 수 있는 연료전지의 특성을 고려해 보급활성화를 위한 정책을 추진할 계획이다. 1) 전기판매가격(SMP+REC) 고정가격제도를 통해 매출액 변동성을 통제 가능할 것이며, 2) 5월부터 시행된 연료전지 전용 LNG 요금제를 신설해 6.5%의 비용절감을 유도해 연료전지 프로젝트의 수익성이 개선될 것이라 판단한다. **RPS 대응 비용 감소로 인한 편익 증가를 고려하면 연료전지의 사업성이 BEP 수준만 유지해도 발전사들의 연료전지 설치 니즈는 확대될 가능성이 높다.**

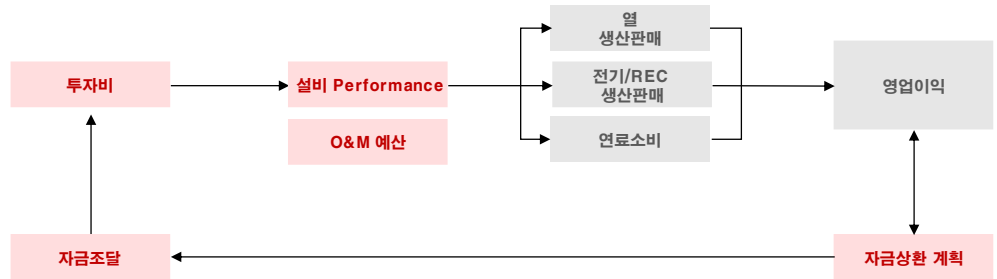
도표 15 연료전지 사업의 수익구조

	항목	내용
전력매출	생산량	LTSA 통해 최소 생산량 보증
	판매량	신재생에너지는 전력시장에 급전 1순위로 참여. 100% 판매가능하다고 가정
	판매단가	국제유가, 전력수급계획에 따라 변동
(+)열매출	생산량	연료전지 설비 이용률 연평균 90%, 설비효율 저하 연평균 0.05% 가정
	판매량	장기 열수급계약으로 최소 구매량 약정
	판매단가	장기계약을 통해 연료단가와 연동되도록 가격조정
(+)REC매출	발급량	전력판매량(1MWh)당 2REC 부여
	판매량	장기 REC 구매계약을 통해 REC 발급량 전량에 대한 구매 약정
	판매단가	장기 계약 시 가격 협의 필요
(-)연료비	연료사용량	LTSA 통해 최소 효율 보증. 도시가스 공급자와 장기 공급계약 체결
	연료비단가	국제유가 및 KOGAS 도매단가에 민감
(-)운영비용	LTSA	LTSA에서 합의된 운영비 하에서 설비 유지보수 수행
	기타운영비용	기타 관리비용은 연간 예산을 통해 통제

자료: 유진투자증권



도표 16 연료전지 프로젝트의 주요 사업조건



투자비 절감	연료전지 사업 사례를 통해 적정 사업비 도출
Performance, O&M	LTSA 효율보증 및 계약금액, O&M 비용 금액 검토
시장가정, 계약조건	열 판매가격, REC 판매가격, LNG 연료비의 합리적 추정

자료: 유진투자증권

도표 17 연료전지 기술타입과 특징: MCFC는 포스코에너지, SOFC는 SK건설, PAFC는 두산

	용융탄산염형 (MCFC)	고체산화물형 (SOFC)	인산형 (PAFC)	고분자전해질 (PEMFC)	직접메탄올 (DMFC)
전해질	탄산염	세라믹	인산염	이온교환막	이온교환막
동작온도	700이하	1200이하	250이하	100이하	100이하
효율(%)	80	85	70	75	40
용도	중,대형건물	소,중,대용량	중형건물	가정,상업용	소형이동
용량	100KW~MW	1KW~MW(개발중)	200KW	1~10KW	1KW이하
특징	효율높음 내부 개질 가능 병합발전 가능	효율높음 내부 개질 가능 복합발전 가능	내구성 큼 열병합 가능	저온작동 고출력밀도	저온작동 고출력밀도

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 18 주요 연료전지 프로젝트 개요

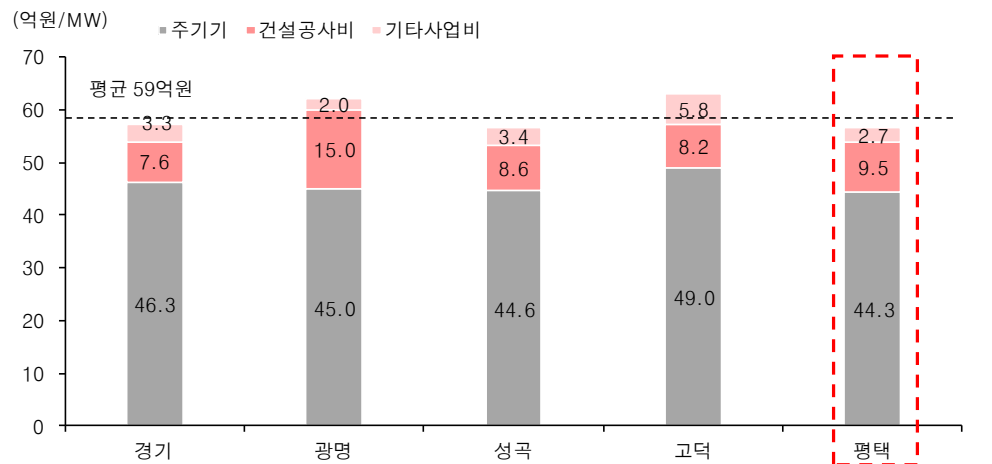
시명	프로젝트명	규모 (MW)	사업비용 (십억원)	십억원 /MW	발전량 (GWh/년)	이용률 (%)	열 (Gcal/년)	Gcal/MW
SKE&S	강동연료전지	40.0	240.0	6.0	350.4			
동서발전	일산연료전지	2.4	13.0	5.4	21.0	80.9	9,800.0	4,083.3
삼천리, 남동발전	경기그린에너지	58.8	330.0	5.6	515.1	90.1	195,000.0	3,316.3
남동발전	분당연료전지	5.7	30.0	5.2	50.1	91.0		
서부발전	인천연료전지	5.0	27.0	5.4	43.8	86.7	20,640.0	4,128.0
서부발전	인천연료전지	11.2	57.0	5.1	98.1	100.0	24,892.4	2,222.5
GS EPS	당진연료전지	2.4			21.0			
군산버추얼텍	군산연료전지	2.4	12.0	5.0	21.0			
평균				5.4		89.7		3,437.5

자료: KDB, 유진투자증권



당사는 연료전지의 잠재력 및 사업성을 분석하기 위해 투자비, 운영비, 금융비용 등을 고려해 현금흐름법을 적용하여 발전사업자들의 수익성을 평가하였다. 경기, 광명, 성곡, 고덕연료전지의 평균 사업비는 59억원/MW 수준이며, 이 중 주기기 비용은 44.3~49.0억원/MW, EPC 공사비용이 7.6~15.0억원/MW으로 평가된다. 사이트, 프로젝트에 따라 시공비용과 기타사업비용은 달라질 수 밖에 없으므로 MW당 59억원으로 투자비용을 책정하였다.

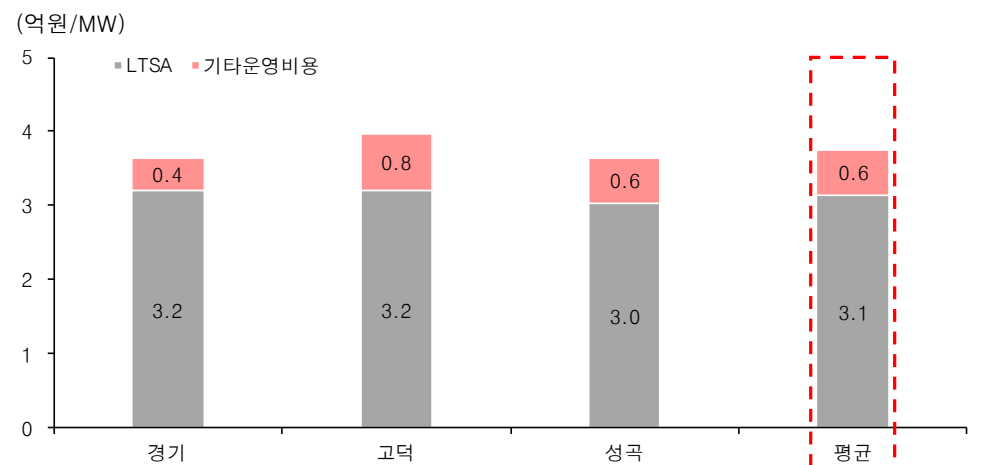
도표 19 투자비 비교: 사이트, 프로젝트 마다 비용 편차 큼. MW당 59억원으로 책정



자료: 유진투자증권

운영비용은 LTSA(Long Term Service Agreement, 연마다 스택을 교체하는 것)와 기타 운영비용으로 구성된다. 경기, 고덕, 성곡 연료전지의 평균 운영비용은 연간 3.7억원/MW 수준이다. Bloom energy의 SOFC타입도 두산의 연료전지와 LTSA 단가에서 차이가 거의 없는 것으로 파악되므로 평균인 3.1억원/MW로 적용할 수 있다. LTSA는 주기기업체와의 계약에 따라 변동되므로 불확실한 특징이 있다.

도표 20 운영비용 비교: 평균 3.1억원/MW로 결정

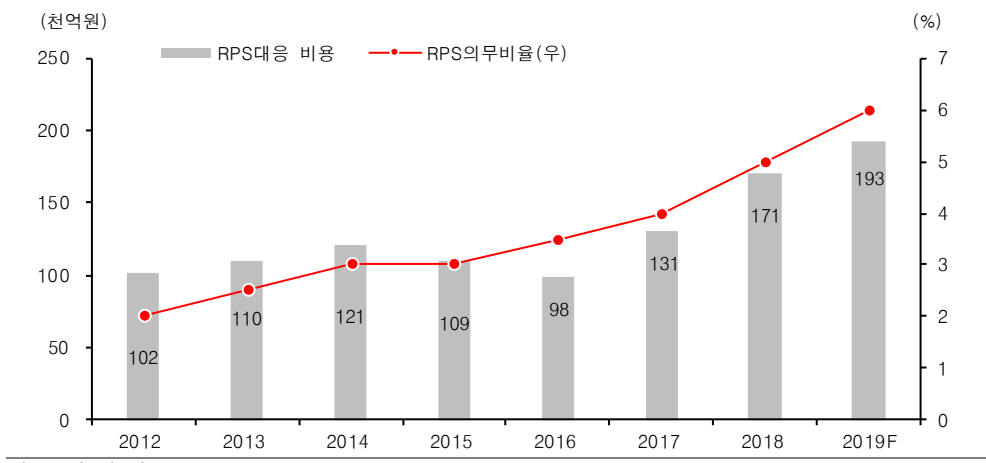


자료: 유진투자증권



연료전지의 수익은 (SMP + 가중치 * REC) * 전기판매량으로 결정된다. 연료전지의 REC 가중치는 2.0으로 높은 수준이다. 당사는 보수적인 추정을 위해 Base case의 SMP를 90원으로, Best, Worst case들의 SMP는 80~100원/kWh로 가정하였다. REC 현물 가격도 마찬가지로 80~100원/kWh 수준으로 가정하였다. 가상의 연료전지 프로젝트 손익계산 결과, Base case에서 Project IRR 4.2%로 수익성이 있는 것으로 파악된다. Best case에서 7.8% IRR을 기록해 발전사업자들의 연료전지 사업확대가 가능할 것이라 판단한다. 상기 수준의 IRR 달성 시, **발전사업자들은 연료전지를 활용해 RPS 대응 비용을 절감할 수 있다.**

도표 21 연료전지 확대로 RPS 비용 절감 가능할 것: 시공기간 짧고 수소경제에 부합하며, SMP, REC 고정계약제도, 연료전지용 LNG 할인 정책으로 보급 확대 가능



자료: 유진투자증권

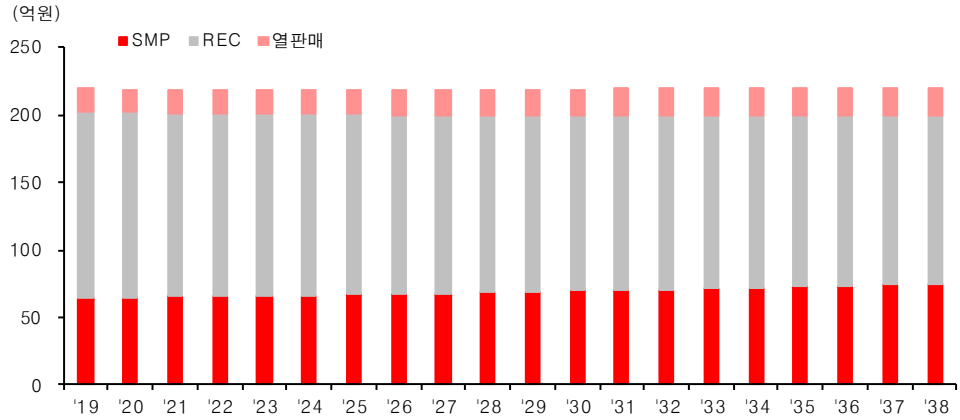
도표 22 Case별 사업성 분석결과: 프로젝트 IRR -2.4~7.8%로 분석됨

단위: 억원, %	Base Case	Best Case	Worst Case
매출액	199	206	196
전기판매	182	191	176
SMP	63	58	70
REC	119	132	106
열판매	17	16	20
영업비용	151	142	169
연료비	97	87	115
LTSA	27	27	27
감가상각비	26	26	26
이자비용	1	1	1
기타비용	1	1	1
영업이익	48	64	27
법인세	12	16	7
순이익	37	49	21
IRR	4.2%	7.8%	-2.4%

자료: 유진투자증권

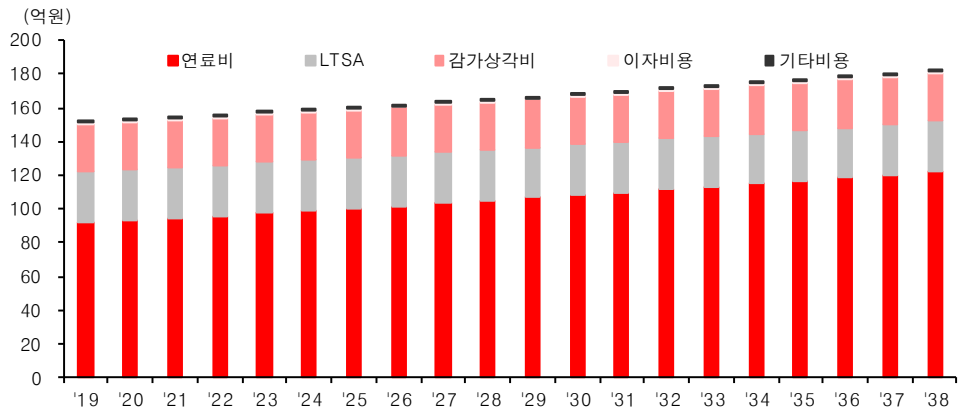


도표 23 연료전지 사업 매출액 추정: SOFCE타입은 열판매가 없는 대신 REC 판매 증가



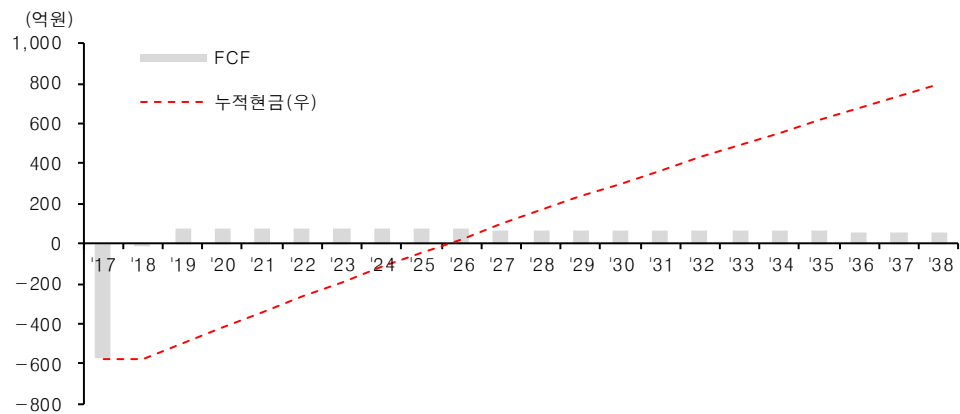
자료: 유진투자증권

도표 24 연료전지 사업 비용 추정: 중장기 유가 \$65/bbl., SMP 90원/kWh, REC 90원/kWh로 가정



자료: 유진투자증권

도표 25 연료전지 사업 현금흐름 추정: Payback period 10년, IRR 4.2%



자료: 유진투자증권

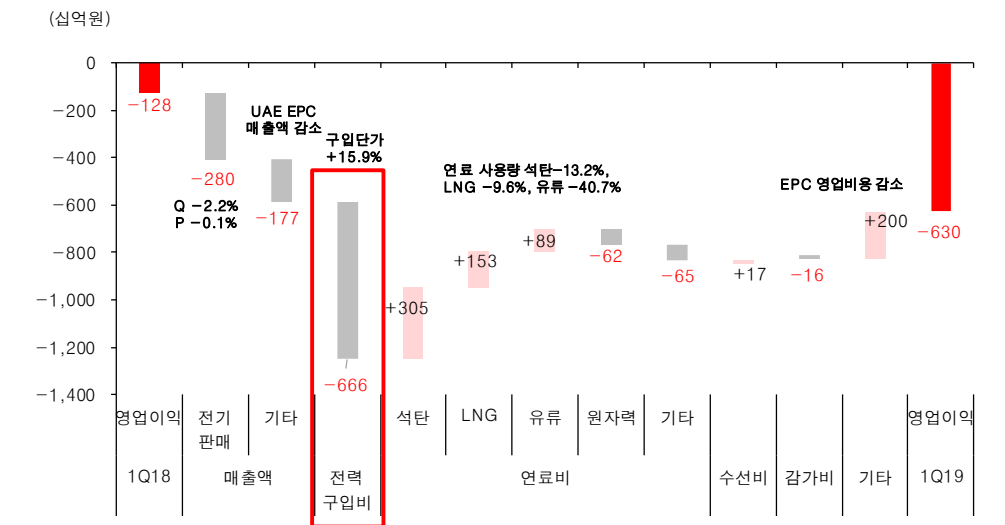


II. 이제 꿈에서 벗어나 현실을 보자

외부변수(에너지가격)와 요금동결의 이중고

한국전력은 2018년 3분기를 제외하고 5개 분기 연속 영업적자를 기록해 실적부진을 이어갔다. 2019년 1분기 영업손실은 6,299억원으로 역대 최악을 기록해 전년동기 대비 적자폭이 확대되었다. 실적이 부진했던 이유는 높은 기온으로 전기판매량 감소, UAE 원전 EPC 공정률 상승으로 인한 매출액 감소가 4천억원 반영된 영향이 크다. 이외에 전력구입비가 증가하며 실적악화는 심화되었다. 원전 가동률이 21.2%p 상승했지만 미세먼지 발생일수가 늘어나며 석탄발전소의 가동률은 오히려 9.2%p 하락했고, 작년 3분기까지 높게 유지되었던 국제유가가 반영되며 전력구입단가가 15.9% 상승해 원가부담은 지속되었다. 원전가동률은 상승했지만 실적은 오히려 거꾸로 가는 현상이 발생한 것이다. 결국 외생변수인 국제 에너지가격(LNG, 석탄)에 의해 변동되는 취약한 국내 전력시장체도를 이번 실적을 통해 확인할 수 있었다.

도표 26 한국전력의 영업실적 변동요인 분석 (1Q18 vs. 1Q19)

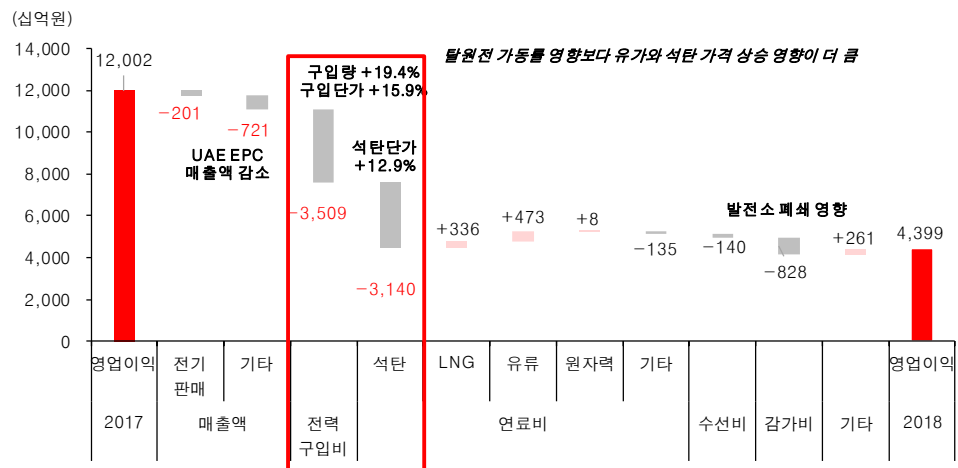


자료: 한국전력, 유진투자증권



2018년에는 원전가동률 하락이 실적부진의 주된 이유로 파악되었다. 2017년 발생한 경주지진 때문에 원전정비가 늘어난 영향이다. 그러나 원전가동률 하락으로 인한 한국전력의 전력구입량 증가는 19.4%에 불과하다. 오히려 엮친 데 덮친 격으로 국제유가와 석탄 투입단가도 25.6%, 20.2% 상승해 전력구입비와 연료비 모두 증가 하여 8조원의 영업이익이 감소하였다고 볼 수 있다.

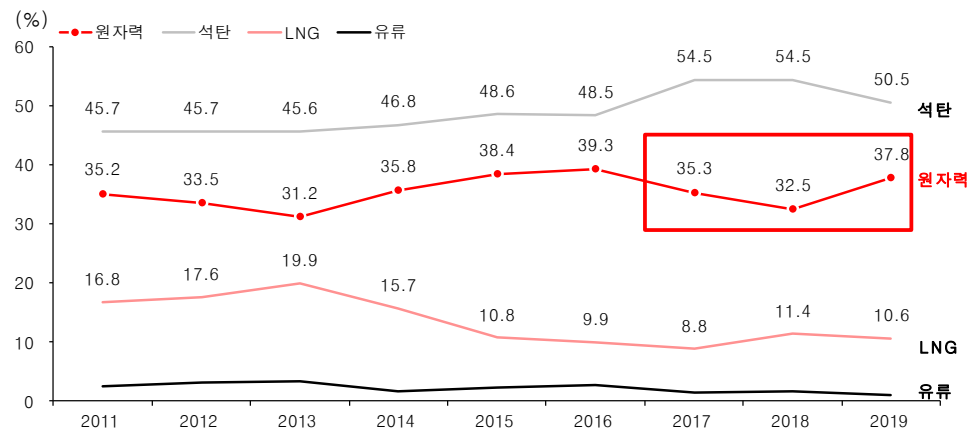
도표 27 한국전력의 영업실적 변동요인 분석 (2017 vs. 2018)



자료: 한국전력, 유진투자증권

실제로 한국전력의 발전믹스 변화는 어떠했을까? 지진발생으로 원전의 가동률은 2018년까지 저점을 기록했지만, 석탄발전소 도입이 이어지며 기저발전소(원전, 석탄)의 발전믹스는 여전히 높은 수준을 유지하였다. 흔히 말하는 탈원전, 탈석탄 정책을 추진해도 아직 가동연한이 남은 발전소를 임의적으로 단기간에 폐쇄할 수는 없기 때문이다. 원전과 석탄을 합한 발전믹스는 2016년 87.8%, 2017년 89.8%, 2018년 87.0% 수준을 유지하여 85%를 상회하였다. **대부분의 언론이 정책프레임에 갇혀 있지만, 결국 실질적으로 달라진 것은 없다고 판단하는 이유이다.**

도표 28 한국전력의 발전믹스 추이: 원자력, 석탄의 비중 합계는 과거와 동일한 수준

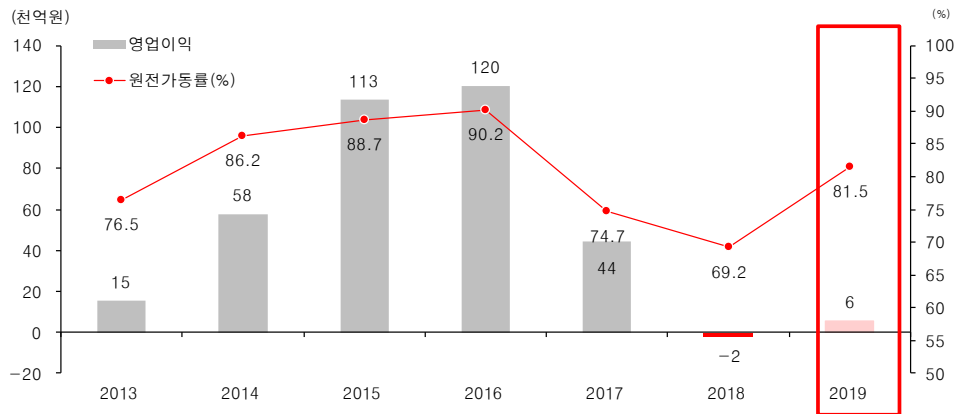


자료: 유진투자증권



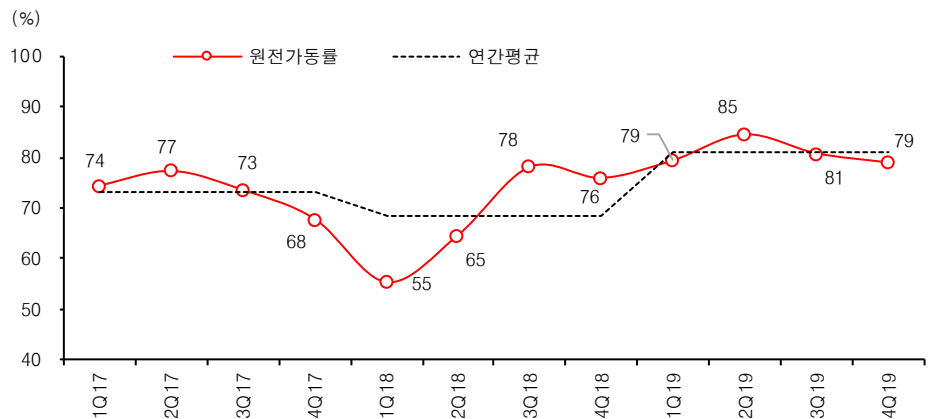
한국수력원자력의 계획예방정비 일정을 참고해보면 2019년 예상 원전가동률은 81%로 추정된다. 2018년 보다 원전가동률이 13%p 상승해 2.4조원의 영업손익 개선효과가 발생할 전망이다. 다만, 상반기에 상승한 국제유가가 하반기에 반영되고 RPS대응으로 대변되는 환경비용, 원전 폐기물 재처리 충당금 반영으로 실적 개선 폭은 기존 기대대비 적을 것이라 판단한다. **결국, 원가, 외부비용을 적기에 반영해 전기요금을 인상 해주지 않는 한 국제유가, 석탄단가에 실적이 연동되는 현상이 여전히 지속되는 것이다.**

도표 29 한국전력의 원전가동률과 영업이익 추이



자료: 한수원, 유진투자증권

도표 30 한국전력의 분기별 원전가동률 전망: 소내소비를 5%를 고려하지 않은 수치



자료: 한수원, 유진투자증권



도표 31 2019년 원전 계획예방정비 스케줄 (6월 기준): 최근 한빛#1, 월성#4, 신월성#2 정비일수 증가해 연간 81%

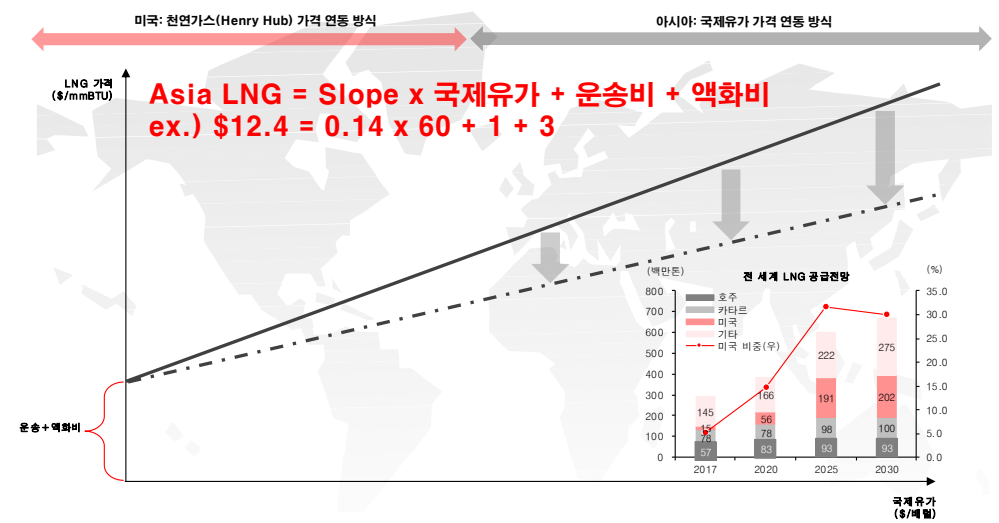
발전소명	용량(MW)	시작일	종료일	정비일수	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
고리#2	650	2020-02-17	2020-05-13	183		75	91					
고리#3	950	2019-09-06	2020-01-12	131	90	41					25	92
고리#4	950	2019-07-09	2019-11-16	103	90	11					84	46
신고리#1	1000	2019-06-27	2019-08-15	69	69					4	45	
신고리#2	1000	2019-09-03	2019-10-20	72	40	32					28	19
한빛#1	950	2018-08-18	2019-06-30	165			44	92	90	90		
한빛#2	950	2020-05-20	2020-08-11	174			77	92	45			
한빛#3	1,000	2018-05-11	2019-06-15	336		51	92	92	90	75		
한빛#4	1,000	2017-05-18	2019-09-30	637	90	91	92	92	90	91	91	
한빛#5	1,000	2020-03-25	2020-07-12	57			4	53				
한빛#6	1,000	2019-05-30	2019-07-30	96	29					32	29	
한울#1	950	2020-07-14	2020-09-04	122			33	92	59			
한울#2	950	2019-10-04	2019-12-06	168	90	39						63
한울#3	1,000	2019-09-02	2019-11-23	117	90	27					29	53
한울#4	1,000	2019-12-10	2020-02-15	67		47	20					22
한울#5	1,000	2019-09-21	2019-11-07	69	23	46					10	37
한울#6	1,000	2020-07-30	2020-11-20	150				31	79			
월성#1	679	-	-	371	90	91	33					
월성#2	700	2019-06-16	2019-07-19	66	10	56				15	18	
월성#3	700	2019-09-06	2019-10-26	86		20	66				25	25
월성#4	700	2019-04-22	2019-06-16	58	58					55		
신월성#1	1,000	2019-10-31	2019-12-15	69		69						45
신월성#2	1,000	2019-07-11	2019-09-06	90	90						57	
신고리#3	1,400	2019-11-06	2020-01-13	159	79	80						56
신고리#4	1,400			113								

자료: 한수원, 유진투자증권



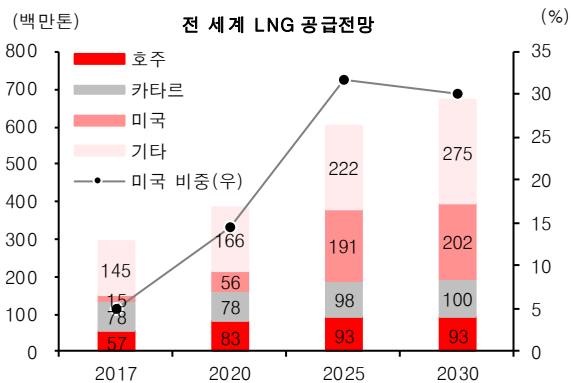
국내의 LNG 계약은 주로 국제유가에 연동되는 장기계약 체계를 갖고 있다. 안정적인 에너지수급을 책임져야 하는 만큼 대규모 물량을 장기계약으로 체결해왔던 것이다. 그러나 최근 미국, 카타르, 호주 LNG 플랜트의 순차적인 가동으로 LNG 현물시장의 가격하락 폭이 커지고 있다. 이를 고려한 듯, Super Big Buyer 중국, 일본, 한국의 저렴한 LNG를 도입하려는 의지는 강해지고 있는 실정이다. 이미 유지되고 있는 계약이 있으므로 국제유가 상승 시 단기적으로는 가격 상승 리스크가 존재하지만, **장기적으로는 계약방식을 유리하게 변경, 발전회사들의 직도입 물량 증가로 리스크를 줄일 수 있을 것이라 판단한다.**

도표 32 LNG 가격결정 방식의 예: 직도입 물량이 서서히 증가해 외부변수에 취약한 제도를 일부 상쇄할 수 있을 것



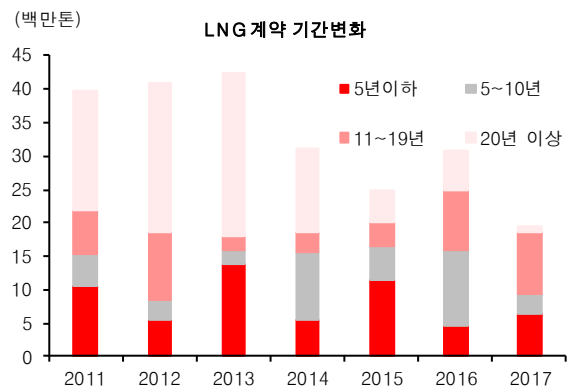
자료: 유진투자증권

도표 33 미국산 LNG 점유율 상승, 공급과잉 지속 전망



자료: Wood Mackenzie, 유진투자증권

도표 34 계약방식 다변화, 바이어들의 구매파워 증가



자료: Wood Mackenzie, 유진투자증권



도표 35 국내 대표 직도입 가스 물량

	국가	수입국	회사	만톤/년	수입 시작년도	계약기간
Tanggu	인니	한국	POSCO	60	2009	2006~2026
	인니	한국	POSCO	55	2009	2005~2024
	인니	한국	SK E&S	60	2009	2006~2026
Gorgon	호주	한국	GS Energy	50	2015	2015~2035
	호주	한국	SK E&S	80	2017	2017~2021
Vitol portfolio	스위스	한국	중부발전	40	2012	2015~2024
합계				345		

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 36 국내 업체별 LNG 터미널 현황

지역	수입능력(만톤)	저장능력(만KL)	가동년도	업체
평택	1,300	336	1986	KOGAS
인천	1,520	288	1996	
통영	1,180	262	2002	
삼척	1,180	261	2014	
제주도	-	3	2017	
광양	170	53	2005	POSCO
보령	300	100	2016	SK E&S 50%, GS 50%

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 37 한국가스공사 LNG 계약 현황: 계약기간 종료 시 계약방식 다변화, 원가절감 기대 가능

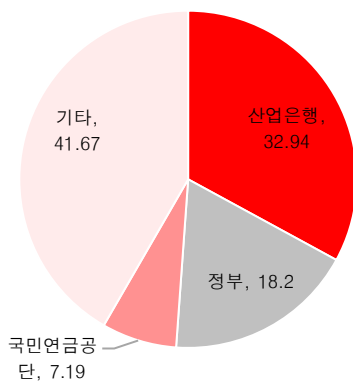
국가	프로젝트	계약기간	도입물량(만톤/년)
인도네시아	Bontang	1998~2017	100
	Donggi Senoro	2015~2028	70
브루나이	Brunei LNG	2013~2018	100
말레이시아	MLNG3	2008~2028	최대 200
호주	North West Shelf	2003~2016	50
	GLNG	2015~2035	350
	Pluto LNG	2014~2017	최대 220
카타르	RasGas(Train 1,2)	1999~2024	492
		2007~2026	210
	RasGas(Train 3)	2013~2033	150~200
		2012~2016	150~200
오만	Oman LNG	2000~2024	400
예멘	Yemen LNG	2008~2028	200
러시아	Sakhalin 2	2008~2028	150
이집트	Egyptian LNG(Train 2)	2008~2016	최대 156
미국	Sabine Pass LNG(Train 3)	2017~2037 (20년계약+옵션 10년)	350
기타	Shell Eastern Trading	2013~2039	최대 364
	Shell	2008~2016	최대 156
	Total	2014~2031	200
	ENI	2013~2017	170

자료: 산업자료, 유진투자증권



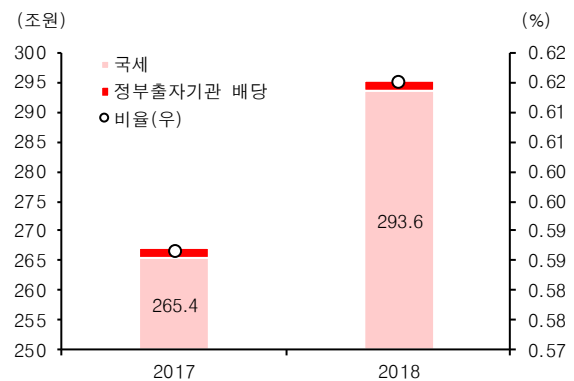
한국전력의 최대주주는 국책은행인 산업은행과 정부이며 지분합계는 51%이다. 국내 전기요금은 한국전력의 별도 순이익(적정투자보수액)을 보장하는 수준에서 결정되며, 이로 발생하는 배당금의 51%는 정부에 귀속되므로 정부의 에너지 정책 방향이 중요할 수 밖에 없다. 이전 정권부터 추진중인 공기업의 적정 부채 비율은 2022년 156%로 현재 별도 한국전력의 부채비율은 목표보다 낮아 부담스럽지 않은 수준이다. 또한 2018년 물가상승률은 1.5%로 요금을 인상하기에 부담스러운 상황이다. 가령 1) 2009년, 2011~2013년을 제외하고 물가상승률을 상회하는 요금인상이 없었다는 점, 2) 현재 국내 제조업의 경기 전망이 부정적이라 산업용 전기요금을 인상하기 어렵다는 점, 3) 한국전력의 자기자본을 통해 당기순손실을 무난히 흡수할 수 있다는 점, 4) 정부출자기관의 배당금이 전체 국세의 1%에도 미치지 못한다는 점을 고려하면 전기요금 인상에 대한 기대감은 낮춰야 할 전망이다. 적어도 현 정권에서는 정산조정계수(한국전력의 별도, 연결 자회사 이익배분계수) 조정을 통해 요금인상요인을 통제하는 움직임이 지속될 것이라 판단한다.

도표 38 한국전력의 주주



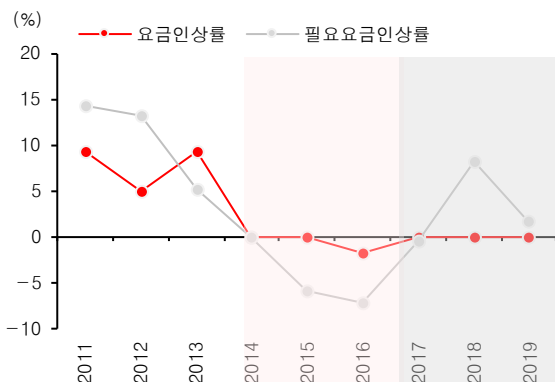
자료: Dart, 유진투자증권

도표 39 정부출자기관 배당금은 국세의 1%도 안됨



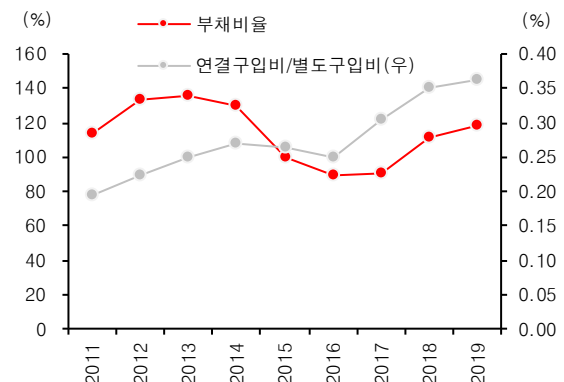
자료: 국세청, 유진투자증권

도표 40 전기요금 필요 인상률과 실제 인상률



자료: 한국전력, 유진투자증권

도표 41 한국전력의 부채비율과 연결/별도 전력구입비



자료: 한국전력, 유진투자증권



도표 42 한국전력의 총괄원가와 원가회수율: 2019년 필요요금 인상률은 낮아져 전기요금 인상은 어려울 전망

단위: 십억원	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019F
I. 총괄원가(1+2)	30,579	39,277	36,317	41,796	47,011	53,165	53,718	53,903	50,861	50,992	55,406	61,740	57,286
1. 적정원가(①+②+③-④)	27,266	36,098	33,073	38,074	43,275	49,933	50,586	52,270	49,454	49,494	53,733	59,635	55,078
①영업비용	28,362	34,931	34,015	40,056	44,732	51,136	51,174	52,724	50,136	50,173	54,245	60,246	55,799
구입전력비	22,760	29,149	28,514	34,542	39,154	45,659	45,507	47,005	43,424	42,251	46,332	51,791	46,739
인건비	981	1,028	847	1,008	987	1,032	937	860	1,076	1,148	1,104	1,215	1,336
판관비	1,223	1,301	1,153	1,205	1,240	1,163	1,584	1,542	1,725	1,742	2,199	2,418	2,660
가통비	3,397	3,453	3,501	3,300	3,352	3,283	3,146	3,318	3,912	5,033	4,611	4,822	5,064
-감가상각비	1,759	1,815	1,885	1,922	1,910	2,065	1,970	2,044	2,208	2,539	2,734	2,854	3,024
-지급수수료, 수선유지비	1,639	1,638	1,616	1,378	1,441	1,218	1,177	1,274	1,704	2,494	1,877	1,968	2,040
②영업외비용	14	482	26	15	15	28	4	2	2	8	5	6	6
③법인세비용	1,257	1,015	1,036	1,188	1,193	1,032	1,000	522	449	478	534	539	544
④영업외수익	2,366	330	2,004	3,185	2,665	2,263	1,593	978	1,133	1,166	1,051	1,156	1,272
2. 적정투자보수(①x②)	3,313	3,179	3,244	3,722	3,737	3,233	3,132	1,633	1,407	1,498	1,673	2,105	2,208
①요금기저	55,213	56,774	57,614	60,909	63,121	67,344	68,090	34,090	35,182	37,441	39,457	40,457	41,586
②적정투자보수율(%)	6	5.6	5.6	6.1	5.9	4.8	4.6	4.8	4.0	4.0	4.2	5.2	5.3
II. 총수입(1x2)	28,644	30,513	33,227	37,685	41,102	46,972	51,113	53,934	54,092	55,029	55,641	57,073	56,300
1. 판매량(GWh)	368,605	385,070	394,475	434,160	455,070	466,592	474,849	477,592	483,655	494,422	505,510	510,624	511,497
2. 적용단가(원/kWh)	77.7	79.2	84.2	86.8	90.3	100.7	107.6	112.9	111.8	111.3	110.1	111.8	110.1
III. 전기 판매수입(II-1)	(1,934)	(8,764)	(3,090)	(4,111)	(5,910)	(6,194)	(2,605)	31	3,231	4,038	236	(4,666)	(985)
1. 적정전기요금(원/kWh)	83.0	102.0	92.1	96.3	103.3	113.9	113.1	112.9	105.2	103.1	109.6	120.9	112.0
2. 필요요금인상률(%)	6.8	28.7	9.3	10.9	14.4	13.2	5.1	-0.1	-6.0	-7.3	-0.4	8.2	1.7
3. 실제요금인상률(%)	0.0	4.5	3.9	3.5	9.4	4.9	9.4	0.0	0.0	-1.7	0.0	0.0	0.0
4. 물가인상률(%)	2.5	4.7	2.8	3.0	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7	1.0	-	-	-
IV. 원가회수율(%)	93.7	77.7	91.5	90.2	87.4	88.4	95.2	100.1	106.4	107.9	100.4	92.4	98.3
별도													
자산	65,643	66,868	69,985	74,398	94,770	96,235	98,250	99,719	106,306	105,321	106,540	109,344	111,140
자본	44,031	40,939	41,088	41,047	44,439	41,271	41,660	43,381	53,181	55,467	55,782	51,732	50,860
부채	21,612	25,929	28,898	33,351	50,331	54,964	56,590	56,338	53,125	49,854	50,758	57,612	60,281
부채비율(%)	49.1	63.3	70.3	81.3	113.3	133.2	135.8	129.9	99.9	89.9	91.0	111.4	118.5
연결													
자산	82,929	88,199	93,208	99,610	136,468	146,153	155,527	163,708	175,257	177,837	181,789	186,574	189,638
자본	44,032	40,962	41,027	41,018	53,270	49,889	50,260	53,601	66,634	71,724	71,681	69,908	68,729
부채	38,896	47,237	52,181	58,593	83,198	96,264	105,268	110,107	108,623	106,113	110,107	116,666	120,909
부채비율(%)	88.3	115.3	127.2	142.8	156.2	193.0	209.4	205.4	163.0	147.9	153.6	166.9	175.9

자료: 한국전력, 유진투자증권



도표 43 경기둔화로 유가하락 지속 시 한전의 가중평균 연료단가 하락전망

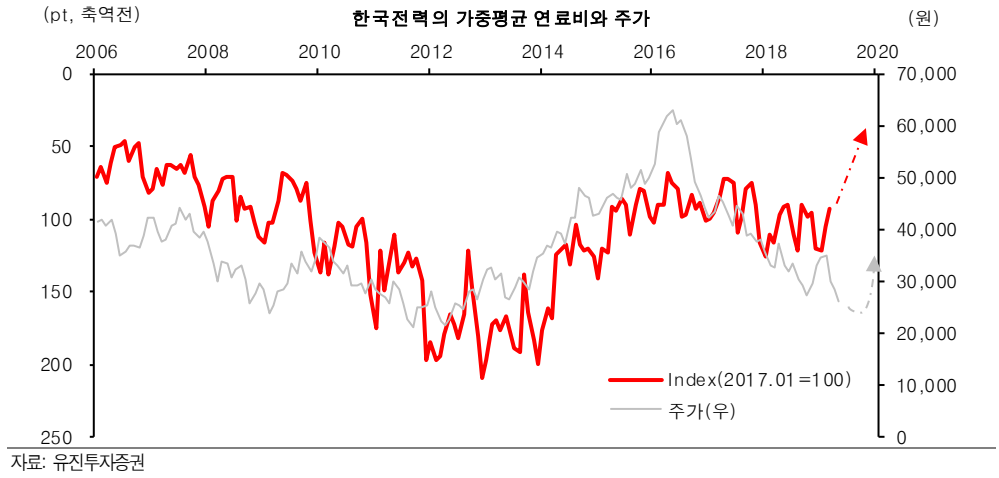


도표 44 경기둔화로 유가하락 지속 시 한전의 가중평균 연료단가 하락전망

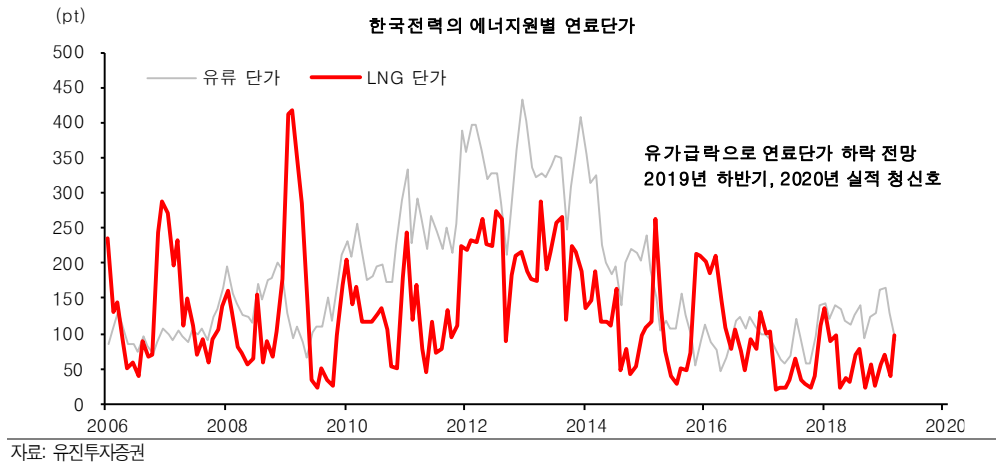
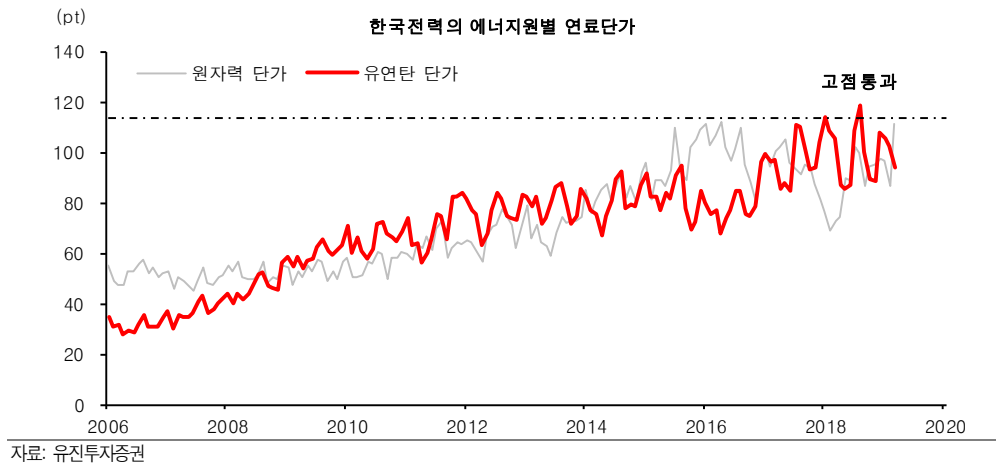


도표 45 경기둔화로 유가, 석탄단가 하락 지속 시 한전의 가중평균 연료단가 하락전망





III. 바닥에 근접한 가스 가치와 M&A 활성화

최근 LNG 수요가 크게 증가하지 못하는 상황에서 미국, 호주의 LNG 수출량 증가와 러시아의 신규 LNG 프로젝트 상업운전, 카타르의 중장기 공급물량이 증가할 것으로 예상되어 아시아 스팟 LNG 가격의 부진이 심화되고 있다. 특히 현재 JKM 스팟 가격은 5.2달러/mmBTU로 미국 Henry hub 가격과의 차이가 2.6달러까지 축소되었다. 미국에서 아시아로의 수송비와 액화비용을 포함하면 아시아 LNG의 프리미엄이 0으로 수렴한 것이다. Henry hub가격이 추가로 하락하지 않는다면 아시아 LNG 가격은 바닥에 도달한 것으로 추정된다. 계절적 비수기가 겹쳐 수요가 부진한 상황이기 때문에 성수기 진입 시 수요증가로 현재 가격을 상회할 것으로 예상된다. 이러한 현상은 유가연동방식의 장기계약방식이 주류였던 LNG시장이 공급과잉 시장으로 변하면서 유가와외의 상관관계가 줄어든 것으로 추정된다. 실제로 JKM LNG Swap trade 물량은 15,000lot를 돌파해 단기계약 확대, 공급과잉 국면을 보여주고 있다.

도표 46 Crude oil, 아시아 Spot LNG, 미국 헨리허브 천연가스 가격 추이: 공급과잉으로 가스전 가치 평가 절하

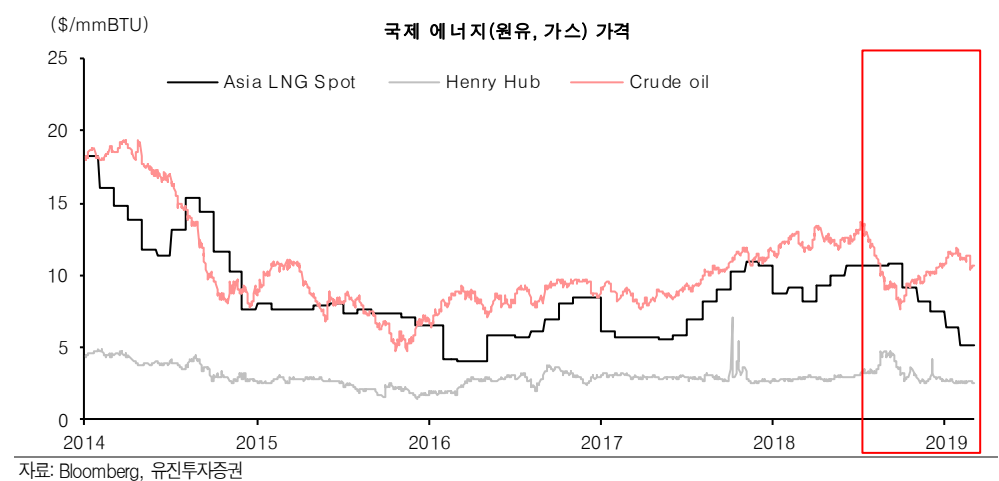
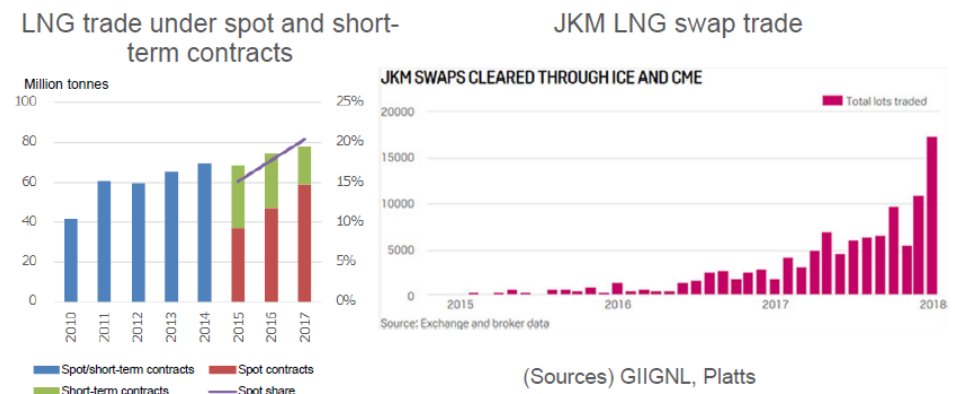


도표 47 JKM Swap Trading 물량 추이: 단기계약 증가, 거래 활성화



자료: Platts, 유진투자증권



도표 48 2018년 1월 이후 가동예정 LNG 플랜트: 2018년 이후 신규 가동된 플랜트 CAPA만 1억톤 상회해 공급과잉

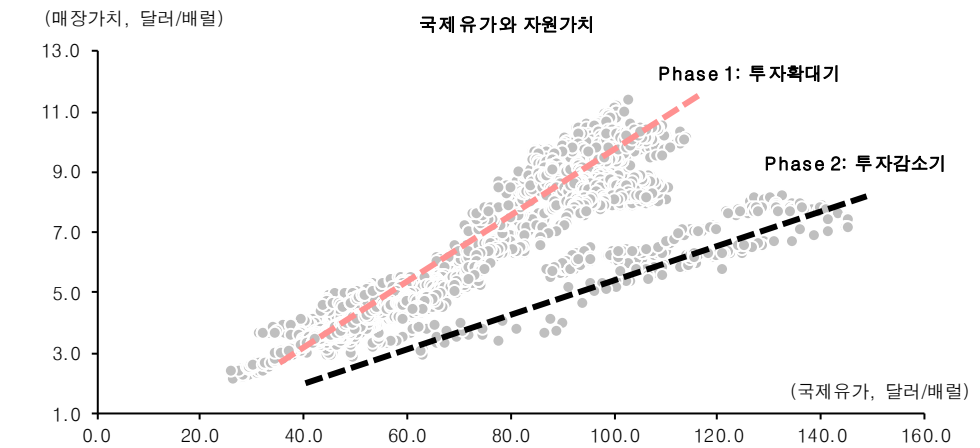
프로젝트 이름	국가	FID	생산 시작	CAPA(만톤/년)
Cove Point LNG	미국	2014	2018	525
Cameroon FLNG	카메룬	2015	2018	120
Wheatstone LNG (Train2)	호주	2011	2018	445
Yamal LNG (Train2)	러시아	2013	2018	550
Ichthys LNG	호주	2012	2018	840
Prelude FLNG	호주	2011	2018 → 2019 연기	360
Corpus Christi LNG (Train1)	미국	2015	2018	450
Senkang	인도네시아	2011	2018	200
Yamal LNG (Train3)	러시아	2013	2019 예정	550
Elba Island	미국	2016	2019 예정	250
Corpus Christi LNG (Train2)	미국	2015	2019 예정	450
Cameron LNG	미국	2014	2019 예정	1,350
Freeport LNG	미국	2014	2019 예정	1,390
Sabine Pass LNG (train5)	미국	2015	2019 예정	450
Petronas FLNG 2 (Dua)	말레이시아	2014	2020 예정	150
Tangguh (확장)	인도네시아	2016	2020 예정	380
Coral FLNG	모잠비크	2017	2022 예정	340
Corpus Christi LNG	미국	2018	2022 예정	450
LNG Canada	캐나다	2018	2020년대 중반	1,400
총합	-	-	-	10,650

자료: 유진투자증권



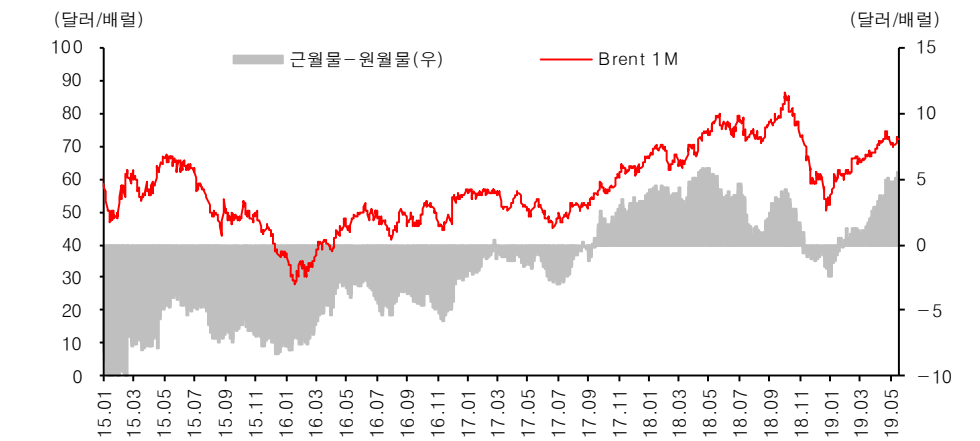
글로벌 E&P업체들의 자원매장량 가치는 시가총액/매장량으로 정의된다. 일반적으로 E&P업체들이 가스전과 유전을 모두 보유하고 있고, 앞서 밝혔듯이 LNG가격이 국제유가에 연동되어 자원가치도 국제유가와 비례하는 흐름을 보였다. 특히 2014년 국제유가가 급락하기 전에는 기업들의 유/가스전 M&A 활동과 투자가 활발해지며 자원가치도 할증되는 현상을 보였다. 연초 이후 국제유가가 상승했음에도 해외 업체들의 자원가치가 하락한 이유로는 1) 국제유가가 백워드이션(비정상시장, 미래 유가가 현재 유가보다 낮은 상황) 상태를 지속하고 있으며, 2) 국제 LNG 물량의 공급과잉 영향, 3) 독립계 E&P들의 투자감소 영향이 큰 것으로 파악된다.

도표 49 국제유가와 글로벌 자원업체 매장가치: 투자집행 규모가 감소하며 업체들의 가치는 평가절하 되는 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50 Brent 근월물-원월물 스프레드와 자원매장량 가치 추이: 백워드이션 지속해 미래 국제유가에 대한 우려 확대



자료: Bloomberg, 유진투자증권



1분기 발표된 델러스연준의 E&P업체 설문조사 결과에 의하면 자본지출지수는 15.3pt를 기록해 전년동기 42.0pt, 전 분기 35.1pt 보다 큰 폭으로 하락하였다. 이는 독립계 E&P 업체들의 투자확대를 통한 생산능력 확보 움직임이 기존대비 둔화되었음을 의미한다. 이를 반영하듯 원유 생산지수는 전 분기대비 2.9pt 하락한 39.2pt를 기록해 시장의 기대를 하회하는 수준이었으며, 미국 시추 리그수도 정체를 보이고 있다. 즉, 수요가 이끄는 정상적인 국제유가의 상승이 아니라서 미래의 자원가치가 언제든지 하락할 수 있다고 시장 참여자들이 해석하고 있는 것으로 보인다. 최근 독립계 E&P업체들의 투자가 감소한 이유는 주주들의 배당 성향 상향 요구와 원가절감 한계로 인한 수익성 개선이 어려워졌기 때문이다. 유정의 평균 손익분기점은 50달러로 1년전 대비 2달러 하락에 그쳤으며, 생산비용이 가장 낮다고 알려진 퍼미안 분지는 50달러를 기록(전년과 동일)해 비용절감이 둔화되었다. 이러한 이유로 독립계 E&P의 손익개선은 점점 힘들어 지고 있으며, 유/가스전 매각 활성화, 오일메이저들의 자산인수가 확대되고 있다. 또한 Total을 중심으로 한 유럽 정유사들은 가스전을 추가 매입해 사업 포트폴리오를 확대하고 있다. **운송, 액화비 제외 시 아시아 LNG 가격이 Henry hub 수준까지 하락했고, 6월 OPEC 회의 결과에 따라 공급이슈가 해결된다면 원유선물의 Contango 진입, 미래 유/가스전의 가치에 대한 기대감 부각, 오일메이저들의 투자확대로 E&P 가치 재평가가 진행될 전망이다.**

도표 51 Dallas Fed's 1Q18 Oil & Gas Survey: 미국 E&P 업체들은 완만한 업황 회복을 예상함. 반면 투자지표는 감소

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
All firms									
업황	55.8	49.2	47.4	54.0	52.3	55.3	68.3	38.2	30.5
투자	37.5	28.2	41.3	54.0	45.7	43.4	58.6	37.9	20.7
운송 시간	10.3	9.8	17.8	19.0	21.2	16.4	19.5	4.6	1.3
직원 수	2.1	16.0	20.1	21.3	25.8	29.3	35.6	24.5	19.7
근무 시간	19.9	28.8	25.0	33.0	33.4	35.8	38.5	24.4	23.4
임금, 복지	22.2	29.0	28.1	40.6	46.5	44.8	50.0	55.8	39.0
사업 전망	60.3	41.4	40.9	65.8	65.3	60.5	68.9	21.0	28.3
Upstream									
업황	57.1	39.0	40.2	48.5	51.5	44.7	59.9	34.0	26.8
원유 생산	15.1	17.8	16.6	38.6	44.2	48.0	49.0	42.1	39.2
가스 생산	21.2	17.2	22.9	30.5	38.2	40.8	45.2	33.7	34.4
투자	37.4	17.4	37.2	55.7	42.0	38.4	57.2	35.1	15.3
향후 투자계획	56.8	13.3	18.6	40.6	50.0	29.7	56.1	17.9	9.6
운송 시간	12.5	5.0	20.3	12.5	24.6	13.7	14.5	0.0	1.0
직원 수	(9.4)	(3.1)	5.5	3.0	11.5	16.0	22.6	15.8	6.2
근무 시간	5.4	6.4	5.6	22.9	18.9	22.4	22.8	12.4	13.3
임금, 복지	20.5	23.8	20.9	36.3	44.9	43.4	42.8	58.4	32.7
R&D 비용	17.8	17.7	25.7	30.5	36.8	40.0	38.5	19.8	3.0
리스 비용	(2.8)	5.0	19.4	30.8	38.8	41.1	30.7	28.7	12.4
사업 전망	59.1	25.5	30.9	64.2	62.3	56.8	63.0	16.0	22.9
Midstream									
업황	54.4	59.7	55.8	61.1	53.4	69.0	84.2	45.0	36.8
가동률	43.9	54.1	56.7	55.8	50.9	49.1	74.6	40.3	32.7
투자	37.9	39.3	45.9	51.9	50.0	50.0	61.4	42.3	29.9
운송 시간	7.8	14.5	15.0	26.9	17.3	20.0	28.6	12.1	1.8
운송지연 시간	7.6	16.2	12.3	16.0	15.8	25.0	30.9	9.0	7.3
직원 수	15.2	36.1	37.7	44.4	43.1	46.5	59.6	38.3	42.1
근무 시간	35.8	51.6	47.5	46.3	50.9	53.5	67.9	44.0	41.1
임금, 복지	23.9	34.4	36.6	46.3	48.2	46.5	63.2	51.7	50.0
투입 비용	25.7	43.6	48.3	46.1	52.6	53.6	67.9	48.3	40.0
서비스 단가	28.6	18.3	27.1	44.0	35.7	38.8	45.3	34.5	21.8
영업 마진	-	-	-	-	-	-	-	-	17.0
사업 전망	61.5	57.9	53.9	68.0	69.3	65.4	80.4	30.6	37.7

자료: DFS, 유진투자증권

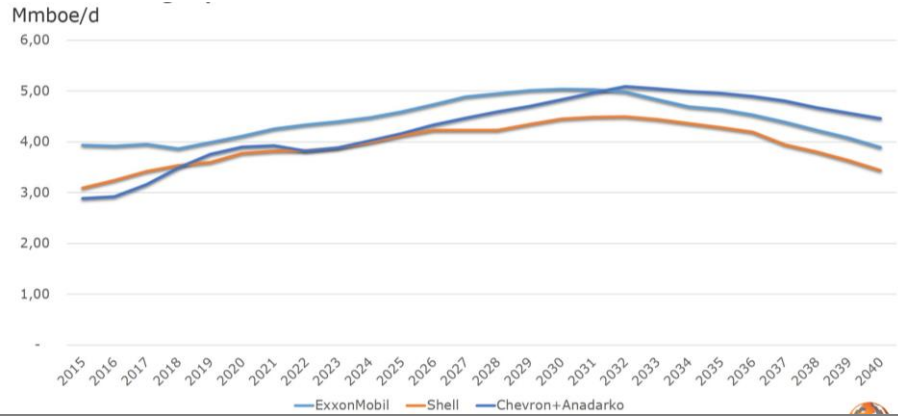

도표 52 ExxonMobil 사업 부문별 세전이익과 CAPEX: Upstream 투자 43% 증가. 독립계 E&P의 투자감소를 오일메이저가 대체하며 과도기를 벗어날 전망

Earnings, \$M	1Q19	4Q18	3Q18	2Q18	1Q18	yoy(%)	qoq(%)
Upstream							
United States	96	265	606	439	429	(77.6)	(63.8)
Non-U.S.	2,780	3,048	3,623	2,601	3,068	(9.4)	(8.8)
Total	2,876	3,313	4,229	3,040	3,497	(17.8)	(13.2)
Downstream							
United States	-161	987	961	695	319	적전	적전
Non-U.S.	-95	1,717	681	29	621	적전	적전
Total	-256	2,704	1,642	724	940	적전	적전
Chemical							
United States	161	282	404	453	503	(68.0)	(42.9)
Non-U.S.	357	455	309	437	508	(29.7)	(21.5)
Total	518	737	713	890	1,011	(48.8)	(29.7)
CAPEX, \$M							
Upstream							
United States	2,548	2,630	2,040	1,752	1,248	104.2	(3.1)
Non-U.S.	2,813	3,620	3,290	3,103	2,511	12.0	(22.3)
Total	5,361	6,250	5,330	4,855	3,759	42.6	(14.2)
Downstream							
United States	414	325	297	346	218	89.9	27.4
Non-U.S.	415	541	422	884	396	4.8	(23.3)
Total	829	866	719	1,230	614	35.0	(4.3)
Chemical							
United States	552	579	411	414	343	60.9	(4.7)
Non-U.S.	144	132	115	119	122	18.0	9.1
Total	696	711	526	533	465	49.7	(2.1)
Other	4	16	11	9	29	(86.2)	(75.0)

자료: ExxonMobil, 유진투자증권

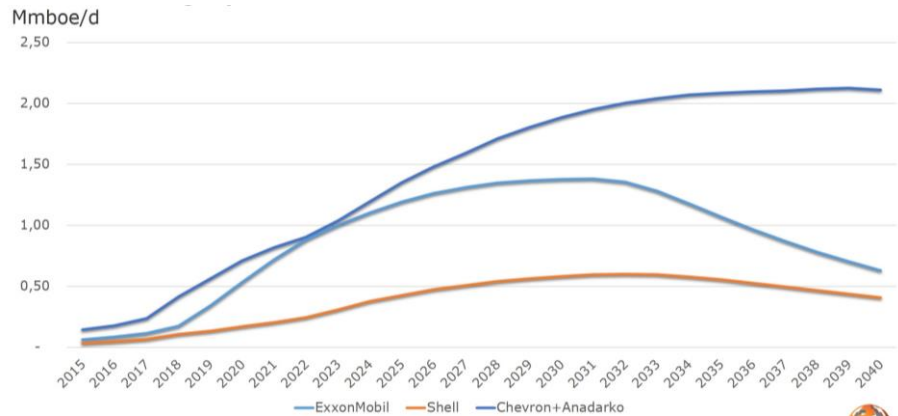


도표 53 ExxonMobil, Shell, Chevron의 글로벌 원유, 가스 생산량 전망



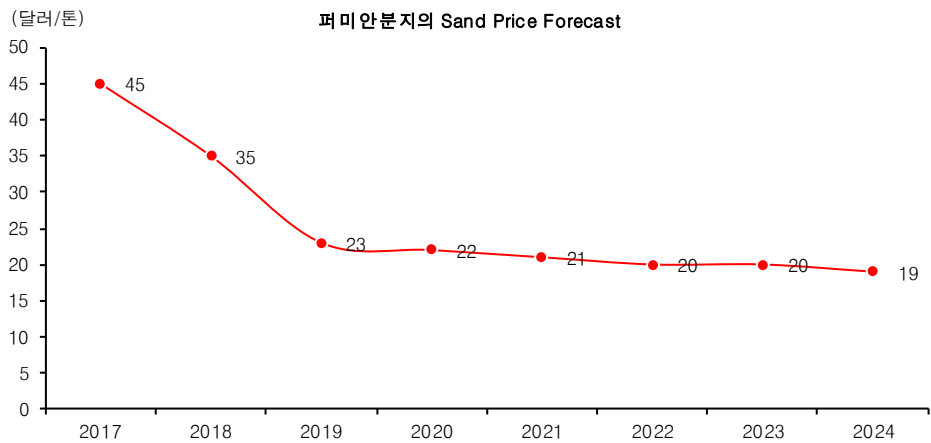
자료: Rystad energy, 유진투자증권

도표 54 ExxonMobil, Shell, Chevron의 퍼미안지역 원유, 가스 생산량 전망: 오일메이저들의 유/가스전 투자는 확대될 것



자료: Rystad energy, 유진투자증권

도표 55 Frac sand 가격 전망: 견고한 수요로 현 수준 유지 전망. 독립계 업체들의 비용절감 어려움은 오일메이저의 투자확대, E&P가치 재평가로 이어질 것

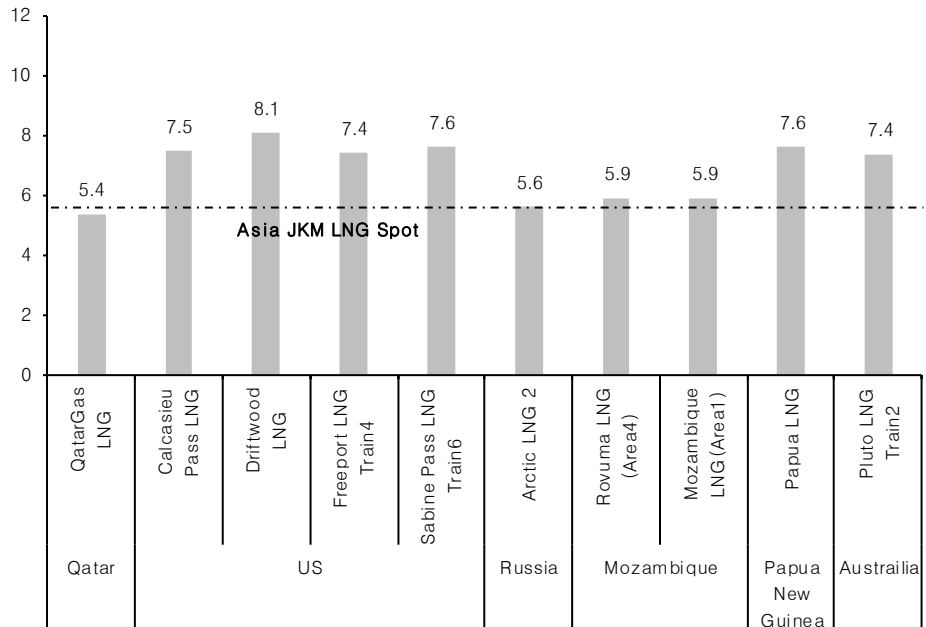


자료: Rystad Energy, 유진투자증권



도표 56 해외 주요 LNG 프로젝트별 BEP 가스가격: 현재 LNG 가격으로는 주요 프로젝트들의 수익성 악화

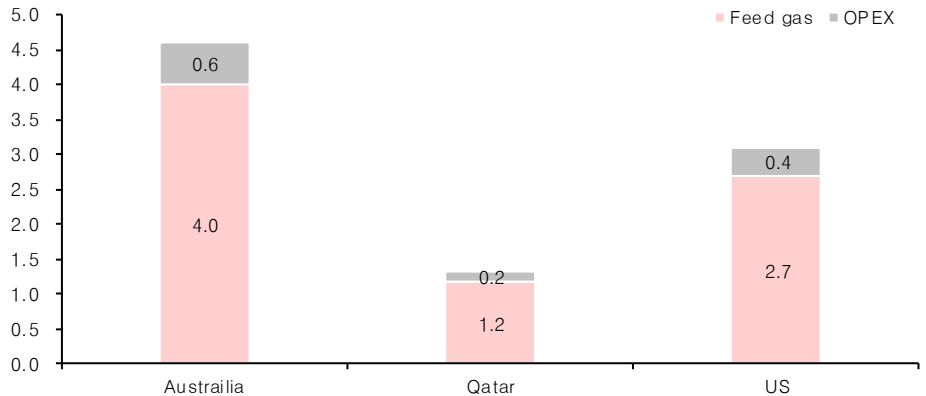
(\$/mmBTU)



자료: Rystad energy, 유진투자증권

도표 57 주요 국가별 LNG 프로젝트의 BEP 가격: 현재 Asia JKM 가격은 프로젝트의 한계비용을 소폭 상회. 추가 하락 여지 낮음

(\$/mmBTU)



자료: Rystad energy, 유진투자증권



도표 58 Top 10 oil and gas deals: 2018년 대비 거래금액 100% 증가. 주요 사모펀드들은 현재의 E&P 업황을 저점으로 인식 중. 오일메이저들의 투자도 활성화되어 거래금액 증가, E&P 업체들의 가치 재평가를 기대

발표일	매물	매수자	거래유형	매각가(\$M)	국가
2019-05-09	Anadarko Petroleum Corp.	Occidental Petroleum Corp.		57,809	U.S
2019-10-05	Buckeye Partners LP	IFM Investors Pty. Ltd.	Acquisition of whole company	11,261	
2019-01-07	QEP Resources Inc.	Elliott Management Corp.		4,482	
2019-04-02	Substantially all assets of Oryx Southern Delaware/Oryx Delaware	Stonepeak Infrastructure Partners	Acquisition of asset or branch	3,600	
2019-01-31	Tallgrass Energy GP LLC	Investor Group	Acquisition of whole company	3,300	
2019-05-08	Andeavor Logistics LP	MPLX LP	Acquisition of minority stake	3,276	
2019-05-29	Devon Canada Corp.	Canadian Natural Resources Ltd.	Acquisition of whole company	2,820	Canada
2019-04-23	Deep Water Gulf of Mexico Assets of LLOG Exploration Offshore LLC and LLOG Bluewater Holdings LLC	Murphy Exploration & Production Co. - U.S.A	Acquisition of asset or branch	1,625	U.S
2019-03-18	Utica East Ohio Midstream LLC/Williams Ohio Valley Midstream LLC	Canada Pension Plan Investment Board	Acquisition of minority stake	1,340	
2019-03-18	American Midstream Partners LP	ArLight Capital Partners LLC	Acquisition of whole company	1,306	

자료: Platts, 유진투자증권



편집상의 공백페이지입니다



EUGENE
your best
partner.



기업분석

한국전력(015760.KS)

BUY(유지) / TP 33,000원(유지)
다시 찾아온 기회

한국가스공사(036460.KS)

BUY(유지) / TP 52,000원(유지)
과도한 주가하락과 기회

your best
partner
유진투자증권



한국전력 (015760.KS)

유틸리티/에너지 담당 황성현

Tel. 368-6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

다시 찾아온 기회

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지

당사는 한국전력에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 33,000원을 유지한다. 현재의 환율과 원자재 가격을 고려하면 기존의 기대보다 실적에 대한 눈높이는 낮아질 수 밖에 없다. 한국전력 중심의 폐쇄적인 전력시장제도가 유지되고 있기 때문에 외생변수에 실적이 노출되는 현 상황이 지속될 전망이다. 또한 정부가 누진제 개편방안들을 선보이고 있어 손익에 미칠 잠재 정책 리스크는 여전히 존재하고 있다. 그러므로 단기적으로는 글로벌 경기둔화로 인한 원자재 단가 하락, 국내 산업용 전력사용량 감소로 인한 전력구입비 절감이 실적개선을 이끌 것이라 판단한다. 여기에 6/4 발표된 향후 5년간의 에너지기본계획의 중장기 전력요금체계 개편 방안(예, 원가와 외부비용 적기에 반영)의 기대감을 고려한 트레이딩 대응 전략이 적절하다고 판단한다.

■ 2Q19 Preview: 매출액 13.6조원, 영업손실 2,665억원 (OPM -2.0%)

매출액은 13.6조원(+2%yoy), 영업손실 2,665억원(적지yoy)을 예상한다. 2분기 원전가동률 회복(+10%p qoq)과 작년 4분기 급락한 유가가 반영되며 평균 비용(전력구입비, 연료비)이 절감되어 적자폭은 축소될 전망이다.

6월 OPEC 회의에서 유의미한 증산이 발표될 시 Dubai - WTI 스프레드 축소, 연료비, 구입전력비 절감으로 2020년 실적에 대한 기대는 더욱 커질 전망이다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
매출액(십억원)	60,190	59,815	60,628	61,334	63,318
영업이익(십억원)	12,002	4,953	-208	555	3,626
세전계속사업손익(십억원)	10,513	3,614	-1,971	-1,392	1,733
순이익(십억원)	7,148	1,441	-1,151	-1,179	1,213
EPS(원)	10,980	2,023	-2,011	-1,826	1,725
증감률(%)	-47.0	-81.6	적전	-	흑전
PER(배)	4.0	18.9	-	-	14.9
ROE(%)	10.3	2.0	-1.6	-1.7	1.7
PBR(배)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.7	5.2	7.2	7.0	5.5

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) **33,000원**
현재주가(6/7) **25,700원**

Key Data	(기준일: 2019. 6. 7)
KOSPI(pt)	2,072
KOSDAQ(pt)	717
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	16,498
52주 최고/최저(원)	36,000 / 23,850
52주 일간 Beta	0.43
발행주식수(천주)	641,964
평균거래량(3M, 천주)	1,435
평균거래대금(3M, 백만원)	41,232
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	26.9
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행의 1인	51.1
국민연금공단	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-25.8	-17.8	-24.3
KOSPI 대비상대수익률	-3.2	-21.5	-17.6	-8.2

Company vs KOSPI composite

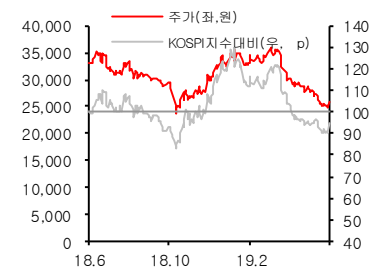




도표 59 한국전력 실적 추정

단위: 십억원	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
영업수입	15,706	13,337	16,439	15,175	15,248	13,642	16,903	15,541	60,628	61,334	63,318
전력판매수입	14,718	12,413	15,535	14,205	14,437	12,788	16,013	14,651	56,871	57,890	59,742
기타	988	924	904	970	810	854	890	890	3,786	3,444	3,575
영업비용	15,834	14,024	15,015	15,963	15,878	13,908	14,842	16,151	60,836	60,779	59,691
전력구입비	4,872	4,140	4,350	4,945	5,538	3,240	4,040	4,286	18,307	17,105	15,861
연료비	5,441	4,267	5,362	5,023	5,020	4,695	5,274	5,230	20,093	20,219	18,941
석탄	3,111	2,571	3,507	3,010	2,805	2,547	3,250	2,867	12,199	11,470	10,330
LNG	1,607	1,162	1,202	1,406	1,453	1,312	1,377	1,773	5,378	5,915	5,815
유류	308	129	212	175	219	104	159	122	824	605	465
원자력	224	252	290	277	286	252	308	295	1,043	1,141	1,264
기타	191	154	150	155	255	480	180	172	649	1,088	1,067
수선유지비	434	582	538	667	416	593	563	681	2,219	2,253	2,411
감가상각비	2,286	2,335	2,238	2,236	2,301	2,590	2,368	2,365	9,094	9,625	10,560
기타	2,801	2,700	2,528	3,093	2,601	2,789	2,597	3,589	11,122	11,577	11,917
영업이익	(128)	(687.1)	1,424	(788.5)	(629)	(267)	2,061	(610)	(208)	555	3,626
OPM(%)	(0.8)	(5.2)	8.7	(5.2)	(4.1)	(2.0)	12.2	(3.9)	(0.3)	0.9	5.7
당기순이익	(250)	(919)	737	(719)	(761)	(605)	1,270	(1,082)	(1,151)	(1,179)	1,213
NPM(%)	(1.6)	(6.9)	4.5	(4.7)	(5.0)	(4.4)	7.5	(7.0)	(1.9)	(1.9)	1.9
yoy(%)											
영업수입(십억원)	3.7	3.2	5.1	(2.4)	(2.9)	2.3	2.8	2.4	2.3	1.1	3.2
전력판매수입	5.6	6.0	6.6	2.3	(1.9)	3.0	3.1	3.1	5.1	1.8	3.2
기타	(17.9)	(24.3)	(15.2)	(42.1)	(17.9)	(7.6)	(1.6)	(8.2)	(26.7)	(9.0)	3.8
영업비용	15.7	16.1	11.9	1.8	0.3	(0.8)	(1.2)	1.2	10.9	(0.1)	(1.8)
전력구입비	27.4	32.7	26.3	27.5	13.7	(21.7)	(7.1)	(13.3)	28.3	(6.6)	(7.3)
연료비	26.6	26.9	23.5	11.0	(7.7)	10.0	(1.6)	4.1	21.6	0.6	(6.3)
석탄	19.1	14.0	21.1	7.4	(9.8)	(0.9)	(7.3)	(4.8)	15.5	(6.0)	(9.9)
LNG	52.5	98.3	42.8	27.0	(9.6)	12.8	14.5	26.1	49.8	10.0	(1.7)
유류	37.4	20.7	55.5	(2.1)	(28.9)	(19.0)	(25.0)	(30.1)	27.5	(26.6)	(23.2)
원자력	(28.6)	(22.4)	2.0	5.4	27.7	0.0	6.4	6.4	(12.1)	9.4	10.8
기타	107.4	68.5	(17.6)	(11.0)	33.9	212.9	19.7	11.4	20.4	67.6	(1.9)
수선유지비	4.3	9.8	3.4	3.1	(4.0)	2.0	4.7	2.2	5.1	1.5	7.0
감가상각비	7.8	9.6	1.9	(0.7)	0.7	10.9	5.8	5.8	4.6	5.8	9.7
기타	(7.4)	(8.0)	(13.3)	(29.5)	(7.1)	3.3	2.7	16.0	(16.1)	4.1	2.9
영업이익	적전	적전	(36.1)	적지	적지	적지	44.8	적지	적전	흑전	553.1
당기순이익	적전	적전	(51.8)	적지	적지	적지	72.2	적지	적전	적지	흑전

자료: 한국전력, 유진투자증권



한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	177,837	181,789	186,574	189,638	196,012
유동자산	19,709	19,142	21,528	19,176	19,955
현금성자산	5,736	4,341	7,202	4,830	5,568
매출채권	7,523	7,635	6,569	6,310	6,062
재고자산	5,479	6,002	6,582	6,849	7,127
비유동자산	158,129	162,647	165,046	170,462	176,057
투자자산	10,441	9,726	10,887	11,329	11,789
유형자산	145,743	150,882	152,988	157,992	163,153
기타	1,944	2,039	1,171	1,142	1,115
부채총계	104,786	108,824	115,355	119,598	124,759
유동부채	24,739	23,424	22,735	22,680	22,632
매입채무	4,109	4,587	3,834	3,683	3,538
유동성이자부채	9,064	9,326	9,295	9,295	9,295
기타	11,567	9,511	9,606	9,702	9,799
비유동부채	80,047	85,400	92,620	96,918	102,127
비유동이자부채	45,256	46,267	52,849	55,649	59,299
기타	34,792	39,133	39,771	41,269	42,828
자본총계	73,051	72,965	71,218	70,040	71,253
지배지분	71,724	71,681	69,908	68,729	69,942
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,174	53,371	51,629	50,451	51,663
기타	13,261	13,024	12,991	12,991	12,991
비지배지분	1,327	1,283	1,310	1,310	1,310
자본총계	73,051	72,965	71,218	70,040	71,253
총차입금	54,319	55,594	62,144	64,944	68,594
순차입금	48,584	51,253	54,942	60,114	63,027

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업현금	16,445	11,143	10,312	10,425	13,172
당기순이익	7,148	1,441	-1,151	-1,179	1,213
자산상각비	8,961	9,774	10,111	10,443	10,778
기타비현금성손익	835	-346	3,814	1,236	1,271
운전자본증감	-2,309	-2,791	-805	-75	-89
매출채권감소(증가)	132	-250	1,496	259	249
재고자산감소(증가)	-1,440	-1,373	-1,103	-267	-278
매입채무증가(감소)	134	127	-780	-151	-145
기타	-1,135	-1,294	-418	84	85
투자현금	-9,570	-12,500	-15,614	-15,779	-16,274
단기투자자산감소	75	107	78	-182	-189
장기투자증권감소	0	0	-56	24	40
설비투자	-12,029	-12,536	-12,657	-15,334	-15,829
유형자산처분	208	86	212	0	0
무형자산처분	-124	-143	-88	-83	-83
재무현금	-7,637	746	5,643	2,800	3,650
차입금증가	-5,616	2,147	6,213	2,800	3,650
자본증가	-2,105	-1,356	-588	0	0
배당금지급	2,105	1,356	588	0	0
현금증감	-732	-682	352	-2,554	548
기초현금	3,783	3,051	2,370	2,721	167
기말현금	3,051	2,370	2,721	167	715
Gross Cash flow	23,843	17,934	12,774	10,500	13,261
Gross Investment	11,954	15,397	16,497	15,672	16,174
Free Cash Flow	11,888	2,537	-3,723	-5,172	-2,913

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,628	61,334	63,318
증가율(%)	2.1	-0.6	1.4	1.2	3.2
매출원가	45,550	52,099	58,362	58,326	57,159
매출총이익	14,641	7,716	2,265	3,009	6,159
판매 및 일반본변비	2,639	2,763	2,473	2,453	2,533
기타영업손익	0	0	-0	0	0
영업이익	12,002	4,953	-208	555	3,626
증가율(%)	5.8	-58.7	적전	흑전	553.1
EBITDA	20,963	14,727	9,903	10,998	14,404
증가율(%)	6.5	-29.7	-32.8	11.1	31.0
영업외손익	-1,488	-1,339	-1,764	-1,947	-1,894
이자수익	251	218	237	217	216
이자비용	1,753	1,790	1,878	1,979	2,142
지분법손익	-137	-108	280	262	288
기타영업손익	151	341	-403	-448	-256
세전순이익	10,513	3,614	-1,971	-1,392	1,733
증가율(%)	-43.6	-65.6	적전	적지	흑전
법인세비용	3,365	2,173	-821	-213	520
당기순이익	7,148	1,441	-1,151	-1,179	1,213
증가율(%)	-46.7	-79.8	적전	적지	흑전
지배주주지분	7,049	1,299	-1,291	-1,172	1,107
증가율(%)	-47.0	-81.6	적전	적지	흑전
비지배지분	100	143	140	-6	106
EPS(원)	10,980	2,023	-2,011	-1,826	1,725
증가율(%)	-47	-82	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	10,980	2,023	-2,011	-1,826	1,725
증가율(%)	-47	-82	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(2,011)	(1,826)	1,725
BPS	111,725	111,660	108,897	107,061	108,950
DPS	1,980	790	0	0	500
밸류에이션(배,%)					
PER	4.0	18.9	-	-	14.9
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	3.7	5.2	7.2	7.0	5.5
배당수익률	4.5	2.1	-	-	1.9
PCR	1.2	1.4	1.3	1.6	1.2
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	(0.3)	0.9	5.7
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.3	17.9	22.7
순이익률	11.9	2.4	(1.9)	(1.9)	1.9
ROE	10.3	2.0	(1.6)	(1.7)	1.7
ROIC	7.2	1.7	(0.1)	0.3	2.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자본지분	66.5	70.2	77.1	85.8	88.5
유동비율	79.7	81.7	94.7	84.5	88.2
이자보상배율	8.0	3.2	n/a	0.3	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	8.2	7.9	8.5	9.5	10.2
재고자산회전율	11.5	10.4	9.6	9.1	9.1
매입채무회전율	16.2	13.8	14.4	16.3	17.5



한국가스공사 (036460.KS)

유틸리티/에너지 담당 황성현

Tel. 368-6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

과도한 주가하락과 기회

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 52,000원 유지

당사는 한국가스공사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 52,000원을 유지한다. 국내 가스산업 공급비용 발표 지연에 따른 규제리스크 부각에 따라 PBR은 역사적 하단인 0.4배까지 하락했다. 그러나 우리는 과거 사례(2012~2014년)를 통해 공급비용 발표 지연 시 하반기에는 정산이 정상적으로 진행되었다는 것에 주목한다. 하반기에 정산 후 평균 PBR 0.55배까지 주가는 탄력적으로 회복한 전례가 있다. 최근 주가하락은 미수금 발생(누적 1.2조원)으로 인한 금융비용 증가, 순이익 감소를 모두 반영하였다고 판단한다. 또한 공급과잉으로 인한 현물 LNG 가격 하락으로 동사의 자원가치 할인 폭이 커지고 있다. 그러나 미국 천연가스(Henry hub)에 운송비와 액화비를 고려하면 현재 가격 수준이 바닥으로 파악된다. **하반기 연료비연동제 불확실성 해소와 자원가치 반등을 고려한 저가 매수 전략을 추천한다.**

■ 2Q19 Preview: 매출액 5.7조원, 영업이익 328억원 (OPM 0.6%)

매출액은 5.7조원(+13%yoy), 영업이익은 328억원(+115%yoy), 당기순손실은 540억원(적지yoy)을 기록할 전망이다. 1분기에 반영되지 않은 국내 규제사업의 보장이익은 하반기부터 본격적으로 반영되는 것으로 가정하였다. 또한 작년 하반기 급락한 국제유가가 해외사업부의 판가에 반영되며 1분기 대비로는 실적 모멘텀은 둔화(-6%qoq)될 전망이다. 그러나 전년동기 부진했던 해외사업부의 실적을 감안하면 전년동기 대비로는 개선되는 흐름을 이어갈 수 있을 것이라 판단한다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
매출액(십억원)	21,108	22,172	26,185	27,091	24,051
영업이익(십억원)	998	1,035	1,277	1,322	1,333
세전계속사업손익(십억원)	-769	-1,249	649	889	968
순이익(십억원)	-612	-1,192	527	666	745
EPS(원)	-6,641	-13,055	5,518	7,188	8,066
증감률(%)	적전	-	흑전	30.3	12.2
PER(배)	-	-	7.5	5.8	5.1
ROE(%)	-6.3	-13.9	6.7	8.0	8.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	11.5	10.3	9.7	8.7	8.0

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 52,000원
현재주가(6/7) 41,400원

Key Data	(기준일: 2019. 6. 7)
KOSPI(pt)	2,072
KOSDAQ(pt)	717
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,822
52주 최고/최저(원)	65,500 / 39,400
52주 일간 Beta	0.76
발행주식수(천주)	92,313
평균거래량(3M, 천주)	279
평균거래대금(3M, 백만원)	12,489
배당수익률(19F, %)	3.4
외국인 지분율(%)	12.8
주요주주 지분율(%)	
정부의 2인	54.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-17.4	-18.5	-35.3
KOSPI 대비상대수익률	3.3	-13.0	-18.3	-19.2

Company vs KOSPI composite

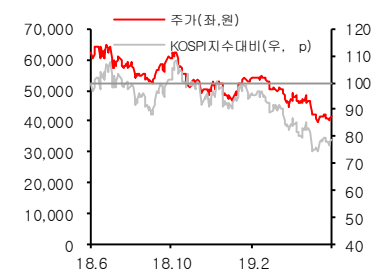




도표 60 한국가스공사의 실적 추정

단위: 십억원	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F
매출액	8,772	5,057	4,728	7,629	8,701	5,713	5,278	7,398	22,172	26,185	27,091
도시가스	8,572	4,814	4,460	7,294	8,422	5,375	4,918	7,016	21,215	25,139	25,732
자원 및 기타	303	360	377	386	360	338	360	382	1,289	1,426	1,440
주바이르	80	99	110	121	89	90	92	94	485	409	366
비드라	85	103	107	87	71	72	72	73	284	382	287
미안마	25	20	7	20	28	27	27	26	75	71	109
GLNG	110	137	152	155	169	146	165	186	436	555	666
매출원가	7,723	4,951	4,815	7,034	7,697	5,584	5,334	6,714	20,729	24,524	25,330
매출원가율(%)	88.1	97.9	102	92.2	88.5	97.7	101.1	90.8	93.5	93.7	378
매출총이익	1,048	105	(87)	595	1,004	129	(56)	684	1,443	1,661	1,761
영업이익	964	15	(172)	470	869.5	33	(144)	563	1,035	1,277	1,322
OPM(%)	11.0	0.3	(3.6)	6	10.0	0.6	(2.7)	7.6	4.7	4.9	4.9
도시가스	925	(23)	(223.1)	430	815.8	(16)	(200)	513	902	1,109	1,113
자원 및 기타	38	37	52.9	41	53.7	49	56	50	132	169	209
주바이르	22	21	25.7	14	20.8	20	22	11	152	83	74
비드라	5	4	2.9	2	12.7	13	13	13	21	14	52
미안마	17	13	3.2	13	17.9	18	17	17	46	46	70
GLNG	14	21	27.3	31	34.8	31	36	42	(21)	93	144
세전이익	887	(124)	(315)	201	715.7	(70)	(234)	477	(1,249)	649	889
순이익	781.1	(130)	(283)	158	532.3	(54)	(180)	367	(1,192)	527	666
NPM(%)	8.9	(2.6)	(6.0)	2	6.1	(0.9)	(3.4)	5.0	(5.4)	2.0	2.5
yoy(%)											
매출액	13.6	25.6	22.3	16.2	(0.8)	13.0	11.6	(3.0)	5.0	18.1	3.5
도시가스	14.7	26.7	22.0	16.0	(1.7)	11.7	10.3	(3.8)	5.1	18.5	2.4
자원 및 기타	61.3	11.3	26.9	(19.8)	18.8	(6.1)	(4.6)	(0.9)	19.1	10.6	1.0
영업이익	16.6	흑전	적지	3.9	(9.8)	115.0	적지	19.7	3.6	23.5	3.5
세전이익	30.7	적지	적지	흑전	(19.3)	적지	적지	137.4	적지	흑전	36.9
순이익	56.2	적지	적지	흑전	(31.9)	적지	적지	132.0	적지	흑전	26.3

자료: 한국가스공사, 유진투자증권



한국가스공사(036460.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	40,042	37,139	39,684	37,115	36,199
유동자산	8,658	7,582	9,919	7,885	7,638
현금성자산	690	496	297	342	729
매출채권	4,989	5,280	5,407	4,378	3,943
재고자산	1,070	1,542	3,169	2,108	1,899
비유동자산	31,384	29,557	29,765	29,230	28,561
투자자산	4,568	3,020	3,229	3,360	3,496
유형자산	26,042	24,723	24,764	24,035	23,167
기타	774	1,814	1,772	1,835	1,898
부채총계	30,569	28,999	31,173	28,077	26,545
유동부채	5,556	6,500	9,852	8,682	8,572
매입채무	1,805	1,648	1,897	1,216	1,095
유동성이자부채	3,003	3,823	6,864	6,364	6,364
기타	749	1,120	1,090	1,101	1,112
비유동부채	25,013	22,409	21,321	19,396	17,974
비유동이자부채	23,255	20,624	19,472	17,472	15,972
기타	1,757	1,784	1,848	1,923	2,001
자본총계	9,473	8,140	8,190	9,038	9,654
지배지분	9,360	7,813	7,885	8,733	9,349
자본금	462	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	2,019	2,019	2,019	2,019
이익잉여금	5,811	4,601	5,498	6,038	6,654
기타	1,762	732	(94)	215	215
비지배지분	113	327	305	305	305
자본총계	9,473	8,140	8,190	9,038	9,654
총차입금	26,258	24,447	26,337	23,837	22,337
순차입금	25,568	23,951	26,040	23,495	21,608

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업현금	4,769	2,508	57	3,782	3,005
당기순이익	(612)	(1,192)	527	666	745
자산상각비	1,617	1,716	1,803	1,812	1,830
기타비(현금성손익)	(23)	156	891	(105)	(95)
운전자본증감	3,057	962	(2,113)	1,409	524
매출채권감소(증가)	1	(559)	30	1,029	435
재고자산감소(증가)	725	(466)	(1,616)	1,061	209
매입채무증가(감소)	324	(1)	566	(681)	(121)
기타	2,008	1,987	(1,093)	0	0
투자현금	(2,079)	(1,226)	(1,275)	(1,114)	(991)
단기투자자산감소	(157)	118	3	(2)	(2)
장기투자증권감소	17	0	0	98	102
설비투자	(1,841)	(1,352)	(1,194)	(1,084)	(962)
유형자산처분	1	5	47	0	0
무형자산처분	(58)	(28)	(62)	(63)	(63)
재무현금	(2,377)	(1,266)	994	(2,626)	(1,629)
차입금증가	(2,460)	(1,468)	1,045	(2,500)	(1,500)
자본증가	89	(7)	(9)	(126)	(129)
배당금지급	15	7	9	126	129
현금증감	345	(42)	(202)	43	385
기초현금	138	483	441	240	283
기말현금	483	441	240	283	667
Gross Cash flow	2,647	2,912	3,220	2,373	2,481
Gross Investment	(1,136)	382	3,391	(298)	464
Free Cash Flow	3,783	2,530	(171)	2,671	2,016

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	21,108	22,172	26,185	27,091	24,051
증가율(%)	(19.0)	5.0	18.1	3.5	(11.2)
매출원가	19,694	20,728	24,509	25,330	22,323
매출총이익	1,414	1,444	1,677	1,761	1,728
판매 및 일반보통비	416	409	400	440	395
기타영업손익	0	(0)	(0)	0	0
영업이익	998	1,035	1,277	1,322	1,333
증가율(%)	(1.0)	3.7	23.3	3.5	0.8
EBITDA	2,615	2,751	3,080	3,134	3,163
증가율(%)	11.1	5.2	12.0	1.8	0.9
영업외손익	(1,767)	(2,284)	(628)	(433)	(365)
이자수익	34	48	43	55	62
이자비용	841	830	785	726	694
지분법손익	115	149	204	166	173
기타영업외손익	(1,075)	(1,652)	(90)	71	94
세전순이익	(769)	(1,249)	649	889	968
증가율(%)	적전	적지	흑전	36.9	8.9
법인세비용	(157)	(59)	96	223	223
당기순이익	(612)	(1,192)	527	666	745
증가율(%)	적전	적지	흑전	26.3	12.0
지배주주지분	(613)	(1,205)	509	664	745
증가율(%)	적전	적지	흑전	30.3	12.2
비지배지분	1	13	17	2	1
EPS(원)	(6,641)	(13,055)	5,518	7,188	8,066
증가율(%)	적전	적지	흑전	30.3	12.2
수정EPS(원)	(6,641)	(13,055)	5,518	7,188	8,066
증가율(%)	적전	적지	흑전	30.3	12.2

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(6,641)	(13,055)	5,518	7,188	8,066
BPS	101,397	84,640	85,412	94,600	101,274
DPS	0	0	1,360	1,400	1,500
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	7.5	5.8	5.1
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	11.5	10.3	9.7	8.7	8.0
배당수익률	0.0	0.0	3.3	3.4	3.6
PCR	1.7	1.3	1.2	1.6	1.5
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.7	4.9	4.9	5.5
EBITDA이익률	12.4	12.4	11.8	11.6	13.2
순이익률	(2.9)	(5.4)	2.0	2.5	3.1
ROE	(6.3)	(13.9)	6.7	8.0	8.2
ROIC	2.1	2.4	3.4	3.1	3.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	269.9	294.2	318.0	260.0	223.8
유동비율	155.8	115.0	100.7	90.8	89.1
이자보상배율	1.2	1.3	1.7	2.0	2.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.3	4.3	4.9	5.5	5.8
재고자산회전율	14.7	17.0	11.1	10.3	12.0
매입채무회전율	14.2	12.8	14.8	17.4	20.8



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

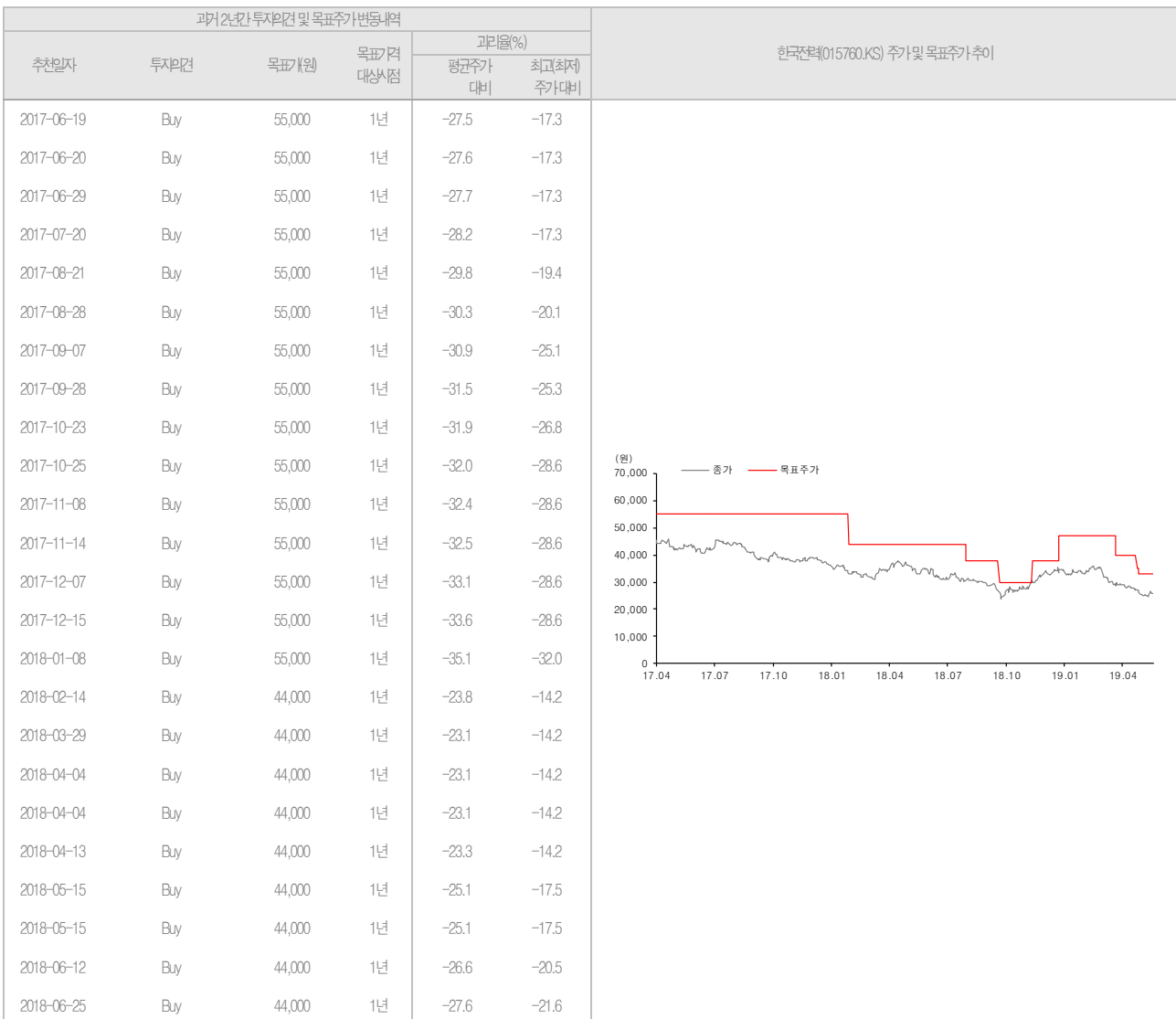
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

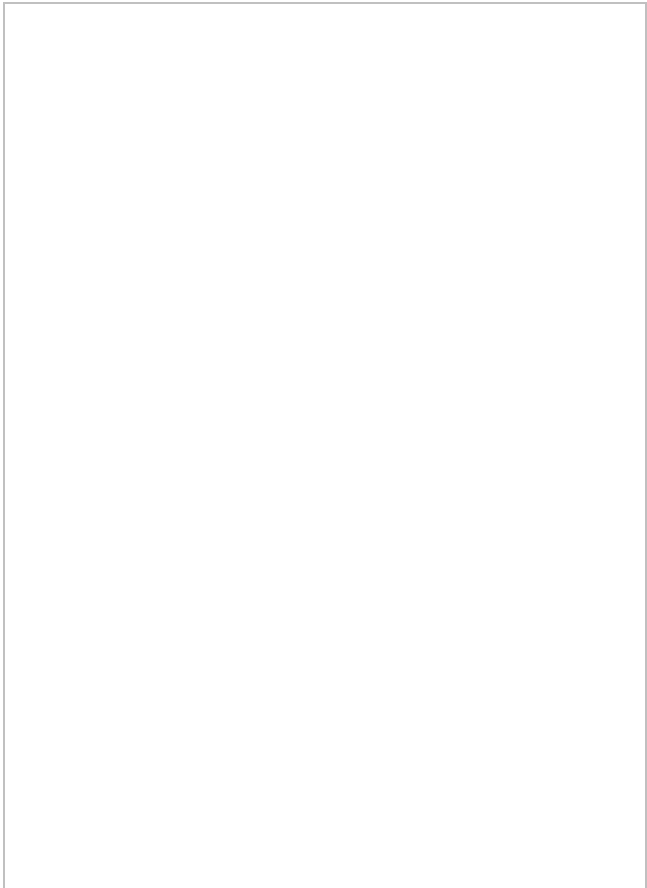
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 기준)





2018-08-08	Buy	44,000	1년	-28.9	-28.3
2018-08-14	Buy	38,000	1년	-21.6	-17.8
2018-10-01	Buy	38,000	1년	-28.0	-24.9
2018-10-10	Buy	30,000	1년	-9.0	2.7
2018-11-14	Buy	30,000	1년	-4.4	2.7
2018-11-30	Buy	38,000	1년	-13.5	-6.7
2018-12-04	Buy	38,000	1년	-12.9	-6.7
2018-12-05	Buy	38,000	1년	-12.6	-6.7
2019-01-11	Buy	47,000	1년	-29.7	-23.8
2019-01-22	Buy	47,000	1년	-30.0	-23.8
2019-01-22	Buy	47,000	1년	-30.0	-23.8
2019-02-25	Buy	47,000	1년	-30.8	-23.8
2019-04-15	Buy	40,000	1년	-29.7	-26.8
2019-04-22	Buy	40,000	1년	-30.4	-28.3
2019-05-15	Buy	33,000	1년	-22.9	-19.2
2019-06-10	Buy	33,000	1년	-	-



과거 2년간 투자이건 및 목표주가 변동내역				과목율(%)		한두리스공세(036460.KS) 주가 및 목표주가 추이
추천일자	투자이건	목표가(원)	목표가격 대상사점	평균주가 대비	최고/최저 주가대비	
2017-06-19	Buy	63,000	1년	-24.6	-14.8	
2017-06-20	Buy	63,000	1년	-24.7	-14.8	
2017-06-28	Buy	63,000	1년	-25.4	-14.8	
2017-07-19	Buy	63,000	1년	-26.9	-18.4	
2017-07-28	Buy	63,000	1년	-27.8	-18.4	
2017-10-16	Buy	58,000	1년	-27.6	-25.2	
2017-11-14	Buy	55,000	1년	-12.8	10.9	
2018-01-15	Buy	55,000	1년	-9.1	10.9	
2018-02-06	Buy	55,000	1년	-8.8	10.9	
2018-02-07	Buy	55,000	1년	-8.7	10.9	
2018-03-02	Buy	55,000	1년	-7.0	10.9	
2018-04-06	Buy	55,000	1년	-2.1	10.9	
2018-04-06	Buy	55,000	1년	-2.1	10.9	
2018-05-21	Buy	75,000	1년	-22.1	-14.0	
2018-06-12	Buy	75,000	1년	-23.0	-14.0	
2018-06-25	Buy	75,000	1년	-23.7	-14.4	
2018-08-09	Buy	75,000	1년	-25.6	-17.1	





2018-09-03	Buy	75,000	1년	-23.4	-17.1	
2018-09-17	Buy	75,000	1년	-21.2	-17.1	
2018-10-01	Buy	75,000	1년	-17.1	-17.1	
2018-10-04	Buy	80,000	1년	-33.6	-22.0	
2018-12-04	Buy	80,000	1년	-33.6	-22.0	
2018-12-05	Buy	76,000	1년	-31.8	-28.0	
2019-01-14	Buy	76,000	1년	-29.7	-28.0	
2019-01-22	Buy	76,000	1년	-29.6	-28.0	
2019-01-22	Buy	76,000	1년	-29.6	-28.0	
2019-03-04	Buy	67,500	1년	-30.6	-24.3	
2019-04-02	Buy	67,500	1년	-32.6	-27.5	
2019-04-22	Buy	67,500	1년	-34.9	-28.2	
2019-05-14	Buy	52,000	1년	-20.6	-19.0	
2019-06-10	Buy	52,000	1년	-	-	