

# 유틸리티/전력기기

## 정부 규제가 강화되는 국면

4분기 유틸리티 내 주가 흐름은 정부 규제에 따라 극명하게 갈림. 올해도 정부 규제는 계속될 것으로 보임. 상대적으로 정부 규제 위험이 낮고 유가 상승으로 이익 확대가 가능한 한국가스공사를 최선호주로 추천

### 전력시장 개편이 예고되는 시점

전기요금 누진제 개편 이후에도 경주지진, 미세먼지 등으로 기저발전 이슈 확대. 이에 야당의원들을 중심으로 전력시장 개편 관련 법안 잇따라 발의됨. 중장기적으로 전력시장 개편은 불가피하다는 판단. 변화되는 방향에 따라 선별적 접근 필요

- 한국가스공사: 시장 컨센서스 부합 추정. 호주 GLNG, 이라크 아카스 가스전으로부터의 손상차손 5,200억원 반영 추정
- 엘에스전선아시아: 베트남 내 수주 확대로 2016년 지배주주지분 순이익 135억원인 당사 추정치 부합 예상
- LS산전: 시장 컨센서스 소폭 하회 추정. 이라크 사업과 ESS(에너지저장장치) 사업 부진에 따른 영향
- 한전KPS: 시장 컨센서스 부합 추정. 통상임금 관련 충당금 450억원 반영 추정. 신규 기저발전소 영향 정비 매출 증가흐름 지속
- 한전기술: 시장 컨센서스 부합 추정. 경주 지진으로 국내 원자력 발전소 수주 지연되는 등 부정적인 시장 상황 지속 중

### 유틸리티 내 최선호주는 한국가스공사

한국가스공사는 유가, 금리, 환율 등 우호적인 대외변수로 올해 실적 개선 전망. 모잠비크 가스전 추가 개발, 우즈벡 수르길 프로젝트 이익의 반영 등은 추가 모멘텀. 현 주가는 2017F PBR 0.4배로 역사적 저평가 국면

\* 한국전력은 현재 조사분석제한 중임

### 투자 의견/투자 지표

	코드	투자 의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
한국가스공사	036460.KS	Buy(유지)	58,000(유지)	47,750	N/A	9.8	0.5	0.4	-0.7	4.5	23,366	25,898
엘에스전선아시아	229640.KS	Buy(유지)	7,400(유지)	6,120	12.9	12.4	1.5	1.5	11.9	12.7	-8	-15
LS산전	010120.KS	Buy(유지)	52,000(유지)	40,250	16.3	12.2	1.1	1.1	7.1	9.1	376	320
한전KPS	051600.KS	Hold(유지)	73,000(유지)	55,900	32.7	18.4	3.1	2.9	9.4	16.5	-194	-230
한전기술	052690.KS	Hold(유지)	27,000(하향)	24,250	20.8	18.3	2.0	1.8	10.0	10.6	30	1

주: 1월 13일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Industry Report | 2017. 1. 18

### Top Picks

	Buy (유지)	58,000원 (유지)
한국가스공사	Buy (유지)	58,000원 (유지)
엘에스전선아시아	Buy (유지)	7,400원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	9.9	1.0
Sector	4.8	0.4

### Sector Index



업종 시가총액 41,123십억원 (Market 비중 2.7%)  
주: KRX업종 분류 기준



이민재 (유틸리티)  
02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

(단위: 원, 배, %, 십억원)

## I. 한국가스공사를 제외하고는 4분기 부진한 유틸리티 업종

**연초 대비 35% 이상  
상승한 한국가스공사**

2016년 한해 유틸리티 업종 내 양호한 주가흐름을 보인 기업은 한국가스공사, 지역난방공사였다. 특히 한국가스공사는 유가 상승이 이어지자 연초 대비 35%이상, 1월말 저점 대비 57% 이상 주가 상승하며 유틸리티 내 주도주로서의 면모를 보였다. 반면, 규제 강화, 비용 증가 등으로 한국전력과 한전KPS 주가는 2014년부터 이어져온 상승흐름을 끝내고 하락 반전, 연초대비 각각 15%, 40%씩 하락했다.

**정부 규제 강화로  
유틸리티 주 대부분  
부진**

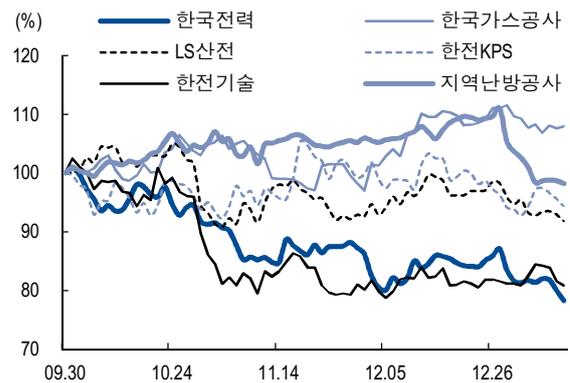
이러한 주가 흐름의 배경에는 정부 규제, 환경 이슈, 안전성 이슈 등이 있었다. 한국전력은 여름부터 이어진 누진제 이슈, 미세먼지로 인한 환경 이슈, 경주 지진 이후 원자력 발전에 대한 기피 현상 등 정부 규제가 강화되는 구간에 접어들며 주가 하락세를 이어갔다. 한전KPS는 해외 수주 부진으로 인한 외형 성장 둔화, 발전 정비시장 변화에 기인한 비용 증가 등으로 이어진 실적 저조해짐에 따라 밸류에이션 부담을 극복하지 못했다. 한전기술 역시 원자력 발전에 대한 기피 현상이 강해지고 대외 환경이 악화되며 주가 부진했다.

작년 상반기에는 한국전력, 하반기에는 한국가스공사 상승



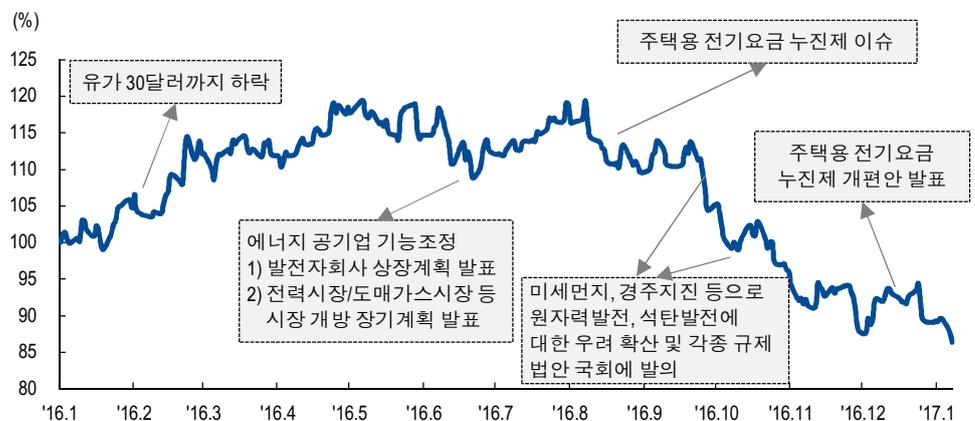
주: 2015년 12월 31일부터 현재까지의 주가흐름(2015.12.31=100)  
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 정리

4분기에는 한국가스공사를 제외하고 모두 부진했음



주: 2016년 9월 30일부터 현재까지의 주가흐름(2016.9.30=100)  
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 정리

### 2016년 유틸리티 업종의 주가흐름 및 주요 이벤트



주: 2015년 12월 31일부터 현재까지의 주가흐름(2015.12.31=100). 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 정리

## II. 4분기 발전시장 리뷰 및 유틸리티 업체들 실적 프리뷰

### 16년도 4분기 발전시장 리뷰 : 기저발전믹스 하락

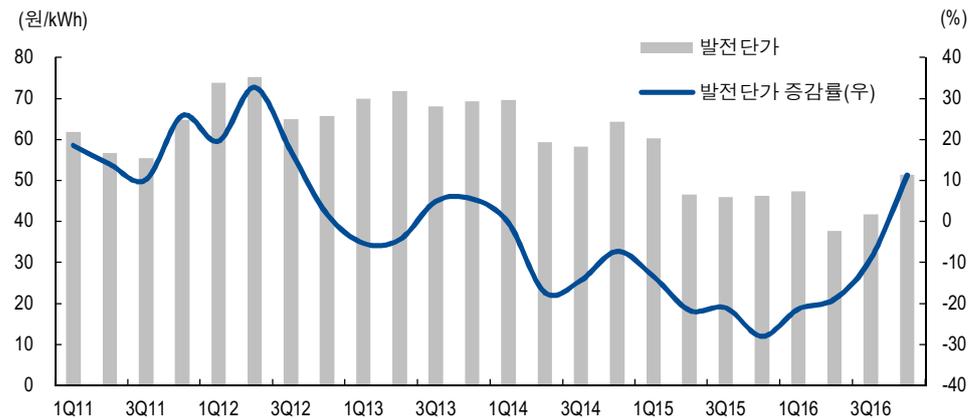
2016년 4분기 발전 단가는 최근 6년간 가장 낮은 SMP<sup>(주)</sup>, LNG 연료비 등으로 하락세를 이어갔을 것으로 추정된다. 그러나 경주지진으로 인한 원자력발전소 가동 중단(월성 1-4호기 등), 석탄발전소 정비 증가에 따른 기저발전 가동률 하락으로 기저발전 비중은 떨어졌을 것으로 추정된다. 이에 따라 IPP(민자발전업체)의 LNG 발전 가동률은 상승한 것으로 보인다.

### 4분기 SMP는 12월에 반등했으나 여전히 저점

4분기 SMP 평균은 78.3원/kWh(-18.5% y-y)로 하락세가 이어졌다. 이는 유가 하락세가 4분기에도 이어졌기 때문이다. 또 2016년 4분기 LNG발전의 SMP 결정비중은 여전히 99%를 기록했다. SMP 결정에 LNG 발전단가가 중요한 상황은 지속되고 있다. 6개월전 유가가 반영되는 LNG가격 특성 상 LNG발전단가는 역대 4분기 중 가장 낮았지만, 지난 3분기에 비하면 상승하는 모습을 보였다.

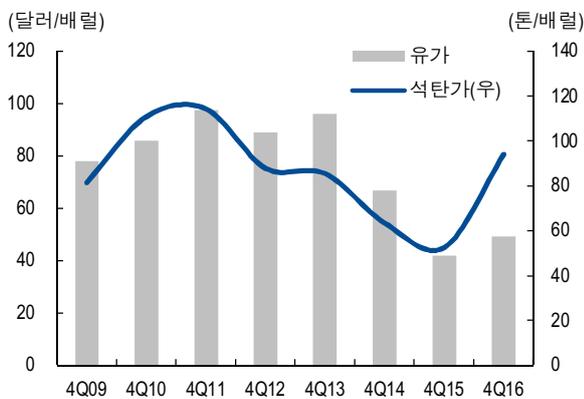
주:SMP: 계통한계가격, 한전이 발전 자회사 및 민간 발전사의 생산전력을 사들이는 기준 가격

### 기저발전 비중 하락으로 발전단가는 상승하는 중



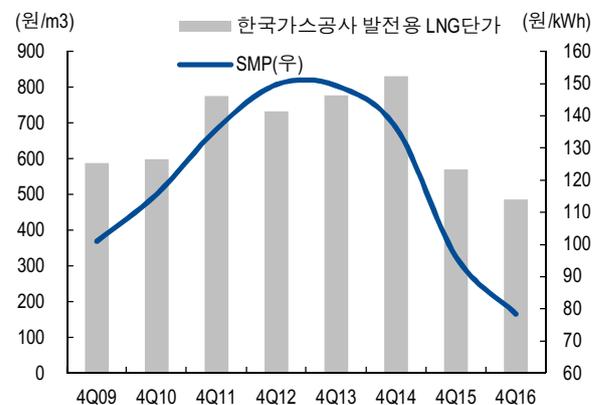
자료: 한국전력, NH투자증권 리서치센터 정리

### 4분기 유가, 석탄가격 추이



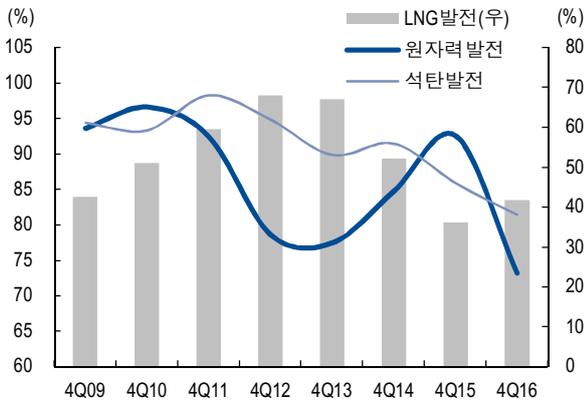
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 정리

### 4분기 발전용 LNG 단가, SMP 추이



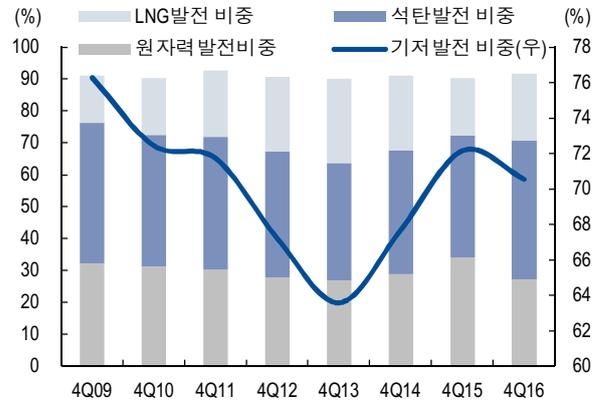
자료: 한국가스공사, 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

4분기 발전원별 이용률 추이



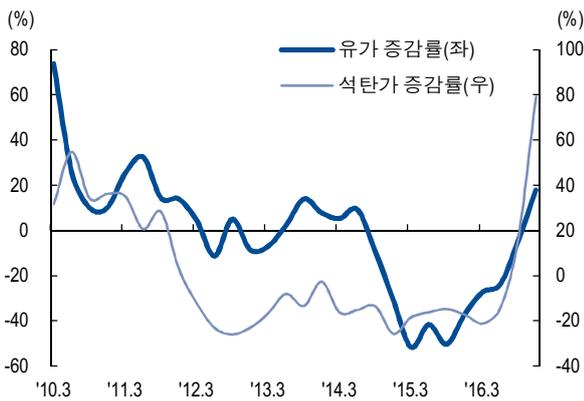
자료: 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

4분기 발전원별 발전믹스 추이



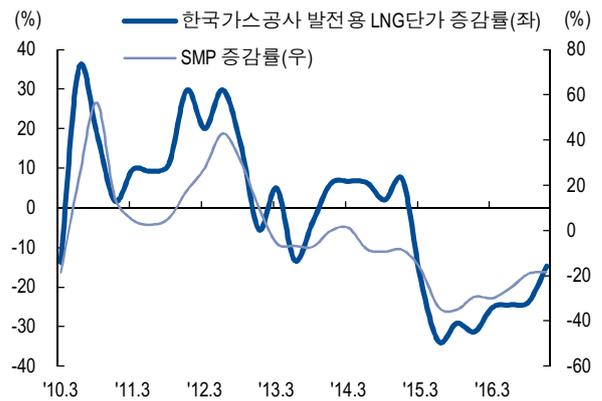
자료: 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

분기별 유가, 석탄가격 증감률(y-y) 추이



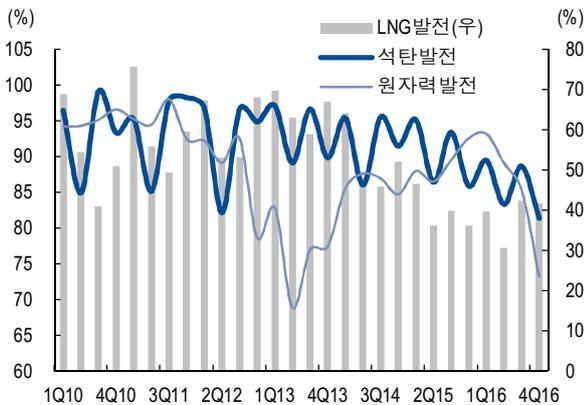
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터 정리

분기별 발전용 LNG단가, SMP 증감률(y-y) 추이



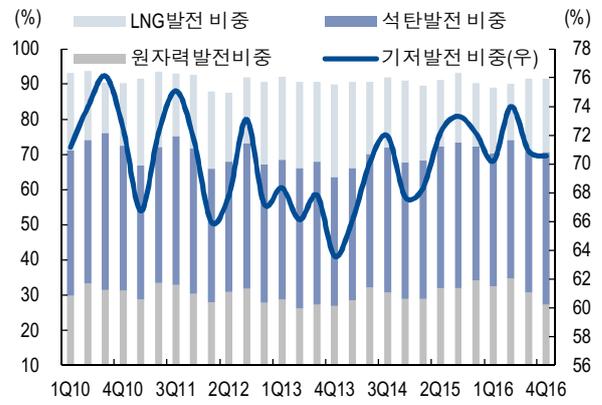
자료: 한국가스공사, 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

분기별 발전원별 이용률 추이



자료: 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

분기별 발전원별 발전믹스 추이



자료: 통계속보, NH투자증권 리서치센터 정리

국내 발전시장 전망치

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2014	2015	2016	2017F
원/달러(평균)	원/달러	1,100	1,097	1,169	1,158	1,202	1,162	1,121	1,155	1,053	1,131	1,160	1,148
WTI	달러/배럴	49	60	47	42	35	46	45	49	91	49	44	52
뉴캐슬탄	달러/톤	64	61	58	52	50	52	67	94	70	59	66	81
발전용 LNG 가격	원/m3	726	552	577	570	544	417	440	485	842	606	471	579
SMP	원/kWh	125.9	94.5	86.2	96.1	88.1	70.5	69.6	78.3	141.1	100.7	76.6	83.7
<b>판매물량</b>	<b>GWH</b>	<b>128,145</b>	<b>116,314</b>	<b>121,059</b>	<b>118,138</b>	<b>130,466</b>	<b>118,027</b>	<b>126,206</b>	<b>120,746</b>	<b>477,593</b>	<b>483,655</b>	<b>495,446</b>	<b>507,775</b>
가정용	GWH	17,085	15,535	17,135	15,863	17,463	15,658	18,787	16,444	64,458	65,618	68,353	71,460
일반용	GWH	28,230	23,531	27,795	24,123	29,209	24,091	29,948	24,379	100,761	103,679	107,627	110,447
산업용	GWH	68,330	68,438	68,632	68,148	69,363	69,548	69,359	69,831	272,552	273,548	278,102	283,785
<b>설비용량</b>	<b>MW</b>	<b>94,898</b>	<b>95,214</b>	<b>96,361</b>	<b>97,181</b>	<b>98,467</b>	<b>98,620</b>	<b>101,688</b>	<b>107,341</b>	<b>92,829</b>	<b>97,181</b>	<b>107,341</b>	<b>118,400</b>
원자력	MW	20,716	20,716	21,716	21,716	21,716	21,716	21,716	21,716	20,716	21,716	21,716	24,516
석탄	MW	26,274	26,274	26,274	26,274	26,274	26,274	28,474	33,786	26,274	26,274	33,786	36,836
LNG	MW	29,373	29,373	29,373	29,373	29,292	29,292	29,292	29,292	28,157	29,373	29,292	33,181
유류	MW	7,443	7,443	7,443	8,110	8,361	8,340	8,598	8,598	6,742	8,110	8,598	8,598
수력	MW	6,468	6,468	6,468	6,470	6,477	6,477	6,480	6,486	6,466	6,470	6,486	6,486
신재생	MW	5,035	5,351	5,498	5,649	6,347	6,521	7,128	7,463	4,474	5,649	7,463	8,783
<b>발전량</b>	<b>GWH</b>	<b>136,702</b>	<b>122,894</b>	<b>131,061</b>	<b>130,531</b>	<b>136,058</b>	<b>121,672</b>	<b>133,266</b>	<b>128,984</b>	<b>521,919</b>	<b>521,188</b>	<b>519,980</b>	<b>568,445</b>
원자력	GWH	39,358	39,123	41,909	44,373	44,173	42,233	40,898	35,075	156,406	164,763	162,379	173,326
석탄	GWH	53,995	49,566	54,168	49,798	51,333	47,789	53,578	55,908	203,167	207,527	208,608	249,664
LNG	GWH	28,833	23,161	25,831	23,448	25,413	19,565	27,375	27,006	115,032	101,273	99,359	106,090
유류	GWH	8,880	6,115	3,375	7,816	9,704	6,096	5,009	5,250	24,695	26,186	26,059	15,961
수력	GWH	1,562	1,230	1,902	1,214	1,282	1,590	2,215	1,412	7,718	5,908	6,499	6,209
신재생	GWH	4,074	3,699	3,876	3,882	4,153	4,399	4,191	4,334	14,901	15,531	17,077	17,196
<b>발전믹스</b>	<b>%</b>	<b>100.0</b>											
원자력	%	28.8	31.8	32.0	34.0	32.5	34.7	30.7	27.2	30.0	31.6	31.2	30.5
석탄	%	39.5	40.3	41.3	38.2	37.7	39.3	40.2	43.3	38.9	39.8	40.1	43.9
LNG	%	21.1	18.8	19.7	18.0	18.7	16.1	20.5	20.9	22.0	19.4	19.1	18.7
유류	%	6.5	5.0	2.6	6.0	7.1	5.0	3.8	4.1	4.7	5.0	5.0	2.8
수력	%	1.1	1.0	1.5	0.9	0.9	1.3	1.7	1.1	1.5	1.1	1.2	1.1
신재생	%	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.6	3.1	3.4	2.9	3.0	3.3	3.0
<b>이용률</b>	<b>%</b>	<b>67.4</b>	<b>59.2</b>	<b>62.0</b>	<b>61.1</b>	<b>63.7</b>	<b>56.5</b>	<b>60.3</b>	<b>55.9</b>	<b>74.1</b>	<b>74.7</b>	<b>72.9</b>	<b>69.3</b>
원자력	%	88.0	86.5	89.5	92.5	93.1	89.0	85.3	73.2	95.6	97.3	88.2	80.2
석탄	%	95.1	86.4	93.4	85.8	89.5	83.3	88.6	81.3	94.5	93.8	92.2	94.6
LNG	%	46.4	36.1	39.8	36.2	39.7	30.6	42.3	41.8	55.1	60.7	58.3	58.9
유류	%	58.0	37.6	20.5	45.5	54.0	33.4	26.8	27.7	47.3	40.9	64.7	44.1
수력	%	11.2	8.7	13.3	8.5	9.1	11.2	15.5	9.9	13.6	18.2	15.2	14.3
신재생	%	39.7	32.6	32.4	31.5	31.7	31.3	27.8	26.9	N/A	N/A	22.5	36.1
석탄 발전단가	달러/톤	87.9	84.8	82.6	74.8	75.7	76.2	80.0	109.4	94.6	82.4	85.8	95.0
석탄 발전단가	원/kWh	38.30	36.48	37.60	36.08	35.85	33.98	34.75	50.15	39.17	36.70	39.18	42.90
LNG발전단가	달러/배럴	98.5	74.4	73.4	79.4	101.7	52.9	57.9	62.2	119.1	82.6	66.4	74.6
LNG발전단가	원/kWh	128.95	94.03	97.38	102.74	100.37	72.21	75.42	83.34	141.78	105.58	87.11	96.80
유류 발전단가	달러/배럴	76.9	75.6	64.1	48.1	41.4	47.6	55.0	49.2	91.2	49.3	43.7	52.4
유류 발전단가	원/kWh	124.14	127.72	122.66	73.24	70.02	77.87	93.23	81.09	136.49	80.06	72.60	87.35
<b>전력구입량</b>	<b>GWh</b>	<b>24,489</b>	<b>21,932</b>	<b>20,711</b>	<b>24,148</b>	<b>26,939</b>	<b>22,657</b>	<b>24,422</b>	<b>27,576</b>	<b>78,636</b>	<b>91,280</b>	<b>101,594</b>	<b>105,174</b>
PPA	GWh	2,049	1,958	2,046	2,452	2,690	1,953	2,321	2,741	11,159	8,505	9,705	12,289
IPP	GWh	22,440	19,974	18,665	21,696	24,249	20,704	22,101	24,835	67,477	82,775	91,889	92,884
PPA 비중	%	8.4%	8.9%	9.9%	10.2%	10.0%	8.6%	9.5%	9.9%	14.2%	9.3%	9.6%	11.7%
IPP 비중	%	91.6%	91.1%	90.1%	89.8%	90.0%	91.4%	90.5%	90.1%	85.8%	90.7%	90.4%	88.3%
<b>전력구입량전체발전량</b>	<b>%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.8%</b>	<b>18.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>21.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>19.5%</b>	<b>18.5%</b>

자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 추정

**한국가스공사**  
**Buy, 58,000원**

한국가스공사의 4분기 매출액 5조7,617억원(-11.1% y-y), 영업이익 2,624억원(-7.5% y-y), 순적자 2,119억원(적전 y-y)으로 추정된다. 발전용 LNG 판매량은 11월 누적으로 전년대비 4.7% 증가해 국내부문으로부터의 이익 안정성은 유효한 상황이다. 해외 자원개발부문의 경우 2016년 이라크 줘바이르와 바드라로부터 1,137억원의 영업이익, 미얀마 가스전으로부터 374억원의 지분법이익 추정된다. 그러나 호주 GLNG로부터는 여전히 영업손실 810억원이 추정된다. 해외 자원개발부문에서 손상차손은 5,200억원(이라크 아카스 가스전으로부터 2,200억원, 호주 GLNG로부터 3,000억원 등)으로 추정된다. 그러나 관련된 뉴스가 이미 하반기 동안 충분히 반영돼 주가에 주는 영향은 제한적일 것으로 보인다.

**LS산전**  
**Buy, 52,000원**

LS산전은 4분기 매출액 6,067억원(+3.2% y-y), 영업이익 258억원(-41.8% y-y), 순이익 138억원(-41.6% y-y)으로 추정된다. 전력기기 중 국내 사업은 낮은 성장성을 보였지만 주택용, 대기업용 전력기기 확대를 통해 부족한 국내 성장성은 보완될 것으로 보인다. 해외 역시 대형 에이전트 확보로 외형 성장은 가능할 것으로 보인다. 전력인프라의 경우 HVDC(고압직류송전) 수주 확대, 한전 쪽 수주 증가로 국내는 양호하지만, 해외는 부진한 신규 수주로 더딘 상황이다. 또 이라크 사업 지체 상급 이슈는 계속 발생 중이지만 비용 반영은 제한적일 것으로 보인다. 자동화 사업은 대기업 쪽 스마트공장 사업 확대로 양호한 상황이다. 실적 모멘텀이 가장 약한 융합사업부문의 경우 국내 태양광 사업이 확대 중인 점은 긍정적이지만, 스마트그리드 사업은 시장 내 경쟁이 치열해 수익성 부진에서 벗어나지 못하고 있다. 중국 법인(대련, 무석)에서의 초과 성장은 4분기에도 이어졌고 올해도 계속될 전망이다.

**한전KPS**  
**Hold, 73,000원**

한전KPS의 경우 4분기 매출액 3,747억원(+4.1% y-y), 영업이익 343억원(-9.5% y-y), 순적자 -120억원(적전 y-y)으로 추정된다. 신규 기저설비 도입에 따른 기존 설비들 대상 계획예방정비 확대, 요르단 프로젝트 가동률 증가 등으로 외형성장은 계속될 것으로 보인다. 다만, 외주비, 여비교통비 등 기타비용 증가 추세도 이어져 레버리지 효과는 제한적으로 발생할 것으로 보인다. 통상임금 관련 충당금 설정에 따른 비용(약 450억원) 부담은 불가피한 상황이다. 올해 국내 부문으로부터의 외형 성장 가능성은 높지만, 신규 인력 채용(약 300명)과 해외 수주 부진으로 실적 개선 강도는 예상보다 약할 것이다. 그러나 UAE BNPP 수주 규모에 따라 2018년부터는 추가적인 이익 성장 가능성이 높다.

**한전기술**  
**Hold, 27,000원**

한전기술의 4분기 매출액 1,260억원(-30% y-y), 영업이익 126억원(흑전 y-y), 순이익 122억원(흑전 y-y)으로 추정된다. 4분기 실적 개선 배경으로는 부실현장 대부분이 종료되며 비용 절감된 효과가 가장 큰 것으로 보인다. 실적 개선에도 불구하고 경주 지진 이후 여전히 국내 원자력발전에 대한 부정적인 인식이 이어지고 있다. 원자력부문 매출 비중이 2015년 54%에서 2018년 81%까지 증가하며 동사의 원자력발전에 대한 의존도가 높아질 것으로 보인다. 게다가 원자력발전에 대한 정치권의 개입도 커져 당분간 원자력발전의 추가적인 모멘텀은 제한적일 것이라 판단된다.

유틸리티 기업 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E			1Q17F	2015	2016E	2017F
					당사추정	y-y	q-q				
<b>한국가스공사</b>											
매출액	6,483	7,765	3,537	3,628	5,782	-10.8	59.4	8,298	26,053	20,711	24,620
영업이익	284	894	-6	-190	262	-7.5	흑전	771	1,008	960	1,124
%OP	4.4	11.5	-0.2	-5.2	4.5			9.3	3.9	4.6	4.6
세전이익	14	671	-212	-387	-176	적전	적지	562	277	-104	559
지배지분순이익	19	511	-106	-298	-212	적전	적지	562	319	-104	447
<b>LS산전</b>											
매출액	588	501	525	524	607	3.2	15.8	517	2,202	2,157	2,240
영업이익	44	35	32	30	26	-41.8	-14.3	36	154	123	155
%OP	7.5	7.0	6.1	5.7	4.3			6.9	7.0	5.7	6.9
세전이익	33	23	26	28	16	-52.3	-44.2	33	114	93	126
지배지분순이익	24	17	20	22	14	-41.6	-36.3	26	70	73	99
<b>한전KPS</b>											
매출액	360	249	327	277	375	4.1	35.2	283	1,180	1,227	1,397
영업이익	38	26	48	30	34	-9.5	14.6	33	175	139	175
%OP	10.5	10.6	14.8	10.8	9.1			11.6	14.8	11.3	12.5
세전이익	40	29	50	31	-14	적전	적전	35	221	97	177
지배지분순이익	31	24	38	24	-12	적전	적전	25	170	74	137
<b>한전기술</b>											
매출액	190	118	128	102	126	-33.7	23.4	98	658	474	408
영업이익	-1	14	25	-2	13	흑전	흑전	14	35	51	58
%OP	-0.5	11.9	19.9	-1.5	10.0			14.6	5.3	10.7	14.2
세전이익	-5	14	28	-7	16	흑전	흑전	15	37	51	59
지배지분순이익	-2	13	23	-5	12	흑전	흑전	14	31	43	50

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

### III. 전력시장 이슈: 발전시장 개편, 발전자회사 상장

#### 정치권에서 주목하기 시작한 전력시장

지난 여름 가정용 전기요금 누진제 관련 이슈가 불거지자 국회의원들은 여야를 불문하고 누진제 개정과 관련된 법안을 발의했다. 이후 판매 분야인 가정용 누진제 개편안, 교육용/농업용 전기요금 개편뿐만 아니라 생산 분야인 발전원에 대한 개편과 관련된 법안들까지 발의되기 시작했다. 가장 대표적인 법안은 국민의당 장병완 의원이 발의한 것으로 전기판매사업자가 전력 구매 시 경제성과 안전성까지 고려할 것을 요구한다. 이 법안이 통과될 경우 기존의 전력 생산방식이 변경돼 향후 발전사업자들의 사업 방향성에 큰 영향을 줄 것으로 예상된다. 향후 이러한 법안들은 계속해서 발의될 가능성이 높다.

#### 야당은 전기요금 인상 요인에도 불구하고 친환경발전 필요성 강조

야당과 여당의 핵심 쟁점은 석탄발전을 둘러싼 친환경성 vs 경제성, 원자력발전을 둘러싼 안전성 vs 경제성, 신재생에너지 확대에 따른 영향 등으로 압축해 볼 수 있다. 야당의 경우, 1) 석탄/원자력발전 증설 반대, 2) 전기요금 인상 가능성에도 불구하고 신재생에너지 확대 보급 필요성 등이 핵심 주장이다.

#### 여당은 여전히 경제성 원칙에 입각한 발전 주장

반면, 여당은 석탄발전 축소에 대해서는 동의하지만, 원자력발전의 축소에는 반대하고 있다. 추가적인 원자력발전소 증설 등 경제성에 입각한 발전은 지속되어야 한다고 주장한다. 또 신재생에너지 확대에 찬성하지만 전기요금 인상에 대해서는 반대하고 있다.

#### 제8차 전력수급기본계획 전까지는 불확실성이 이어질 것

어느 정당의 의견이 채택되느냐에 따라 국내 전력정책의 방향성은 크게 달라질 것으로 보인다. 이는 올해 하반기 발표될 제8차 전력수급기본계획에 반영돼 국내 전력시장의 근간으로 작용할 것이다.

야당의 의견이 채택된다면, 국내 전력시장은 큰 폭으로 변화할 것이다. 경제성 중심으로 돌아가던 기존의 전력 시장은 유럽과 같은 친환경적 발전을 수용하는 방향으로 바뀔 가능성이 크다. 이러한 변화를 위해 상당한 투자가 필요하다는 점에서 관련 기업들의 기회와 손실을 예측해볼 수 있다. 반면, 여당의 의견이 채택된다면, 기존의 방향성이 유지되기 때문에 시장 상황의 변화보단 보완이 이뤄질 것으로 보인다. 이러한 국내 전력시장의 불확실성은 제8차 전력수급기본계획 발표까지 이어질 것으로 보인다.

**발전자회사(GENCO)  
상장**

발전자회사 상장은 올해 상반기 남동발전, 하반기 동서발전 순서로 진행될 예정이다. 이후 2019년까지 5개 발전자회사에 대한 상장을 마무리할 예정이다. 다만, 시장에서 우려하는 부분은 상장 시 발전자회사의 밸류에이션이다. 시장에서 예상하는 발전자회사의 밸류에이션은 PBR 0.4~0.5배 수준이다. 한국전력의 현재 밸류에이션과 유사한 수준이다. 이는 발전자회사의 수익성이 한국전력이 정하는 정산계수에 의해 크게 변하기 때문이다. 참고로, 해외 유틸리티 업체들이 PBR 1배를 받는데 이는 안정적인 정부 규제, ROE(자기자본이익률) 10% 수준의 꾸준한 수익성, 높은 배당성향 때문이다.

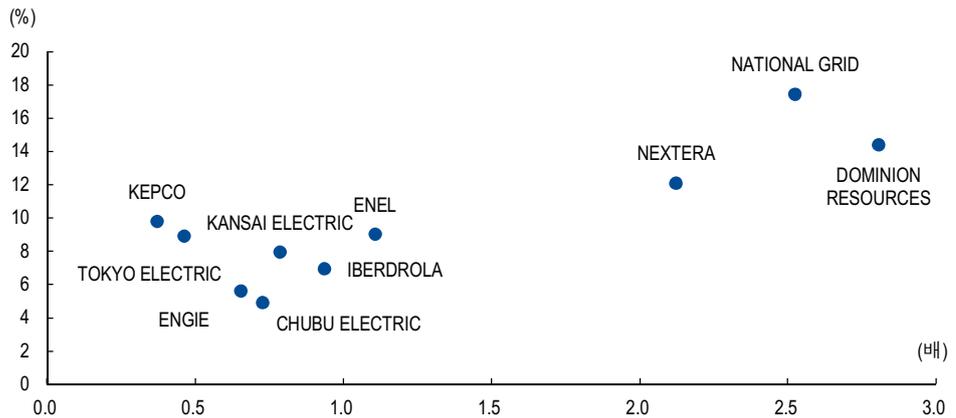
**현행 정산계수  
체계로는 수익성 예측  
불가능**

원칙적으로 발전자회사의 수익은 한전의 전기요금과 무방하다. 중요한 것은 IPP 업체들과 마찬가지로 SMP다. 그러나 석탄이나 원자력발전의 경우 한전의 정산계수를 거치며 수익 중 일정가 한전(별도)에 귀속된다. 기존에는 100% 보유 자회사였기 때문에 무관했지만 상장 후엔 더 이상 현행 체계와 같은 조정은 불가피할 것으로 예상된다. 이는 현행과 같은 방법을 사용하면 한전을 제외한 30% 주주들의 반발이 생길 수 있기 때문이다. 그러나 상장 시기에 비해 현행 체계를 개편할 시간은 충분치 않다.

**발전자회사와  
한전(별도) 간의 균형**

그렇다면 정산계수 조정 근거는 무엇인가? 이는 한전(별도)과 발전자회사 간의 수익성이다. 양 측 수익성 간 괴리율이 커지면 정산계수를 조정해 비슷한 수준으로 맞추는 것이 대원칙이다. 2014년 이전까지는 한전(연결)의 수익성 악화로 한전(별도) 수익성을 높이는 방향으로 정산계수 조정이 진행됐다. 그러나 한전의 실적 상승으로 발전자회사들의 수익성 개선을 위한 정산계수 조정이 이뤄졌고, 현재까지 그러한 상황은 이어지고 있다.

**글로벌 유틸리티 업체들의 PBR-ROE차트**



주: 2016년 실적 기준. 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 정리

# 한국가스공사(036460.KS)

## 손상차손이 주가에 미치는 영향은 없음

Company Report | 2017. 1. 18

4분기 해외자원개발부문 손상차손 이슈는 이미 주가에 전부 반영된 상황. 유가, 금리, 환율 등 우호적인 대외변수들로 이익 성장이 가능해 보임

### 우려했던대로 손상차손은 발생하나 예상 수준일 것

4분기 매출액 5조7,617억원(-11% y-y), 영업이익 2,424억원(-15% y-y), 순이익 1,799억원(적전 y-y)으로 당사 추정치와 컨센서스에 부합할 것. 이미 예상되었던 호주 GLNG와 이라크 아카스 가스전으로부터의 손상차손 5,200억원이 반영될 것. 국내부문 가스 판매량은 안정적인 상황. 이라크 유전 2곳(쥬바이르, 바드라), 미얀마 가스전 영업이익은 각각 1,137억원, 374억원으로 예상했던 수준에 머물 것

최근 도시가스 요금이 제한적으로 인상돼 미수금 정산단가가 하락했음에도 불구하고 상반기 중으로 미수금 전액 회수될 전망. 미수금 회수 시, 미수금 정산단가로 인한 불리한 가격 구조 및 유가 상승에 따른 시차효과로 사라져 B-C유 대비 가격 경쟁력 확보 가능. 이에 판매 증가 효과도 발생할 것

### 우호적인 외부환경으로 추가적인 성장과 배당도 가능한 상황

현재 유가는 배럴당 52달러로 호주 GLNG의 손익분기점 유가수준보다 높은 상황. 전반적으로 유가 상승 시 1달러 당 영업이익은 약 100억원 증가하는 구조이기 때문에 유가 상승에 따른 이익 확대 기대

이어서 금리 인상 가능성, 올해의 예상 달러흐름 등을 고려하면 국내부문의 이익 증가도 기대해볼 수 있는 시점. 현재 발전시장의 흐름도 LNG발전예 불리하지 않은 상황. 판매량 장기적으로 증가할 전망

모잠비크 가스전의 추가 개발, 우즈벡 수르길 프로젝트 이익의 본격 반영 등은 동사 주가의 추가적인 모멘텀으로 작용할 전망. 현 주가는 2017F PBR 0.4배 수준으로 유가 상승에 따른 이익 증가를 고려했을 때 추가적인 상승 여력은 충분한 상황

### Buy (유지)

목표주가 **58,000원 (유지)**

현재가 ('17/1/13) **47,750원**

업종	전기가스
KOSPI / KOSDAQ	2076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	4,407.9십억원
발행주식수(보통주)	92.3백만주
52주 최고가('16/12/28)	49,300원
최저가('16/01/21)	31,450원
평균거래대금(60일)	10,023백만원
배당수익률(2016E)	0.00%
외국인지분율	12.3%

주요주주  
기획재정부 외 1인 46.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	9.1	20.3	37.6
상대수익률 (%p)	5.9	16.2	27.0

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	26,053	20,711	24,620	25,227
증감률	-30.1	-20.5	18.9	2.5
영업이익	1,008	960	1,124	1,198
영업이익률	3.9	4.6	4.6	4.7
(지배지분)순이익	319	-104	447	460
EPS	3,458	-1,130	4,842	4,986
증감률	-28.6	적전	흑전	3.0
PER	10.7	N/A	9.9	9.6
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.4	11.7	11.6	11.6
ROE	3.2	-1.0	4.5	4.4
부채비율	321.5	304.0	318.3	330.3
순차입금	25,865	23,396	25,930	27,495

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### 한국가스공사 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	6,483	7,765	3,537	3,628	5,782	-10.8	59.4	5,126	5,789	8,299
영업이익	284	894	-6	-190	262	-7.5	흑전	239	321	771
영업이익률	4.4	11.5	-0.2	-5.2	4.5			4.7	5.6	9.3
세전이익	14	671	-212	-387	-176	적전	적지	-144	-69	562
(지배)순이익	19	511	-106	-298	-212	적전	적지	-180	-76	562

주: IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 이민재  
02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

한국가스공사 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	26,052.7	20,711.3	24,620.2	25,227.4
	- 수정 전	-	19,019.0	23,421.0	22,884.0
	- 변동률	-	8.8	5.1	10.2
영업이익	- 수정 후	1,007.8	960.3	1,124.1	1,198.2
	- 수정 전	-	1,008.0	1,128.0	1,253.0
	- 변동률	-	-6.7	-0.2	-4.3
영업이익률(수정 후)		3.9	4.6	4.6	4.7
EBITDA		2,354.6	2,378.3	2,604.3	2,748.8
(지배지분)순이익		319.2	-104.3	447.0	460.3
EPS	- 수정 후	3,458	-1,130	4,842	4,986
	- 수정 전	-	-53	4,942	5,534
	- 변동률	-	-	-1.6	-9.5
PER		10.7	N/A	9.9	9.6
PBR		0.34	0.45	0.43	0.42
EV/EBITDA		12.4	11.7	11.6	11.6
ROE		3.2	-1.0	4.5	4.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준. 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	26,053	20,711	24,620	25,227
증감률 (%)	-30.1	-20.5	18.9	2.5
매출원가	24,668	19,436	23,205	23,660
매출총이익	1,385	1,275	1,416	1,567
Gross 마진 (%)	5.3	6.2	5.7	6.2
판매비와 일반관리비	377	315	291	369
영업이익	1,008	960	1,124	1,198
증감률 (%)	-6.0	-4.7	17.1	6.6
OP 마진 (%)	3.9	4.6	4.6	4.7
EBITDA	2,355	2,378	2,604	2,749
영업외손익	-731	-1,065	-565	-623
금융수익(비용)	-711	-665	-665	-723
기타영업외손익	-109	-500	0	0
중속, 관계기업관련손익	90	100	100	100
세전계속사업이익	277	-104	559	575
법인세비용	-42	0	112	115
계속사업이익	319	-104	447	460
당기순이익	319	-104	447	460
증감률 (%)	-28.6	적전	흑전	3.0
Net 마진 (%)	1.2	-0.5	1.8	1.8
지배주주지분 순이익	319	-104	447	460
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	39	0	0	0
총포괄이익	359	-104	447	460

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	10.7	N/A	9.9	9.6
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR(배)	1.4	2.4	1.7	1.6
PSR(배)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	12.4	11.7	11.6	11.6
EV/EBIT(배)	29.0	29.0	27.0	26.6
EPS(원)	3,458	-1,130	4,842	4,986
BPS(원)	108,944	106,675	110,377	114,224
SPS(원)	282,222	224,359	266,703	273,281
자기자본이익률(ROE, %)	3.2	-1.0	4.5	4.4
총자산이익률(ROA, %)	0.7	-0.3	1.1	1.0
투하자본이익률 (ROIC, %)	2.7	1.6	2.3	2.4
배당수익률(%)	0.5	2.5	2.5	2.5
배당성장률(%)	4.7	-100.8	23.5	22.8
총현금배당금(십억원)	15	105	105	105
보통주 주당배당금(원)	170	1,200	1,200	1,200
순부채(현금)자기자본(%)	257.2	237.6	254.5	260.8
총부채/ 자기자본(%)	321.5	304.0	318.3	330.3
이자발생부채	28,514	26,123	28,556	30,954
유동비율(%)	174.8	129.9	133.1	140.6
총발행주식수(백만)	92	92	92	92
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	36,850	48,450	47,750	47,750
시가총액(십억원)	3,402	4,473	4,408	4,408

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	138	205	94	419
매출채권	4,677	3,607	4,198	4,582
유동자산	10,015	7,522	8,608	9,671
유형자산	26,455	26,161	27,581	29,112
투자자산	2,348	2,332	2,334	2,350
비유동자산	32,371	32,262	34,016	35,702
자산총계	42,385	39,783	42,624	45,374
단기성부채	4,169	3,825	4,274	4,549
매입채무	732	1,119	1,330	1,452
유동부채	5,729	5,788	6,465	6,879
장기성부채	24,345	22,298	24,282	26,406
장기충당부채	253	254	259	265
비유동부채	26,600	24,148	25,970	27,951
부채총계	32,328	29,936	32,435	34,829
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325
이익잉여금	6,419	6,210	6,551	6,906
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	10,057	9,847	10,189	10,544

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	5,456	3,784	799	1,271
당기순이익	319	-104	447	460
+ 유/무형자산상각비	1,347	1,418	1,480	1,551
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	2,432	1,873	2,599	2,743
- 운전자본의증가(감소)	3,856	2,466	-1,132	-745
투자활동 현금흐름	-2,247	-1,307	-3,233	-3,235
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,272	-1,124	-2,900	-3,081
+ 투자자산의매각(취득)	196	16	-2	-16
Free Cash Flow	3,184	2,660	-2,101	-1,811
Net Cash Flow	3,210	2,477	-2,434	-1,965
재무활동 현금흐름	-3,266	-2,410	2,324	2,289
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-3,266	-2,410	2,324	2,289
현금의증가	-71	67	-110	324
기말현금 및 현금성자산	138	205	94	419
기말 순부채(순현금)	25,865	23,396	25,930	27,495

# LS산전(010120.KS)

## 미래를 대비하는 시기

Company Report | 2017. 1. 18

계속된 실적 부진으로 주가 기대감이 약해진 상황. 그럼에도 불구하고 기존 사업부로부터의 꾸준한 이익과 미래 성장동력 사업부의 성장에 주목해야 함

### 해외사업에는 시간이 필요한 상황

4분기 매출액 6,067억원(+3% y-y), 영업이익 258억원(-42% y-y), 순이익 138억원(-42% y-y)으로 컨센서스 하회 추정. 전력기기와 자동화부문은 여전히 양호한 상황. 반면, 전력인프라부문 중 이라크 사업의 공정 지연 및 지체상금 이슈로 인한 손실 확대, 융합부문 중 ESS(에너지저장장치) 사업의 경쟁 심화로 인한 수익성 부진 현상 지속

올해 전력기기는 주택용, 대기업용 전력기기 매출 확대를 통해 부족한 국내 성장성을 보완할 것으로 보임. 해외 역시 대형 에이전트 확보로 기존 외 추가적인 성장은 가능할 것으로 보임. 전력인프라의 경우 HVDC 수주, 한전向 수주 증가로 국내는 양호한 상황. 그러나 해외는 신규 수주가 더딘 상황. 다만, 이라크 사업 지체상금 이슈는 현재 진행형이지만 실제 대손충당금 반영은 제한적일 것. 자동화 사업은 대기업 쪽 스마트공장 사업 확대 중. 실적 모멘텀이 가장 약한 융합사업부문의 경우 국내외 태양광 사업이 확대 중인 점은 긍정적이지만 스마트그리드 사업은 시장 내 경쟁이 치열해 수익성 부진에서 벗어나지 못할 것. 중국 법인(대련, 무석)에서의 초과 성장은 올해도 계속 진행될 전망

### 여전히 PER 12배로 역사적 저평가 국면

2017년 실적도 이라크 내 스마트그리드 사업 부진, 에너지저장장치(ESS) 등 경쟁 심화로 인한 수익성 저하 등으로 하향 조정. 그러나 이라크 사업을 제외하고는 사업 방향성(신재생에너지 확대에 따른 수혜, 베트남 법인 등 해외 사업의 성장성 등)은 기존의 관점과 같기 때문에 투자 의견 Buy 유지

목표주가 52,000원은 2017년 EPS 기준 PER 15배 수준으로 과거 5년 밸류에이션 평균 수준

### Buy (유지)

목표주가 52,000원 (유지)

현재가 ('17/1/13) 40,250원

업종	전기가스
KOSPI / KOSDAQ	2076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	1,207.5십억원
발행주식수(보통주)	30.0백만주
52주 최고가 ('16/04/29)	52,300원
최저가 ('16/02/12)	37,150원
평균거래대금(60일)	2,903백만원
배당수익률(2016E)	2.52%
외국인지분율	9.3%

주요주주	
LS	46.0%
국민연금	11.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.8	-9.7	-5.6
상대수익률 (%)	-8.6	-12.8	-12.9

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	2,202	2,157	2,240	2,322
증감률	-3.9	-2.0	3.9	3.7
영업이익	154	123	155	183
영업이익률	7.0	5.7	6.9	7.9
(지배지분)순이익	70	73	99	123
EPS	2,343	2,438	3,300	4,086
증감률	-34.2	4.0	35.4	23.8
PER	19.6	16.3	12.2	9.9
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	7.2	6.2	5.3
ROE	7.0	7.1	9.1	10.4
부채비율	121.9	115.6	109.8	102.7
순차입금	436	376	320	241

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### LS산전 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	588	501	525	524	607	3.2	15.8	607	575	517
영업이익	44	35	32	30	26	-41.8	-14.3	38	29	36
영업이익률	7.5	7.0	6.1	5.7	4.3			6.3	5.1	6.9
세전이익	33	23	26	28	16	-52.3	-44.2	36	27	33
(지배)순이익	24	17	20	22	14	-41.6	-36.3	29	22	26

주: IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 이민재  
02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

LS산전 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	2,201.7	2,156.9	2,240.4	2,322.4
	- 수정 전	-	2,156.9	2,240.4	2,322.4
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	154.4	122.6	154.5	183.4
	- 수정 전	-	134.9	161.3	183.4
	- 변동률	-	-9.1	-4.2	0.0
영업이익률(수정 후)		7.0	5.7	6.9	7.9
EBITDA		244.2	218.3	248.0	275.0
(지배지분)순이익		70.3	73.1	99.0	122.6
EPS	- 수정 후	2,343	2,438	3,300	4,086
	- 수정 전	-	2,762	3,482	4,092
	- 변동률	-	-11.7	-5.2	-0.2
PER		19.6	16.3	12.2	9.9
PBR		1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA		7.4	7.2	6.2	5.3
ROE		7.0	7.1	9.1	10.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준. 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	2,202	2,157	2,240	2,322
증감률 (%)	-3.9	-2.0	3.9	3.7
매출원가	1,768	1,726	1,792	1,858
매출총이익	434	431	448	464
Gross 마진 (%)	19.7	20.0	20.0	20.0
판매비와 일반관리비	280	309	294	281
영업이익	154	123	155	183
증감률 (%)	-4.7	-20.6	26.0	18.7
OP 마진 (%)	7.0	5.7	6.9	7.9
EBITDA	244	218	248	275
영업외손익	-41	-30	-29	-28
금융수익(비용)	-21	-20	-19	-18
기타영업외손익	-19	-10	-10	-10
중속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	114	93	126	156
법인세비용	20	20	26	33
계속사업이익	93	73	99	123
당기순이익	71	73	99	123
증감률 (%)	-32.9	4.0	35.4	23.8
Net 마진 (%)	3.2	3.4	4.4	5.3
지배주주지분 순이익	70	73	99	123
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-12	0	0	0
총포괄이익	58	73	99	123

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	19.6	16.3	12.2	9.9
PBR(배)	1.4	1.1	1.1	1.0
PCR(배)	5.4	5.7	5.1	4.6
PSR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.4	7.2	6.2	5.3
EV/EBIT(배)	11.8	12.8	9.9	7.9
EPS(원)	2,343	2,438	3,300	4,086
BPS(원)	33,775	35,235	37,558	40,666
SPS(원)	73,389	71,897	74,679	77,413
자기자본이익률(ROE, %)	7.0	7.1	9.1	10.4
총자산이익률(ROA, %)	3.1	3.2	4.3	5.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	7.8	6.0	8.4	9.9
배당수익률(%)	2.2	2.5	2.5	2.5
배당성장률(%)	41.7	40.1	29.6	23.9
총현금배당금(십억원)	29	29	29	29
보통주 주당배당금(원)	1,000	1,000	1,000	1,000
순부채(현금)/자기자본(%)	43.0	35.5	28.3	19.7
총부채/ 자기자본(%)	121.9	115.6	109.8	102.7
이자발생부채	761	758	760	762
유동비율(%)	225.6	235.6	245.1	257.6
총발행주식수(백만)	30	30	30	30
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	46,000	39,750	40,250	40,250
시가총액(십억원)	1,380	1,193	1,208	1,208

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	286	345	403	483
매출채권	533	522	542	562
유동자산	1,394	1,431	1,531	1,652
유형자산	644	647	650	653
투자자산	29	28	27	26
비유동자산	857	852	838	825
자산총계	2,252	2,283	2,368	2,478
단기성부채	188	186	188	189
매입채무	208	204	212	219
유동부채	618	607	625	642
장기성부채	572	572	572	572
장기충당부채	24	23	22	21
비유동부채	619	617	615	613
부채총계	1,237	1,224	1,240	1,255
자본금	150	150	150	150
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	887	930	1,000	1,093
비지배주주지분	1	2	2	3
자본총계	1,015	1,059	1,129	1,223

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	100	181	166	188
당기순이익	71	73	99	123
+ 유/무형자산상각비	90	96	93	92
+ 중속, 관계기업관련손익	-10	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	254	208	238	265
- 운전자본의증가(감소)	-77	11	-27	-27
투자활동 현금흐름	-96	-90	-80	-80
+ 유형자산 감소	10	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-69	-80	-80	-80
+ 투자자산의매각(취득)	6	1	1	1
Free Cash Flow	31	101	86	108
Net Cash Flow	4	90	86	108
재무활동현금흐름	-51	-32	-28	-28
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-51	-32	-28	-28
현금의증가	-46	59	58	80
기말현금 및 현금성자산	286	345	403	483
기말 순부채(순현금)	436	376	320	241

# 한전KPS(051600.KS)

## 당분간은 계속될 불확실성

신규 기저발전 도입으로 인해 성장 기회 확보. 그러나 여전히 저조한 해외 수주와 4분기 통상임금 관련 비용 증가로 밸류에이션 부담 존재. 2017년 EPS 기준 PER 18배

### 4분기를 저점으로 실적 개선은 이뤄질 것

주가가 연중 고점 대비 44% 하락했음에도 불구하고 여전히 PER 18배 (2017년 EPS 기준)로 밸류에이션 매력은 크지 않은 상황. 그러나 2017년도 UAE BNPP 프로젝트 수주 및 신규 석탄발전소로 인한 매출 상승으로 시장에서 한전KPS에 대한 기대감은 높은 상황

4분기 매출액 3,747억원(+4.1%, y-y), 영업이익 343억원(-9.5%, y-y)으로 컨센서스 대비 하회 추정. 신규 발전설비 증설에 따른 기존 원자력 및 석탄발전소 대상 정비 증가, 요르단 IPP 프로젝트 매출 증가(4분기 53억원 추정 vs 3분기 41억원) 등으로 외형 성장은 지속될 것으로 보임. 다만, 외주비, 여비교통비 등 기타비용 증가(1,699억원, +7.1% y-y) 추세도 이어질 전망

2017년에도 신규 발전설비 증설에 따른 국내 정비 매출 증가와 기 수주 해외 프로젝트로부터의 매출 반영으로 외형 성장은 이어질 전망. 다만, 해외 정비시장의 상황, 외주비 등 기타비용 증가 추세 국내 정비시장의 구조 변화 등에 따라 실적 개선 폭은 제한될 것

### 통상임금 등 불확실성으로 당분간 주가 상승은 제한적

여전히 통상임금 판결 결과는 나오지 않음. 우선적으로 인식할 금액은 450억원(2011년-2014년 통상임금 분). 이후 2015년, 2016년도 분에 대해서도 비용 인식 가능성이 높는데, 이는 2017년 당기순이익의 15% 수준으로 예상. 통상임금과 UAE 프로젝트 수주 결과가 나오기 전까지는 주가 상승은 제한적일 전망

## Hold (유지)

목표주가	73,000원 (유지)		
현재가 ('17/1/13)	55,900원		
업종	유틸리티		
KOSPI / KOSDAQ	2076.79 / 634.68		
시가총액(보통주)	2,515.5십억원		
발행주식수(보통주)	45.0백만주		
52주 최고가('16/01/29)	99,500원		
최저가('16/11/02)	53,300원		
평균거래대금(60일)	7,957백만원		
배당수익률(2017E)	3.00%		
외국인지분율	27.8%		
주요주주	한국전력공사 51.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-0.7	-14.8	-40.7
상대수익률 (%p)	-3.6	-17.7	-45.3

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,180	1,227	1,397	1,486
증감률	8.7	4.0	13.8	6.4
영업이익	175	139	175	193
영업이익률	14.8	11.3	12.5	13.0
(지배지분)순이익	170	74	137	155
EPS	3,776	1,655	3,037	3,453
증감률	1.0	-56.2	83.5	13.7
PER	23.6	32.7	18.4	16.2
PBR	5.1	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	18.1	12.9	10.7	9.7
ROE	22.9	9.4	16.5	17.4
부채비율	31.5	33.7	34.0	34.4
순차입금	-224	-194	-230	-264

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### 한전KPS 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	360	249	327	277	375	4.1	35.2	393	380	283
영업이익	38	26	48	30	34	-9.5	14.6	46	28	33
영업이익률	10.5	10.6	14.8	10.8	9.1			11.6	7.4	11.6
세전이익	40	29	50	31	-14	적전	적전	48	25	35
(지배)순이익	31	24	38	24	-12	적전	적전	41	20	25

주: IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 이민재  
 02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

## 한전KPS 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	1,179.7	1,227.4	1,397.0	1,486.0
	- 수정 전	-	1,227.4	1,375.5	1,460.9
	- 변동률	-	-	1.6	1.7
영업이익	- 수정 후	175.2	139.0	174.6	192.6
	- 수정 전	-	139.0	186.9	204.2
	- 변동률	-	-	-6.6	-5.7
영업이익률(수정 후)		14.8	11.3	12.5	13.0
EBITDA		209.3	174.4	213.0	233.0
(지배지분)순이익		169.9	74.5	136.7	155.4
EPS	- 수정 후	3,776	1,655	3,037	3,453
	- 수정 전	-	1,655	3,364	3,689
	- 변동률	-	-	-9.7	-6.4
PER		23.6	32.7	18.4	16.2
PBR		5.1	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA		18.1	12.9	10.7	9.7
ROE		22.9	9.4	16.5	17.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준. 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	1,180	1,227	1,397	1,486
증감률 (%)	8.7	4.0	13.8	6.4
매출원가	931	1,007	1,130	1,195
매출총이익	249	220	267	291
Gross 마진 (%)	21.1	17.9	19.1	19.6
판매비와 일반관리비	73	81	93	98
영업이익	175	139	175	193
증감률 (%)	-18.8	-20.7	25.6	10.3
OP 마진 (%)	14.8	11.3	12.5	13.0
EBITDA	209	174	213	233
영업외손익	46	-42	3	9
금융수익(비용)	7	8	8	9
기타영업외손익	39	-50	-5	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	221	97	177	202
법인세비용	51	22	41	46
계속사업이익	170	74	137	155
당기순이익	170	74	137	155
증감률 (%)	1.0	-56.2	83.5	13.7
Net 마진 (%)	14.4	6.1	9.8	10.5
지배주주지분 순이익	170	74	137	155
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	0	0	0
총포괄이익	163	74	137	155

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	23.6	32.7	18.4	16.2
PBR(배)	5.1	3.1	2.9	2.7
PCR(배)	11.9	19.6	12.1	10.8
PSR(배)	3.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	18.1	12.9	10.7	9.7
EV/EBIT(배)	21.6	16.2	13.1	11.7
EPS(원)	3,776	1,655	3,037	3,453
BPS(원)	17,473	17,728	19,115	20,517
SPS(원)	26,216	27,275	31,044	33,022
자기자본이익률(ROE, %)	22.9	9.4	16.5	17.4
총자산이익률(ROA, %)	17.3	7.1	12.3	13.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	26.2	16.8	22.9	24.1
배당수익률(%)	1.9	2.6	3.0	3.7
배당성장률(%)	44.8	84.6	54.3	59.4
총현금배당금(십억원)	76	63	74	92
보통주 주당배당금(원)	1,690	1,400	1,650	2,050
순부채(현금)/자기자본(%)	-28.4	-24.3	-26.7	-28.6
총부채/ 자기자본(%)	31.5	33.7	34.0	34.4
이자발생부채	0	0	0	0
유동비율(%)	281.9	259.0	267.1	272.8
총발행주식수(백만)	45	45	45	45
액면가(원)	200	200	200	200
주가(원)	89,000	54,200	55,900	55,900
시가총액(십억원)	4,005	2,439	2,516	2,516

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	64	21	41	59
매출채권	128	139	152	165
유동자산	553	552	618	686
유형자산	372	387	402	417
투자자산	42	46	50	54
비유동자산	481	515	534	554
자산총계	1,034	1,067	1,152	1,241
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	7	7	8	9
유동부채	196	213	231	252
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	50	55	59	64
비유동부채	51	56	61	66
부채총계	247	269	292	317
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	777	789	851	914
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	786	798	860	923

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	140	116	156	169
당기순이익	170	74	137	155
+ 유/무형자산상각비	34	35	38	40
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	337	124	208	233
- 운전자본의증가(감소)	-146	6	-19	-26
투자활동 현금흐름	-105	-50	-37	-39
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-59	-15	-15	-15
+ 투자자산의매각(취득)	1	-4	-4	-4
Free Cash Flow	81	101	141	154
Net Cash Flow	35	66	119	130
재무활동 현금흐름	-75	-76	-63	-74
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-75	-76	-63	-74
현금의증가	-40	-43	20	18
기말현금 및 현금성자산	64	21	41	59
기말 순부채(순현금)	-224	-194	-230	-264

# 한전기술(052690.KS)

## 여러모로 힘든 상황

Company Report | 2017. 1. 18

원자력발전 비중이 높은 것이 현재는 부정적인 요소. 경주 지진, 정치적인 상황 등을 고려하면 국내 시장에서 원자력발전에 대한 인식이 좋아지는 힘든 상황

### 너무 높아진 원자력발전 의존도

4분기 매출액 1,260억원(-33% y-y), 영업이익 126억원(흑전 y-y), 순이익 122억원(흑전 y-y)으로 당사 추정치와 컨센서스에 부합할 것. 4분기 실적 개선 배경으로는 부실현장 대부분이 종료되며 비용 절감된 효과가 가장 큰 것으로 보임

경주 지진 이후 여전히 국내 원자력발전에 대한 부정적인 인식이 이어지고 있음. 원자력부문 매출 비중이 2015년 54%에서 2018년 81%까지 증가하며 동사의 원자력발전에 대한 의존도는 더욱 높아질 것으로 예상. 게다가 원자력발전에 대한 정치권의 개입도 커져 당분간 시장 상황이 개선될 모델 틈은 제한적일 것이라 판단

### 해외 수주, 신규 사업 등 추가적인 성장 모멘텀이 필요한 상황

앞서 언급한 바와 같이 당분간 원자력발전 관련된 추가적인 모멘텀은 없는 상황. 다만, 2018년부터 진행되는 고리 1호기 폐로 사업, 석탄발전소에 대한 친환경 설비 설치 작업 등을 의미 있게 수주한다면 모멘텀 공백 일정 수준은 극복할 것이라는 판단

또 해외 원전 수주가 실제로 이어질 경우 국내 부문의 리스크 배분이 가능해져 부정적인 모멘텀들이 일정부분은 해소될 것. 그러나 아직 가시적인 수주 뉴스는 없는 상황

EPS 하향 조정에 따라 목표주가를 33,000원에서 27,000으로 하향 조정. 목표주가는 2017년 EPS 기준 PER 20배 수준으로 높은 밸류에이션은 부담 요인

### Hold (유지)

목표주가	27,000원 (하향)		
현재가 ('17/1/13)	23,950원		
업종	유틸리티		
KOSPI / KOSDAQ	2064.17 / 627.88		
시가총액(보통주)	915.4십억원		
발행주식수(보통주)	38.2백만주		
52주 최고가('16/08/25)	35,500원		
최저가('16/12/05)	22,950원		
평균거래대금(60일)	2,256백만원		
배당수익률(2017E)	0.85%		
외국인지분율	1.5%		
주요주주			
한국전력공사 외 2인	67.8%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-14.9	-10.0	-14.2
상대수익률 (%)p	-16.6	-12.0	-21.9

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	658	474	408	435
증감률	-21.9	-27.9	-14.0	6.6
영업이익	35	51	58	75
영업이익률	5.3	10.7	14.2	17.2
(지배지분)순이익	31	43	50	65
EPS	812	1,138	1,311	1,711
증감률	-43.3	40.1	15.2	30.5
PER	42.6	20.8	18.3	14.0
PBR	3.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	27.4	12.2	10.9	8.6
ROE	7.5	10.0	10.6	12.5
부채비율	105.2	71.9	57.5	54.5
순차입금	51	30	1	-35

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### 한전기술 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	190	118	128	102	126	-33.7	23.4	149	125	98
영업이익	-1	14	25	-2	13	흑전	흑전	12	16	14
영업이익률	-0.5	11.9	19.9	-1.5	10.0			7.8	12.7	14.6
세전이익	-5	14	28	-7	16	흑전	흑전	10	17	15
(지배)순이익	-2	13	23	-5	12	흑전	흑전	13	16	14

주: IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 이민재  
 02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

## 한전기술 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	657.6	474.2	407.8	434.7
	- 수정 전	-	497.5	468.3	465.5
	- 변동률	-	-4.7	-12.9	-6.6
영업이익	- 수정 후	34.7	50.6	57.7	74.6
	- 수정 전	-	49.5	70.1	73.9
	- 변동률	-	2.1	-17.7	0.9
영업이익률(수정 후)		5.3	10.7	14.2	17.2
EBITDA		50.1	76.5	84.3	102.6
(지배지분)순이익		31.0	43.5	50.1	65.4
EPS	- 수정 후	812	1,138	1,311	1,711
	- 수정 전	-	1,115	1,593	1,708
	- 변동률	-	2.0	-17.7	0.2
PER		42.6	20.8	18.3	14.0
PBR		3.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA		27.4	12.2	10.9	8.6
ROE		7.5	10.0	10.6	12.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준. 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	658	474	408	435
증감률 (%)	-21.9	-27.9	-14.0	6.6
매출원가	496	318	262	270
매출총이익	162	156	146	165
Gross 마진 (%)	24.6	33.0	35.7	38.0
판매비와 일반관리비	127	106	88	91
영업이익	35	51	58	75
증감률 (%)	-47.9	45.9	14.1	29.2
OP 마진 (%)	5.3	10.7	14.2	17.2
EBITDA	50	76	84	103
영업외손익	2	1	1	2
금융수익(비용)	2	1	1	2
기타영업외손익	5	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-5	0	0	0
세전계속사업이익	37	51	59	77
법인세비용	5	8	9	12
계속사업이익	31	43	50	65
당기순이익	31	43	50	65
증감률 (%)	-43.3	40.1	15.2	30.5
Net 마진 (%)	4.7	9.2	12.3	15.0
지배주주지분 순이익	31	43	50	65
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	32	43	50	65

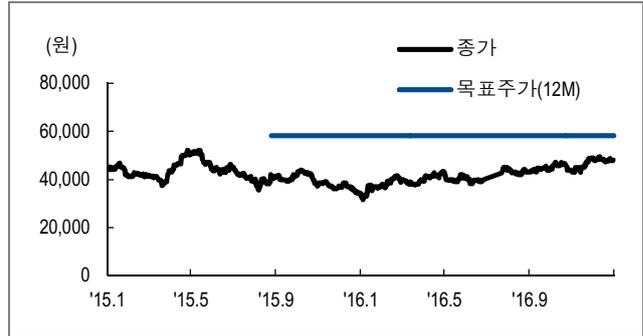
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	42.6	20.8	18.3	14.0
PBR(배)	3.2	2.0	1.8	1.7
PCR(배)	12.0	11.8	10.9	8.9
PSR(배)	2.0	1.9	2.2	2.1
EV/EBITDA(배)	27.4	12.2	10.9	8.6
EV/EBIT(배)	39.6	18.5	15.9	11.8
EPS(원)	812	1,138	1,311	1,711
BPS(원)	10,905	11,844	12,956	14,468
SPS(원)	17,206	12,407	10,669	11,372
자기자본이익률(ROE, %)	7.5	10.0	10.6	12.5
총자산이익률(ROA, %)	3.8	5.3	6.4	8.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	8.4	8.3	11.4	14.1
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.8	0.8
배당성장(%)	24.5	17.5	15.2	11.6
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(원)	200	200	200	200
순부채(현금)/자기자본(%)	12.3	6.6	0.2	-6.3
총부채/ 자기자본(%)	105.2	71.9	57.5	54.5
이자발생부채	88	73	68	70
유동비율(%)	99.8	106.1	119.7	134.6
총발행주식수(백만)	38	38	38	38
액면가(원)	200	200	200	200
주가(원)	34,600	23,650	23,950	23,950
시가총액(십억원)	1,322	904	915	915

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	15	28	53	91
매출채권	36	26	23	24
유동자산	342	263	256	306
유형자산	338	347	365	391
투자자산	46	33	28	30
비유동자산	514	515	524	548
자산총계	855	778	780	854
단기성부채	58	43	38	40
매입채무	96	69	60	64
유동부채	342	248	214	228
장기성부채	30	30	30	30
장기충당부채	60	44	37	40
비유동부채	96	78	71	74
부채총계	438	326	285	301
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	419	455	498	555
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	417	453	495	553

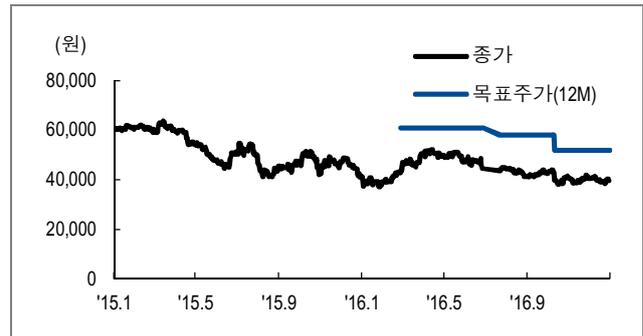
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	11	57	72	95
당기순이익	31	43	50	65
+ 유/무형자산상각비	15	26	27	28
+ 중속, 관계기업관련손익	5	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	110	76	84	103
- 운전자본의증가(감소)	-79	-13	-5	2
투자활동 현금흐름	-135	-22	-33	-53
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-82	-30	-40	-50
+ 투자자산의매각(취득)	-20	13	5	-2
Free Cash Flow	-71	27	32	45
Net Cash Flow	-124	35	39	42
재무활동현금흐름	63	-23	-13	-5
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	63	-23	-13	-5
현금의증가	-61	12	26	37
기말현금 및 현금성자산	15	28	53	91
기말 순부채(순현금)	51	30	1	-35

투자이견 및 목표주가 변경내역

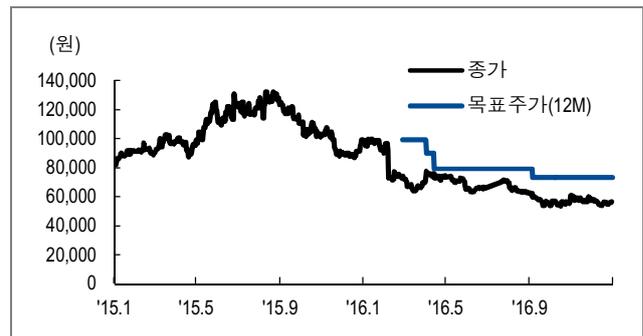
종목명	코드	제시일자	투자이견	목표가
한국가스공사	036460.KS	2015.09.10	Buy	58,000원(12개월)



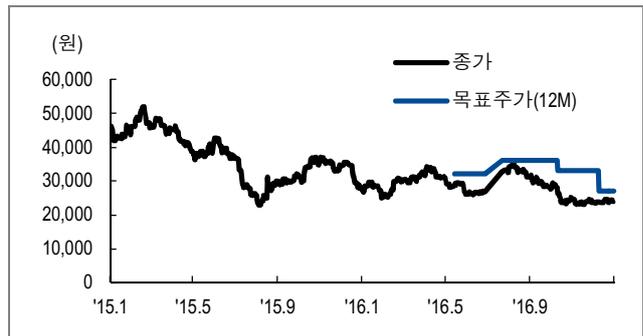
종목명	코드	제시일자	투자이견	목표가
LS산전	010120.KS	2016.10.28	Buy	52,000원(12개월)
		2016.07.26	Buy	58,000원(12개월)
		2016.03.15	Buy	61,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이견	목표가
한전KPS	051600.KS	2016.09.22	Hold	73,000원(12개월)
		2016.05.02	Hold	79,000원(12개월)
		2016.04.20	Buy	90,000원(12개월)
		2016.03.15	Buy	99,000원(12개월)

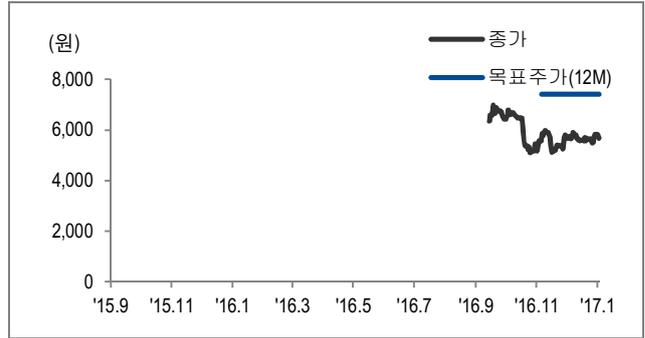


종목명	코드	제시일자	투자이견	목표가
한전기술	052690.KS	2017.01.18	Hold	27,000원(12개월)
		2016.10.28	Hold	33,000원(12개월)
		2016.08.04	Hold	36,000원(12개월)
		2016.05.31	Hold	32,000원(12개월)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
엘에스전선아시아	229640.KS	2016.11.15	Buy	7,400원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만
- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 13일 기준)
  - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "한국가스공사", "엘에스전선아시아", "LS산전", "한전KPS", "한전기술"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.