

2019년 03월 05일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

## 유틸리티 | Overweight (Re-initiate) Return to Normal

문재인 정부의 발전정책은 탈원전/탈석탄으로 요약되며 한국전력에는 비우호적, 한국가스공사에는 우호적이다. 하지만 한국전력 주가 측면에서 접근한다면 앞으로 중요한 것은 정책의 '방향성'보다는 '강도'이다. 한국전력에 대한 과도한 비관론을 경계해야 한다.

Top pick인 한국전력은 2019년 '정상화'라는 단어로 요약할 수 있는데 전기요금 인상가능성은 여전히 낮지만, 1) 유가와 석탄가격 하향안정, 2) 원전 계획예방정비일수 감소와 신규 원전 가동에 따른 원자력 발전량 증가반전 등에 따라 원가구조가 개선되며 본격적인 턴어라운드 시작되기 때문이다. 현주가는 12mf PBR 0.3X에 불과해 2019년 실적 정상화와 함께 Valuation도 정상화가 기대된다.

기업분석팀 철강금속 / 유틸리티

Analyst 이종형

02-3787-5023, leejh@kiwoom.com



## Contents



### Summary 3

### I. 2018년 주가 Review 5

- > 키워드는  
1) 유가, 2) 남북경협, 3) 원전이동률 5

### II. 2019년 전망 6

- > 발전정책,  
이제는 방향보다 강도가 중요 6
- > 2019 Point 1.  
연료비, 한국전력에 나쁘지 않다! 9
- > 2019 Point 2.  
원전 발전량 증가 12
- > 2019 Point 3.  
한국전력 턴어라운드 시작 14

### 기업분석 16

- > 한국전력 (015760) 17
- > 한국가스공사 (036460) 20

#### Compliance Notice

- 당사는 3월 4일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

## Return to Normal

### >>> 한전에 대한 과도한 비관을 경계

문재인 정부의 발전정책은 현재 탈원전/탈석탄으로 요약되며 한국전력에는 비우호적, 한국가스공사에는 우호적이다. 하지만 한국전력 주가 측면에서 접근한다면 앞으로 중요한 것은 정책의 '방향성'보다는 '강도'이다. 현 정부의 정책기조는 작년 3분기까지 부진했던 한국전력 주가에 상당부분 반영되었고, 2018년 한국전력의 6년만의 영업적자 전환으로 손익적 측면에서 비우호적인 정책강도가 추가적으로 강화되기는 쉽지 않은 상황이기 때문이다. 따라서 한국전력에 대한 과도한 비관론을 경계해야 한다.

### >>> 2019년 한국전력은 '정상화'

한국전력에 대해 목표주가 44,000원과 투자의견 Buy로 커버리지를 개시하며 업종 Top pick으로 제시한다. 2019년 한국전력은 실적 및 Valuation의 정상화가 시작된다. 전기요금 인상가능성은 여전히 낮지만, 1) 유가와 석탄가격 하향 안정, 2) 원전 계획예방정비일수 감소와 신규 원전 가동에 따른 4년만의 원자력 발전량 증가반전 등에 따라 원가구조가 개선되며 본격적인 턴어라운드가 시작되기 때문이다. 2016년 경주지진이후 2년간 부진했던 주가는 6년래 저점이었던 2018년 10월을 바닥으로 현재 약 40% 상승했지만 여전히 12mf PBR 0.3X 수준에 불과해 2019년에도 추가 상승이 기대된다.

### >>> 2019년 가스공사는 '중장기 접근'

한국가스공사에 대해 목표주가 65,000원과 투자의견 Buy를 제시한다. 1) 현 정부의 탈원전/탈석탄과 이에 따른 중장기 LNG발전 투자확대가 국내 가스도매사업의 이익을 결정하는 한 축인 요금기저의 추세적 상승으로 이어지므로 중장기 실적개선 가시성이 높고, 2) 기다렸던 호주 Prelude FLNG 사업도 올해 1월부터 상업운전이 시작되었으며, 3) 남북경협의 1순위 사업으로 꼽히는 러시아 PNG(Pipeline Natural Gas) 프로젝트가 본격화될 경우 추가적인 성장모멘텀을 기대해 볼 수 있다. 다만, 적정투자보수를 산정에서 무위험이자율(Rf)로 적용되는 국고채 5년물 금리가 2018년 하반기이후 하락반전한 상황인데, 현 상태가 지속될 경우 2020년 실적개선이 불투명하다는 점은 단기적으로 주가에 부담이 될 수 있다.

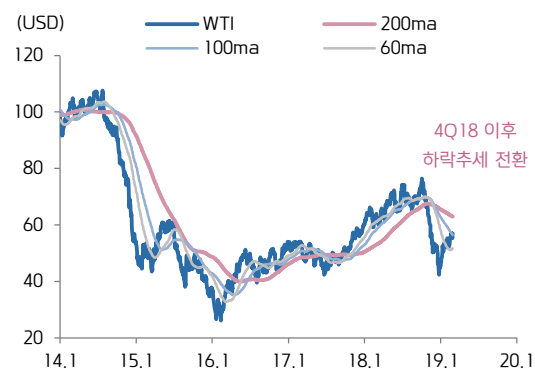
## >>> Summary

유틸리티업종에 대한 투자의견 Overweight, Top pick 한국전력을 제시하며 커버리지를 재개한다. 문재인 정부의 발전정책은 현재 탈원전/탈석탄으로 요약되며 한국전력에는 비우호적, 한국가스공사에는 우호적이다. 하지만 한국전력 주가 측면에서 접근한다면 앞으로 중요한 것은 정책의 '방향성'보다는 '강도'이다. 현 정부의 정책기조는 작년 3분기까지 부진했던 한국전력 주가에 상당부분 반영되었고, 2018년 한국전력의 6년만의 영업적자 전환으로 손익적 측면에서 비우호적인 정책강도가 추가적으로 강화되기는 쉽지 않은 상황이기 때문이다. 따라서 한국전력에 대한 과도한 비관론을 경계해야 한다.

한국전력에 대해 목표주가 44,000원과 투자의견 Buy를 제시한다. 2019년 한국전력은 '정상화'라는 단어로 요약할 수 있는데 전기요금 인상가능성은 여전히 낮지만, 1) 유가와 석탄가격 하향안정, 2) 원전 계획예방정비일수 감소와 신규 원전 가동에 따른 4년만의 원자력 발전량 증가반전 등에 따라 원가구조가 개선되며 본격적인 턴어라운드 시작되기 때문이다. 2016년 경주지진 이후 2년간 부진했던 주가는 6년래 저점이었던 2018년 10월을 바닥으로 현재 약 40% 상승했지만 여전히 12mf PBR 0.3X 수준에 불과해 2019년에도 추가상승이 기대된다. 2019년 실적 및 Valuation의 정상화가 시작된다는 관점에서 목표주가는 역사적 PBR밴드 중단인 0.4X를 적용했다.

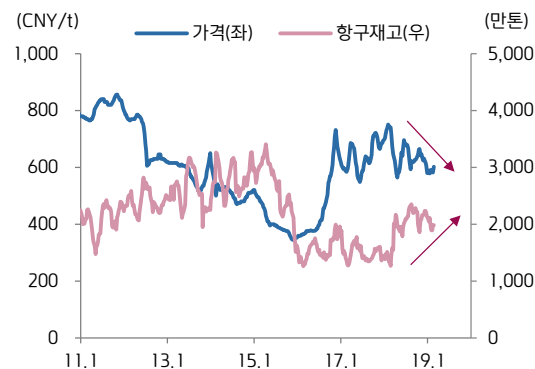
한국가스공사에 대해 목표주가 65,000원과 투자의견 Buy를 제시한다. 2019년 한국가스공사는 '중장기 접근'으로 요약할 수 있다. 1) 현 정부의 탈원전/탈석탄과 이에 따른 중장기 LNG발전 투자확대가 국내 가스도매사업의 이익을 결정하는 한 축인 요금기저의 추세적 상승으로 이어지므로 중장기 실적개선 가시성이 높고, 2) 기다렸던 호주 Prelude FLNG 사업도 올해 1월부터 상업생산이 시작되었으며, 3) 남북경협 1순위 사업으로 꼽히는 러시아 PNG(Pipeline Natural Gas) 프로젝트가 본격화될 경우 추가적인 성장모멘텀을 기대해 볼 수 있다. 다만, 적정투자보수율 산정에서 무위험이자율(Rf)로 적용되는 국고채 5년물 금리가 2018년 하반기 이후 하락반전한 상황인데, 현 상태가 지속될 경우 2020년 실적 개선이 불투명하다는 점은 단기적으로 주가에 부담이 될 수 있다. 목표주가는 12mf PBR 0.7X를 적용했으며 역사적 PBR밴드의 중상단이며, 2018년 최상단이다

### 2019년 유가는 상승폭 제한



자료: Bloomberg, 키움증권

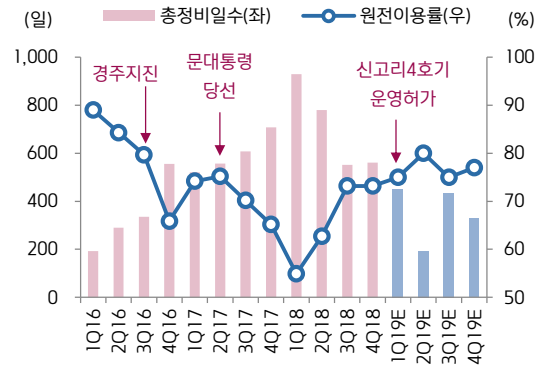
### 중국 친환경도 석탄가격과 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

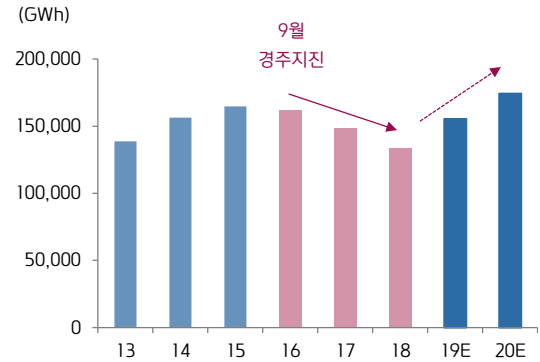


### 원자력 계획예방정비일수와 이용률(반비례)



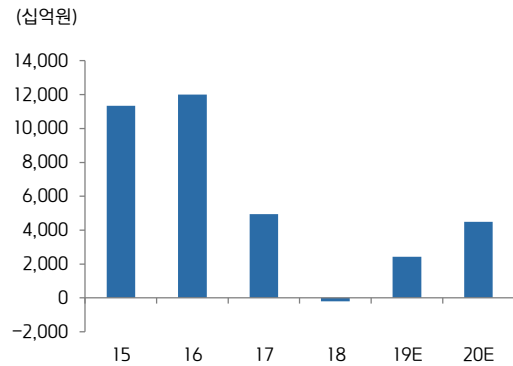
자료: 한국전력, 키움증권

### 원자력 발전량



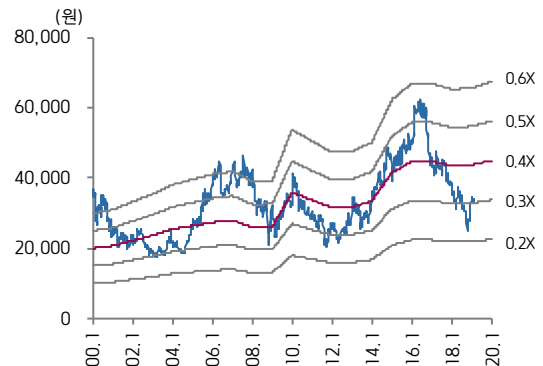
자료: 한국전력, 키움증권

### 한국전력 영업이익 전망



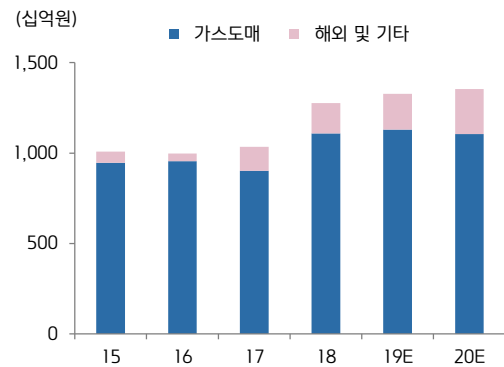
자료: 한국전력, 키움증권

### 한국전력 12mf PBR밴드



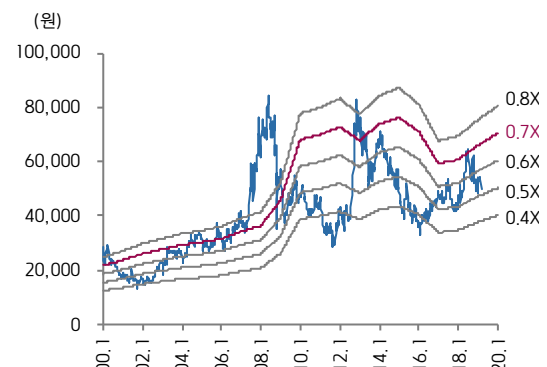
자료: 한국전력, 키움증권

### 한국가스공사 영업이익 전망



자료: 한국전력, 키움증권

### 한국가스공사 12mf PBR밴드



자료: 한국전력, 키움증권

# I. 2018년 주가 Review

>>> 키워드는 1) 유가, 2) 남북경협, 3) 원전이동률

한국전력은 부진했으나 4분기 급반등. 한국가스공사는 상반기 급등, 하반기 하락

유틸리티 대표주인 한국전력과 한국가스공사의 2018년 주가 움직임을 핵심 변수는 유가/남북경협/원전가동률 3가지로 요약할 수 있다. 2017년 문재인 정부가 들어선 이후 탈원전/탈석탄 기조가 지속된 가운데 2018년 한국전력 주가는 유가가 상승한 3분기까지 수익성악화 우려로 부진했지만 유가가 하락반전한 4분기 급반등해 연초이후 주가 하락폭을 상당부분 만회했다. 한편, 2분기 한때 남북경협 기대감으로 주가가 반등했지만 단기에 그쳤고, 4분기에는 유가하락과 더불어 1분기 55%를 바닥으로 3분기 73%까지 상승한 원전이용률이 주가 상승에 일조했다. 한국가스공사의 주가는 상반기 유가상승에 따른 실적개선 기대감과 남북경협 모멘텀으로 6월까지 강한 상승세를 보였지만 이후 남북경협 기대감이 약해지고 4분기 유가의 하락반전과 연동해 주가는 부진했고 상반기 상승폭을 상당부분 내놓았다.

2019년에도 정부의 중장기 발전정책 방향이 큰 그림에서 유틸리티업종에 대한 투자심리를 결정할 것으로 예상되는 가운데 유가, 전기요금 인상여부, 기저발전 이용률 등이 실적과 주가의 핵심변수가 될 전망이다.

## 한국전력 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

## 한국가스공사 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

## II. 2019년 전망

### >>> 발전정책, 이제는 방향보다 강도가 중요

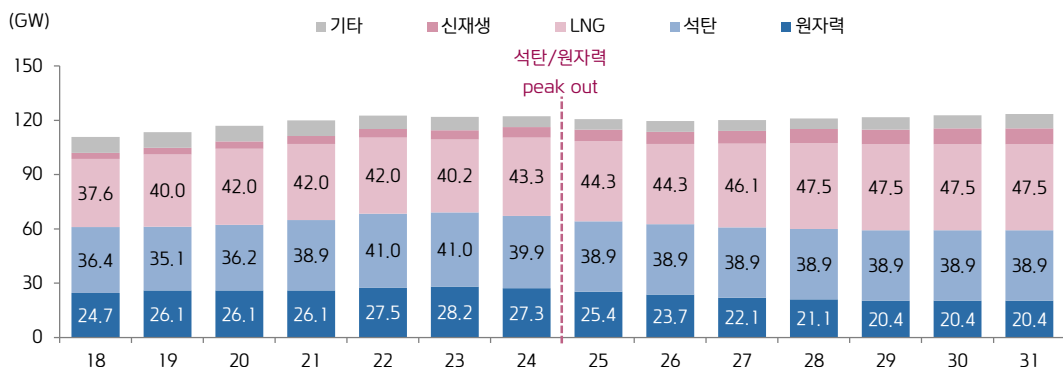
탈원전/탈석탄 기조는 유지되나 주가는 이를 선반영

국내 전력산업과 관련기업의 중장기 방향성을 결정하는 국가발전정책은 현재 탈원전/탈석탄으로 요약되며 이는 필연적으로 1) LNG/신재생발전 확대, 2) 한국전력 발전원가 상승, 3) 전기요금 인상 필요성 증가로 연결된다. 충분한 전기요금 인상여부가 불투명한 상황에서 현 정부의 발전정책은 한국전력에는 비우호적 요인이다. 반면, 탈원전/탈석탄에 따른 중장기 LNG발전 확대는 한국가스공사의 이익을 결정하는 한 요소인 요금기저 확대로 연결되므로 한국가스공사에 우호적이다.

최근 날로 심각해지는 미세먼지 문제에 대응해 정부는 올해 화력발전 상한제약 확대, 발전연료 세제개편(석탄 개소세 인상, LNG 개소세 인하), 환경급전 도입, 봄철 노후석탄 4기 가동중지 및 노후석탄 2기 폐쇄 등을 통해 석탄발전소 감축정책을 지속적으로 강화하겠다는 입장이다. 산업통상자원부와 언론보도에 따르면 올해말 발표될 제9차 전력수급기본계획(2019년~2033년)은 온실가스 및 미세먼지 감축을 위해 석탄발전 비중을 제8차 계획보다 추가적으로 낮추는 방향으로 추진될 예정인데, 이 경우 제8차 전력수급계획에서 예상했던 중장기 전기요금 인상률(2030년까지 10.6% 상승)보다 상승폭이 추가 확대될 전망이다. 이러한 일련의 정책들은 전기요금 인상이 없다면 여전히 한국전력에는 비우호적, 동시에 한국가스공사에 우호적일 수밖에 없다.

단, 한국전력 주가 측면에서 접근한다면 향후 중요한 것은 정책의 '방향성'보다는 '강도'라고 판단하는데, 문재인 정부가 들어선 2017년부터 시작된 정책기조는 작년 3분기까지 부진했던 주가에 상당부분 반영되었기 때문이다. 특히 2018년 한국전력의 6년만의 영업적자 전환으로 인해 올해 한국전력의 손익적 측면에서 비우호적인 정책 강도가 추가적으로 강화될 여지는 제한적이며, 설사 손익이 더 나빠진다면 그만큼 전기요금 인상에 대한 필요성은 높아질 것으로 판단한다. 따라서 한국전력에 대한 과도한 비관론을 경계할 필요가 있다.

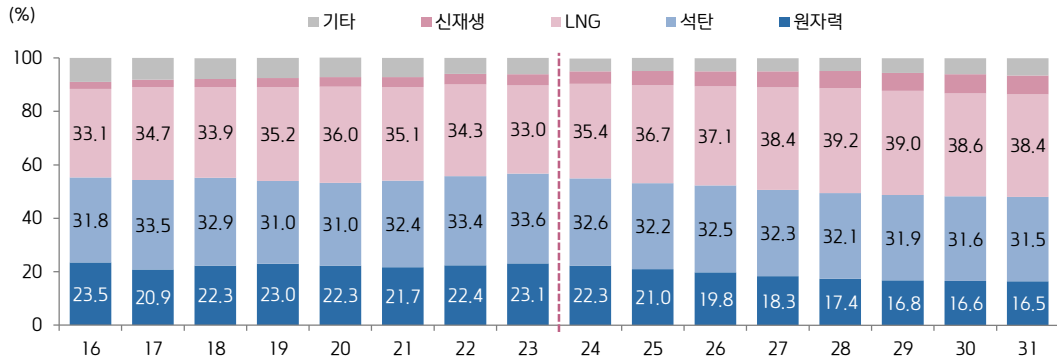
제8차 전력수급기본계획 - 발전별 전원구성



주: 실효용량기준  
자료: 산업통상자원부, 키움증권

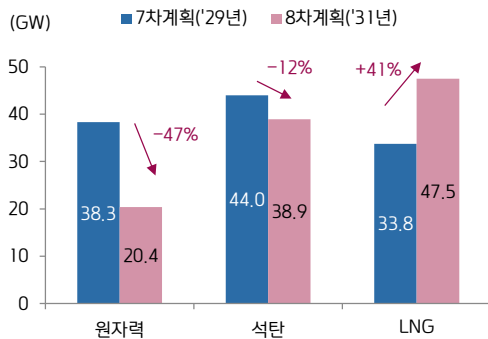


## 제8차 전력수급기본계획 발전별 전원구성 비중



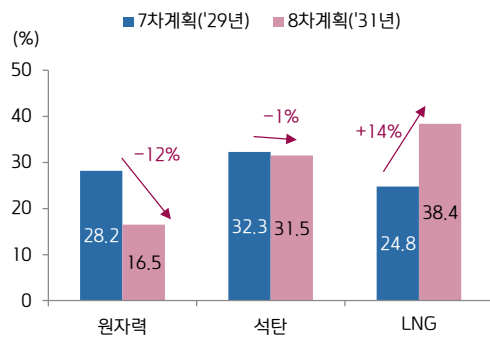
주: 실효용량기준  
자료: 산업통상자원부, 기름증권

## 중장기 전원구성비 전망(용량)



자료: 산업통상자원부, 기름증권

## 중장기 전원구성비 전망(비중)



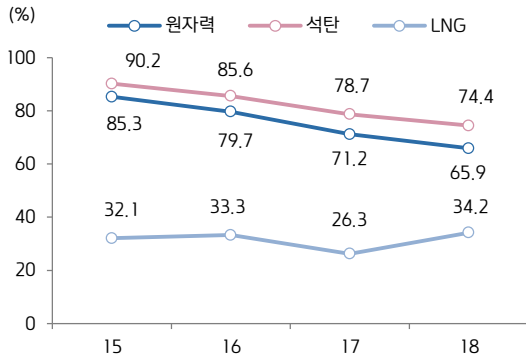
자료: 산업통상자원부, 기름증권

## 문재인정부의 미세먼지 저감 정책

시기	내용
2017/18 년	<b>제 8 차 수급계획을 통해 강화된 석탄발전 감축 방안 확정, 시행중</b> 1. 신규 석탄발전소의 진입을 원칙적으로 금지하고, 석탄 6 기는 액화천연가스(LNG)로 전환 * LNG 전환 6 기 : (신규) 당진에코 1·2 (운영중) 태안 1·2, 삼천포 3·4 2. 30 년 이상된 노후석탄 발전소 10 기를 '22 년까지 조기 폐쇄(당초 '25 년) * 폐지완료 노후석탄 4 기 : 서천 1·2('17.7 월), 영동 1('17.7 월), 영동 2('19.1 월) 3. 환경설비(탈황·탈질설비, 옥내저탄장) 등에 대한 투자 대폭 확대 4. 미세먼지 많은 봄철(3 월~6 월)에 30 년 이상된 노후석탄 가동중단 * '17 년에는 6 월 한달 동안, 8 기를 가동 중단해 304 톤 감축, '18 년에는 3~6 월간, 5 기를 가동 중단해 813 톤 감축 5. 발전연료 세제개편, 환경비용을 급전순위에 반영하는 환경급전 도입
2019 년	<b>석탄상한제약, 환경급전 등을 본격 실시 계획</b> 1. 고농도 미세먼지에 대응하여 화력발전 상한제약(출력을 80%로 제한)이 본격 시행되어 총 6 차례 발동 * (1 차) '18.11.7, (2~3 차) '18.12.21~22, (4~6 차) '19.1.13~15 발령 2. 발전연료 세제개편*이 시행('19.4 월)되고, 급전순위 결정시 환경비용을 반영하는 환경급전도 금년에 도입 * 발전연료 세제개편 : 유연탄은 36 원 → 46 원/kg, LNG 는 91.4 원 → 23 원/kg * 환경급전 : 배출권 거래비용, 악פור처리비 등 환경개선 비용을 급전순위에 반영 3. 봄철에는 노후석탄 4 기 가동중지와 함께 저유황탄 사용을 확대 * 발전 5 사 연료 평균 황함유량 0.54% → 0.4%로 저감하여, 황산화물 발생 억제 4. 노후석탄 추가 2 기(삼천포 1·2 호기) '19.12 월 폐지 예정

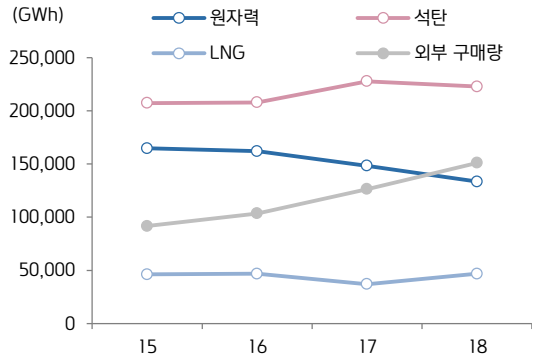
자료: 산업통상자원부, 기름증권

### 한국전력 발전원별 이용률



자료: 한국전력, 키움증권

### 한국전력 발전원별 발전량



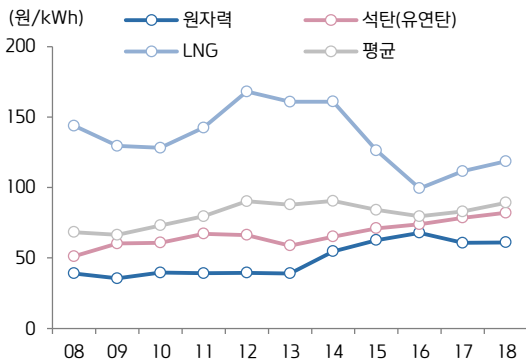
자료: 한국전력, 키움증권

### 전기요금 변동률 추이

조정시기	주택용	산업용	일반용	평균
2007년 1월	0.0%	0.0%	4.2%	2.1%
2008년 1월	0.0%	-3.2%	1.0%	0.0%
2008년 11월	0.0%	3.0%	8.1%	4.5%
2009년 6월	0.0%	2.3%	6.5%	3.9%
2010년 8월	2.0%	0.0%	5.8%	3.5%
2011년 8월	2.0%	4.4%	6.1%	4.9%
2011년 12월	0.0%	4.5%	6.5%	4.5%
2012년 8월	2.7%	4.4%	6.0%	4.9%
2013년 1월	2.0%	4.6%	4.4%	4.0%
2013년 11월	2.7%	5.8%	6.4%	5.4%
2016년 12월	-11.6%	0.0%	0.0%	-1.7%

자료: 한국전력, 키움증권

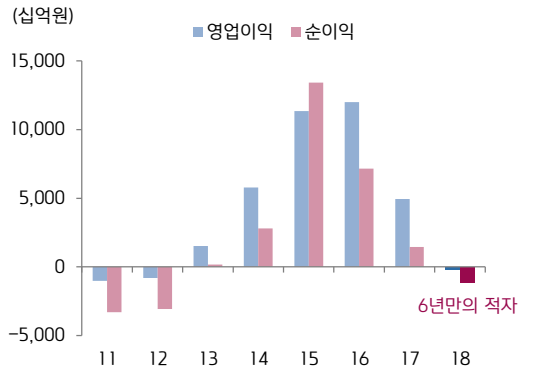
### 발전원별 정산단가



주: 2018년은 11월 누계

자료: 전력통계시스템, 키움증권

### 한국전력 실적추이



자료: 한국전력, 키움증권

6년만의 적자



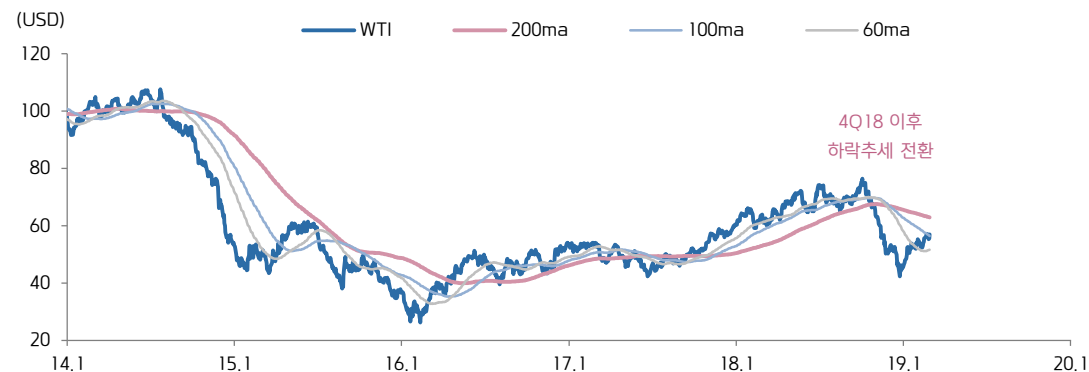
## >>> 2019 Point 1. 연료비, 한국전력에 나쁘지 않다!

유가는 상승폭 제한적, 석탄가격은 하락반전

발전정책이 전력산업과 관련기업의 중장기 주가와 이익의 방향성을 결정한다면 유가와 석탄가격은 단기적인 측면에서 주가와 실적의 핵심변수이다. 특히 전기요금 인상이 불투명한 상황에서 연료비는 낮아질수록 한국전력 주가에는 긍정적인데, 유가는 올해 상승폭이 제한적일 전망이며, 석탄은 하향안정이 예상된다.

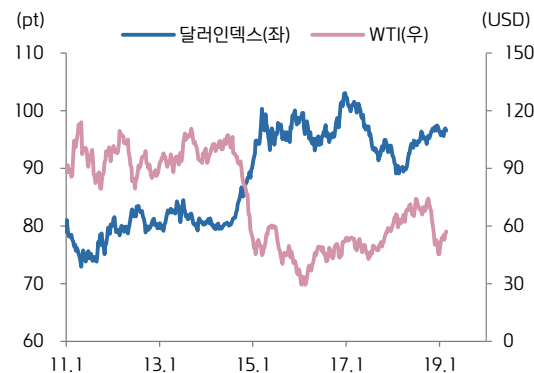
외부전력 구입단가(SMP)의 선행지표인 유가는 2016년 상반기 상승반전해 3Q18까지 상승세를 이어오다 글로벌 경기둔화 및 공급과잉 우려, 달러강세에 따라 4Q18 급락했다. 1Q19들어 유가는 낙폭을 상당부분 만회했지만 여전히 200일 이동평균선을 회복하지 못해 중장기 관점에서는 아직 하락추세에 놓여있다고 판단한다. 2019년 유가 상승을 제한적으로 판단하는데, 1) 글로벌 경기둔화 우려와 미국의 원유 증산이 지속되고 있고, 2) 미국의 긴축기조 완화에도 유로존 경기부진이 달러약세를 제한하고 있으며, 3) 유가가 의미있게 상승할 경우 현재 유가를 지지하고 있는 OPEC 감산에 대한 트럼프의 압박이 다시 강화될 수 있기 때문이다.

### 국제유가 추이



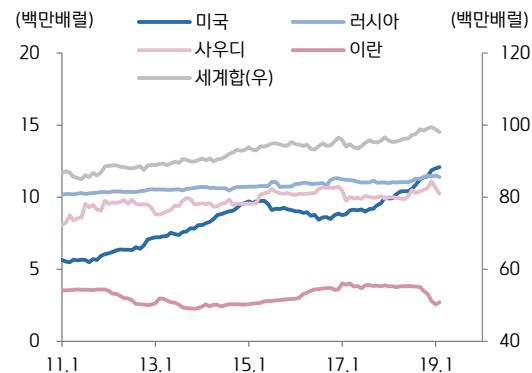
자료: Bloomberg, 키움증권

### 달러와 유가



자료: Bloomberg, 키움증권

### 세계 원유 생산량



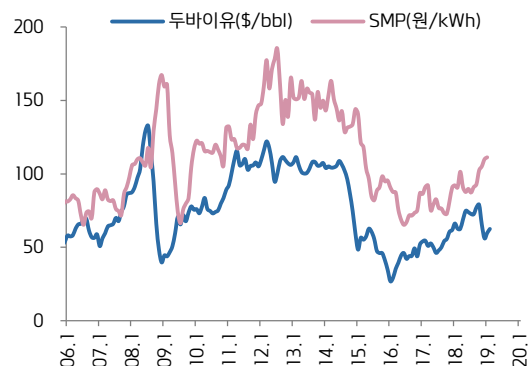
자료: Bloomberg, 키움증권

## 2018년 트럼프 대통령의 유가압박 트윗과 당시 유가레벨

시기	WTI (\$)	내용
2018.4.20	68	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 4월 20일 Looks like OPEC is at it again. With record amounts of <b>Oil</b> all over the place, including the fully loaded ships at sea, <b>Oil</b> prices are artificially Very High! No good and will not be accepted!
2018.6.13	66	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 6월 13일 <b>Oil</b> prices are too high, OPEC is at it again. Not good!
2018.06.30	74	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 6월 30일 Just spoke to King Salman of Saudi Arabia and explained to him that, because of the turmoil & disfunction in Iran and Venezuela, I am asking that Saudi Arabia increase <b>oil</b> production, maybe up to 2,000,000 barrels, to make up the difference...Prices to high! He has agreed!
2018.09.20	71	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 9월 20일 We protect the countries of the Middle East, they would not be safe for very long without us, and yet they continue to push for higher and higher <b>oil</b> prices! We will remember. The OPEC monopoly must get prices down now!
2018.11.12	60	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 11월 12일 Hopefully, Saudi Arabia and OPEC will not be cutting <b>oil</b> production. <b>Oil</b> prices should be much lower based on supply!
2019.11.21	53	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 11월 21일 <b>Oil</b> prices getting lower. Great! Like a big Tax Cut for America and the World. Enjoy! \$54, was just \$82. Thank you to Saudi Arabia, but let's go lower!
2018.12.05	53	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2018년 12월 5일 Hopefully OPEC will be keeping <b>oil</b> flows as is, not restricted. The World does not want to see, or need, higher <b>oil</b> prices!
2019.02.25	57	 <b>Donald J. Trump</b> @realDonaldTrump · 2월 25일 <b>Oil</b> prices getting too high. OPEC, please relax and take it easy. World cannot take a price hike - fragile!

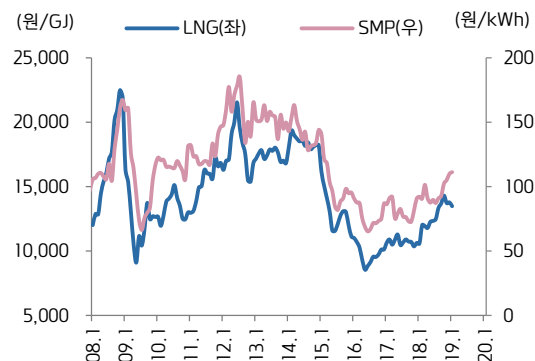
자료: 트위터, Bloomberg

### 유가와 SMP



자료: Bloomberg, 전력통계시스템, 키움증권

### 발전용 LNG가격(연료비)과 SMP



주: LNG가격 중 공급비는 제외(연료비만)

자료: Bloomberg, 전력통계시스템, 키움증권

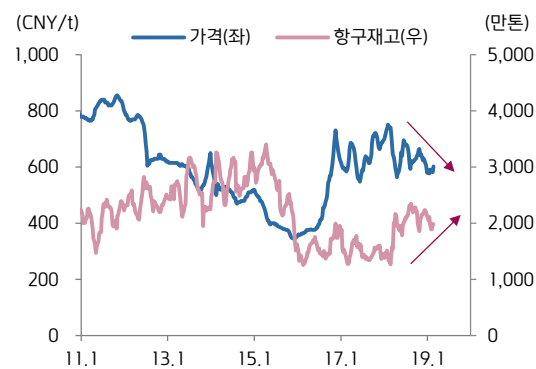
연료비 비중에서 절반이상을 차지하는 석탄가격은 2018년 하락추세로 전환된 이후 2019년 완만한 하락기조가 이어질 것으로 전망한다. 세계 최대 석탄 소비/생산국인 중국의 경기모멘텀이 둔화되고 있는 데다 중국의 석탄재고도 증가반전해 2016년이후 타이트했던 수급부담이 2018년 하반기부터 완화되었기 때문이다.

### 발전용 석탄가격



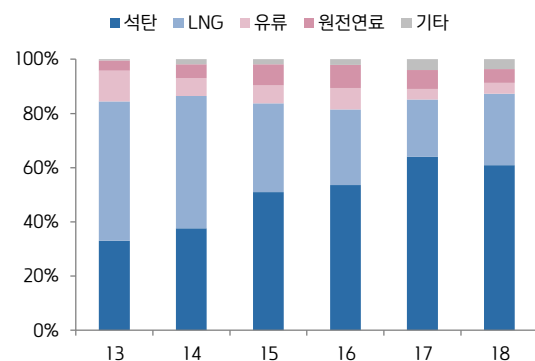
자료: Bloomberg, 키움증권

### 중국 친황다오 석탄가격과 재고



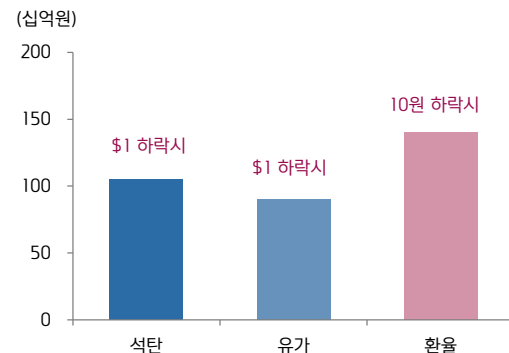
자료: Bloomberg, 키움증권

### 한국전력, 연료비 비중



자료: 한국전력, 키움증권

### 한국전력, 석탄/유가/환율 영업이익 민감도



주: 2018년 기준

자료: 한국전력, 키움증권



## >>> 2019 Point 2. 원전 발전량 증가

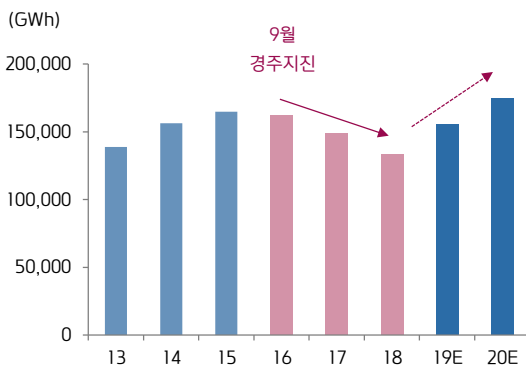
### 정비일수 감소와 신규 원전가동으로 원자력 발전량 4년만에 증가

2016년 9월 발생했던 경주지진 이후 원자력발전에 대한 안전점검 강화로 국내 원전 발전량은 2015년을 peak로 2018년까지 감소했다. 계획예방정비일수가 급증하면서 원전 이용률은 80%이하로 떨어졌고, 2017년 고리1호기(597MW) 및 2018년 월성1호기(-679MW)가 조기폐쇄 되면서 원자력 설비용량이 축소되었기 때문이다. 계획예방정비일수가 사상최대를 기록했던 1Q18에는 원전 이용률이 55%까지 하락하기도 했지만 이후 정비일수가 줄어들면서 원전 이용률은 2H18 70%대 초반까지 회복된 상황이다.

주목해야 할 점은 2019년은 원전 이용률 상승과 신규 원전 가동으로 원전 발전량이 4년만에 증가반전하는 원년이라는 것이다. 1) 2019년 원전 계획예방정비일수가 전년대비 절반수준으로 감소함에 따라 2018년 70%에도 미치지 못했던 원전 이용률은 80%내외까지 상승할 것으로 예상되고(한국전력 가이던스는 77% 수준), 2) 완공은 되었지만 운영허가가 1년이상 지연되었던 신고리 4호기(1,400MW)가 2월 1일 원자력안전위원회의 허가를 획득, 8월 상업운영이 확정되면서 올해 원전 설비용량이 증가하기 때문이다. 한편, 신고리 4호기의 운영허가가 결정되면서 함께 운영허가를 기다리고 있는 신한울 1호기(1,400MW)도 올해말(예정일 11월) 상업생산을 시작할 가능성이 높아져 원자력 발전량은 내년에도 추가 확대될 전망이다. 이에 따라 2018년까지 3년 연속 감소했던 원자력 발전량은 2019~2020년 두 자리수 이상의 증가를 보일 것으로 예상되며, 신한울 1호기의 가동시기가 예정일을 크게 벗어나지 않는다면 2020년 원전 발전량은 사상 최대치를 경신이 예상된다. 따라서 원자력 발전감소와 이를 대체하기 위한 외부전력 구매량 증가로 2016년부터 2018년까지 악화되었던 한국전력의 원가구조는 2019년부터 개선될 것으로 판단한다.

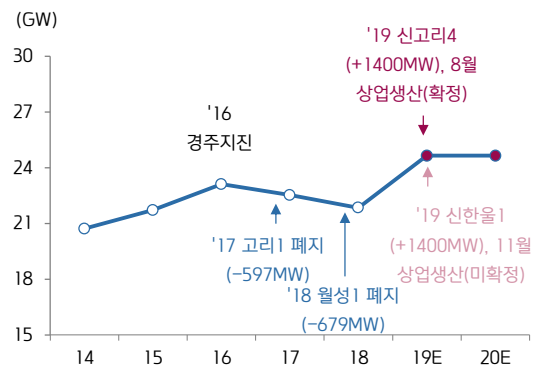
한편, 원전 발전량이 증가하는 만큼 LNG 발전량은 일부 감소가 예상되지만 한국가스공사의 실적은 LNG판매량과 직접적인 관계가 없으므로 중립적이다.

원자력 발전량



자료: 한국전력, 키움증권

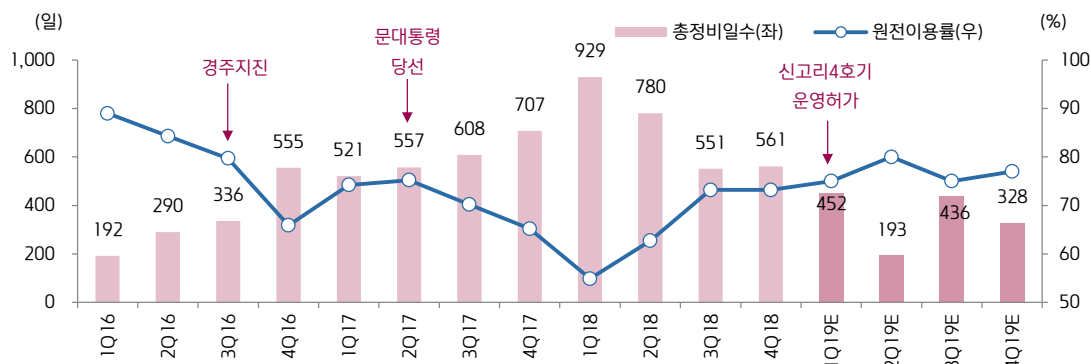
원전 설비용량



주: 연말기준, 신한울 1호기는 가동시기 미확정

자료: 한국전력, 키움증권

## 원자력 예방정비일수와 이용률(반비례)



자료: 한국수력원자력, 키움증권

## 2018~2019년 발전설비 변화

시기	구분	종류	발전소명	용량(MW)	상업운전일
1Q18	폐지	LNG	평택복합	-480	2018.01
2Q18	폐지	원자력	월성원자력	-679	2018.06
	완공	LNG	제주LNG복합#1	94	2018.06
3Q18	완공	LNG	제주LNG복합#2CC	94	2018.08
4Q18	완공	신재생	분당연료전지	8	2018.10
	완공	신재생	서인천연료전지	18	2018.11
1Q19	폐지	석탄	영동#2	-200	2019.01
2Q19					
3Q19	완공	원자력	신고리#4	1,400	2019.08
	완공	LNG	서울복합#1 #2	800	2019.08
4Q19	예정	원자력	신한울#1	1,400	2019.11
	완공	석탄	신평택복합#1	951	2019.11
	폐지	유류	한림복합	-105	2019.11
	완공	LNG	한림복합대체	105	2019.11
	폐지	석탄	삼천포#1 #2	-1,120	2019.12
	폐지	유류	제주GT#3	-55	2019.12

자료: 한국전력, 산업통상자원부, 키움증권

## >>> 2019 Point 3. 한국전력 턴어라운드 시작

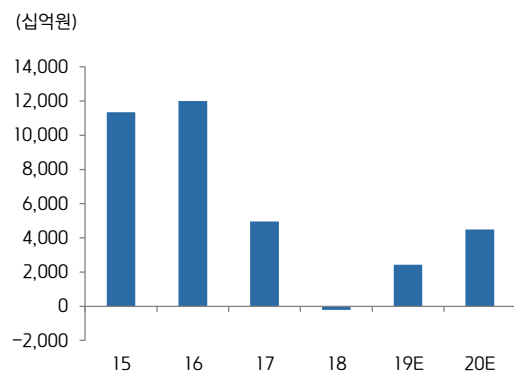
### 2019~2020년 실적모멘텀은 한국전력>한국가스공사

한국전력은 1) 석탄가격과 유가하락에 따른 연료비 및 외부전력구입비 감소, 2) 원자력 발전량 증가에 따른 원가구조 개선으로 2019년 흑자전환에 성공하며 턴어라운드가 시작될 것으로 전망한다. 거기에 3) 아직은 불투명하지만 전기요금개편이 이루어질 경우 실적개선폭은 예상보다 확대될 가능성이 있다. 시기별로 2019년 상반기는 적자폭이 대폭 축소, 하반기에는 흑자전환이 확실시되며, 유가와 석탄가격의 급등만 없다면 2020년까지 실적개선세는 이어질 전망이다. 한국전력의 연간 현금지출은 CAPEX와 이자비용 등 약 16조원 내외로 감가상각비 10~11조원을 감안시 현금균형을 위해서는 연간 약 5조원의 영업이익이 필요한데 2020년경에는 근접할 것으로 예상한다.

2018년 가파른 실적개선을 보인 한국가스공사는 2019년에도 실적개선을 이어갈 것으로 예상된다. 1) 국내 가스도매이익은 중장기 LNG 발전시설 투자확대 및 2018년 운전자금 증가에 따른 요금기저 증가와 자기자본 비중 상승에 따른 세후적정투보율 상승(4.22%→4.27%)으로 올해에도 개선세가 지속되고, 2) 해외 연결 자회사는 유가 상승은 주춤해졌지만 2018년 부진했던 이라크 주바이르와 미얀마 가스전에서 연간 300억원 내외의 영업이익 개선이 기대되며, 3) 호주 프렐류드(Prelude) FLNG(액화천연가스)가 올해 1월부터 상업운전을 시작해 이르면 하반기부터 실적개선에 기여할 수 있기 때문이다.

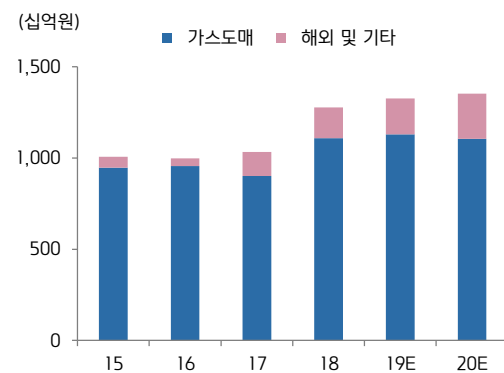
다만, 2019~2020년 실적모멘텀은 한국전력이 한국가스공사보다 강할 것으로 전망하는데, 한국가스공사의 이익을 결정하는 세후적정투보율(WACC) 산정에서 무위험이자율(Rf)로 적용되는 국고채 5년물 금리가 2018년 하반기 하락반전해 현 상태가 지속될 경우 2020년 세후적정투보율이 하락할 가능성이 있기 때문이다.

한국전력 영업이익 및 감가상각비 전망



자료: 한국전력, 키움증권

한국가스공사 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국가스공사, 키움증권

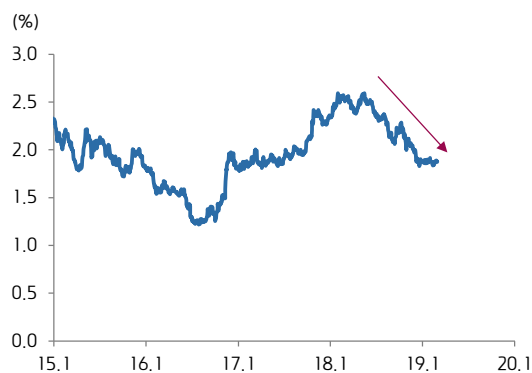
중장기 천연가스 공급설비 투자계획

(단위:억원)	'17~'19	'20~'22	'23~'25	'26~'28	'29~'31	계
생산설비	8,891	8,033	13,416	7,242	4,581	42,163
공급배관	6,799	8,258	518	-	-	15,575
계	15,690	16,291	13,934	7,242	4,581	57,738

자료: 한국가스공사, 키움증권

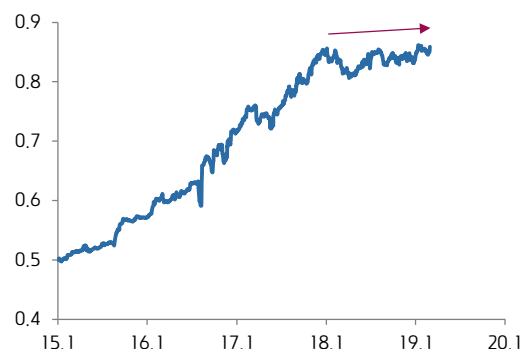


### 국고채 5년물 금리



자료: 한국전력, 키움증권

### 한국가스공사 베타



주: 일간, 5년평균

자료: Fn가이드, 키움증권

### 한국가스공사 가스도매사업 이익 추정

(단위: 십억원)	13	14	15	16	17	18	19E
요금기저	19,445	20,492	22,212	19,782	20,376	21,297	21,777
세후 적정투보율(WACC)	4.1	3.8	3.8	3.7	3.8	4.2	4.3
자기자본 비중	27.2	23.5	30.1	33.4	33.9	36.5	39.0
타인자본 비중	72.8	76.5	69.9	66.7	66.1	63.5	61.0
자기자본 비용	6.7	6.2	5.8	5.4	5.8	6.9	7.3
Rf(전년 국고채 5년 금리)	3.2	3.0	2.8	2.0	1.5	2.0	2.3
Market Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
베타(5년)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
타인자본 비용(세후)	3.2	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5
세후 적정투자보수	801	776	858	738	783	898	929
전년대비 증액	-22	-25	82	-120	45	116	31
법인세 증액	-7	-8	26	-38	14	70	12
필요 영업이익 증액 추정	-29	-33	108	-158	59	186	43
가스도매 영업이익	1,361	938	730	875	902	1,088	1,130

자료: 한국가스공사, 키움증권





## 기업분석

한국전력  
(015760)

BUY(Re-initiate)/목표주가 44,000원  
Return to Normal

한국가스공사  
(036460)

BUY(Re-initiate)/목표주가 65,000원  
Long-term Buy



## 한국전력 (015760)



### BUY(Re-initiate)

주가(3/4) 35,800원

목표주가 44,000원

한국전력에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 44,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 12mf PBR 0.4X를 적용했으며 역사적 PBR밴드 중단 수준이다. 2019년 한국전력은 유가, 석탄가격 등 원료비 하락과 원자력 발전량 회복에 따른 원가구조 개선으로 턴어라운드가 시작될 전망이다. 이에 따라 2016년 9월 경주지진이후 과도하게 하락했던 주가도 valuation 정상화에 나설 것으로 예상된다.

#### Stock Data

KOSPI (3/4)		2,190.66pt
시가총액		229,823억원
52주 주가동향		
	최고가	최저가
	37,750원	23,850원
최고/최저가 대비 등락		-5.17% 50.10%
주가수익률		절대 상대
1M	5.6%	6.2%
6M	19.5%	26.4%
1Y	8.8%	19.3%

#### Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,568천주
외국인 지분율	28.78%
배당수익률(18E)	2.21%
BPS (18E)	108,813원
주요 주주	한국산업은행 외
	국민연금
	51.14%
	7.19%

#### Price Trend



## Return to Normal

### >>> 2018년 유가/석탄가격 peak out!

단기적으로 한국전력 주가에 핵심변수인 유가는 2018년 4분기이후 하락반전했고, 올해 상승폭이 제한될 전망이다. 연료비 중 비중이 가장 큰 석탄가격도 세계 최대 소비/생산국인 중국의 경기둔화와 재고증가로 2018년 하반기이후 완만한 하락세가 지속되고 있어 2019년 한국전력의 외부 전력 구입단가 및 석탄 연료비 하락이 본격화될 전망이다.

### >>> 2019년 원자력 발전량 증가반전

2016년 9월 경주지진이후 원자력발전에 대한 안전점검강화로 지진전 80% 이상의 원전 이용률은 하락반전해 2018년 70%이하로 하락했다. 2019년은 원전 계획예방정비일수가 전년대비 절반 수준으로 감소해 원전 이용률은 80% 내외로 회복될 전망이다. 또한 올해 초 운영허가를 획득한 신고리 4호기가 9월경 상업생산을 시작해 원자력 발전량이 4년만에 증가반전이 예상된다.

### >>> 2019년 턴어라운드 시작

2018년 6년만에 영업적자를 기록했던 한국전력은 2019년 흑자전환에 성공하며 턴어라운드가 시작될 전망이다. 2020년까지 실적 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 2016년 경주지진이후 2년간 부진했던 주가는 6년래 저점이었던 2018년 10월 23,850원을 바닥으로 현재 약 40% 상승했지만 여전히 12mf PBR 0.3X 수준으로 역사적 밴드 하단에 위치해 2019년에도 추가상승이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	601,904	598,149	606,276	611,239	618,151
보고영업이익(억원)	120,016	49,532	-2,080	24,205	44,871
핵심영업이익(억원)	120,016	49,532	-2,080	24,205	44,871
EBITDA(억원)	209,626	147,269	99,093	125,653	146,131
세전이익(억원)	105,135	36,142	-19,715	7,405	28,435
순이익(억원)	71,483	14,414	-11,508	5,405	20,757
지배주주지분순이익(억원)	70,486	12,987	-12,909	4,175	18,703
EPS(원)	10,980	2,023	-2,011	650	2,913
증감율(%YoY)	-47.0	-81.6	N/A	N/A	348.0
PER(배)	4.0	18.9	-17.8	55.1	12.3
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.7	5.3	8.0	6.8	5.5
보고영업이익률(%)	19.9	8.3	-0.3	4.0	7.3
핵심영업이익률(%)	19.9	8.3	-0.3	4.0	7.3
ROE(%)	10.1	2.0	-1.6	0.8	2.8
순부채비율(%)	66.3	69.7	80.6	75.5	72.1

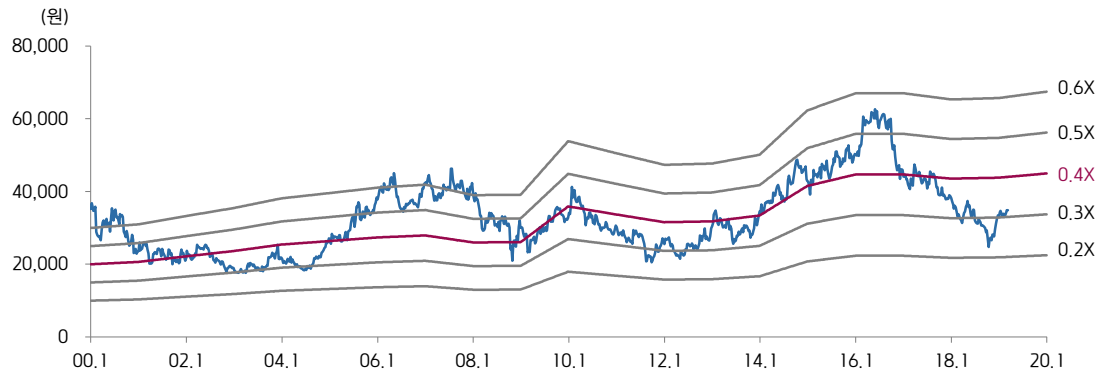


### 한국전력 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	15,706	13,337	16,410	15,175	15,828	13,433	16,597	15,266
영업이익	-128	-687	1,395	-789	-96	-523	2,119	921
영업이익률	-0.8	-5.2	8.5	-5.2	-0.6	-3.9	12.8	6.0
세전이익	-262	-1,700	1,109	-1,118	-509	-940	1,685	504
순이익	-250	-919	737	-719	-372	-686	1,230	368
지배주주순이익	-277	-949	709	-773	-402	-720	1,193	346
두바이유(USD)	64	73	74	67	60	65	65	65
석탄-뉴캐슬(USD)	103	104	118	103	95	90	90	90
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,125	1,125	1,125

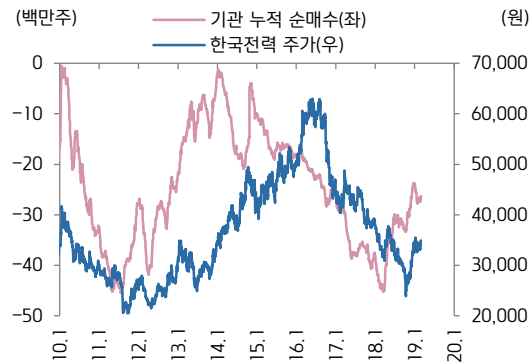
자료: 한국전력, 키움증권

### 한국전력 12mf PBR밴드



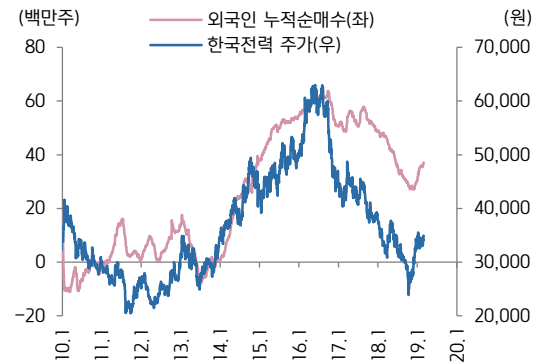
자료: Bloomberg, 키움증권

### 한국전력 기관 순매수 추이



자료: FN가이드, 키움증권

### 한국전력 외국인 순매수 추이



자료: FN가이드, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	601,904	598,149	606,276	611,239	618,151
매출원가	455,496	520,989	579,767	557,015	541,760
매출총이익	146,408	77,160	26,509	54,224	76,391
판매비및일반관리비	26,392	27,629	28,589	30,019	31,520
영업이익(보고)	120,016	49,532	-2,080	24,205	44,871
영업이익(핵심)	120,016	49,532	-2,080	24,205	44,871
영업외손익	-14,881	-13,389	-17,635	-16,801	-16,436
이자수익	2,418	2,061	2,235	1,861	2,130
배당금수익	94	115	125	24	119
외환이익	2,701	13,801	2,949	0	0
이자비용	17,529	17,896	18,685	18,685	18,685
외환손실	5,606	3,049	6,511	0	0
관계기업지분손익	-1,373	-1,083	3,873	0	0
투자및기타자산처분손익	328	-234	640	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1,153	-10,493	3,011	0	0
기타	2,932	3,388	-5,274	0	0
법인세차감이익	105,135	36,142	-19,715	7,405	28,435
법인세비용	33,651	21,728	-8,207	1,999	7,677
유효법인세율 (%)	32.0%	60.1%	41.6%	27.0%	27.0%
당기순이익	71,483	14,414	-11,508	5,405	20,757
지배주주지분순이익(억원)	70,486	12,987	-12,909	4,175	18,703
EBITDA	209,626	147,269	99,093	125,653	146,131
현금순이익(Cash Earnings)	161,093	112,151	89,665	106,853	122,018
수정당기순이익	70,476	18,692	-13,640	5,405	20,757
증감율(% YoY)					
매출액	2.1	-0.6	1.4	0.8	1.1
영업이익(보고)	5.8	-58.7	N/A	N/A	85.4
영업이익(핵심)	5.8	-58.7	N/A	N/A	85.4
EBITDA	6.5	-29.7	-32.7	26.8	16.3
지배주주지분 당기순이익	-47.0	-81.6	N/A	N/A	348.0
EPS	-47.0	-81.6	N/A	N/A	348.0
수정순이익	3.3	-73.5	N/A	N/A	284.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	164,451	111,429	192,690	116,358	122,338
당기순이익	71,483	14,414	-11,508	5,405	20,757
감가상각비	88,813	96,600	100,038	100,443	100,343
무형자산상각비	797	1,137	1,136	1,005	917
외환손익	2,535	-9,029	3,562	0	0
자산처분손익	5,056	5,453	-640	0	0
지분법손익	0	0	-3,873	0	0
영업활동자산부채 증감	-23,086	-27,906	-8,702	9,025	171
기타	18,854	30,761	112,678	480	150
투자활동현금흐름	-95,705	-124,997	-138,849	-94,870	-117,732
투자자산의 처분	26,694	3,230	-20,516	20,493	-562
유형자산의 처분	2,080	858	35	53	44
유형자산의 취득	-120,288	-125,360	-117,051	-117,051	-117,051
무형자산의 처분	-1,240	-1,428	0	0	0
기타	-2,951	-2,297	-1,282	1,688	-119
재무활동현금흐름	-76,375	7,456	-24,942	30,963	1,795
단기차입금의 증가	-496	3,703	1,501	0	0
장기차입금의 증가	-55,662	17,763	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-21,049	-13,562	-5,072	0	0
기타	832	-448	-21,371	30,963	1,795
현금및현금성자산의순증가	-7,317	-6,816	28,900	52,451	6,401
기초현금및현금성자산	37,831	30,514	23,697	52,597	105,048
기말현금및현금성자산	30,514	23,697	52,597	105,048	111,449
Gross Cash Flow	187,537	139,336	201,392	107,333	122,167
Op Free Cash Flow	26,598	-37,203	-25,794	11,091	17,135

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	197,085	191,417	228,068	276,439	287,886
현금및현금성자산	30,514	23,697	52,597	105,048	114,557
유동금융자산	26,842	19,714	41,027	20,146	20,373
매출채권및유동채권	81,172	83,780	71,796	85,613	86,581
재고자산	54,794	60,021	60,261	61,334	62,028
기타유동비금융자산	3,763	4,205	2,387	4,297	4,346
비유동자산	1,581,285	1,626,472	1,645,278	1,659,111	1,675,393
장기매출채권및비유동채권	10,922	10,392	11,109	10,620	10,740
투자자산	94,823	85,039	90,133	90,541	90,793
유형자산	1,457,431	1,508,824	1,520,276	1,536,884	1,553,592
무형자산	9,834	11,897	11,525	10,520	9,603
기타비유동자산	8,276	10,320	12,234	10,546	10,665
자산총계	1,778,370	1,817,889	1,873,346	1,935,549	1,963,278
유동부채	247,392	234,243	215,807	237,415	239,053
매입채무및기타유동채무	102,523	98,464	87,806	100,619	101,757
단기차입금	9,267	11,701	13,202	13,202	13,202
유동성장기차입금	81,345	80,858	79,429	79,429	79,429
기타유동부채	54,257	43,219	35,370	44,165	44,664
비유동부채	800,473	854,000	945,356	980,046	982,205
장기매입채무및비유동채무	33,393	31,489	28,451	32,178	32,542
사채및장기차입금	451,201	459,106	574,871	574,871	574,871
기타비유동부채	315,878	363,405	342,034	372,997	374,792
부채총계	1,047,865	1,088,243	1,161,163	1,217,461	1,221,257
자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
주식발행초과금	8,438	8,438	8,438	8,438	8,438
이익잉여금	531,739	533,706	515,752	519,927	538,630
기타자본	144,962	142,573	142,251	142,251	142,251
지배주주지분자본총계	717,237	716,814	698,540	702,714	721,417
비지배주주지분자본총계	13,269	12,832	13,644	15,374	17,428
자본총계	730,505	729,646	712,183	718,088	738,845
순차입금	484,458	508,254	573,878	542,308	532,571
총차입금	541,814	551,665	667,502	667,502	667,502

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	-2,011	650	2,913
BPS	111,725	111,660	108,813	109,463	112,377
주당EBITDA	32,654	22,940	15,436	19,573	22,763
CFPS	25,094	17,470	13,967	16,645	19,007
DPS	1,980	790	0	0	0
주가배수(배)					
PER	4.0	18.9	-17.8	55.1	12.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	5.3	8.0	6.8	5.5
PCFR	1.8	2.2	2.6	2.2	1.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.9	8.3	-0.3	4.0	7.3
영업이익률(핵심)	19.9	8.3	-0.3	4.0	7.3
EBITDA margin	34.8	24.6	16.3	20.6	23.6
순이익률	11.9	2.4	-1.9	0.9	3.4
자기자본이익률(ROE)	10.1	2.0	-1.6	0.8	2.8
투자자본이익률(ROIC)	5.8	1.3	-0.1	1.2	2.1
안정성(%)					
부채비율	143.4	149.1	163.0	169.5	165.3
순차입금비율	66.3	69.7	80.6	75.5	72.1
이자보상배율(배)	6.8	2.8	N/A	1.3	2.4
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	7.3	7.8	7.8	7.2
재고자산회전율	11.5	10.4	10.1	10.1	10.0
매입채무회전율	6.0	6.0	6.5	6.5	6.1

한국가스공사 (036460)



## BUY(Re-initiate)

주가(3/4) 50,300원

목표주가 65,000원

한국가스공사에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 65,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12mf PBR 0.7X를 적용했으며 역사적 PBR밴드의 중상단이며, 2018년 주가의 최상단이다. 문재인 정부의 중장기 탈원전/탈석탄 및 LNG발전 투자 확대는 국내 가스도매사업의 이익을 결정하는 한 축인 요금기저의 추세적 상승으로 이어져 중장기 실적개선 가시성이 높다. 호주 Prelude FLNG 사업도 올해 1월부터 상업생산이 시작되었다.

### Stock Data

KOSPI (3/4)	2,190.66pt	
시가총액	46,433억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	64,500원	46,200원
최고/최저가 대비 등락	-22.02%	8.87%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.7%	-6.1%
6M	-6.3%	-1.0%
1Y	3.1%	13.0%

### Company Data

발행주식수	92,313천주
일평균 거래량(3M)	180천주
외국인 지분율	15.96%
배당수익률(18E)	3.20%
BPS (18E)	86,698원
주요 주주	대한민국정부 46.63%
	국민연금공단 8.25%

### Price Trend



## Long-term Buy

### >>> 중장기 LNG 발전확대 수혜

문재인 정부의 중장기 탈원전/탈석탄과 이에 따른 LNG발전 투자 확대는 국내 가스도매사업의 이익을 결정하는 한 축인 요금기저의 추세적 상승으로 이어지므로 중장기 실적개선 가시성이 높아졌다(다른 한 축은 적정투자보수율). 또한 남북경협 1순위 사업으로 꼽히는 러시아 PNG(Pipeline Natural Gas) 프로젝트가 본격화될 경우 추가적인 성장모멘텀을 기대해 볼 수 있다.

### >>> 2019년에도 실적개선 지속

국내 가스도매 영업이익은 중장기 LNG 발전시설 투자 확대 및 2018년 운전자금 증가에 따른 요금기저 증가, 자기 자본 비중 상승에 따른 세후적정투보율 상승(4.22%→4.27%)으로 올해에도 개선이 지속될 전망이다. 또한 해외 자회사는 유가 상승은 주춤해졌지만 2018년 부진했던 이라크 주바이르와 미얀마 가스전에서 300억원 내외의 영업이익 개선이 기대된다. 1월 상업운전을 시작한 호주 Prelude는 이르면 하반기부터 흑자전환해 내년 실적개선을 주도할 전망이다.

### >>> 국고채 5년물 하락은 경계

국내 가스도매이익을 결정하는 다른 한 축인 적정투자보수율(WACC)은 2016년을 바닥으로 2019년까지 상승했다. 하지만 적정투자보수율 산정에서 무위험이자율(Rf)로 적용되는 국고채 5년물 금리가 2018년 하반기 이후 하락반전한 상황인데, 현 상태가 지속될 경우 2020년 실적개선이 불투명하다는 점은 단기적으로 주가에 부담이 될 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	211,081	221,723	261,850	253,645	251,524
보고영업이익(억원)	9,982	10,339	12,769	13,277	13,536
핵심영업이익(억원)	9,982	10,339	12,769	13,277	13,536
EBITDA(억원)	26,154	27,495	30,848	32,023	32,283
세전이익(억원)	-7,690	-12,502	6,490	8,356	8,603
순이익(억원)	-6,125	-11,917	5,267	7,103	7,312
지배주주지분순이익(억원)	-6,130	-12,051	5,093	6,902	7,071
EPS(원)	-6,641	-13,055	5,518	7,477	7,659
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	35.5	2.4
PER(배)	-7.3	-3.3	9.1	6.7	6.6
PBR(배)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	11.4	10.1	9.1	8.2	7.9
보고영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.2	5.4
핵심영업이익률(%)	4.7	4.7	4.9	5.2	5.4
ROE(%)	-6.3	-13.5	6.4	8.2	7.8
순부채비율(%)	266.7	291.8	288.5	246.3	221.4

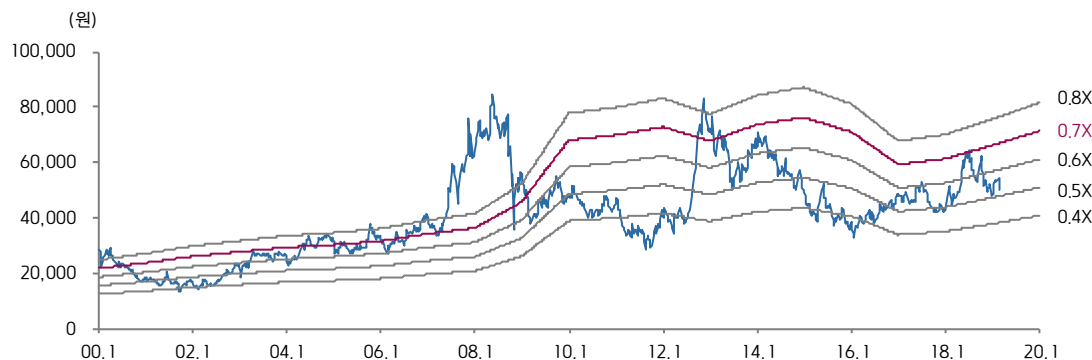


## 한국가스공사 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	8,772	5,057	4,728	7,629	8,597	5,128	4,600	7,040
가스도매	8,527	4,764	4,401	7,208	8,336	4,815	4,252	6,682
해외 및 기타	244	293	326	421	261	313	348	358
영업이익	963	15	-172	470	989	17	-175	497
가스도매	925	-23	-223	430	943	-24	-227	438
해외 및 기타	38	38	51	41	46	41	52	59
영업이익률(%)	11.0	0.3	-3.6	6.2	11.5	0.3	-3.8	7.1
가스도매	10.9	-0.5	-5.1	6.0	11.3	-0.5	-5.3	6.6
해외 및 기타	15.6	13.1	15.6	9.7	17.5	13.0	14.9	16.5
세전이익	887	-124	-315	201	871	-108	-302	376
지분법손익	65	52	40	47	47	47	47	47
순이익	781	-130	-257	158	740	-92	-257	319
지배주주순이익	774	-134	-285	154	734	-95	-259	310

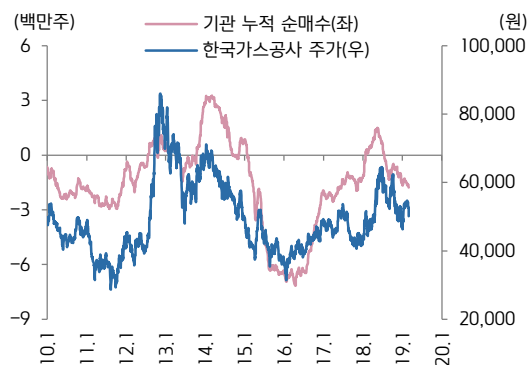
자료: 한국가스공사, 키움증권

## 한국전력 12mf PBR밴드



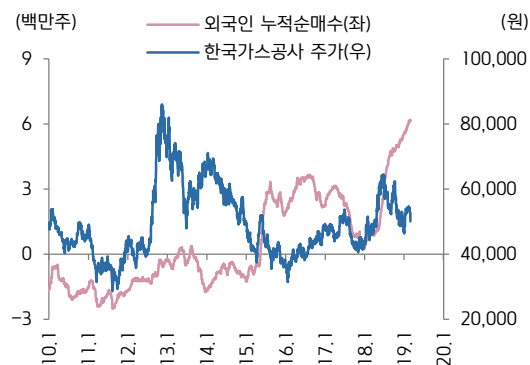
자료: Bloomberg, 키움증권

## 한국가스공사 기관 순매수 추이



자료: FN가이드, 키움증권

## 한국가스공사 외국인 순매수 추이



자료: FN가이드, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	211,081	221,723	261,850	253,645	251,524
매출원가	196,942	207,290	245,085	236,372	233,791
매출총이익	14,140	14,433	16,765	17,273	17,732
판매비및일반관리비	4,158	4,093	3,996	3,996	4,196
영업이익(보고)	9,982	10,339	12,769	13,277	13,536
영업이익(핵심)	9,982	10,339	12,769	13,277	13,536
영업외손익	-17,672	-22,842	-6,280	-4,920	-4,934
이자수익	340	480	505	558	544
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	5,255	5,985	2,629	0	0
이자비용	8,408	8,295	7,840	7,866	7,866
외환손실	5,573	6,130	2,413	0	0
관계기업지분손익	1,145	1,494	2,030	1,888	1,888
투자및기타자산처분손익	-80	-89	131	0	0
금융상품평가및기타금융이익	424	869	-71	0	0
기타	-10,777	-17,154	-1,251	500	500
법인세차감전이익	-7,690	-12,502	6,490	8,356	8,603
법인세비용	-1,566	-585	958	1,253	1,290
유효법인세율 (%)	20.4%	4.7%	14.8%	15.0%	15.0%
당기순이익	-6,125	-11,917	5,267	7,103	7,312
지배주주지분순이익(억원)	-6,130	-12,051	5,093	6,902	7,071
EBITDA	26,154	27,495	30,848	32,023	32,283
현금순이익(Cash Earnings)	10,047	5,238	23,346	25,850	26,059
수정당기순이익	-6,399	-12,661	5,217	7,103	7,312
증감율(% YoY)					
매출액	-19.0	5.0	18.1	-3.1	-0.8
영업이익(보고)	-1.0	3.6	23.5	4.0	2.0
영업이익(핵심)	-1.0	3.6	23.5	4.0	2.0
EBITDA	11.1	5.1	12.2	3.8	0.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	35.5	2.4
EPS	N/A	N/A	N/A	35.5	2.4
수정순이익	N/A	N/A	N/A	36.2	2.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	47,693	25,076	39,675	30,271	25,523
당기순이익	-6,125	-11,917	5,267	7,103	7,312
감가상각비	16,172	17,155	18,079	18,747	18,747
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-231	1,564	-216	0	0
자산처분손익	0	0	-131	0	0
지분법손익	0	0	-2,030	-1,888	-1,888
영업활동자산부채 증감	30,574	9,622	-10,733	4,347	264
기타	7,303	8,652	29,439	1,963	1,088
투자활동현금흐름	-20,789	-12,259	-16,125	-12,054	-8,950
투자자산의 처분	-1,560	1,290	-5,511	841	3,946
유형자산의 처분	7	52	35	53	44
유형자산의 취득	-18,414	-13,516	-10,746	-12,895	-12,895
무형자산의 처분	-581	-276	0	0	0
기타	-240	190	131	0	0
재무활동현금흐름	-23,766	-12,661	13,139	-501	-6,593
단기차입금의 증가	0	0	2,021	0	0
장기차입금의 증가	-24,601	-14,683	0	0	0
자본의 증가	1,040	2,236	0	0	0
배당금지급	-149	-71	0	-1,192	-1,315
기타	-56	-142	11,119	691	-5,278
현금및현금성자산의순증가	3,455	-422	36,689	17,717	9,980
기초현금및현금성자산	1,380	4,835	4,413	41,102	58,819
기말현금및현금성자산	4,835	4,413	41,102	58,819	68,799
Gross Cash Flow	17,118	15,454	50,408	25,925	25,259
Op Free Cash Flow	35,701	22,840	7,484	21,483	17,621

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	86,580	75,822	140,923	150,931	149,806
현금및현금성자산	4,835	4,413	41,102	58,819	68,799
유동금융자산	2,064	548	2,305	2,127	621
매출채권및유동채권	52,121	53,630	49,575	45,746	60,838
재고자산	10,700	15,422	42,408	39,133	17,495
기타유동비금융자산	16,861	1,810	5,533	5,106	2,053
비유동자산	313,840	295,572	302,802	296,969	287,685
장기매출채권및비유동채권	2,531	2,716	5,625	5,190	3,081
투자자산	23,059	19,485	24,973	25,426	24,103
유형자산	260,424	247,233	245,749	239,897	234,046
무형자산	24,157	18,139	18,456	18,456	18,456
기타비유동자산	3,669	7,999	7,999	7,999	7,999
자산총계	400,420	371,394	443,725	447,900	437,491
유동부채	55,563	65,904	82,462	78,844	67,292
매입채무및기타유동채무	20,509	18,849	29,660	27,369	21,383
단기차입금	3,384	9,795	11,816	11,816	11,816
유동성장기차입금	26,323	28,188	23,802	23,802	23,802
기타유동부채	5,347	9,072	17,184	15,857	10,291
비유동부채	250,127	224,086	278,146	278,836	273,664
장기매입채무및비유동채무	174	105	13	12	119
사채및장기차입금	229,872	204,511	247,544	247,544	247,544
기타비유동부채	20,081	19,470	30,589	31,280	26,002
부채총계	305,690	289,990	360,608	357,680	340,956
자본금	4,616	4,616	4,616	4,616	4,616
주식발행초과금	13,035	13,035	13,035	13,035	13,035
이익잉여금	58,113	46,012	51,127	58,029	63,833
기타자본	14,757	11,389	11,256	11,256	11,256
지배주주지분자본총계	93,603	78,133	80,034	86,936	92,740
비지배주주지분자본총계	1,127	3,271	3,083	3,284	3,795
자본총계	94,730	81,404	83,117	90,220	96,535
순차입금	252,679	237,534	239,755	222,217	213,742
총차입금	259,579	242,495	283,162	283,162	283,162

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-6,641	-13,055	5,518	7,477	7,659
BPS	101,397	84,640	86,698	94,175	100,462
주당EBITDA	28,332	29,784	33,417	34,690	34,971
CFPS	10,883	5,674	25,290	28,002	28,229
DPS	0	0	1,360	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	-7.3	-3.3	9.1	6.7	6.6
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.4	10.1	9.1	8.2	7.9
PCFR	4.5	7.5	2.0	1.8	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.7	4.7	4.9	5.2	5.4
영업이익률(핵심)	4.7	4.7	4.9	5.2	5.4
EBITDA margin	12.4	12.4	11.8	12.6	12.8
순이익률	-2.9	-5.4	2.0	2.8	2.9
자기자본이익률(ROE)	-6.3	-13.5	6.4	8.2	7.8
투자자본이익률(ROIC)	2.2	3.0	3.4	3.6	3.7
안정성(%)					
부채비율	322.7	356.2	433.9	396.5	353.2
순차입금비율	266.7	291.8	288.5	246.3	221.4
이자보상배율(배)	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.1	4.2	5.1	5.3	4.7
재고자산회전율	14.7	17.0	9.1	6.2	8.9
매입채무회전율	12.2	11.3	10.8	8.9	10.3

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력	2017/04/06	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-24.92	-27.62
(015760)	2017/05/10	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-24.92	-31.23
	2017/06/05	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-21.43	-27.32
	2017/07/12	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-27.32
	2017/08/08	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-27.32
	2017/09/18	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-33.30
	2017/10/16	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-33.30
	2017/11/08	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-33.30
	2017/11/20	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-18.75	-33.30
	2018/01/15	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-35.18	-40.18
	2018/02/14	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-35.18	-44.91
	2018/04/02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-16.11	-36.22
담당자변경	2019/03/05	Buy(Re-Initiate)	44,000원	6개월		

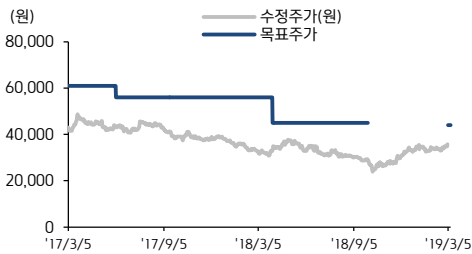
  

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국가스공사	2017/05/12	Marketperform (Maintain)	50,000원	6개월	1.64	3.40
(036460)	2017/06/05	Outperform (Upgraded)	58,000원	6개월	-12.70	-7.41
	2017/08/10	Outperform (Maintain)	56,000원	6개월	-18.70	-8.93
	2017/09/18	Buy(Upgrade)	56,000원	6개월	-20.87	-8.93
	2017/10/16	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-21.95	-8.93
	2017/11/20	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-22.00	-8.93
	2018/01/16	Outperform (Downgrade)	56,000원	6개월	-20.68	-7.86
	2018/03/02	Buy(Upgrade)	56,000원	6개월	-14.56	-11.70
	2018/04/02	Outperform (Downgrade)	56,000원	6개월	-0.73	15.18
담당자변경	2019/03/05	Buy(Re-Initiate)	65,000원	6개월		

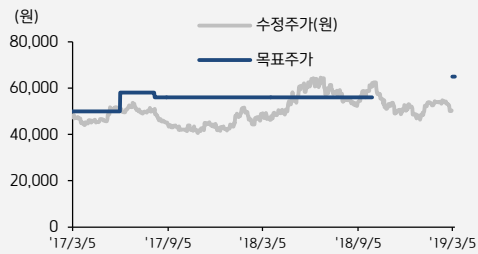
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이

한국전력(015760)



한국가스공사(036460)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%