

2020. 9. 25



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

LS ELECTRIC(010120)	Buy	80,000원
---------------------	-----	---------

관심종목

한국가스공사(036460)	Buy	33,000원
한국전력(015760)	Buy	25,000원

유틸리티

3Q20 Preview:
편하면 내리막길, 힘들면 오르막길

- ✓ 하반기 한국전력 실적 예상보다도 호조, 한국가스공사는 연내 실적 부진 지속
- ✓ 우호적 매크로 변수 감안 시 2021년 유틸리티 업종 실적 눈높이 높아질 전망
- ✓ 실적보다 구조적 변화에 주목. 특히 2H20에 연료비연동제, RE100 등 이벤트 산재
- ✓ Upstream 보다는 친환경 투자에 손해가 가능한 Downstream에 주목.
Upstream 내에서는 한국전력 대비 개선될 여지가 많은 한국가스공사를 선호

매크로 변수는 한국전력에 우호적, 2021년부터는 가스공사도 반등

한국전력 3분기 연결 영업이익은 2,38 조원(+92.0% YoY)을 기록하며 급격히 개선될 전망이다. 유가 하락이 후행적으로 작용하며 SMP 및 연료 투입단가가 급감하기 때문이다. 한국가스공사는 해외사업 실적 부진이 3분기에 심화되며 -2,275 억원(적화 YoY)의 연결 영업이익을 기록할 전망이다. 다만 내년부터는 손상차손 규모 축소와 환율 하락 안정화로 인해 순이익 정상화를 기대해볼 수 있다. LS ELECTRIC은 COVID-19 영향으로 3분기 실적(연결 영업이익 298 억원, -43.9% YoY)은 부진하나, 전력인프라 및 융합 사업부의 수주 흐름은 긍정적이다.

연료비 연동제 추진, RE100 시행 등 주요 이벤트 산재

연말까지 주가에 유의미한 영향을 줄 수 있는 이벤트가 산재해 있다. 연료비 연동제는 한국전력에 있어 중립 이상의 이벤트이나, 실제 실행 여부를 판단하기까지는 시간이 필요하며 실행이 되더라도 근본적인 문제인 환경 비용을 해결해주는 것은 못할 것으로 판단한다. 한편, RE100 시행은 친환경 투자 주체를 발전사에서 제조업체로 넓힌다. 특히 분산형 전원의 확산을 가져올 수 있는 변화이며, 이에 따른 친환경, 분산형 전력 밸류체인의 손해가 기대된다.

실적보다 구조적 방향성에 주목. Upstream보다 Downstream 선호

친환경 정책 강화에 따라 Upstream 보다 Downstream(태양광, 풍력, 연료전지, 송배전 및 ESS)에 모멘텀이 집중되는 상황이 지속될 전망이다. LS ELECTRIC의 사업 포트폴리오는 친환경, 분산형 전원으로의 전환에 핵심에 자리하고 있어 3분기 실적을 바탕으로 구조적인 성장 구간에 진입할 전망이다. Upstream 내에서는 손상차손 안정화 이후 안정적 배당이 가능하며, 수소 사업 기대감이 존재하는 한국가스공사를 선호한다. 한국전력은 연말 배당 매력에 대한 기대감만으로 트레이딩 매력이 존재하나, 구조적으로는 환경비용 문제에 대한 해결책이 필요하다.

3Q20 Preview: 같은 불황 다른 실적

한걸음 늦게 맞이하는 COVID-19

3분기 COVID-19 영향은
업체별로 상이

전세계가 COVID-19 사태를 맞이한 지도 반년 이상이 지났다. 그러나 원자재 투입 시점까지 4~5개월이 소요되는 특성 상 유틸리티 사업에서 COVID-19 영향은 3Q20부터 본격화되고 있다. 다만 그 방향성은 업체별로 상이하다.

LS ELECTRIC은 상반기 수주
약세가 3분기 실적에 반영

LS ELECTRIC은 COVID-19로 인한 상반기 수주 약세가 후행적으로 실적에 반영되며 3분기 영업이익이 시장 기대치를 하회할 전망이다. 그러나 4분기부터 실적 개선이 가능하며, 2021년부터는 '그린 뉴딜' 등 정책적 수혜를 등에 업고 구조적 성장이 이뤄질 전망이다.

한국가스공사는 해외 사업의
수익성 악화 예상

한국가스공사 별도 실적에 있어 COVID-19 영향은 미미하나, 해외 사업은 지대한 악영향을 받고 있다. 호주 GLNG는 유가 하락의 영향을 후행하여 인식하면서 3분기 적자 전환할 전망이며, Prelude 역시 생산 정상화가 지연되고 있다. 그러나 추가적인 측면에서는 영업이익보다 손상차손 규모 축소에 따른 순이익 정상화 여부가 중요하다.

한국전력은 예상보다 좋은
하반기 실적 전망

한국전력은 3분기 연결 영업이익 2.38조원(+92.0% YoY)의 호실적을 기록할 전망이다. COVID-19로 인해 1)SMP 및 연료비가 하락하며 원가가 큰 폭으로 감소하고, 2)전년 대비 주택 전력 판매 비중이 높아지며 믹스 개선이 나타나기 때문이다. 태풍으로 인해 원전 6기가 가동 중지되며 3분기 실적 개선 폭이 시장 예상치보다는 다소 낮은 수준이나, 4분기 실적은 시장 기대치를 상회할 수 있다.

표1 유틸리티 업종 3Q20 Preview 요약

(십억원)		3Q20E	3Q19	% YoY	컨센서스	(% diff)	특이사항
LS ELECTRIC (010120)	매출액	537.3	548.3	-2.0	554.4	-3.1	<ul style="list-style-type: none"> 전년 대비 실적 악화 요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)COVID-19로 인한 수주 악화, 수출 물량 감소 2)담합 이슈로 인한 공공기업 입찰 제한 컨센서스 하회요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)COVID-19로 인한 수주 악화, 수출 물량 감소
	영업이익	29.8	53.2	-43.9	38.7	-22.9	
	세전이익	26.3	51.6	-49.0	36.1	-27.0	
	지배순이익	19.5	38.2	-49.0	24.8	-21.4	
한국가스공사 (036460)	매출액	2,968.1	4,520.4	-34.3	3,554.6	-16.5	<ul style="list-style-type: none"> 전년 대비 실적 악화 요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)유가 하락 및 생산 차질로 일부 해외사업 적자 전환 2)금리 하락으로 인한 적정투자보수율 감소 컨센서스 하회요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)해외 사업 생산 정상화 지연
	영업이익	-227.5	-160.0	적확	-170.0	N/A	
	세전이익	-381.6	-283.1	적확	-339.5	N/A	
	지배순이익	-273.9	-226.5	적확	-273.0	N/A	
한국전력 (015760)	매출액	15,777.1	15,912.3	-0.8	15,757.1	0.1	<ul style="list-style-type: none"> 전년 대비 실적 개선 요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)SMP 및 연료비 하락 효과로 큰 폭의 원가 절감. 2)주택용 전력 판매 비중 증가로 믹스 개선 컨센서스 하회요인: <ul style="list-style-type: none"> 1)태풍으로 인한 원전 가동 중지
	영업이익	2,379.1	1,239.3	92.0	2,717.4	-12.5	
	세전이익	1,283.5	306.6	318.7	2,182.7	-41.2	
	지배순이익	889.5	222.8	299.3	1,604.9	-44.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

저유가 예상보다 장기화, 안정화되는 환율

저유가 기조 지속은 한국전력에
호재, 가스공사에 악재

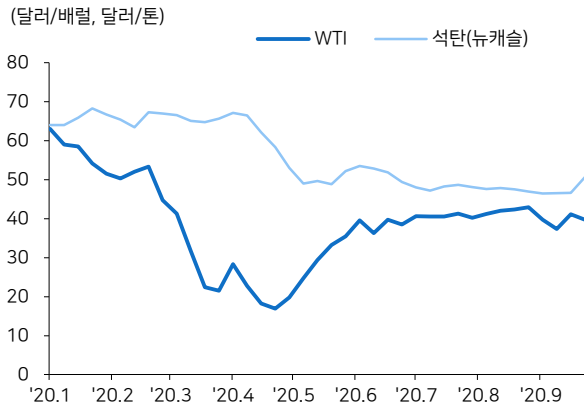
43달러 수준까지 상승했던 WTI 가격은 다시 40달러 수준으로 회귀했으며, 석탄 역시 하락세가 지속되고 있다. 이에 따라 한국전력 연료비 감소 효과는 2H20를 넘어 2021년까지 지속될 가능성이 높아졌다. 환율 하락이 동반될 경우 소폭의 증익도 바라볼 수 있다. 반면, 한국가스공사의 해외사업 실적에 대해서는 2021년 상반기까지 보수적으로 바라보아야 한다.

환율 하락 안정세는 유틸리티
전반에 긍정적 영향

2Q20 1,200원을 상회하던 환율은 1,100원 중반대로 안정화되며 유틸리티 산업 전반에 긍정적 영향을 주고 있다. 당사에서는 환율 하향 안정화가 내년까지 지속될 것으로 전망하고 있다. 이는 한국전력의 2021년 투입 원가를 감소시키며, 한국가스공사의 2021년 외화손익 및 별도 이익을 개선시키는 효과가 있다.

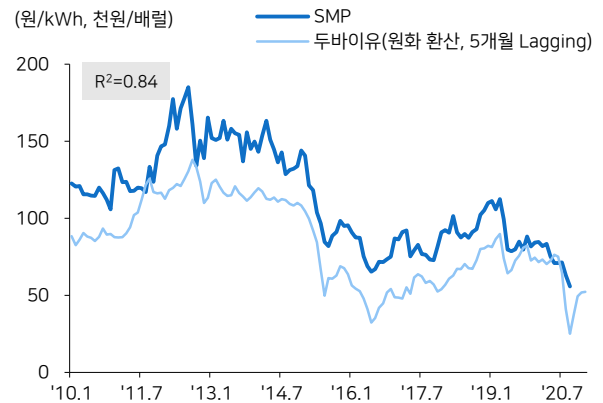
매크로 변수는 한국전력에 우호적으로, 한국가스공사에 다소 비우호적이나, 다른 한편 주가에 있어서는 환경 정책 등 구조적인 문제의 영향력이 강한 상황이다.

그림1 WTI 가격 및 석탄 가격 추이



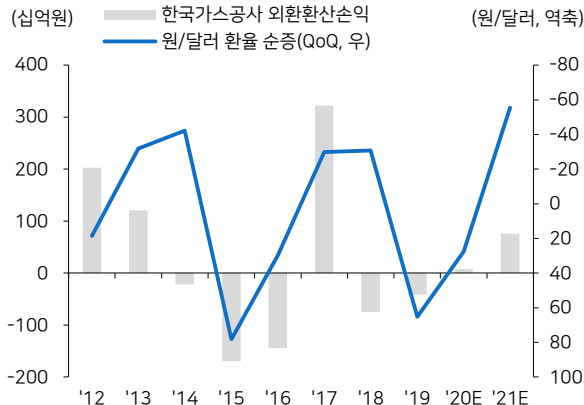
자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림2 원화 환산 유가와 SMP 간 밀접한 상관관계



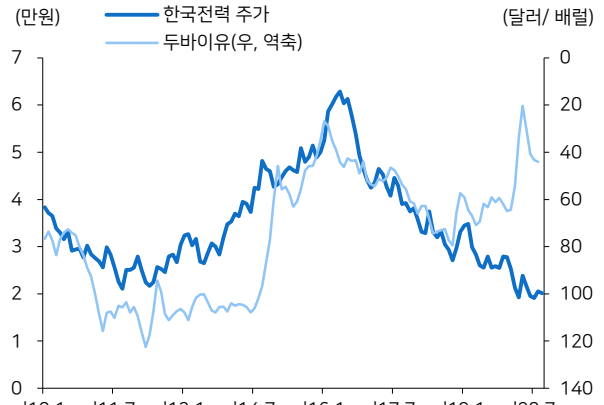
자료: 전력거래소, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 환율 하락 시 한국가스공사 외환손익 증가



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 최근 감소 중인 유가와 한전 주가 간 역의 상관관계



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

3Q20 유틸리티 업종 이슈 점검

①한국전력, 연료비 연동제 추진

한국전력, 원자재 가격을 요금에 반영하는 연료비 연동제 추진

언론 보도에 따르면 한국전력은 연말 이사회에서 연료비 연동제를 의결하는 것을 목표로 정부와 구체적인 실행 방안을 검토 중이다. 연료비 연동제는 원자재 가격 변동으로 인한 연료비 증감을 전력 요금에 반영하는 제도로, 원자재 가격에 따른 실적 변동성을 낮춰준다는 면에서 긍정적인 이벤트이다. 현 시점에서 시행 시 오히려 요금이 낮아진다는 측면에서 협의가 이루어질 가능성도 상대적으로 높다.

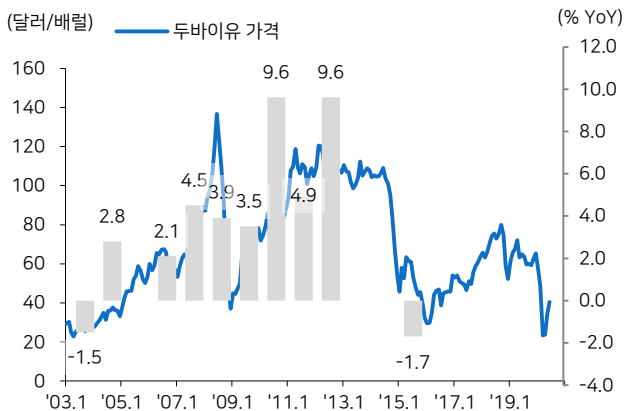
연료비 연동제를 넘어 전력구입비 연동제 실시가 필요

그러나 저평가 탈피를 위해서는 연료비 연동제 그 이상이 필요하다. 최근 가파르게 증가 중인 한국전력의 환경 비용을 요금에 반영시킬 수 있는 대책이 절실하다. REC(Renewable Energy Certificate) 보전 비용 및 탄소배출권 비용 등 환경 비용은 연결 매출의 10%를 상회하는 수준으로 증가한 상황이다. 이에 더해 9월 불거진 화력발전세 인상 논의는 연간 1,500~3,500억원의 추가 비용을 발생시킬 수 있다. 원자재 가격 변동분 뿐만 아니라 환경 비용까지 가격에 전가시킬 수 있는 '전력구입비 연동제'가 실시가 이루어지면 밸류에이션 재평가가 가능하다.

연료비 연동제 협의 이후에도 실행 여부 확인은 시간이 필요

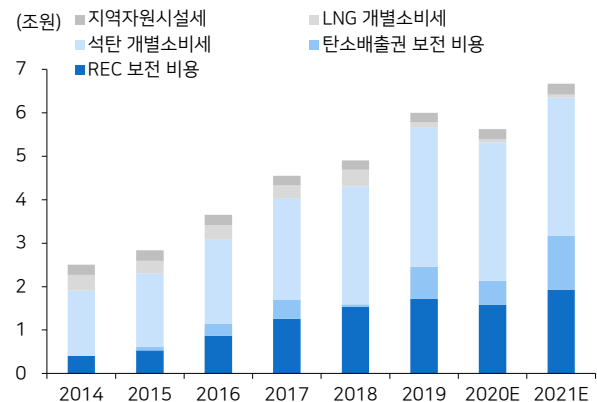
한편 연료비 연동제 실시가 협의된다고 해도, 유가 상승 시에 실행 여부를 확인하기까지는 시간이 필요하다. 2011년 7월 연료비 연동제 실행이 결의된 이후 한번도 시행되지 않다가 2014년 6월 폐지된 사례를 참고할 필요가 있다.

그림5 그간 연료비와 상관없이 조정되어온 전력요금



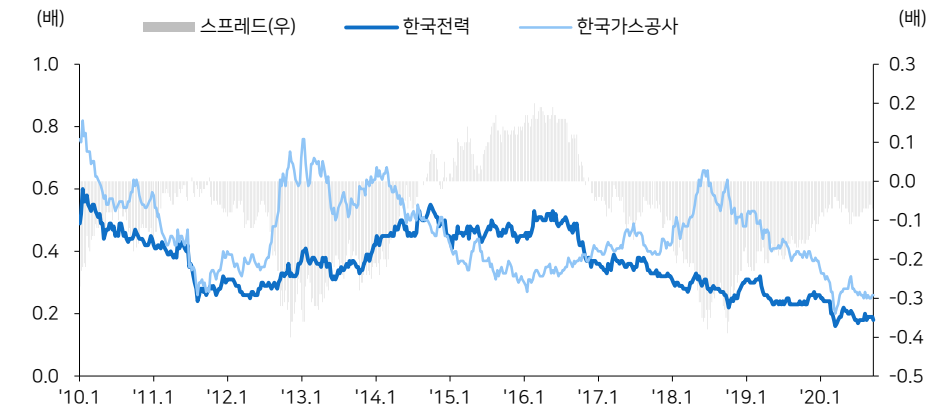
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국전력의 환경비용 추이 및 전망



주: 연결 기준, 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국전력과 한국가스공사의 선행 12개월 PBR 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

② RE100, 한국도 한다

RE100은 대기업에게 재생에너지 사용을 촉구하는 글로벌 캠페인

RE100은 2050년까지 전력의 100%를 재생에너지에서 조달하는 것을 목표로 하는 글로벌 대기업 대상 캠페인으로, 현재 애플, 구글, BMW 등 250개 이상의 글로벌 기업이 참여 중이다. RE100 이행 수단 중 하나는 파트너사에 재생에너지 사용을 요구하는 것으로, 한국 기업 역시 압력을 받고 있으나 국내에서는 재생에너지를 선택적으로 구매하는 제도가 없어 본격적인 참여가 불가능한 상황이다.

국내에서도 하반기부터 제도적 기반 마련

이에 산업통상자원부는 녹색프리미엄제 도입, 제조기업의 REC 구입 허용, 제3자 PPA(Power Purchase Agreement) 등의 제도적 장치를 통해 RE100 이행을 지원할 방침이다. 각 제도별로 시행 시점은 상이하나, 전반적으로 2021년 초부터 제도적 기반이 마련될 예정이다. 녹색프리미엄제와 탄소배출권 시장과의 연동이 무산되면서 전반적인 RE100 참여도는 기대보다 저조할 수 있으나, 삼성전자, SK하이닉스, LG화학 등 글로벌 제조업체들 위주의 수요는 여전한 상황이다.

표2 RE100 이행 수단별 주요 내용

이행수단	설명
① 녹색 프리미엄제	<ul style="list-style-type: none"> 한전이 구입한 재생에너지 전력(RPS, FIT)에 대해 녹색 프리미엄을 부과하여 일반 전기요금 대비 높은 가격으로 판매 (한전, '20.12월 1차 입찰) 녹색 프리미엄 판매 재원은 에너지공단인 재생에너지에 재투자 예정
② 인증서(REC) 구매	<ul style="list-style-type: none"> 전기소비자가 RPS 의무이행에 활용되지 않은 재생에너지 공급인증서(REC)를 직접 구매 RE100용 REC 거래 플랫폼 개설 예정 (에너지공단, '21.1월)
③ 제3자 PPA	<ul style="list-style-type: none"> 한전을 중개로 재생에너지 발전사업자와 전기소비자간 전력거래계약 체결 추진 (한전, '21.1월). 기존에는 한전을 통해서만 전력 거래가 가능 발전사업자 ↔ 한전, 한전 ↔ 전기소비자 등 2개 계약 체결
④ 지분 투자	<ul style="list-style-type: none"> 제조업 등 전기소비자가 재생에너지 발전사업에 직접 투자
⑤ 자가 발전	<ul style="list-style-type: none"> 제조업 등 전기소비자가 자기 소유의 자가용 재생에너지 설비를 설치하고 생산된 전력을 직접 사용

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

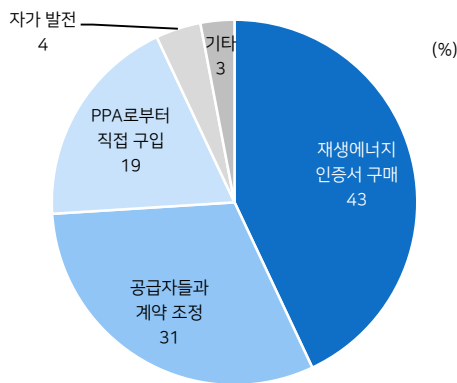
RE100은 한국전력에 중립적 이슈

RE100 시행은 한국전력에는 중립적인 이슈로 판단된다. 1) 녹색프리미엄제 판매 차액은 결과적으로 에너지공단이 수취하게 되므로 한국전력 손익에는 영향 없다. 2) 제조업체들의 REC 구매 허용은 RPS 비율 상향 필요성을 낮춰준다는 점에서는 긍정적이나, REC 가격 상승 요인으로 작용할 수 있다. 3) 제3자 PPA의 경우 송배전망 이용료 산정이 관건이다. 이용료 수준이 결정된 이후 손익에 대한 효과를 가늠할 수 있을 전망이다.

친환경 밸류체인에는 명확한 호재

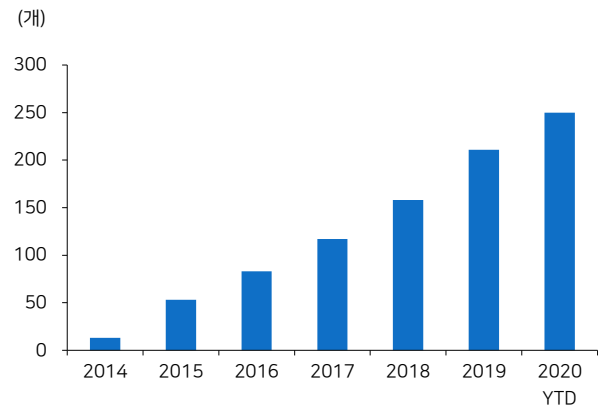
RE100은 태양광, 풍력, 연료전지, ESS 등 Downstream에서 좀 더 명확한 호재이다. 신재생에너지 투자 주체가 기존 한전 자회사 등 발전사에서 삼성전자, SK하이닉스, LG화학 등 제조업체로 확대되었기 때문이다. 또한 RE100 시행을 통해 전력 소비자(제조업체)가 전력을 직접 생산하는 분산형 전원으로의 전환이 빨라질 전망이다. 분산형 전원이 확산되면 배전망 투자가 증가하며, ESS 등 에너지 저장 장치의 중요성이 증가한다. ESS 및 배전망 관련 업체에 주목할 필요가 있다.

그림8 글로벌 기업들의 RE100 이행 수단



주: 2018년 기준, 자료: RE100, 메리츠증권 리서치센터

그림9 RE100 참여 기업 수



자료: RE100, 메리츠증권 리서치센터

표3 RE100 관련 규정 정비 계획

구분	관련 규정
RE100 근거	■ 신재생에너지 보급고시 개정 (산업부, '20.10월)
녹색 프리미엄제	■ 전기요금 약관 개정 (한전, '20.11월) ■ 에너지이용합리화법 시행령 개정 (산업부, '20.11월)
인증서(REC) 구매	■ 전력시장운영규칙 개정 (전력거래소, '20.11월) ■ 공급인증서 발급 및 거래시장 운영규칙 개정 (에너지공단, '20.11월)
제3자 PPA	■ 전기사업법 시행령 개정 (산업부, '20.10월) ■ 제3자 PPA 시행고시 제정 (산업부, '20.11월)

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림10 물류센터 위에 태양광을 설치한 BGF리테일



자료: 한화큐셀, 메리츠증권 리서치센터

③ 9차 전력수급 기본계획

연내 발표될 9차 기본계획에서
'환경급전' 실행 방안에 주목

8차 이후 3년 만에 발표되는 9차 전력수급 기본계획은 장기적인 발전 믹스를 가늠할 수 있는 잣대로, 현재 산업통상자원부가 환경부와 막바지 협의 중이며 연내 확정될 것으로 알려져 있다. 1) 추가적인 원자력 및 석탄 발전 설비 감축이 이뤄질지, 2) '환경급전' 시행을 위해 어떠한 조치들이 이뤄질지가 관전 포인트다. 특히 환경급전 시행 방안은 계획 발표가 미뤄지고 있는 주요 원인으로, 탄소배출권과의 연계 등 본격적인 조치가 이뤄진다면 LNG 발전량 전망치가 상향될 수 있다.

④ 전기사업법 개정안 통과 여부에 주목

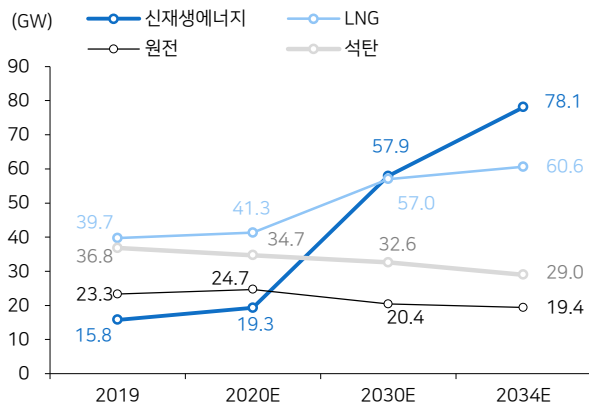
한국전력 발전 사업 진출한다면
신재생 성장 탄력받을 전망

하반기 다수의 전기사업법 개정안이 발의된 바 있다. 대표적으로, 지난 7월 더불어민주당 송갑석 의원은 한국전력 별도법인이 대규모 신재생에너지에 한해 발전 사업을 영위할 수 있도록 하는 전기사업법 개정안을 발의했다. 이후 한국전력은 부사장 직속으로 '해상풍력사업단'을 발족했는데, 이것이 개정안 통과를 대비한 움직임이라는 해석도 제시되고 있다. 신재생에너지 투자 재원이 늘어난다는 점에서 신재생 관련 기자재 업체에는 긍정적인 이슈이며, 한국전력에 대한 영향은 투자비 증가가 요금인상으로 이어질지 여부에 따라 엇갈릴 전망이다.

가정용 태양광의 전력 판매 허용
된다면 분산형 전원 확대될 전망

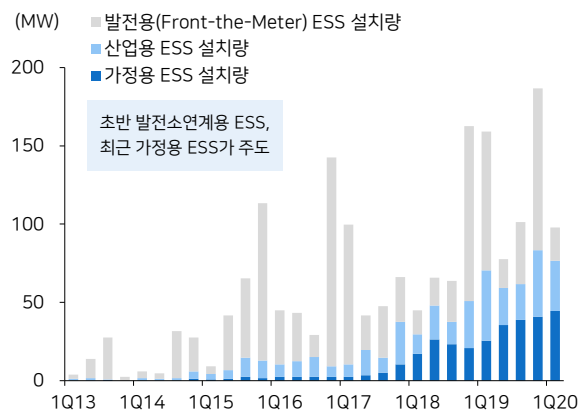
한편, 8월 더불어민주당 송재호 의원은 10kw 이하 일반용 발전설비도 한전에 전력을 판매할 수 있게 하는 전기사업법 일부개정안을 대표 발의한 바 있다. 해당 법안이 통과되면 미국의 'Net Metering'과 유사한 환경이 마련되게 된다. 현재 소규모 일반용 발전설비는 한전에 남은 전기를 무료로 송출해주는 실정인데, 이를 되팔 수 있는 환경이 조성되면 주택이 태양광, 연료전지 등 자가 발전을 설치할 최소한의 인센티브가 발생한다. 이에 따라 분산형 전원 시장의 개화 시기도 앞당겨질 전망이다.

그림11 9차 전력수급 기본계획 초안 상 발전 설비 용량



자료: 제9차 전력수급기본계획 워킹그룹, 메리츠증권 리서치센터

그림12 가정용 위주로 발전 중인 미국 ESS 시장



자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 9. 25

▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

LS ELECTRIC 010120

3Q20 Preview: 마지막 고비

- ✓ 3Q20 영업이익 298억원으로 컨센서스(400억원) 하회 예상
- ✓ 3분기 고비 이후 4분기부터 실적 회복세. 2021년부터 구조적 성장 본격화
- ✓ 'RE100' 시행 통한 분산형 전원 확대 → ESS 및 전력기기 수혜 기대
- ✓ 2021년 PER 11.7배 수준으로 역사적 평균 대비 저평가
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 80,000원으로 +14.2% 상향

Buy

적정주가 (12개월) **80,000 원**
현재주가 (9.24) **54,300 원**
상승여력 **47.3%**

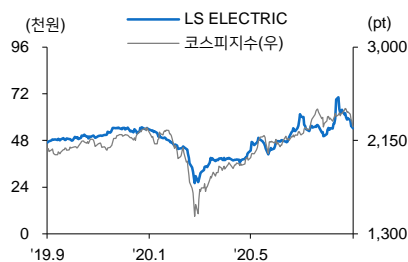
KOSPI	2,272.70pt
시가총액	16,290억원
발행주식수	3,000만주
유동주식비율	51.75%
외국인비중	14.91%
52주 최고/최저가	70,200원/26,100원
평균거래대금	104.6억원

주요주주(%)

LS	46.00
국민연금공단	13.18
신영자산운용	5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8	96.0	12.9
상대주가	8.5	38.9	4.4

주가그래프



3Q20 실적 컨센서스 하회 전망

3Q20 매출액은 5,373 억원(-2.0% YoY) 영업이익은 298 억원(-43.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(영업이익 400 억원)을 하회할 전망이다. COVID-19 영향으로 전력인프라 및 융합사업부의 수주 흐름이 상반기 약세를 보였던 것이 원인이다. 전력기기 사업부 내 수출 물량도 COVID-19 에 악영향을 받았다. 다만 수주 잔고는 2 분기 대비 반등할 가능성이 높다. 본격적인 실적 회복은 영암 태양광 프로젝트 관련 일부 환입 매출이 발생하고, 한국전력 입찰 제한이 해제되는 4 분기부터 나타날 전망이다.

이번 분기를 끝으로 구조적 성장세 진입

2021 년 매출은 2 조 6,252 억원(+9.6% YoY), 영업이익은 2,053 억원(+29.9% YoY)을 전망한다. 한국전력 송변전 투자 및 IT 위주의 대기업 투자가 증가하며 전력인프라 사업부 영업이익은 약 두 배 증가한 396 억원을 기록할 전망이다. 융합사업부는 적자가 지속될 것으로 가정하였으나, ESS 및 태양광 수주 기회가 늘어남에 따라 추후 전망치 상향 가능성이 높다. 2021 년 이후에도 분산형 전원 확대, 수출 비중 증가에 따른 구조적 성장이 예상된다.

우호적 산업 환경, 부담없는 밸류에이션

'그린 뉴딜' 이후로도 우호적 정책 흐름이 지속되고 있다. 특히 '기업 RE100' 시행은 분산형 전원 활성화를 통해 동사의 ESS, 태양광 및 전력기기, 전력 인프라 사업에 직접적으로 모멘텀을 발생시켜 줄 수 있는 요인이다. 반면, 밸류에이션은 역사적 평균 대비 저평가 수준이다(2021E PER 11.7 배). 장기 성장성이 단기 악재에 가려진 지금이 매수 적기라는 판단이다. 투자 의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 80,000 원으로 +14.2% 상향한다. 밸류에이션 기준을 3Q20~2Q21 순이익에서 2021 년 순이익으로 변경했다.

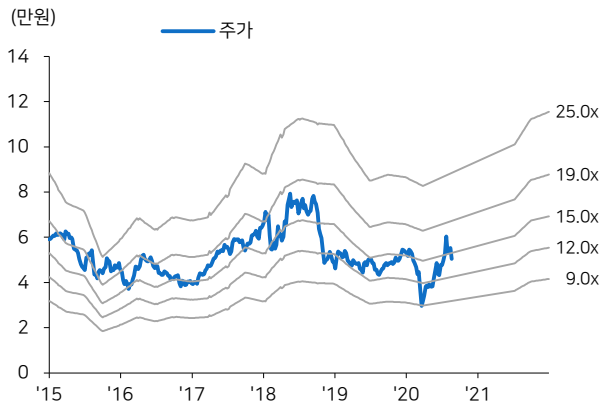
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,485.0	205.1	131.6	4,385	24.7	43,150	11.2	1.1	5.6	10.8	85.4
2019	2,346.9	168.6	103.9	3,462	-22.1	45,353	15.8	1.2	6.5	7.8	86.3
2020E	2,396.2	158.0	98.1	3,271	-6.2	46,364	16.6	1.2	6.4	7.1	69.5
2021E	2,625.2	205.3	138.7	4,625	40.7	49,718	11.7	1.1	5.1	9.6	67.6
2022E	2,733.9	229.7	154.9	5,162	11.6	53,609	10.5	1.0	4.5	10.0	64.0

표4 LS ELECTRIC 3Q20 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	537.3	548.3	-2.0	598.3	-10.2	554.4	-3.1
영업이익	29.8	53.2	-43.9	38.8	-23.1	38.7	-22.9
세전이익	26.3	51.6	-49.0	31.6	-16.7	36.1	-27.0
지배순이익	19.5	38.2	-49.0	24.2	-19.7	24.8	-21.4

자료: LS ELECTRIC, 메리츠증권 리서치센터

그림13 12개월 Trailing PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 LS ELECTRIC 적정주가 산출

구분	값	내용
지배순이익(십억원)	138.7	2021년 예상
적용 멀티플(배)	17.4	2016년부터 ESS 화재 본격화 전('18.10) 이전까지의 평균
적정 시가총액(십억원)	2,414	
발행 주식수(백만주)	30,000	기간 평균
적정 주가(원)	80,000	
현재 주가(원)	54,300	
상승 여력(%)	47.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 LS ELECTRIC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출	635.6	598.3	537.3	625.1	631.7	668.6	649.6	675.4	2,485.0	2,346.8	2,396.2	2,625.2
매출 성장률(% YoY)	22.6	3.0	-2.0	-10.6	-0.6	11.8	20.9	8.1	6.0	-5.6	2.1	9.6
별도 매출	509.7	469.1	379.5	479.0	478.9	509.7	495.1	527.5	1,905.1	1,810.1	1,837.2	2,011.2
전력기기	168.5	167.8	160.2	165.1	172.6	171.9	167.0	169.1	633.9	661.9	661.6	680.6
전력인프라	157.6	166.8	100.0	160.0	143.5	175.9	166.8	202.8	649.9	622.7	584.4	689.0
자동차	70.7	70.4	69.5	71.3	76.3	76.0	75.0	76.9	293.3	269.0	281.9	304.2
융합	112.8	64.7	49.8	82.6	86.6	86.0	86.3	78.7	328.1	256.5	309.8	337.5
자회사 매출	136.5	148.8	169.6	159.9	167.4	175.0	168.1	163.3	635.5	593.5	614.8	673.8
LS메탈	82.5	79.9	93.2	97.2	97.2	94.3	94.3	94.3	322.4	297.4	352.8	380.2
한국 자회사	15.7	17.7	8.5	13.3	15.8	17.7	8.5	13.3	59.5	46.4	55.2	55.3
중국 자회사	34.3	44.3	57.3	43.9	44.2	58.7	57.9	44.3	224.9	219.5	179.8	205.1
베트남 자회사	4.0	6.9	10.6	5.5	10.2	4.3	7.4	11.3	28.7	30.2	27.0	33.2
연결 조정	10.6	-19.6	-11.8	-13.9	-14.7	-16.1	-13.6	-15.4	-55.6	-56.7	-55.8	-59.8
연결 영업이익	40.5	38.8	29.8	48.9	45.8	55.5	50.1	53.8	205.0	168.5	158.0	205.3
영업이익 성장률(% YoY)	41.2	-10.8	-43.9	13.1	13.2	43.1	67.9	10.1	29.4	-17.8	-6.2	29.9
별도 영업이익	40.6	29.8	24.4	45.7	41.4	48.4	44.5	50.3	174.8	154.7	140.5	184.6
전력기기	31.6	31.4	28.8	30.5	33.1	32.9	31.1	31.9	120.8	124.8	122.3	129.1
전력인프라	5.4	8.1	-1.4	7.1	4.0	10.5	8.5	16.6	44.9	13.2	19.2	39.6
자동차	6.4	7.3	7.0	5.6	6.9	7.9	7.6	6.0	40.4	23.1	26.3	28.4
융합	-2.9	-17.0	-10.0	2.5	-2.7	-2.8	-2.7	-4.3	-31.2	-6.5	-27.4	-12.5
자회사 영업이익	1.5	7.9	5.8	3.5	4.3	7.7	6.0	3.6	22.9	16.7	18.8	21.5
LS메탈	0.4	2.1	0.8	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	1.6	0.5	4.5	3.9
한국 자회사	0.3	1.3	-0.6	0.0	0.5	1.0	-0.6	0.0	3.7	-4.2	1.0	0.9
중국 자회사	1.3	4.5	5.2	2.3	2.3	5.6	5.4	2.4	16.4	19.7	13.3	15.7
베트남 자회사	-0.5	0.0	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	1.2	0.7	0.0	1.0
연결 조정	-1.6	1.1	-0.4	-0.3	0.2	-0.6	-0.3	-0.1	7.3	-2.8	-1.3	-0.8
연결 영업이익률(%)	6.4	6.5	5.6	7.8	7.3	8.3	7.7	8.0	8.3	7.2	6.6	7.8
별도 영업이익률(%)	8.0	6.4	6.4	9.5	8.6	9.5	9.0	9.5	9.2	8.5	7.6	9.2
전력기기(%)	18.8	18.7	18.0	18.5	19.2	19.1	18.7	18.9	19.1	18.9	18.5	19.0
전력기기(%)	3.4	4.9	-1.4	4.4	2.8	6.0	5.1	8.2	6.9	2.1	3.3	5.8
자동차(%)	9.1	10.4	10.1	7.8	9.1	10.4	10.1	7.8	13.8	8.6	9.3	9.3
융합(%)	-2.6	-26.3	-20.2	3.0	-3.1	-3.3	-3.2	-5.4	-9.5	-2.5	-8.9	-3.7
자회사 영업이익률(%)	1.1	5.3	3.4	2.2	2.6	4.4	3.6	2.2	3.6	2.8	3.1	3.2
LS메탈(%)	0.5	2.6	0.9	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.5	0.2	1.3	1.0
한국 자회사(%)	1.9	7.3	-6.7	-0.2	3.1	5.6	-6.7	-0.2	6.2	-9.1	1.8	1.6
중국 자회사(%)	3.8	10.2	9.2	5.2	5.3	9.6	9.3	5.3	7.3	9.0	7.4	7.7
베트남 자회사(%)	-12.5	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.2	2.3	-0.1	3.0
세전이익	33.0	31.6	26.3	44.3	40.3	51.5	46.6	49.4	177.8	147.0	135.3	187.7
법인세비용	11.3	8.0	7.2	12.2	11.1	14.2	12.8	13.6	39.9	42.5	38.7	51.6
법인세율(%)	34.2	25.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	22.4	28.9	28.6	27.5
당기순이익	21.7	23.8	19.1	32.1	29.2	37.3	33.8	35.8	132.2	103.0	96.7	136.1
순이익률(%)	3.4	4.0	3.6	5.1	4.6	5.6	5.2	5.3	5.3	4.4	4.0	5.2
순이익 성장률(% YoY)	-17.5	-8.2	-49.8	150.2	34.6	57.1	76.8	11.4	24.7	-22.1	-6.2	40.7
지배주주순이익	21.7	24.2	19.5	32.8	29.8	38.1	34.4	36.5	131.6	103.9	98.1	138.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

LS ELECTRIC (010120)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,485.0	2,346.9	2,396.2	2,625.2	2,733.9
매출액증가율 (%)	6.0	-5.6	2.1	9.6	4.1
매출원가	2,006.2	1,890.4	1,951.4	2,110.0	2,170.6
매출총이익	478.7	456.4	444.8	515.2	563.3
판매관리비	273.7	287.9	286.8	309.9	333.7
영업이익	205.1	168.6	158.0	205.3	229.7
영업이익률	8.3	7.2	6.6	7.8	8.4
금융손익	-5.0	8.4	-4.3	-0.1	-0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-22.3	-30.0	-18.4	-17.5	-20.1
세전계속사업이익	177.8	147.0	135.3	187.7	209.5
법인세비용	39.9	42.5	38.7	51.6	57.6
당기순이익	132.2	103.0	96.7	136.1	151.9
지배주주지분 순이익	131.6	103.9	98.1	138.7	154.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	204.7	216.1	242.1	213.6	266.4
당기순이익(손실)	132.2	103.0	96.7	136.1	151.9
유형자산상각비	68.0	76.5	89.5	110.9	127.2
무형자산상각비	18.0	18.4	15.9	13.4	11.5
운전자본의 증감	-74.0	9.4	14.5	-41.3	-18.9
투자활동 현금흐름	67.4	-78.6	-189.8	-189.3	-192.2
유형자산의증가(CAPEX)	-55.2	-77.5	-170.5	-192.7	-196.5
투자자산의감소(증가)	-59.1	-12.5	2.0	-0.6	-0.3
재무활동 현금흐름	-80.6	-57.8	-201.2	-36.5	-38.0
차입금의 증감	-29.3	2.5	-149.9	0.2	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	194.1	78.9	-149.4	-12.2	36.1
기초현금	261.5	455.6	534.5	385.1	372.9
기말현금	455.6	534.5	385.1	372.9	409.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,536.1	1,666.9	1,410.9	1,479.8	1,554.5
현금및현금성자산	455.6	534.5	385.1	372.9	409.0
매출채권	539.4	541.7	484.2	523.2	541.8
재고자산	196.6	196.3	175.5	189.6	196.3
비유동자산	869.8	871.2	947.3	1,016.2	1,074.3
유형자산	553.7	553.8	636.0	717.7	787.1
무형자산	127.4	113.7	101.3	87.9	76.4
투자자산	103.7	116.2	114.2	114.7	115.0
자산총계	2,405.8	2,538.1	2,358.1	2,496.0	2,628.8
유동부채	700.2	753.8	593.3	632.3	650.9
매입채무	202.2	260.3	232.7	251.4	260.3
단기차입금	61.1	47.3	46.3	46.3	46.3
유동성장기부채	149.9	164.2	62.2	62.2	62.2
비유동부채	408.2	421.7	373.7	374.6	375.0
사채	399.1	399.1	348.7	348.7	348.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,108.4	1,175.5	967.0	1,006.9	1,025.9
자본금	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
자본잉여금	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	-14.5	-11.5	-6.9	-6.9	-6.9
이익잉여금	1,183.3	1,246.4	1,272.5	1,373.1	1,489.9
비지배주주지분	3.0	2.1	0.3	-2.4	-5.3
자본총계	1,297.5	1,362.7	1,391.2	1,489.1	1,602.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	82,833	78,228	79,873	87,508	91,131
EPS(지배주주)	4,385	3,462	3,271	4,625	5,162
CFPS	10,784	8,914	8,891	10,405	11,608
EBITDAPS	9,702	8,783	8,782	10,987	12,278
BPS	43,150	45,353	46,364	49,718	53,609
DPS	1,200	1,200	1,250	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	15.8	16.6	11.7	10.5
PCR	4.5	6.1	6.1	5.2	4.7
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
EBITDA	291.1	263.5	263.5	329.6	368.4
EV/EBITDA	5.6	6.5	6.4	5.1	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	7.8	7.1	9.6	10.0
EBITDA 이익률	11.7	11.2	11.0	12.6	13.5
부채비율	85.4	86.3	69.5	67.6	64.0
금융비용부담률	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.2	10.6	10.8	18.7	20.9
매출채권회전율(x)	4.6	4.3	4.7	5.2	5.1
재고자산회전율(x)	13.7	11.9	12.9	14.4	14.2

Industry Brief
2020. 9. 25

▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, FA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

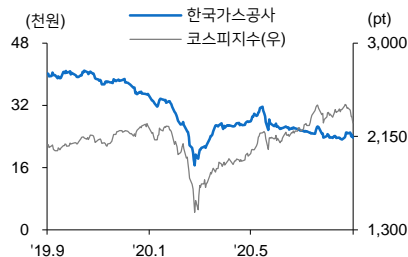
적정주가 (12개월) **33,000 원**
현재주가 (9.24) **23,700 원**
상승여력 **39.2%**

KOSPI	2,272.70pt
시가총액	21,878억원
발행주식수	9,231만주
유동주식비율	43.14%
외국인비중	8.64%
52주 최고/최저가	41,250원/16,600원
평균거래대금	60.3억원

주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1인	46.63
국민연금공단	6.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	22.5	-42.5
상대주가	0.6	-13.2	-46.9

주가그래프



한국가스공사 036460

빛 한줄만 있다면 빛날 보석

- ✓ 금리 하락과 COVID-19 영향으로 3Q20 별도 및 해외 사업 실적 모두 부진
- ✓ 중기적으로 영업이익 성장은 어려우나, 손상차손 규모 축소 및 환율 하락에 따른 순이익 정상화는 기대 가능. 2021년부터 5% 중반대의 배당 매력 발생
- ✓ 밸류에이션 역사적 하단에 거래 중이나 장기적으로 수소 사업 매력은 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 33,000원 유지

3Q20에도 COVID-19 영향 지속

3 분기 연결 영업이익은 -2,275 억원(적확 YoY)을 기록하며 컨센서스(-1,700 억원)를 하회할 전망이다. 별도 영업이익은 -2,300 억원(적확 YoY)을 예상한다. 금리 하락에 따른 적정투자보수율 감소가 2020 년 내내 별도 이익에 악영향을 미치고 있으며, 해외 사업은 COVID-19 이후 생산 활동에 문제가 발생하고 있다. 특히 호주 GLNG 와 Prelude 는 원자재 가격 하락과 생산 시설 문제로 큰 폭의 적자가 예상된다.

2021년부터 5% 중반대의 배당 매력 발생

2022 년까지 유가 하락, LNG 발전량 감소 및 직도입 증가로 인해 별도 영업이익 성장은 어렵다. 그러나 유가 하방 압력이 제한적이고, 신규 프로젝트 규모가 작다는 점에서 2021 년부터는 손상차손 규모 축소에 따른 순이익 정상화를 기대해볼 수 있다. 총괄원가제를 비교적 잘 지키는 동사는 손상차손이 없다면 1,400 원 이상의 DPS 를 꾸준히 지급할 수 있다. 일부 손상차손(2,000 억원)을 가정한 2021 년 예상 DPS 는 1,300 원(현 주가 대비 5.5%)이다. 최근 하락세인 환율도 별도 순이익에 우호적으로 작용할 전망이다.

PBR 0.29배의 부정편향에서 벗어나 수소를 바라보자

동사는 역사적 하단인 0.29 배의 PBR(2021 년 예상 기준)에 거래 중이다. 해외사업 자산손상차손 외에도 LNG 직도입에 대한 우려가 반영되었다는 판단이다. 그러나 LNG 전체 시장의 장기적 성장과 연료전지, LNG 병커링 등 신규 사업으로 LNG 수요 감소 폭은 제한적이다. 오히려 장기적으로 수소 운송 및 저장 사업에서 동사의 역할에 주목할 필요가 있다. 투자의견 Buy, 적정 주가 33,000 원을 유지한다.

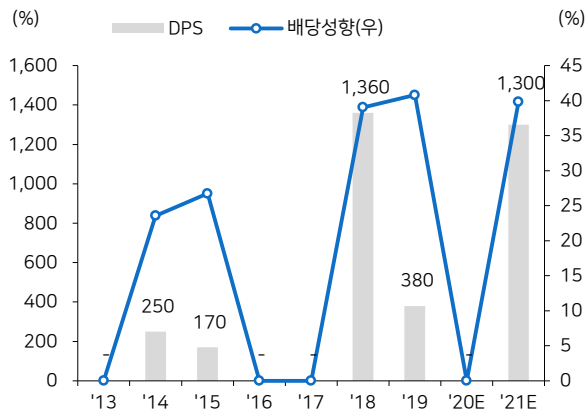
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	26,185.0	1,276.9	509.4	5,518	-144.2	88,751	8.7	0.5	10.0	6.4	367.0
2019	24,982.6	1,334.5	38.8	420	-88.9	85,073	90.1	0.4	9.9	0.5	382.6
2020E	20,124.0	933.7	-193.9	-2,100	-421.1	81,128	-11.3	0.3	10.7	-2.5	371.9
2021E	17,630.3	968.5	209.2	2,267	-213.0	82,186	10.5	0.3	10.5	2.8	342.1
2022E	16,032.0	1,045.2	312.6	3,386	49.4	84,364	7.0	0.3	10.0	4.1	332.3

표2 한국가스공사 3Q20 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,968.1	4,520.4	-34.3	4,094.6	-27.5	3,554.6	-16.5
영업이익	-227.5	-160.0	적확	-96.7	적확	-170.0	N/A
세전이익	-381.6	-283.1	적확	-660.0	적축	-339.5	N/A
지배순이익	-273.9	-226.5	적확	-504.5	적축	-273.0	N/A

자료: 한국가스공사, 메리츠증권 리서치센터

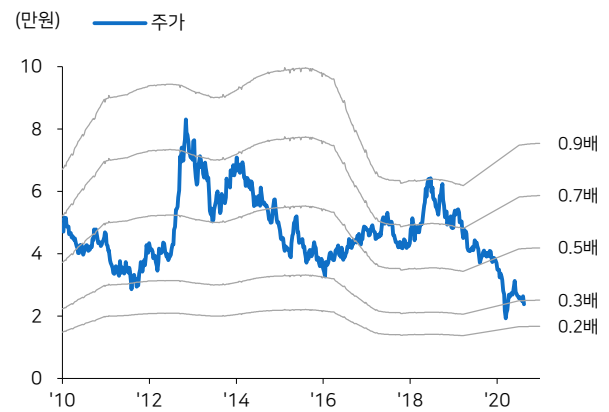
그림15 한국가스공사 DPS 추이 및 전망



주: 배당 성향은 별도 순이익 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국가스공사 별도 실적 및 세후적정투자 보수 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
별도 실적 전망												
매출액	7,696.2	3,916.1	2,660.3	4,966.8	6,168.7	3,508.3	2,884.2	4,194.4	24,985.6	23,903.8	19,239.5	16,755.5
매출액 증가율(%)	-8.6	-14.9	-36.7	-25.6	-19.8	-10.4	8.4	-15.6	18.7	-4.3	-19.5	-12.9
도시가스용	6,604.0	3,285.0	2,723.9	5,379.5	6,571.0	3,268.6	2,710.2	5,352.6	19,813.0	18,808.8	17,992.4	17,902.4
발전용	5,811.2	5,374.8	5,769.7	5,300.5	4,659.5	6,244.0	4,519.5	2,545.2	24,202.3	21,939.5	22,256.3	17,968.1
매출원가	6,661.0	3,915.4	2,810.0	4,519.5	5,138.6	3,505.8	3,003.0	3,725.9	23,547.7	22,354.7	17,905.9	15,373.3
매출총이익	1,035.2	0.8	-149.7	447.4	1,030.1	2.5	-118.9	468.5	1,437.9	1,549.1	1,333.7	1,382.2
판관비	93.8	83.5	80.4	110.8	96.6	86.1	82.8	114.1	329.2	363.4	368.5	379.6
영업이익	941.4	-82.8	-230.0	336.6	933.4	-83.5	-201.6	354.4	1,108.7	1,185.8	965.2	1,002.6
영업이익 증가율(%)	15.4	적전	적확	-14.1	-0.8	적확	적축	5.3	22.9	7.0	-18.6	3.9
영업이익률(%)	12.2	-2.1	-8.6	6.8	15.1	-2.4	-7.0	8.4	4.4	5.0	5.0	6.0
금융손익	-342.4	-87.4	-87.9	-101.6	-110.5	-96.3	-122.9	-105.5	-694.4	-653.3	-619.3	-435.3
기타영업외손익	-1.8	-408.8	-33.5	-76.1	-33.6	-49.7	-37.6	-71.9	-139.2	-400.6	-520.3	-192.8
관계기업 관련 손익	0.0	0.0	-0.3	-0.4	2.4	2.7	3.1	3.5	-28.8	20.1	-0.7	11.7
세전이익	597.2	-579.0	-351.8	158.5	791.8	-226.7	-359.1	180.4	246.2	151.9	-175.1	386.3
법인세비용	130.5	-18.7	-96.7	43.6	217.7	-62.3	-98.8	49.6	-59.1	70.3	58.6	106.2
법인세율(%)	21.9	3.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	-24.0	46.3	-33.5	27.5
별도 당기순이익	466.6	-560.3	-255.1	114.9	574.0	-164.4	-260.4	130.8	305.3	81.6	-233.8	280.1
세후적정투자보수 전망												
요금기저									21,297.4	22,509.1	21,991.2	21,283.0
적정투자보수율(%)									4.22	4.37	3.94	4.09
COE									6.9	7.3	6.7	7.1
COD(세후)									2.7	2.6	2.5	2.5
자기자본비율									36.5	37.0	35.3	35.5
타인자본비율									63.5	63.0	64.7	64.5
세후적정투자보수									898.1	983.3	866.1	870.2
적정원가									1,374.5	1,127.8	1,657.1	1,657.1
총괄원가									2,272.6	2,111.1	2,523.2	2,527.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국가스공사 연결 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,967.8	4,094.6	2,968.1	5,093.5	6,336.7	3,757.6	3,143.2	4,392.8	26,185.0	24,982.6	20,124.0	17,630.3
매출액 증가율(%)	-8.4	-16.0	-34.3	-26.0	-20.5	-8.2	5.9	-13.8	18.1	-4.6	-19.4	-12.4
가스도매판매	7,654.9	3,962.8	2,704.6	4,934.8	6,135.2	3,550.1	2,932.2	4,167.3	24,331.4	23,645.6	19,256.7	16,784.8
해외주요사업	350.4	463.1	281.2	184.0	261.3	280.4	262.6	292.2	1,417.5	1,351.4	1,278.7	1,096.4
기타 및 연결조정	-37.5	-331.3	-17.7	-25.3	-59.8	-72.9	-51.5	-66.7	436.1	-14.4	-411.4	-250.9
매출원가	6,901.8	4,094.5	3,075.0	4,669.4	5,327.7	3,640.9	3,241.5	3,944.8	24,508.5	23,227.1	18,740.6	16,155.0
매출총이익	1,066.0	0.0	-106.9	424.1	1,008.9	116.7	-98.3	448.0	1,676.5	1,755.5	1,383.3	1,475.3
판관비	107.0	96.8	120.6	125.3	135.3	161.4	86.7	123.4	399.6	421.0	449.6	506.8
영업이익	959.0	-96.7	-227.5	298.9	873.6	-44.7	-185.1	324.6	1,276.9	1,334.5	933.7	968.5
영업이익 증가율(%)	10.3	적전	적확	-28.9	-8.9	적축	적축	8.6	23.3	4.5	-30.0	3.7
영업이익률(%)	12.0	-2.4	-7.7	5.9	13.8	-1.2	-5.9	7.4	4.9	5.3	4.6	5.5
가스도매판매	941.4	-82.8	-230.0	336.6	933.4	-83.5	-201.6	354.4	1,108.7	1,185.8	965.2	1,002.6
해외자원개발	53.5	71.6	-22.5	-7.2	21.1	34.4	-6.6	14.0	236.0	256.4	95.4	62.8
미얀마A1/A3(별도)	20.1	19.1	20.4	19.0	18.4	16.1	13.7	16.4	46.3	80.1	78.6	64.6
이라크 주바이르	27.3	17.2	13.7	13.4	21.0	18.7	16.5	16.3	82.5	79.7	71.7	72.5
이라크 바드라	2.5	33.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	13.9	15.2	35.2	-0.7
호주 GLNG	28.6	30.7	-21.1	-4.5	3.3	21.1	-15.2	2.6	93.3	85.7	33.7	11.8
호주 Prelude	-25.0	-28.7	-35.0	-35.0	-21.6	-21.4	-21.3	-21.2	0.0	-4.3	-123.7	-85.5
모잠비크 Coral FLNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 및 연결조정	-35.8	-85.6	25.0	-30.5	-80.9	4.5	23.2	-43.7	-67.8	-107.6	-126.8	-96.9
금융손익	1,107.7	64.3	-172.4	-168.9	-172.0	-171.5	-167.1	-163.0	1,730.9	1,704.0	830.7	-673.6
기타영업외손익	1.9	-434.8	-17.0	-111.8	-40.8	-47.8	-17.0	-94.1	-89.1	-520.8	-561.7	-199.6
관계기업 관련 손익	-19.0	49.6	35.4	47.7	48.2	49.5	50.3	48.4	204.5	104.7	113.7	196.3
세전이익	712.5	-660.0	-381.6	65.9	709.0	-214.5	-318.9	115.9	649.0	116.4	-263.1	291.5
법인세비용	170.7	-159.9	-104.9	18.1	195.0	-59.0	-87.7	31.9	95.5	58.1	-76.0	80.2
법인세율(%)	24.0	24.2	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	14.7	49.9	28.9	27.5
연결 당기순이익	541.8	-500.1	-276.6	47.8	514.0	-155.5	-231.2	84.0	526.7	58.3	-187.1	211.3
지배주주순이익	537.2	-504.5	-273.9	47.3	508.9	-154.0	-228.9	83.2	509.4	38.8	-193.9	209.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국가스공사 (036460)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	26,185.0	24,982.6	20,124.0	17,630.3	16,032.0
매출액증가율 (%)	18.1	-4.6	-19.4	-12.4	-9.1
매출원가	24,508.5	23,227.1	18,740.6	16,155.0	14,430.8
매출총이익	1,676.5	1,755.5	1,383.3	1,475.3	1,601.2
판매관리비	399.7	421.0	449.6	506.8	556.0
영업이익	1,276.9	1,334.5	933.7	968.5	1,045.2
영업이익률	4.9	5.3	4.6	5.5	6.5
금융손익	-743.3	-802.1	-748.8	-673.6	-640.1
종속/관계기업손익	204.5	104.7	113.7	196.3	194.6
기타영업외손익	-89.1	-520.8	-561.7	-199.7	-164.2
세전계속사업이익	649.0	116.4	-263.1	291.5	435.5
법인세비용	95.5	58.1	-76.0	80.2	119.8
당기순이익	526.7	58.3	-187.1	211.3	315.8
지배주주지분 순이익	509.4	38.8	-193.9	209.2	312.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	9,924.9	9,232.8	7,907.1	6,694.7	7,285.0
현금및현금성자산	239.8	257.1	1,252.6	952.5	1,722.9
매출채권	5,171.1	4,973.9	3,679.1	3,173.0	3,073.0
재고자산	3,168.6	2,645.3	1,956.6	1,687.5	1,634.3
비유동자산	29,764.8	30,079.1	28,776.4	28,110.0	27,629.4
유형자산	24,764.1	24,377.4	23,694.5	23,250.7	22,814.1
무형자산	1,771.9	1,746.6	1,734.0	1,734.0	1,734.0
투자자산	2,053.5	2,316.3	1,779.1	1,556.5	1,512.5
자산총계	39,689.7	39,311.9	36,683.4	34,804.7	34,914.3
유동부채	9,871.2	8,900.5	6,719.0	6,942.9	6,888.4
매입채무	1,628.5	1,483.2	1,097.1	946.2	916.4
단기차입금	3,682.8	3,800.3	3,172.1	4,172.1	4,172.1
유동성장기부채	2,595.2	2,346.9	1,540.1	1,040.1	1,040.1
비유동부채	21,320.5	22,264.8	22,191.5	19,989.0	19,949.0
사채	17,255.5	17,766.7	18,058.6	16,058.6	16,058.6
장기차입금	265.3	476.5	484.6	484.6	484.6
부채총계	31,191.7	31,165.3	28,910.5	26,931.9	26,837.4
자본금	461.6	461.6	461.6	461.6	461.6
자본잉여금	2,018.8	2,018.3	2,018.3	2,018.3	2,018.3
기타포괄이익누계액	8.8	78.2	-7.4	-7.4	-7.4
이익잉여금	5,497.9	5,397.7	5,169.2	5,266.8	5,467.8
비지배주주지분	305.2	293.2	283.8	285.9	289.0
자본총계	8,498.0	8,146.5	7,773.0	7,872.7	8,076.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	57.1	1,985.8	3,156.3	2,029.7	1,804.9
당기순이익(손실)	526.7	58.3	-187.1	211.3	315.8
유형자산상각비	1,802.7	1,735.3	1,567.7	1,466.4	1,433.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2,112.7	-671.2	1,209.4	348.2	90.8
투자활동 현금흐름	-1,275.2	-1,397.0	-438.0	-794.7	-916.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,193.8	-1,223.2	-901.0	-1,022.6	-996.4
투자자산의감소(증가)	-67.2	-262.8	520.2	218.9	78.6
재무활동 현금흐름	994.2	-581.9	-1,729.6	-1,535.1	-118.5
차입금의 증감	1,889.5	470.6	-1,120.3	-1,535.1	-6.9
자본의 증가	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-201.5	17.3	995.5	-300.1	770.4
기초현금	441.3	239.8	257.1	1,252.6	952.5
기말현금	239.8	257.1	1,252.6	952.5	1,722.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	283,655	270,630	217,997	190,984	173,670
EPS(지배주주)	5,518	420	-2,100	2,267	3,386
CFPS	34,883	35,066	27,692	26,380	26,800
EBITDAPS	33,360	33,254	27,097	26,377	26,846
BPS	88,751	85,073	81,128	82,186	84,364
DPS	1,360	380	0	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.8	1.0	0.0	5.5	5.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.7	90.1	-11.3	10.5	7.0
PCR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	3,079.6	3,069.8	2,501.4	2,434.9	2,478.2
EV/EBITDA	10.0	9.9	10.7	10.5	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	0.5	-2.5	2.8	4.1
EBITDA 이익률	11.8	12.3	12.4	13.8	15.5
부채비율	367.0	382.6	371.9	342.1	332.3
금융비용부담률	3.0	3.2	3.7	4.0	4.2
이자보상배율(x)	1.6	1.7	1.2	1.4	1.6
매출채권회전율(x)	5.0	4.9	4.7	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	11.1	8.6	8.7	9.7	9.7

Industry Brief
2020. 9. 25

▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

한국전력 015760

일단 눈 앞의 호실적에 주목

- ✓ 원전 가동 정지로 인해 3분기 실적은 높아진 기대치를 소폭 하회하나, 저유가 지속 및 환율 하락으로 하반기 합산 실적은 기대치를 상회할 전망
- ✓ 다소 불확실성 존재하나, 5.1% 수준의 매력적인 연말 배당수익률 예상
- ✓ 전력요금 개편이 이루어진다면 가파른 밸류에이션 재평가 가능
- ✓ 투자 의견 Buy, 목표주가 25,000원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **25,000 원**
현재주가 (9.24) **19,750 원**
상승여력 **26.6%**

KOSPI	2,272.70pt
시가총액	126,788억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	44.79%
외국인비중	17.51%
52주 최고/최저가	29,250원/16,250원
평균거래대금	774.6억원

주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	8.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	5.9	-26.2
상대주가	1.5	-25.0	-31.7

주가그래프



우호적 매크로 변수, 예상보다 더 좋은 하반기 실적

3분기 연결 영업이익은 2,38 조원(+92.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(2.71 조원)를 하회할 전망이다. 태풍으로 인한 원전 6 기의 가동 중단으로 인해 원전이용률이 60% 중반대로 낮아지기 때문이다(기존 70% 중반 예상). 그러나 저유가 장기화 추세와 석탄 가격 하락, 환율 하락세를 감안 시 2020 년 연간 영업이익은 시장 컨센서스를 +7.3% 상회할 전망이다. 저유가 상황이 장기화된 상황에서, 환율이 1,100 원 초반대까지 추가 안정화된다면 2021 년에도 소폭의 증익이 가능하다.

일말의 불확실성에도 불구하고 연말 배당은 매력적

당사는 한국전력의 DPS 로 1,000 원(배당수익률 5.1%)을 예상하고 있으나, 이에 아울러 높은 불확실성도 인지하고 있다. 동사의 배당금 산정에 있어서는 실제 영업 환경 외에도 정산조정계수 및 배당수익 등 앞을 가늠하기 쉽지 않은 지표들의 영향력이 강하기 때문이다. 3 분기 연결 자회사 및 별도 실적 간의 차이를 관찰한 이후 연말 배당에 대한 가시성이 높아질 전망이다.

전력요금 개편이 이루어진다면 가파른 재평가 가능

12 개월 선행 PBR 0.2 배를 하회하는 현 주가 수준에서는 단순 연말 배당 매력만으로도 트레이딩 기회가 존재한다. 그러나 본질적인 개선을 위해서는 연료비 연동제(원자재 가격만 반영)를 넘어 전력구입비 연동제(환경 비용도 반영) 실시가 필요하다. 현 상황에서는 매크로 변수가 악화될 경우 구조적 감익이 불가피하다. 친환경 정책 강화 기조가 동사의 환경 비용 증가로 이어지고 있기 때문이다. 장기적으로 요금 개편이 이루어진다면 가파른 밸류에이션 재평가가 가능하다. 투자 의견 Buy, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

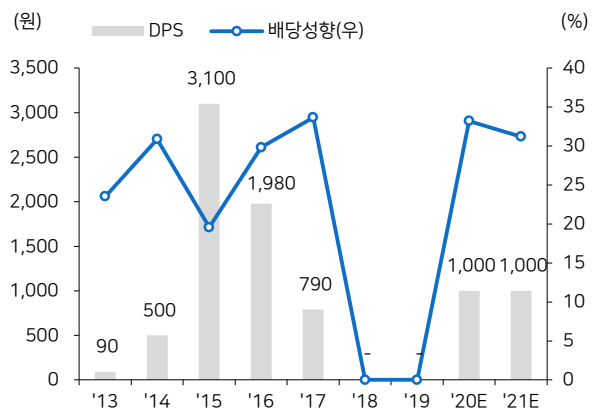
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	60,627.6	-208.0	-1,314.6	-2,048	-181.5	108,642	-16.2	0.3	8.2	-1.9	160.6
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020E	58,748.0	4,251.2	2,216.4	3,453	-201.8	107,365	5.7	0.2	5.4	3.2	200.4
2021E	59,202.7	4,631.8	2,597.0	4,046	13.8	110,410	4.9	0.2	5.2	3.7	195.6
2022E	59,417.8	5,242.3	2,849.6	4,439	9.7	113,749	4.4	0.2	5.0	4.0	190.1

표5 한국전력 3Q20 Preview:

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,777.1	15,912.3	-0.8	13,072.5	20.7	15,757.1	0.1
영업이익	2,379.1	1,239.3	92.0	389.8	510.3	2,717.4	-12.5
세전이익	1,283.5	306.6	318.7	217.8	489.5	2,182.7	-41.2
지배순이익	889.5	222.8	299.3	166.2	435.2	1,604.9	-44.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

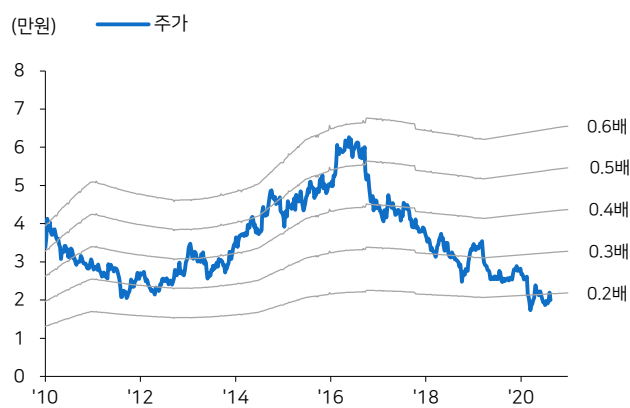
그림17 한국전력 DPS 추이 및 전망



주: 배당 성향은 별도 순이익 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 한국전력 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	43.7	45.0	46.0	47.0	48.0	49.0	69.4	63.5	42.5	47.5
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,190.9	1,165.0	1,150.0	1,140.0	1,135.0	1,125.0	1,100.2	1,165.4	1,192.5	1,137.5
원전이용률(%)	77.8	84.7	66.0	85.0	80.0	75.0	75.0	90.0	71.6	73.4	78.5	80.2
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.8	108.3	109.2	102.7	113.9	108.3	108.6	108.5	109.6	108.6
실적 전망												
별도 매출	14,905.6	12,949.8	15,683.1	14,709.1	15,016.5	13,190.8	15,794.1	14,847.6	60,271.5	58,933.2	58,247.6	58,849.1
매출액 증가율(%)	-1.4	-1.3	-1.5	-0.4	0.7	1.9	0.7	0.9	0.5	-2.2	-1.2	1.0
매출원가	15,033.3	11,988.6	13,012.3	13,573.1	12,915.2	13,487.3	13,596.6	13,942.8	60,773.8	59,907.9	53,607.3	53,941.9
구입전력비	13,213.1	9,949.5	10,976.4	10,873.3	10,886.2	11,376.9	11,540.9	11,246.8	52,163.9	51,509.3	45,012.3	45,050.8
감가상각비	910.3	925.1	938.9	951.2	961.8	978.6	973.6	989.9	3,436.4	3,672.0	3,725.5	3,903.9
용역, 건설계약 등	198.0	284.9	337.1	706.6	341.0	286.2	306.9	643.3	1,859.6	1,390.1	1,526.6	1,577.4
인건비	369.9	379.9	374.1	470.4	377.3	387.4	381.6	479.8	1,403.5	1,544.5	1,594.2	1,626.1
수선비 및 기타	342.0	449.2	385.8	571.7	348.9	458.2	393.5	583.1	1,910.3	1,791.9	1,748.7	1,783.7
매출총이익	-127.7	961.2	2,670.8	1,136.0	2,101.3	-296.5	2,197.6	904.8	-502.3	-974.7	4,640.2	4,907.2
매출총이익률(%)	-0.9	7.4	17.0	7.7	14.0	-2.2	13.9	6.1	-0.8	-1.7	8.0	8.3
판관비	419.6	449.6	414.0	513.4	397.6	436.5	422.1	524.4	1,691.0	1,873.7	1,796.6	1,780.5
판관비율(%)	2.8	3.5	2.6	3.5	2.6	3.3	2.7	3.5	2.8	3.2	3.1	3.0
영업이익	-547.3	511.6	2,256.8	622.6	1,703.7	-733.0	1,775.5	380.4	-2,193.3	-2,848.3	2,843.7	3,126.7
영업이익 성장률(%YoY)	적축	96.9	235.5	흑전	흑전	적전	-21.3	-38.9	적전	적확	흑전	10.0
영업이익률(%)	-3.7	4.0	14.4	4.2	11.3	-5.6	11.2	2.6	-3.6	-4.8	4.9	5.3
금융손익	124.9	-175.9	-126.3	-206.8	37.2	-182.3	-137.1	-204.7	4.8	-660.8	-384.1	-486.9
기타손익	124.0	24.3	116.5	-29.4	125.2	24.5	117.6	-29.7	378.9	279.8	235.4	237.8
종속,관계기업 관련 손익	0.0	0.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-25.3	-468.6	-20.0	-40.0
세전이익	-298.4	360.0	2,237.0	376.5	1,856.2	-900.7	1,746.0	136.1	-1,834.8	-3,697.9	2,675.0	2,837.5
별도 당기순이익	-226.5	265.0	1,621.8	273.0	1,345.7	-653.0	1,265.8	98.7	-1,095.2	-2,595.0	1,933.2	2,057.2
당기순이익률(%)	-1.5	2.0	10.3	1.9	9.0	-5.0	8.0	0.7	-1.8	-4.4	3.3	3.5
순이익 성장률(%YoY)	적축	111.2	흑전	흑전	흑전	적전	-21.9	-63.9	적전	적확	흑전	6.4

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표7 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	43.7	45.0	46.0	47.0	48.0	49.0	69.4	63.5	42.5	47.5
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,190.9	1,165.0	1,150.0	1,140.0	1,135.0	1,125.0	1,100.2	1,165.4	1,192.5	1,137.5
원전이용률(%)	77.8	84.7	66.0	85.0	80.0	75.0	75.0	90.0	71.6	73.4	78.5	80.2
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.8	108.3	109.2	102.7	113.9	108.3	108.6	108.5	109.6	108.6
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,777.1	14,805.3	15,107.8	13,277.9	15,881.9	14,935.0	60,627.6	59,172.9	58,748.0	59,202.7
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-0.8	-0.9	0.1	1.6	0.7	0.9	1.4	-2.4	-0.7	0.8
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,795.8	12,947.7	12,345.7	13,141.9	12,887.0	13,545.3	58,207.7	57,779.8	51,809.4	51,919.9
연료비	4,139.0	3,418.0	3,942.3	3,307.8	3,447.6	4,053.0	3,863.2	3,670.2	19,935.5	18,261.0	14,807.1	15,034.0
구입전력비	4,820.0	3,475.0	3,739.2	3,272.5	3,591.4	3,867.7	3,801.8	3,377.4	18,307.3	18,270.0	15,306.6	14,638.3
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,837.3	2,888.4	2,890.1	2,911.9	2,899.4	2,949.1	9,756.1	10,819.7	11,306.4	11,650.6
인건비	1,250.3	1,233.1	1,196.6	1,565.4	1,275.3	1,257.8	1,220.5	1,596.7	4,323.2	4,938.3	5,245.4	5,350.3
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	1,080.5	1,913.6	1,141.3	1,051.5	1,102.1	1,951.9	5,885.6	5,490.9	5,143.9	5,246.7
매출총이익	996.4	1,103.4	2,981.2	1,857.6	2,762.1	136.0	2,994.9	1,389.8	2,419.9	1,393.1	6,938.6	7,282.8
매출총이익률(%)	6.6	8.4	18.9	12.5	18.3	1.0	18.9	9.3	4.0	2.4	11.8	12.3
판관비	565.8	713.6	602.2	805.8	591.1	678.0	600.5	781.4	2,627.9	2,669.6	2,687.4	2,651.0
판관비율(%)	3.7	5.5	3.8	5.4	3.9	5.1	3.8	5.2	4.3	4.5	4.6	4.5
영업이익	430.6	389.8	2,379.1	1,051.8	2,171.0	-542.0	2,394.4	608.4	-208.0	-1,276.5	4,251.2	4,631.8
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	92.0	흑전	404.2	적전	0.6	-42.2	적전	적확	흑전	9.0
영업이익률(%)	2.9	3.0	15.1	7.1	14.4	-4.1	15.1	4.1	-0.3	-2.2	7.2	7.8
금융손익	-623.3	-273.3	-982.8	607.2	-1,014.4	594.4	-1,133.0	627.1	-1,673.9	-1,772.5	-1,272.2	-925.8
기타손익	131.9	100.5	-44.7	-48.4	122.3	-168.5	-81.2	-78.4	-477.1	-431.0	139.3	-205.8
종속,관계기업 관련 손익	205.8	0.7	-69.6	32.8	196.0	29.1	-26.7	48.9	358.2	214.1	169.7	247.4
세전이익	145.0	217.8	1,281.9	1,643.4	1,474.9	-87.0	1,153.5	1,206.1	-2,000.8	-3,265.8	3,288.0	3,747.5
연결 당기순이익	53.6	202.9	897.4	1,150.4	1,032.4	-60.9	807.5	844.3	-1,174.5	-2,263.5	2,304.2	2,623.3
당기순이익률(%)	0.4	1.6	5.7	7.8	6.8	-0.5	5.1	5.7	-1.9	-3.8	3.9	4.4
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	272.2	흑전	1,825.9	적전	-10.0	-26.6	적전	적확	흑전	13.8
지배주주 순이익	23.0	166.2	888.4	1,138.9	1,022.1	-60.3	799.4	835.8	-1,314.6	-2,345.5	2,216.4	2,597.0

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	60,627.6	59,172.9	58,748.0	59,202.7	59,417.8
매출액증가율 (%)	1.4	-2.4	-0.7	0.8	0.4
매출원가	58,207.7	57,779.8	51,809.4	51,919.9	51,488.1
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,938.6	7,282.8	7,929.8
판매관리비	2,627.9	2,669.6	2,687.4	2,651.0	2,687.5
영업이익	-208.0	-1,276.5	4,251.2	4,631.8	5,242.3
영업이익률	-0.3	-2.2	7.2	7.8	8.8
금융손익	-1,673.9	-1,772.5	-1,272.2	-925.8	-1,211.5
종속/관계기업손익	358.2	214.1	169.7	247.4	210.5
기타영업외손익	-477.1	-431.0	139.3	-205.8	-129.3
세전계속사업이익	-2,000.8	-3,265.8	3,288.0	3,747.5	4,112.0
법인세비용	-826.3	-1,002.3	983.8	1,124.3	1,233.6
당기순이익	-1,174.5	-2,263.5	2,304.2	2,623.3	2,878.4
지배주주지분 순이익	-1,314.6	-2,345.5	2,216.4	2,597.0	2,849.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,745.1	19,483.0	29,451.8	29,402.5	29,104.8
현금및현금성자산	1,358.4	1,810.1	11,367.9	11,166.4	10,804.4
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,876.0	6,936.3	6,961.8
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,986.5	7,047.8	7,073.7
비유동자산	165,504.0	178,114.8	181,912.2	184,431.8	187,108.3
유형자산	152,743.2	164,701.8	168,547.7	171,138.5	173,906.7
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,184.6	1,048.3	929.1
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,172.7	8,237.7	8,265.1
자산총계	185,249.1	197,597.8	211,364.0	213,834.3	216,213.2
유동부채	21,841.5	24,231.7	23,335.0	23,468.5	23,524.9
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,833.7	2,858.5	2,869.0
단기차입금	860.6	698.6	1,314.6	1,314.6	1,314.6
유동성장기부채	7,100.9	7,759.3	6,786.5	6,786.5	6,786.5
비유동부채	92,314.8	104,476.5	117,663.2	118,018.7	118,168.9
사채	49,815.2	55,629.0	59,109.1	59,109.1	59,109.1
장기차입금	3,258.0	3,389.7	13,498.9	13,498.9	13,498.9
부채총계	114,156.3	128,708.1	140,998.2	141,487.2	141,693.8
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,068.7	2,068.7	2,068.7
기타포괄이익누계액	-358.6	-280.7	-328.0	-328.0	-328.0
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,678.9	52,634.0	54,777.4
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,441.4	1,467.6	1,496.4
자본총계	71,092.8	68,889.7	70,365.8	72,347.1	74,519.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	11,311.8	14,713.8	15,200.2
당기순이익(손실)	-1,174.5	-2,263.5	2,304.2	2,623.3	2,878.4
유형자산상각비	9,905.9	10,971.8	11,481.8	11,875.1	12,131.6
무형자산상각비	118.9	156.9	152.9	136.3	119.2
운전자본의 증감	-3,134.4	-3,192.7	-3,050.9	343.6	81.0
투자활동 현금흐름	-13,014.3	-13,499.4	-13,881.1	-14,279.5	-14,922.8
유형자산의증가(CAPEX)	-12,266.9	-14,000.4	-14,465.9	-14,465.9	-14,899.9
투자자산의감소(증가)	-622.3	-486.6	305.6	-65.0	-27.5
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	12,115.8	-635.8	-639.4
차입금의 증감	6,036.9	11,486.1	12,795.9	6.2	2.6
자본의 증가	1.0	-8.5	-1.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,011.4	451.8	9,557.8	-201.5	-362.0
기초현금	2,369.7	1,358.4	1,810.1	11,367.9	11,166.4
기말현금	1,358.4	1,810.1	11,367.9	11,166.4	10,804.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	94,441	92,175	91,513	92,221	92,556
EPS(지배주주)	-2,048	-3,654	3,453	4,046	4,439
CFPS	18,623	21,038	26,893	26,508	27,881
EBITDAPS	15,292	15,347	24,746	25,925	27,249
BPS	108,642	105,140	107,365	110,410	113,749
DPS	0	0	1,000	1,000	1,100
배당수익률(%)	0.0	0.0	5.1	5.1	5.6
Valuation(Multiple)					
PER	-16.2	-7.6	5.7	4.9	4.4
PCR	1.8	1.3	0.7	0.7	0.7
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,885.9	16,643.1	17,493.1
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.4	5.2	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-3.4	3.2	3.7	4.0
EBITDA 이익률	16.2	16.6	27.0	28.1	29.4
부채비율	160.6	186.8	200.4	195.6	190.1
금융비용부담률	3.1	3.5	3.6	3.9	3.9
이자보상배율(x)	-0.1	-0.6	2.0	2.0	2.3
매출채권회전율(x)	8.4	8.4	8.5	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	9.2	8.3	8.4	8.4	8.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

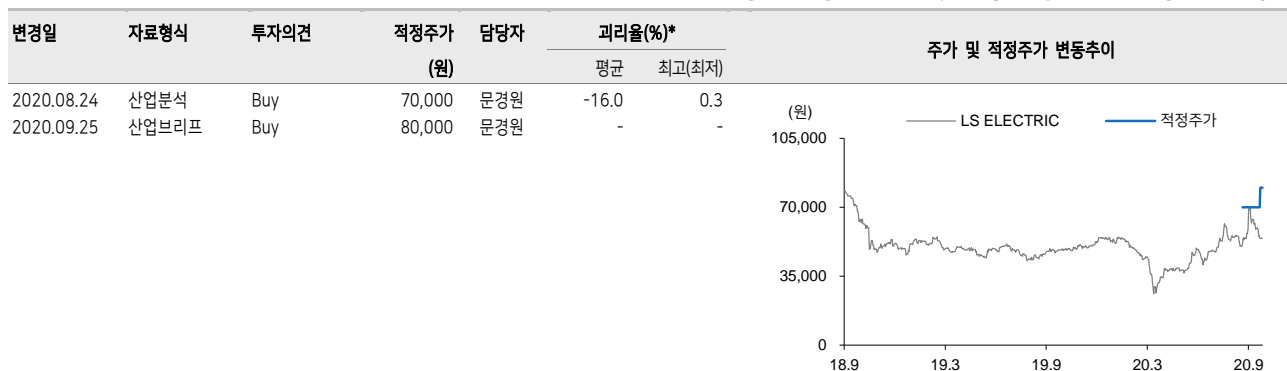
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

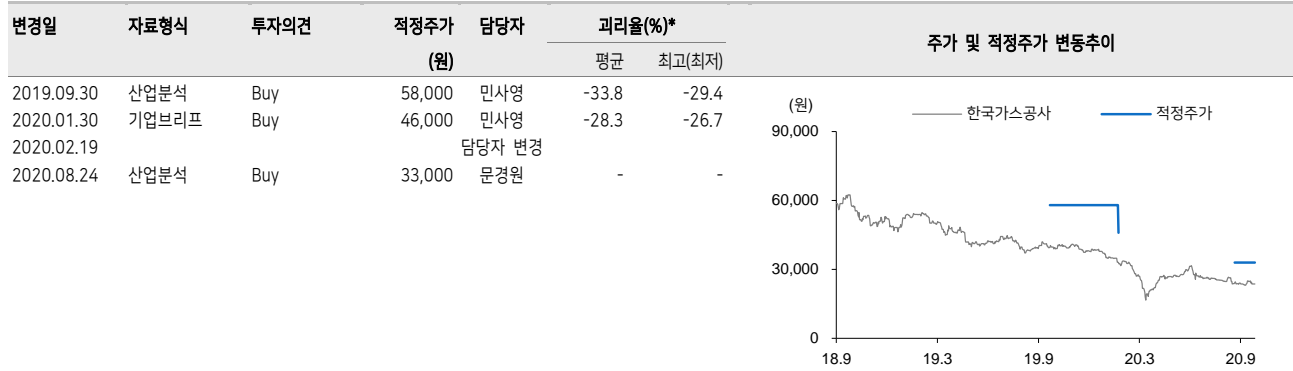
LS ELECTRIC (010120) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국가스공사 (036460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

