



BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원

주가(11/14): 27,100원

시가총액: 173,972억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/14)	1,894.04pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,900원	21,450원
등락률	-9.36%	26.34%
수익률	절대	상대
1W	2.5%	4.6%
1M	17.8%	19.1%
1Y	11.3%	11.8%

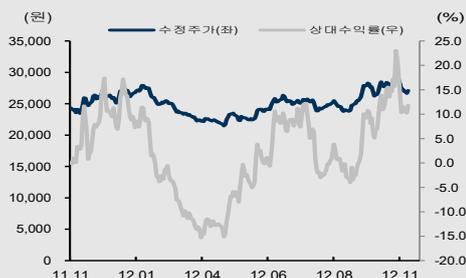
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	2,071천주
외국인 지분율	25.42%
배당수익률(12E)	0.00%
BPS(12E)	81,356원
주요 주주	한국정착금융 공사 외 1
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	435,323	506,723	584,035	613,237
보고영업이익	-6,850	18,538	66,823	76,993
핵심영업이익	-13,014	3,300	56,278	59,484
EBITDA	55,760	72,979	132,871	136,000
세전이익	-27,982	-11,145	34,282	49,657
순이익	-32,930	-10,121	25,621	37,640
지배주주지분순이익	-33,705	-10,428	25,899	38,525
EPS(원)	-5.251	-1.624	4.034	6.001
증감률(%YoY)	적지	적지	후전	48.8
PER(배)	-4.9	-16.7	6.7	4.5
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	11.0	9.9	5.9	6.2
보고영업이익률(%)	-1.6	3.7	11.4	12.6
핵심영업이익률(%)	-3.0	0.7	9.6	9.7
ROE(%)	-5.9	-1.9	4.7	6.6
순부채비율(%)	84.0	105.2	109.5	113.1

Price Trend



실적리뷰

한국전력 (015760)

오랜만의 호실적, 구조적 변화 가능성 증가



기저발전증가, 요금인상, 연료가격 하락에 힘입어 3분기 예상을 뛰어넘는 실적을 실현했습니다. 정부 에너지 정책방향 수정과 공기업 재무건전화 방안 발표는 대선 후보들이 공통적으로 언급하는 요금현실화를 가속할 것으로 예상합니다. 영광 원전의 발전중단은 일회적으로 영향을 미칠 것으로 예상하며, 정부 스텐스 변화와 2018년까지 예정된 기저발전 증설로 구조적 변화시점에 진입한 것으로 판단합니다.

>>> 3분기 시장 예상 상회

3분기 매출액은 13조7,240억원(+17.1YoY, +29.3%QoQ), 영업이익 1조9,776억원(+39.1YoY, 흑전QoQ), 당기순이익 9,396억원(+253.1%yoy, 흑전QoQ)로 시장 기대치를 상회하는 실적을 달성하였다. 원자력과 석탄 발전량의 증가, 8월 요금 인상, 연료가격 하락이 실적 개선을 이끈 것으로 분석된다. 특히 기저발전 증가는 동사 펀더멘탈을 구조적으로 개선시켜 주는 점에서 매우 고무적인 점이다. 기저발전은 2018년까지 매년 원전 2~3기에 해당하는 용량이 상업운전을 개시할 예정이다.

>>> 영광 5,6호기 발전중지는 일회성 요인

영광 5,6호기 부품 검증 문제로 인해 발전이 중지된 점으로 인해 4분기 전력구입비용이 증가할 것으로 예상된다. 발전 중지 원인은 부품자체 결함이 아닌 부품 구입시 검증과정 문제이며, 1분기 정상 가동이 가능할 것으로 예상된다. 동절기 전력수급이 여의치 않은 점과, 원전을 제외한 현실적 대안이 없는 상황을 감안하면, 대선이 끝난 이후 원전 필요성 및 월성 1호기 계속운전 인허가에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 같은 이유로 올 겨울부터 도입 예정인 수요반응(DR), 최대피크요금제(CPP) 확대를 가속할 것으로 예상된다.

>>> 40년만의 에너지 정책 변화, 발전믹스 개선과 함께 구조적 변화 가속할 것

동사는 구조적 변화 시점에 진입한 것으로 판단한다. 가장 중요한 변화는 에너지 정책의 변화이다. 1970년대 오일쇼크 이후 40년간 지속된 공급위주 에너지 정책은 수요관리 중심으로 변화된다. 수요관리와 효율적 에너지 사용을 위해서는 요금 현실화가 필수 전제 조건이다. 또한 이는 정부가 발표한 공기업 재무구조 건전화 방안의 방편이기도 하다. 정부 스텐스 변화와 함께 2018년까지 예정된 기저발전 증설은 동사의 구조적 변화를 앞당길 가능성이 높은 것으로 예상된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 37,000원을 유지한다.

2018년까지 예정된
기저발전 증설로
펀더멘탈 개선 전망

현재 건설이 진행중인 원자력발전소는 신월성 2호기를 비롯하여 총 5기, 석탄발전소는 영흥5호기를 비롯하여 총 8기이다. 2018년까지 총 13기의 기저발전소가 완공될 예정이다. 이로 인해 매년 약 2~3 GW의 기저발전 용량이 증설될 예정이다.

3분기까지 전력소비 증가율은 전년 동기대비 2.7%로 2011년 4.8%, 2010년 10.1%에서 둔화되었다. 한국은행이 전망하는 2013년 경제성장률이 3.2% 수준임을 감안하면 향후 전력소비 증가는 3% 내외로 제한적일 가능성이 높으며, 현재 수준의 기저발전소 가동률이 유지될 경우, 기저발전 증설은 동사 펀더멘탈 개선으로 이어질 것으로 전망한다.

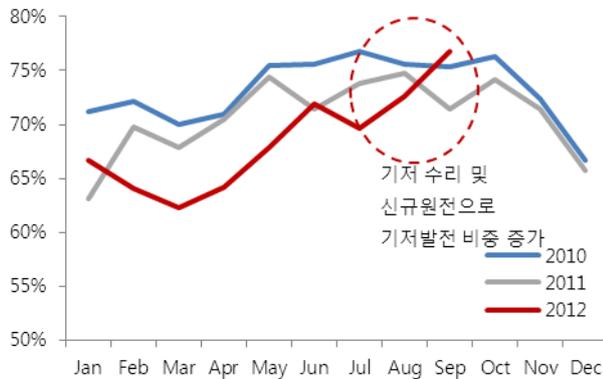
한국전력공사 3분기 실적 및 전망 (IFRS 연결기준)

(단위: 억원,%)

(억원)	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.3Q(E)	12.3QP	12.4Q(E)	2011	2012E
매출액	107,998	91,160	117,249	118,916	133,030	106,123	137,934	137,240	129,636	435,323	506,723
전기판매량(GWh)	121,410	108,953	112,542	112,165	124,743	112,559	115,769	115,932	115,502	455,070	468,573
연료비	51,625	42,664	48,941	57,876	69,303	62,792	60,872	57,797	56,555	201,106	249,522
구입전력비	20,210	16,422	16,789	21,580	28,505	26,201	23,171	22,674	27,368	75,001	105,245
영업손익	-5,007	-8,036	14,816	-8,622	-1,054	-19,563	17,725	19,776	10,072	-6,849	7,180
세전이익	-6,080	-12,840	4,570	-10,381	-4,465	-23,619	11,977	13,936	4,961	-24,731	-11,146
연결순손익	-5,496	-10,866	2,661	-20,004	-5,381	-17,843	8,951	9,396	3,708	-33,705	-10,565
영업이익률 (%)	-4.6%	-8.8%	12.6%	-7.3%	-0.8%	-18.4%	12.9%	14.4%	7.8%	-1.6%	5.5%
세전이익률 (%)	-5.6%	-14.1%	3.9%	-8.7%	-3.4%	-22.3%	8.7%	10.2%	3.8%	-5.7%	1.8%
순이익률 (%)	-5.1%	-11.9%	2.3%	-16.8%	-4.0%	-16.8%	6.5%	6.8%	2.9%	-7.7%	1.0%

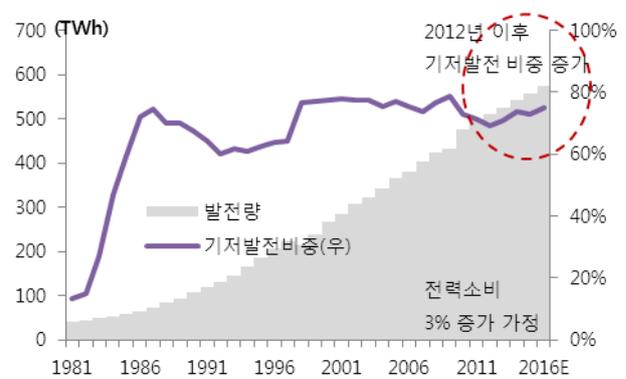
자료: 한국전력, 키움증권

3분기 기저발전 비중 상승이 실적 개선으로 이어짐



자료: 한국전력, 키움증권

2018년까지 매년 기저발전 용량 2~3GW씩 증가 예정



자료: 한국전력, 키움증권

영광 5,6호기 1분기
재가동 예상

영광 5호기, 6호기가 미검증 부품 사용으로 인해 가동이 중단된 상태이다. 올 연말까지 약 2달간 발전이 중단될 것으로 예상된다. 그러나 1분기 재가동이 예상되고 있어 동사 실적에 미치는 영향은 4분기에만 제한적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

1분기 재가동이 예상되는 근거는 다음과 같다. 미검증부품은 부품자체에 문제가 있는 것이 아니라 제품 구매 시마다 거쳐야 하는 검증과정이 누락된 부품을 의미한다. 즉 이전에 검증을 받은 동일회사 동일제품이라도 검증과정이 필요하다. 문제가 된 부품은 스위치, 휴즈 등 일반 산업용 부품으로 부품 조달에는 큰 문제가 없을 것으로 예상된다. 빠르면 11월 25일부터 부품 교체가 가능할 것으로 예상되고 있어 발전중지가 장기화될 가능성은 낮은 것으로 예상된다.

미검증 부품, 검증과정이 누락된, 교체과정이 길지는 않을 것으로 예상

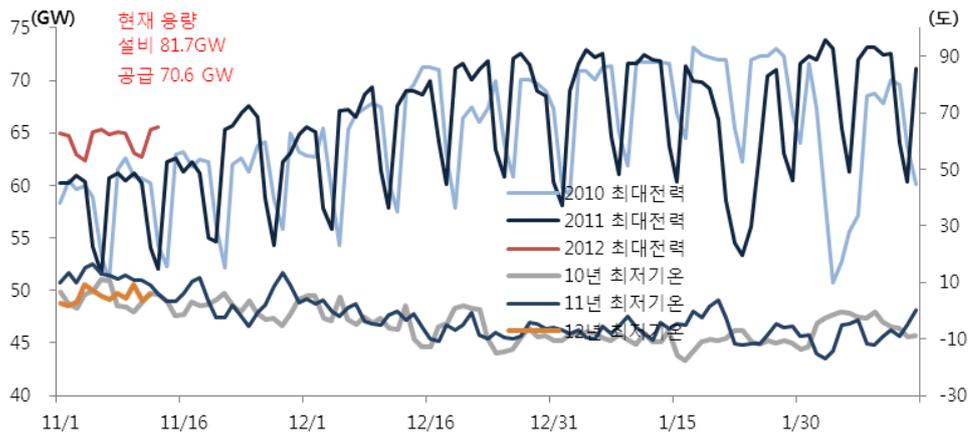
대상 부품	검증	미검증	향후 일정
스위치 휴즈 ... 등 부품은 이전 혹은 타 원전에 사용중인 부품	동일부품이 아닌 구매 부품 전 수 혹은 샘플(휴즈 등 검사 시 파손되는 제품) 성능시험 후 구매 제품 검증서 발급 ...	동일 제품이긴 하나 구매 부품 대상의 검증 과정이 없는 상태를 의미 이전에 사용 경험이 없거나 제품에 문제가 있는 것은 아님	-제품 구입 진행 중 -구입 제품에 대한 검증 과정 진행 후 검증서 발급 예정

자료: 한국수력원자력, 키움증권

전력수급 상황

현재 최대전력 수준은 전년 동기보다 3GW 약 5% 증가한 상황이다. 반면 올 설비 증가는 2GW로 동계 전력수급 어려움이 예상되고 있다. 대선 종료 후, 탈원전 정책이 강력하게 추진될 가능성은 낮은 것으로 판단하며, 현재 준비된 에너지 정책이 큰 수정없이 반영될 가능성이 높은 것으로 전망한다. 과거 2002년 대선 이후에도 신고리 1,2호기의 건설 논란이 있었으며 이로 인해 약 2년 준공 지연이 발생했으나 원전정책의 큰 변화는 없었다.

동절기 최대전력 추이, 올 들어 지난 해 보다 약 5% 증가, 원전 배제한 대안은 어려움



자료: 한국전력, 키움증권

신고리 1,2호기 건설 이후 신규 원전 건설 준비 기간 2년씩 연장 됨

	건설기본계획	준공예정	실제준공일
신고리 1호기	2000.08	2009.5(9년)	2010.12(10년)
신고리 2호기	2000.08	2010.3(10년)	2011.12(11년)
신월성 1호기	2000.12	2012.03(12년)	2012.07(12년)
신월성 2호기	2000.12	2013.01(12년)	
신고리 3호기	2001.02	2013.09(13년)	
신고리 4호기	2001.02	2014.09(14년)	

자료: 한국전력, 키움증권

주요 Q&A 정리

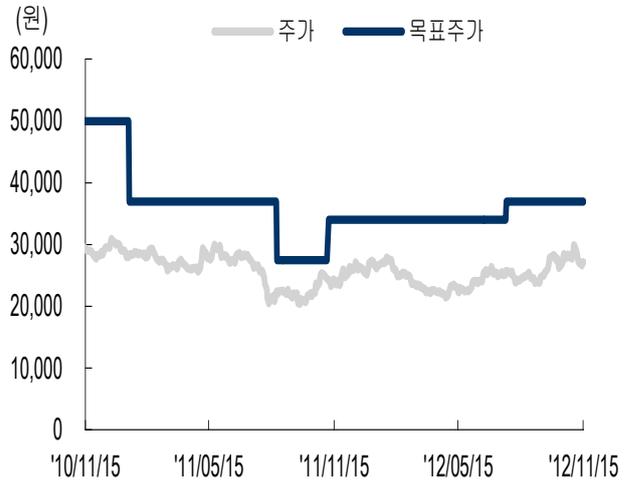
1. 원전가동률 - 3분기 84.4%, 신고리 1호기, 신월성 2호기 가동률은 가지고 있지 않지만 특별한 정지가 없었기에 90% 이상으로 추정
2. 원전 가동중단 시 영향 - 원전 정지에 따른 구입전력비는 1GW급 원전 기준 일평균 34억원, 연간 1조 2천억원 전력구입비 발생
3. 원전 복구 총당 부채 - 지경부가 4분기에 변경할 목표를 가지고 있지만 내년으로 미루어질 가능성도 있음. 원전복구 총당부채 산정 기준에 반영될 각종 비용들이 상향 조정되어서 원전복구 총당부채가 상당히 가능성 상존. 반영시기와 금액은 유동적임. 현재는 기타 영업비용에 350억원 수준, 8500억원 수준으로 4분기에 반영될 가능성 있음, 규모, 시기 유동적.
4. 원전복구총당부채 반영 빈도 - 관련법에 따라 2년에 1회 기준 변경가능, 작년에 기준 변경, 원칙대로는 재작년에 변경했어야 하는 것이어서 올해 한번 더 기준 변경 될 수도 있음. 절차상은 올해가 맞지만 내년으로 미루어 질 가능성도 있음
5. 미수금 - 3분기 미수금 4185억원, 총 미수금액 1조8200억
6. 영광원전 3,5,6호기 가동예상시점 - 겨울철 피크 대비 위해 조속히 교체할 계획 5,6호기는 1주일내에 수리 가능하기에 최대한 빠른 시일에 가동할 것, 3호기는 정비기간, 방법이 확정되지는 않았지만 동계피크에 대비하기 위해 최선을 다할 것.
7. 2013년 신월성 2호기 신고리 3호기 가동 시기 - 신월성 2호기는 빠르면 2013년 4~5월 상업운전개시, 3호기 2013년 9월에서 더 지연될 것인지 확실치 않음, 신고리 2호기는 보수적으로 2013년 5~7월, 지연되는 이유는 원자력 안전위원회 심사가 강해졌기 때문.
8. 석탄가 전망 - 4분기 호주탄 기준 톤당 115~120\$, 2013년 호주탄 기준 톤당 100~110\$ 예상. 인도네시아 물량 고려 4분기 109.6\$ 2013년 99.5\$ 예상
9. 2012년 4분기 원전가동률 - 영광 3,5,6호, 월성 1호기 연말까지 가동 중지를 전제로 4분기 원전 가동률 77.5%,
10. 4분기 LNG 단가 - 4분기 LNG투입단가 106만원, 2013년 89만 4천원으로 전망
11. 내년도 적정투보율을 위한 요금인상 요구율은? 조정요인은 금년기준 두 자릿수, 내년 연료비 떨어질 것으로 예상할 경우 한자릿수 예상
12. 향후 원자력 비중 - 5차계획에 따르면 원자력 비중은 계속적으로 증가
13. 4분기 SMP 전망 - LNG등 연료가 하락 예정, IPP도입단가 150원초반 대 전망

- 당사는 11월 14일 현재 '한국전력' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국전력공사 (015760)	2010/02/03	Buy(Maintain)	50,000원
	2011/01/18	Buy(Reinitiate)	37,000원
담당자변경	2011/08/23	Buy(Reinitiate)	27,500원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	34,000원
	2011/11/14	Buy(Maintain)	34,000원
	2011/11/17	BUY(Maintain)	34,000원
	2011/12/05	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/01/26	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/02/13	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/05/02	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/05/11	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/05/16	BUY(Maintain)	34,000원
	2012/06/04	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/07/13	Buy(Maintain)	34,000원
	2012/07/25	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/07/30	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/08/06	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/08/13	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/09/10	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/09/26	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/05	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/13	Buy(Maintain)	37,000원
	2012/11/15	Buy(Maintain)	37,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상