

Initiating coverage

Korea / Utilities

17 December 2012

BUY

목표주가 **36,000 원**
현재주가 (14 Dec 12) **26,950 원**

Upside/downside (%)	29.7
KOSPI	1995.04
시가총액 (십억원)	17,815
52주 최저/최고	21,200 - 30,250
일평균거래대금 (십억원)	48.5
외국인 지분율 (%)	63.7

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	43,532	51,253	53,231	55,089
영업이익 (십억원)	(685.0)	(37.3)	3,610.6	4,149.3
당기순이익 (십억원)	(3,293.0)	(1,448.1)	1,597.6	1,834.7
수정순이익 (십억원)	(3,370.5)	(1,510.5)	1,613.6	1,853.1
EPS (원)	(5,252)	(2,353)	2,514	2,887
EPS 성장률 (%)	적지	적지	흑전	14.8
P/E (x)	(4.9)	(11.8)	11.0	9.6
EV/EBITDA (x)	10.0	10.0	6.5	6.5
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	(7.1)	(2.9)	3.1	3.4
순차입금/자기자본 (%)	84.8	106.3	118.3	128.5

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	2.4	11.9	6.5
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(2.9)	12.5	(0.9)

이학무, Analyst
3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미
3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

한국전력 (015760 KS)

전력요금 4.9% 인상이면 충분

한국전력공사를 목표주가 36,000 원에 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 목표주가는 2013년 예상 BPS 82,402 원에 PBR 0.4 배를 적용하여 산출한 것임. 2013년에는 1) 셰일가스의 영향으로 주요 연료인 석탄 및 LNG 가격이 안정세를 보여 전력요금 인상 요인이 낮아질 것이고, 2) 2012년 및 2013년 신규 가동되는 신월성 1,2호기 및 신고리 2,3호기 등의 가동으로 인한 전력 생산원가 절감 효과 및 3) 통상적인 인상률인 4.9%의 추가 요금 인상을 바탕으로 연간 흑자 전환을 기대할 수 있을 것임. 전력요금 인상 요인의 대부분인 연료비가 안정화되고 있는 국면에서 4.9%의 추가 요금 인상으로 한국전력의 수익성이 안정화될 수 있는 상황을 고려하면 연초에 추가 전력 요금 인상은 높다고 판단함.

연료비 안정과 원전으로 인한 수익성 개선 기대는 유호

2010년 하반기 이후 한전 수익성 악화에 가장 크게 기여한 것은 연료비 인상 요인을 전력요금에 충분히 반영하지 못한 것이 대부분임. 그러나 연료비가 안정화되고 있어 추가 전력 요금인상 요인이 낮아지고 원전의 신규 가동으로 전력 원가가 낮아지고 있는 추세에 있어 수익성이 점진적으로 개선되는 구조가 되고 있음. 물론 연료비 연동제를 시행하고 있어 연료비 하락이 실질 수익성 개선에 기여하지 못한다는 우려가 있을 수 있으나, 2013년 1/4 분기에 추가적으로 전력 요금이 4.9%만 인상되면 kWh 당 8~10 원의 영업이익을 실현할 수 있다는 것에 주목해야 할 것임. 특히 2012~2014년 사이에 총 5개의 신규 원전이 가동되는 효과까지 감안하면 중단기적으로 2013년 및 2014년에 수익성 개선이 가장 극대화될 수 있는 시기가 될 것임.

셰일가스 등의 영향으로 주요 연료비 안정화 기대

셰일가스는 풍부한 매장량과 이를 바탕으로 한 원가 우위로 천연가스 가격을 낮출 뿐 아니라 원유 수요를 일부 대체함으로써 간접적으로 유가를 낮춰 유가와 연동된 가격 시스템을 가지고 있는 전통 천연가스 가격 안정화에도 기여할 것임. 전통 천연가스가 원유의 난방 및 발전 수요만 대체했던 것과는 다르게 셰일가스는 납사, 휘발유 및 경유 등의 수요에도 간접적인 영향을 주고 있는 것에 주목해야 할 것임. 에탄 크래커 산업을 활성화시켜 납사 수요 증가를 일부 대체하기 시작하였고, CNG 자동차의 경제성을 높여 CNG 자동차 보급을 가속화시켜 자동차용 연료 수요를 대체할 수 있을 것으로 기대함. 또한, 석탄의 경우에는 셰일가스의 영향뿐 아니라 중국의 수요 증가세 둔화 및 높은 공급량 증가율 유지 등의 효과로 안정적인 가격을 유지할 수 있을 것으로 전망함.

목표주가 36,000 원에 투자의견 BUY로 커버리지 개시

한국전력공사를 목표주가 36,000 원에 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 목표주가는 2013년 예상 BPS 82,402 원에 PBR 0.4 배를 적용한 것임. 지속가능한 ROE 3.0%, 자기자본 비용 6.9% 및 연구성장률 0%를 가정하여 산출한 것임. 과거 10년간의 ROE-PBR 상관관계에서도 2013년 회복되는 ROE 3.1%를 적용하면 0.45 배의 PBR 적용이 가능하고 일본 및 중국을 포함하는 리저널 전력 업체의 ROE-PBR 상관관계에서도 0.4 배 이상의 PBR 적용이 가능한 것을 감안할 때 적절한 수준이라고 판단함. 한국전력공사의 현 주가는 역사적인 저점 수준인 PBR 0.3 배 수준에 불과함. 연료비 안정화 및 신규 원전 가동 효과로 2013년부터 수익성 개선을 기대할 수 있는 것을 감안할 때 현 시점은 매수 적기라고 판단함.

Table of contents

I . Executive summary	3
II . 투자포인트	4
1. 4.9% 요금 인상은 흑자전환에 충분	4
2. 에너지원 가격 안정화	7
3. 2013~2014 년 신규 원전 가공 효과 극대화로 긍정적	12
III . 밸류에이션	14
IV . 실적 전망	18

I. Executive Summary

한국전력공사에 대해 목표주가 36,000 원에 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2013년 예상 BPS 82,402 원에 PBR 0.4배를 적용한 것이다. 이는 지속가능한 ROE 3.0%, 자기자본 비용 6.9% 및 영구성장률 0%를 가정하여 산출한 것이다. 과거 10년간의 ROE-PBR 상관식에서도 2013년 회복되는 ROE 3.1%를 적용하면 0.45배의 PBR 적용이 가능하고 일본 및 중국을 포함하는 리저널 전력 업체의 ROE-PBR 상관식에서도 0.4배 이상의 PBR 적용이 가능한 것을 감안할 때 적절한 수준이라고 판단한다. 현재 한국전력공사의 주가는 역사적인 저점 수준인 0.3배에 불과한데 2013년부터 연료비 안정화 및 원전의 신규 가동 효과의 극대화를 바탕으로 전력 원가가 낮아져 수익성이 의미있게 개선될 것으로 감안하면 현 시점은 매수 적기라고 판단한다.

2010년 하반기 이후로 인상되어온 연료비 상승에 대한 부담을 2013년부터는 해소할 수 있는 첫 해가 될 것에 주목해야 한다. 2009년부터 2012년 상반기까지 유가(LNG 가격은 유가에 연동) 및 석탄 가격의 꾸준한 상승세로 인해서 전력원가의 상승이 이어져 왔음에도 불구하고 정부의 규제에 인해서 전력요금에 원가 상승을 모두 반영하지 못하면서 지속적인 수익성 악화에 시달려야만 했다. 그러나 두바이 유가가 100~110 달러/배럴, 석탄가격이 90 달러/톤 전후에서 안정화되고 있어 2013년부터 수익성은 빠르게 회복될 수 있을 것으로 기대한다. 2013년 초에 통상적인 인상률인 4.9%의 추가적인 전력요금 이상을 가정한다면 2013년에 2012년 대비 전력 원가가 7%이상 낮아질 것을 기대할 수 있어 연간 3조원 이상의 영업이익을 시현할 것으로 전망한다.

셰일가스가 천연가스 가격뿐 아니라 유가 및 석탄 가격 안정화에 기여할 수 있을 것으로 기대한다. 셰일가스는 미국내에서 개발되었고 미국내의 천연가스 유통, 성분 분리 및 판매 관련된 인프라가 크게 발달되어 있어 전방위적으로 원유의 수요증가에 영향을 줄 수 있어 유가상승 억제를 통한 LNG 가격의 안정화를 기대할 수 있을 것이다. 셰일가스는 난방 및 발전에만 국한되어 사용되었던 기존 천연가스와 다르게 화학제품 원료로도 투입되고 있고 CNG 자동차 보급을 통해 자동차용 연료로도 사용되어 원유 사용의 90%를 대체할 수 있기 때문에 유가 안정화에 기여할 수 있게 될 것이다. 미국은 셰일가스로 인해 천연가스 가격이 낮아지면서 천연가스 발전 비중이 증가하고 있고 이는 미국의 발전용 석탄 수요 감소에 영향을 주며 석탄 가격 안정화에 기여할 것이다.

석탄 가격은 셰일가스 영향뿐 아니라 중국의 공급량 증가 및 수요 증가세 둔화 영향에 의해서도 안정화될 수 있을 것이다. 중국의 석탄 공급 업체는 높은 수익성을 바탕으로 생산능력을 꾸준히 확대하여 2015년에는 2010년 대비 90%에 가까이 생산능력이 확대될 것이다. 반면에 중국의 고정자산투자 증가가 점진적으로 낮아지면서 과거보다 석탄수요 증가는 둔화될 것으로 전망한다. 따라서 2015년까지 중국 석탄 공급 부족이 발생할 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다. 중국이 전세계 석탄 수요의 40%이상을 차지하고 있고 최근 5년간 석탄 가격 상승의 주된 역할을 했던 것을 감안하면 중국이 공급 부족 상황이 되지 않는다면 90 달러/톤의 현재 석탄 가격대 유지 전망이 가능할 것이다.

2013~2014년에는 신규 원가 가동이 많아 전력 원가 하락이 극대화될 수 있는 것도 염두에 두어야 할 것이다. 원전 한 개가 연간 온전히 가동하게 되면 현재 전력 원가 기준으로 전력원가는 1.5~2.0%의 절감 효과가 있는 것으로 추정한다. 2012년 7월부터 가동에 들어간 신고리 2호기와 신월성 1호기가 2013년 연간으로 가동되는 효과만으로도 1.5~2.0%의 원가 절감 효과를 기대할 수 있다. 아직 구체적인 가동일정을 정하고 있지는 못하지만 2013년에 2개의 원전이 추가적으로 가동이 예정되어 있어 신규 원전 가동으로 인한 전력 원가 절감 효과는 2~3% 정도에 이를 수 있을 것으로 기대한다.

II. 투자포인트

1. 4.9% 요금 인상은 흑자전환에 충분

연료비 안정을 중심으로 수익성 개선 기대

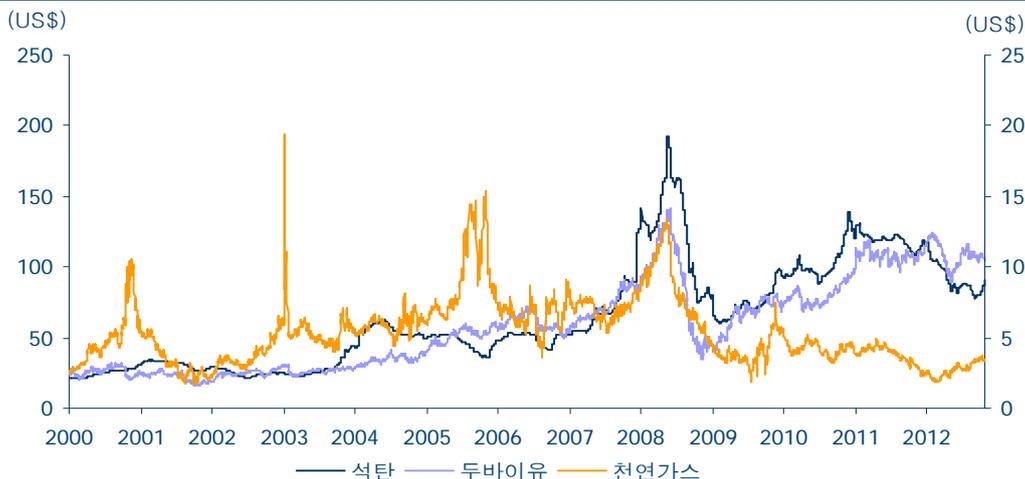
2010년 하반기 이후에 한국전력의 수익성 악화는 대부분 연료비 상승 및 연료비 상승과 연관이 높은 전력 구입비의 인상에 준해서 전력 가격을 인상해 주지 않았기 때문이다. 예를 들어 2011년에는 2010년 대비 kWh 당 연료비 및 전력 구입비가 평균적으로 15% 정도 상승했는데 인상한 총 전력 요금은 연말기준으로도 10%에 불과했다. 전력 요금 인상은 정부의 규제를 받기 때문에 필요한 만큼 전력 요금을 충분히 올릴 수 있을 것이라는 기대를 갖기 어려운 것은 사실이다. 그러나 최근 상황을 분석해 보면 상당히 긍정적인 면을 발견할 수 있다. 셰일가스 등의 영향으로 주요한 연료비가 안정화를 보이고 있다는 것이고 2012년부터 신규 원자력 발전소가 가동되기 시작했다는 것이다. 게다가 환율도 우호적으로 하향 안정세를 보이고 있는 모습이다. 2013년의 전력 생산 비용은 환율하락 요인을 포함한 연료비 안정화만 고려해도 2012년 대비 4~5%의 하락을 기대할 수 있다. 여기에 2012년에서 2013년에 걸쳐서 새롭게 가동되는 4개의 원자력 발전소로 인한 원가 절감 요인이 2~3%정도 될 수 있어 총 원가 절감은 7% 이상을 기대할 수 있을 것이다. 이를 반영하면 2010년 대비 원가 상승은 17%정도로 낮아질 수 있을 것이다. 표준 전력요금 인상은 2012년 8월에 인상한 것을 포함하여 15%에 지나지 않지만, 내년 1/4분기에 추가로 4.9%를 인상하면 2010년 대비 전력 요금 상승은 21%에 이르러 kWh 당 영업이익이 8~10 원에 이를 수 있을 것으로 전망한다.

Figure 1 단위당 원가 및 비용 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 주요 원자재 가격동향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연료비 연동제에 대한 오해와 진실

연료비 연동제를 하면 원료비가 낮아져도 미수금이 먼저 감소하고 그 이후에 미지급금이 증가할 뿐이지 손익 개선에는 영향을 주지 않는다. 그렇기 때문에 향후 원료비가 안정화 되어도 한국전력이 흑자 전환하는 것에는 기여하지 못하고 현금흐름만 원활하게 해줄 뿐이다. 그러나 이는 전력요금의 인상이 없다면 맞는 말이지만 전력요금의 추가적인 인상이 있다면 달라진다. 아직 4/4 분기가 남아 있지만 2012년을 기준으로 추정을 해보면 연간 기준으로 단위당 전력 원가 및 평균 판매 가격이 각각 109 원/kwh으로 유사하다. 109 원/kwh에서 연료비 비연동 요금은 연간 평균으로 104 원/kwh 이고 연료비 변동분과 관련된 요금은 5 원/kwh로 추정한다. 2012년 8월에 인상된 요금이 연간으로 다 반영되는 2013년에는 연료비 비연동 요금이 105 원/kwh 수준이 될 것으로 추정한다. 2013년 석탄 및 LNG 가격이 연간으로 3%정도 하락한 105 달러/톤 및 910 달러/톤을 가정하고 연평균 환율을 1070 원으로 가정하면 단위당 비용은 103 원으로 낮아지게 된다. 기준가격 105 원/kwh보다 전력 생산 원가가 1 원/kwh 더 낮아진 것이 연료비 및 환율 하락에 기인하는 것이기 때문에 이는 원료비 연동제에 의해서 미수금이 먼저 축소되고 그 이후에는 미지급금이 쌓여야 하는 것이다.

그런데 여기서 명확하게 알아야 할 것이 기준 전력요금보다 원가가 낮은 차이만큼이 모두 연료비 변동 분으로 요금 반영이 되어 미수금 감소 및 미지급금 계상이 되는 것은 아니다. 기준 전력 요금이 산정된 시점에서 4~6개월 전의 평균 연료비를 기준으로 이보다 실적연료비가 높으면 그만큼 매출에 반영하고 미수금이 쌓이는 것이고 낮으면 그만큼 매출에서 차감하고 미수금이 있다면 이를 먼저 축소시키고 미수금이 없다면 미지급금이 쌓이게 되는 구조인 것을 염두에 두어야 한다. 따라서 내년 1/4 분기에 전력 요금을 인상하면 기준연료비 가격이 석탄은 톤당 109 달러(2~4월 평균)에서 83~86 달러로 낮아지고 천연가스 가격 산정의 기준이 되는 두바이 유가는 배럴당 119 달러(2~4월 평균)에서 106~109 달러로 낮아지게 된다. 이를 기준으로 보면 한국전력 입장에서 연료 단가가 석탄기준으로 톤당 100 달러 이상이면 오히려 연료비 조정 요금이 인상되는 요인이 되는 것이고 LNG 가격도 한국전력도 입가격 기준으로 톤당 900 달러가 넘으면 미수금이 발생하는 구조가 되는 것이다. 2013년 평균 도입 석탄 및 LNG 요금을 각각 106 달러/톤 및 910 달러/톤으로 가정하고 있어 1/4분기 중으로 요금인상이 있을 경우 연료비 연동 요금으로 인한 판매요금 하락 요인은 없을 것으로 전망한다.

Figure 3 연료비 연동제 시행 프로세스



* 석탄, LNG, 유류의 평균연료수입가격 (관세청고시 무역통계자료 사용)
 * 조정상한 설정: 기준연료비의 최대 50% / 비조정 범위 설정: 기준연료비의 ±3% 이내
 * 원화가격 적용: 환변동 리스크 헷지

Figure 4 연료비 연동제 반영 방식

	요금 및 매출		비용 및 마진	
	기본	연료비 연동 적용	기본	원전 효과
현재	104	103 1 (AP)	103	101 2 (M)
전기요금 (원)	104	104	104	104
매출 (원)	104	103	103	103
석탄가격 (US\$/tonne)	109	90		(margin:2)
유가 (US\$/barrel)	119	109		
2013년1분기 4.9% 인상 이후	110	110 1 (AP)	103 7 (M)	101 9 (M)
전기요금 (원)	110	110	110	110
매출 (원)	110	111	111	111
석탄가격 (US\$/tonne)	83~86	90	(margin:7)	(margin:9)
유가 (US\$/barrel)	106~109	109		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 에너지원 가격 안정화

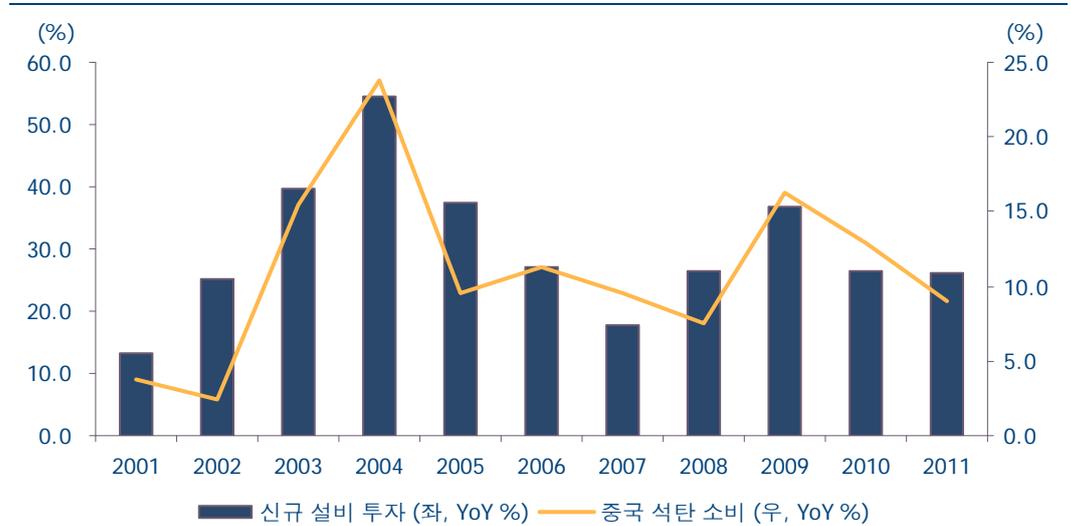
석탄 가격: 2015년까지 안정화 보일 것으로 전망

전세계 석탄 수요의 60%를 중국과 미국이 담당하고 있는데 이들 지역의 석탄 공급 부족 가능성이 낮아 전세계 석탄 가격은 안정화될 것으로 전망한다. 당사의 원자재 애널리스트의 보고서 "The real cost of thermal coal—an inconvenient truth"에 의하면 중국의 석탄 수요 증감율은 중국의 고정자산 투자 증감율과 밀접한 관계를 가지고 있는데 고정자산 투자가 2009년 이후 점진적으로 낮아지고 있는 추세를 2013년 이후에도 이어갈 것으로 전망하기 때문에 석탄 수요 증감율은 점진적으로 둔화될 것으로 전망한다. 반면에 2015년까지 대규모의 공급 증가가 전망되기 때문에 2015년까지 중국의 석탄 시장은 공급 과잉상태가 될 것으로 전망한다.

2005년 이후 중국의 석탄 산업은 상당히 양호한 수익성을 이어 왔고 이를 바탕으로 대규모 생산능력 확대를 위한 투자를 하고 있다. 일부에서 매장량의 부족으로 생산량 증가가 제한 받을 것이라는 우려가 있지만 내몽고, 신장 및 산시성 등에는 50년 가까이 생산할 수 있는 석탄이 매장되어 있는 것으로 추산한다. Shenhua, China Coal, and Yanzhou 등 중국의 주요 석탄 생산 업체의 생산능력의 합은 2011년 4.67억톤 대비 2015년까지 86%증가한 8.7억톤에 달할 것이다. 중국의 상위 17개 업체로 확대해도 17개 업체의 총 생산능력은 2010년 대비 90% 가까이 증가한 29억톤에 이를 것으로 전망되는 등 중국의 전 석탄 산업이 큰 폭의 생산능력 확대를 하고 있어 2015년까지는 중국의 공급이 부족하게 되는 상황이 발생하지는 않을 것으로 전망한다.

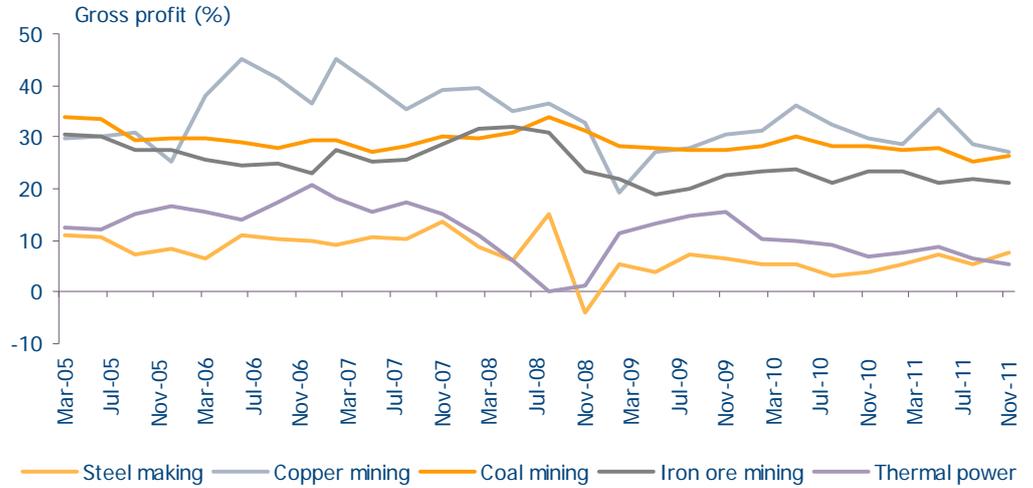
미국의 경우에는 셰일가스로 인해 낮아진 천연가스 가격의 영향으로 석탄 발전 비중이 감소하면서 석탄 수요가 감소세를 보이고 있다. 지난 2008년 11.2억톤 소비에서 2009년에는 9.9억톤으로 10% 가량 수요가 급락하였고 2010년 10.5억톤으로 회복되었으나 2011년 다시 10.0억톤으로 감소하였다. 석탄 가격이 톤당 100달러일 경우에 천연 가스 가격이 MMBTU당 5~5.5달러 수준이면 석탄과 천연가스의 단위당 발전 연료비가 유사한 수준인 것으로 추정한다. 미국 헨리허브 가격 기준으로 한때 MMBTU당 2달러 이하로 내려갔을 때는 kWh당 생산되는 전력 비용은 석탄의 절반 수준까지 낮아졌을 것으로 본다. 최근에 헨리허브 가격이 상당히 반등하긴 했으나 3달러 중반에서 안정화되는 모습을 보이고 있어 천연가스 발전의 원가는 아직도 석탄 발전 원가보다 낮은 수준을 유지하고 있다. 셰일가스의 원가가 5달러를 넘는 경우가 많지 않기 때문에 헨리허브 가격이 4~5달러 이상으로 크게 가격이 오르기 어려울 것으로 전망한다. 또한 천연가스 발전이 환경에 미치는 부정적인 영향도 더 낮고 가동의 편리성이 높은 것까지 감안하면 유사한 원가 수준에서도 석탄 발전 비중은 낮아질 것으로 보인다. 따라서 미국의 발전용 석탄 수요는 꾸준히 하락세를 보일 수 있을 것이고 이는 국제 석탄 가격안정화에 기여할 것으로 기대한다.

Figure 5 중국 신규 설비 건설과 석탄 소비 성장을 비교



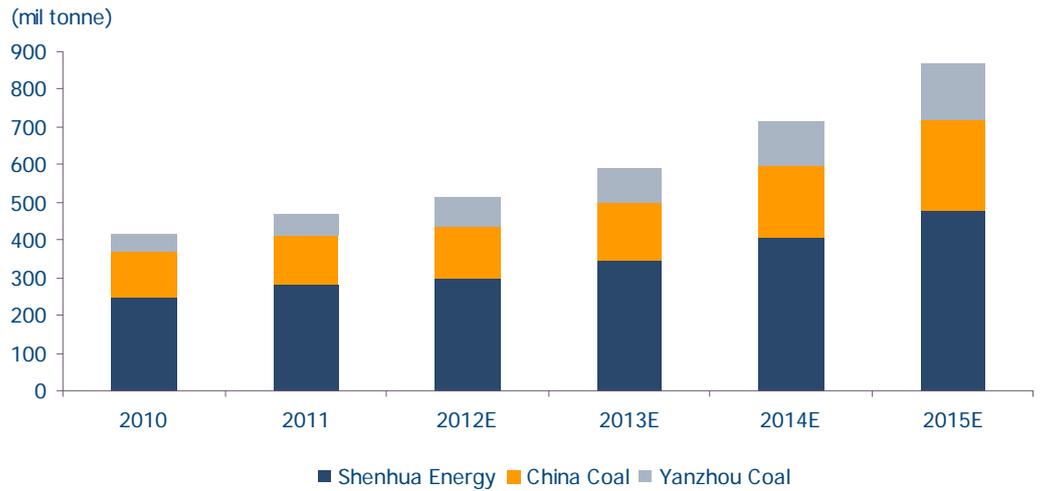
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 건조한 중국 석탄 개발 회사의 수익률 추이



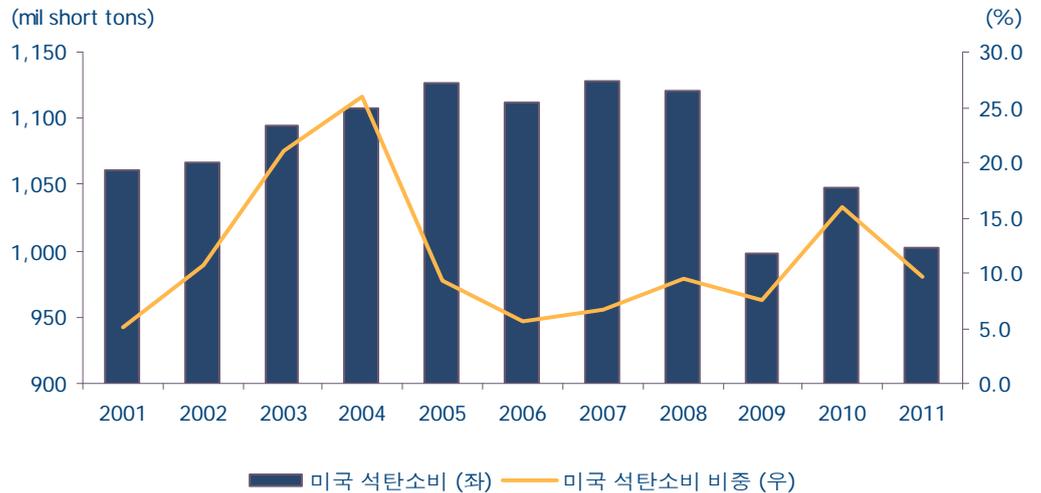
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 중국 주요 석탄업체 생산능력 증대 계획



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 미국 석탄 소비 추이

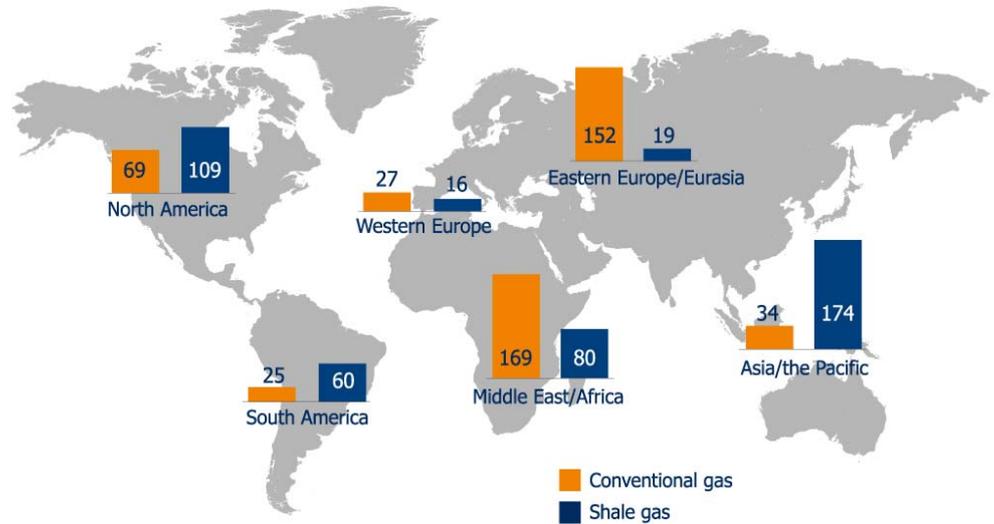


자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

천연가스 가격: 중장기적으로 안정화 기대 가능

천연가스 가격은 중장기적으로 안정화될 수 있을 것으로 전망한다. 전세계적으로 이슈가 되고 있는 셰일가스 개발로 인해 현재까지 확인된 매장량이 기존의 전통가스 매장량의 2배 수준인 451조 m³ 수준으로 중장기적으로 안정적인 공급 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 전통적으로 가스는 원유에 수반되어 나오는 것이 대부분이었기 때문에 아직도 대부분의 가스 가격은 원유 가격과 연동되어 있다. 물론 원유와 수반되지 않은 셰일가스가 대규모로 공급되기 시작하면서 미국에서는 원유가격과 무관하게 천연가스 가격이 정해지고 있지만 대부분의 지역에서는 원유와 연동된 가격을 유지하고 있다. 따라서 국제적으로 천연가스 가격이 안정화되기 위해서는 유가 안정화가 동반되어야 했지만, 셰일가스가 향후 유가 및 천연가스 가격 안정화에 기여하게 될 것으로 판단한다. 셰일가스가 도입되기 이전에 가스의 주요 사용처는 난방 및 발전에 불과했다. 원유 사용의 60~70%가 휘발유, 경유 및 납사 등인 것을 감안하면 기존 천연가스는 원유 사용의 일부분을 대체할 수 있었으나 셰일가스의 개발로 납사를 대체할 수 있게 되었고 CNG 차량이 도입된다면 자동차 연료로 사용되는 휘발유 및 경유 사용도 일부 대체할 수 있게 되어 원유 가격은 향후에 더욱 안정화될 수 있을 것으로 기대한다.

Figure 9 글로벌 셰일가스 매장량 (조 m³)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

납사를 대체하는 셰일가스의 역할 주목

에탄, 부탄 및 프로판으로 에틸렌, 부타디엔 및 프로필렌을 제조하기 위해서 높은 기술 수준을 요구하지는 않는다. 그러나 이들 가스는 석유화학에서 주요 원재료로 사용하는 납사보다 가격이 낮지만 저장 및 수송이 어려워 원거리에서 조달할 경우 물류 비용이 크게 증가하여 원가 경쟁력이 낮아지게 된다. 따라서 중동과 같이 풍부한 가스를 파이프를 통해서 안정적으로 조달할 수 있는 지역에서만 에탄 중심의 석유화학 산업이 활성화되었다. 그 이외 지역에서는 크게 활성화되지 못했다. 특히, 이들 지역은 원유와 함께 생산되는 천연가스(수반가스)이기 때문에 에탄 비중이 높아 더 많은 에탄을 낮은 비용으로 확보할 수 있는 장점까지 있어서 이들 지역을 중심으로만 에탄 크래커가 활성화되었다. 이들 지역을 제외한 지역은 저장 및 수송이 용이한 납사를 중심으로 한 화학공장이 대부분이다.

그러나 미국에서 셰일가스가 개발되고 천연가스를 분리하고 유통하는 인프라가 갖춰지면서 천연가스를 기반으로 한 석유화학 산업이 활성화되기 시작하였다. 셰일가스는 미국 전체적으로 109 조 m³ 의 엄청난 양이 매장되어 있어 장기적으로 에탄 공급이 안정적으로 이루어 질 수 있어서 에탄 크래커 투자가 활발히 이루어진 것으로 판단한다. 물론, 최근 미국 천연가스 가격의 급격한 하락으로 납사를 원재료로 한 에틸렌 대비 500 \$/톤 수준의 원가 경쟁력을 갖게 해준 것도 에탄 크래커 투자를 가속화하는 역할을 한 것으로 보인다. 또한 이는 미국을 제외한 지역에서 수반가스를 기반으로 한 에탄 크래커 투자를 가속화 시키는 역할도 하였다. 이와 같은 에탄 크래커의 생산능력 확대는 추가적으로 증가하는 납사 수요의 일부를 대체하게 될 것이고 최종적으로 원유의 수요를 감소시키는 것에 기여할 것이다. 납사가 전체 원유 사용의 15% 정도를 차지하고 있는 것을 감안하면 에탄, 부탄 및 프로판을 활용한 석유화학 산업이 원유 수요에 미치는 영향이 적지 않을 것으로 전망한다.

Figure 10 석유제품 비중 비교

(%)	한국	미국	글로벌 수요
휘발유, 납사	20.0	46.0	32.0
등유, 항공유	15.2	9.6	37.0
경유	38.5	28.9	
BC유, 중유	16.9	3.4	23.0
기타유	9.4	2.2	8.0

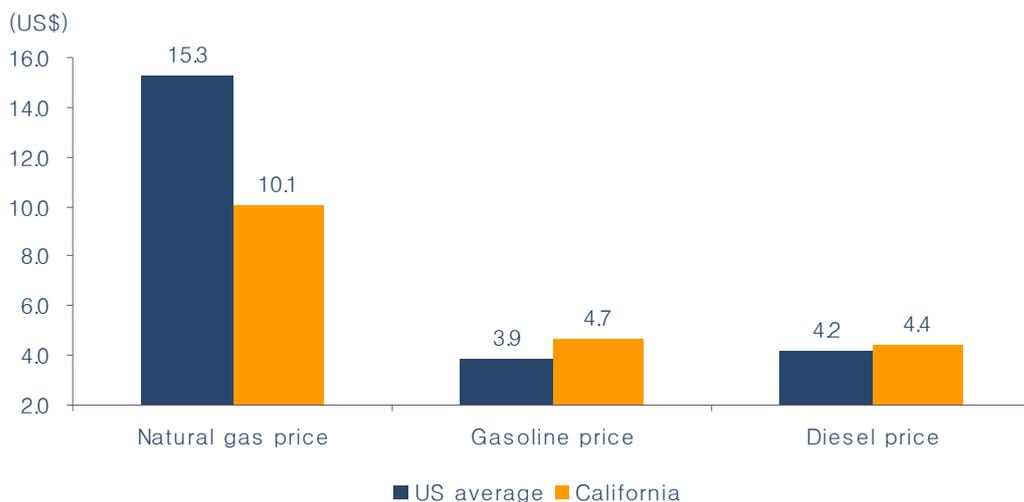
자료: 미래에셋증권 리서치센터

CNG 차량의 도입으로 천연가스가 휘발유 및 경유 수요 증가도 일부 대체 가능할 것

미국에서 셰일가스가 대규모로 공급되면서 천연가스 가격이 크게 하락함에 따라 미국발 CNG 자동차의 성장을 기대할 수 있다. 물론 CNG 자동차의 안전성에 대한 미국 소비자들의 낮은 신뢰와 가스 충전소의 부족 등 넘어야 할 문제가 많긴 하지만 경제적으로 매력적이고 자동차 업체가 보급 의지가 있다면 시장은 열릴 수 있을 것이다. 캘리포니아 지역 기준으로 CNG 자동차의 경제성을 분석해 보면 2,000cc 급 차 기준으로 연간 1만킬로미터 운행하는데 700 달러 이상의 연료비 절감을 할 수 있다. 평균적으로 연간 3만킬로미터 운행하는 것을 감안하면 연간 2천달러의 연료비 절감이 가능하고 CNG 차로 개조하는 비용 4~5천달러는 3년 이내로 회수가 가능할 것으로 기대할 수 있다. 충전소 문제만 해결된다면 CNG로 개조하는 것은 충분히 매력적이라는 것인데 캘리포니아 지역에만 215개의 천연가스 충전소가 이미 있기 때문에 캘리포니아를 필두로 CNG 차량 보급을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

미국의 자동차 업체가 CNG 차량을 출시하는 것을 보면 시장 성장에 대한 가능성은 상당히 높다고 판단한다. 크라이슬러는 올해 상반기부터 CNG와 가솔린을 동시에 사용할 수 있는 Ram truck 제조를 시작하였고 최근에 일반에 판매를 개시한 것으로 파악된다. 동종의 휘발유 자동차 대비 1만달러 정도의 프리미엄이 있지만, 연간 3만킬로미터 운행하는 것을 가정할 경우 캘리포니아 지역 기준으로 연간 5천달러 가까이 연료비가 절감되고 미국 평균 휘발유 및 천연가스 가격을 기준으로도 3천달러 이상의 연료비 절감을 기대할 수 있다. 캘리포니아 지역은 3년 미만이면 회수할 수 있고 미국 평균으로도 3년이 크게 넘지 않는 기간이면 추가 비용이 회수될 수 있게 된다. GM도 CNG와 휘발유를 모두 사용할 수 있는 Chevy Silverado와 GMC Sierra를 4/4분기 중으로 출시할 계획을 가지고 있는 등 light truck 중심으로 미국 자동차 회사들의 대응을 간과하지 말아야 할 것으로 판단한다. 전세계적으로 CNG 자동차는 이미 1,500만대 가까이 운행되고 있다. 이란, 파키스탄 및 아르헨티나 등에서 2백만대 이상의 CNG 차가 운행되고 있다. 그러나 전세계 자동차 수요의 20% 가까이 차지하고 있는 미국이 자국에 엄청난 매장량을 가지고 있는 천연가스 자동차를 생산해서 팔기 시작한다는 것은 전세계 자동차 시장의 흐름에 큰 영향을 줄 수 있을 것이고 이는 곧 천연가스가 전세계 자동차용 연료 증가를 의미하는 수준만큼 대체할 수 있는 가능성이 높다는 것을 의미하는 것이다.

Figure 11 미국 평균 및 캘리포니아주 에너지 소매 가격 비교



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

참고: 천연가스(US\$ per 1,000 cubic feet), 가솔린, 디젤 (US\$ per gallon)

Figure 12 CNG 전환 운행 절감 비용

2000cc급 승용차	휘발유 (캘리포니아)	휘발유 (미국평균)	CNG (캘리포니아)	CNG (미국 평균)
연료단가(\$/gal, \$/1000 ft ³)	4.7	3.8	10.1	15.3
연료단가(\$/L, \$/m ³)	1.24	1.00	0.36	0.54
연비(km/L, km/m ³)	13.8	12.8	19.3	17.9
연비 환산액(\$/100 km)	9.0	7.8	1.8	3.0
유지비용 비율	100.0	100.0	20.5	38.4
CNG로 전환시 1만km 운행당 절감 비용(\$)	715.6	482.7		

Chrysler RAM truck	휘발유 (캘리포니아)	휘발유 (미국평균)	CNG (캘리포니아)	CNG (미국 평균)
연료단가(\$/gal, \$/1000 ft ³)	4.7	3.8	10.1	15.3
연료단가(\$/L, \$/m ³)	1.24	1.00	0.36	0.54
연비(km/L, km/m ³)	6.0	6.0	8.3	8.3
연비 환산액(\$/100 km)	20.9	16.9	4.3	6.5
유지비용 비율	100.0	100.0	20.5	38.4
CNG로 전환시 1만km 운행당 절감 비용(\$)	1,659.8	1,038.5		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 2013~2014년 신규 원전 가공 효과 극대화로 긍정적

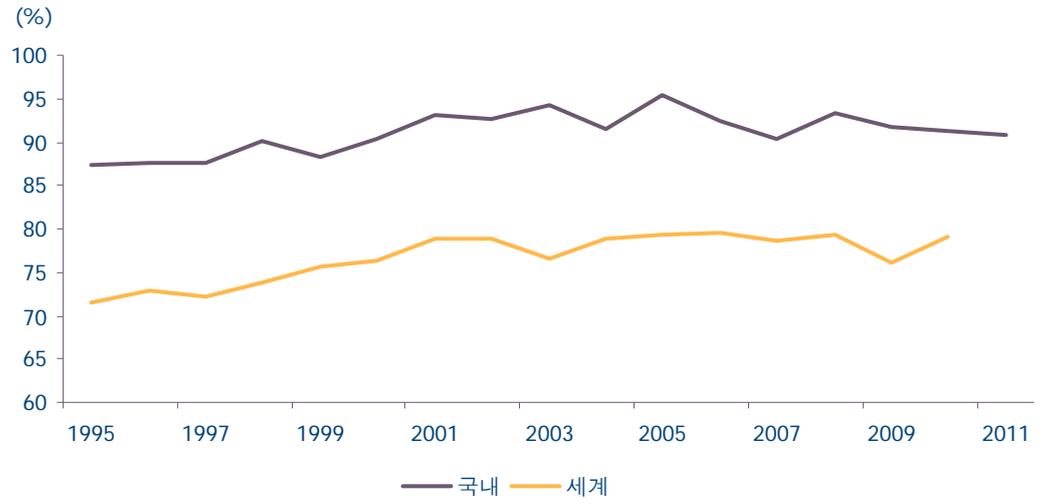
2013~2014년이 신규 원전 도입으로 전력 원가 절감이 극대화될 수 있는 시기라는 점에서 긍정적인 상황이다. 2005년 이후로 신규 원전 도입이 없다가 2011년 2월에 신고리 1호기를 시작으로 다시 신규 원전이 가동되기 시작하였다. 2012년 7월에는 신고리 2호기와 신월성 1호기가 가동되었다. 2012년 3/4분기에 예상보다 좋은 실적 회복을 보였던 주된 요인도 이들 원전의 가동에 기인하는 것을 감안하면 2013년은 연간으로 이들 원전의 가동 효과로 인한 전력 원가 절감을 기대할 수 있다는 점에서 긍정적이라고 판단한다. 이에 부가적으로 2013년 1/4분기 중으로 신월성 2호기가 가동될 수 있을 것으로 예상된다. 신고리 3호기는 9월로 예상하고 있지만 최근 원전에 대한 불안감이 커지면서 가동 시기에 변동이 있을 가능성도 배제할 수는 없는 상황이다. 총 공사기간이 7년에 가까운 원자력 발전소가 거의 완전을 눈앞에 두고 있는 상황이면 수개월의 차이가 있긴 하겠으나 가동에 들어가지 못하게 될 우려를 할 필요까지는 없다고 본다. 1GW 생산능력을 가진 원전이 추가로 하나 더 도입이 될 경우에 발전 원가는 1.5%의 절감을 기대할 수 있어 2012년부터 2014년까지 도입되는 총 5기의 원자력 발전소로 인한 전력 원가 절감은 10%에 이를 것으로 전망한다.

Figure 13 국내 원자력 발전소 현황

호기	위치	용량(만kW)	상업운전일
고리#1	부산시	58.7	'78. 4.29
고리#2	기장군	65	'83. 7.25
고리#3		95	'85. 9.30
고리#4		95	'86. 4.29
신고리#1		100	'11. 2.28
신고리#2		100	'12. 7.20
신고리#3	울산시	140	('13. 9)
신고리#4	울주군	140	('14. 9)
월성#1	경 북	67.9	'83. 4.22
월성#2	경주시	70	'97. 7. 1
월성#3		70	'98. 7. 1
월성#4		70	'99.10. 1
신월성#1		100	'12. 7.31
신월성#2		100	('13. 1)
영광#1	전 남	95	'86. 8.25
영광#2	영광군	95	'87. 6.10
영광#3		100	'95. 3.31
영광#4		100	'96. 1. 1
영광#5		100	'02. 5.21
영광#6		100	'02.12.24
울진#1	경 북	95	'88. 9.10
울진#2	울진군	95	'89. 9.30
울진#3		100	'98. 8.11
울진#4		100	'99.12.31
울진#5		100	'04. 7.29
울진#6		100	'05. 4.22
신울진#1	경 북	140	('16. 6)

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 평균 원전 이용률 추이



자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

III. 밸류에이션

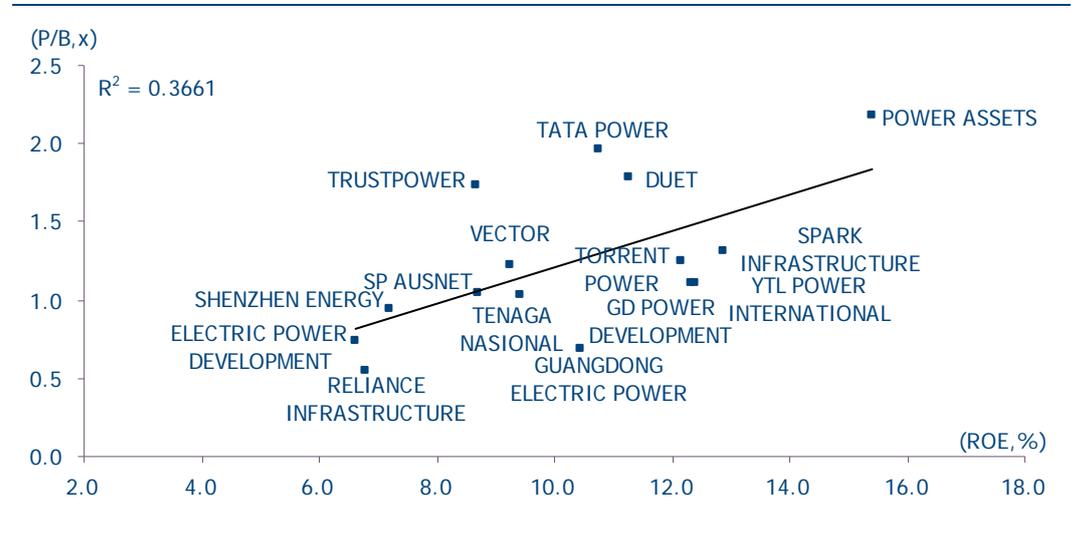
한국전력공사에 대해 목표주가 36,000 원에 투자이견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2013년 예상 BPS 82,402 원에 PBR 0.4 배를 적용한 것이다. 지속가능한 ROE 3.0%, 자기자본 비용 6.9% 및 영구성장을 0%를 가정하여 산출한 것이다. 과거 10년간의 ROE-PBR 상관식에서도 2013년 회복되는 ROE 3.1%를 적용하면 0.45 배의 PBR 적용이 가능하므로 0.4 배의 PBR 적용은 과거 추세를 감안해도 충분히 적용 가능한 수준으로 보인다. 일본 및 중국을 포함하는 리저널 전력 업체의 ROE-PBR 상관 관계에서도 3.1%의 ROE 면 0.4 배 이상의 PBR 적용이 가능하다. 한국전력공사의 현 주가는 역사적인 저점 수준인 PBR 0.3 배 수준에 불과하다. 연료비 안정화 및 신규 원전 가동 효과로 2013년부터 수익성 개선을 기대할 수 있는 것을 감안할 때 현 시점 매수 적기라고 판단한다.

Figure 15 목표주가 산정 내역

Sustainable ROE (%)	3.0
Beta (x)	0.6
Risk free rate (%)	3.0
Market risk premium (%)	6.2
Cost of equity (%)	6.9
Terminal growth rate (%)	0.0
P/B multiple (x)	0.4
FY13 BPS (KRW)	82,402
Target price (KRW)	35,572

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 피어그룹 ROE-P/B 상관관계



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 한국전력 주가 추이

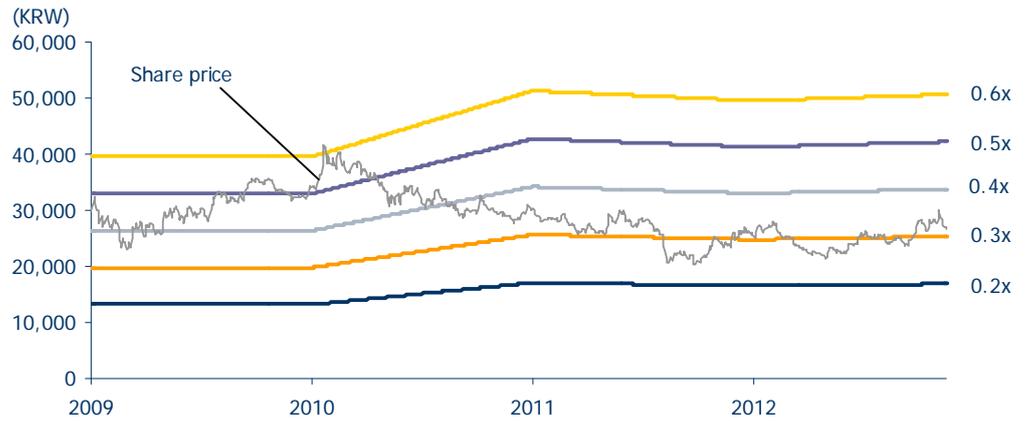


Events

- A. 민영화 논의 시작 (1994)
- B. 민영화 재논의 (1997.12~2000)
- C. 발전자회사 분할 (2001.4)
- D. 남동발전 매각실패 (2003.3)
- E. 민영화 폐기 (2008.6)
- F. 연료비 연동제 시행 (2011.7)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 P/B band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 한국전력 피어밸류에이션 (1)

기업		한국전력	CLP HLODINGS	POWER ASSET HOLINGS	GD POWER DEVELOPMENT	GUANDONG ELECTRIC POWER
Code		015760 KS	2 HK	6 HK	600795 CH	200539 CH
투자의견		BUY	HOLD	HOLD	-	-
목표주가 (거래통화)		36,000	69.0	61.0	5.7	21.00
현재주가 (거래통화)		26,750	67.4	67.5	2.35	4.06
거래통화		KRW	HKD	HKD	CNY	CNY
괴리율 (%)		34.6	2.4	(9.6)	-	-
시가총액 (백만, 거래통화)		17,172,540	162,174	144,063	36,177	17,673
매출액	FY11	43,532.3	91,634.0	10,201.0	50,225.8	14,542.5
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	51,253.5	94,428.0	11,342.0	5,562.0	27,537.0
	FY13E	53,231.3	96,908.0	11,852.0	6,531.0	29,742.0
	FY14E	55,089.3	98,450.0	12,383.0	7,413.0	31,214.0
영업이익	FY11	(685.0)	15,173.0	4,687.0	586.4	5,675.0
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	(37.3)	10,730.0	5,293.0	669.2	7,483.0
	FY13E	3,610.6	14,443.0	5,531.0	761.0	8,179.0
	FY14E	4,149.3	15,721.0	5,863.0	842.6	8,533.0
순이익	FY11	(3,293.0)	9,288.0	9,075.0	3,647.4	356.3
(십억원, 백만 거래통화)	FY12E	(1,448.1)	8,795.0	9,527.0	914.0	8,497.0
	FY13E	1,597.6	12,280.0	9,855.0	1,018.0	9,270.0
	FY14E	1,834.7	13,733.0	10,141.0	1,121.0	9,577.0
영업이익률 (%)	FY11	(1.6)	16.6	45.9	1.2	39.0
	FY12E	(0.1)	11.4	46.7	12.0	27.2
	FY13E	6.8	14.9	46.7	11.7	27.5
	FY14E	7.5	16.0	47.3	11.4	27.3
순이익률 (%)	FY11	(7.6)	10.1	89.0	7.3	2.5
	FY12E	(2.8)	9.3	84.0	16.4	30.9
	FY13E	3.0	12.7	83.2	15.6	31.2
	FY14E	3.3	13.9	81.9	15.1	30.7
EPS 성장률 (%)	FY11	N/A	15.8	26.1	13.4	(53.6)
	FY12E	N/A	(14.9)	5.0	29.0	38.2
	FY13E	N/A	33.0	3.4	11.4	9.1
	FY14E	14.8	11.8	2.9	10.1	3.3
PER (x)	FY11	(4.9)	15.4	14.1	19.8	18.9
	FY12E	(11.5)	18.4	13.4	15.4	20.7
	FY13E	10.7	13.9	13.0	13.8	19.9
	FY14E	9.3	12.4	12.6	12.5	18.7
PBR (x)	FY11	0.3	2.0	2.2	1.5	0.7
	FY12E	0.3	1.5	2.1	1.3	2.8
	FY13E	0.3	1.5	2.0	1.2	2.7
	FY14E	0.3	1.5	1.8	1.1	2.6
EV/EVITDA (x)	FY11	10.0	10.3	7.3	8.3	18.3
	FY12E	1.0	11.6	6.7	6.7	20.7
	FY13E	6.7	9.6	6.2	5.8	19.3
	FY14E	6.6	8.9	5.9	5.2	18.7
ROE (%)	FY11	(7.1)	12.7	15.9	13.8	14.8
	FY12E	(2.9)	8.2	15.9	9.1	13.7
	FY13E	3.1	11.0	15.5	9.3	14.3
	FY14E	3.4	11.8	15.0	9.4	14.2
ROA (%)	FY11	(2.8)	4.7	9.7	2.2	1.0
	FY12E	(1.0)	4.0	9.8	4.6	8.9
	FY13E	1.0	5.3	9.8	4.5	8.4
	FY14E	1.1	5.8	9.6	4.5	8.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 (주가 2012/12/11 기준)

* 한국전력, CLP, Power Asset 미래에셋증권 추정치 기준 (이외 Bloomberg 추정치)

Figure 20 한국전력 피어밸류에이션 (2)

기업		TOKYO ELECTRIC POWER	CHUBU ELECTRIC POWER	KANSAI ELECTRIC POWER	TATA POWER	SP AUSNET
Code		9501 JP	9502 JP	9503 JP	TPWR IN	SPN AU
현재주가 (거래통화)		138	1,041	742.00	107.5	1.07
거래통화		JPY	JPY	JPY	INR	AUD
시가총액 (백만, 거래통화)		221,768	789,078	696,540	255,105	3,573
매출액	FY11	5,368.5	2,330.9	2,769.8	194.5	1,396.0
(JPY/INR bn, local m)	FY12E	5,259.5	2,420.9	2,786.7	246.1	1,550.3
	FY13E	5,972.3	2,581.5	2,804.1	297.1	1,652.1
	FY14E	6,022.5	2,541.7	3,074.7	347.3	1,743.3
영업이익	FY11	399.6	174.2	273.9	36.8	609.0
(JPY/INR bn, local m)	FY12E	(241.7)	(75.4)	(230.8)	83.5	629.8
	FY13E	(228.8)	(27.4)	(339.2)	50.0	666.5
	FY14E	(41.6)	(27.6)	31.4	59.0	713.5
순이익	FY11	(1,247.3)	84.6	123.1	20.6	252.9
(JPY/INR bn, local m)	FY12E	(662.6)	(108.1)	(233.5)	16.9	233.1
	FY13E	(62.3)	(43.9)	(264.6)	13.2	278.1
	FY14E	(162.4)	(76.6)	(21.3)	14.4	296.9
영업이익률 (%)	FY11	7.4	7.5	9.9	18.9	43.6
	FY12E	(4.6)	(3.1)	(8.3)	33.9	40.6
	FY13E	(3.8)	(1.1)	(12.1)	16.8	40.3
	FY14E	(0.7)	(1.1)	1.0	17.0	40.9
순이익률 (%)	FY11	(23.2)	3.6	4.4	10.6	18.1
	FY12E	(12.6)	(4.5)	(8.4)	6.9	15.0
	FY13E	(1.0)	(1.7)	(9.4)	4.4	16.8
	FY14E	(2.7)	(3.0)	(0.7)	4.2	17.0
EPS 성장률 (%)	FY11	N/A	(21.0)	(1.8)	(89.8)	13.6
	FY12E	429.5	N/A	N/A	(8.5)	(1.9)
	FY13E	(98.1)	(60.5)	10.6	(21.7)	5.7
	FY14E	661.2	71.9	(92.0)	13.2	1.1
PER (x)	FY11	N/A	16.7	13.2	154.0	9.6
	FY12E	N/A	N/A	N/A	14.8	13.2
	FY13E	N/A	N/A	N/A	19.0	12.6
	FY14E	N/A	N/A	N/A	16.7	12.4
PBR (x)	FY11	0.5	0.8	0.9	24.2	4.4
	FY12E	0.2	0.5	0.4	1.8	1.3
	FY13E	0.8	0.5	0.5	1.9	1.1
	FY14E	0.9	0.6	0.5	1.8	1.0
EV/EVITDA (x)	FY11	6.7	8.2	6.8	73.0	10.5
	FY12E	14.4	16.5	26.0	9.4	11.8
	FY13E	15.6	13.2	109.4	9.1	11.0
	FY14E	10.1	13.2	10.9	7.6	10.4
ROE (%)	FY11	(62.0)	5.1	6.9	16.8	46.5
	FY12E	(46.2)	(6.9)	(13.9)	12.7	7.9
	FY13E	(9.9)	(3.0)	(19.1)	10.7	8.8
	FY14E	(18.1)	(3.2)	(2.4)	10.6	9.0
ROA (%)	FY11	(8.9)	1.6	1.7	4.6	3.0
	FY12E	N/A	(1.6)	(2.2)	4.4	4.3
	FY13E	N/A	(0.3)	(3.6)	3.1	3.1
	FY14E	N/A	(0.2)	1.1	3.1	4.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 실적 전망

1) 4/4 분기는 영광 5,6 호기 가동 중단과 2) 품질검증서와 시험성적서 위조 부품이 사용된 11 기의 원전 점검 비용 등의 증가 및 3) 8,500 억원에 달할 것으로 예상하는 원전폐기 추가 총당 비용 등으로 영업이익은 3/4 분기 1.9 조원에서 BEP 수준으로 낮아질 것이다. 그러나 1) 2013년에는 추가 요금 인상을 기대할 수 있고 2) 석탄 가격 및 유가와 연동된 LNG 가격이 안정화되고 있을 뿐 아니라 3) 불량 부품으로 가동이 일시 중지된 원전의 재가동 및 2012년 및 2013년에 신규로 가동이 시작한 신고리 2,3 호기 및 신월성 1,2 호기의 전력원가 절감 효과를 기반으로 3.6 조원의 영업이익 시현을 전망한다.

Figure 21 영업이익 민감도 (환율 vs 전기요금 인상율)

(KRW/US\$, %)	3.9	4.4	4.9	5.4	5.9
1,100	2,120,470	2,322,362	2,524,254	2,726,146	2,928,038
1,080	2,844,701	3,046,593	3,248,485	3,450,377	3,652,269
1,070	3,206,816	3,408,708	3,610,600	3,812,492	4,014,384
1,060	3,568,931	3,770,823	3,972,715	4,174,607	4,376,499
1,050	3,931,047	4,132,939	4,334,830	4,536,722	4,738,614

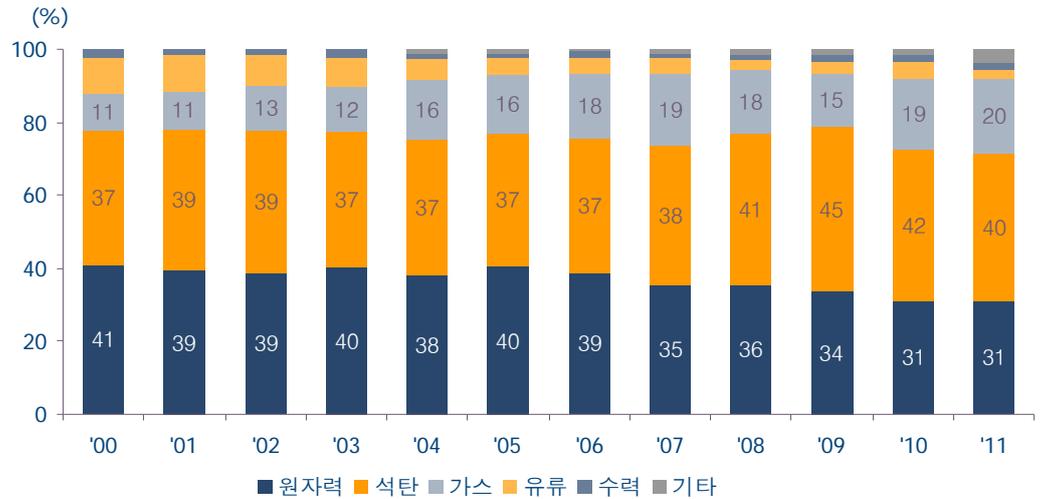
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 22 분기별 실적 추정 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	13,303	10,612	13,724	13,614	14,183	10,830	13,957	14,262	51,253	53,231
전력판매	12,452	9,930	12,992	12,845	13,600	10,257	13,249	13,324	48,218	50,431
기타 사업 매출	851	683	732	678	557	555	666	863	2,944	2,640
영업이익	(105)	(1,956)	1,978	47	1,024	(859)	1,976	1,470	(37)	3,611
연료비	6,930	6,279	5,780	5,775	6,240	5,512	5,809	5,741	24,765	23,303
재판매 위한 전력 구입비	2,851	2,620	2,267	2,539	2,973	2,189	2,143	2,286	10,277	9,591
기타	3,838	3,847	3,847	5,389	4,156	4,166	4,176	4,902	16,921	17,400
순이익	(513)	(1,765)	956	(126)	529	(897)	1,157	808	(1,448)	1,598
영업이익률 (%)	(0.8)	(18.4)	14.4	0.3	7.2	(7.9)	14.2	10.3	(0.1)	6.8
순이익률 (%)	(3.9)	(16.6)	7.0	(0.9)	3.7	(8.3)	8.3	5.7	(2.8)	3.0
전력량 (Gwh)	121,410	116,669	115,932	115,306	125,052	120,169	120,569	119,919	469,317	485,709
ASP (KRW/kwh)	59	59	51	52	54	50	50	49	55	51
환율 (KRW/US\$)	1,131	1,152	1,143	1,100	1,050	1,050	1,050	1,050	1,132	1,050
LNG 가격 (1000 KRW/ton)	995	1,133	1,048	1,038	942	950	959	969	1,053	955
Coal 가격 (1000 KRW/ton)	134	132	117	109	105	110	112	112	123	110

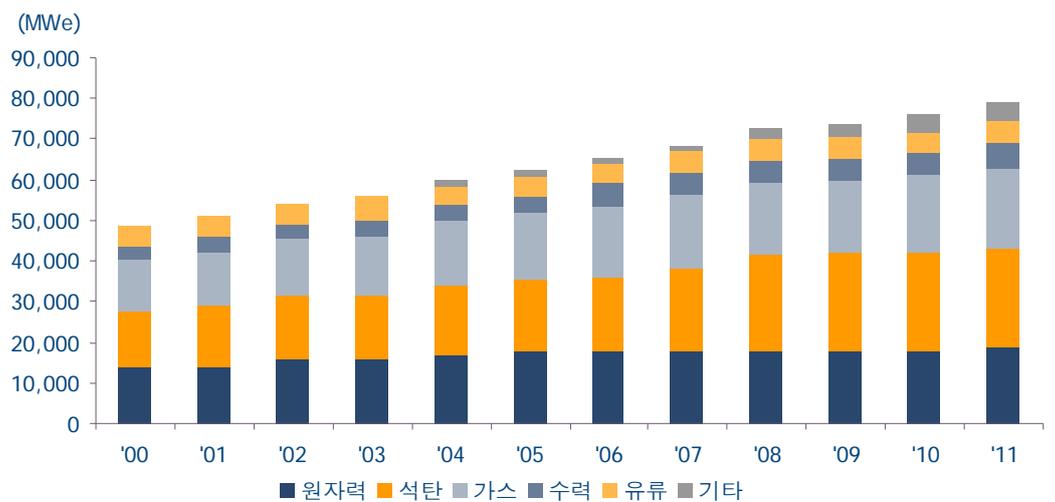
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 발전원별 발전량 추이



자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 24 발전원별 발전설비 추이



자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	43,532	51,253	53,231	55,089
매출원가	(43,082)	(50,147)	(47,857)	(49,088)
매출총이익	450	1,106	5,374	6,001
판매비와관리비	(1,752)	(1,774)	(1,962)	(2,120)
영업이익 (조정)	(1,301)	(668)	3,412	3,881
영업이익	(685)	(37)	3,611	4,149
순이자손익	(1,813)	(2,114)	(2,520)	(2,843)
지분법손익	(202)	174	161	168
기타	227	389	937	1,039
세전계속사업손익	(2,473)	(1,588)	2,188	2,513
법인세비용	(820)	140	(591)	(679)
당기순이익	(3,293)	(1,448)	1,598	1,835
당기순이익 (지배주주지분)	(3,370)	(1,510)	1,614	1,853
EPS (지배주주지분, 원)	(5,252)	(2,353)	2,514	2,887

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	10.4	17.7	3.9	3.5
매출총이익 증가율	(86.1)	145.7	385.8	11.7
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	14.9
당기순이익 증가율	적전	적지	흑전	14.8
EPS 증가율	적지	적지	흑전	14.8
매출총이익율	1.0	2.2	10.1	10.9
영업이익률	(1.6)	(0.1)	6.8	7.5
당기순이익률	(7.7)	(2.9)	3.0	3.4

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
 *적전(적자전환), 적지(적자지속), 흑전(흑자전환)

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	4,145	5,479	12,141	12,369
당기순이익	(3,293)	(1,448)	1,598	1,835
유무형자산상각비	6,877	7,330	8,809	9,521
기타	1,545	455	734	763
운전자본증감	(984)	(857)	1,001	250
투자현금	(11,196)	(15,889)	(20,186)	(19,894)
자본적지출	(10,560)	(15,353)	(19,848)	(19,547)
기타	(636)	(536)	(338)	(347)
재무현금	6,341	11,233	7,986	7,352
배당금	(45)	(54)	(64)	(148)
자본의증가(감소)	0	0	0	0
부채의증가(감소)	6,197	11,096	8,050	7,500
기초현금	2,090	1,406	2,208	2,149
기말현금	1,388	2,208	2,149	1,977

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	14,126	16,109	16,678	16,911
현금및현금성자산	1,406	2,208	2,149	1,977
단기금융자산	555	935	973	1,012
매출채권	7,632	8,206	8,596	8,836
재고자산	3,852	4,055	4,248	4,367
기타유동자산	681	706	713	720
비유동자산	122,342	131,068	142,568	153,068
유형자산	112,385	121,468	132,605	142,729
투자자산	5,660	6,034	6,279	6,534
기타비유동자산	4,297	3,566	3,684	3,805
자산총계	136,468	147,177	159,246	169,980
유동부채	17,741	20,964	23,105	24,221
매입채무	5,262	4,719	5,470	5,141
단기금융부채	7,153	9,556	10,106	10,606
기타유동부채	5,326	6,689	7,528	8,473
비유동부채	64,923	74,130	82,525	90,456
장기금융부채	40,412	48,925	56,425	63,425
기타비유동부채	24,511	25,206	26,101	27,032
부채총계	82,664	95,095	105,630	114,677
지배주주지분	53,270	51,464	52,997	54,684
비지배주주지분	534	619	619	619
자본총계	53,804	52,083	53,616	55,303
BVPS (원)	82,980	80,166	82,402	85,183

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	(7.1)	(2.9)	3.1	3.4
총자산이익률 (%)	(2.8)	(1.0)	1.0	1.1
재고자산 보유기간 (일)	31.1	28.8	31.7	32.0
매출채권 회수기간 (일)	53.1	56.4	57.6	57.7
매입채무 결제기간 (일)	35.2	36.3	38.9	39.5
순차입금/자기자본 (%)	84.8	106	118	128
이자보상배율 (x)	(0.4)	0.0	1.4	1.5

자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작 성 자: 이학무, 정윤미

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		1% 이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가				
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.								

Target Price and Recommendation Chart

