

한국전력(015760)

매수(유지)

목표주가: 38,000원(유지)

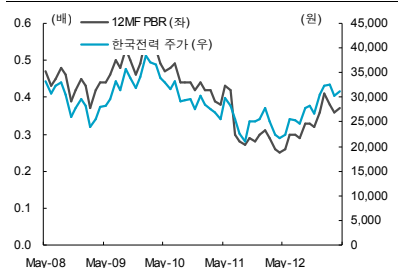
Stock Data

KOSPI(4/1)	1,996
주가(4/1)	31,200
시가총액(십억원)	20,029
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	34,850/21,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	61,725
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.9/24.6
주요주주(%)	한국정확금융공사 외 1인 51.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.4)	11.8	39.3
상대주가(%p)	(2.9)	11.8	40.2

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q13 Preview: 사상 최대의 1분기 실적 나온다

2년 동안 요금 네 번 올린 효과, 이제 나타난다

1분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 14조 4,987억원, 1조 3,160억원으로 추정된다. 1분기 영업이익은 사상 최대치가 될 전망이다(현재까지의 최고치는 00년 1분기의 9,685억원이며, 작년 1분기에는 3,160억원의 영업손실 기록). 11년 8월부터 전기요금을 네 차례나 올렸고, 같은 기간 총 인상률은 19.6%다. 최근 몇 년 동안 전력수급 여건이 악화되면서 LNG 발전 의존도가 높아졌고, 원화 기준 유가는 계속 오르다 보니 요금인상으로 원가부담을 커버할 수 없었다. 하지만 이제 원화 기준 유가가 더 오를 가능성이 낮고, 전력수요 증가율이 둔화되면서 수급 여건도 빠르게 개선되고 있어 LNG발전 의존도가 낮아지고 있다. 비용부담이 빠르게 완화되는 것이다.

1분기 매출액 9.0% 증가, 영업비용은 3.2% 감소 추정

1분기 전력판매량은 전년동기대비 1.0% 늘어나고, 전력판매단가는 6.0% 상승한 것으로 추정된다. 경기침체 영향으로 전력수요 증가세가 빠르게 둔화되고 있으며, 작년 8월과 올해 1월에 전기요금이 각각 4.9%, 4.0% 인상되면서 단가가 많이 올랐다. 반면 매출액 대비 비중이 50%에 달해 가장 큰 비용항목인 발전연료비는 6조 3,054억원으로 추정되며 이는 전년동기대비 9.0% 감소하는 것이다. 민자발전 사업자로부터 사 온 구입전력비는 2조 7,332억원으로 추정된다(YoY 4.1% 감소). 한전은 연초에 올해 전력판매량 증가율을 3.8%로 전망했으나(정부의 경제성장률 3% 목표를 참고로), 실제 증가율은 훨씬 낮아질 것이다. 전력수요 증가세가 둔화돼도 요금인상 효과로 매출액은 상당 폭 늘어난다. 전력수급여건이 개선되면서 비용부담(발전연료비+구입전력비)이 줄어들어 이익 증가 폭이 커지는 모습이다.

에너지프리미엄 기대감으로 주가 상승추세 이어갈 것

연초에 주가가 급등한 이후 충분한 조정을 거쳤다. 이제 1분기 호실적 기대감으로 주가가 다시 오를 때가 됐다. 당분간 시장의 관심이 높아질 전망이다. 단, 회계적으로만 시행하던 연료비 연동제를 어떻게 할 것인가에 대한 방침이 아직 정해지지 않아 불확실성은 남아 있다. 당분간 연료비 연동제를 적용하지 않고 실적을 발표할 가능성이 크지만 아직 확정된 것은 없다. 올해는 실적이 크게 개선되고 전력난 우려도 없을 것으로 보이는 만큼 전기요금이 또 인상될 가능성은 낮아 보이나, 한전은 여름이 오기 전에 성공 여부와 관계 없이 요금 인상을 추진할 것으로 보인다. 올해 이익 턴어라운드를 가정해도 투자비 부담이 여전히 크기 때문이다. 목표주가 38,000원에 '매수'의견을 유지한다(목표주가는 12개월 forward BPS에 목표 PBR 0.46배를 적용한 것으로 1월 10일에 제시한 것).

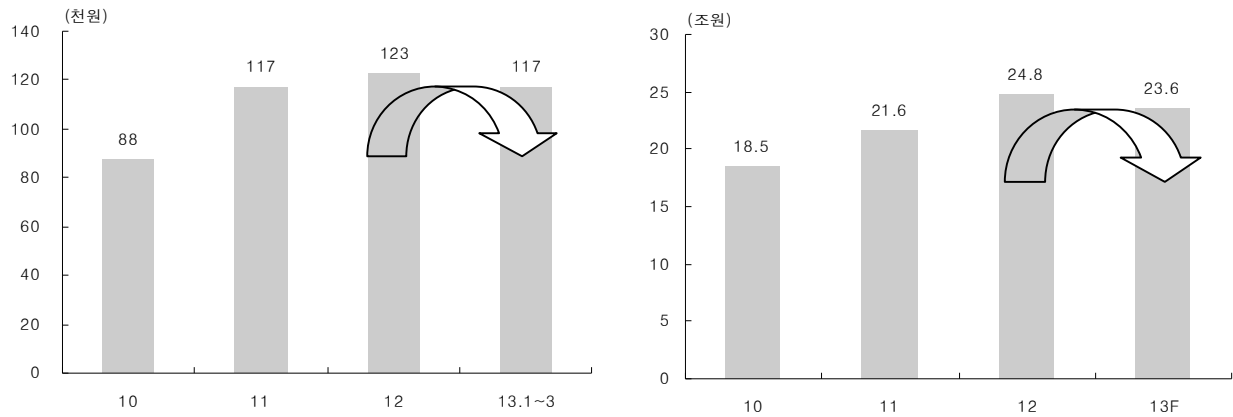
윤희도 3276-6165
heedo@truefriend.com

이창원 3276-4126
cw.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	43,456	(1,020)	(2,473)	(3,370)	(5,411)	NM	5,857	NM	10.5	0.3	(6.1)
2012A	49,422	(818)	(4,063)	(3,167)	(5,083)	NM	6,179	NM	11.7	0.4	(6.1)
2013F	54,568	4,129	2,162	1,545	2,479	NM	11,555	12.6	6.8	0.4	3.1
2014F	57,803	5,165	2,787	2,014	3,232	30.4	13,098	9.7	6.5	0.4	3.9
2015F	61,232	6,269	3,827	2,796	4,488	38.9	14,602	7.0	6.0	0.4	5.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 원화기준 유가, 올해 4년 만에 하락할 듯(좌). 작년엔 25조원에 육박한 발전연료비, 올해 23조원대로 줄어든 것(우)



주: 원화기준 유가는 연평균 두바이유가에 연평균 원/달러 환율을 적용한 것
 자료: 한국전력, 한국투자증권

<표 1> 1분기 실적 추정 주요 내용 - 영업수지가 1조원 개선

(단위: 십억원, %)

구분	1Q12	1Q13F	증가율	비 고
매출액	13,303	14,499	9.0	작년 1 분기 실적에 미수금 반영되어 있어 올해 실적발표시에는 1Q12 매출액 수천억원 감소할 것
전기판매수익	12,452	13,484	8.3	1 분기 전력판매량 0.96% 증가 추정
기타	851	1,015	19.3	공사부담금 등 매출액으로 계정 변경해 증가율 의미 없음
영업비용	13,619	13,183	(3.2)	
발전연료비	6,930	6,305	(9.0)	LNG 구입비용과 석탄구입비용이 각각 전년동기대비 1,325 억원, 4,469 억원 줄어든 것으로 추정
구입전력비	2,851	2,733	(4.1)	전력수급여건 개선으로 LNG 발전의존도 낮아져 SMP 하락
기타	3,838	4,144	8.0	감가상각비, 수선유지비 등 증가
영업이익	(316)	1,316	흑자전환	
세전이익	(447)	747	흑자전환 1 분기 이자비용 6,370 억원	
순이익	(538)	566	흑자전환	

주: 1. IFRS 연결기준 추정치임. 12년 1분기 영업이익은 기타영업손익을 제외하고 구한 것
 2. 1분기 실적 발표 시 계정변경, 미수금 조정 등으로 12년 1분기 매출액과 영업이익이 위의 수치와 달라질 것
 자료: 한국전력, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전자회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전자회사는 우리나라 발전설비용량의 84%를 보유하고 있음. 매출원가의 50%가 LNG, 유연탄 등의 발전연료비이며, 2011년 7월부터 정부는 발전연료비 변동 분이 전기요금에 반영되는 원료비 연동제를 시행하고 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	13,768	13,933	15,384	16,296	17,263
현금성자산	1,388	1,955	2,159	2,286	2,422
매출채권및기타채권	7,265	7,180	7,928	8,398	8,896
재고자산	3,852	3,440	3,799	4,024	4,262
비유동자산	122,700	132,219	142,263	151,341	158,752
투자자산	6,684	6,765	7,469	7,912	8,381
유형자산	112,385	122,376	131,395	139,829	146,556
무형자산	849	884	976	1,034	1,095
자산총계	136,468	146,153	157,647	167,638	176,015
유동부채	17,741	18,817	19,994	20,903	21,871
매입채무및기타채무	6,686	6,551	7,234	7,662	8,117
단기차입금및단기사채	1,174	689	678	695	685
유동성장기부채	5,960	7,127	7,595	8,109	8,675
비유동부채	64,923	76,272	85,273	92,564	97,398
사채	34,557	40,850	45,619	50,378	52,625
장기차입금및금융부채	5,854	6,086	7,264	7,876	8,427
부채총계	82,664	95,089	105,267	113,468	119,268
지배주주지분	53,270	49,889	51,102	52,785	55,250
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,483	1,549	1,549	1,549	1,549
자본조정	12,554	12,554	12,554	12,554	12,554
이익잉여금	35,769	32,564	34,109	36,123	38,919
비지배주주지분	534	1,175	1,278	1,385	1,497
자본총계	53,804	51,064	52,380	54,170	56,747

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	4,145	3,917	10,709	10,926	12,180
당기순이익	(3,293)	(3,078)	1,638	2,111	2,899
유형자산감가상각비	6,783	6,903	7,321	7,822	8,215
무형자산상각비	95	93	105	111	118
자산부채변동	(984)	(1,633)	329	127	145
기타	1,544	1,632	1,316	755	803
투자활동현금흐름	(11,196)	(11,719)	(16,918)	(16,712)	(15,410)
유형자산투자	(10,610)	(11,447)	(16,415)	(16,344)	(15,024)
유형자산매각	51	101	76	88	82
투자자산순증	(496)	(336)	(851)	(582)	(601)
무형자산순증	(42)	(66)	(197)	(169)	(179)
기타	(99)	29	469	295	312
재무활동현금흐름	6,341	8,375	6,413	5,914	3,365
자본의증가	137	226	0	0	0
차입금의순증	6,197	7,708	6,413	5,914	3,365
배당금지급	(45)	(55)	0	0	0
기타	52	496	0	0	0
기타현금흐름	7	(6)	0	0	0
현금의증가	(702)	567	204	128	136

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

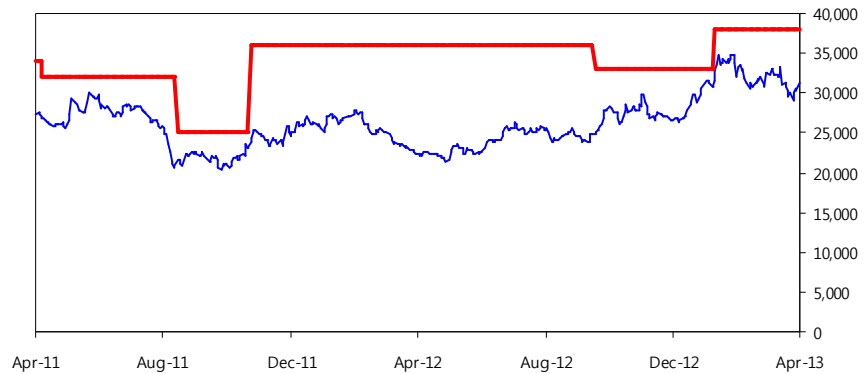
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	43,456	49,422	54,568	57,803	61,232
매출원가	42,725	48,459	48,473	50,556	52,757
매출총이익	731	962	6,095	7,247	8,475
판매관리비	1,751	1,780	1,966	2,082	2,206
영업이익	(1,020)	(818)	4,129	5,165	6,269
금융수익	608	1,128	840	1,002	943
이자수익	292	204	206	223	236
금융비용	2,519	3,068	3,537	4,149	4,196
이자비용	2,124	2,344	2,658	2,940	3,152
기타영업외손익	335	(1,482)	546	578	612
관계기업관련손익	123	177	184	191	199
세전계속사업이익	(2,473)	(4,063)	2,162	2,787	3,827
법인세비용	820	(985)	524	676	928
연결당기순이익	(3,293)	(3,078)	1,638	2,111	2,899
지배주주지분순이익	(3,370)	(3,167)	1,545	2,014	2,796
기타포괄이익	(262)	(322)	(322)	(322)	(322)
총포괄이익	(3,555)	(3,400)	1,316	1,790	2,577
지배주주지분포괄이익	(3,628)	(3,448)	1,545	2,014	2,796
EBITDA	5,857	6,179	11,555	13,098	14,602

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	(5,411)	(5,083)	2,479	3,232	4,488
BPS	84,135	78,868	80,758	83,379	87,219
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.0	13.7	10.4	5.9	5.9
영업이익증가율	NM	NM	NM	25.1	21.4
순이익증가율	NM	NM	NM	30.4	38.9
EPS증가율	NM	NM	NM	30.4	38.9
EBITDA증가율	(30.0)	5.5	87.0	13.4	11.5
수익성(%)					
영업이익률	(2.3)	(1.7)	7.6	8.9	10.2
순이익률	(7.8)	(6.4)	2.8	3.5	4.6
EBITDA Margin	13.5	12.5	21.2	22.7	23.8
ROA	(2.5)	(2.2)	1.1	1.3	1.7
ROE	(6.1)	(6.1)	3.1	3.9	5.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	45,397	52,231	58,372	64,115	67,299
차입금/자본총계비율(%)	88.4	107.4	117.0	124.0	124.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	12.6	9.7	7.0
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.5	11.7	6.8	6.5	6.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2011.04.07	중립	32,000 원
	2011.08.16	중립	25,000 원
	2011.10.24	매수	36,000 원
	2012.09.17	매수	33,000 원
	2013.01.09	매수	38,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 1일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 2013년 04월 01일 14시 10분에 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 있습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국전력 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.