2012. 09. 05

Analyst
최원열 02) 3777-8562
wonchoi79@kbsec.co.kr

한국전력 (015760)

기업 코멘트

투자의견 (유지)	BUY
목표주가 (유지)	40,000 (원)

Upside / Downside (%)	34.7
현재가 (09/04, 원)	29,700
Consensus target price (원)	38,000
Difference from consensus (%)	5.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	49,422	52,947	54,006	55,086
영업이익 (십억원)	(818)	1,731	3,900	4,305
순이익 (십억원)	(3,078)	(286)	1,442	1,685
EPS (원)	(4,933)	(505)	2,282	2,666
증감률 (%)	적지	적지	흑전	16.8
PER (X)	n/a	n/a	13.0	11.1
EV/EBITDA (X)	11.6	8.3	6.6	6.3
PBR (X)	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	(6.0)	(0.6)	2.9	3.3

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	12.5	(8.2)	23.8
KOSPI대비 상대수익률	4.3	15.3	(4.2)	22.4

Trading Data

시가총액 (십억원)	19,066
유통주식수 (백만주)	232
Free Float (%)	36.2
52주 최고/최저 (원)	34,850 / 23,750
거래대금 (3M, 십억원)	41
외국인 소유지분율 (%)	22.9
주요주주 지분율 (%)	정책금융공사외 1인 51.1

자료: Fnguide, KB투자증권

요금개정 전에 사자

현 주가는 2014년 컨센서스 연간 영업이익에 민감하게 반응하고 있으며, 하반기 요금개정이 동결되더라도 2014년 영업이익 3.9조원 달성은 충분할 것으로 판단한다. 영업이익 확대는 원전 발전량 증가와 환율 안정화에 따르며, 향후 긍정적인 원정정책과 요금인상 발표시 2014년 영업이익 컨센서스는 추가 상향될 것으로 예측된다.

2014년 전기요금 인상 0% 기준 영업이익 3조 9,002억원 전망

KB투자증권은 한국전력 2014년 영업이익 3조 9,002억원을 전망하며, 2013년 대비 증가될 영업이익은 확정된 원전 발전량 증가와, 환율 안정화에 따른다. 두바이유는 CERA (Cambridge Energy Research Association, 2014년 평균 90.5달러/배럴) 전망치 대비 높은 108.9달러/배럴을, 환율은 2014년 연평균 기준 1,087.5원/달러를 기준한다. 하반기 전기요금 인상 가능성은 높은 것으로 판단하나, 현재 2014년 실적 추정치는 전기요금 인상 0%를 기준한다.

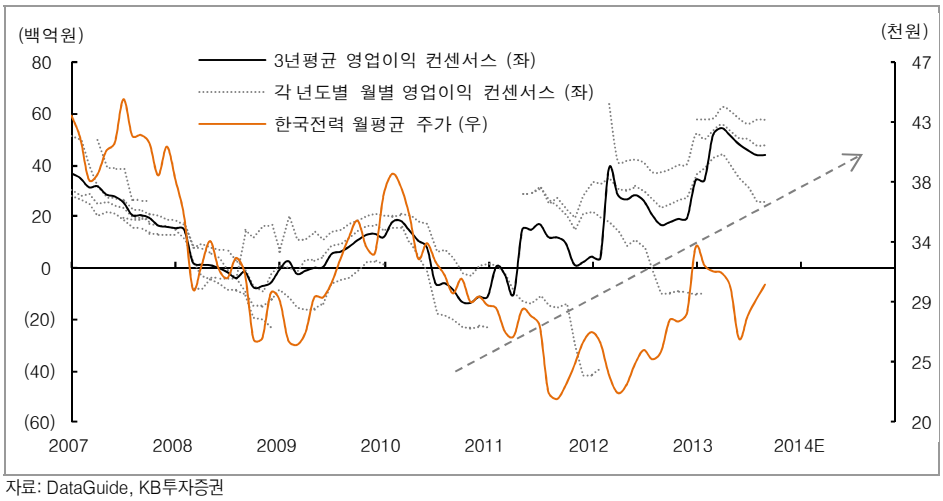
환율/유가/원전운영/전기요금 민감도

유가/환율 민감도가 상승된다는 의미가 영업이익 적자구간 지속으로 귀결되지는 않는다. 오히려 유가와 환율 하향세가 유지될 시 영업손익 확대로 연동되며, 현재 추정하는 민감도는 ① 환율 5원/달러 변동시 영업이익 1,528억원 변동, ② 유가 1달러/배럴 변동시 영업이익 2,110억원 변동, 추가적으로 ③ 원전 1GW가 12개월 추가 운영될시 영업이익 6,554억원 증가, ④ 전기요금 1% 인상시 영업이익 5,400억원 증가로 연동될 것으로 예측된다.

추가적인 원전가동 중단과 예기치 못한 원자재값 인상시 RISK로 작용

환율과 유가 방향성을 제외하고, 향후 2014년 영업이익의 하향 가능성은 ① 원전 가동중단, 정책 축소, ② 에너지 세제 개편으로 통한 발전용 우라늄/석탄 가격 인상 발표될 시 표출 될 것으로 판단한다. 단, 명시된 요인들은 요금 개정 이후 발표될 가능성이 높기 때문에 현 시점에서는 요금인상 가능성에 의한 주가 우상향 기조를 예측하는 것이 유리할 것으로 판단한다.

한국전력 영업이익 컨센서스 및 주가 추이



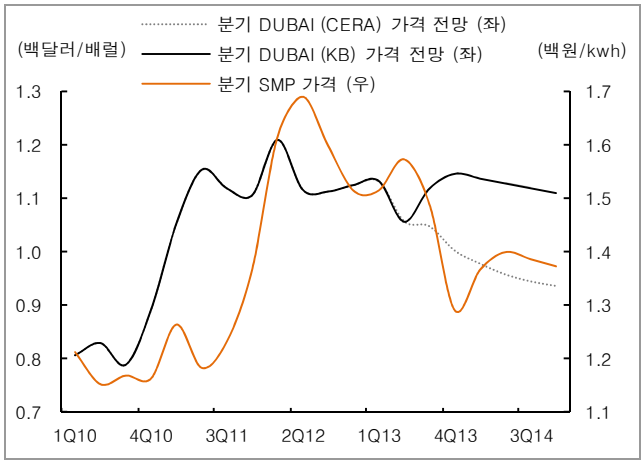
자료: DataGuide, KB투자증권

I. 유가와 환율 보수적으로 접근해도 충분하다

제2차 국가에너지기본계획은 전력수급계획의 상위 보고서로서 원전정책 방향성을 제시할 전망이다. 발표 이전 ① 요금개편, ② 연료비연동제, ③ 요금인상 등은 산업통상자원부를 통해 발표될 것으로 판단되며, 발표될 시점 (10월 전망) 까지는 끝없는 추론과 논란이 지속될 것으로 예상된다. 단 영업이익에 큰 변화를 이끌 수 있는 내용은 요금인상과 원정정책의 방향성이다.

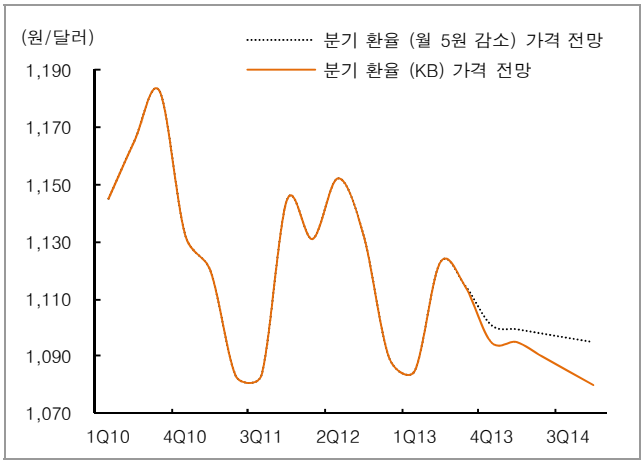
우선, 이번 논란을 떠나 KB투자증권은 한국전력 2014년 영업이익 3조 9,002억원을 전망하며, 2013년 대비 증가될 영업이익은 확정된 원전 발전량 증가와, 환율 안정화에 따른다. 두바이유는 CERA (Cambridge Energy Research Association, 2014년 평균 90.5달러/배럴) 전망치 대비 높은 108.9달러/배럴을, 환율은 2014년 연평균 기준 1,087.5원/달러를 기준한다.

그림 1. CERA 2014년 연평균 두바이 90.5달러/배럴 전망



자료: CERA, DataGuide, KB투자증권

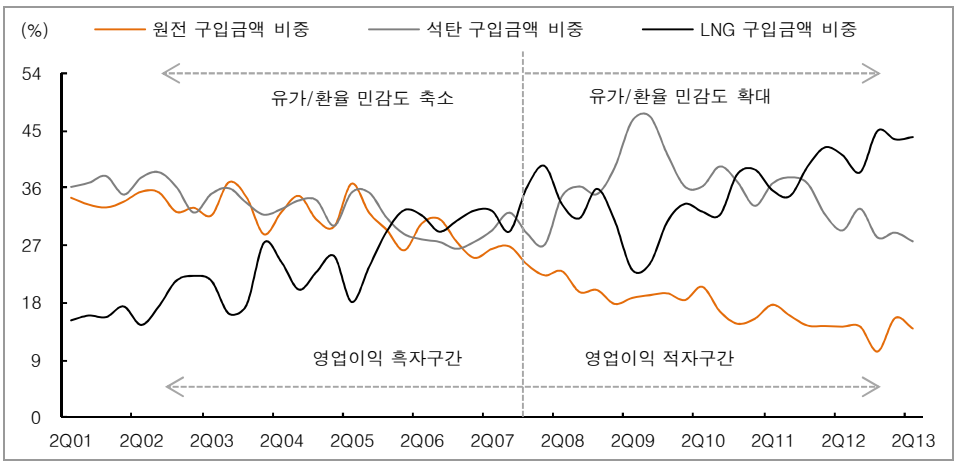
그림 2. KB 2014년 연평균 환율 1087.5원/달러 전망



자료: DataGuide, KB투자증권

한전 매출원가의 (전기구입금액) 축으로 작용하는 환율/유가의 방향성은 장기적으로 하향세를 전망하나, 급변하는 대외변수를 고려하여 환율/유가의 민감도를 확인할 필요성은 있다.

그림 3. 유가/환율 민감도 원전 가동률 감소로 확대 구간 유지

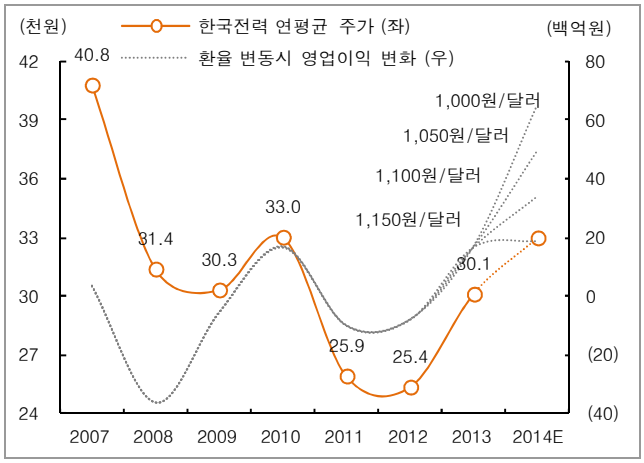


자료: DataGuide, 한국전력, KB투자증권

유가/환율 민감도가 상향된다는 의미가 영업이익 적자구간 지속으로 귀결되지는 않는다. 오히려 유가와 환율 하향세가 유지될 시 영업손익 확대로 연동되며, 현재 KB투자증권이 추정하는 민감도는 다음과 같다.

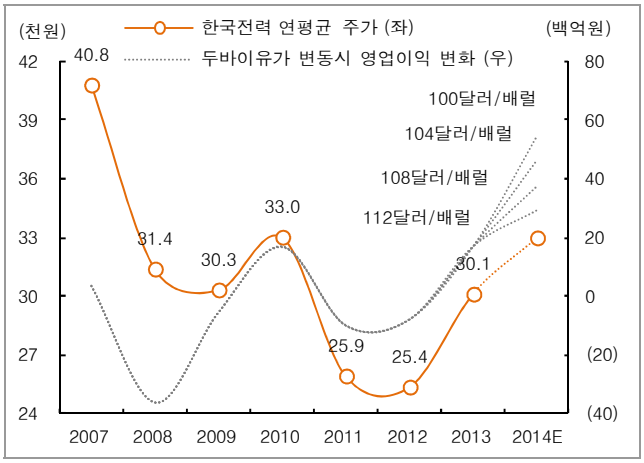
1. **유가 (두바이유) 1달러/배럴 변동시 영업이익 변동폭은 2,110억원**
2. **환율 5원/달러 변동시 영업이익 변동폭은 1,528억원 수준**
3. **환율 5원/달러 변동에 따른 환손익/차익 비용은 연간 300억원 수준 전망**

그림 4. 환율 5원/달러 변동시 영업이익 1,528억원 변동



자료: DataGuide, KB투자증권

그림 5. 두바이유 1달러/배럴 변동시 영업이익 2,110억원 변동



자료: DataGuide, KB투자증권

II. 원자력발전량 증가는 확정적

원자력발전소 가동 축소는 발전단가가 상대적으로 높은 석탄/LNG/중유 발전소의 가동률 증가로 연동되며, 이는 한국전력 전기구입금액 증가로 직결된다. 2012년 11월부터 표출된 원전 부품비리 이슈는 현재까지 끊임 없이 발생되고 있고, 현재 운영되고 있는 총 원전 23기중 (한빛2호기 제외) 6기가 정비 또는 정지되어 있는 상태이다.(발전용량 기준 74.8% 운영)

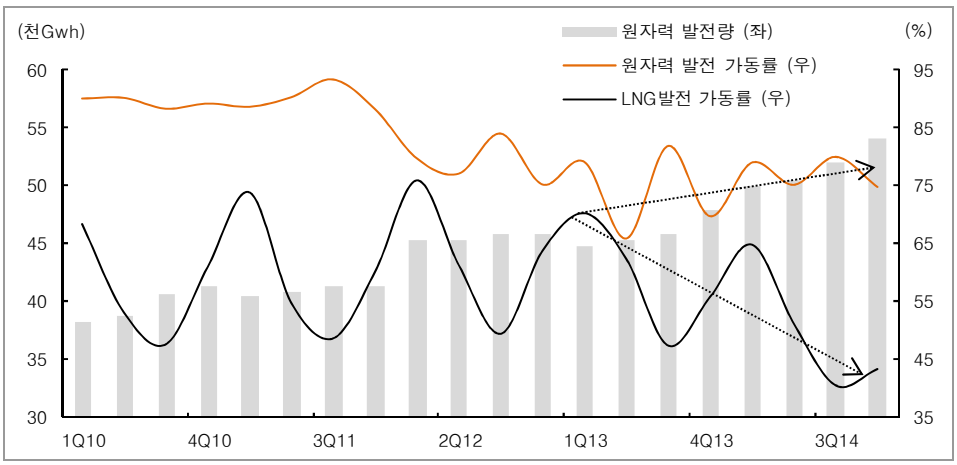
현재 운영용량 및 가동일수 감소에 따른 원전 이용률은 74.0% (2013년 평균) 수준이며, 이는 2011년대비 16.1%p, 2012년대비 4.9%p 감소한 수준이다. 단 향후 신규 도입될 신월성 2호기 (12월 전망), 신고리 3호기 (2014년 7월 전망), 신고리 4호기 (2014년 9월 전망) 상업운전 고려시 가동률이 현재 수준을 유지하더라도 원전 발전량 증가는 지속될 것으로 판단되어 긍정적이다.

1. 신월성 2호기: LS전선 제어케이블 문제 원자력안전위원회 조사중 → 한수원 10월 가동 목표로 준비중 → 10월에 가동될 시 시험운전 2개월이 소요 → 상업운전 2013년 12월 전망

2. 신고리 3호기: 밀양 주민 반대로 송배전 설치 지연 → 9월 중순 정기국회, 송배전 주변지역 보상 법률 협의 → 지원금액 및 보상범위 구체화될 시 송배전망 설치 가능 → 설치 기간 7개월 소요 → 설치 시작 10월 전망 → 2개월간의 시험가동 후 → 상업운전 2014년 7월 전망

3. 신고리 4호기: 신고리 3호기와 같은 송배전을 사용 → 2014년 7월 이후 상업운전 가능 → 이전 상업운전 계획인 9월 유지 전망

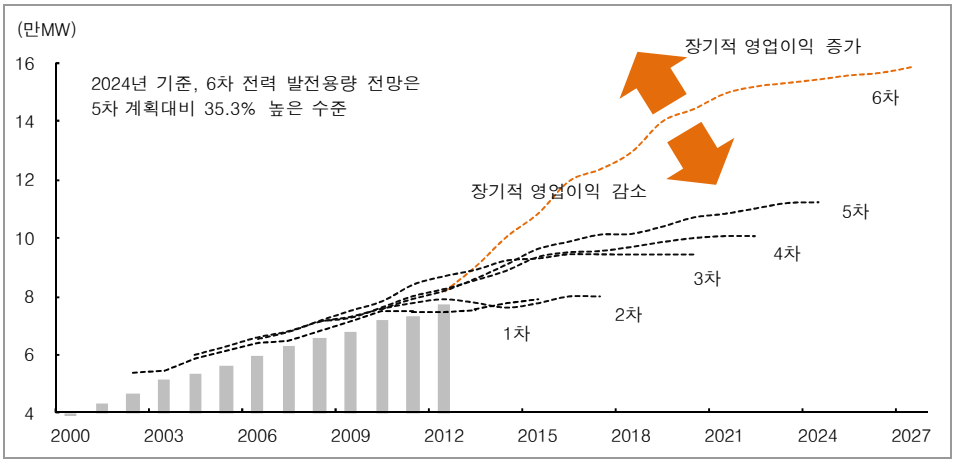
그림 6. 2014년 원전 가동률 3.1%p 증가시 LNG 가동률은 9.0%p 감소한 49.5% 수준 전망



자료: DataGuide, KB투자증권

2014년 신규 원전 도입과 원전 가동률 3.1%p 증가시 LNG 가동률은 2013년대비 9.0%p 감소한 49.5% 수준이 전망된다. (2014년 발전단가 원전: 43.1원/kwh, LNG: 164.7원/kwh 전망, 3.8배 단가 격차) 제6차 전력수급계획에 발표된 원전정책이 국가에너지 기본계획까지 유지될 시 펀드멘탈 변화는 없을 것으로 판단되며, 만약 6차 계획대비 원전 비중이 확대될 경우 장기적 영업이익 상향 조정에 힘을 실어줄 것으로 전망한다.

그림 7. 원자력발전소 제6차 전력수급계획 (안)



자료: DataGuide, KB투자증권

원자력 발전소 가동에 따른 영업이익 민감도 추정 방법은 다음과 같다

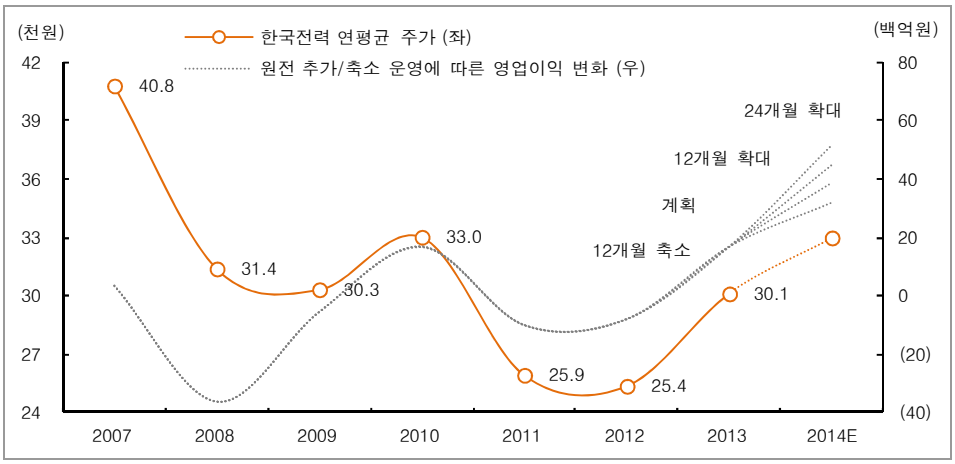
1. 1GW 원전의 연간 가능 발전량은 = 1GW*365(일)*24(시간)*80%(가동률) = 7,008Gwh

2. 원전가동으로 발생되는 석탄/LNG/중유/기타 발전량 축소 비중은 각각 27.1%, 2.7%, 59.7%, 10.5% 전망 (2013년 원전 중단시 발생된 발전소별 가동 증가량 기준)

3. 2014년 원전/석탄/LNG/중유/기타 발전의 발전단가는 각각 43.1, 67.8, 206.2, 161.8, 154.0 원/kwh 전망

4. 원전 1GW 연간 추가 운영시 영업이익 상승효과는 6,554억원으로 추정

그림 8. 1GW 원전 계획대비 12개월 추가 운영시 연간 영업이익 6,554억원 증가 효과 발생 전망

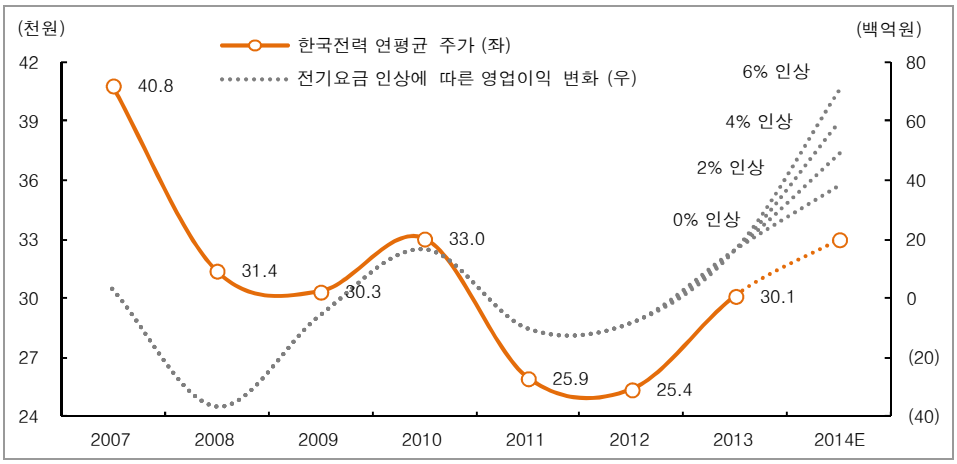


자료: DataGuide, KB투자증권

III. 요금개정 전 주가는 우상향

마지막으로 전기요금 인상의 경우, 현재 산업용 위주의 전기요금 인상 가능성이 언론을 통해 발표됐고 전기요금 인상률에 따른 영업이익 민감도는 평균 전기요금 1% 인상시 5,400억원 수준이 전망된다. 현재 주가는 이미 전기요금 인상 가능성으로 우상향 기류에 접어 들었으며, 전기요금 인상폭 확대에 따라 주가의 추가 상승여력 가능할 전망이다.

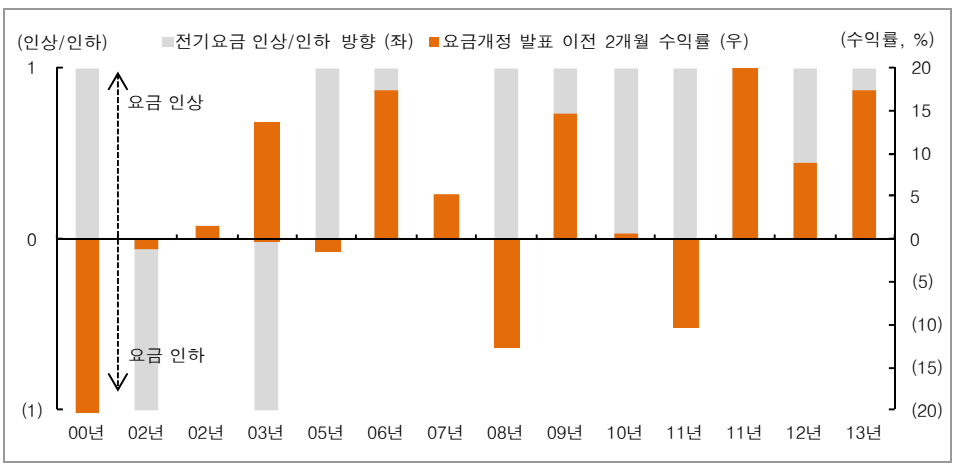
그림 9. 전기요금 1% 인상시 영업이익 +5,400억원 효과 발생



자료: DataGuide, KB투자증권

KB투자증권가 제시한 2014년 영업이익에는 전기요금 인상 0%를 기준하나, 하반기 전기요금 인상 가능성은 높은 것으로 판단한다. (추가로 지난 13년동안 한전의 요금개정을 살펴보면, 총 14회에 걸쳐 인상/인하 발표가 있었으며, 발표 이전 한전의 2개월 수익률은 총 10회에 걸쳐 인상/하락시 → 상승/하락으로 연동됐다. 단순 확률적으로 하반기 요금인상 발표이전까지 한전의 주가 상승 가능성은 71.0% 수준)

그림 10. 전기요금 1% 인상시 영업이익 +5,400억원 효과 발생



자료: DataGuide, KB투자증권

Appendices – Peers comparison

표 1. 국내 유틸리티업종 상장계열사 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)		한국전력	한국가스공사	지역난방공사	한전기술	SK가스	삼천리
		A015760	A036460	A071320	A052690	A018670	A004690
Consensus 목표주가 (원)		37,567	83,143	112,571	100,100	120,000	160,000
현재주가 (09/04, 원)		29,700	60,000	92,700	69,400	71,600	132,500
Upside (%)		26.5	38.6	21.4	44.2	67.6	20.8
시가총액 (십억원)		19,066	4,637	1,073	2,652	618	537
매출액	2012	49,422	35,031	2,810	786	7,584	3,455
	2013C	53,852	37,398	2,892	940	5,991	3,361
	2014C	56,632	38,618	2,948	1,136	5,913	3,280
	2015C	58,917	40,836	3,072	1,346	n/a	n/a
영업이익	2012	(818)	1,267	244	153	141	43
	2013C	2,883	1,346	250	155	121	47
	2014C	5,254	1,532	256	210	129	46
	2015C	6,247	1,703	269	254	n/a	n/a
순이익	2012	(3,167)	367	147	134	96	40
	2013C	453	267	146	134	101	33
	2014C	2,217	521	148	176	94	37
	2015C	3,024	666	160	274	n/a	n/a
EPS (원)	2012	(5,083)	5,050	12,711	3,514	12,779	11,140
	2013C	681	3,557	12,622	3,495	11,703	7,484
	2014C	3,461	6,312	12,795	4,591	10,886	6,213
	2015C	4,696	8,029	13,821	7,163	n/a	n/a
BPS (원)	2012	80,074	115,390	131,604	11,145	116,995	321,773
	2013C	79,266	97,666	139,441	12,708	124,895	294,481
	2014C	82,681	102,568	149,014	14,964	135,781	300,694
	2015C	86,548	106,405	158,493	19,367	n/a	n/a
EBITDA	2012	6,179	2,323	444	164	175	109
	2013C	10,321	2,397	475	189	n/a	n/a
	2014C	13,143	2,667	496	259	n/a	n/a
	2015C	14,521	2,894	514	310	n/a	n/a
매출액성장률 (%)	2012	13.5	22.9	31.7	18.4	5.0	15.2
	2013C	9.0	6.8	2.9	19.6	(21.0)	(2.7)
	2014C	5.2	3.3	1.9	20.9	(1.3)	(2.4)
	2015C	4.0	5.7	4.2	18.5	n/a	n/a
영업이익성장률 (%)	2012	적지	23.8	287.8	12.2	(13.8)	26.4
	2013C	흑전	6.3	2.7	1.1	(14.4)	8.2
	2014C	82.2	13.8	2.4	35.6	7.1	(1.1)
	2015C	18.9	11.2	4.8	21.0	n/a	n/a
순이익성장률 (%)	2012	적지	102.0	4,591.0	15.7	(10.9)	19.2
	2013C	흑전	(27.1)	(0.9)	(0.5)	5.4	(16.6)
	2014C	389.8	94.7	1.6	31.4	(7.0)	13.0
	2015C	36.4	27.8	8.1	56.0	n/a	n/a

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 2. 국내 유틸리티업종 상장계열사 밸류에이션 비교 II

(단위: 십억원)		한국전력	한국가스공사	지역난방공사	한전기술	SK가스	삼천리
		A015760	A036460	A071320	A052690	A018670	A004690
Consensus 목표주가 (원)		37,567	83,143	112,571	100,100	120,000	160,000
현재주가 (09/04, 원)		29,700	60,000	92,700	69,400	71,600	132,500
Upside (%)		26.5	38.6	21.4	44.2	67.6	20.8
시가총액 (십억원)		19,066	4,637	1,073	2,652	618	537
EPS성장률 (%)	2012	적지	102.1	4,590.4	15.7	(11.6)	19.2
	2013C	흑전	(29.6)	(0.7)	(0.5)	(8.4)	(32.8)
	2014C	408.5	77.5	1.4	31.4	(7.0)	(17.0)
	2015C	35.7	27.2	8.0	56.0	n/a	n/a
영업이익률 (%)	2012	(1.7)	3.6	8.7	19.5	1.9	1.2
	2013C	5.4	3.6	8.7	16.5	2.0	1.4
	2014C	9.3	4.0	8.7	18.5	2.2	1.4
	2015C	10.6	4.2	8.7	18.9	n/a	n/a
순이익률 (%)	2012	(6.4)	1.0	5.2	17.1	1.3	1.1
	2013C	0.8	0.7	5.0	14.2	1.7	1.0
	2014C	3.9	1.3	5.0	15.5	1.6	1.1
	2015C	5.1	1.6	5.2	20.3	n/a	n/a
ROE (%)	2012	(6.1)	4.5	10.1	33.3	10.7	3.5
	2013	0.9	3.1	9.2	29.3	9.4	2.5
	2014	4.2	6.0	8.7	33.2	8.0	2.1
	2015C	5.5	7.2	8.9	41.7	n/a	n/a
PER (X)	2012	n/a	14.9	7.3	19.9	6.1	17.7
	2013C	53.6	17.8	7.2	15.1	6.6	21.3
	2014C	8.5	9.5	6.7	9.7	n/a	n/a
	2015C	6.3	7.4	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (X)	2012	0.4	0.7	0.7	5.5	0.6	0.4
	2013C	0.4	0.6	0.6	4.6	0.5	0.4
	2014C	0.4	0.6	0.6	3.6	n/a	n/a
	2015C	0.3	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (X)	2012	11.7	13.8	7.1	12.1	n/a	n/a
	2013C	7.5	13.2	6.8	8.8	n/a	n/a
	2014C	5.9	11.8	6.5	7.4	n/a	n/a
	2015C	5.3	10.9	6.5	7.4	n/a	n/a
절대수익률 (%)	1M	5.3	(2.9)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
	3M	13.7	14.4	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
	6M	(8.6)	(15.7)	(19.1)	(19.1)	(19.1)	(19.1)
	1Y	21.8	5.2	(10.6)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
	YTD	(2.0)	(19.7)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
초과수익률 (%)	1M	9.2	1.0	6.2	(2.1)	0.3	5.5
	3M	13.2	13.9	4.3	(11.5)	(11.2)	1.1
	6M	(17.7)	(24.8)	(0.4)	(28.2)	(14.1)	1.8
	1Y	2.6	(14.0)	30.2	(29.8)	(33.5)	8.5
	YTD	(18.6)	(36.3)	8.2	(17.9)	(34.5)	(15.0)

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 3. 해외 동종업체 밸류에이션 비교 I

(단위: 백만달러)		AMERICAN ELECTRIC POWER	TOKYO ELECTRIC POWER CO INC	YANGTZE POWER CO LTD-A	TATA POWER CO LTD	EDF	E.ON SE	ENEL GREEN POWER SPA	POWER ASSETS HOLDINGS LTD
국가		미국	일본	중국	인도	프랑스	독일	이탈리아	홍콩
현재주가 (09/03, 달러)		42	5	1	1	28	16	2	9
시가총액		20,522	8,239	18,171	2,587	51,743	31,825	10,296	18,617
매출액	2012	14,945	72,326	4,009	6,073	93,520	169,855	3,298	1,343
	2013C	15,847	64,514	4,060	5,375	98,756	157,643	3,794	1,367
	2014C	16,105	65,328	4,147	5,838	101,063	158,948	4,005	1,386
	2015C	15,976	65,836	4,111	6,732	104,929	160,270	4,362	1,408
영업이익	2012	2,956	(2,687)	2,429	872	9,635	6,352	1,250	648
	2013C	3,072	(159)	2,104	904	11,662	7,314	1,480	777
	2014C	3,207	1,567	2,197	969	12,691	7,124	1,602	783
	2015C	3,308	2,603	2,390	1,127	13,283	7,105	1,793	754
순이익	2012	1,259	(8,294)	1,641	(16)	4,264	2,851	531	1,254
	2013C	1,524	2,152	1,654	138	4,690	3,405	649	1,306
	2014C	1,620	322	1,727	201	5,149	3,091	720	1,339
	2015C	1,698	839	1,725	283	5,507	3,034	844	1,353
EPS (달러)	2012	2.6	(5.2)	0.1	(0.0)	2.3	1.5	0.1	0.6
	2013C	3.1	0.6	0.1	0.1	2.4	1.7	0.1	0.6
	2014C	3.3	0.1	0.1	0.1	2.7	1.6	0.1	0.6
	2015C	3.4	0.3	0.1	0.1	2.9	1.6	0.2	0.6
BPS (달러)	2012	31.4	0.8	0.7	0.9	18.5	24.2	1.9	3.8
	2013C	33.0	2.9	0.8	0.8	22.9	25.0	2.0	4.1
	2014C	34.1	2.9	0.9	0.9	24.0	25.8	2.1	4.4
	2015C	35.4	3.3	1.0	0.9	25.4	26.7	2.3	4.6
순차입금	2012	18,135	65,664	10,200	6,508	55,683	26,192	7,206	2,382
	2013C	18,396	n/a	9,385	5,359	49,699	23,880	7,057	2,150
	2014C	19,077	n/a	8,427	5,199	55,907	23,120	7,433	2,049
	2015C	19,885	n/a	7,584	5,628	57,927	22,227	7,638	1,969
EBITDA	2012	4,874	4,830	3,403	1,249	18,442	10,857	2,158	895
	2013C	4,777	6,960	3,254	1,093	21,786	12,327	2,421	1,068
	2014C	4,926	8,768	3,340	1,146	23,029	12,265	2,591	1,087
	2015C	5,035	9,420	3,371	1,279	24,165	12,109	2,858	1,109
매출액성장률 (%)	2012	(1.1)	6.7	27.2	11.5	2.9	8.0	5.2	2.5
	2013C	6.0	(10.8)	1.3	(11.5)	5.6	(7.2)	15.0	1.8
	2014C	1.6	1.3	2.1	8.6	2.3	0.8	5.6	1.4
	2015C	(0.8)	0.8	(0.9)	15.3	3.8	0.8	8.9	1.6
영업이익성장률 (%)	2012	1.2	적지	36.6	3.7	(11.4)	9,819.0	(1.7)	5.2
	2013C	3.9	적지	(13.4)	3.7	21.0	15.1	18.4	20.0
	2014C	4.4	흑전	4.4	7.3	8.8	(2.6)	8.3	0.7
	2015C	3.1	66.1	8.8	16.2	4.7	(0.3)	11.9	(3.7)
순이익성장률 (%)	2012	(35.3)	적지	37.7	적지	(2.7)	흑전	(6.5)	7.6
	2013C	21.0	흑전	0.8	흑전	10.0	19.4	22.2	4.1
	2014C	6.3	(85.0)	4.5	45.4	9.8	(9.2)	10.9	2.5
	2015C	4.8	160.6	(0.1)	40.8	7.0	(1.8)	17.2	1.6

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 4. 해외 동종업체 밸류에이션 비교 II

(단위: 백만달러)		AMERICAN ELECTRIC POWER	TOKYO ELECTRIC POWER CO INC	YANGTZE POWER CO LTD-A	TATA POWER CO LTD	EDF	E.ON SE	ENEL GREEN POWER SPA	POWER ASSETS HOLDINGS LTD
국가		미국	일본	중국	인도	프랑스	독일	이탈리아	홍콩
현재주가 (09/03, 달러)		42	5	1	1	28	16	2	9
시가총액		20,522	8,239	18,171	2,587	51,743	31,825	10,296	18,617
EPS성장률 (%)	2012	(35.3)	적지	37.7	적지	(2.2)	흑전	(7.6)	7.7
	2013C	20.4	흑전	0.6	흑전	5.6	13.8	27.3	4.6
	2014C	6.1	(76.5)	6.0	28.4	10.8	(4.5)	10.7	2.3
	2015C	3.5	105.8	0.0	40.7	5.5	(1.0)	15.2	1.3
영업이익률 (%)	2012	19.8	(3.7)	60.6	14.4	10.3	3.7	37.9	48.2
	2013C	19.4	(0.2)	51.8	16.8	11.8	4.6	39.0	56.9
	2014C	19.9	2.4	53.0	16.6	12.6	4.5	40.0	56.5
	2015C	20.7	4.0	58.2	16.7	12.7	4.4	41.1	53.6
순이익률 (%)	2012	8.4	(11.5)	40.9	(0.3)	4.6	1.7	16.1	93.4
	2013C	9.6	3.3	40.7	2.6	4.7	2.2	17.1	95.6
	2014C	10.1	0.5	41.7	3.4	5.1	1.9	18.0	96.6
	2015C	10.6	1.3	42.0	4.2	5.2	1.9	19.3	96.1
ROE (%)	2012	8.4	(151.6)	14.5	(0.7)	12.2	6.3	5.9	16.1
	2013	9.7	9.2	13.8	7.6	11.7	6.8	6.5	15.5
	2014	9.8	1.7	13.7	9.3	11.2	6.3	6.8	14.9
	2015C	9.8	4.9	11.7	11.2	11.7	5.9	7.7	14.0
PER (X)	2012	12.2	n/a	11.0	17.2	11.5	9.6	15.6	14.1
	2013C	13.4	8.9	10.5	13.9	10.4	9.8	14.1	13.8
	2014C	12.7	37.8	10.5	10.6	9.7	9.8	12.3	13.6
	2015C	12.3	18.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (X)	2012	1.4	2.8	1.3	1.4	1.2	0.6	1.0	2.1
	2013C	1.3	1.8	1.2	1.3	1.2	0.6	1.0	2.0
	2014C	1.2	1.8	1.1	1.4	1.1	0.6	0.9	1.9
	2015C	1.2	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (X)	2012	8.0	19.1	8.5	7.6	4.7	4.8	8.3	19.5
	2013C	8.2	12.1	8.3	7.3	4.5	4.8	7.7	19.1
	2014C	8.0	9.6	8.2	6.8	4.3	4.9	7.0	18.7
	2015C	7.8	8.9	8.2	6.8	4.3	4.9	7.0	18.7
절대수익률 (%)	1M	(8.5)	(18.9)	(14.9)	(14.9)	(14.9)	(14.9)	(14.9)	(14.9)
	3M	(7.6)	(12.2)	(17.2)	(17.2)	(17.2)	(17.2)	(17.2)	(17.2)
	6M	(7.9)	143.1	(25.1)	(25.1)	(25.1)	(25.1)	(25.1)	(25.1)
	1Y	2.3	313.4	(25.3)	(25.3)	(25.3)	(25.3)	(25.3)	(25.3)
	YTD	1.9	154.9	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
초과수익률 (%)	1M	(4.7)	(15.0)	0.6	(11.0)	(1.0)	(1.5)	(1.8)	(0.7)
	3M	(8.1)	(12.7)	(7.7)	(17.7)	23.7	(6.9)	(6.9)	(1.6)
	6M	(17.0)	133.9	(10.7)	(34.3)	45.0	(6.4)	10.2	(9.2)
	1Y	(16.9)	294.2	(7.9)	(44.5)	21.4	(48.6)	2.2	(4.9)
	YTD	(14.8)	138.2	(13.4)	(50.6)	41.8	(24.0)	(1.3)	(10.8)

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서 [십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	43,456	49,422	52,947	54,006	55,086
증감률 (YoY %)	10.2	13.7	7.1	2.0	2.0
매출원가	42,725	48,459	49,285	48,074	48,757
판매 및 일반관리비	1,751	1,780	1,931	2,032	2,025
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
영업이익	(1,020)	(818)	1,731	3,900	4,305
증감률 (YoY %)	적전	적지	흑전	125.3	10.4
EBITDA	5,857	6,179	9,264	11,720	12,246
증감률 (YoY %)	(26.1)	5.5	49.9	26.5	4.5
이자수익	311	215	236	255	260
이자비용	2,124	2,344	2,428	2,533	2,623
지분법손익	123	177	123	123	123
기타	237	(1,293)	306	152	152
세전계속사업손익	(2,473)	(4,063)	(32)	1,898	2,217
증감률 (YoY %)	적전	적지	적지	흑전	16.8
법인세비용	820	(985)	254	455	532
당기순이익	(3,293)	(3,078)	(286)	1,442	1,685
증감률 (YoY %)	적지	적지	적지	흑전	16.8
순손익의 귀속					
지배주주	(3,370)	(3,167)	(324)	1,465	1,711
비지배주주	77	89	38	(23)	(26)
이익률 (%)					
영업이익률	(2.3)	(1.7)	3.3	7.2	7.8
EBITD마진	13.5	12.5	17.5	21.7	22.2
세전이익률	(5.7)	(8.2)	(0.1)	3.5	4.0
순이익률	(7.6)	(6.2)	(0.5)	2.7	3.1

대차대조표 [십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	136,468	146,153	153,009	155,521	158,259
유동자산	13,768	13,933	13,670	13,775	14,015
현금성자산	2,185	2,645	2,095	1,977	1,991
매출채권	7,097	6,980	6,381	6,508	6,638
재고자산	3,852	3,440	4,288	4,373	4,461
기타	634	868	907	916	925
비유동자산	122,700	132,219	139,339	141,747	144,245
투자자산	9,100	8,570	10,283	10,700	11,135
유형자산	112,385	122,376	128,193	130,187	132,255
무형자산	849	884	863	859	855
부채총계	82,664	95,089	101,927	103,190	104,500
유동부채	17,741	18,817	21,401	21,567	21,736
매입채무	5,262	4,835	5,220	5,324	5,431
유동성이자부채	7,153	7,911	10,050	10,050	10,050
기타	5,326	6,071	6,132	6,193	6,255
비유동부채	64,923	76,272	80,526	81,623	82,764
비유동이자부채	40,412	46,936	50,252	50,252	50,252
기타	24,511	29,335	30,274	31,371	32,513
자본총계	53,804	51,064	51,082	52,331	53,759
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,483	1,549	1,538	1,538	1,538
이익잉여금	35,769	32,564	32,249	33,499	34,927
자본조정	12,809	12,565	12,807	12,807	12,807
지배주주지분	53,270	49,889	49,804	51,053	52,482
순차입금	45,379	52,202	58,206	58,324	58,310
이자지급성부채	47,564	54,847	60,301	60,301	60,301

현금흐름표 [십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	4,083	3,868	7,961	10,179	10,586
당기순이익	(3,293)	(3,078)	(286)	1,442	1,685
자산상각비	6,877	6,997	7,533	7,820	7,941
기타비현금성손익	3,788	4,179	2,597	974	1,019
운전자본증감	(1,047)	(1,681)	(356)	(57)	(58)
매출채권감소 (증가)	(710)	(884)	482	(128)	(130)
재고자산감소 (증가)	(1,412)	(673)	(926)	(86)	(87)
매입채무증가 (감소)	703	728	391	104	106
기타	372	(852)	(304)	52	53
투자현금	(11,134)	(11,671)	(13,498)	(10,131)	(10,343)
단기투자자산감소 (증가)	62	48	33	(26)	(27)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(77)	(142)	(152)
설비투자	(10,610)	(11,447)	(12,942)	(9,721)	(9,916)
유무형자산감소 (증가)	8	34	(58)	(89)	(89)
재무현금	6,341	8,375	5,040	(193)	(257)
차입금증가 (감소)	6,197	7,708	4,943	0	0
자본증가 (감소)	(45)	(55)	(42)	(193)	(257)
배당금지급	45	55	42	193	257
현금 증감	(702)	567	(530)	(144)	(14)
총현금흐름 (Gross CF)	7,373	8,098	9,845	10,236	10,645
(-) 운전자본증가 (감소)	(2,996)	(612)	(159)	57	58
(-) 설비투자	10,610	11,447	12,942	9,721	9,916
(+) 자산매각	8	34	(58)	(89)	(89)
Free Csh Flow	(233)	(2,703)	(2,997)	369	582
(-) 기타투자	0	0	77	142	152
잉여현금	(233)	(2,703)	(3,073)	228	429

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	n/a	n/a	13.0	11.1
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/ EBITDA	10.5	11.6	8.3	6.6	6.3
배당수익률	n/a	n/a	1.0	1.3	1.7
EPS	(5,252)	(4,933)	(505)	2,282	2,666
BPS	81,658	76,336	76,235	78,189	80,419
SPS	67,709	76,985	82,477	84,126	85,809
DPS	n/a	n/a	300	400	500
수익성지표 (%)					
ROA	(2.8)	(2.2)	(0.2)	0.9	1.1
ROE	(7.0)	(6.0)	(0.6)	2.9	3.3
ROIC	(0.9)	(0.6)	1.3	2.9	3.1
안정성지표 (%, X)					
부채비율	153.6	186.2	199.5	197.2	194.4
순차입비율	84.3	102.2	113.9	111.5	108.5
유동비율	77.6	74.0	63.9	63.9	64.5
이자보상배율	n/a	n/a	0.8	1.7	1.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.2	7.0	7.9	8.4	8.4
재고자산회전율	11.9	13.6	13.7	12.5	12.5
자산/자본구조 (%)					
투하자본	89.2	89.6	89.3	89.1	88.9
차입금	46.9	51.8	54.1	53.5	52.9

주: EPS는 완전희석 EPS

Complince Notice

2013년 09월 05일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 한국전력을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
한국전력	2011/09/30	BUY	40,000	
	2011/10/26	BUY	40,000	
	2011/11/17	BUY	40,000	
	2011/11/22	BUY	40,000	
	2012/01/04	BUY	40,000	
	2012/02/13	BUY	40,000	
	2012/02/16	BUY	40,000	
	2012/02/20	BUY	40,000	
	2012/03/26	BUY	40,000	
	2012/04/05	BUY	40,000	
	2012/05/18	BUY	40,000	
	2012/06/21	BUY	40,000	
	2012/09/19	BUY	40,000	
	2013/01/03	BUY	40,000	
	2013/06/26	BUY	40,000	
	2013/07/25	BUY	40,000	
	2013/07/31	BUY	40,000	
	2013/08/12	BUY	40,000	
	2013/08/29	BUY	40,000	
	2013/09/05	BUY	40,000	

기업명 주가 및 KB투자증권 목표주가

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.