# 한국전력(015760.KS)

## 4Q13전망: 영업이익은 컨센서스를 하회할 전망

유틸리티/운송 담당 주익찬
Tel. 368-6099 / icjoo@eugenefn.com

**시장 Consensus 대비(3Q13 영업이익)**

| Above | In-line | Below |
|---|---|---|
| | O | |

**BUY(유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 유지) | 35,000원 |
| 현재주가(11/12) | 29,700원 |

| Key Data | (기준일: 2013. 11. 12) |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 1,995.5 |
| KOSDAQ(pt) | 510.7 |
| 액면가(원) | 5,000 |
| 시가총액(십억원) | 19,066.3 |
| 52주 최고/최저(원) | 35,400 / 24,500 |
| 52주 일간 Beta | 0.09 |
| 발행주식수(천주) | 641,964 |
| 평균거래량(3M,천주) | 1,452 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 42,303 |
| 외국인 지분율(%) | 23.5 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한국정책금융공사 외 1인 | 51.1 |
| JP Morgan | 5.4 |
| ㈜KR & C | 1.4 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 1.5 | 0.5 | 0.5 | 10.0 |
| KOSPI대비상대수익률 | 3.0 | -5.4 | -2.1 | 5.0 |

- **3Q13 review: 영업이익(1.5조원)은 시장 컨센서스(1.7조원)와 비슷**
  - 3Q13 매출액은 전년동기대비 6.8% 증가했는데, 이유는, 전력판매량은 2.3%yoy 증가했고, 2013.1.14일 전기요금이 4% 인상으로 판매단가 5.5%yoy 상승 때문
  - 3Q13 영업이익은 18.8%yoy 감소했는데, 이유는, 원전 가동률 하락으로, LNG 발전량이 32.8%yoy 증가했고, 구입전력비도 20.8%yoy 증가했기 때문
  - 3Q13 세전이익은 4.5%yoy 감소했는데, 세전이익 감소률이 영업이익 감소율보다 작은 이유는, 파생상품평가손실이 전년동기대비 3,300억원 증가하였지만, 원달러 환율 하락에 의한 외화평가이익이 6,300억원 발생했기 때문

- **4Q13 전망: 영업이익(2,170억원)은 컨센서스(8,070억원)를 하회할 전망**
  - 4Q13 영업이익은 전년동기대비 흑자 전환 예상되지만, 컨센서스보다는 작을 전망
  - 영업이익의 전년동기대비 증가 추정 이유는, 천연가스 가격이 전년동기대비 하락할 것으로 예상되기 때문
  - 영업이익의 불확실성은 여전히 존재
  - 이유는, 현재 가동 중지 중인 원전 3개 호기들이 2013.11월 말 재가동될 예정이지만, 원전 가동률 상승에 대한 불확실성이 여전히 존재하기 때문
  - 4Q13 천연가스 발전량은 24.6%yoy 증가 전망
  - 2013.10월 한국가스공사의 발전용 판매량이 39.2%yoy 증가해, 3Q13 천연가스 소비량의 전년대비 증가율 여전히 높을 전망

- **주가는, 많은 투자자들이 저평가라고 인식하고 있는 PBR 0.3배의 하한과, 당사 목표주가의 상한 사이의 band에서 형성될 전망**
  - 한국전력의 최대 순이익은, 장기적으로 적정 투자보수율에 의해 제한된 약 2.4조원인 것으로 판단되며, 전기요금 제도의 구조적 개편이 없다면, 주가의 상한선은 순이익 2.4조원을 반영하는 수준일 전망
  - 전기요금 인상, 원전 재가동, 본사 부지 매각 등으로, 향후 이익 증가 기대감이 있지만, 특정한 연도의 순이익이 일시적으로 적정 수준보다 더 증가하더라도, 다음 해 전기요금 인하 가능성이 있어, 주가는 장기적인 적정 순이익 수준을 반영하는 것이 적절

**Earnings Summary(IFRS 연결 기준)**

| 결산기(12월) (단위: 십억원) | 3Q13P | | | 4Q13E | | | 2012 | 2013E | | 2014E | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 실적발표 | 예상치 | 차이 (%,%p) | 예상치 | qoq (%,%p) | yoy (%,%p) | | 예상치 | yoy (%,%p) | 예상치 | yoy (%,%p) |
| 매출액 | 14,288.1 | 14,290.8 | 0.0 | 12,935.0 | -9.5 | 2.0 | 49,421.5 | 52,698.4 | 6.6 | 58,794.8 | 11.6 |
| 영업이익 | 1,548.2 | 1,575.7 | -1.7 | 217.0 | -86.0 | 흑전 | -817.9 | 1,328.9 | 흑전 | 5,879.8 | 342.5 |
| 세전이익 | 1,331.0 | 987.4 | 34.8 | -430.1 | 적전 | 적지 | -4,063.3 | -629.3 | 적지 | 3,289.8 | 흑전 |
| 순이익 | 973.1 | 720.8 | 35.0 | -314.0 | 적전 | 적지 | -3,078.0 | -764.7 | 적지 | 2,401.6 | -흑전 |
| OP Margin | 10.8 | 11.0 | -0.2 | 1.7 | -9.2 | 5.6 | -1.7 | 2.5 | 4.2 | 10.0 | 7.5 |
| NP Margin | 6.8 | 5.0 | 1.8 | -2.4 | -9.2 | 11.4 | -6.2 | -1.5 | 4.8 | 4.1 | 5.5 |
| EPS(원) | 6,063 | 4,491 | 35.0 | -1,956 | -132.2 | -82.1 | -4,795 | -1,191 | -75.2 | 3,741 | -414.1 |
| BPS(원) | 78,752 | 78,359 | 0.5 | 78,263 | -0.6 | -1.6 | 79,544 | 77,561 | -2.5 | 81,302 | 4.8 |
| ROE(%) | 7.7 | 5.7 | 2.0 | -2.5 | -10.2 | 11.3 | -6.0 | -1.5 | 4.5 | 4.6 | 6.1 |
| PER(X) | 5.0 | 6.7 | - | - | - | - | - | - | - | 7.5 | - |
| PBR(X) | 0.4 | 0.4 | - | 0.4 | - | - | 0.4 | 0.4 | - | 0.3 | - |

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 **한국전력 수익 추정 모델**

| | | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13P | 4Q13F | 12 | 13F | 14F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Dubai | $/bbl | 116.4 | 106.0 | 106.0 | 107.2 | 107.9 | 100.8 | 106.8 | 102.8 | 108.9 | 104.6 | 101.6 |
| 석탄 | $/ton | 112.3 | 94.5 | 86.2 | 84.3 | 91.3 | 85.3 | 76.8 | 82.6 | 94.3 | 84.0 | 86.8 |
| LNG(일본 평균 수입가격) | $ / mn BTU | 16.6 | 17.0 | 17.6 | 15.5 | 15.7 | 16.6 | 15.1 | 14.7 | 16.7 | 15.5 | 14.7 |
| 환율 | 원 / $ | 1,131 | 1,152 | 1,133 | 1,090 | 1,085 | 1,123 | 1,112 | 1,093 | 1,126 | 1,103 | 1,093 |
| 전력 판매량 | TWh | 125 | 111 | 116 | 114 | 125 | 114 | 119 | 117 | 467 | 475 | 489 |
| YoY | % | 2.7% | 2.3% | 3.0% | 2.0% | 0.2% | 2.1% | 2.3% | 2.4% | 2.5% | 1.7% | 3.0% |
| 전력 거래량 | TWh | 124 | 110 | 118 | 117 | 124 | 113 | 118 | 120 | 469 | 475 | 489 |
| YoY | % | 2.5% | 1.7% | 1.9% | -0.5% | 0.0% | 2.8% | 0.0% | 2.3% | 1.4% | 1.2% | 3.0% |
| 유류 | TWh | 3.8 | 3.8 | 3.1 | 2.9 | 3.5 | 3.8 | 3.8 | 2.4 | 13.6 | 13.4 | 13.8 |
| 석탄 | TWh | 47.9 | 40.8 | 48.3 | 47.3 | 48.5 | 44.6 | 47.0 | 47.6 | 184.3 | 187.7 | 191.2 |
| 원자력 | TWh | 36.0 | 34.8 | 38.4 | 36.6 | 35.3 | 29.7 | 25.9 | 33.3 | 145.8 | 124.3 | 131.0 |
| L NG | TWh | 30.5 | 24.8 | 21.7 | 24.4 | 30.5 | 28.8 | 28.8 | 30.4 | 101.3 | 118.5 | 120.7 |
| 전기 판매가격 | 원/KWh | 101.8 | 96.6 | 111.2 | 103.3 | 107.2 | 95.9 | 113.4 | 103.2 | 103.2 | 104.9 | 113.9 |
| YoY | % | 16.0% | 21.4% | 14.9% | 7.8% | 5.3% | -0.7% | 1.9% | -0.1% | 14.7% | 1.6% | 8.6% |
| 매출액 (IFRS 연결) | 십억원 | 12,940 | 10,072 | 13,724 | 12,685 | 13,799 | 11,676 | 14,288 | 12,935 | 49,422 | 52,698 | 58,795 |
| YoY | % | 19.8% | 10.5% | 17.1% | 7.4% | 6.6% | 15.9% | 4.1% | 2.0% | 13.5% | 6.6% | 11.6% |
| | | | | | | | | | | | | |
| 통합한전 비용 (IFRS 연결) | 십억원 | 13,619 | 12,746 | 11,895 | 11,980 | 13,141 | 12,770 | 12,740 | 12,718 | 50,239 | 51,369 | 52,915 |
| 연료비 | 십억원 | 6,930 | 6,279 | 5,780 | 5,821 | 6,375 | 5,830 | 5,909 | 5,836 | 24,810 | 23,949 | 24,357 |
| YoY | % | 16.3% | 30.6% | 15.2% | -1.8% | -8.0% | -7.2% | 2.2% | 0.3% | 14.2% | -3.5% | 1.7% |
| 유류 | 십억원 | 728 | 771 | 654 | 655 | 621 | 690 | 685 | 505 | 2,809 | 2,500 | 2,917 |
| 석탄 | 십억원 | 2,588 | 2,140 | 2,338 | 2,014 | 2,002 | 1,844 | 1,994 | 1,792 | 9,080 | 7,632 | 7,405 |
| LNG | 십억원 | 3,231 | 3,038 | 2,397 | 2,815 | 3,374 | 2,921 | 2,871 | 3,159 | 11,480 | 12,325 | 12,520 |
| 통합한전 구매단가 | | | | | | | | | | | | |
| 유류 | 천원/kilo-liter | 883 | 887 | 867 | 795 | 805 | 801 | 1,311 | 938 | 858 | 964 | 929 |
| 석탄 | 천원/톤 | 131 | 128 | 113 | 100 | 100 | 99 | 91 | 89 | 118 | 95 | 92 |
| LNG | 천원/톤 | 995 | 1,133 | 1,048 | 928 | 1,043 | 985 | 1,005 | 934 | 1,026 | 992 | 930 |
| 전기구입비 | 십억원 | 2,851 | 2,620 | 2,267 | 2,063 | 2,839 | 2,737 | 2,593 | 2,606 | 9,801 | 10,775 | 11,158 |
| 수선유지비 | 십억원 | 317 | 351 | 270 | 485 | 337 | 500 | 185 | 485 | 1,423 | 1,507 | 1,507 |
| 감가상각비 | 십억원 | 1,574 | 1,542 | 1,558 | 1,541 | 1,609 | 1,624 | 1,629 | 1,618 | 6,215 | 6,480 | 6,801 |
| **영업이익 (IFRS 연결)** | **십억원** | **-242** | **-2,060** | **1,978** | **-493** | **658** | **-1,094** | **1,548** | **217** | **-818** | **1,329** | **5,880** |

자료: 한국전력, Bloomberg, 유진투자증권

## Compliance Notice

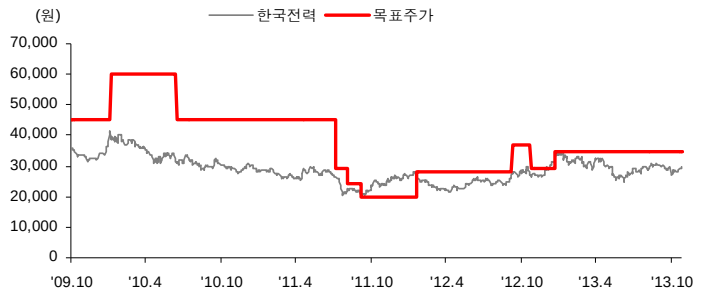
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

| | |
|---|---|
| • STRONG BUY | 추천기준일 종가대비 +50%이상 |
| • BUY | 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만 |
| • HOLD | 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만 |
| • REDUCE | 추천기준일 종가대비 0%미만 |

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) |
|---|---|---|
| 20111031 | HOLD | 20,000 |
| 20111117 | HOLD | 20,000 |
| 20111205 | HOLD | 20,000 |
| 20120208 | HOLD | 28,000 |
| 20120213 | HOLD | 28,000 |
| 20120406 | HOLD | 28,000 |
| 20120518 | HOLD | 28,000 |
| 20120529 | BUY | 28,000 |
| 20120604 | BUY | 28,000 |
| 20120611 | BUY | 28,000 |
| 20120926 | BUY | 37,000 |
| 20121008 | BUY | 37,000 |
| 20121106 | BUY | 37,000 |
| 20121112 | BUY | 29,000 |
| 20121115 | BUY | 29,000 |
| 20121119 | BUY | 29,000 |
| 20130110 | BUY | 35,000 |
| 20130214 | BUY | 35,000 |
| 20130303 | BUY | 35,000 |
| 20130425 | BUY | 35,000 |
| 20130429 | BUY | 35,000 |
| 20130507 | BUY | 35,000 |
| 20130513 | BUY | 35,000 |
| 20130711 | BUY | 35,000 |
| 20130718 | BUY | 35,000 |
| 20130812 | BUY | 35,000 |
| 20130903 | BUY | 35,000 |
| 20130923 | BUY | 35,000 |
| 20131014 | BUY | 35,000 |
| 20131104 | BUY | 35,000 |
| 20131113 | BUY | 35,000 |

한국전력(015760.KS) 주가 및 목표주가 추이