KYOBO 교보증권

한국전력 015760

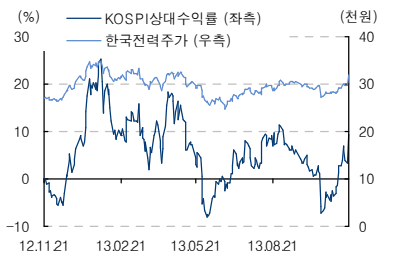
Nov 20, 2013

Buy [유지]
TP 45,000원 [상향]

Company Data

현재가(11/19)	31,850 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	34,850 원
52 주 최저가(보통주)	24,850 원
KOSPI (11/19)	2,031.64p
KOSDAQ (11/19)	505.50p
자본금	32,098 억원
시가총액	204,466 억원
발행주식수(보통주)	64,196 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	169.2 만주
평균거래대금(60 일)	496 억원
외국인지분(보통주)	23.31%
주요주주	
한국정책금융공사 외 1 인	51.11%
국민연금공단	5.03%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	16.9%	4.4%	16.2%
상대주가	18.1%	2.1%	7.5%

실적 개선의 신호탄

한국전력에 대해 투자의견을 Buy로 유지하고, 목표주가는 기존대비 18.4% 상향 조정한 45,000원으로 제시한다. 목표주가 조정은 주로 내년 실적 개선에 따른 ROE의 상승에 기인한다.

전기요금 평균 5.4% 인상

어제(11/19) 정부는 평균 5.4%의 전기요금 인상을 발표했다. 최근 정부의 언급으로 요금 인상은 예상했던 바였으나, 그 폭은 시장 기대치를 1~2%p 상회했던 것으로 나타났다.

더불어 전기 요금 체계 개편, 에너지 세율 조정 또한 같이 발표되었는데, 전기요금 체계 개편은 전반적으로 최근 전력 수요 패턴 변화를 반영하지 못하고, 수요 절감에 대한 메리트가 부족했던 현행 요금 체계를 보다 합리적인 방향으로 개선했다고 판단한다. 따라서 1) 수요 패턴 변화로 전기요금이 한전의 소요 비용을 반영하지 못했던 빈틈을 메우고, 2) 피크 시간대에 수요를 절감시키는 유인책을 마련했다는 점에서 중장기적으로 한전에 긍정적인 영향이 기대된다.

유연탄 과세 신설은 정부의 과세 취지와 원칙적으로 세금은 전기요금에 전가된다는 점을 감안할 때 한전에 중립적인 영향으로 평가한다.

2014년 실적 개선이 더욱 분명해졌다

당 리서치는 금번 전기요금 인상을 반영하여 2014년 영업이익이 올해 추정치대비 201.1% 증가한 5.6조원에 이를 것으로 예상한다. 이는 주로 1) 금번 전기요금 인상, 2) 2014년 LNG 연료단가의 올해 대비 하락 전망, 3) 신규원전 투입과 원전 이용률 정상화로 인한 발전믹스 개선 전망에 근거한다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	**43,456**	**49,422**	**54,077**	**58,114**	**59,909**
YoY(%)	10.2	13.7	9.4	7.5	3.1
영업이익 (십억원)	**-1,020**	**-818**	**1,858**	**5,594**	**7,218**
OP 마진(%)	-2.3	-1.7	3.4	9.6	12.0
순이익 (십억원)	**-3,293**	**-3,078**	**213**	**2,835**	**4,022**
EPS(원)	-5,251	-4,933	310	4,282	6,076
YoY(%)	적지	적지	흑전	1,280.6	41.9
PER(배)	-4.9	-6.2	102.7	7.4	5.2
PCR(배)	2.2	2.4	1.6	1.2	1.1
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.6	11.8	8.7	6.4	5.7
ROE(%)	-7.1	-6.1	0.4	5.3	7.1

| 유틸리티 |
연구원 안효운
3771-9695
morodo83@iprovest.com

정부는 어제(11/19) 전기요금 인상과 체계 개편, 그리고 에너지 세율 조정을 발표했다. 전기요금 인상으로 인한 즉각적인 한전의 실적개선 효과뿐 아니라 구조적으로 소비자의 자율적인 전력 소비 절감을 유도하는 방향으로 체계 개편이 되었다는 점에서 중장기적인 측면에서도 한전에 긍정적인 영향이 기대된다.

전기요금 평균 5.4% 인상

전기요금은 평균 5.4% 인상되었다. 요금 인상에 대해서는 그간 정부의 여러 차례에 걸친 언급으로 예상했던 바였지만 그 폭은 시장기대치를 1~2%p 상회하는 모습이었다. 용도별 조정률은 예상대로 산업용이 가장 높은 6.4%였고, 주택용은 다소 낮은 2.7%, 교육용은 인상되지 않았다.

도표 1. 전기요금 용도별 조정률

구 분	평균	주택	일반	교육	산업	가로	농사	심야
조정률(%)	**5.4%**	2.7%	5.8%	동결	6.4%	5.4%	3.0%	5.4%

자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

전기요금 체계 개편: 긍정적

전기요금 체계 개편은 대부분 최근 정부가 직간접적으로 언급해왔던 내용들을 담았다. 전반적으로 최근 전력 수요 패턴 변화를 반영하지 못하고, 수요 절감에 대한 메리트가 부족했던 현행 체계를 보다 합리적인 방향으로 개선했다고 판단한다. 따라서 1) 수요 패턴 변화로 전기요금이 한전의 소요 비용을 반영하지 못했던 빈틈을 메우고, 2) 피크 시간대에 수요를 절감시키는 유인책을 마련했다는 점에서 중장기적으로 한전에 긍정적인 영향이 기대된다.

도표 2. 전기요금 체계 개편 주요 내용

구분	주요 내용
계시별 요금체계 개편	(현행) 6 월 봄철 요금 적용 —> (개편) 6 월 여름철 요금 적용
	(현행) 오전 10~11 시 중간 요금부과 —> (개편) 오전 10~11 시 최대부하 시간대 요금 부과
	(현행) 농사용 전기 단일요금 적용—> (개편) 기업농은 계절별 차등 요금 적용
	(개편) 겨울철 전력량 단가 인상률 더 높게 조정
	(개편) 야간 시간대 단가 위주 상향 조정
전력사용 특성을 반영한 선택형 요금제 도입	전력 사용 패턴 조정이 어려운 중소기업에 현행대비 기본요금 비중 높고, 전력량 요금 비중 낮은 선택형 요금 도입
수요관리형 인센티브 요금제 적용 확대 및 신규 도입	중규모 사업장: 자율 절전 유도형 인센티브 요금제(CPP)
	대규모 사업장: 피크 절감 투자 유도형 차등 요금제

자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

에너지 세율 조정: 중립적

정부는 전기와 다른 에너지(LNG, 등유 등)간 상대 가격 차이로 에너지 수요가 전기에 과도하게 집중되는 전기 과소비 현상을 완화하기 위해, 발전용 유연탄을 개별소비세 과세 대상에 추가한다고 발표했다. 이는 국회에서 입법화 과정을 거쳐 내년 7월 이후 시행될 예정이다. 발전용 유연탄에는 세율 21원/kg 적용하기로 했다. LNG는 현행 60원/kg에서 42원/kg으로, 등유는 104원/ℓ 에서 72원/ℓ , 프로판은 20원/kg에서 14원/kg으로 각각 하향 조정하기로 했다. 정부 발표에 따르면 이번 세율 조정으로 인한 세수 효과는 연간 8,300억원 수준이 될 전망이다.

이번 유연탄 과세는 원칙적으로 전기요금에 전가될 것이므로, 이는 한전에 중립적으로 판단한다. 실질적으로 전기요금에 전가되지 않을 가능성도 없지 않지만, 1) 세수 효과 8,300억원이 한전 부담으로 남아있게 되더라도 이번 요금 인상으로 2014년 영업이익 개선에 비하면 이는 큰 부담이 아니고, 2) 타 에너지로 전력수요를 이전하려는 취지를 감안하면 향후 전기요금에 반영될 가능성이 높을 것으로 예상한다.

한전 실적에 미치는 영향

이번 전기요금 인상과 유연탄 세금 부과 효과를 모두 감안할 때 2014년 매출액과 영업이익은 각각 올해 추정치대비 7.5%, 201.1% 증가한 58.1조원, 5.6조원으로 예상한다. 이는 주로 1) 금번 전기요금 인상, 2) 2014년 LNG 연료단가의 올해 대비 하락 전망, 3) 신규원전 투입과 원전 이용률 정상화로 인한 발전믹스 개선 전망에 근거한다.

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	43,456	49,422	54,077	58,114	59,909
매출원가	42,725	48,459	50,392	50,645	50,766
매출총이익	731	962	3,685	7,470	9,144
매출총이익률 (%)	1.7	1.9	6.8	12.9	15.3
판매비와관리비	1,751	1,780	1,827	1,876	1,926
영업이익	-1,020	-818	1,858	5,594	7,218
영업이익률 (%)	-2.3	-1.7	3.4	9.6	12.0
EBITDA	5,857	6,179	9,254	13,421	15,342
EBITDA Margin (%)	13.5	12.5	17.1	23.1	25.6
영업외손익	-1,453	-3,245	-1,577	-1,852	-1,909
관계기업손익	123	177	71	73	75
금융수익	608	1,128	439	346	370
금융비용	-2,519	-3,068	-2,549	-2,661	-2,745
기타	335	-1,482	462	390	390
법인세비용차감전순손익	-2,473	-4,063	281	3,742	5,309
법인세비용	820	-985	68	907	1,288
계속사업순손익	-3,293	-3,078	213	2,835	4,022
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,293	-3,078	213	2,835	4,022
당기순이익률 (%)	-7.6	-6.2	0.4	4.9	6.7
비지배지분순이익	77	89	14	86	121
지배지분순이익	-3,370	-3,167	199	2,749	3,900
지배순이익률 (%)	-7.8	-6.4	0.4	4.7	6.5
매도가능금융자산평가	-175	2	2	2	2
기타포괄이익	-87	-324	-324	-324	-324
포괄순이익	-3,555	-3,400	-109	2,513	3,700
비지배지분포괄이익	73	48	-5	47	70
지배지분포괄이익	-3,628	-3,448	-104	2,466	3,631

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	13,768	13,933	14,186	15,619	16,193
현금및현금성자산	1,388	1,955	1,855	2,170	2,460
매출채권 및 기타채권	7,265	7,180	7,428	8,523	8,766
재고자산	3,852	3,440	3,646	3,755	3,868
기타유동자산	1,263	1,358	1,257	1,171	1,098
비유동자산	122,700	132,219	139,096	146,580	152,836
유형자산	112,385	122,376	128,987	136,196	142,166
관계기업투자금	4,485	4,891	5,287	5,683	6,079
기타금융자산	2,199	1,874	1,874	1,874	1,874
기타비유동자산	3,631	3,079	2,948	2,828	2,717
자산총계	136,468	146,153	153,282	162,199	169,028
유동부채	17,741	18,817	19,247	19,878	19,555
매입채무 및 기타채무	6,686	6,551	6,861	7,129	7,248
차입금	1,174	689	750	815	886
유동성채무	5,960	7,127	7,187	7,485	6,972
기타유동부채	3,922	4,449	4,449	4,449	4,449
비유동부채	64,923	76,272	82,767	88,239	91,399
차입금	4,641	4,675	4,709	4,743	4,777
사채	34,557	40,850	46,859	51,783	54,325
기타비유동부채	25,724	30,747	31,200	31,714	32,297
부채총계	82,664	95,089	102,014	108,117	110,954
지배지분	53,270	49,889	50,088	52,837	56,737
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,483	1,549	1,549	1,549	1,549
이익잉여금	35,769	32,564	32,763	35,512	39,413
기타자본변동	12,554	12,554	12,554	12,554	12,554
비지배지분	534	1,175	1,180	1,245	1,337
자본총계	53,804	51,064	51,268	54,082	58,074
총차입금	47,545	54,753	61,146	66,737	69,184

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	4,145	3,917	9,737	12,175	14,357
당기순이익	-3,293	-3,078	213	2,835	4,022
비현금항목의 가감	10,666	11,176	12,703	14,333	15,066
감가상각비	6,783	6,903	7,315	7,754	8,057
외환손익	226	-767	-357	-178	-178
지분법평가손익	0	0	-71	-73	-75
기타	3,657	5,039	5,816	6,830	7,262
자산부채의 증감	-984	-1,633	-955	-1,747	-1,047
기타현금흐름	-2,243	-2,548	-2,224	-3,245	-3,684
투자활동 현금흐름	-11,196	-11,719	-14,145	-15,197	-14,275
투자자산	-466	-383	-396	-396	-396
유형자산	-10,610	-11,447	-13,926	-14,963	-14,028
기타	-119	110	177	162	149
재무활동 현금흐름	6,341	8,375	6,763	5,922	2,735
단기차입금	114	-476	60	65	71
사채	6,220	8,307	6,009	4,924	2,542
장기차입금	0	0	34	34	34
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-45	-55	0	0	0
기타	52	600	660	898	87
현금의 증감	-702	567	-100	314	291
기초 현금	2,090	1,388	1,955	1,855	2,170
기말 현금	1,388	1,955	1,855	2,170	2,460
NOPLAT	-1,359	-620	1,407	4,237	5,468
FCF	-6,076	-6,702	-6,079	-4,646	-1,483

자료: 한국전력, 교보증권 리서치센터

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	-5,251	-4,933	310	4,282	6,076
PER	-4.9	-6.2	102.7	7.4	5.2
BPS	82,980	77,713	78,023	82,305	88,381
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	9,126	9,625	14,415	20,906	23,898
EV/EBITDA	10.6	11.8	8.7	6.4	5.7
SPS	67,707	76,985	84,237	90,526	93,322
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
CFPS	-9,467	-10,441	-9,469	-7,237	-2,310
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	10.2	13.7	9.4	7.5	3.1
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	201.1	29.0
순이익 증가율	적지	적지	흑전	1,232.2	41.9
수익성					
ROIC	-1.4	-0.5	1.1	3.2	3.9
ROA	-2.9	-2.2	0.1	1.7	2.4
ROE	-7.1	-6.1	0.4	5.3	7.1
안정성					
부채비율	153.6	186.2	199.0	199.9	191.1
순차입금비율	34.8	37.5	39.9	41.1	40.9
이자보상배율	-0.5	-0.3	0.8	2.2	2.7

한국전력 최근 2년간 목표주가 변동추이

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.05.22	매수	36,000			
2013.05.29	매수	33,000			
2013.06.17	매수	33,000			
2013.07.15	매수	33,000			
2013.08.12	매수	33,000			
2013.09.16	매수	38,000			
2013.10.01	매수	38,000			
2013.10.15	매수	38,000			
2013.11.13	매수	38,000			
2013.11.20	매수	45,000			

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** _향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하
매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%