한국전력(015760)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/12)		1,965
주가(5/12)		41,000
시가총액(십억원)		26,321
발행주식수(백만)		642
52주 최고/최저가(원)		41,500/24,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)		53,602
유동주식비율/외국인지분율(%)		45.9/26.5
주요주주(%)	한국정책금융공사 외 1인	51.1
	국민연금공단	6.6

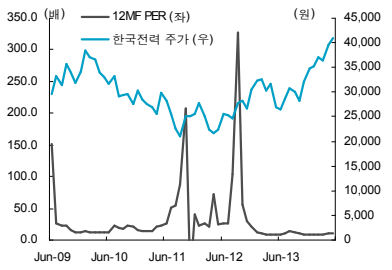
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	362.0	8.5	6.8
PBR(x)	0.4	0.5	0.5
ROE(%)	0.1	5.8	6.8
EV/EBITDA(x)	9.3	6.8	6.3
EPS(원)	96	4,826	6,014
BPS(원)	79,445	84,042	89,792

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	38.0	38.7
상대주가(%p)	4.9	39.6	37.7

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

확인된 이익 모멘텀

What's new : 1분기 영업이익 86.5% 증가

1분기 매출액과 영업이익이 각각 14조 7,726억원, 1조 2,271억원으로 발표됐다. 매출액은 전년동기대비 7.1%, 영업이익은 86.5% 늘어난 것이다. 매출액이 7.1% 늘어난 이유는 작년 11월에 전기요금을 5.4% 올린데다, 1분기 전력판매량이 0.5% 늘어났고, UAE원전 매출이 포함되어 있는 해외사업수익이 29.4%(1,381억원) 증가했기 때문이다. 원전이 정상적으로 가동되면서 기저발전(원전+석탄)의 비중이 전년동기대비 1.3%p 높아지는 등 효율성이 개선돼 영업이익이 큰 폭으로 늘어났다. 발표된 영업이익은 우리 추정치(1조 4,830억원)보다 17% 적었는데, 이는 영업원가의 70%를 차지하는 발전변동비(연료비+구입전력비) 금액이 우리가 추정한 금액보다 3.6% 많았기 때문이다. 1분기 한전의 발전기 정비일수 합계는 1,514일로 전년동기대비 20.4% 늘어났다. 이로 인해 한전의 발전량이 전년대비 3.0% 감소했으며 그만큼 구입전력비가 늘어났다.

Positives : 원/달러 환율 하락의 최대 수혜주

한국전력은 원/달러 환율 하락의 최대 수혜주다. 환율 변동이 전기요금에 영향을 미치지 않는 반면 영업비용에는 막대한 영향을 미치기 때문이다. 13년 영업비용의 68%인 35조 5,292억원이 발전연료비와 구입전력비다. 이 두 가지 비용이 원/달러 환율에 영향을 받는다. 다른 조건이 같을 경우 원/달러 환율이 100원 하락하면 연간 영업비용이 3.2조원 감소하는 구조다. 올해 4월 평균 원/달러 환율은 전년동월대비 79원 하락했다. 단순히 계산해보면 이것 만으로도 2분기 영업수지가 전년동기대비 5,814억원 개선되는 효과가 있다.

Negatives : 전기요금 인상 가능성 ↓

이익이 큰 폭으로 늘어날수록 전기요금 인상 가능성은 낮아진다. 현 시점에서 주가가 더 오르려면 전기요금 인상이 필요한데, 이익이 빠르게 늘어나고, 전력난 우려가 사라진데다, 교육용 전기요금 인하 등이 언급되고 있어 당분간 일괄적인 전기요금 인상은 어려울 것 같다.

결론 : 시장의 높은 관심 지속될 것

최근 주가가 52주 신고가다. 최근에는 원/달러 환율 하락에 따른 외국인 매수세로 오른 부분이 크다. 꽤 오랜 기간 동안 주가가 큰 폭으로 시장을 Outperform한 만큼 단기 조정 가능성도 열어 놓아야 한다. 하지만 연중 내내 이어질 이익모멘텀과 큰 폭으로 늘어날 배당금(14년 연결순이익 기준 예상 DPS 1,140원, 배당수익률 2.8%. 실제 배당은 별도기준 순이익을 기준으로 지급)을 감안하면 시장의 높은 관심이 지속될 것이다. 목표주가는 14년 예상 BPS에 목표 PBR 0.53배를 적용해 구한 것으로 올해 3월 31일에 제시한 것이다.

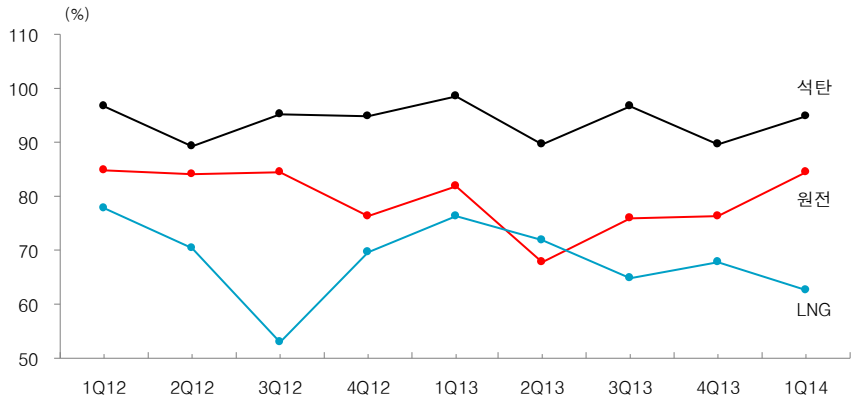
(단위: 십억원, %)

	1Q14P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	14,611	14,773	1.1	14,966	3.5	7.1	58,306	58,229
영업이익	1,483	1,227	(17.2)	1,333	201.4	86.6	6,011	5,688
영업이익률	10.1	8.3		8.9			10.3	9.8
세전이익	1,117	902	(19.2)	813	흑자전환	333.5	4,247	3,262
순이익	815	532	(34.7)	574	(12.2)	299.3	3,099	2,378

윤희도 3276-6165
heedo@truefriend.com

이창원 3276-4126
cw.lee@truefriend.com

[그림 1] 한전의 주요 발전원별 이용률 추이 – 원전 이용률 ↑, LNG발전 이용률 ↓



주: 이용률은 가동률의 개념임
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, 원가의 20%가 민자발전으로부터 전력을 구입하는 구입전력비임. 따라서 매출원가의 70%가 유가와 원/달러 환율 변화에 영향 받는 구조

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	13,933	15,269	16,475	17,390	18,348
현금성자산	1,955	2,232	2,409	2,542	2,682
매출채권및기타채권	7,180	7,522	8,116	8,567	9,039
재고자산	3,440	4,280	4,618	4,874	5,143
비유동자산	132,219	140,258	149,723	156,882	162,543
투자자산	6,765	7,134	7,697	8,125	8,572
유형자산	122,376	129,638	138,263	144,786	149,781
무형자산	884	813	877	926	977
자산총계	146,153	155,527	166,198	174,272	180,891
유동부채	18,817	20,214	20,616	21,827	21,855
매입채무및기타채무	5,735	6,035	6,511	6,873	7,252
단기차입금및단기사채	689	579	596	586	602
유동성장기부채	7,005	7,508	8,322	8,834	9,239
비유동부채	76,272	83,863	91,060	94,107	96,641
사채	40,850	48,262	51,218	51,455	51,698
장기차입금및금융부채	6,095	5,679	7,557	8,574	8,988
부채총계	95,089	104,077	111,676	115,934	118,496
지배주주지분	49,889	50,260	53,211	56,902	60,825
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,549	1,675	1,675	1,675	1,675
자본조정	12,554	12,553	12,553	12,553	12,553
이익잉여금	32,564	32,766	35,717	39,408	43,332
비지배주주지분	1,175	1,191	1,311	1,437	1,569
자본총계	51,064	51,451	54,522	58,339	62,395

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	49,422	54,038	58,306	61,544	64,935
매출원가	48,459	50,596	50,341	52,406	55,293
매출총이익	962	3,442	7,964	9,138	9,642
판매관리비	1,780	1,923	2,075	2,190	2,311
영업이익	(818)	1,519	5,889	6,948	7,331
금융수익	1,128	630	754	849	767
이자수익	204	182	191	204	216
금융비용	3,068	2,932	3,136	3,337	3,356
이자비용	2,344	2,382	2,580	2,727	2,784
기타영업외손익	(1,482)	429	427	451	476
관계기업관련손익	177	(42)	192	199	207
세전계속사업이익	(4,063)	(396)	4,125	5,110	5,425
법인세비용	(985)	(571)	998	1,237	1,313
연결당기순이익	(3,078)	174	3,127	3,873	4,112
지배주주지분순이익	(3,167)	60	3,007	3,747	3,980
기타포괄이익	(322)	186	0	0	0
총포괄이익	(3,400)	360	3,127	3,873	4,112
지배주주지분포괄이익	(3,448)	245	3,007	3,747	3,980
EBITDA	6,179	8,911	13,546	14,955	15,607

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	3,917	6,884	11,001	13,056	12,487
당기순이익	(3,078)	174	3,127	3,873	4,112
유형자산감가상각비	6,903	7,304	7,565	7,911	8,175
무형자산상각비	93	88	91	96	102
자산부채변동	(1,687)	(834)	(875)	366	(751)
기타	1,686	152	1,093	810	849
투자활동현금흐름	(11,719)	(14,503)	(16,325)	(14,508)	(13,250)
유형자산투자	(11,447)	(14,259)	(16,301)	(14,548)	(13,281)
유형자산매각	101	119	110	115	112
투자자산순증	(336)	(309)	(372)	(228)	(240)
무형자산순증	(66)	(72)	(156)	(145)	(153)
기타	29	18	394	298	312
재무활동현금흐름	8,375	7,933	5,500	1,586	903
자본의증가	226	283	0	0	0
차입금의순증	7,708	7,684	5,676	1,768	1,091
배당금지급	(55)	(58)	(56)	(56)	(56)
기타	496	24	(120)	(126)	(132)
기타현금흐름	(6)	(36)	0	0	0
현금의증가	567	277	176	134	140

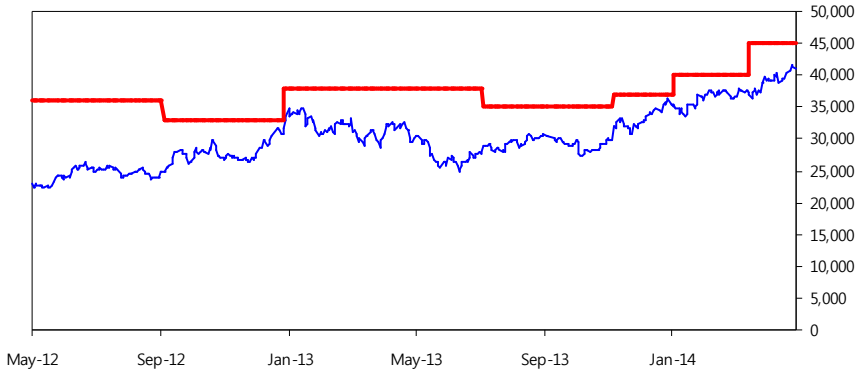
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(5,083)	96	4,826	6,014	6,388
BPS	78,868	79,445	84,042	89,792	95,904
DPS	0	90	90	90	90
성장성(%, YoY)					
매출증가율	13.7	9.3	7.9	5.6	5.5
영업이익증가율	NM	NM	287.7	18.0	5.5
순이익증가율	NM	NM	4,910.8	24.6	6.2
EPS증가율	NM	NM	4,927.6	24.6	6.2
EBITDA증가율	5.5	44.2	52.0	10.4	4.4
수익성(%)					
영업이익률	(1.7)	2.8	10.1	11.3	11.3
순이익률	(6.4)	0.1	5.2	6.1	6.1
EBITDA Margin	12.5	16.5	23.2	24.3	24.0
ROA	(2.2)	0.1	1.9	2.3	2.3
ROE	(6.1)	0.1	5.8	6.8	6.8
배당수익률	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
안정성					
순차입금(십억원)	52,241	59,809	65,274	66,882	67,805
차입금/자본총계비율(%)	107.4	121.4	125.0	119.9	113.8
Valuation(X)					
PER	NM	362.0	8.5	6.8	6.4
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	11.7	9.3	6.8	6.3	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2012.05.18	매수	36,000 원
	2012.09.17	매수	33,000 원
	2013.01.09	매수	38,000 원
	2013.07.18	매수	35,000 원
	2013.11.19	매수	37,000 원
	2014.01.16	매수	40,000 원
	2014.03.31	매수	45,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 5월 12일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 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.