



Buy(Maintain)

목표주가: 80,000원

주가(6/1): 60,400원

시가총액: 387,746억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(6/1)		1,982.72pt
시가총액		387,746억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,000원	42,450원
등락률	-4.13%	42.29%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	-1.7%
6M	21.4%	23.9%
1Y	32.7%	40.8%

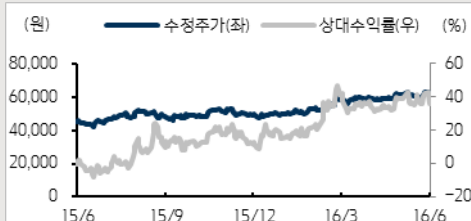
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	979천주
외국인 지분율	32.87%
배당수익률(16E)	4.20%
BPS(16E)	111,870원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	574,749	589,577	601,772	638,387
보고영업이익	57,876	113,467	125,662	126,706
핵심영업이익	57,876	113,467	125,662	126,706
EBITDA	136,610	196,881	209,020	210,011
세전이익	42,293	186,558	96,034	102,332
순이익	27,990	134,164	72,025	77,567
지배주주지분순이익	26,869	132,891	71,341	76,832
EPS(원)	4,185	20,701	11,113	11,968
증감률(%YoY)	4,377.3	394.6	-46.3	7.7
PER(배)	10.2	2.4	4.5	4.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.6	4.2	4.0	3.8
보고영업이익률(%)	10.1	19.2	20.9	19.8
핵심영업이익률(%)	10.1	19.2	20.9	19.8
ROE(%)	5.3	21.9	10.2	10.2
순부채비율(%)	112.4	74.0	69.2	60.8

Price Trend



이슈 코멘트

한국전력 (015760)

석탄축소는 자회사 상장 촉진, 투명성 개선 기회



가동 40년 이상 노후 석탄 발전소 운영 중단을 검토 중인 것으로 보도되었습니다. 미세먼지와 함께 온실가스 감축 등 국내외 움직임을 고려할 경우 석탄발전 축소 가능성은 높아 보입니다. 그러나 감가상각이 마무리된 노후 설비 퇴출이 투자보수에 미칠 영향은 제한적인 반면 이번 이슈가 자회사 상장, 한 발 더 나가 전력시장 자유화, 투명성 개선으로 이어질 가능성이 높아, 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상합니다.

>>> 석탄화력발전 축소, 비용 증가보다 긍정적 효과 기대

40년 이상의 노후 석탄화력발전소 가동 중단을 검토하고 있는 것으로 언론 보도됨. 배경은 미세먼지 대책의 일환으로 분석. 정부 검토 중 확인

미세먼지와 함께 기후변화/온실가스 감축과도 직결되는 문제로 향후 2년간 수정이 예상되는 온실가스 대응 및 에너지/전력 정책에 근본적인 변화를 가속시킬 수 있는 이슈로 분석.

석탄발전 축소로 인해 발전비용 증가 등 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있으나, 이보다는 자회사 상장, 전력산업 자유화, 정책 투명화 등 긍정적인 영향이 부각될 수 있는 계기로 판단.

>>> 적정 투자보수에 미칠 영향은 미미

40년 이상 노후 발전설비 용량은 625MW로 설비 폐쇄 시 전력구입비 증가 가능성이 상존. 그러나 적정투자보수에 미칠 영향은 제한적. 대상 설비의 감가상각이 마무리되어 실제 요금기저의 변화는 미미하기 때문이며, 하반기 이후 신규 기저설비 증설 용량이 10GW, 관련 발전설비 요금기저는 약 18조원, 송전설비 포함 시 그 이상 증가 예상되기 때문.

>>> 석탄발전 축소, 자회사 상장 자극 및 투명성 개선 기여할 수

G7은 지난해 정상회담에서 Coal Phase out 합의. 이번 이슈는 미세먼지, 온실가스 이슈와 관련되며 내년 초 예상되는 8차 전력수급기본계획에서 석탄발전 축소를 가속할 수 있음.

노후 석탄발전 축소가 투자보수에 영향을 미치지 않으나, 발전 자회사 매출 축소에는 영향을 미침. 만약 정부가 발전자회사 상장 시기를 모색하고 있다면 매출 감소가 나타나기 전에 상장시킬 유인은 강화될 수 있다고 판단.

한 발 더 나가 일본, 대만과 유사하게 신재생 확대를 위한 전력 시장 자유화를 촉진시킬 수 있는 요인이며, 시장 자유화를 위한 전제 조건인 정책 투명성을 강화시킬 수 있는 계기가 될 수 있음. (5/30 자료 참조)

놀라운 실적 개선에도 불구하고, 동사 할인에 가장 큰 영향을 미치는 투명성 결여가 해소될 수 있는 계기가 될 수 있어 긍정적으로 평가.

노후 발전소 현황

가동중인 석탄발전소 현황은 아래 표와 같다.

1972년 준공된 영동 1, 호남 1, 2호기는 완공 후 40년 이상 가동 중이다. 이를 포함 11기를 석탄화력 발전소가 30년 이상 가동 중이다. (여수1, 2호기는 준공 시 중유 발전소였으나 연료전환 공사 후 석탄화력으로 개조)

화력발전소의 통상적인 설계 수명이 3~40년으로 한계에 도달한 상황으로 판단된다. 노후화 등으로 온실가스 및 미세먼지 배출이 신형 설비에 비하여 상대적으로 높을 것으로 추정되며, 국내외 상황을 고려할 때 노후 설비 폐쇄는 시의적절하고 합리적인 논의로 판단.

노후 석탄화력 발전소 현황 (여수1,2호, 연료전환 설비)

준공		용량(MW)
1972	영동 1	125
	호남 1	250
	호남 2	250
1977	여수 2	350
1979	영동 2	200
1983	삼천포 1	560
	보령 1	500
	서천 1	200
	서천 2	200
1984	삼천포 2	560
	보령 2	500

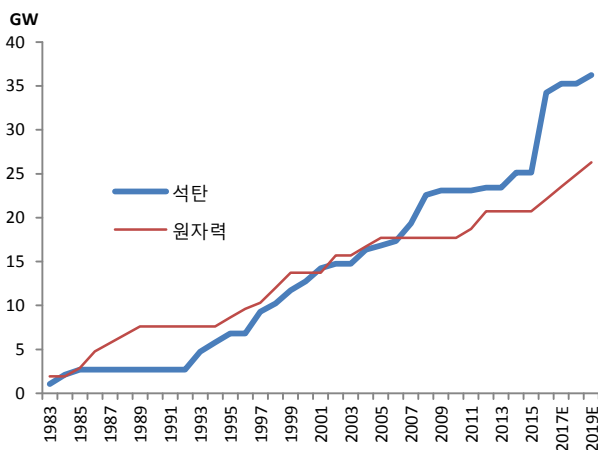
자료: 한국전력, 정부

하반기 이후 가동 예정인 기저발전 총 10,504MW

	준공	용량(MW)
신고리 3	2016년 6월	1,400
삼척그린파워 1	2016년 6월	1,022
북평화력 1	2016년 6월	595
신보령화력 1	2016년 6월	1,000
당진화력 9(화재)	2016년 7월	1,020
태안 IGCC	2016년 7월	380
여수화력 1	2016년 8월	350
당진화력 10	2016년 10월	1,020
삼척그린파워 2	2016년 10월	1,022
북평화력 2	2016년 10월	595
태안화력 9	2016년 12월	1,050
태안화력 10	2016년 12월	1,050

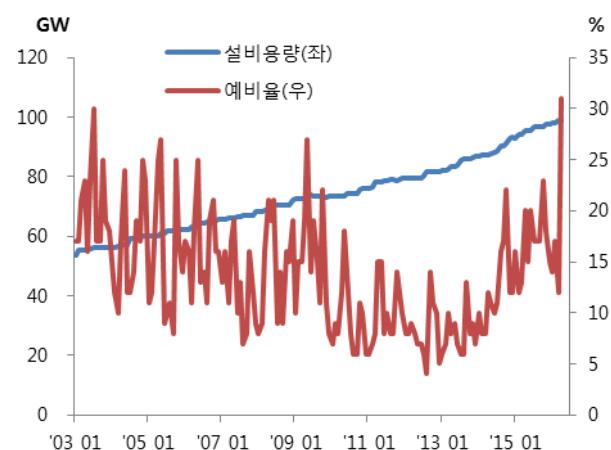
자료: 전력거래소

기저발전 설비 용량 추이, 향후 1년간 신규 기저 급증 예정



자료: 한국전력, 전력거래소

전력예비율도 높은 수준, 노후설비 폐쇄 영향 제한적



자료: 전력거래소

노후 설비 폐쇄, 투자보수에 미칠 영향 제한적

40년 이상 가동설비의 용량은 625MW, 30년 이상 가동설비의 설비용량은 3,695MW이다. 노후 설비의 가동 중단이 진행될 경우 구입전력비용 증가 혹은 연료비용 상승이 있을 수 있으나 2016년 하반기 이후 신규 가동이 예상되는 기저발전 설비 용량 10,504GW으로 그 영향을 제한적일 것을 판단한다.

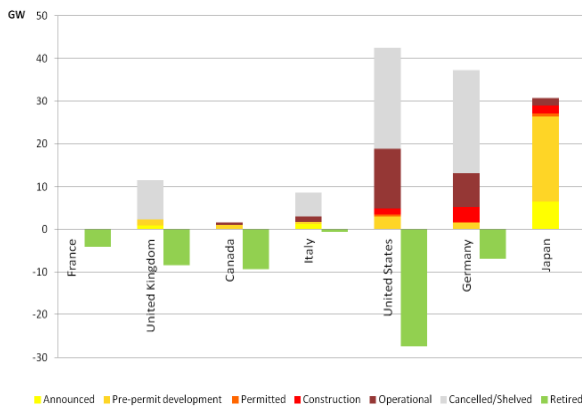
또한 전력 예비율도 높은 수준이 유지되고 있어, 노후설비 폐쇄가 고가의 가스발전 증가로 이어질 가능성은 낮은 것으로 예상된다.

적정투자보수 측면에서도 노후설비들은 감가상각 종료되었을 것으로 추정, 설비가동 중단에 따른 적정투자보수의 변화도 제한적일 것으로 판단한다.

오히려 신규 설비가 서비스 시작과 함께 요금기저에 포함될 경우, 적정투자보수는 크게 증가할 것으로 예상된다.

신규 석탄발전 설비에 민간자본이 포함되어 있긴 하나, 하반기 준공이 예상되는 발전 설비의 공사비용은 약 18조원 수준. 이와 관련된 신규 송전 설비까지 포함될 경우 큰 폭의 요금기저 증가가 예상, 요금기저와 적정투자보수는 2017년 크게 증가할 것으로 전망된다.

2015년 G7정상회담, Coal Phase Out 합의, 영향 미칠 것 신규 설비 총 공사액 약 18조원, 요금기저 확대 예상



자료: Oxfam

	용량(MW)	공사비(억원)
신고리 3	1,400	32,406
삼척그린파워 1	1,022	17,485
북평화력 1	595	10,170
신보령화력 1	1,000	13,954
당진화력 9(화재)	1,020	13,223
태안 IGCC	380	13,672
여수화력 1	350	6,465
당진화력 10	1,020	13,223
삼척그린파워 2	1,022	17,485
북평화력 2	595	10,170
태안화력 9	1,050	16,750
태안화력 10	1,050	16,750

자료: 전력거래소

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	601,772	638,387	651,155
매출원가	497,630	454,577	454,132	488,366	498,133
매출총이익	77,119	135,000	147,640	150,021	153,021
판매비및일반관리비	19,244	21,533	21,978	23,315	23,782
영업이익(보고)	57,876	113,467	125,662	126,706	129,240
영업이익(핵심)	57,876	113,467	125,662	126,706	129,240
영업외손익	-15,583	73,091	-29,628	-24,374	-27,762
이자수익	1,915	2,416	2,466	1,181	1,205
배당금수익	142	141	144	69	70
외환이익	2,781	2,395	2,000	2,000	0
이자비용	23,516	20,157	31,500	33,000	33,500
외환손실	5,501	9,477	8,862	1,000	0
관계기업지분손익	2,750	2,074	2,000	2,000	0
투자및기타자산처분손익	1,310	85,614	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	474	6,043	0	0	0
기타	4,063	4,041	4,125	4,376	4,463
법인세차감전이익	42,293	186,558	96,034	102,332	101,478
법인세비용	14,303	52,394	24,009	24,764	24,558
유효법인세율 (%)	33.8%	28.1%	25.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	27,990	134,164	72,025	77,567	76,920
지배주주지분순이익(억원)	26,869	132,891	71,341	76,832	76,191
EBITDA	136,610	196,881	209,020	210,011	212,498
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	155,382	160,873	160,178
수정당기순이익	26,809	68,248	72,025	77,567	76,920
증감율(% YoY)					
매출액	6.4	2.6	2.1	6.1	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	10.7	0.8	2.0
영업이익(핵심)	281.0	96.1	10.7	0.8	2.0
EBITDA	53.3	44.1	6.2	0.5	1.2
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-46.3	7.7	-0.8
EPS	4,377.3	394.6	-46.3	7.7	-0.8
수정순이익	4,311.4	154.6	5.5	7.7	-0.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	157,594	174,744	166,707
당기순이익	27,990	134,164	72,025	77,567	76,920
감가상각비	77,970	82,691	82,691	82,691	82,691
무형자산상각비	764	723	666	615	567
외환손익	3,517	6,172	6,862	-1,000	0
자산처분손익	4,481	90,075	0	0	0
지분법손익	0	0	-2,000	-2,000	0
영업활동자산부채 증감	-14,286	-24,397	4,352	16,014	6,597
기타	19,550	-121,144	-7,003	856	-69
투자활동현금흐름	-144,132	-96,593	-150,442	-109,486	-165,014
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-1,817	46,703	-859
유형자산의 처분	1,113	98,438	0	0	0
유형자산의 취득	-145,475	-140,499	-147,524	-154,900	-162,645
무형자산의 처분	-668	-875	0	0	0
기타	-367	-2,602	-1,101	-1,289	-1,509
재무활동현금흐름	19,852	-52,066	-11,769	6,359	-5,010
단기차입금의 증가	594	-654	0	0	0
장기차입금의 증가	13,318	-48,923	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,034	-4,263	-19,901	-13,481	-13,481
기타	7,974	1,774	8,132	19,841	8,471
현금및현금성자산의순증가	-4,360	19,868	-4,617	71,617	-3,317
기초현금및현금성자산	22,323	17,963	37,831	33,213	104,830
기말현금및현금성자산	17,963	37,831	33,213	104,830	101,513
Gross Cash Flow	134,272	192,681	153,241	158,729	160,110
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	34,431	40,463	25,174

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	219,409	240,585	239,983
현금및현금성자산	17,963	37,831	33,213	104,830	101,513
유동금융자산	1,847	53,477	54,583	5,745	5,860
매출채권및유동채권	79,712	77,328	78,927	85,118	86,821
재고자산	45,375	49,464	50,487	42,559	43,410
기타유동비금융자산	23,302	2,154	2,198	2,332	2,379
비유동자산	1,468,884	1,532,320	1,600,639	1,678,402	1,760,321
장기매출채권및기타비유동채권	9,574	9,670	9,870	10,470	10,680
투자자산	87,444	94,007	96,859	101,137	101,950
유형자산	1,358,125	1,413,614	1,478,446	1,550,655	1,630,609
무형자산	8,236	8,584	7,918	7,303	6,737
기타비유동자산	5,505	6,446	7,547	8,836	10,345
자산총계	1,637,083	1,752,574	1,820,048	1,918,987	2,000,304
유동부채	216,001	227,108	233,612	246,474	255,131
매입채무및기타유동채무	116,400	98,046	100,074	106,163	108,286
단기차입금	7,682	7,206	7,206	7,206	7,206
유동성장기차입금	64,469	72,442	72,442	72,442	72,442
기타유동부채	27,450	49,414	53,890	60,663	67,197
비유동부채	872,832	846,040	854,888	876,879	886,099
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	35,332	37,482	38,231
사채및장기차입금	563,796	514,491	514,491	514,491	514,491
기타비유동부채	273,315	296,934	305,066	324,906	333,377
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,088,500	1,123,352	1,141,230
자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
주식발행초과금	8,438	8,438	8,438	8,438	8,438
이익잉여금	353,036	481,872	533,696	597,293	660,238
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배주주지분자본총계	536,013	666,345	718,168	781,765	844,710
비지배주주지분자본총계	12,237	13,080	13,380	13,869	14,364
자본총계	548,250	679,425	731,548	795,634	859,074
순차입금	616,137	502,831	506,342	483,563	486,765
총차입금	635,947	594,138	594,138	594,138	594,138

투자지표

(단위: 원, %, %)

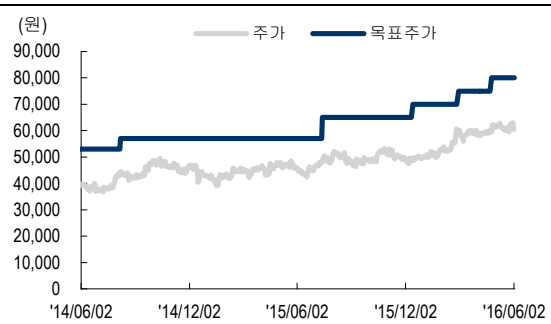
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	11,113	11,968	11,868
BPS	83,496	103,798	111,870	121,777	131,582
주당EBITDA	21,280	30,669	32,559	32,714	33,101
CFPS	16,625	33,892	24,204	25,060	24,951
DPS	500	3,100	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	4.5	4.2	4.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	4.0	3.8	3.8
PCFR	2.6	1.5	2.1	2.0	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	20.9	19.8	19.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	20.9	19.8	19.8
EBITDA margin	23.8	33.4	34.7	32.9	32.6
순이익률	4.9	22.8	12.0	12.2	11.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	10.2	10.2	9.3
투자자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	6.7	6.5	6.4
안정성(%)					
부채비율	198.6	157.9	148.8	141.2	132.8
순차입금비율	112.4	74.0	69.2	60.8	56.7
이자보상배율(배)	2.5	5.6	4.0	3.8	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	7.7	7.8	7.6
재고자산회전율	13.0	12.4	12.0	13.7	15.1
매입채무회전율	5.4	5.5	6.1	6.2	6.1

- 당사는 6월 1일 현재 '한국전력' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2014/07/10	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/07/31	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/08/10	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/08/18	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/09/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/09/22	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/10/20	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/11/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/11/30	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/12/17	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/01/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/01/15	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/02/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/04/02	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/04/20	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/05/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/06/09	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/06/29	Buy(Maintain)	57,000원
	2015/07/14	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/08/06	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/09/14	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/10/19	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/10/22	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/11/06	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/11/23	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	65,000원
	2015/12/14	Buy(Maintain)	70,000원
	2016/01/19	Buy(Maintain)	70,000원
	2016/02/05	Buy(Maintain)	70,000원
	2016/02/29	Buy(Maintain)	75,000원
	2016/03/30	Buy(Maintain)	75,000원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	75,000원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/05/10	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/05/12	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/05/23	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/05/30	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/06/02	Buy(Maintain)	80,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%