



Buy(Maintain)

목표주가: 61,000원
주가(2/6): 41,350원

시가총액: 265,452억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/6)		2,077.66pt
시가총액		265,452억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,000원	41,350원
당락률	-34.37%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-6.3%	-7.6%
6M	-32.3%	-34.3%
1Y	-20.9%	-27.0%

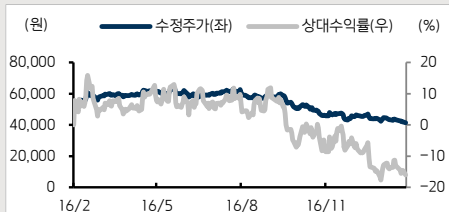
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,433천주
외국인 지분율	31.40%
배당수익률(16E)	4.20%
BPS(16E)	112,033원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016P	2017E
매출액	574,749	589,577	601,904	617,477
보고영업이익	57,876	113,467	120,016	127,311
핵심영업이익	57,876	113,467	120,016	127,311
EBITDA	136,610	196,881	203,374	210,616
세전이익	42,293	186,558	107,057	116,547
순이익	27,990	134,164	73,080	82,516
지배주주지분순이익	26,869	132,891	72,387	81,733
EPS(원)	4,185	20,701	11,276	12,732
증감률(%YoY)	4,377.3	394.6	-45.5	12.9
PER(배)	10.2	2.4	4.4	3.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.6	4.2	4.1	3.9
보고영업이익률(%)	10.1	19.2	19.9	20.6
핵심영업이익률(%)	10.1	19.2	19.9	20.6
ROE(%)	5.3	21.9	10.4	10.8
순부채비율(%)	112.4	74.0	69.0	60.8

Price Trend



실적 리뷰

한국전력 (015760)

연료비용 증가 등으로 시장 기대치 크게 하회



전력소비가 YoY 3.6% 증가했음에도 불구하고 기저발전 가동을 하락에 따른 연료 비용 및 전력구입비 증가 등으로 실적이 크게 악화되었습니다. 석탄과 원전 가동율 상승에 따라 점진적인 실적 개선세를 보일 것으로 예상됩니다. 요금인하 이후 실적 쇼크 및 국제에너지 가격 상승 움직임은 전력구입비 연동제 도입에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상합니다.

>>> 연료비용 및 기타영업비용 증가로 실적 둔화

4분기 전력판매량이 전년 동기대비 YoY 3.6% 증가하였음에도 불구하고 연료비용과 일회성비용 증가 등으로 인해 시장 기대치 및 당사 추정치를 크게 하회하였다. 4분기 실적은 매출 15.3조(QoQ -4.1%, YoY 4.0%), 영업이익 1.3조원(QoQ -71.3%, YoY -52.7%), 순이익 4,392억원(QoQ -85.1%, YoY -72.1%)으로 전년동기 대비 크게 둔화되었다.

실적 악화 증가 배경은 요금인하 외 기저발전 가동을 하락에 기인한다. 4분기 원전 가동율은 65.9% 전년동기 88.3% 대비 크게 하락하였고 석탄발전 역시 80.5%로 -5.3%p 하락하였다. 기저발전 가동을 저하에 따라 연료비용 및 구입 전력비 증가가 발생했다. 기타영업비용은 일회성 비용과 UAE관련 비용 등으로 전년 동기 대비 7,867억원 증가하였다.

요금인하로 12월 주택용 평균 판가는 117.02원/kWh, 교육용은 107.96원/kWh로 전년대비 각각 -6.5%, -3.8% 하락하였다. 배당은 정부와 협의 중이며 지난해 수준의 배당 성향이 유지될 것으로 예상된다.

>>> 점진적 실적 개선 전망, 향후 제도변화가 변수

향후 점진적 실적 개선이 예상된다. 12월 월성 1, 4호기 재가동 및 신고리 3호기 상업운전으로 발전믹스 개선이 예상된다. 국제 유엔탄 및 LNG 스팟 가격이 하락세를 보이고 있으며 2분기 전후 영향을 줄 전망이다. 연간 발전비중은 원전 41%, 석탄 53%로 각각 3.8%p, 5.4%p 개선될 것으로 보인다.

내부보다는 환율 등 외부 요인의 영향이 더 클 것으로 전망한다.

누진제 개편 이후 실적 쇼크와 국제 에너지 가격 상승 움직임은 정부가 검토 중인 전기구입비 연동제 도입에 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단한다. 발전믹스 변화까지 반영할 수 있는 전력구입비 연동제 도입 시 실적 안정성 및 밸류에이션에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다.

주가 변동을 반영, 목표주가를 61,000원 (PB x0.54)으로 하향하나 투자의견은 유지한다. 환경규제 등 일부 불확실성이 남아있는 상황이나 정부가 추진 중인 자회사 상장, 공공기관 개혁, 전력시장 개방, 전력구입비 연동제 도입 움직임이 전력개혁 연장선상에 있다고 판단한다. 동사 실적 개선 및センチ멘탈에 긍정적 변화를 불러올 것으로 보이기 때문이다.

한국전력 4분기 영업이익 1.2조원 악화, 기저발전 가동율 저하에 따른 연료비용 및 전력구입비용 증가 (단위 억원, GWh)

	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4QP	QoQ	YoY	16. 4QE	컨센
매출액	151,239	136,718	154,700	146,921	156,853	132,754	159,435	152,862	-4.1%	4.0%	148,198	148,358
전기판매량 (GWh)	128,144	116,314	121,058	118,138	130,466	118,027	126,206	122,340	-3.1%	3.6%	121,645	
연료비	46,317	33,514	37,592	34,162	37,110	28,507	35,084	39,968	13.9%	17.0%	42,505	
구입전력비	36,599	25,265	24,056	28,360	30,987	21,421	24,153	30,996	28.3%	9.3%	27,477	
영업손익	22,399	20,880	43,401	26,788	36,053	27,045	44,242	12,676	-71.3%	-52.7%	23,138	23,973
세전이익	20,583	17,335	124,743	23,866	35,085	24,045	41,201	6,726	-83.7%	-71.8%	18,761	
연결순손익	12,231	13,419	92,764	15,725	21,628	17,678	29,382	4,392	-85.1%	-72.1%	14,071	14,387

자료: 한국전력, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	601,904	617,477	629,827
매출원가	497,630	454,577	459,905	467,615	481,817
매출총이익	77,119	135,000	141,999	149,862	148,009
판매비및일반관리비	19,244	21,533	21,983	22,552	23,003
영업이익(보고)	57,876	113,467	120,016	127,311	125,007
영업이익(핵심)	57,876	113,467	120,016	127,311	125,007
영업외손익	-15,583	73,091	-12,958	-10,763	-11,450
이자수익	1,915	2,416	2,466	1,143	1,166
배당금수익	142	141	144	67	68
외환이익	2,781	2,395	0	2,000	0
이자비용	23,516	20,157	18,000	20,000	20,000
외환손실	5,501	9,477	5,125	2,000	0
관계기업지분손익	2,750	2,074	2,000	2,000	2,000
투자및기타자산처분손익	1,310	85,614	200	200	200
금융상품평가및기타금융이익	474	6,043	1,231	1,595	800
기타	4,063	4,041	4,126	4,232	4,317
법인세차감전이익	42,293	186,558	107,057	116,547	113,557
법인세비용	14,303	52,394	33,977	34,032	33,159
유호법인세율 (%)	33.8%	28.1%	31.7%	29.2%	29.2%
당기순이익	27,990	134,164	73,080	82,516	80,398
지배주주지분순이익(억원)	26,869	132,891	72,387	81,733	79,636
EBITDA	136,610	196,881	203,374	210,616	208,264
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	156,438	165,821	163,656
수정당기순이익	26,809	68,248	72,103	81,245	79,690
증감율(% YoY)					
매출액	6.4	2.6	2.1	2.6	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	5.8	6.1	-1.8
영업이익(핵심)	281.0	96.1	5.8	6.1	-1.8
EBITDA	53.3	44.1	3.3	3.6	-1.1
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-45.5	12.9	-2.6
EPS	4,377.3	394.6	-45.5	12.9	-2.6
수정순이익	4,311.4	154.6	5.6	12.7	-1.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	158,455	178,189	167,961
당기순이익	27,990	134,164	73,080	82,516	80,398
감가상각비	77,970	82,691	82,691	82,691	82,691
무형자산상각비	764	723	666	615	567
외환손익	3,517	6,172	5,125	0	0
자산처분손익	4,481	90,075	-200	-200	-200
지분법손익	0	0	-2,000	-2,000	-2,000
영업활동자산부채 증감	-14,286	-24,397	4,358	14,712	6,572
기타	19,550	-121,144	-5,266	-144	-67
투자활동현금흐름	-144,132	-96,593	-150,262	-107,859	-164,785
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-1,837	48,130	-831
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	-901	-1,089	-1,309
재무활동현금흐름	19,852	-52,066	-11,706	-3,704	-5,210
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	8,195	9,777	8,271
현금및현금성자산의순증가	-4,360	19,868	-3,512	66,626	-2,034
기초현금및현금성자산	22,323	17,963	37,831	34,318	100,944
기말현금및현금성자산	17,963	37,831	34,318	100,944	98,910
Gross Cash Flow	134,272	192,681	154,097	163,478	161,390
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	22,118	33,253	15,689

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	220,555	232,253	232,845
현금및현금성자산	17,963	37,831	34,318	100,944	98,910
유동금융자산	1,847	53,477	54,595	5,557	5,668
매출채권및유동채권	79,712	77,328	78,944	82,330	83,977
재고자산	45,375	49,464	50,498	41,165	41,988
기타유동비금융자산	23,302	2,154	2,199	2,256	2,301
비유동자산	1,468,884	1,532,320	1,600,649	1,676,840	1,760,725
장기매출채권및기타비유동채권	9,574	9,670	9,872	10,127	10,330
투자자산	87,444	94,007	96,866	99,918	102,704
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	1,821,204	1,909,092	1,993,570
유동부채	216,001	227,108	233,641	241,804	250,368
매입채무및기타유동채무	116,400	98,046	100,096	102,686	104,740
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	53,897	59,470	65,980
비유동부채	872,832	846,040	854,959	865,650	874,646
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	35,340	36,254	36,979
사채및장기차입금	563,796	514,491	514,491	514,491	514,491
기타비유동부채	273,315	296,934	305,129	314,906	323,177
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,088,600	1,107,454	1,125,014
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	534,742	603,240	669,629
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배주주지분자본총계	536,013	666,345	719,214	787,712	854,101
비지배주주지분자본총계	12,237	13,080	13,390	13,926	14,455
자본총계	548,250	679,425	732,604	801,638	868,555
순차입금	616,137	502,831	505,225	487,637	489,560
총차입금	635,947	594,138	594,138	594,138	594,138

투자지표

(단위: 원, %, %)

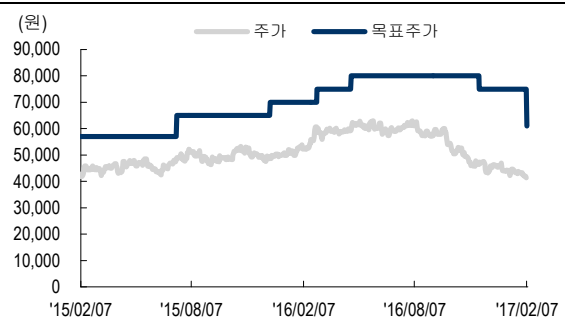
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	11,276	12,732	12,405
BPS	83,496	103,798	112,033	122,703	133,045
주당EBITDA	21,280	30,669	31,680	32,808	32,442
CFPS	16,625	33,892	24,369	25,830	25,493
DPS	500	3,100	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	4.4	3.9	4.0
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	4.1	3.9	3.9
PCFR	2.6	1.5	2.1	1.9	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	19.9	20.6	19.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	19.9	20.6	19.8
EBITDA margin	23.8	33.4	33.8	34.1	33.1
순이익률	4.9	22.8	12.1	13.4	12.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	10.4	10.8	9.6
투자자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	5.8	6.1	5.8
안정성(%)					
부채비율	198.6	157.9	148.6	138.1	129.5
순차입금비율	112.4	74.0	69.0	60.8	56.4
이자보상배율(배)	2.5	5.6	6.7	6.4	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	7.7	7.7	7.6
재고자산회전율	13.0	12.4	12.0	13.5	15.1
매입채무회전율	5.4	5.5	6.1	6.1	6.1

- 당사는 2월 6일 현재 '한국전력' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

투자 의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국전력(015760)	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
	2016/02/5	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
	2016/5/12	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/5/23	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/5/30	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/6/2	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/6/15	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/7/7	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/7/11	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/8/5	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/8/29	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/8/29	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/10/17	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/11/4	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/11/21	Buy(Maintain)	75,000원
	2016/12/9	Buy(Maintain)	75,000원
	2017/1/11	Buy(Maintain)	75,000원
	2017/2/7	Buy(Maintain)	61,000원

목표주가 추이



투자 의견 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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%