

한국전력 (015760)

BUY(Maintain)

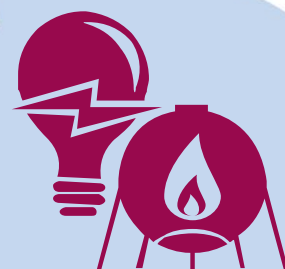
주가(4/18) 59,000원
목표주가 75,000원

2016. 4. 19

가랑비에 옷 젖는다

1년간 동사 주가 추이는 해외 피어들과 유사한 패턴을 보였다. 다만 30% 상승하며 밸류에이션이 축소되고 있다. 수익성 개선에 대한 결과로 판단한다. 추가적인 수익성 개선이 예상되며, 지난해와 같은 주가 흐름이 예상된다.

대외적으로는 G7 국가들의 석탄발전 축소 움직임이 국내 전력정책에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 중장기 관점에서 여전히 비중확대의 시기로 판단한다.



유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764

sangku@kiwoom.com

키움증권

한국전력 (015760)



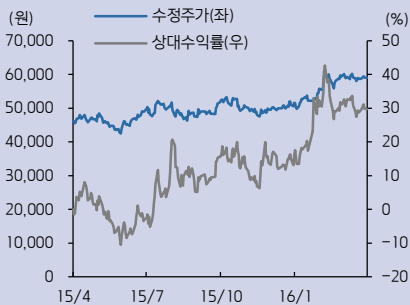
Stock Data

KOSPI (4/18)	2,009.10pt		
시가총액(억원)	378,759억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	60,600원	42,450원	
최고/최저가 대비 등락율	-2.64%	38.99%	
수익률	절대	상대	
	1M	-1.0%	-1.8%
	6M	14.8%	16.0%
	1Y	24.1%	32.4%

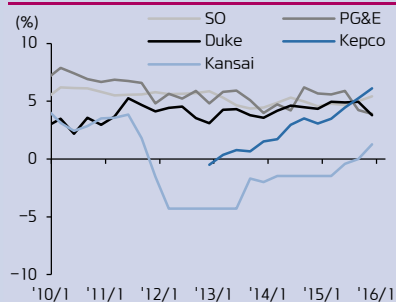
Company Data

발행주식수(천주)	641,964천주	
일평균 거래량(3M)	1,109천주	
외국인 지분율	32.67%	
배당수익률(16.E)	6.20%	
BPS(16.E)	111,870원	
주요 주주	한국정책금융공사(외 1인)	51.1%

Price Trend



글로벌 피어를 상회하는 수익성 회복



Contents

I. INVESTMENT SUMMARY 3

- > 가랑비에 옷 젖는다 3
- > Post 화석연료 시대 준비 3
- > 발전믹스의 변화, 석탄발전 Peak 3
- > 석탄발전 정점과 전력시장의 변화 4

II. 가랑비에 옷 젖는다 5

- > 수익성 개선 지속 및 밸류에이션 회복 전망 6
- > 우호적인 에너지 가격과 발전믹스 개선 7
- > 공기업 정상화와 적정투자보수 8

III. POST 화석연료 시대 혹은
징검다리, 분산형 9

- > 주요국의 석탄발전 감소 추이와 폐쇄 계획 11
- > 분산형 전원 확대 14

IV. 발전믹스의 변화, 석탄발전 PEAK 15

- > 국내 석탄 발전의 현황 및 전망 15

V. 석탄발전 정점과 전력시장의 변화 19

- > 당사는 4월 18일 현재 '한국전력(015760)' 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.

I. Investment Summary

낮은 에너지 가격으로 인한 실적 개선으로 동사 수익성은 해외 피어그룹을 상회하는 수준에 이름. 그럼에도 불구하고 유가 변동과 정부 규제 리스크에 대한 불안감에서 완전히 벗어나지 못하고 있다.

최근 유가 변동성 확대와 총선 이후 정책변화, 요금조정 가능성 등 단기 현안에서 벗어나 한 발자국 앞서 살펴보는 접근도 장기 운용관점에서 유익할 것으로 판단한다.

지난해 COP21에 이어서 올해 5월 G7정상회담, 내년 초 설정될 8차 전력수급기본계획, 좀 더 나가 3차 국가에너지기본계획 등 에너지 정책, 특히 전력믹스와 전력정책의 변화가 동사에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다.

이러한 변화는 국내뿐 아니라 모든 국가가 당면한 문제로 대부분의 국가에서 매우 비슷한 양상으로 진행될 가능성이 높다. 전력설비의 수명이 매우 길고 정책준비 과정이 유사하기 때문이다. 특히 기후변화 체제 강화로 인해 외국의 정책 변화도 국내에 영향을 미칠 것으로 본다.

결론적으로 우리는 중장기 관점에서 여전히 상승 여력이 크다고 판단하며, 상당기간 많은 변화가 불가피할 것으로 예상한다. 조정 시 비중 확대의 기회로 삼을 것으로 권고한다.

>>> 가랑비에 옷 젖는다

지난 1년간 동사 주가 흐름은 해외 피어와 유사한 등락 패턴을 보이고 있다. 다만 수익성 개선이 주가에 반영, 1년간 약 30%의 상승세를 보이고 있다. 주가상승에도 불구하고 여전히 해외 피어 대비 저평가 상황에 머물고 있다고 판단한다. 올해 수익성 개선이 진행될 가능성이 높아 보이며 지난해와 같은 주가 흐름이 반복될 개연성이 높은 상황으로 판단한다.

>>> Post 화석연료 시대 준비

올 5월 G7 정상회의에서 석탄발전 축소 움직임이 강화될 것으로 예상된다. 일본을 제외한 나머지 국가의 석탄발전 축소는 이미 시작되었고 이번 정상회의에서 일본에 대한 압박이 강화될 것으로 예상된다. 주요 선진국의 석탄발전 축소 움직임은 내년 제8차 전력수급계획에 직접적인 영향을 미칠 가능성이 높은 상황으로 판단한다.

>>> 발전믹스의 변화, 석탄발전 Peak

Post 화석연료 시대는 석탄발전축소에서 시작될 것으로 예상된다. 건설중인 기저발전을 고려, 2020년 전후하여 석탄발전량이 정점에 달할 것으로 예상된다. 소수 대형발전과 대규모 송전 중심의 전력산업은 향후 다수의 참여자, 분산발전, 소규모 전력망으로 전환되고 경쟁과 최적화를 통해 안정된 새로운 전력 생태계로 전환될 것으로 예상된다.

>>> 석탄발전 정점과 전력시장의 변화

정부는 전력 정책 입안자이자 투자자이다. 현재 정부는 한국전력을 통해 발전과 송전부문을 과점하고 있다. 기존 소수 대형 발전소와 대규모 송전 중심의 전력산업에서 분산형 전원으로 전환되고, 석탄발전량이 정점에 달할 경우 정부의 역할 변화도 고민할 시점이다. 머지않은 시일 안에 석탄발전 축소에 대한 계획을 수립할 단계이다.

전력시장의 변화가 시작될 경우, 자회사의 발전량이 정점인 시기를 전후하여 민간 자본 참여 확대가 진행될 것으로 전망한다. 민간 자본 참여가 확대되면 발전자회사 수익금 배당 가능성이 높아질 것으로 예상한다. G7 정상회의 등 해외 석탄발전 규제 역시 국내 정책 수립에 영향을 미칠 것으로 분석하며, 해외 움직임을 면밀히 살펴야 할 시점으로 판단한다.

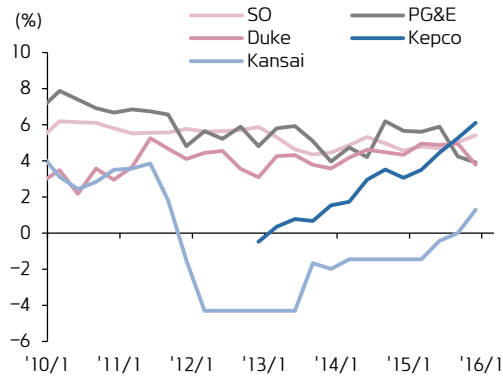
II. 가랑비에 옷 젖는다

동사의 수익성은 크게 개선되어 해외 피어 그룹의 수익성을 상회하는 수준에 이르렀다.

적정투자보수와 내용상으로 유사한 지표인 12개월 투자자본 대비 영업이익률은 2015년 기준 6.1%로 서던 5.4%, PG&E 3.9%를 상회하고 있다.

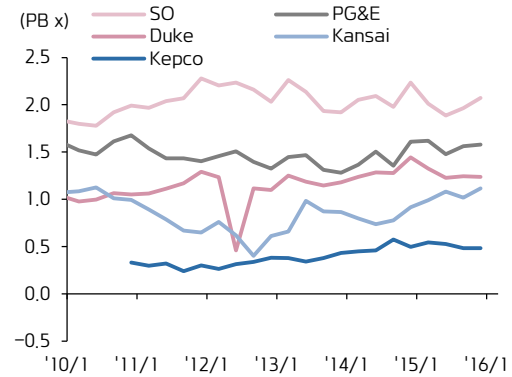
수익성 개선과 함께 밸류에이션 개선이 진행되고 있으나 여전히 해외 피어 그룹에 비하면 낮은 수준에 머물고 있다. 여전히 정부 규제에 대한 리스크를 경계하고 있음으로 판단한다.

한전 수익성 개선으로 해외 피어 그룹 대비 상회



자료: 블룸버그, 기움증권

주가 상승불구, 밸류에이션은 여전히 저평가



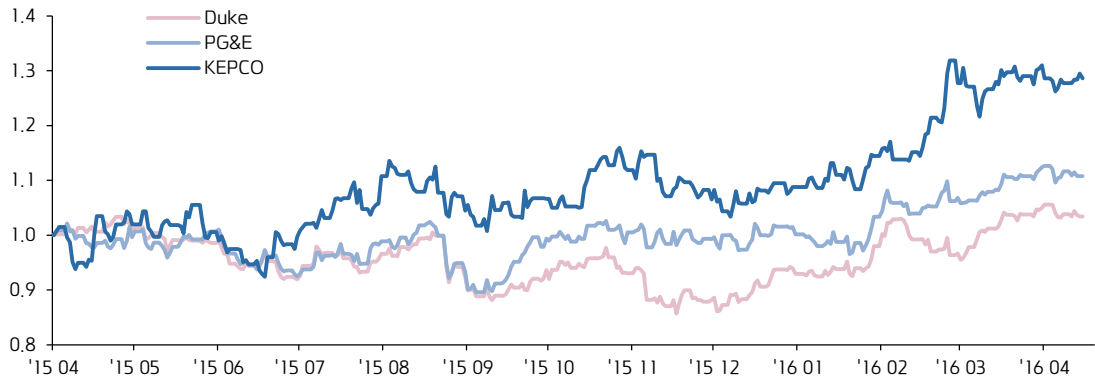
자료: 블룸버그, 기움증권

한국과 일본을 제외한 해외 피어는 안정적인 수익률 추이를 보이고 있어 전력시장이 적정투자보수에 의해 정상적으로 운영되고 있다고 판단한다. 일본은 규제보다는 대지진 이후 원전 축소의 영향이 여전히 수익성에 영향을 미치고 있는 것으로 보이며, 한국은 정상 회귀과정으로 판단한다.

지난 1년간 글로벌 유틸리티 업체의 주가를 살펴보면 동사와 피어간의 차이가 확인된다.

해외 피어의 주가는 대략 3~10%상승한 반면 동사의 주가는 30% 상승하였다. 수익성 개선이 밸류에이션에 반영되고 있다고 판단한다. 올해 동사 수익성이 개선, 혹은 피어그룹의 수익성을 상회하는 수준으로 유지될 경우 추가적인 상승 가능성이 높다고 판단한다.

1년간 유틸리티 기업 주가 추이, 유사한 등락 진행, 동사 1년간 30% 상승, 밸류에이션 회복 진행 중



자료: 블룸버그, 기움증권

>>> 수익성 개선 지속 및 밸류에이션 회복 전망

우리는 동사 수익성이 당분간 적정투자보수를 상회할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

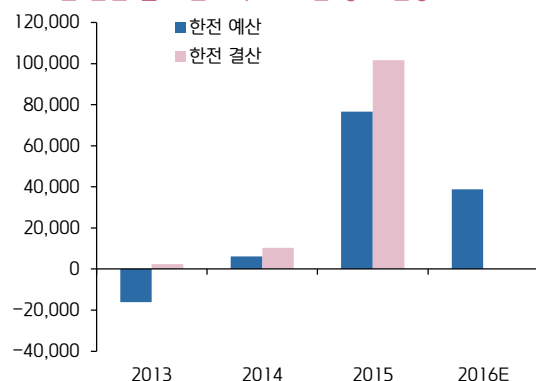
수익성 개선이 지속될 경우 지난해와 같이 밸류에이션 개선도 지속될 가능성이 높다. 여전히 해외 피어 대비 저평가 상태이기 때문이다.

동사 및 발전자회사는 지난해보다 순이익이 증가하는 예산계획을 제시하고 있다. 보수적인 계획을 수립하는 공기업 특성과 과거 수익이 예산 계획을 상회했다는 점에서 올해도 계획을 상회하는 순이익이 예상된다.

동사 2016년 예산계획상 순이익은 3.9조원이다(별도기준, 송배전 요금기저 투자보수에 해당, 발전부문 요금기저도 송배전 요금기저 규모와 유사, 이론상 발전부문을 포함한 연결기준 순익은 약 2배가 되어야 함). 지난해 예산계획 7.6조원 중 토지매각 수익이 반영된 점을 감안하면 순수 영업 수익은 증가할 것으로 계획하는 것으로 판단된다.

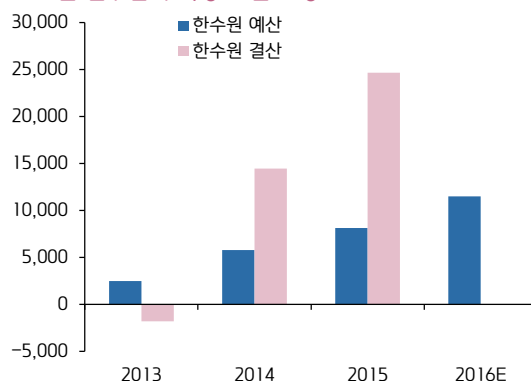
한수원도 지난해 0.8조원에서 올해 1.1조원으로 증가하는 계획을 제출하였고 대부분의 발전자회사 수익이 증가하는 계획이 확인되어, 전체적인 영업실적은 2015년을 상회할 것으로 전망된다.

2016년 한전 별도 순이익 3.9조원 상회 전망



자료: 한국전력, 키움증권

2016년 한수원 수익성 개선 예상



자료: 한수원, 키움증권

특히 동사는 국내에서 가장 규모가 큰 공기업이라는 점에서 예산안이 갖는 의미는 다른 기업들의 예산안과 사뭇 다르다. 정부와 어느 정도 교감이 반영되어 있고 향후 요금 조정 등까지 반영된 계획이라고 판단된다. 적어도 수익 증가 방향성에 대해서는 정부와의 교감이 반영되었을 가능성이 높다.

특히 공기업 정상화를 주관하고 있는 기재부 계획과도 연관되어 있는 계획으로 판단한다.

2016년 예산 계획상 수익성 개선될 가능성 높은 것으로 전망

예산

		2013	2014	2015	2016E
한전	매출	526,560	606,067	701,478	619,867
	순이익	-16,173	6,192	76,533	38,818
한수원	매출	82,941	91,131	99,839	112,078
	순이익	2,486	5,774	8,117	11,492
남동	매출		47,238	49,366	48,736
	순이익		200	400	1,000
중부	매출	55,596	56,891	38,909	37,736
	순이익	116	157	406	806
서부	매출	53,348	56,876	42,474	39,105
	순이익	70	140	140	722
남부	매출	64,305	59,045		36,758
	순이익	103	110		
동서	매출	48,965		39,866	
	순이익	451		304	
발전자회사 소계	매출	305,155	311,181	270,454	
	순이익	3,226	6,381	9,366	14,020
한전 전체 단순합	순이익	-12,947	12,572	85,899	52,838
연결 한전 실적	순이익				

자료: 각사, 키움증권

결산

	2013	2014	2015
한전	536,924	573,344	585,404
	2,383	10,399	101,657
한수원	63,783	93,796	106,424
	-1,802	14,461	24,652
남동	41,572	44,694	49,617
	1,160	3,832	6,012
중부	56,586	50,417	39,274
	408	1,105	2,262
서부	57,624	48,400	42,145
	1,068	1,517	2,946
남부	71,206	62,095	43,180
	1,027	685	2,248
동서	53,683	45,070	40,477
	270	1,685	4,549
발전자회사 소계	344,454	344,472	321,117
	2,132	23,285	42,670
한전 전체 단순합	4,515	33,684	144,327
연결 한전 실적	1,743	27,990	134,139

>>> 우호적인 에너지 가격과 발전믹스 개선

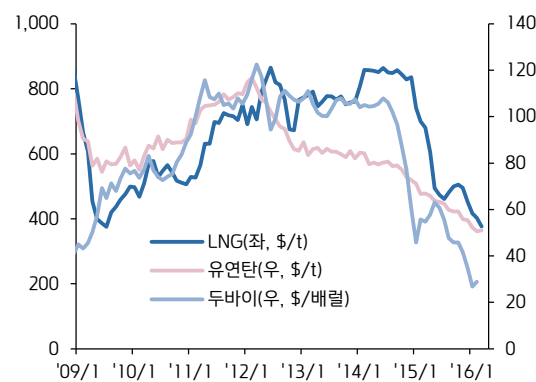
상반기까지 연료비 감소추이가 지속될 것으로 예상된다.

최근 유가 반등 움직임이 있으나 유가에 후행하는 LNG가격이 2~3개월 추가 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 3월 LNG 도입가격은 376\$/톤으로 MoM -6.6%, YoY -44.7%하락하여 동사 연료비 부담이 감소할 것으로 기대된다.

발전용 가스소비 감소추이도 지속될 것으로 보여 이 역시 연료비 부담을 축소시킬 전망이다. 발전용 천연가스 소비 감소는 낮은 전력소비증가와 신규 기저발전 가동에 기인한다. 올해 10~11기의 신규 기저 발전소가 상업운전에 들어갈 것으로 예상됨에 따라 발전용 천연가스 소비감소가 확대될 전망이다.

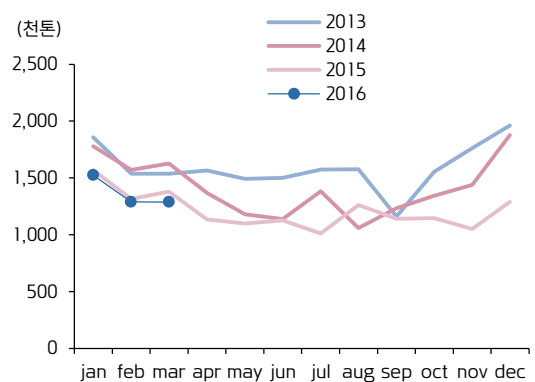
3월 유연탄 수입가격은 50.9\$/톤으로 2월과 유사하나 YoY -23.6%하락하여 이 또한 연료비 부담을 감소시킬 것으로 예상된다.

LNG 유가에 후행, 상반기까지 LNG 약세 전망



자료: 관세청, 키움증권

전력소비 둔화 및 기저발전 확대 발전용 LNG소비 감소



자료: 가스공사, 키움증권

1분기 한국전력 실적은 연료비용 감소와 발전믹스 개선으로 전년 동기 대비 약 1조원 개선될 것으로 예상된다.

한국전력 1분기 영업이익 YoY 1조원 개선 전망 (단위: 억원, GWh)

	14. 1Q	14. 2Q	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1QE	QoQ	YoY	컨센
매출액	147,726	128,893	151,239	136,718	154,700	146,921	158,762	8.1%	5.0%	155,939
전기판매량(GWh)	125,635	114,513	128,144	116,314	121,058	118,138	129,507	9.6%	1.1%	
연료비	61,542	46,182	46,317	33,514	37,592	34,162	35,305	3.3%	-23.8%	
구입전력비	32,808	26,979	36,599	25,265	24,056	28,360	32,505	14.6%	-11.2%	
영업손익	12,271	8,292	22,399	20,880	43,401	26,788	34,563	29.0%	54.3%	33,024
세전이익	9,019	4,285	20,583	17,335	124,743	23,866	26,156	9.6%	27.1%	
연결순손익	5,613	1,915	12,231	13,419	92,764	15,725	19,617	24.8%	60.4%	23,651

자료: 한국전력, 키움증권

>>> 공기업 정상화와 적정투자보수

공기업 재무구조 악화 원인은 인위적인 요금조정으로 인한 적정투자보수의 훼손에 기인한다. 적정투자보수가 정상화되면 재무구조 역시 정상화된다.

장기관점의 적정투자보수가 정상화된다면 외부 지원 없이도 재무구조 정상화가 가능하다.

지난해 적정투자보수를 상회하는 수익을 거두었음에도 불구하고 올해 추가적인 수익성 개선이 용인될 경우, 이는 장기 관점의 적정투자보수 회귀과정으로 해석할 수도 있다.

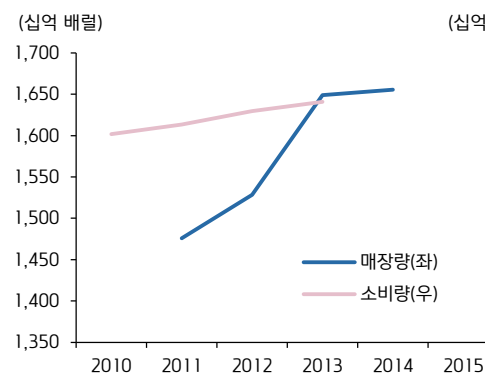
즉 전력당국은 평균적인 수익률 회귀를 위하여 적정투자보수를 상회하는 수익을 용인할 가능성이 높은 상황으로 분석한다.

이는 이후에 살펴볼 석탄발전 정점, 전력시장 구조 변화와도 관련될 수 있다는 점에서 중요한 요인으로 판단된다.

III. Post 화석연료 시대 혹은 징검다리, 분산형

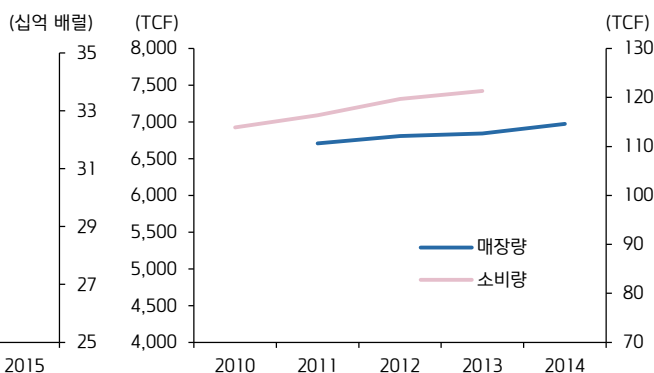
EIA 자료에 따르면 원유 매장량은 1.65조 배럴, 천연가스 매장량은 6,972 TCF로 현재 소비가 지속될 경우 각각 50년, 57년 소비가 가능할 것으로 보인다. 석탄의 경우 9,800억톤으로 약 120년 지속될 수 있는 매장량을 보이고 있다. 기술발전 등에 따라 매장량이 증가할 수 있으나 Post 화석연료를 준비할 시점이 도래한 점은 분명해 보인다.

원유 매장량 1.6조배럴, 약 50년 소비 가능



자료: EIA, 기후증권

천연가스 매장량 6972TCF, 약 57년 소비 가능



자료: EIA, 기후증권

기후변화대응과는 별개로 대부분 수송용 연료로 사용되는 석유의 경우 전기차로 대체될 가능성이 높은 점은 Post 화석연료와 전력정책을 맞닿게 하고 있다.

화석연료 고갈까지 50년이 긴 시간이나 최근 신규 기저발전 설비 설계수명이 40~60년인 점을 고려하면 이제부터 신규 발전 설비 계획 단계에서 반드시 Post 화석연료 대응이 반드시 필요한 상황이다.

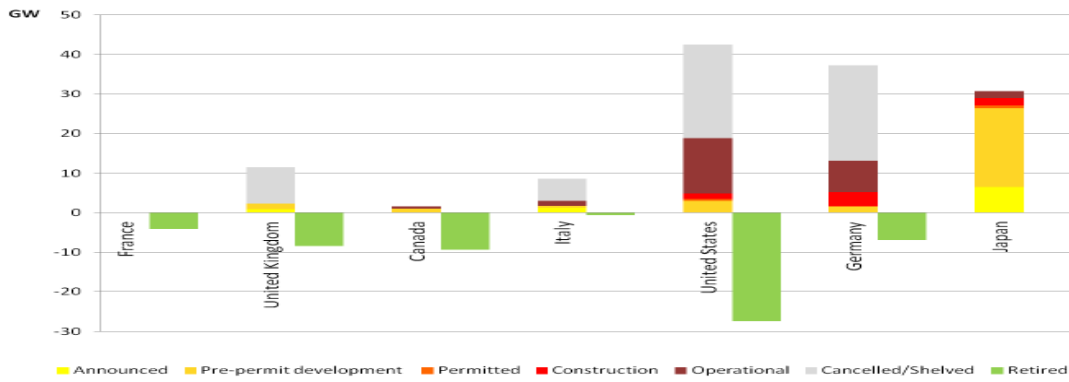
2017년 8차 전력수급기본계획, 늦어도 2019년 제3차 국가에너지기본계획에서는 Post 화석연료 시대의 에너지 정책 혹은 과도기적인 징검다리 에너지 정책 준비가 불가할 것으로 보인다.

이러한 변화는 모든 국가에 동일한 이슈로 우리뿐 아니라 다른 국가에서도 준비가 필요하며 외국 움직임 역시 국내에 영향을 미칠 것으로 보인다.

물론 현재의 에너지 정책을 유지하면서 타국 성공사례를 4~50년 뒤 도입할 수도 있으나 이럴 경우 설계 수명이 도래하지 않은 전력설비의 조기 폐쇄 리스크, 신 에너지 산업에 참여할 기회가 박탈된다는 리스크가 존재한다. 따라서 정부가 에너지 정책 대응을 수십년 미룰 가능성은 낮아 보인다.

지난해 21차 유엔기후변화협약 당사국총회(COP21)에 앞선 G7 정상회의에서 금세기 말까지 화석연료 종식을 합의했다. G7 국가 중 일본을 제외한 6개의 국가는 신규 석탄발전 설비 증설 역제가 필요함에 동의하였다.

G7 국가 석탄발전 계획, 일본을 제외 석탄발전 축소 시작됨



자료: oxfam, 키움증권

해외 언론에 따르면 올해 5월 G7 정상회의에서 일본에 대한 압박이 거세질 전망이다. 특히 중국의 온실가스 감축을 동참시킨 미국의 다음 목표는 일본일 것으로 보인다.

G7 정상회의 이후 이들 국가들의 석탄발전 규제가 강화될 경우 이는 제 8차 전력수급기본계획과 국내 전력정책에 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

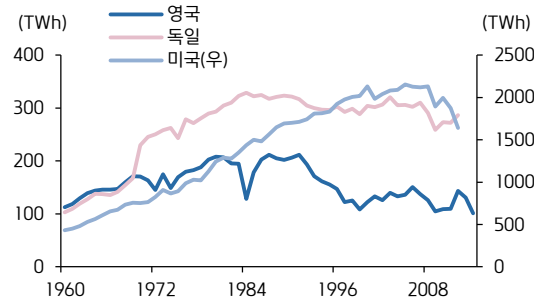
>>> 주요국의 석탄발전 감소 추이와 폐쇄 계획

미국, 영국, 독일 3국은 석탄발전 축소가 진행 중이다.

독일과 영국은 1980년대 초중반 석탄발전량이 정점에 달한 이후 발전량이 감소하고 있다. 2014년 기준 영국 석탄발전량은 101TWh로 정점대비 -52.3%, 2012년 독일의 석탄발전량은 286TWh로 정점 대비 -12.9% 감소하였다.

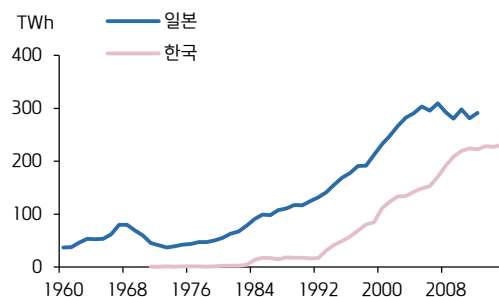
미국 역시 2000년대 후반 이후 석탄 발전량이 빠르게 감소하고 있다. 2012년 미국 석탄발전량은 1,641TWh로 정점대비 -23.8%감소하였다.

영국, 독일, 미국 석탄 발전 감소 진행 중



자료: 블룸버그, 기름중권

한국 일본 석탄발전 감소가 나타나기 이전 상황



자료: 한국전력, 기름중권

석탄발전량 감소세를 보이는 미국, 영국, 독일은 이미 석탄 발전 폐쇄, 축소 계획을 발표하였다.

미국 청정발전계획

미국 2015년 8월 청정발전계획을 발표한다. 2014년 미국 환경보호청이 계획한 2030년 30% 감축계획에서 한걸음 더 나가 2030년까지 발전소 온실가스 배출량을 32%까지 확대 감축하기로 하였다. 각주마다 온실가스 감축 목표치가 제시되었다. 각 주정부는 2016년 9월까지 탄소배출 규정을 환경보호청에 제출해야 한다. 요청이 있을 경우 2년 연장이 가능하다. 일부 주정부 반발 등 난관이 있을 것으로 보이나 감축계획 자체의 변화는 제한적으로 본다.

청정발전계획이 명시적인 석탄발전 폐쇄는 아니지만 현실적으로는 노후화력발전소와 석탄발전소가 폐쇄되고 신형 천연가스발전으로 대체될 것으로 예상하고 있다.

영국 석탄발전 폐쇄 계획

지난 11월 영국은 2025년까지 석탄화력 발전소를 단계적으로 모두 폐쇄할 계획이라고 성명서를 통해 발표하였다. 영국은 석탄화력 발전소를 천연가스 발전소로 대체하는 것이 가장 비용 효과적인 이산화탄소 감축방안으로 석탄사용을 전면 배제한 유일한 선진국이 되겠다는 포부이다. 이를 위해 2016년 중 석탄화력 발전소 전면 폐쇄를 위한 위원회를 설치하여 2025년까지 석탄 중단에 대한 계획을 완료하고 2023년부터는 석탄 사용 자체를 제한한다고 밝혔다.

영국이 발표한 에너지 정책 전환에 대한 성명서는 활용 가능하고 신뢰할 수 있는 청정에너지가 국가 경제 안보 재무 뿐만 아니라 기후변화 협약을 이행하는데 있어 매우 중요하다고 강조하며, 석탄화력발전소를 폐쇄하더라도 국가전력망을 통해 전력공급 안보를 유지할 수 있고 장기적으로 영국의 비전은 최대한 정부는 배제하고 정당한 경쟁에 의해 가격이 낮아지는 에너지시장을 구축해 나가는 것이라 밝혔다. 또한 영국은 이를 위해 원자력과 천연가스를 미래 에너지 안보의 핵심으로 보고 있으며 영국 본토에서 셰일가스 생산을 위한 투자를 촉진할 계획 이라고 공표하였다.

독일 노후석탄발전 단계적 폐쇄 계획

2015년 10월 독일 연방경제에너지부는 2022년까지 노후 석탄발전소의 단계적 폐쇄를 발표했다. 결정 배경은 2020년까지 CO2 배출량을 1990년 대비 최소 40% 감축하겠다는 목표를 달성하기 위함이다. 우선적으로 갈탄화력발전소 38개 가운데 총 2.7GW(13%) 규모에 해당하는 5개 발전소를 2017년부터 4년 이내 폐쇄할 예정이다.

독일 정부는 CO2 배출 감축 목표를 달성하고자 석탄 열병합발전을 가스 열병합발전으로 대체하여 400만 톤의 CO2 배출을 감축하는 한편, 건물, 철도 등의 부문에 연간 11억6천만 유로의 공공자금을 투입하고 에너지 효율 개선 정책 시행하여 2020년까지 550만 톤을 감축 하는 등 추가적인 계획을 발표함.

전면적인 석탄발전소의 폐지는 아니지만 온실가스 감축을 위한 석탄발전 축소는 가속될 것으로 보인다.

Post 화석연료, 혹은 징검다리

미국, 영국 독일의 석탄발전 축소 계획은 post 화석연료의 중간단계로 보여진다. 온실가스 배출량이 가장 많은 석탄발전을 축소하고 천연가스로 전환하는 것으로 보인다. 미국과 영국은 셰일가스가 충분하다는 지리적 잇점도 작용한 것으로 보인다.

그러나 이 역시 이산화탄소 제로 사회, Post 화석연료의 마지막 해법은 아니다. 가스발전은 석탄화력 발전에 비해 이산화탄소 배출이 절반에 불과하기는 하지만 많은 양의 온실가스가 배출되기 때문이다.

일본의 딜레마

일본의 석탄발전 축소는 상대적으로 더딘 상황이다. 석탄발전량은 대지진 이전인 2008년 정점대비 약 10%의 석탄발전량감소를 보인 사례가 있었으나 대지진 이후 전력부족으로 인해 석탄발전량이 재차 상승하는 모습을 보이고 있다.

또한 지난 해 G7 정상회의에서도 석탄발전 축소에 소극적인 모습을 보였다.

이는 글로벌 석탄 산업내에서 일본 산업체와 금융이 차지하고 있는 위상과도 관련된다. 일본은 산업적 측면에서 석탄발전장비 제조강국이자 글로벌 석탄발전 파이프라인의 선두주자이다. 미쓰비시, 히타치는 자체상표는 M/S는 낮지만 라이선스 제공을 통해 중국시장 상당부문을 점유하고 있는 증기터빈 강자이다.

OECD 수출신용기관(ECA)는 지난 2007년~2013년 동안 석탄발전 프로젝트에 총 240억\$을 지원하였다. 국가별 지원 규모는 일본 140억\$, 독일 36억\$, 미국 29억\$, 한국 24억\$ 순으로 일본은 전체 지원 규모 중 58%를 차지하고 있다. 인프라 투자를 강화하고 있는 일본 상사까지 포함될 경우 그 규모는 더욱 증가할 것으로 보인다.

2013년 글로벌 증기터빈 시장 점유율, 일본은 중국을 간접적으로 지배

회사	시장점유율	원천기술 보유현황
1 Harbin(중국)	22%	라이선스(MHI)
2 Shanghai Turbine(중국)	19%	라인선스(지멘스)
3 Dongfang(중국)	15%	라이선스(히타치)
4 Alstom(프랑스)	12%	자체 기술
5 지멘스(독일)	10%	자체 기술
6 GE(미국)	8%	자체 기술
7 MHPS(일본)	5%	자체 기술
8 BHEL(인도)	2%	라이선스(지멘스)
기타	7%	

자료: McCoy, 키움증권

국제 정책금융기관의 석탄 프로젝트 지원 현황, 일본 ECA 투자 비중이 40% 상회 (07~13)

	기관	발전	광산	기타	총액
개발은행	World Bank	53.9	0.9	10.6	65.4
	아프리카개발은행(AfDB)	28.4			28.4
	유럽투자은행(EIB)	15.4		0.4	15.8
	아시아개발은행(ADB)	7.9			7.9
	유럽개발은행(EBRD)	4.1	2.6		6.6
	미주개발은행(IDB)	2			2
	개발은행 Total	111.7	3.5	11	126.1
OECD 의 ECA	일본국제협력은행(JBIC)	74.6	42.2	2.2	119
	미국 수출입은행	22.2	50.2		72.4
	일본무역보험(NEXI)	48	2	2.9	52.8
	독일신용보험(Hermes)	29.4	3.6	0	33.1
	러시아개발은행(VEB)	0	25	0	25
	독일재건은행(KfW)	6.9	1	11.4	19.3
	한국수출입은행	19.2			19.2
	일본국제협력기구(JICA)	17.3			17.3
	프랑스무역보험(COFACE)	17.1			17.1
	K-sure	5			5
	FMO(네덜란드)	0.2		1	1.2
	UKEF(영국)		1		1
	노르딕투자은행(NIB)			0.7	0.7
	ECA Total	239.9	125	18.2	383.1
Total		351.6	129	29.2	509.2

자료: National Resources Defense Council, 키움증권

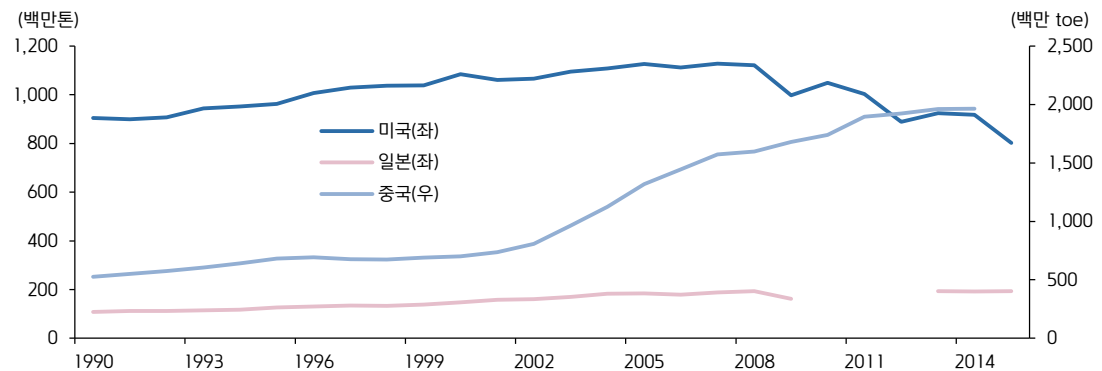
그러나 일본은 지난 3월 2050년까지 온실가스 80% 감축을 제도화 하였다.

감축목표 달성을 위해서는 어떤 방식으로든 변화가 필요하다. 탄소포집 및 매립(CCS)등 석탄발전과 조합될 수 있는 신기술 개발 가능성이 있으나 이전과 같이 석탄관련 산업에 무게를 싣기가 여의치 않은 상황이다.

특히 국내 석탄발전은 축소하면서 해외 개발도상국가에게 석탄설비와 재원을 제공한다는 딜레마에 봉착했다. 다른 G7국가보다 석탄발전 축소에 소극적일 수 밖에 없는 상황이다.

그러나 앞서 언급한 바와 같이 올해 G7 정상회담에서 일본에 대한 압박이 증가할 것으로 예상되며, 이후 일본 석탄산업에 대한 태도 변화 가능성이 높다고 판단한다.

미국 석탄 소비 감소 시작, 중국 석탄 소비 포화 상태 근접, 일본 대지진 이후 석탄소비 재 증가



자료: 블룸버그, 키움증권

>>> 분산형 전원 확대

기후변화 대응과정은 석탄발전 축소, 신재생 에너지 및 분산형 발전 확대로 이어질 전망이다. 대표 신재생 에너지인 풍력과 태양광 발전은 태생적으로 분산형으로 귀결된다. 기존의 대형 화력발전 처럼 대형화에 따른 발전효율 개선, 비용 절감이 제한적이다. 또한 신재생 에너지의 간헐적인 특성으로 인해 집중화된 대규모 발전보다는 지역적으로 분산된 경우가 보다 효과적이다. 신재생 에너지 특성상 분산형이 유리하며 신재생 확대는 분산형 전원 확대와 동일한 개념으로 판단한다.

영국과 미국 사례처럼 석탄화력의 대안인 가스복합발전은 건설지역의 제약이 없어 도시 인근에 설치하는 것이 송배전에 유리하게 된다. 따라서 불필요한 대형화가 필요 없다.

즉 대형 화력발전의 축소는 분산형 발전 확대로 이어질 것으로 보인다. 후술할 내용인 스마트 그리드 전력 계통의 특징과도 관련된다.

IV. 발전믹스의 변화, 석탄발전 Peak

G7을 중심으로 한 국가는 이미 Post 화석연료 시대의 전력산업을 준비하고 있다. 이는 8차 전력수급 기본계획 혹은 국가에너지기본계획에 영향(전력믹스의 변화)을 줄 수 밖에 없다고 판단한다.

전력믹스의 변화는 전력산업의 구성과 시장구조에 영향을 줄 것으로 보인다. 이는 동시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

>>> 국내 석탄 발전의 현황 및 전망

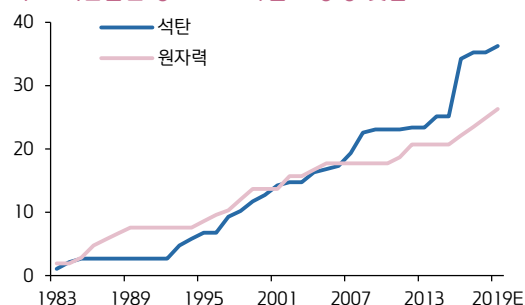
7차 전력수급계획 당시 2029년까지 원전 13기, 석탄 20기, LNG14기 건설을 예정했다. 7차 계획 상에 석탄발전소 폐쇄 계획은 없고 신설 계획만이 반영되어 있다. 현재 건설중인 석탄화력발전소는 여수화력1호기 등 12기이며 태안GCC까지 포함, 13기의 석탄화력이 건설 중이다.

국내 석탄화력설비는 1980년대 초부터 본격적인 확대 국면에 진입한다. 가동설비 기준으로 1983년 1.06GW에서 2015년 25.15GW로 확대되며, 현재 건설중인 석탄화력이 완공되는 2019년이며 36.3GW로 증가할 전망이다.

발전설비 용량기준으로 보면 2000년 이전까지 원자력 중심에서 2005년을 기점으로 석탄발전 중심으로 전환된다.

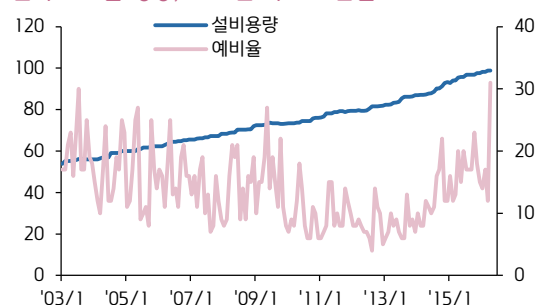
G7 국가들이 석탄발전을 축소하는 것과는 정반대의 전원정책이 진행 중이다. Post 화석연료, 기후변화 체제의 강화를 감안하면 지속가능하지 않을 것으로 보인다. [즉 석탄발전에 대한 정책변화를 앞둔 시점으로 판단하며, 8차 전력수급기본계획에 반영될 가능성이 높다.](#)

국내 석탄발전 증가세 지속될 가능성 낮음



자료: 한국전력, 기후증권

전력 예비율 상승, 2030년 목표치 근접



자료: 한국전력, 기후증권

발전믹스의 조정이 필요한 다른 이유는 예상보다 높은 전력 예비율이다. 7차 전력수급기본계획에서는 2030년 전후 예비율이 22%를 목표로 하고 있다. 그러나 예상보다 낮은 전력소비 증가로 인해 이미 전력 예비율이 20% 수준에 달하고 있다. 건설중인 원전과 석탄발전이 완공되면 예비율이 크게 증가할 것으로 예상된다. 전력 예비율 20~30%가 과도한 수준은 아니지만 현재 전력소비증가 추이를 감안한 조정이 필요한 시기이다. 이 역시 8차 전력수급계획에 영향을 미칠 것으로 보인다.

석탄발전 Peak

승인된 설비 이외에 신규 석탄발전소 승인이 당분간 어렵거나, G7 국가들처럼 축소 단계로 진입할 가능성이 높아 보인다.

그 이유는 건설중인 석탄발전소의 수명은 약 40년으로 2060년 무렵까지 가동될 전망이며, 선진국의 온실가스 감축이 2050년 80%(절대량) 수준이며 DDPP에서 확인되는 한국의 장기 계획(미 확정)도 이와 크게 다르지 않기 때문이다. 발전믹스의 변화 없이는 달성하기 어려운 수준이다.

신규 발전설비에 대한 계획을 당장 변경하여도 상당기간 후에 반영된다. 현재 건설중인 석탄발전소 이외에 추가 건설이 없을 경우 석탄발전 감소 추이는 미국보다 약 20년, 영국, 독일보다는 약 40년 후행하게 된다. 온실가스 감소 추이도 석탄발전의 변화와 유사한 추이를 보이며 G7국가들에 후행할 것으로 전망된다. 이러한 점이 시급한 전력계획의 변화를 예상하는 근거이다.

만약 신규 석탄발전의 추가 건설이 없다면 대략 2020년을 전후하여 석탄발전 peak이 발생할 것으로 전망된다. 초기 석탄설비인 보령화력 1,2호기는 2009년 10년 수명연장을 수행, 연장가동 중이다. 현재 건설중인 석탄화력 중 신서천화력이 2019년 준공예정이다.

즉 초기설비가 폐쇄되고 신규설비 건설이 마무리되는 2020년을 전후하여 석탄발전이 정점을 이를 가능성이 높다.

건설중인 태안GCC 등 신기술을 적용한 새로운 석탄화력의 등장 가능성이 있으나 온실가스가 가장 많이 배출되는 석탄발전이라는 제약은 지속될 것으로 보인다.

건설 중인 석탄화력 발전소 완공 시점 및 발전설비 용량, 2016년 10개의 석탄발전 상업운전 예상

여수화력1	2016년 8월	350 (MW)
당진화력9 화재	2016년 5월	1,020
당진화력10	2016년 8월	1,020
삼척그린파워1	2016년 6월	1,022
삼척그린파워2	2016년 10월	1,022
태안화력9	2016년 6월	1,050
태안화력10	2016년 12월	1,050
북평화력1	2016년 6월	595
북평화력2	2016년 10월	595
신보령화력1	2016년 6월	1,000
신보령화력2	2017년 6월	1,000
신서천화력	2019년 9월	1,000

자료: 전력거래소, 카움증권

분산 전원 확대

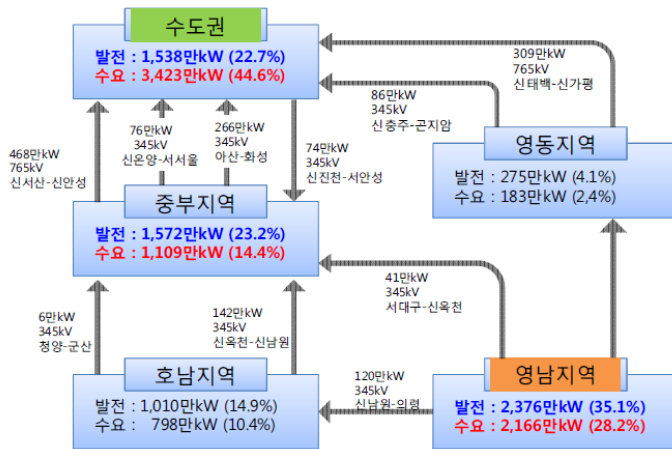
7차 전력수급기본계획과 해외 다른 국가의 변화에서 확인되는 바와 같이 신재생, 분산형 전원 확대가 예상된다. 7차 전력수급기본계획에 따르면 2029년 분산형 전원설비는 12.5%로 확대될 예정이다.

분산형 전원은 발전믹스뿐 아니라 계통 안정과도 관련된다. 국내 전력수요의 45%는 수도권에 집중되어 있다. 반면 대규모 발전 단지는 충남 서해안, 인천, 울진, 고리 4개 권역에 위치한다. 수도권은 비수도권 발전단지에서 6개 송전선로를 통해 전력을 공급받고 있다.

수요지 인근의 분산 전원 확대는 전력믹스 뿐 아니라 전력계통 안정성과도 직접 관련된다. 특히 단일 전력계통으로 연결된 국내 전력계통 안정성과 관련되는 중요한 문제와도 직결된다.

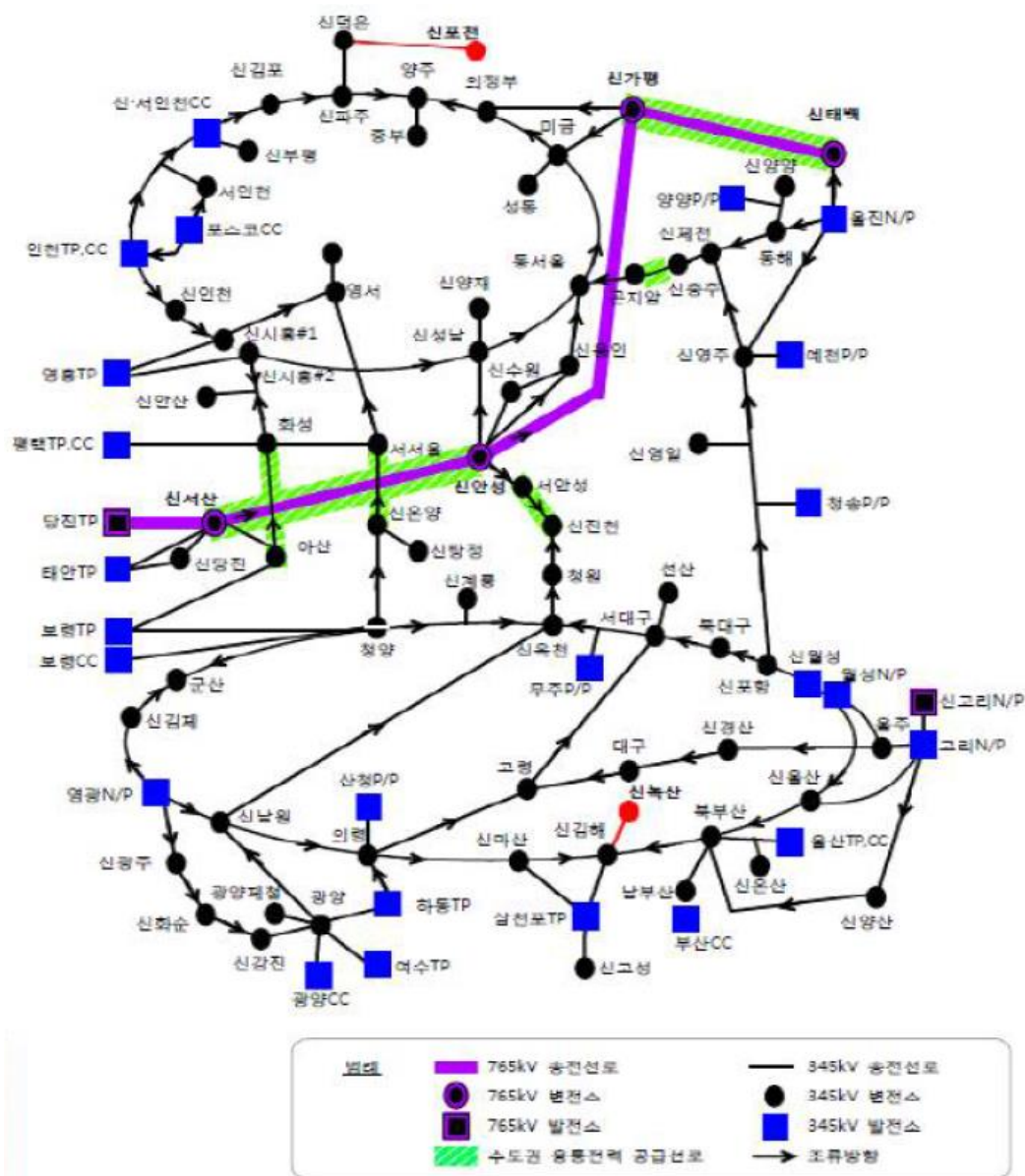
전력 수요가 증가될수록 계통안정 측면에서도 분산형 전원 선호가 강화될 것으로 보인다.

지역별 발전 및 송전 현황, 수도권은 6개 대규모 송전망으로 타 지역에서 전력 수급



자료: 국회, 키움증권

국내 전력 계통도, 2개의 환상 계통과 수직, 수평 대규모 송전망으로 구성



자료: 전력거래소, 키움증권

비 전력적 원인에서도 분산형 전원 확대 배경이 존재한다. 발전, 송전 설비는 큰 사회적 비용을 요구한다. 환경적 측면에서도 지역주민의 반발 등 어려운 문제가 엉켜있다.

분산형 전원에 대한 우대는 이미 전력거래제도에 반영되어있다. 금년부터 지역별용량가격계수(RCF, Regional Capacity Factor)를 반영하여 수요지 인근의 발전기를 우대하는 등 분산형 확대를 독려하고 있어 향후 분산형 전원의 확대가 예상된다.

V. 석탄발전 정점과 전력시장의 변화

발전 므스의 변화와 전력시장의 변화

향후 전력산업은 기존 대형발전단지와 대규모 송전망 중심에서 지역 중심의 분산형 발전과 수요관리 중심의 전력 계통으로 재편될 가능성이 높다고 판단한다.

IT기술을 활용한 스마트 그리드 역시 대규모 전력계통보다는 소규모 전력계통운영에 보다 장점을 보일 것으로 예상된다. 지역적 분산이 유리한 신재생 에너지 확대도 비슷한 경향을 보일 것으로 전망한다.

앞서 살펴 본 바와 같이 석탄화력의 확대 흐름이 중단될 경우 한수원을 제외한 5개의 발전자회사의 변화가 있을 가능성이 높다. 또 한국전력이 독점하고 있는 대규모 송전망 운용에 대한 관점의 변화도 나타날 것으로 보인다.

최근 논의가 확대되는 에너지 공기업 기능조정도 이러한 변화와 관계되며 반드시 고려해야 할 사안으로 판단한다.

전력산업의 변화를 꾀하는 일본의 사례가 시사하는 바가 크다고 판단한다.

일본 전력 산업의 변화, 국가 주도에서 시장 중심으로

일본은 지난 4월 전력소매판매를 자유화하였다. 내년에는 천연가스 소매판매도 자유화될 예정이다. 다음 단계인 송배전망은 2020년 분사할 예정이다.

이번 자유화는 1단계 광역 계통운영 확대에 이은 2단계 소매 및 발전 전면 자유화 과정이며, 2018년부터 2020년까지 3단계인 송배전 법적 분리, 소매요금 자유화가 진행될 예정이다. 전력시장이 자유화되며, 최소한의 역할 만을 담당할 것으로 예상된다.

이런 정책변화에 대한 직접적인 설명은 많지 않다. 그러나 우리가 판단하는 일본 정부의 궁극적인 의도는 다수 사업자가 다양한 사업모델을 통해 전력시장의 경쟁을 확대하고 새로운 에너지 생태계에 최적화된 구조를 찾아가기 위한 과정으로 판단한다.

소수 독점 사업자 중심의 발전과 송배전을 통한 Post 화석연료 대응과 지속가능성 구축보다는 다양한 사업자의 참여가 효율적이고 안정적인 전력 생태계 구성에 효과적이라고 판단한 결과로 분석된다.

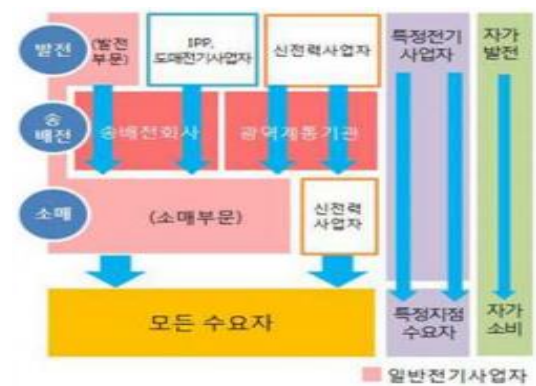
결론적으로 Post화석연료 시대에는 기존 소수 독점 사업자가 주도, 운영하는 것과는 다른 방향으로 전개될 것임을 시사하는 것으로 판단한다. 국내도 유사한 방향으로 전개될 것으로 판단한다.

일본 전력시장 개혁 추진 단계

단계	관련법안 및 시행시기
1단계 광역 계통운영의 확대	2015년 시행 2013년 11월 법안 통과
2단계 소매 및 발전 전면 자유화	2016년 시행 2014년 6월 법안통과
3단계 송배전 법적 분리, 소매요금 자유화	2018~2020년 시행 2015년 2월 전기사업법 개정

자료: 애경원

2020년 이후 전력시장 구조



자료: 애경원

전력산업 변화, 대형사업자에서 다수 참여자로 변화 전망

향후 예상되는 전력시스템은 대형 석탄발전의 축소, 분산형 전원 확대, 지역 중심의 안정적 전력계통 확대 등이 예상된다. 운영 측면에서는 독과점 대형사업자 중심에서 다수 참여자 간 경쟁으로 변화될 전망이다.

이런 변화의 근본적인 배경은 정치적인 판단이 아닌, 신규 확대가 예상되는 발전원과 전력계통의 특성에 근거한다.

다양한 분산 전원 설비의 특성 이해, 다수의 발전설비, 신재생 발전의 간헐성, 지역적 분산 등 복잡성이 증가한다. 소수 대형 원전과 석탄화력 발전을 운영하는 방식보다는 다양한 사업자 참여가 효율적이고 안정적인 에너지 생태계에 적합할 것으로 예상된다.

전력계통 역시 대형 발전단지와 수요지역을 연결하는 대규모 송전망보다는 지역적으로 분산된 소규모 전원과의 연계, 스마트 그리드, 수요관리 등 IT기술을 응용한 중소규모 전력계통이 안정성과 효율성 측면에서 선호될 것으로 보인다.

즉 독점 대형 사업자보다는 다수의 참여자가 경우 다양한 방법을 통한 서비스를 제공할 경우 안정성과 효율성을 증대할 것으로 판단한다.

결론적으로 정부는 전력산업 투자 및 운영 주도자에서 효율적인 시장 조성자 역할로 변화, 시장 안정을 위한 최소한이 제도만을 관리할 가능성이 높아 보인다.

이는 Post 화석연료, 혹은 중간단계로 필요한 변화로 보인다. 일본 전력산업의 변화가 위 과정과 유사한 과정을 거치고 있는 것으로 판단한다. 그렇다고 국내 전력산업 변화가 일본을 앞서 단기간에 추월할 것으로 보기도 어렵다.

석탄발전 믹스 변화가 배당에 영향을 미칠 가능성

동사 배당 구조의 변화는 빠른 변화를 보일 가능성이 있다. 배당 구조의 변화는 장기적인 구조적 변화보다는 오히려 석탄발전 정점과 관련성이 크다.

앞서 살펴본 바와 같이 석탄발전의 정점은 2020년 전후에 발생할 것으로 예상된다. 석탄발전 정점에 대한 구체적인 시기는 내년 초 혹은 올 하반기 8차 전력수급기본계획의 초안에서 확인될 것으로 전망된다.

이런 전망이 현실화 된다면 자회사 발전 비중의 점진적인 축소 과정을 거칠 가능성이 높다. 지역적으로 분산된 발전소, 특히 다수의 신재생 에너지를 소수의 발전 자회사가 관리, 운영하는 것이 비 효율적일 수 있고 관리의 효율성 문제도 발생할 것으로 예상된다. 개별 발전원에 대한 이해가 높은 참여자가 직접 운영하는 것이 보다 효율적일 개연성이 높기 때문이다.

따라서 발전량이 정점을 이룰 시기를 전후하여 민간의 발전 참여가 확대될 가능성이 높다고 예상한다. 투자 측면에서 정부 위상도 변화될 가능성이 높은 상황으로 판단한다.

석탄발전 정점은 발전 자회사 기능조정과도 연관된다.

앞서 살펴본 배경과는 다른 원인으로 인해 현재 정부는 공기업 정상화, 에너지 공기업 기능조정에 집중하고 있다. 발전 자회사 통합문제는 지난 2010년 전력산업 구조 발전 방안에서 표면화되기 시작하였다. 통합, 혹은 시장형 공기업 전환이 논의된 바 있다.

에너지 공기업 기능조정 과정에서도 발전 자회사의 민영화 문제가 논의되고 있다. 언론을 통해 확인되는 바로는 통폐합, 사업재편 등 다방면에서 검토가 진행 중인 것으로 보인다. 2014년 이후 발전자회사들의 민자 합작 발전소 지분매각이 검토되고 있고 일부 발전자회사의 경우에는 상장 혹은 민간자본 참여까지도 논의되고 있는 것으로 보도되고 있다.

기능조정은 단순한 부채 감축 뿐 아니라 장기적으로는 석탄발전 축소와도 관련된 중요한 변화로 판단되며, 일본과 같이 전력시장의 자유화 측면에서도 진행될 가능성이 높아 보인다.

만약 일부 발전자회사의 민간 참여가 진행될 경우, 현재 배당을 하지 않고 있는 발전자회사 수익금 배당이 진행될 가능성이 높다고 판단한다. 발전 자회사 투자자에 대한 형평성 때문이다. 배당의 확대는 정부 수익 확대라는 입장에서도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

그렇다고 전력시장 자유화, 정부의 위상 변화가 전력산업의 축소, 혹은 중요성 축소를 의미하지는 않는다. 전력소비는 지속적인 증가를 보이고, 전력산업 전체도 지속적인 성장을 이룰 것으로 예상되기 때문이다. 또 전력산업이 Post 화석연료 시대의 주 에너지원이라는 점에서 더욱 중요한 위치를 차지할 것으로 예상된다. 다만 소수 참여자를 통한 효율적인 관리보다는 다수의 시장 참여자에 의한 효율적인 관리 및 시장으로 변화한다는 의미로 해석한다.

요약하면 석탄발전 정점의 시기가 도래하였고, 향후 석탄발전 축소에 대한 계획을 수립할 단계이다. 전력시장 자유화가 시작될 경우, 자회사의 발전량이 정점인 시기를 전후하여 민간 자본 참여 확대가 진행될 것으로 전망한다. 민간 자본 참여가 확대되면 발전자회사 수익 배당 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 다만 석탄발전의 축소, 더 나아가 패쇄 단계에 이르기까지는 60년 이상의 매우 긴 시간이 필요할 것으로 예상된다. 그러나 변화의 시작은 멀지 않은 것으로 전망한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	601,772	638,387	651,155
매출원가	497,630	454,577	454,132	491,558	504,645
매출총이익	77,119	135,000	147,640	146,829	146,510
판매비및일반관리비	19,244	21,533	21,978	23,315	23,782
영업이익(보고)	57,876	113,467	125,662	123,514	122,728
영업이익(핵심)	57,876	113,467	125,662	123,514	122,728
영업외손익	-15,583	73,091	-29,628	-24,374	-30,262
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	36,000
외환손실	5,501	9,477	8,862	1,000	0
관계기업지분법손익	2,750	2,074	2,000	2,000	0
투자및기타자산처분손익	1,310	85,614	0	0	0
금융상품평가및처분이익	474	6,043	0	0	0
기타	4,063	4,041	4,125	4,376	4,463
법인세차감전이익	42,293	186,558	96,034	99,140	92,467
법인세비용	14,303	52,394	24,009	23,992	22,377
유효법인세세율(%)	33.8%	28.1%	25.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	27,990	134,164	72,025	75,148	70,090
지배주주지분 당기순이익	26,869	132,891	71,341	74,435	69,425
EBITDA	136,610	196,881	209,020	206,819	205,986
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	155,382	158,454	153,348
수정당기순이익	26,809	68,248	72,025	75,148	70,090
증감율(% , YoY)					
매출액	6.4	2.6	2.1	6.1	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	10.7	-1.7	-0.6
영업이익(핵심)	281.0	96.1	10.7	-1.7	-0.6
EBITDA	53.3	44.1	6.2	-1.1	-0.4
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-46.3	4.3	-6.7
EPS	4,377.3	394.6	-46.3	4.3	-6.7
수정순이익	4,311.4	154.6	5.5	4.3	-6.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	157,594	172,324	159,876
당기순이익	27,990	134,164	72,025	75,148	70,090
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	-143,417	-95,085	-142,867
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-1,817	46,703	-859
유형자산의 처분	1,113	98,438	0	0	0
무형자산의 취득	-145,475	-140,499	-140,499	-140,499	-140,499
유형자산의 처분	-668	-875	0	0	0
기타	-367	-2,602	-1,101	-1,289	-1,509
재무활동현금흐름	19,852	-52,066	62,816	26,389	89,759
단기차입금의 증가	594	-654	0	10,000	4,000
장기차입금의 증가	13,318	-48,923	70,000	0	50,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,034	-4,263	-19,901	-19,901	-19,901
기타	7,974	1,774	12,717	36,290	55,660
현금및현금성자산의순증가	-4,360	19,868	76,993	103,628	106,768
기초현금및현금성자산	22,323	17,963	37,831	114,824	218,452
기말현금및현금성자산	17,963	37,831	114,824	218,452	325,220
Gross Cash Flow	134,272	192,681	153,241	156,310	153,279
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	41,456	52,444	42,384

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	301,020	354,207	463,690
현금및현금성자산	17,963	37,831	114,824	218,452	325,220
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	1,593,614	1,656,975	1,716,748
장기매출채권및비유동채권	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	1,471,421	1,529,229	1,587,037
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	1,894,634	2,011,182	2,180,438
유동부채	216,001	227,108	233,612	256,474	269,131
매입채무및유동채무	116,400	98,046	100,074	106,163	108,286
단기차입금	7,682	7,206	7,206	17,206	21,206
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	929,474	967,913	1,074,323
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	35,332	37,482	38,231
사채및장기차입금	563,796	514,491	584,491	584,491	634,491
기타비유동부채	273,315	296,934	309,651	345,941	401,601
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,163,086	1,224,387	1,343,454
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	588,594	638,466
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배기업지분자본총계	536,013	666,345	718,168	773,067	822,938
비지배지분자본총계	12,237	13,080	13,380	13,729	14,046
자본총계	548,250	679,425	731,548	786,795	836,984
순차입금	616,137	502,831	494,731	449,941	397,058
총차입금	635,947	594,138	664,138	674,138	728,138

투자지표

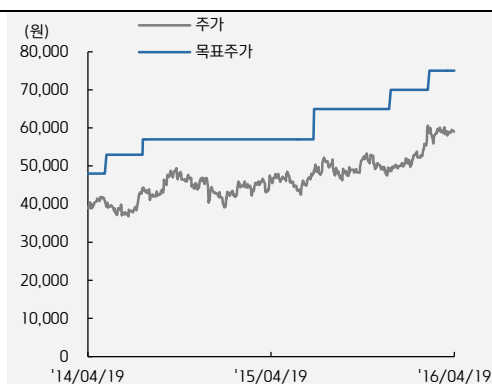
(단위: 원, 백, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	11,113	11,595	10,814
BPS	83,496	103,798	111,870	120,422	128,191
주당EBITDA	21,280	30,669	32,559	32,217	32,087
CFPS	16,625	33,892	24,204	24,683	23,887
DPS	500	3,100	3,100	3,100	3,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	4.5	4.3	4.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	3.9	3.7	3.5
PCFR	2.6	1.5	2.1	2.0	2.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	20.9	19.3	18.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	20.9	19.3	18.8
EBITDA margin	23.8	33.4	34.7	32.4	31.6
순이익률	4.9	22.8	12.0	11.8	10.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	10.2	9.9	8.6
투자자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	6.7	6.4	6.2
안정성(%, 배)					
부채비율	198.6	157.9	159.0	155.6	160.5
순차입금비율	112.4	74.0	67.6	57.2	47.4
이자보상배율(배)	2.5	5.6	4.0	3.7	3.4
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

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
한국전력 (015760)	2014/04/07	Buy(Maintain)	48,000원
	2014/05/09	Outperform(Downgrade)	48,000원
	2014/05/13	Outperform(Maintain)	48,000원
	2014/05/15	Outperform(Maintain)	48,000원
	2014/05/27	Buy(Upgrade)	53,000원
	2014/05/28	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/06/16	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/06/27	Buy(Maintain)	53,000원
	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

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 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%