



Buy(Maintain)

목표주가: 56,000원

주가(11/7): 38,250원

시가총액: 245,551억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(11/7)		2,545.44pt
시가총액		245,551억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	48,750원	37,350원
당락률	-21.54%	2.41%
수익률	절대	상대
1M	-1.9%	N/A
6M	-13.9%	-24.2%
1Y	-16.8%	-34.7%

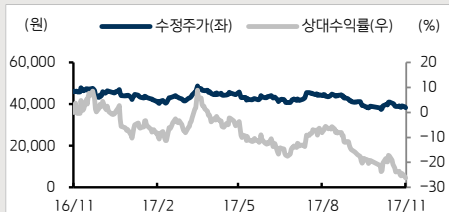
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,261천주
외국인 지분율	31.46%
배당수익률(17E)	4.77%
BPS(17E)	115,783원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	589,577	601,904	591,131	629,827
보고영업이익	113,467	120,016	68,917	99,608
핵심영업이익	113,467	120,016	68,917	99,608
EBITDA	196,881	209,626	158,467	189,103
세전이익	186,558	105,135	56,385	86,912
순이익	134,164	71,483	39,075	61,534
지배주주지분순이익	132,891	70,486	38,530	60,675
EPS(원)	20,701	10,980	6,002	9,451
증감률(%YoY)	394.6	-47.0	-45.3	57.5
PER(배)	2.4	4.0	7.3	4.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	4.8	3.9
보고영업이익률(%)	19.2	19.9	11.7	15.8
핵심영업이익률(%)	19.2	19.9	11.7	15.8
ROE(%)	21.9	10.1	5.3	7.9
순부채비율(%)	74.0	66.3	63.4	55.9

Price Trend



실적 리뷰

한국전력 (015760)

실적 둔화 지속, 4분기 불확실성 해소 가능성



3분기 전력 판매량이 YoY 3.7% 증가했음에도 불구하고 전분기보다 낮은 원전 가동율과 연료비용 상승으로 영업이익 감소가 지속되었다. 그러나 4분기 원전가동율은 전년대비 상승할 것으로 보이는 점과 석탄화력의 설비용량 증가로 발전믹스 개선이 예상되고, 원전관련 불확실성이 해소된 점, 유가 상승움직임으로 인한 연동제 도입 가능성 등으로 저평가 해소 가능성이 높아진 상황으로 판단한다.

>>> 매출 16.2조원, 영업이익 2.8조원, 실적둔화 지속

동사 3분기 실적은 매출 16.2조원(QoQ 25.2%, YoY 1.5%), 영업이익 2조 7,729억원(QoQ 227.6%, YoY -37.3%), 순이익 1조 6,181억원(QoQ 350.7%, YoY -44.9%)으로 시장기대치와 당사추정치를 소폭 하회하였다. 전력판매량은 산업용 및 냉방용 수요 증가로 130.9TWh, YoY 3.7% 증가했다.

전력판매증가에도 불구하고 유연탄과 LNG 도입가격이 2분기 대비 소폭 상승하여 연료비용과 구입전력비용이 YoY 23.7%, 42.5% 증가한 배경으로 영업이익이 전년대비 감소하였다. 원전 가동율은 70.2%로 전분기 75.2%에 비하여 다소 둔화되었다. 가동율 저하는 원전 정비물량 증가에 기인한 것으로 분석된다.

>>> 4분기 이후 실적 둔화 멈출 전망

4분기 유연탄가격과 LNG가격이 소폭 상승할 가능성에도 불구하고 YoY 영업이익 감소 추이가 멈출 것으로 보인다. 발전믹스 변화 때문이다. 동사 실적둔화 배경은 에너지 가격 상승과 함께 원전과 석탄발전 가동율 하락에 기인한다. 지난해 4분기 원전 가동율은 65.9%으로 최근 2년간 가장 낮은 가동율을 보였으나 4분기 원전 가동율을 70% 수준으로 유지될 것으로 예상, 믹스 개선이 예상된다. 한편 석탄발전 가동율은 작년과 유사한 80%로 예상되나 설비용량이 YoY 10% 약 3.6GW증설된 영향으로 믹스개선이 예상된다. LNG가격 상승이 지난해 하반기 시작한 점 역시 YoY 연료비와 구입전력비용 상승을 제한할 것으로 보여 4분기 영업이익은 지난해 수준으로 회귀할 가능성이 높음 것으로 예상된다.

>>> 유가상승 움직임, 연동제 도입 촉진 가능성

공론화 과정을 통해 원전관련 불확실성이 해소된 점에 더불어 요금제도 불확실성이 일부 제거될 가능성이 높아 보인다. 연료비연동제 도입 및 산업용 경부하 요금 조정에 대한 내부 검토가 진행중인 것으로 확인되며 정부와 협의를 통해 최종 결정될 것으로 예상된다. 결과를 예단하기 어려운 부분이 있으나, 최근 유가 상승 움직임을 감안할 때 연료비 연동제 도입 가능성이 높다.

요금제도 개편이 동계와 하계 전력성수기를 앞두고 시행된다는 점과 2가지 모두 정부에서 언급한 만큼 반영 가능성이 높아 보인다. 특히 연료비 연동제는 직접적인 요금인상이 아니며, 17년 예상 순이익이 자기자본 5% 수준으로 적정투자보수율에 근접했기 때문이다. 현주가는 과도한 저평가로 판단하며 투자 의견과 목표주가를 유지한다.

3분기 매출 16.2조원, 영업이익 2.8조원 전망, 에너지 가격 상승 및 원전가동율 하락 영향

(단위 억원, GWh)

	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2Q	17. 3QP	QoQ	YoY	컨센	3Q 추정	17. 4QE
매출액	156,853	132,754	159,435	152,862	151,466	129,256	161,877	25.2%	1.5%	159,236	162,638	148,532
전기판매량 (GWh)	130,466	118,027	126,206	122,340	132,178	119,228	130,900	9.8%	3.7%		129,766	124,786
연료비	37,110	28,507	35,084	39,968	42,968	33,632	43,402	29.0%	23.7%		42,723	43,649
구입전력비	30,987	21,421	24,153	30,996	38,243	31,195	34,430	10.4%	42.5%		33,308	30,276
영업손익	36,053	27,045	44,242	12,676	14,632	8,465	27,729	227.6%	-37.3%	29,807	31,026	18,091
세전이익	35,085	24,045	41,201	6,726	13,915	5,833	22,923	293.0%	-44.4%		26,649	13,714
연결순손익	21,628	17,678	29,382	4,392	9,016	3,590	16,181	350.7%	-44.9%	18,834	19,987	10,286

자료: 한국전력, 키움증권

4분기 원전 가동율 70% 유지 및 석탄 설비용량 상승으로 발전 믹스 개선 가능성

(단위 %, MW)

	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2Q	17. 3Q
원전 가동율	85.1	83.6	83.2	88.3	89.0	84.3	79.7	65.9	74.2	75.2	70.2
설비용량	20,716	20,716	21,716	21,716	21,716	21,716	21,716	23,116	23,116	22,529	22,529
석탄 가동율	95.1	86.4	93.4	85.8	89.4	83.3	89.3	80.5	87.0	69.4	83.1
설비용량	26,274	26,274	26,274	26,274	26,274	26,274	28,474	30,546	30,636	33,599	34,125

자료: 한국전력, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	589,577	601,904	591,131	629,827	648,721
매출원가	454,577	455,496	496,294	502,602	517,680
매출총이익	135,000	146,408	94,837	127,225	131,042
판매비및일반관리비	21,533	26,392	25,920	27,617	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	68,917	99,608	102,597
영업이익(핵심)	113,467	120,016	68,917	99,608	102,597
영업외손익	73,091	-14,881	-12,532	-12,697	-15,052
이자수익	2,416	2,418	1,567	1,670	1,720
배당금수익	141	94	61	65	67
외환이익	2,395	2,701	1,000	0	0
이자비용	20,157	17,529	18,000	19,000	20,000
외환손실	9,477	5,606	1,000	0	0
관계기업지분손익	2,074	-1,373	500	500	0
투자및기타자산처분손익	85,614	328	89	200	0
금융상품평가및기타금융이익	6,043	1,153	371	800	0
기타	4,041	2,932	2,880	3,068	3,160
법인세차감전이익	186,558	105,135	56,385	86,912	87,544
법인세비용	52,394	33,651	17,310	25,378	21,186
유효법인세율 (%)	28.1%	32.0%	30.7%	29.2%	24.2%
당기순이익	134,164	71,483	39,075	61,534	66,358
지배주주지분순이익(억원)	132,891	70,486	38,530	60,675	65,432
EBITDA	196,881	209,626	158,467	189,103	192,040
현금순이익(Cash Earnings)	217,578	161,093	128,625	151,028	155,802
수정당기순이익	68,248	70,476	38,756	60,826	66,358
증감율(% YoY)					
매출액	2.6	2.1	-1.8	6.5	3.0
영업이익(보고)	96.1	5.8	-42.6	44.5	3.0
영업이익(핵심)	96.1	5.8	-42.6	44.5	3.0
EBITDA	44.1	6.5	-24.4	19.3	1.6
지배주주지분 당기순이익	394.6	-47.0	-45.3	57.5	7.8
EPS	394.6	-47.0	-45.3	57.5	7.8
수정순이익	154.6	3.3	-45.0	56.9	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	168,284	164,451	148,229	159,274	165,387
당기순이익	134,164	71,483	39,075	61,534	66,358
감가상각비	82,691	88,813	88,813	88,813	88,813
무형자산상각비	723	797	737	682	631
외환손익	6,172	2,535	0	0	0
자산처분손익	90,075	5,056	-89	-200	0
지분법손익	0	0	-500	-500	0
영업활동자산부채 증감	-24,397	-23,086	20,287	9,007	9,650
기타	-121,144	18,854	-94	-61	-65
투자활동현금흐름	-96,593	-95,705	-106,394	-138,109	-137,798
투자자산의 처분	-51,055	26,694	22,170	-2,674	-1,306
유형자산의 처분	98,438	2,080	0	0	0
유형자산의 취득	-140,499	-120,288	-126,302	-132,617	-132,617
무형자산의 처분	-875	-1,240	0	0	0
기타	-2,602	-2,951	-2,261	-2,817	-3,874
재무활동현금흐름	-52,066	-76,375	-15,794	8,533	-703
단기차입금의 증가	-654	-496	0	0	0
장기차입금의 증가	-48,923	-55,662	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,263	-21,049	-12,711	-13,481	-13,481
기타	1,774	832	-3,083	22,014	12,779
현금및현금성자산의순증가	19,868	-7,317	26,041	29,697	26,887
기초현금및현금성자산	17,963	37,831	30,514	56,554	86,252
기말현금및현금성자산	37,831	30,514	56,554	86,252	113,138
Gross Cash Flow	192,681	187,537	127,942	150,267	155,736
Op Free Cash Flow	-757	26,598	31,294	36,406	44,244

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	183,796	221,823	252,776
현금및현금성자산	37,831	30,514	56,554	86,252	113,138
유동금융자산	53,477	26,842	5,320	5,668	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	78,817	83,977	86,496
재고자산	49,464	54,794	39,409	41,988	43,248
기타유동금융자산	2,154	3,763	3,695	3,937	4,055
비유동자산	1,532,320	1,581,285	1,620,139	1,669,869	1,718,461
장기매출채권및기타비유동채권	9,670	10,922	10,726	11,428	11,771
투자자산	94,007	94,823	94,770	97,657	98,858
유형자산	1,413,614	1,457,431	1,494,920	1,538,725	1,582,529
무형자산	8,584	9,834	9,097	8,415	7,784
기타비유동자산	6,446	8,276	10,626	13,644	17,518
자산총계	1,752,574	1,778,370	1,803,935	1,891,691	1,971,237
유동부채	227,108	247,392	250,274	265,817	278,659
매입채무및기타유동채무	98,046	102,523	100,688	107,279	110,498
단기차입금	7,206	9,267	9,267	9,267	9,267
유동성장기차입금	72,442	81,345	81,345	81,345	81,345
기타유동부채	49,414	54,257	58,973	67,925	77,549
비유동부채	846,040	800,473	796,792	820,953	834,780
장기매입채무및비유동채무	34,616	33,393	32,795	34,942	35,990
사채및장기차입금	514,491	451,201	451,201	451,201	451,201
기타비유동부채	296,934	315,878	312,795	334,809	347,588
부채총계	1,073,149	1,047,865	1,047,065	1,086,770	1,113,438
자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
주식발행초과금	8,438	8,438	8,438	8,438	8,438
이익잉여금	481,872	531,739	557,788	605,224	657,413
기타자본	143,936	144,962	144,962	144,962	144,962
지배주주지분자본총계	666,345	717,237	743,287	790,722	842,911
비지배주주지분자본총계	13,080	13,269	13,583	14,200	14,888
자본총계	679,425	730,505	756,870	804,922	857,799
순차입금	502,831	484,458	479,939	449,894	422,837
총차입금	594,138	541,814	541,814	541,814	541,814

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	6,002	9,451	10,193
BPS	103,798	111,725	115,783	123,172	131,302
주당EBITDA	30,669	32,654	24,685	29,457	29,914
CFPS	33,892	25,094	20,036	23,526	24,270
DPS	3,100	1,980	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	2.4	4.0	7.3	4.7	4.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.2	3.7	4.8	3.9	3.7
PCFR	1.5	1.8	2.2	1.9	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.2	19.9	11.7	15.8	15.8
영업이익률(핵심)	19.2	19.9	11.7	15.8	15.8
EBITDA margin	33.4	34.8	26.8	30.0	29.6
순이익률	22.8	11.9	6.6	9.8	10.2
자기자본이익률(ROE)	21.9	10.1	5.3	7.9	8.0
투자자본이익률(ROIC)	6.0	5.8	3.3	4.8	5.2
안정성(%)					
부채비율	157.9	143.4	138.3	135.0	129.8
순차입금비율	74.0	66.3	63.4	55.9	49.3
이자보상배율(배)	5.6	6.8	3.8	5.2	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.6	7.4	7.7	7.6
재고자산회전율	12.4	11.5	12.6	15.5	15.2
매입채무회전율	5.5	6.0	5.8	6.1	6.0

Compliance Notice

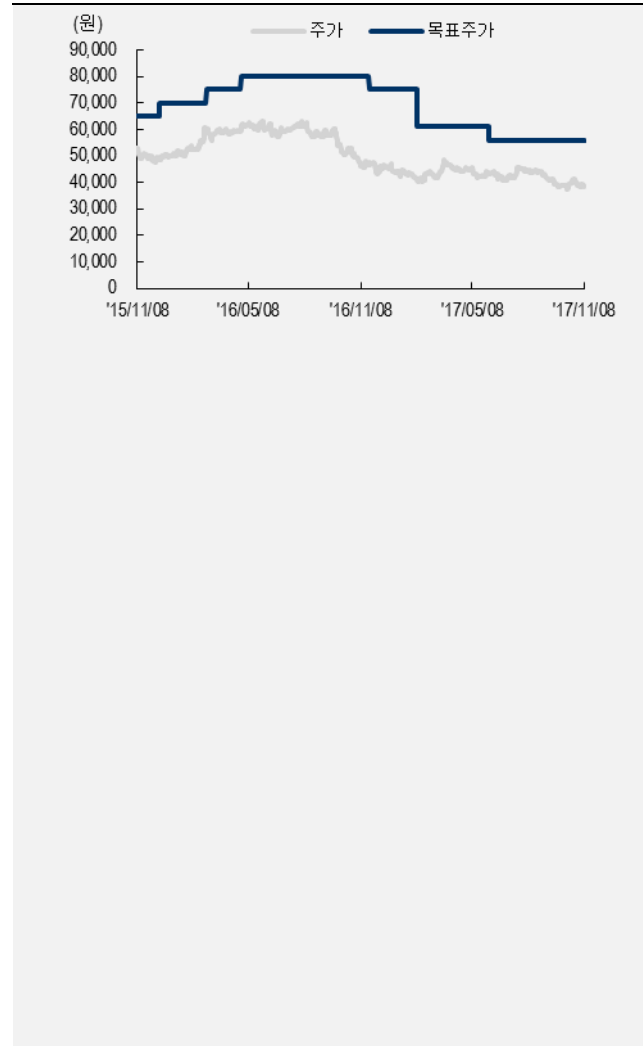
- 당사는 11월 7일 현재 '한국전력' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2015-10-22	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-23.17	-18.00
	2015-11-06	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-22.89	-18.00
	2015-11-23	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-22.89	-18.00
	2015-11-24	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-23.31	-18.00
	2015-12-14	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-28.32	-25.71
	2016-01-19	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-27.58	-23.14
	2016-02-05	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-25.74	-13.43
	2016-02-29	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-21.65	-19.87
	2016-03-30	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-21.52	-19.73
	2016-04-19	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-21.44	-19.73
	2016-04-25	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.06	-21.50
	2016-05-10	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.07	-21.50
	2016-05-12	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.50	-21.50
	2016-05-23	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.39	-21.50
	2016-05-30	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.31	-21.25
	2016-06-02	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-23.55	-21.25
	2016-06-15	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.44	-21.25
	2016-07-07	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.50	-21.25
	2016-07-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.32	-21.25
	2016-08-05	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.63	-21.25
	2016-08-29	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.63	-21.25
	2016-08-29	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-26.07	-21.25
	2016-10-17	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-26.44	-21.25
	2016-10-31	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-38.66	-38.25
	2016-11-04	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-41.24	-38.25
	2016-11-21	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-39.12	-36.53
	2016-12-09	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-39.61	-36.53
	2017-01-11	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-40.57	-36.53
	2017-02-07	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-31.33	-27.70
	2017-02-28	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-28.44	-20.08
	2017-04-06	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-27.72	-20.08
	2017-05-10	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-28.21	-20.08
	2017-06-05	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-24.36	-21.43
	2017-07-12	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-23.08	-18.75
	2017-08-08	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-23.06	-18.75
	2017-09-18	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-24.54	-18.75
	2017-10-16	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-25.32	-18.75
	2017-11-08	Buy(Maintain)	56,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%