



Buy(Maintain)

목표주가: 56,000원

주가(2/13): 33,500원

시가총액: 215,058억원

유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI(2/13)	2,395.19pt
시가총액	215,058억원
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	48,750원 33,500원
등락률	-31.28% 0.00%
수익률	절대 상대
1M	-8.1% -4.2%
6M	-23.6% -26.0%
1Y	-19.9% -30.4%

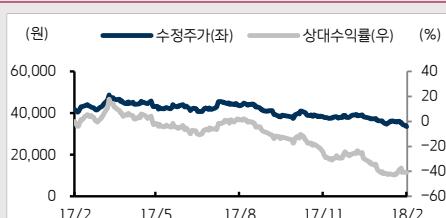
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,223천주
외국인 지분율	30.66%
배당수익률(17E)	4.77%
BPS(17E)	112,100원
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	589,577	601,904	598,149	624,081
보고영업이익	113,467	120,016	49,532	59,267
핵심영업이익	113,467	120,016	49,532	59,267
EBITDA	196,881	209,626	139,082	148,762
세전이익	186,558	105,135	36,983	46,527
순이익	134,164	71,483	15,093	32,941
자체주주지분순이익	132,891	70,486	14,882	32,481
EPS(원)	20.701	10,980	2,318	5,060
증감률(%YoY)	394.6	-47.0	-78.9	118.3
PER(배)	2.4	4.0	19.0	8.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	5.7	5.3
보고영업이익률(%)	19.2	19.9	8.3	9.5
핵심영업이익률(%)	19.2	19.9	8.3	9.5
ROE(%)	21.9	10.1	2.1	4.4
순부채비율(%)	74.0	66.3	68.3	67.2

Price Trend

 실적 리뷰

한국전력 (015760)

하반기 요금제 개편 가능성 확대



4분기 영업이익은 -1,294억원 적자 전환하였습니다. 에너지가격 상승에 따른 비용 증가와 원전 안전비용, 평창 후원금 등에 기인합니다. 4분기보다 낮은 원전가동율로 인해 실적 개선은 2분기 이후로 지연될 전망입니다. 그러나 하반기 전기요금 개편 가능성은 높은 상황으로 판단, 6월 이후 정치적 부담이 완화되고 에너지 전환비용에 대한 국민적 합의가 필요하기 때문입니다. 투자의견과 목표주가를 유지합니다.

>>> 기타비용 및 연료비 증가로 적자 전환

동사 4분기 실적은 매출 15.5조원(QoQ -3.9%, YoY 1.8%), 영업이익 -1,294억원(QoQ 적전, YoY 적전), 순이익 -1조2,789억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 당사 추정치 및 시장 기대치를 크게 하회하였다.

실적 악화의 배경은 기타영업비용이 3.8조원으로 전분기 대비 1.4조원 증가하였고 에너지가격 상승으로 연료비용과 구입전력비가 증가한 데 기인한다. 기타 영업비용 증가 배경은 원전 관련 충당금 및 평창올림픽 후원금 등으로 보인다. 한편 영업이익과 세전이익이 적자임에도 불구하고 법인세 비용이 증가한 배경은 최고세율 상승에 따른 법인세 비용 및 충당부채를 반영한 결과로 확인된다.

4분기 전력판매량은 125TWh로 YoY 2.5% 상승하였고, 원전 및 석탄발전 가동율은 각각 65.2%, 75.3%로 전년동기 65.9%, 80.5% 대비 소폭 하락하였다.

>>> 2분기 이후 수익성 개선 전망

최근 원전 가동율은 4분기보다 다소 낮은 61% 수준으로 확인된다. 동사는 2018년 원전 가동율을 2017년 수준인 71% 수준으로 예상하고 있으며 2분기 이후 가동율이 점진적으로 상승할 것으로 예상하고 있다.

낮은 원전 가동율과 국제에너지가격 상승의 영향으로 1분기 영업이익은 1조원 수준으로 전년대비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 동사는 신고리 4호기 가동을 4월로 예상하고 있으며 신규 원전 가동 및 가동율 상승에 따라 2분기 이후 실적 개선세를 보일 가능성이 높은 상황으로 판단한다.

>>> 하반기 요금제 개편 가능성 확대

하반기 산업용 요금 개편과 전력요금 조정 가능성이 높은 상황으로 판단, 목표주가와 투자의견을 유지한다.

하반기 요금조정을 예상하는 배경은 613 지방선거 이후 정치적 부담이 완화되고 에너지전환 비용 부담에 대한 국민적 합의가 필요하기 때문이다.

특히 연결 순익 1.5조원은 적정투자보수에 크게 미달, 6월 총괄원가 산정에 반영될 가능성이 높다. 또한 정부는 에너지 정책과 밀접한 온실가스 감축 계획 수정을 상반기까지 완료할 계획이며, 에너지전환의 성공을 위해서는 비용 부담에 대한 국민적 합의가 필요하다. 이는 경부하 요금 조정 및 에너지 정책 수정, 세제 개편을 통해 진행될 것으로 예상된다. 에너지 전환을 이끌 동사 재무구조 악화는 정부의 부담으로 보이기 때문이다.

4분기 매출 15.5조원, 에너지 비용 및 기타영업비용 증가로 적자 전환

(단위 억원, GWh)

	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2Q	17. 3Q	17. 4QP	QoQ	YoY	17. 4QE	18. 1QE
매출액	156,853	132,754	159,435	152,862	151,466	129,256	161,877	155,550	-3.9%	1.8%	149,456	162,586
전기판매량(GWh)	130,466	118,027	126,206	122,340	132,178	119,228	130,900	125,441	-4.2%	2.5%	125,372	134,609
연료비	37,110	28,507	35,084	39,968	42,968	33,632	43,402	45,243	4.2%	13.2%	42,570	42,874
구입전력비	30,987	21,421	24,153	30,996	38,243	31,195	34,430	38,775	12.6%	25.1%	37,534	38,971
영업손익	36,053	27,045	44,242	12,676	14,632	8,465	27,729	-1,294	적전	적전	12,036	25,052
세전이익	35,085	24,045	41,201	6,726	13,915	5,833	22,923	-4,614	적전	적전	7,659	20,675
연결순손익	21,628	17,678	29,382	4,392	9,016	3,590	16,181	-12,789	적전	적전	5,744	15,506

자료: 한국전력, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	589,577	601,904	598,149	624,081	648,721
매출원가	454,577	455,496	522,389	537,449	525,464
매출총이익	135,000	146,408	75,760	86,632	123,257
판매비및일반관리비	21,533	26,392	26,228	27,365	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	49,532	59,267	94,812
영업이익(핵심)	113,467	120,016	49,532	59,267	94,812
영업외손익	73,091	-14,881	-12,549	-12,740	-15,052
이자수익	2,416	2,418	1,586	1,655	1,720
배당금수익	141	94	62	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
관계기업지분법손익	2,074	-1,373	493	500	0
투자및기타자산처분손익	85,614	328	89	200	0
금융상품평가및기타금융이익	6,043	1,153	307	800	0
기타	4,041	2,932	2,914	3,040	3,160
법인세차감전이익	186,558	105,135	36,983	46,527	79,759
법인세비용	52,394	33,651	21,890	13,586	23,130
유효법인세율 (%)	28.1%	32.0%	59.2%	29.2%	29.0%
당기순이익	134,164	71,483	15,093	32,941	56,629
지배주주지분순이익(억원)	132,891	70,486	14,882	32,481	55,839
EBITDA	196,881	209,626	139,082	148,762	184,255
현금순이익(Cash Earnings)	217,578	161,093	104,643	122,435	146,073
수정당기순이익	68,248	70,476	14,931	32,233	56,629
증감율(% YoY)					
매출액	2.6	2.1	-0.6	4.3	3.9
영업이익(보고)	96.1	5.8	-58.7	19.7	60.0
영업이익(핵심)	96.1	5.8	-58.7	19.7	60.0
EBITDA	44.1	6.5	-33.7	7.0	23.9
지배주주지분 당기순이익	394.6	-47.0	-78.9	118.3	71.9
EPS	394.6	-47.0	-78.9	118.3	71.9
수정순이익	154.6	3.3	-78.8	115.9	75.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	168,284	164,451	124,663	129,936	155,993
당기순이익	134,164	71,483	15,093	32,941	56,629
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	-493	-500	0
영업활동자산부채 증감	-24,397	-23,086	20,696	8,262	9,985
기타	-121,144	18,854	-94	-62	-65
투자활동현금흐름	-96,593	-95,705	-106,879	-137,227	-138,195
투자자산의 처분	-51,055	26,694	21,685	-1,792	-1,703
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	-12,307	2,191	2,152
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	404	15,672	15,634
현금및현금성자산의순증가	19,868	-7,317	5,477	-5,101	19,951
기초현금및현금성자산	17,963	37,831	30,514	35,991	30,890
기말현금및현금성자산	37,831	30,514	35,991	30,890	50,841
Gross Cash Flow	192,681	187,537	103,966	121,673	146,008
Op Free Cash Flow	-757	26,598	4,158	7,100	34,128

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	164,743	165,224	190,479
현금및현금성자산	37,831	30,514	35,991	30,890	50,841
유동금융자산	53,477	26,842	5,383	5,617	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	79,753	83,211	86,496
재고자산	49,464	54,794	39,877	41,605	43,248
기타유동금융자산	2,154	3,763	3,739	3,901	4,055
비유동자산	1,532,320	1,581,285	1,620,681	1,669,413	1,718,454
장기매출채권및기타비유동채권	9,670	10,922	10,854	11,324	11,771
투자자산	94,007	94,823	95,184	97,305	98,851
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	1,785,424	1,834,637	1,908,933
유동부채	227,108	247,392	251,868	264,511	278,659
매입채무및기타유동채무	98,046	102,523	101,884	106,301	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	59,372	67,598	77,549
비유동부채	846,040	800,473	800,669	817,779	834,780
장기매입채무및비유동채무	34,616	33,393	33,185	34,623	35,990
사채및장기차입금	514,491	451,201	451,201	451,201	451,201
기타비유동부채	296,934	315,878	316,283	331,954	347,588
부채총계	1,073,149	1,047,865	1,052,537	1,082,290	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	534,141	553,385	595,984
기타자본	143,936	144,962	144,962	144,962	144,962
지배주주지분자본총계	666,345	717,237	719,639	738,883	781,482
비지배주주지분자본총계	13,080	13,269	13,248	13,464	14,013
자본총계	679,425	730,505	732,887	752,347	795,495
순차입금	502,831	484,458	500,440	505,307	485,134
총차입금	594,138	541,814	541,814	541,814	541,814

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	2,318	5,060	8,698
BPS	103,798	111,725	112,100	115,097	121,733
주당EBITDA	30,669	32,654	21,665	23,173	28,702
CFPS	33,892	25,094	16,300	19,072	22,754
DPS	3,100	1,980	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	2.4	4.0	19.0	8.7	5.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.2	3.7	5.7	5.3	4.2
PCFR	1.5	1.8	2.7	2.3	1.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.2	19.9	8.3	9.5	14.6
영업이익률(핵심)	19.2	19.9	8.3	9.5	14.6
EBITDA margin	33.4	34.8	23.3	23.8	28.4
순이익률	22.8	11.9	2.5	5.3	8.7
자기자본이익률(ROE)	21.9	10.1	2.1	4.4	7.3
투하자본이익률(ROIC)	6.0	5.8	1.4	2.9	4.5
안정성(%)					
부채비율	157.9	143.4	143.6	143.9	140.0
순차입금비율	74.0	66.3	68.3	67.2	61.0
이자보상배율(배)	5.6	6.8	2.8	3.1	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.6	7.4	7.7	7.6
재고자산회전율	12.4	11.5	12.6	15.3	15.3
매입채권회전율	5.5	6.0	5.9	6.0	6.0

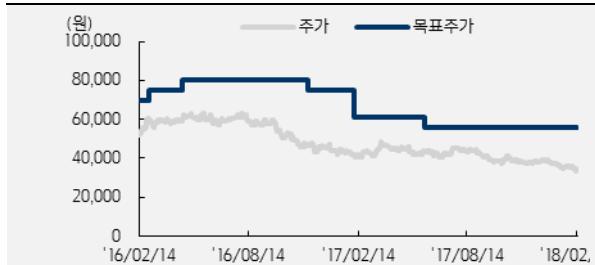
Compliance Notice

- 당사는 2월 13일 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	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
	2017-09-18	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-24.62	-18.75
	2017-10-16	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-25.33	-18.75
	2017-11-08	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-25.79	-18.75
	2017-11-20	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-26.34	-18.75
	2018-01-15	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-36.75	-35.18
	2018-02-14	Buy(Maintain)	56,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%