



## Buy(Maintain)

목표주가: 80,000원  
주가(10/14): 51,600원

시가총액: 331,253억원

## 유티리티

Analyst 김상구  
02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(10/14)			2,022.66pt
시가총액			331,253억원
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	63,000원	47,500원	
등락률	-18.10%	8.63%	
수익률	절대	상대	
1M	-10.9%	-11.9%	
6M	-13.3%	-13.6%	
1Y	3.3%	2.6%	

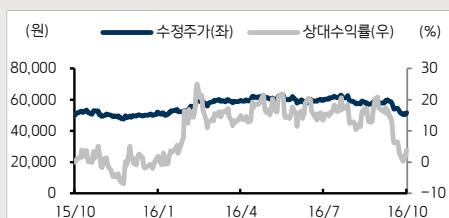
## Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,151천주
외국인 지분율	32.76%
배당수익률(16E)	4.20%
BPS(16E)	113,899원
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	574,49	589,577	595,157	638,387
보고영업이익	57,876	113,467	140,670	126,706
핵심영업이익	57,876	113,467	140,670	126,706
EBITDA	136,610	196,881	224,028	210,011
세전이익	42,293	186,558	120,295	102,332
순이익	27,990	134,164	85,169	77,567
자체주주지분순이익	26,869	132,891	84,361	76,832
EPS(원)	4,185	20,701	13,141	11,968
증감률(%YoY)	4,377.3	394.6	-36.5	-8.9
PER(배)	10.2	2.4	3.8	4.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.6	4.2	3.7	3.8
보고영업이익률(%)	10.1	19.2	23.6	19.8
핵심영업이익률(%)	10.1	19.2	23.6	19.8
ROE(%)	5.3	21.9	12.0	10.0
순부채비율(%)	112.4	74.0	66.5	58.0

## Price Trend

 실적 프리뷰

## 한국전력 (015760)

## 3분기 영업이익 4.5조원, 투명성 개선 가능성



3분기 예상 영업이익은 4.5조원 안팎으로 예상됩니다. 가정용 요금 할인에도 불구하고 전년대비 약 1,500억원 개선될 전망입니다. 4분기 펀더멘탈도 양호하나 11월 전력요금 인하 가능성성이 상존합니다. 반면 11월 파리협약의 발효가 국내 에너지 정책에 영향을 미칠 가능성이 높고, 에너지 요금과 정책의 투명성이 개선될 경우 긍정적 변화도 기대해볼 수 있는 상황으로 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익 4.5조원, 전년대비 소폭 개선 전망

동사 3분기 예상 실적은 매출 16조(QoQ 20.6%, YoY 3.5%), 영업이익 4.5조원(QoQ 66.0%, YoY 3.4%), 순이익 2.7조원(QoQ 54.8%, YoY -70.5%) 수준으로 전망된다. 큰 폭의 가정용 요금 할인에도 불구하고 영업이익은 YoY 약 1,500억원 개선될 것으로 예상된다.

전력판매량은 전년동기 대비 약 4.1% 증가할 전망이다. 전력판매액은 가정용 누진제 완화로 약 4천억원 감소한 효과 및 산업용 토요 경부하 완화가 7월 종료에 따라 1~2천억원 내외의 증가 요인이 있을 것으로 전망된다.

LNG 분기 평균 가격이 332\$/톤으로 전분기 311\$/톤 대비 약 7% 상승하였고 지진으로 월성 1~4호기 가동 정지되며, 연료비용과 전력구입비용이 전분기 대비 상승할 것으로 전망된다. 이외에 고효율 가전보조금 1,400억원 등이 반영될 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 가정용 요금 인하 가능성과 투명성 개선 가능성

4분기 동사 펀더멘탈은 다음 두 가지 배경으로 양호할 것으로 예상된다. 신고리 3호, 테안9호 등 6기의 기저발전이 상업운전을 시작하여 발전미스 개선이 있을 것으로 보인다. 두 번째로는 LNG가격 상승이 예상되나 연말 400\$/톤 내외로 전망, 전년동기 500\$/톤 수준보다는 낮을 것으로 예상되기 때문이다. 또 일부 지역 석탄가격 상승에도 불구하고, 국내에 수입되는 발전용 유연탄 도입 가격 변화는 크지 않다는 점이다.

그러나 양호한 실적에도 불구하고 11월말로 예정된 전력요금개편이 가장 큰 변동성을 제공할 것으로 보인다. 소폭의 가정용 요금 인하 가능성이 있으나, 긍정적인 기대도 가능한 상황으로 판단한다.

11월 파리협약 발효가 국내 에너지 및 기후대응에 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 국내 비준에 앞서 국제 발효가 먼저 진행, 감축에 대한 정치적 부담이 감소하였고, 국내의 미진한 온실가스 감축으로 인해 타이트한 에너지 관리가 필요하기 때문이다.

전력시장 개편, 2030년 온실가스 감축 로드맵 수립 등 에너지 정책 전반에 큰 변화가 필요한 상황이며, 환경 비용 부과, 사회적 수용성 향상을 위해 정책 투명성이 개선될 가능성이 높다. 요금인하로 인한 실적 둔화 우려보다, 투명성 개선으로 인한 벤류에이션 조정이 보다 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

## 믹스개선

7월 당진9호기 가동 이후 연말까지 7기의 신규 원전과 석탄 발전소가 상업운전을 시작할 것으로 보인다. 약 7GW의 기저발전으로 인한 연료비용 절감은 연간 약 2조원 수준으로 예상된다. (현재 에너지 가격 기준)  
반면 내년 석탄 개소세 인상으로 인한 비용 증가는 약 5천억원 안팎으로 예상, 2017년 편더멘탈도 양호할 것으로 예상된다.

## 요금개편

전력요금 폭탄 논란으로 가정용 요금 인하가 불가피할 것으로 보이나, 해외 사례처럼 기후대응, 미세먼지 대응을 위한 각종 사회적 비용, 환경 비용 부담은 증가할 가능성이 높다.

환경비용이나 관련 세금이 동사의 수익은 아니어서 실적 개선 효과는 없다. 그러나 정부가 각종 비용 부가를 위해서는 요금체계와 각 요소의 계산방법이 객관적이고 투명하게 공개될 필요성은 높아 보인다.

요금제도 투명성 개선은 동사 실적에 대한 안정성과 가시성을 높여주어 긍정적 영향이 기대된다.

## 한국전력 3분기 영업이익 4.5조원, YoY 1,500억원 개선 전망

(단위 억원, GWh)

	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3QE	QoQ	YoY
매출액	151,239	136,718	154,700	146,921	156,853	132,754	160,092	20.6%	3.5%
전기판매량(GWh)	128,144	116,314	121,058	118,138	130,466	118,027	125,987	6.7%	4.1%
연료비	46,317	33,514	37,592	34,162	37,110	28,507	35,532	24.6%	-5.5%
구입전력비	36,599	25,265	24,056	28,360	30,987	21,421	22,787	6.4%	-5.3%
영업손익	22,399	20,880	43,401	26,788	36,053	27,045	44,894	66.0%	3.4%
세전이익	20,583	17,335	124,743	23,866	35,085	24,045	36,487	51.7%	-70.8%
연결순손익	12,231	13,419	92,764	15,725	21,628	17,678	27,365	54.8%	-70.5%

자료: 한국전력, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	595,157	638,387	651,155
매출원가	497,630	454,577	432,751	488,366	498,133
매출총이익	77,119	135,000	162,406	150,021	153,021
판매비 및 일반관리비	19,244	21,533	21,736	23,315	23,782
영업이익(보고)	57,876	113,467	140,670	126,706	129,240
영업이익(핵심)	57,876	113,467	140,670	126,706	129,240
영업외손익	-15,583	73,091	-20,375	-24,374	-27,762
이자수익	1,915	2,416	2,439	1,181	1,205
배당금수익	142	141	142	69	70
외환이익	2,781	2,395	0	2,000	0
이자비용	23,516	20,157	31,500	33,000	33,500
외환손실	5,501	9,477	9,500	1,000	0
관계기업지분법손익	2,750	2,074	1,000	2,000	0
투자 및 기타자산처분손익	1,310	85,614	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	474	6,043	12,965	0	0
기타	4,063	4,041	4,079	4,376	4,463
법인세차감전이익	42,293	186,558	120,295	102,332	101,478
법인세비용	14,303	52,394	35,126	24,764	24,558
유효법인세율 (%)	33.8%	28.1%	29.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	27,990	134,164	85,169	77,567	76,920
지배주주지분순이익(억원)	26,869	132,891	84,361	76,832	76,191
EBITDA	136,610	196,881	224,028	210,011	212,498
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	168,526	160,873	160,178
수정당기순이익	26,809	68,248	75,990	77,567	76,920
증감율(%, YoY)					
매출액	6.4	2.6	0.9	7.3	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	24.0	-9.9	2.0
영업이익(핵심)	281.0	96.1	24.0	-9.9	2.0
EBITDA	53.3	44.1	13.8	-6.3	1.2
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-36.5	-8.9	-0.8
EPS	4,377.3	394.6	-36.5	-8.9	-0.8
수정순이익	4,311.4	154.6	11.3	2.1	-0.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	171,428	175,056	166,707
당기순이익	27,990	134,164	85,169	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	9,500	-1,000	0
자산처분손익	4,481	90,075	0	0	0
지분법손익	0	0	-1,000	-2,000	0
영업활동자산부채 증감	-14,286	-24,397	4,042	16,325	6,597
기타	19,550	-121,144	-9,641	858	-69
투자활동현금흐름	-144,132	-96,593	-149,456	-110,472	-165,014
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-831	45,717	-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	-14,933	9,523	-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	4,968	23,004	8,471
현금 및 현금성자산의 순증가	-4,360	19,868	7,038	74,107	-3,317
기초현금 및 현금성자산	22,323	17,963	37,831	44,869	118,976
기말현금 및 현금성자산	17,963	37,831	44,869	118,976	115,659
Gross Cash Flow	134,272	192,681	167,386	158,731	160,110
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	39,470	40,773	25,174

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	229,018	254,731	254,129
현금및현금성자산	17,963	37,831	44,869	118,976	115,659
유동금융자산	1,847	53,477	53,983	5,745	5,860
매출채권및유동채권	79,712	77,328	78,059	85,118	86,821
재고자산	45,375	49,464	49,932	42,559	43,410
기타유동비금융자산	23,302	2,154	2,174	2,332	2,379
비유동자산	1,468,884	1,532,320	1,599,145	1,677,400	1,759,319
장기매출채권및기타비유동채권	9,574	9,670	9,761	10,470	10,680
투자자산	87,444	94,007	95,473	100,135	100,949
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	1,828,163	1,932,131	2,013,448
유동부채	216,001	227,108	232,134	246,474	255,131
매입채무및기타유동채무	116,400	98,046	98,974	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	53,512	60,663	67,197
비유동부채	872,832	846,040	851,336	876,879	886,099
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	34,944	37,482	38,231
사채및장기차입금	563,796	514,491	514,491	514,491	514,491
기타비유동부채	273,315	296,934	301,902	324,906	333,377
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,083,470	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	546,716	610,311	673,254
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배주주지분자본총계	536,013	666,345	731,188	794,783	857,726
비지배주주지분자본총계	12,237	13,080	13,505	13,996	14,492
자본총계	548,250	679,425	744,693	808,779	872,218
순차입금	616,137	502,831	495,286	469,417	472,619
총차입금	635,947	594,138	594,138	594,138	594,138

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

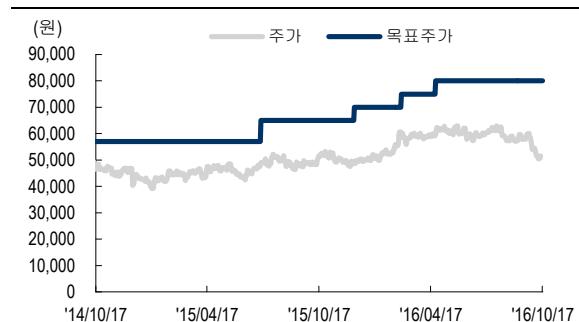
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	13,141	11,968	11,868
BPS	83,496	103,798	113,899	123,805	133,610
주당EBITDA	21,280	30,669	34,897	32,714	33,101
CFPS	16,625	33,892	26,252	25,060	24,951
DPS	500	3,100	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	3.8	4.2	4.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	3.7	3.8	3.7
PCFR	2.6	1.5	1.9	2.0	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	23.6	19.8	19.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	23.6	19.8	19.8
EBITDA margin	23.8	33.4	37.6	32.9	32.6
순이익률	4.9	22.8	14.3	12.2	11.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	12.0	10.0	9.2
투하자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	7.1	6.5	6.4
안정성(%)					
부채비율	198.6	157.9	145.5	138.9	130.8
순차입금비율	112.4	74.0	66.5	58.0	54.2
이자보상배율(배)	2.5	5.6	4.5	3.8	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	7.7	7.8	7.6
재고자산회전율	13.0	12.4	12.0	13.8	15.1
매입채무회전율	5.4	5.5	6.0	6.2	6.1

- 당사는 10월 14일 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(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	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
	2016-06-15	Buy(Maintain)	80,000원
	2016-07-07	Buy(Maintain)	80,000원
	2016-07-11	Buy(Maintain)	80,000원
	2016-08-05	Buy(Maintain)	80,000원
	2016-08-29	Buy(Maintain)	80,000원
	2016-08-30	Buy(Maintain)	80,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%