



Buy(Maintain)

목표주가: 61,000원

주가(5/8): 45,800원

시가총액: 294,020억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/8)		2,292.76pt
시가총액		294,020억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,000원	40,350원
당락률	-27.30%	13.51%
수익률	절대	상대
1M	1.7%	-4.6%
6M	-1.0%	-13.5%
1Y	-25.5%	-35.8%

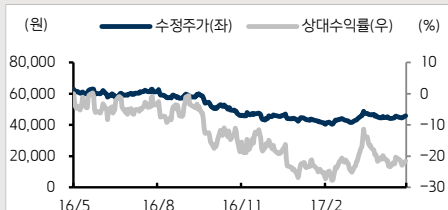
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,676천주
외국인 지분율	32.18%
배당수익률(17E)	4.77%
BPS(17E)	122,102원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	589,577	601,904	617,477	629,827
보고영업이익	113,467	120,016	122,787	125,431
핵심영업이익	113,467	120,016	122,787	125,431
EBITDA	196,881	209,626	212,337	214,926
세전이익	186,558	105,135	113,291	114,235
순이익	134,164	71,483	80,210	80,878
지배주주지분순이익	132,891	70,486	79,091	79,750
EPS(원)	20,701	10,980	12,320	12,423
증감률(%YoY)	394.6	-47.0	12.2	0.8
PER(배)	2.4	4.0	3.6	3.5
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	3.4	3.2
보고영업이익률(%)	19.2	19.9	19.9	19.9
핵심영업이익률(%)	19.2	19.9	19.9	19.9
ROE(%)	21.9	10.1	10.5	9.7
순부채비율(%)	74.0	66.3	53.5	45.3

Price Trend



실적 리뷰

한국전력 (015760)

펀더멘탈 개선과 새 정책에 주목할 시점



원전 정비 증가와 유연탄 가격 강세의 영향으로 1분기 실적이 둔화되었습니다. 둔화된 실적은 2분기 이후 개선될 것으로 예상됩니다. 실적개선보다는 새 정부의 환경 및 에너지 정책방향이 보다 직접적인 영향을 미칠 것으로 보입니다. 환경 개선을 위한 비용 배분, 신재생에너지 확대, 전력산업 효율화 등을 위해 연동제 도입 등 투명한 제도개선이 예상되며, 동시에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상합니다.

>>> 원전, 원료가격, 환율 영향으로 실적 둔화

동사 1분기 실적은 매출 15.1조원(QoQ -0.9%, YoY -3.4%), 영업이익 1.5조원(QoQ 15.4%, YoY -59.4%), 순이익 9,016억원(QoQ 105.3%, YoY -58.3%)으로 당사 전망치 및 시장 기대치를 하회하였다.

실적 둔화 배경은 원전 가동을 저하 및 유연탄 가격 상승에 따른 비용 증가와 환율 변동에 따른 UAE 매출 감소에 기인한다. 검침기준과 연결기준 전판수 조정 효과도 일부 영향을 미친 것으로 보인다. 원전 이용률은 74.2%로 전년 동기 89%에서 크게 하락, 배경은 격납건물 보수를 위한 정비 일정 조정. 반면 예상 연간 가동률은 82%로 지난해 79%보다 상승할 전망.

>>> 2분기 이후 펀더멘탈 개선될 전망

둔화된 실적은 2분기 이후 개선될 전망이다. 우선 1분기 증가했던 원전 정비가 감소하며 원전 가동을 상승에 따른 믹스개선 효과가 기대되며, 둘째 유연탄과 LNG 스팟 가격이 3~40% 하락, 시차를 두고 국내 도입가격에 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 또한 6월이후 석탄발전 4GW(태안10, 신보령1,2 삼척그린2)와 연말 신고리4호 상업운전이 예정되어 있어 믹스 개선효과가 배가될 전망이다. 아울러 도시가스 경우처럼 투자보수율도 상향될 것으로 보인다.

반면 4월부터 유연탄 개소세가 6원/Kg 인상, 1분기 유연탄 평균단가가 11.6만 원/톤의 5% 수준. 개소세 인상보다는 유연탄 가격 변동 영향이 클 것으로 전망된다. 한편 환경규제 법안이 통과되었으나 연료별 세부 가동규칙 조정까지는 다소간의 시간이 소요될 것으로 보인다.

>>> 새 시대에 걸맞은 정책 변화기대, 긍정적 영향 예상

대선과정에서 예상과는 달리 미세먼지 등 환경, 안전과 관련된 논쟁은 불거지지 않았다. 개선에 필요한 사회적 비용과 자원마련에 대한 어려움 때문으로 판단된다. G7정상회담 대응과 전력수급기본계획 수립 과정에서 발전 믹스, 효율적 요금정책 등 환경 및 에너지 정책방향이 확립될 것으로 예상된다. 현 환경 상황을 고려, 강도 높은 조치가 불가피할 것으로 보이며 긍정적 영향이 예상된다.

사회적 비용의 배분, 신재생 확대, 전력시장 개혁 등 환경개선과 전력산업 효율화를 위한 전력제도 투명화가 전망된다. 특히 전기구입비 연동제 도입 가능성은 높아 보인다. 이런 배경으로 목표주가와 투자 의견을 유지한다.

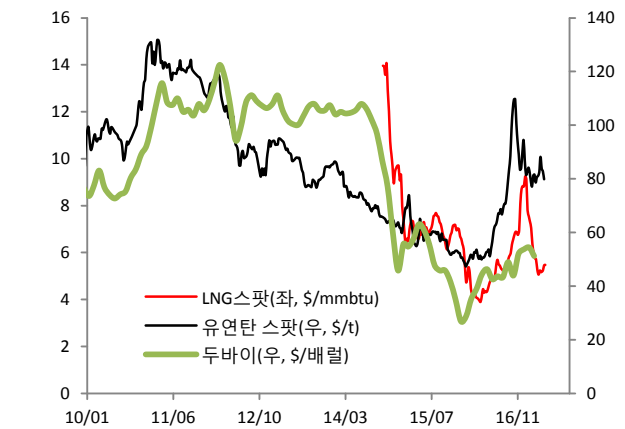
한국전력 1분기 영업이익 1.5조원, 원전 가동율 저하, 유연탄 가격 상승, 환율 등에 기인

(단위 억원, GWh)

	15. 1Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1QP	QoQ	YoY	컨센	17. 1Q 예상치	17. 2QE
매출액	151,239	156,853	132,754	159,435	152,862	151,466	-0.9%	-3.4%	157,879	160,184	139,414
전기판매량(GWh)	128,144	130,466	118,027	126,206	122,340	132,178	8.0%	1.3%		133,088	120,388
연료비	46,317	37,110	28,507	35,084	39,968	42,968	7.5%	15.8%		47,392	38,154
구입전력비	36,599	30,987	21,421	24,153	30,996	38,243	23.4%	23.4%		35,221	20,386
영업손익	22,399	36,053	27,045	44,242	12,676	14,632	15.4%	-59.4%	25,321	19,632	22,148
세전이익	20,583	35,085	24,045	41,201	6,726	13,915	106.9%	-60.3%		15,255	17,771
연결순손익	12,231	21,628	17,678	29,382	4,392	9,016	105.3%	-58.3%	15,726	11,441	13,328

자료: 한국전력, 키움증권

LNG, 유연탄 스팟가격 하락, 시차 두고 반영될 전망



자료: 블룸버그, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	589,577	601,904	617,477	629,827	648,721
매출원가	454,577	455,496	467,615	476,779	491,082
매출총이익	135,000	146,408	149,862	153,048	157,639
판매비및일반관리비	21,533	26,392	27,075	27,617	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	122,787	125,431	77,066
영업이익(핵심)	113,467	120,016	122,787	125,431	129,194
영업외손익	73,091	-14,881	-9,496	-11,197	-15,052
이자수익	2,416	2,418	1,637	1,670	1,720
배당금수익	141	94	64	65	67
외환이익	2,395	2,701	2,000	0	0
이자비용	20,157	17,529	18,000	19,000	20,000
외환손실	9,477	5,606	2,000	0	0
관계기업지분손익	2,074	-1,373	2,000	2,000	0
투자및기타자산처분손익	85,614	328	200	200	0
금융상품평가및기타금융이익	6,043	1,153	1,595	800	0
기타	4,041	2,932	3,008	3,068	3,160
법인세차감전이익	186,558	105,135	113,291	114,235	114,142
법인세비용	52,394	33,651	33,081	33,357	27,622
유효법인세율 (%)	28.1%	32.0%	29.2%	29.2%	24.2%
당기순이익	134,164	71,483	80,210	80,878	86,519
지배주주지분순이익(억원)	132,891	70,486	79,091	79,750	85,312
EBITDA	196,881	209,626	212,337	214,926	218,637
현금순이익(Cash Earnings)	217,578	161,093	169,760	170,373	175,963
수정당기순이익	68,248	70,476	78,939	80,170	86,519
증감율(% YoY)					
매출액	2.6	2.1	2.6	2.0	3.0
영업이익(보고)	96.1	5.8	2.3	2.2	-38.6
영업이익(핵심)	96.1	5.8	2.3	2.2	3.0
EBITDA	44.1	6.5	1.3	1.2	1.7
지배주주지분 당기순이익	394.6	-47.0	12.2	0.8	7.0
EPS	394.6	-47.0	12.2	0.8	7.0
수정순이익	154.6	3.3	12.0	1.6	7.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	168,284	164,451	189,290	175,579	185,548
당기순이익	134,164	71,483	80,210	80,878	86,519
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	-200	-200	0
지분법손익	0	0	-2,000	-2,000	0
영업활동자산부채 증감	-24,397	-23,086	21,824	7,470	9,650
기타	-121,144	18,854	-94	-64	-65
투자활동현금흐름	-96,593	-95,705	-108,104	-136,288	-137,798
투자자산의 처분	-51,055	26,694	20,349	-853	-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	-2,150	-2,817	-3,874
재무활동현금흐름	-52,066	-76,375	-2,702	-4,559	-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	10,008	8,923	12,779
현금및현금성자산의순증가	19,868	-7,317	78,484	34,732	47,048
기초현금및현금성자산	17,963	37,831	30,514	108,997	143,729
기말현금및현금성자산	37,831	30,514	108,997	143,729	190,776
Gross Cash Flow	192,681	187,537	167,466	168,109	175,897
Op Free Cash Flow	-757	26,598	72,005	53,152	64,405

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	241,910	279,300	330,415
현금및현금성자산	37,831	30,514	108,997	143,729	190,776
유동금융자산	53,477	26,842	5,557	5,668	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	82,330	83,977	86,496
재고자산	49,464	54,794	41,165	41,988	43,248
기타유동비금융자산	2,154	3,763	3,860	3,937	4,055
비유동자산	1,532,320	1,581,285	1,623,701	1,672,872	1,721,464
장기매출채권및기타비유동채권	9,670	10,922	11,204	11,428	11,771
투자자산	94,007	94,823	97,853	100,660	101,861
무형자산	1,413,614	1,457,431	1,494,920	1,538,725	1,582,529
기타비유동자산	8,584	9,834	9,097	8,415	7,784
자산총계	1,752,574	1,778,370	1,865,611	1,952,171	2,051,878
유동부채	227,108	247,392	256,261	265,817	278,659
매입채무및기타유동채무	98,046	102,523	105,176	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	60,473	67,925	77,549
비유동부채	846,040	800,473	811,345	820,953	834,780
장기매입채무및비유동채무	34,616	33,393	34,257	34,942	35,990
사채및장기차입금	514,491	451,201	451,201	451,201	451,201
기타비유동부채	296,934	315,878	325,887	334,809	347,588
부채총계	1,073,149	1,047,865	1,067,606	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	598,350	664,857	736,923
기타자본	143,936	144,962	144,962	144,962	144,962
지배주주지분자본총계	666,345	717,237	783,848	850,355	922,421
비지배주주지분자본총계	13,080	13,269	14,157	15,046	16,019
자본총계	679,425	730,505	798,005	865,402	938,440
순차입금	502,831	484,458	427,259	392,417	345,199
총차입금	594,138	541,814	541,814	541,814	541,814

투자지표

(단위: 원, %, %)

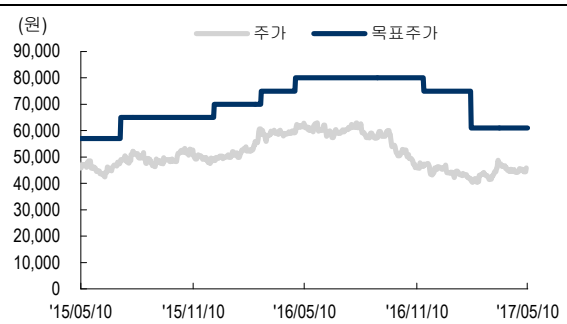
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	12,320	12,423	13,289
BPS	103,798	111,725	122,102	132,462	143,687
주당EBITDA	30,669	32,654	33,076	33,479	34,058
CFPS	33,892	25,094	26,444	26,539	27,410
DPS	3,100	1,980	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	2.4	4.0	3.6	3.5	3.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.2	3.7	3.4	3.2	2.9
PCFR	1.5	1.8	1.7	1.7	1.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.2	19.9	19.9	19.9	11.9
영업이익률(핵심)	19.2	19.9	19.9	19.9	19.9
EBITDA margin	33.4	34.8	34.4	34.1	33.7
순이익률	22.8	11.9	13.0	12.8	13.3
자기자본이익률(ROE)	21.9	10.1	10.5	9.7	9.6
투자자본이익률(ROIC)	6.0	5.8	6.1	6.1	6.6
안정성(%)					
부채비율	157.9	143.4	133.8	125.6	118.6
순차입금비율	74.0	66.3	53.5	45.3	36.8
이자보상배율(배)	5.6	6.8	6.8	6.6	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율	12.4	11.5	12.9	15.1	15.2
매입채무회전율	5.5	6.0	5.9	5.9	6.0

- 당사는 5월 8일 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)	2015/05/12	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
	2017/2/28	Buy(Maintain)	61,000원
	2017/4/6	Buy(Maintain)	61,000원
	2017/5/10	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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%