



## Buy(Maintain)

목표주가: 61,000원

주가(4/5): 46,100원

시가총액: 295,945억원

## 유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



## Stock Data

KOSPI(4/5)	2,160.85pt
시가총액	295,945억원
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	63,000원 40,350원
등락률	-26.83% 14.25%
수익률	절대 상대
1M	7.3% 3.3%
6M	-14.3% -18.6%
1Y	-20.5% -27.8%

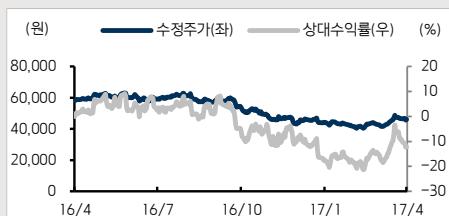
## Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,723천주
외국인 지분율	32.01%
배당수익률(17E)	4.77%
BPS(17E)	122,102원
주요 주주	한국정책금융공사 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
자체주주지분순이익	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 프리뷰

## 한국전력 (015760)

## 실적보다는 조기 대선이 변수



전력소비 증가와 신규 기저발전소 확대에도 불구하고 1분기 실적은 전년 동기에 비해 둔화될 것으로 예상됩니다. 원전 정비 증가와 유연탄 가격 상승에 기인합니다. 2분기 이후 원전 가동률 상승과 유연탄 가격 하락이 예상, 실적둔화는 일시적인 변화로 판단합니다. 이보다는 조기 대선에 따른 에너지 정책과 요금정책 변화 가능성이 주요 변수로 보이며, 긍정적 변화가 나타날 것으로 예상합니다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기, 원전 정비 및 유연탄 가격 상승 영향을 받을 전망

신규 기저발전소 준공에도 불구하고 1분기 동사 예상 실적은 매출 16조(QoQ 4.8%, YoY 2.1%), 영업이익 2조원(QoQ 54.9%, YoY -45.5%), 순이익 1.1조원(QoQ 160.5%, YoY -47.1%)으로 전년대비 둔화될 전망이다. 둔화 배경은 전년 대비 급증한 원전 정비와 유연탄 가격 상승에 기인한다.

1월 원전 평균정비용량은 5.1GW/일로 지난해 1.6GW/일에 비해 3.5GW/일 이상의 정비 증가가 있었던 것으로 추정, 약 5천억원의 비용 증가로 이어졌을 것으로 예상된다. 한편 1분기 유연탄 평균 도입 가격은 79\$/톤으로 지난해 51\$/톤 대비 50%이상 상승, 연료비용을 증가시킬 것으로 예상된다.

그러나 1분기 실적 둔화는 일시적인 것으로 분석하며 원전 정비 감소와 유연탄 가격 하락이 예상되는 2분기 및 연간 실적은 견조한 수준을 유지할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 대선정국 진입, 환경 이슈 논의 확대, 긍정적 변화 예상

펀더멘탈 대비 현저한 저평가 상태가 지속되고 있다. 2분기 이후 기저발전 확대 효과 등 실적 개선이 예상되어 1분기 실적 둔화가 미칠 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 이보다는 조기 대선으로 인해 논의가 확대될 환경이슈와 예정보다 앞당겨질 에너지 믹스 방향성 등에 주목할 시점으로 판단한다.

주요 대선 후보의 성향 및 과거 공약에 근거, 석탄발전 및 원전 축소, 신재생에너지 확대 가능성이 높다. 변수는 속도와 강도로 판단한다. 이를 여름으로 예정된 8차 전력수급기본계획에 앞서 대선후보 검증과정에서 차기 정부 에너지 믹스와 정책 방향이 확인될 것으로 예상된다. 특히 표면적으로는 환경 이슈이나 동사가 감내할 수 있는 범위를 벗어난 막대한 재원이 소요된다는 측면에서 궁극적으로 재원마련 방식과 요금정책에 영향을 미칠 것으로 예상한다.

환경 비용 배분은 소비자가 직접 부담하는(요금 연동 등) 형식과 국민에게 균등하게 조세 형태로 부담하는 방식으로 양분할 수 있는데, 조세 증가보다는 요금에 연동되어 부가될 가능성이 높을 것으로 전망된다.

아울러 부진한 신재생에너지 보급 촉진과 신재생에너지 계통연계 확대를 위한 전력시장 개편 등의 변화도 가속될 가능성이 상존하는 것으로 예상한다. 이는 긍정적 변화로 연결될 가능성이 높은 것으로 판단한다.(2월28일 자료 참조) 이런 배경으로 목표주가와 투자의견을 유지한다.

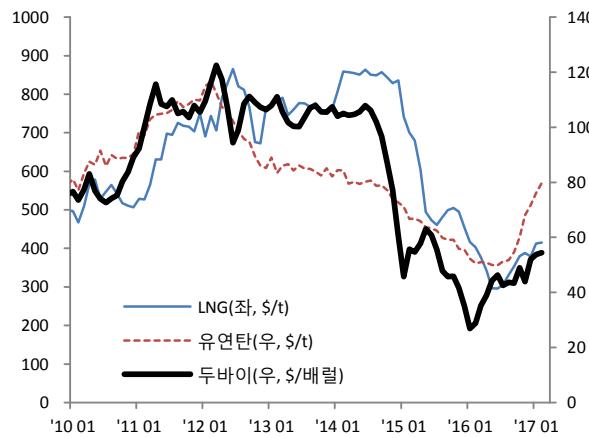
## 한국전력 1분기 영업이익 2조원 예상, 원전 정비 증가 및 유연탄 가격 상승에 기인

(단위 억원, GWh)

	15. 1Q	15. 2Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1QE	QoQ	YoY	컨센	17. 2QE
매출액	151,239	136,718	156,853	132,754	159,435	152,862	160,184	4.8%	2.1%	157,879	139,414
전기판매량(GWh)	128,144	116,314	130,466	118,027	126,206	122,340	133,088	8.8%	2.0%		120,388
연료비	46,317	33,514	37,110	28,507	35,084	39,968	47,392	18.6%	27.7%		38,154
구입전력비	36,599	25,265	30,987	21,421	24,153	30,996	35,221	13.6%	13.7%		20,386
영업손익	22,399	20,880	36,053	27,045	44,242	12,676	19,632	54.9%	-45.5%	29,185	22,148
세전이익	20,583	17,335	35,085	24,045	41,201	6,726	15,255	126.8%	-56.5%		17,771
연결순손익	12,231	13,419	21,628	17,678	29,382	4,392	11,441	160.5%	-47.1%	16,909	13,328

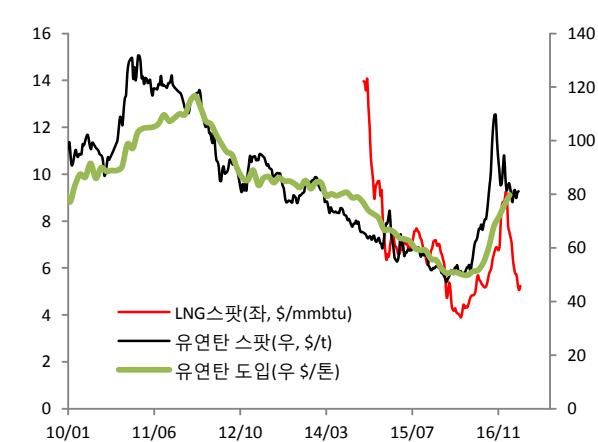
자료: 한국전력, 키움증권

## 유연탄 도입가 YoY 50% 상승, LNG 전년 동기 수준



자료: 관세청, 키움증권

## 유연탄 스팟가격 11월 이후 하락, 2분기에 영향 줄 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
판매비 및 일반관리비	21,533	26,392	27,075	27,617	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	122,787	125,431	129,194
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
관계기업지분법손익	2,074	-1,373	2,000	2,000	0
투자 및 기타자산처분손익	85,614	328	200	200	0
금융상품평가 및 기타금융이익	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)

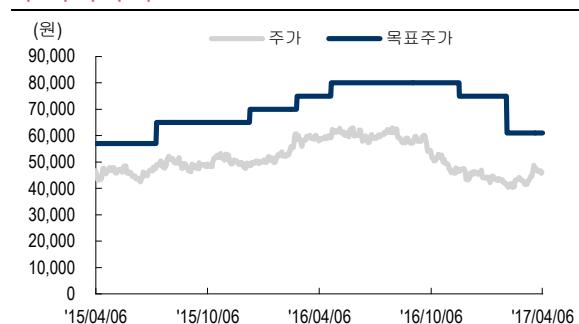
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	241,910	279,300	330,415
현금및현금성자산	37,831	30,514	108,997	143,729	190,776
유동금융자산	53,477	26,842	5,557	5,668	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	82,330	83,977	86,496
재고자산	49,464	54,794	41,165	41,988	43,248
기타유동금융자산	2,154	3,763	3,860	3,937	4,055
비유동자산	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
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	1,865,611	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

- 당사는 4월 5일 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)	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
	2016/08/29	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/10/17	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/11/04	Buy(Maintain)	80,000원
	2016/11/21	Buy(Maintain)	75,000원
	2016/12/09	Buy(Maintain)	75,000원
	2017/01/11	Buy(Maintain)	75,000원
	2017/02/07	Buy(Maintain)	61,000원
	2017/02/28	Buy(Maintain)	61,000원
	2017/04/06	Buy(Maintain)	61,000원

### 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 (비증확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비증축소)	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%