



Buy(Maintain)

목표주가: 56,000원

주가(8/08): 44,050원

시가총액: 282,785억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(8/7)		2,398.75pt
시가총액		282,785억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	62,600원	40,350원
당락률	-29.63%	9.17%
수익률	절대	상대
1M	3.6%	2.8%
6M	6.7%	-7.7%
1Y	-27.9%	-39.4%

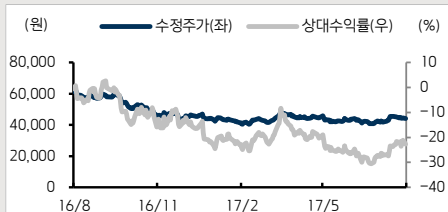
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,498천주
외국인 지분율	32.16%
배당수익률(17E)	4.77%
BPS(17E)	117,579원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	589,577	601,904	590,207	629,827
보고영업이익	113,467	120,016	82,754	99,608
핵심영업이익	113,467	120,016	82,754	99,608
EBITDA	196,881	209,626	172,304	189,103
세전이익	186,558	105,135	70,750	86,912
순이익	134,164	71,483	50,763	61,534
지배주주지분순이익	132,891	70,486	50,055	60,675
EPS(원)	20,701	10,980	7,797	9,451
증감률(%YoY)	394.6	-47.0	-29.0	21.2
PER(배)	2.4	4.0	5.6	4.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	4.4	3.8
보고영업이익률(%)	19.2	19.9	14.0	15.8
핵심영업이익률(%)	19.2	19.9	14.0	15.8
ROE(%)	21.9	10.1	6.8	7.8
순부채비율(%)	74.0	66.3	61.0	53.7

Price Trend



실적 리뷰

한국전력 (015760)

하반기 실적 개선 및 요금제도 개편 가능성



신규 기저발전 증가에도 불구하고 원전과 석탄발전의 낮은 가동율과 유연탄 가격 상승으로 실적 둔화세가 이어졌습니다. 하반기에는 신규석탄발전의 온기 반영, 노후석탄화력의 재가동, 원전가동율 회복 등으로 기저발전량이 증가할 전망입니다. 이는 실적 개선으로 이어질 것으로 보이며 8월 전력수급기본계획 발표 이후 요금제도 개편 가능성이 확대되면서センチメント도 개선될 것으로 예상합니다.

>>> 원전, 석탄 가동율 하락 및 유연탄 가격 상승 실적 둔화

동사 2분기 실적은 매출 12.9조원(QoQ -14.7%, YoY -2.6%), 영업이익 8,465억원(QoQ -42.1%, YoY -68.7%), 순이익 3,590억원(QoQ -60.2%, YoY -79.7%)로 실적 둔화세가 이어졌다.

실적 둔화 배경은 원전 가동율이 75.2%로 지난해 84.3%에서 크게 하락한 점, 노후 석탄화력의 셧다운 및 유연탄 가격 상승 등으로 발전비용 증가가 지속되고 있기 때문인 것으로 판단된다. 신규 석탄화력인 태안10호기, 삼척그린2호기, 신보령1호기가 6월에 가동을 시작하며 석탄발전용량이 10% 증가하였음에도 불구하고 유연탄 가격이 12.1만원/톤, QoQ 약 4.1% 상승하며 실적 개선에는 제한적 영향을 준 것으로 분석된다.

>>> 하반기 기저발전 가동율 회복, 점진적 개선 전망

하반기 기저발전 가동율 회복에 따라 점진적 개선세를 보일 것으로 전망한다. 3분기는 신규 석탄화력 3기의 온기 반영, 9월 준공 예정인 신보령2호기, 노후 석탄화력 재가동으로 석탄발전량이 전년동기 대비 약 15% 증가할 전망이다. 2분기 석탄발전 가동율은 69.4%로 전년동기 83.3%에 비해 크게 낮았지만 3분기에는 지난 1분기 수준인 87%까지는 회복되며 실적 회복을 견인할 것으로 예상된다. 3분기 원전 가동율은 2분기와 유사한 73% 내외를 유지할 것으로 예상되는데 지난해 3분기 원전가동율이 79.7% 수준으로 평년보다 낮았던 점에 미루어 낮은 원전 가동율로 인한 영향은 제한적인 수준으로 전망한다. 4분기 원전가동율은 85%로 상승할 전망이며 발전 믹스와 실적 개선으로 이어질 전망이다.

>>> 정책 리스크 해소 및 요금 제도 개편 가능성

8월 중 8차 전력수급기본계획 초안이 공개될 예정이며, 원전과 석탄의 발전믹스 및 신재생에너지 투자 규모, 투자 주체가 확인될 것으로 예상된다. 세부 계획이 확인되면 환경 비용과 적정투자보수에 대한 추정이 가능해 질 것으로 전망되며 정책 리스크는 점진적으로 완화될 것으로 기대한다.

전력수급기본계획 발표 이후에는 경부하 요금 조정, 연동제 도입 등 요금 제도 개편으로 이어질 가능성이 높은 상황이다. 요금제도 개편 시 4분기 동계 전력성수기 진입 직전에 진행될 가능성이 높으며, 하반기 실적 개선과 함께センチメント도 개선될 것으로 예상된다. 이런 배경으로 목표주가와 투자의견을 유지한다.

2분기 영업이익 8,465억원 실적 둔화 지속, 원전, 석탄발전 가동율 하락에 기인

(단위: 억원, GWh)

	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2QP	QoQ	YoY	17. 2Q 추정	17. 3QE	17. 4QE
매출액	156,853	132,754	159,435	152,862	151,466	129,256	-14.7%	-2.6%	136,907	160,953	148,532
전기판매량(GWh)	130,466	118,027	126,206	122,340	132,178	119,228	-9.8%	1.0%	119,580	128,730	124,786
연료비	37,110	28,507	35,084	39,968	42,968	33,632	-21.7%	18.0%	37,040	39,432	27,609
구입전력비	30,987	21,421	24,153	30,996	38,243	31,195	-18.4%	45.6%	26,853	30,054	24,268
영업손익	36,053	27,045	44,242	12,676	14,632	8,465	-42.1%	-68.7%	14,288	35,386	24,268
세전이익	35,085	24,045	41,201	6,726	13,915	5,833	-58.1%	-75.7%	9,911	31,009	19,891
연결순손익	21,628	17,678	29,382	4,392	9,016	3,590	-60.2%	-79.7%	7,434	23,257	14,919

자료: 한국전력, 키움증권

하반기 석탄 및 원전 가동율 회복에 따라 점진적인 실적 개선 예상

		16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2QP	17. 3QE	17. 4QE
석탄	가동율	89.4%	83.3%	89.3%	80.5%	87.0%	69.4%	87.0%	80.5%
	발전량(GWh)	51,315	47,958	53,579	54,496	57,584	50,934		
원자력	가동율	89.0%	84.3%	79.7%	65.9%	74.2%	75.2%	73.0%	85.0%
	발전량(GWh)	44,209	42,304	40,898	34,873	38,653	39,465		

자료: 한국전력, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	589,577	601,904	590,207	629,827	648,721
매출원가	454,577	455,496	481,573	502,602	517,680
매출총이익	135,000	146,408	108,634	127,225	131,042
판매비및일반관리비	21,533	26,392	25,879	27,617	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	82,754	99,608	102,597
영업이익(핵심)	113,467	120,016	82,754	99,608	102,597
영업외손익	73,091	-14,881	-12,004	-12,697	-15,052
이자수익	2,416	2,418	1,565	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	200	200	0
금융상품평가및기타금융이익	6,043	1,153	795	800	0
기타	4,041	2,932	2,875	3,068	3,160
법인세차감전이익	186,558	105,135	70,750	86,912	87,544
법인세비용	52,394	33,651	19,987	25,378	21,186
유효법인세율 (%)	28.1%	32.0%	28.3%	29.2%	24.2%
당기순이익	134,164	71,483	50,763	61,534	66,358
지배주주지분순이익(억원)	132,891	70,486	50,055	60,675	65,432
EBITDA	196,881	209,626	172,304	189,103	192,040
현금순이익(Cash Earnings)	217,578	161,093	140,313	151,028	155,802
수정당기순이익	68,248	70,476	50,049	60,826	66,358
증감율(% YoY)					
매출액	2.6	2.1	-1.9	6.7	3.0
영업이익(보고)	96.1	5.8	-31.0	20.4	3.0
영업이익(핵심)	96.1	5.8	-31.0	20.4	3.0
EBITDA	44.1	6.5	-17.8	9.7	1.6
지배주주지분 당기순이익	394.6	-47.0	-29.0	21.2	7.8
EPS	394.6	-47.0	-29.0	21.2	7.8
수정순이익	154.6	3.3	-29.0	21.5	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	168,284	164,451	159,752	159,328	165,387
당기순이익	134,164	71,483	50,763	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	-200	-200	0
지분법손익	0	0	-500	-500	0
영업활동자산부채 증감	-24,397	-23,086	20,233	9,061	9,650
기타	-121,144	18,854	-94	-61	-65
투자활동현금흐름	-96,593	-95,705	-106,219	-138,173	-137,798
투자자산의 처분	-51,055	26,694	22,233	-2,738	-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	-16,253	8,992	-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	-3,542	22,473	12,779
현금및현금성자산의순증가	19,868	-7,317	37,280	30,147	26,887
기초현금및현금성자산	17,963	37,831	30,514	67,793	97,940
기말현금및현금성자산	37,831	30,514	67,793	97,940	124,827
Gross Cash Flow	192,681	187,537	139,519	150,267	155,736
Op Free Cash Flow	-757	26,598	42,857	36,460	44,244

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	194,836	233,511	264,465
현금및현금성자산	37,831	30,514	67,793	97,940	124,827
유동금융자산	53,477	26,842	5,312	5,668	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	78,694	83,977	86,496
재고자산	49,464	54,794	39,347	41,988	43,248
기타유동비금융자산	2,154	3,763	3,690	3,937	4,055
비유동자산	1,532,320	1,581,285	1,620,067	1,669,869	1,718,461
장기매출채권및기타비유동채권	9,670	10,922	10,709	11,428	11,771
투자자산	94,007	94,823	94,714	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	1,814,903	1,903,380	1,982,926
유동부채	227,108	247,392	250,064	265,817	278,659
매입채무및기타유동채무	98,046	102,523	100,531	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	58,920	67,925	77,549
비유동부채	846,040	800,473	796,281	820,953	834,780
장기매입채무및비유동채무	34,616	33,393	32,744	34,942	35,990
사채및장기차입금	514,491	451,201	451,201	451,201	451,201
기타비유동부채	296,934	315,878	312,336	334,809	347,588
부채총계	1,073,149	1,047,865	1,046,345	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	569,314	616,749	668,937
기타자본	143,936	144,962	144,962	144,962	144,962
지배주주지분자본총계	666,345	717,237	754,812	802,247	854,435
비지배주주지분자본총계	13,080	13,269	13,746	14,363	15,052
자본총계	679,425	730,505	768,558	816,610	869,487
순차입금	502,831	484,458	468,708	438,205	411,149
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	7,797	9,451	10,193
BPS	103,798	111,725	117,579	124,968	133,097
주당EBITDA	30,669	32,654	26,840	29,457	29,914
CFPS	33,892	25,094	21,857	23,526	24,270
DPS	3,100	1,980	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	2.4	4.0	5.6	4.7	4.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.2	3.7	4.4	3.8	3.6
PCFR	1.5	1.8	2.0	1.9	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.2	19.9	14.0	15.8	15.8
영업이익률(핵심)	19.2	19.9	14.0	15.8	15.8
EBITDA margin	33.4	34.8	29.2	30.0	29.6
순이익률	22.8	11.9	8.6	9.8	10.2
자기자본이익률(ROE)	21.9	10.1	6.8	7.8	7.9
투자자본이익률(ROIC)	6.0	5.8	4.1	4.8	5.2
안정성(%)					
부채비율	157.9	143.4	136.1	133.1	128.1
순차입금비율	74.0	66.3	61.0	53.7	47.3
이자보상배율(배)	5.6	6.8	4.6	5.2	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.6	7.4	7.7	7.6
재고자산회전율	12.4	11.5	12.5	15.5	15.2
매입채무회전율	5.5	6.0	5.8	6.1	6.0

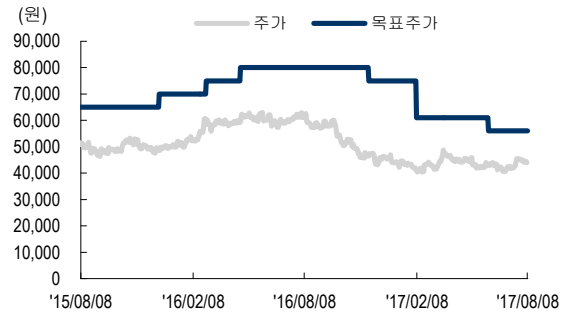
Compliance Notice

- 당사는 8월 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.

투자 의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국전력(015760)	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
	2017/6/05	Buy(Maintain)	56,000원
	2017/7/12	Buy(Maintain)	56,000원
	2017/8/08	Buy(Maintain)	56,000원

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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%