



Buy(Maintain)

목표주가: 80,000원

주가(7/8): 59,600원

시가총액: 392,882억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(7/8)		1,963.10pt
시가총액		382,611억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,000원	46,300원
당락률	-5.40%	28.73%
수익률	절대	상대
1M	-1.5%	1.7%
6M	19.4%	16.7%
1Y	26.1%	29.6%

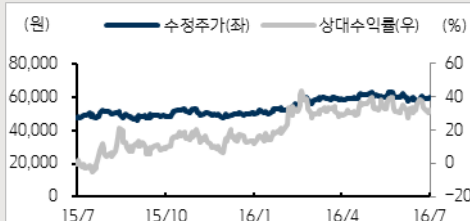
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	938천주
외국인 지분율	32.98%
배당수익률(16E)	4.20%
BPS(16E)	113,128원
주요 주주	한국정채금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	574,49	589,577	601,772	638,387
보고영업이익	57,876	113,467	140,169	126,706
핵심영업이익	57,876	113,467	140,169	126,706
EBITDA	136,610	196,881	223,527	210,011
세전이익	42,293	186,558	106,904	102,332
순이익	27,990	134,164	80,177	77,567
지배주주지분순이익	26,869	132,891	79,416	76,832
EPS(원)	4,185	20,701	12,371	11,968
증감률(%)YoY)	4,377.3	394.6	-40.2	-3.3
PER(배)	10.2	2.4	4.0	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	23.3	19.8
핵심영업이익률(%)	10.1	19.2	23.3	19.8
ROE(%)	5.3	21.9	11.3	10.1
순부채비율(%)	112.4	74.0	67.2	59.0

Price Trend



실적 프리뷰

한국전력 (015760)

2분기 큰 폭의 영업이익 개선 지속될 전망



2분기 예상 영업이익은 3.1조원 내외로 예상됩니다. 제한적인 전력소비 증가에도 불구하고 기저발전 확대와 LNG가격 인하로 큰 폭의 영업이익 개선 가능성이 높은 것으로 판단합니다. 신규 기저발전 확대에 따른 구조적 실적 개선이 당분간 지속될 것으로 보이는 점과 하반기 기후변화, 에너지 관련 정책 변화, 전력 자유화 등으로 동시에 긍정적인 상황이 이어질 것으로 판단합니다.

>>> 2분기 전망, 영업이익 전년 동기 대비 1조원 개선 전망

동사 2분기 예상 실적은 매출 13.7조(QoQ -12.4%, YoY 0.5%), 영업이익 3.1조원(QoQ -13.9%, YoY 48.6%), 순이익 1.8조원(QoQ -18.1%, YoY 32.0%) 수준으로 전망된다.

제한적인 전력판매 증가에도 불구하고 영업이익은 전년 동기대비 1조원개선될 것으로 예상된다.

실적 개선 배경은 기저발전 증가와 LNG가격 하락에 기인한다. 2분기 기저발전량은 원자력 발전 증가에 따라 전년대비 약 3% 내외의 증가세를 보일 것으로 예상된다. 국제유가가 연초 이후 반등 움직임을 보이고 있으나 약 6개월 후행하는 LNG가격은 2분기에도 내림세를 보일 것으로 예상된다.

>>> 환경비용 이슈, 긍정적 영향 기대

우려했던 요금인하는 없었다. 오히려 1년간 한시적 요금경감이 종료, 소폭의 인상효과가 3분기부터 나타날 것으로 예상된다.

다음 요금조정은 동절기 진입 직전으로 예상되나, 실적에 영향을 미칠 정도의 인하 가능성은 높지 않다고 판단한다. 오히려 미국 등 우리보다 먼저 석탄발전 폐지를 시행하고 있는 국가의 요금 정책과 유사한 방향으로 전개될 가능성이 높다. 석탄발전 축소가 기후변화와 관련되고, 활용할 수 있는 대응 기술과 제도가 제한적이기 때문이다. 미국은 청정발전과 관련하여 2017년 2% 수준의 전기요금 인상을 예상하고 있다.

하반기 예상되는 기후변화 목표 수립 과정에서 정부 대응이 강화될 것으로 예상, 요금인하 가능성은 크지 않을 것으로 판단한다. 또 미국과 같은 이유에서 요금과 관련된 정치적 리스크도 축소될 것으로 전망한다. 전력산업 자유화 움직임도 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

>>> 유가 상승 불구 실적 개선 움직임 당분간 지속될 전망

연초 상승한 국제유가는 7~8월 이후 LNG 가격에 영향을 미칠 것으로 전망된다. 그러나 가격 수준은 전년대비 낮게 유지될 것으로 예상, 3분기에도 전년 대비 영업이익 개선세는 지속될 전망이다.

신규 기저발전 상업운전도 실적 개선에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 신규 설비는 부수적으로 요금기저 확대 효과가 있어 내년 투자보수를 크게 증대시킬 것으로 전망한다. 긍정적 시각을 유지한다.

실적 개선 지속 전망

2분기 실적 개선의 배경은 기저발전 증가와 낮은 에너지 가격이다.

연초 LNG도입가격은 416\$/톤에서 5월 310\$/톤까지 하락하였다. 반면 두바이유는 1월을 기점으로 64% 상승하였다. 유가에 후행하여 LNG가격이 상승할 것으로 예상된다.

유가와 동일한 상승을 가정할 경우 올 연말 430\$/톤까지 상승할 것으로 보인다. 그러나 여전히 작년보다 낮은 가격수준으로 실적개선이 지속될 것으로 예상된다.

아울러 기저발전 증가되는 점도 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다.

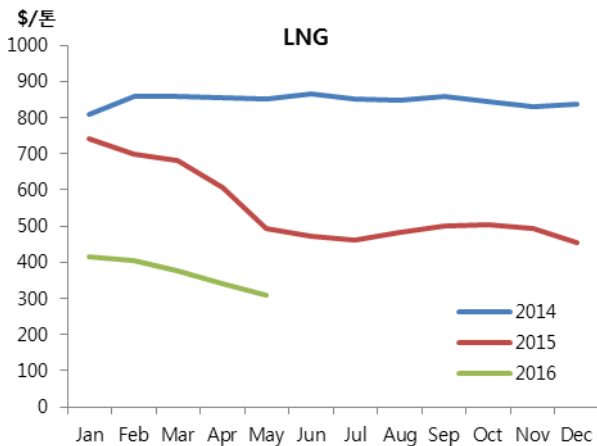
한국전력 2분기 영업이익 YoY 1조원 개선, 기저발전 증가 및 LNG 가격 하락에 기인

(단위: 억원, GWh)

	14. 1Q	14. 2Q	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2QE	QoQ	YoY	컨센
매출액	147,726	128,893	151,239	136,718	154,700	146,921	156,853	137,351	-12.4%	0.5%	138,078
전기판매량(GWh)	125,635	114,513	128,144	116,314	121,058	118,138	130,466	116,935	-10.4%	0.5%	
연료비	61,542	46,182	46,317	33,514	37,592	34,162	37,110	27,592	-25.6%	-17.7%	
구입전력비	32,808	26,979	36,599	25,265	24,056	28,360	30,987	19,703	-36.4%	-22.0%	
영업손익	12,271	8,292	22,399	20,880	43,401	26,788	36,053	31,029	-13.9%	48.6%	26,077
세전이익	9,019	4,285	20,583	17,335	124,743	23,866	35,085	23,622	-32.7%	36.3%	
연결순손익	5,613	1,915	12,231	13,419	92,764	15,725	21,628	17,717	-18.1%	32.0%	16,663

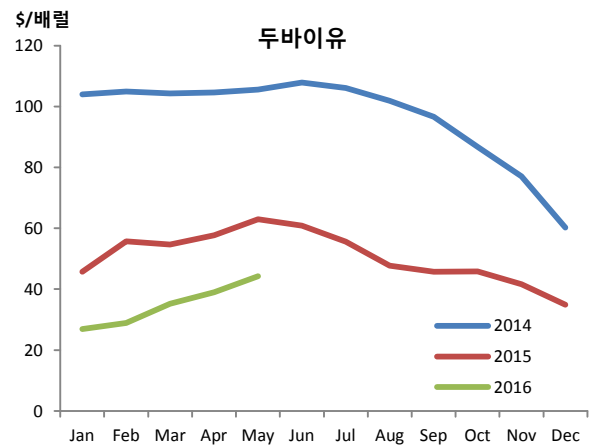
자료: 한국전력, 키움증권

하반기 LNG가격 상승시에도 전년대비 낮은 수준 예상



자료: 관세청

두바이유, 연초이후 60% 상승, 후행하여 LNG에 반영 전망



자료: 관세청

요금, 이중 잣대 적용

원칙적으로 중앙 공공요금 산정은 동일한 기준을 적용한다.

그러나 미수금 제도의 유무, 연동제 시행 여부 등 요금간 차이도 존재한다. 따라서 서비스마다 약간 다른 기준이 필요하며, 개별적인 상황이 반영되고 있다고 판단된다.

열요금 인상에서 공공요금에 대한 정부의 속내를 확인할 수 있다.

연동제가 시행 중에도 불구하고 열과 가스 요금인하 폭은 LNG가격 인하 폭보다 작다. 즉 인하된 원가를 모두 반영하지 않고 있다. 즉 추가 수익이 발생하게 된다.

정부는 그 배경으로 누적적자를 언급하였고 2018년까지 조정 요인을 반영할 예정으로 알려졌다.

즉 단기적 변동 요인의 즉각적인 반영보다는 장기적 원가 및 투자보수 유지를 의미한다. 이런 논리를 적용할 경우 동사는 적정투자보수를 뛰어넘는 순이익이 상당기간 유지될 가능성이 높다고 판단한다. 동사는 9조원의 누적 적자를 안고 있기 때문이다.

석탄발전 축소 비용

미국의 청정발전계획과 같이 우리나라도 석탄발전을 축소할 것으로 보인다. 자세한 내용은 8차 전력수급기본계획 등에 반영될 것으로 보인다.

석탄발전 축소는 필연적으로 요금제도 변화를 필요로 한다. 저가 석탄발전의 축소로 인한 비용 상승, 여전히 남아있는 석탄발전의 환경비용 부담 등과 관련되기 때문이다.

결국 효율적 에너지 소비를 유도하기 위해서는 미국과 같이 관련 비용이 소비자에게 부가될 가능성이 높다고 판단한다.

낮은 에너지 가격에도 불구하고 미국은 2017년 전력요금 인상을 예고하고 있으며, 이는 청정발전 계획과 관련된 것으로 분석한다. 최근 Duke사의 요금인상 요청배경도 이와 관련되어 있다.

해외 에너지 요금 정책도 국내에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

연동제 불구 2016년 LNG 및 열요금 이중 기준 적용

	LNG(만원/톤)	LNG 도입가	열요금조정	가스조정율
'15 12	53.1	-6.84%		
'16 01	50.0	-5.77%	-7.36%	-9.0%
'16 02	49.1	-1.98%		
'16 03	44.7	-8.80%	-7.77%	-9.5%
'16 04	39.3	-12.14%		
'16 05	36.3	-7.55%	-4.58%	-5.6%
'16 06				
'16 07			-7.34%	
누적		-36.24%	-19.71%	-24.10%

자료: 정부

미국, 전기요금 인상 계획, 석탄발전 축소와 연관

	2014	2015	2016E	2017E
WTI	93.17	48.67	40.32	50.65
전기요금	12.52	12.67	12.59	12.89
전기요금인상율	3.4%	1.2%	-0.6%	2.4%

자료: EIA

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	601,772	638,387	651,155
매출원가	497,630	454,577	439,625	488,366	498,133
매출총이익	77,119	135,000	162,147	150,021	153,021
판매비및일반관리비	19,244	21,533	21,978	23,315	23,782
영업이익(보고)	57,876	113,467	140,169	126,706	129,240
영업이익(핵심)	57,876	113,467	140,169	126,706	129,240
영업외손익	-15,583	73,091	-33,266	-24,374	-27,762
이자수익	1,915	2,416	2,466	1,181	1,205
배당금수익	142	141	144	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
관계기업지분손익	2,750	2,074	1,000	2,000	0
투자및기타자산처분손익	1,310	85,614	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	474	6,043	0	0	0
기타	4,063	4,041	4,125	4,376	4,463
법인세차감전이익	42,293	186,558	106,904	102,332	101,478
법인세비용	14,303	52,394	26,727	24,764	24,558
유효법인세율 (%)	33.8%	28.1%	25.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	27,990	134,164	80,177	77,567	76,920
지배주주지분순이익(억원)	26,869	132,891	79,416	76,832	76,191
EBITDA	136,610	196,881	223,527	210,011	212,498
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	163,534	160,873	160,178
수정당기순이익	26,809	68,248	80,177	77,567	76,920
증감율(% YoY)					
매출액	6.4	2.6	2.1	6.1	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	23.5	-9.6	2.0
영업이익(핵심)	281.0	96.1	23.5	-9.6	2.0
EBITDA	53.3	44.1	13.5	-6.0	1.2
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-40.2	-3.3	-0.8
EPS	4,377.3	394.6	-40.2	-3.3	-0.8
수정순이익	4,311.4	154.6	17.5	-3.3	-0.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	166,746	174,744	166,707
당기순이익	27,990	134,164	80,177	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	4,352	16,014	6,597
기타	19,550	-121,144	-9,641	856	-69
투자활동현금흐름	-144,132	-96,593	-150,442	-109,486	-165,014
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-1,817	46,703	-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	-11,769	6,359	-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	8,132	19,841	8,471
현금및현금성자산의순증가	-4,360	19,868	4,535	71,617	-3,317
기초현금및현금성자산	22,323	17,963	37,831	42,365	113,982
기말현금및현금성자산	17,963	37,831	42,365	113,982	110,665
Gross Cash Flow	134,272	192,681	162,393	158,729	160,110
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	45,312	40,463	25,174

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	228,561	249,737	249,135
현금및현금성자산	17,963	37,831	42,365	113,982	110,665
유동금융자산	1,847	53,477	54,583	5,745	5,860
매출채권및유동채권	79,712	77,328	78,927	85,118	86,821
재고자산	45,375	49,464	50,487	42,559	43,410
기타유동비금융자산	23,302	2,154	2,198	2,332	2,379
비유동자산	1,468,884	1,532,320	1,599,639	1,677,402	1,759,321
장기매출채권및기타비유동채권	9,574	9,670	9,870	10,470	10,680
투자자산	87,444	94,007	95,859	100,137	100,950
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	1,828,200	1,927,139	2,008,456
유동부채	216,001	227,108	233,612	246,474	255,131
매입채무및기타유동채무	116,400	98,046	100,074	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	53,890	60,663	67,197
비유동부채	872,832	846,040	854,888	876,879	886,099
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	35,332	37,482	38,231
사채및장기차입금	563,796	514,491	514,491	514,491	514,491
기타비유동부채	273,315	296,934	305,066	324,906	333,377
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,088,500	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	541,771	605,366	668,310
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배주주지분자본총계	536,013	666,345	726,243	789,839	852,782
비지배주주지분자본총계	12,237	13,080	13,457	13,948	14,443
자본총계	548,250	679,425	739,700	803,787	867,226
순차입금	616,137	502,831	497,190	474,411	477,613
총차입금	635,947	594,138	594,138	594,138	594,138

투자지표

(단위: 원, %, %)

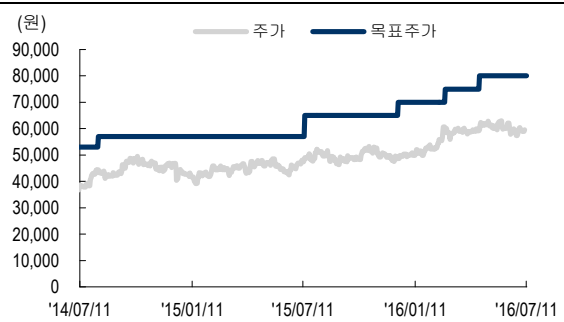
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	12,371	11,968	11,868
BPS	83,496	103,798	113,128	123,035	132,840
주당EBITDA	21,280	30,669	34,819	32,714	33,101
CFPS	16,625	33,892	25,474	25,060	24,951
DPS	500	3,100	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	4.0	4.2	4.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	3.7	3.8	3.8
PCFR	2.6	1.5	2.0	2.0	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	23.3	19.8	19.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	23.3	19.8	19.8
EBITDA margin	23.8	33.4	37.1	32.9	32.6
순이익률	4.9	22.8	13.3	12.2	11.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	11.3	10.1	9.2
투자자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	7.5	6.5	6.4
안정성(%)					
부채비율	198.6	157.9	147.2	139.8	131.6
순차입금비율	112.4	74.0	67.2	59.0	55.1
이자보상배율(배)	2.5	5.6	4.4	3.8	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	7.7	7.8	7.6
재고자산회전율	13.0	12.4	12.0	13.7	15.1
매입채무회전율	5.4	5.5	6.1	6.2	6.1

- 당사는 7월 8일 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)	2014/09/12	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/09/22	Buy(Maintain)	57,000원
	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
	2016/02/5	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
	2016/05/12	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

목표주가 추이



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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%