



Buy(Maintain)

목표주가: 56,000원

주가(7/11): 42,500원

시가총액: 272,835억원

유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI(7/11)		
시가총액		2,396.00pt
52 주 가동평균	최고가	272,835억원
최고/최저가 대비	최저가	62,900원
등락률	-32.43%	5.33%
수익률	절대	상대
1M	-2.6%	-3.2%
6M	-1.6%	-14.8%
1Y	-29.5%	-41.5%

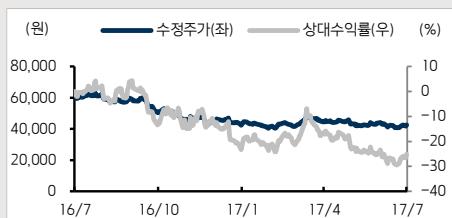
Company Data

발행주식수	
일평균 거래량(3M)	641,964천주
외국인 지분율	1,592천주
배당수익률(17E)	31.30%
BPS(17E)	4.77%
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	118,118원
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	589,577	601,904	602,056	629,827
보고영업이익	113,467	120,016	88,576	99,608
핵심영업이익	113,467	120,016	88,576	99,608
EBITDA	196,881	209,626	178,126	189,103
세전이익	186,558	105,135	76,662	86,912
순이익	134,164	71,483	54,277	61,534
자체주주지분순이익	132,891	70,486	53,520	60,675
EPS(원)	20,701	10,980	8,337	9,451
증감률(%YoY)	394.6	-47.0	-24.1	13.4
PER(배)	2.4	4.0	5.3	4.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	4.2	3.8
보고영업이익률(%)	19.2	19.9	14.7	15.8
핵심영업이익률(%)	19.2	19.9	14.7	15.8
ROE(%)	21.9	10.1	7.2	7.7
순부채비율(%)	74.0	66.3	59.5	53.0

Price Trend

 실적 프리뷰

한국전력 (015760)

실적둔화 지속, 긍정적 사회적 합의 기대



석탄발전 증가에도 불구하고 전년대비 낮은 원전 가동율과 유연탄 비용 상승으로 인해 2분기 예상 실적은 전년대비 감소할 전망입니다. 현 주가는 정부의 친환경적 정책 방향이 확인되었으나 비용 부담의 불확실성이 상존하고 있는 상황으로 판단됩니다. 8차 전력수급기본계획 및 원전 공론화 과정에서 긍정적인 사회적 합의가 예상되며, 이를 계기로 정책 불확실성이 해소될 가능성이 높아 보입니다.

>>> 원전 정비 및 유연탄 가격 상승으로 실적 둔화 전망

동사 2분기 예상 실적은 매출 13.7조원(QoQ -9.6%, YoY 3.1%), 영업이익 1.4조원(QoQ -2.4%, YoY -47.2%), 순이익 7,434억원(QoQ -17.5%, YoY -57.9%)로 전년동기 대비 둔화될 전망이다.

둔화 배경은 전분기에 이어 원전 정비 증가가 이어지고 있는 한편 유연탄 비용이 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

2분기 원전 발전량은 정비 증가로 인해 전년동기 대비 약 6.3% 감소할 것으로 보인다. 한편 신규발전소 상업운전으로 유연탄 발전량은 YoY 10% 증가할 것으로 보이나, 4월부터 개별소비세가 24원~27원/kg에서 30원~33원/kg (인상 후 세율 80\$/톤 기준, 약27% 수준)으로 인상되고, 유연탄 도입가격도 전년 동기 50\$/톤에서 75\$/톤으로 약 50% 상승, 기저발전 증가 효과가 반감될 것으로 전망된다. 전체 가스발전량은 전년 동기와 유사한 수준을 유지할 것으로 보이나, 신규 발전소 영향으로 IPP 발전량은 YoY 15% 증가할 것으로 예상된다. LNG 평균도입단가는 420\$/톤 수준으로 YoY 33% 상승할 전망이다.

>>> 하반기 실적 개선 예상, 긍정적 사회적 합의 기대

동사 실적은 원전 가동율이 상승할 4분기 이후 개선세를 보일 것으로 예상된다. 현 수준의 에너지 가격이 유지될 경우 3분기와 4분기 영업이익은 각각 3.5조원 (YoY -20%), 2.4조원(YoY 91%) 수준으로 예상된다.

반면 주가 흐름은 실적 개선이나 둔화보다는 앞으로 증가할 것으로 예상되는 사회적 비용 부담 방식에 대한 공론화 및 합의 과정에 연동될 가능성이 높아 보인다. 정책 불확실성이 해소될 수 있기 때문이다.

새 정부 에너지 정책방향은 명확하며 국민 모두가 환경비용 부담도 인지하고 있다. 다만 최종적인 비용부담 수준 및 사회적 합의 과정까지는 다소 시간이 필요할 것으로 보인다. 8월 공개될 8차 전력수급기본계획과 신고리 5,6호기 처리 과정을 등을 통해 국민들의 의중과 방향성이 확인될 것으로 전망된다.

빠르면 4분기 초 전기요금과 에너지 세제에 사회적 비용이 반영될 가능성이 높아 보인다. 특히 새 정부의 에너지 정책과 경제 및 환경 정책뿐 아니라 세계 개편 논의의 공통 바탕이 양극화 해소, 불평등 해소, 사회적 가치 확대 등에 초점을 맞추고 있다는 점에서 에너지 정책만 홀로 경제적 가치를 극대화하는 방향으로 결정되기 어렵다고 전망한다. 이런 배경으로 투자의견을 유지한다.

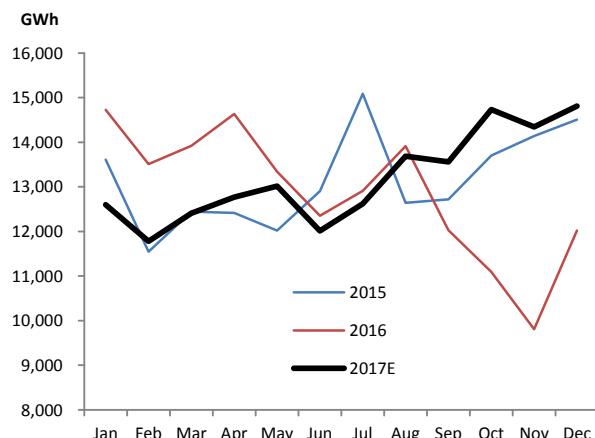
2분기 영업이익 1.4조원으로 전년대비 둔화 예상, 원전 정비 증가, 석탄 가격 상승에 기인

(단위 억원, GWh)

	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	17. 1Q	17. 2QE	QoQ	YoY	컨센	17. 3QE	17. 4QE
매출액	156,853	132,754	159,435	152,862	151,466	136,907	-9.6%	3.1%	133,089	163,052	150,631
전기판매량(GWh)	130,466	118,027	126,206	122,340	132,178	119,580	-9.5%	1.3%		128,730	124,786
연료비	37,110	28,507	35,084	39,968	42,968	37,040	-13.8%	29.9%		39,432	27,609
구입전력비	30,987	21,421	24,153	30,996	38,243	26,853	-29.8%	25.4%		30,054	24,268
영업손익	36,053	27,045	44,242	12,676	14,632	14,288	-2.4%	-47.2%	13,788	35,386	24,268
세전이익	35,085	24,045	41,201	6,726	13,915	9,911	-28.8%	-58.8%		31,009	19,891
연결순손익	21,628	17,678	29,382	4,392	9,016	7,434	-17.5%	-57.9%	7,753	23,257	14,919

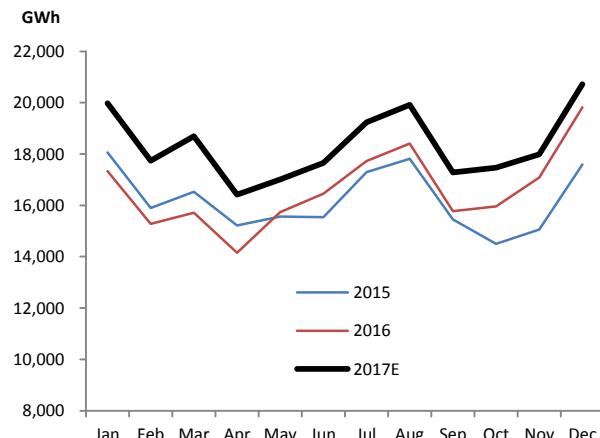
자료: 한국전력, 키움증권

2분기 원전 감소, 하반기 원전 전력 거래량 증가 예상



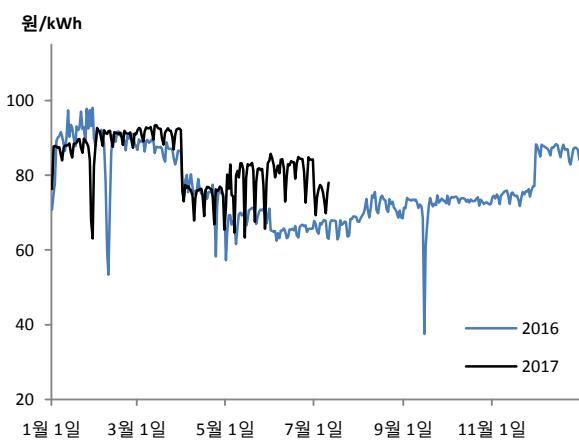
자료: 한국전력, 키움증권

신규 준공으로 유연탄 전력 거래량은 전년 대비 증가 지속



자료: 한국전력, 키움증권

2분기 평균 SMP YoY 12.6% 상승



자료: 전력거래소, 키움증권

2분기 LNG, 유연탄 가격 상승, 6월 국제유가 약세 전환



자료: 블룸버그, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	589,577	601,904	602,056	629,827	648,721
매출원가	454,577	455,496	487,081	502,602	517,680
매출총이익	135,000	146,408	114,975	127,225	131,042
판매비및일반관리비	21,533	26,392	26,399	27,617	28,445
영업이익(보고)	113,467	120,016	88,576	99,608	102,597
영업이익(핵심)	113,467	120,016	88,576	99,608	102,597
영업외손익	73,091	-14,881	-11,913	-12,697	-15,052
이자수익	2,416	2,418	1,596	1,670	1,720
배당금수익	141	94	62	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
관계기업지분법손익	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	2,933	3,068	3,160
법인세차감전이익	186,558	105,135	76,662	86,912	87,544
법인세비용	52,394	33,651	22,385	25,378	21,186
유효법인세율 (%)	28.1%	32.0%	29.2%	29.2%	24.2%
당기순이익	134,164	71,483	54,277	61,534	66,358
지배주주지분순이익(억원)	132,891	70,486	53,520	60,675	65,432
EBITDA	196,881	209,626	178,126	189,103	192,040
현금순이익(Cash Earnings)	217,578	161,093	143,827	151,028	155,802
수정당기순이익	68,248	70,476	53,572	60,826	66,358
증감율(% YoY)					
매출액	2.6	2.1	0.0	4.6	3.0
영업이익(보고)	96.1	5.8	-26.2	12.5	3.0
영업이익(핵심)	96.1	5.8	-26.2	12.5	3.0
EBITDA	44.1	6.5	-15.0	6.2	1.6
지배주주지분 당기순이익	394.6	-47.0	-24.1	13.4	7.8
EPS	394.6	-47.0	-24.1	13.4	7.8
수정순이익	154.6	3.3	-24.0	13.5	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	168,284	164,451	163,957	158,635	165,387
당기순이익	134,164	71,483	54,277	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	20,924	8,369	9,650
기타	-121,144	18,854	-94	-62	-65
투자활동현금흐름	-96,593	-95,705	-107,038	-137,354	-137,798
투자자산의 처분	-51,055	26,694	21,414	-1,919	-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	-10,365	3,104	-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	2,346	16,585	12,779
현금및현금성자산의순증가	19,868	-7,317	46,554	24,385	26,887
기초현금및현금성자산	17,963	37,831	30,514	77,067	101,452
기말현금및현금성자산	37,831	30,514	77,067	101,452	128,339
Gross Cash Flow	192,681	187,537	143,032	150,266	155,736
Op Free Cash Flow	-757	26,598	46,884	35,769	44,244

재무상태표

(단위: 억원)

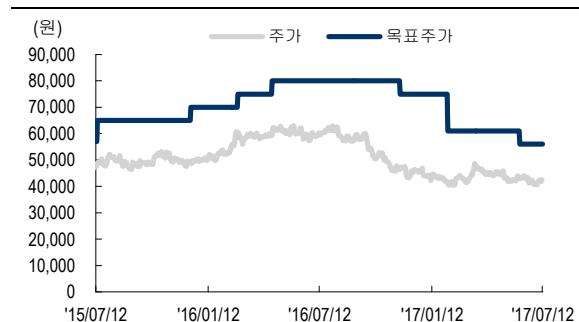
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	220,253	197,085	206,661	237,023	267,977
현금및현금성자산	37,831	30,514	77,067	101,452	128,339
유동금융자산	53,477	26,842	5,419	5,668	5,838
매출채권및유동채권	77,328	81,172	80,274	83,977	86,496
재고자산	49,464	54,794	40,137	41,988	43,248
기타유동금융자산	2,154	3,763	3,764	3,937	4,055
비유동자산	1,532,320	1,581,285	1,620,994	1,669,870	1,718,462
장기매출채권및기타비유동채권	9,670	10,922	10,924	11,428	11,771
투자자산	94,007	94,823	95,426	97,658	98,859
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	1,827,654	1,906,893	1,986,439
유동부채	227,108	247,392	292,756	265,817	278,659
매입채무및기타유동채무	98,046	102,523	102,549	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	59,595	67,925	77,549
비유동부채	846,040	800,473	802,827	820,953	834,780
장기매입채무및비유동채무	34,616	33,393	33,401	34,942	35,990
사채및장기차입금	514,491	451,201	451,201	451,201	451,201
기타비유동부채	296,934	315,878	318,224	334,809	347,588
부채총계	1,073,149	1,047,865	1,055,583	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	572,778	620,213	672,401
기타자본	143,936	144,962	144,962	144,962	144,962
지배주주지분자본총계	666,345	717,237	758,276	805,711	857,899
비지배주주지분자본총계	13,080	13,269	13,795	14,413	15,102
자본총계	679,425	730,505	772,071	820,124	873,001
순차입금	502,831	484,458	459,328	434,693	407,636
총차입금	594,138	541,814	541,814	541,814	541,814

- 당사는 7월 11일 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)	2015/07/14	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
	2017/05/10	Buy(Maintain)	61,000원
	2017/06/05	Buy(Maintain)	56,000원
	2017/07/12	Buy(Maintain)	56,000원

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