



## Buy(Maintain)

목표주가: 70,000원

주가(1/18): 50,600원

시가총액: 324,834억원

## 유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



## Stock Data

	KOSPI(1/18)		1,878.45pt
시가총액	324,834억원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	53,300원	39,300원	
등락률	-5.07%	28.75%	
수익률	절대	상대	
1M	1.8%	7.1%	
6M	3.2%	14.1%	
1Y	29.2%	29.9%	

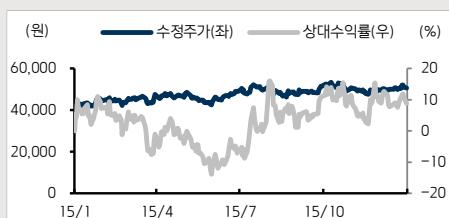
## Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	908천주
외국인 지분율	32.10%
배당수익률(15E)	3.20%
BPS(15E)	103,612원
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	540,378	574,749	593,053	617,990
보고영업이익	15,190	57,876	117,334	95,701
핵심영업이익	15,190	57,876	117,334	95,701
EBITDA	89,113	136,610	196,004	174,311
세전이익	-3,965	42,293	186,408	69,974
순이익	1,743	27,990	136,224	53,040
자체주주지분순이익	600	26,869	132,274	51,502
EPS(원)	93	4,185	20,605	8,023
증감률(%YoY)	N/A	4,377.3	392.3	-61.1
PER(배)	371.7	10.2	2.4	6.2
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	13.9	6.6	4.6	5.5
보고영업이익률(%)	2.8	10.1	19.8	15.5
핵심영업이익률(%)	2.8	10.1	19.8	15.5
ROE(%)	0.3	5.3	22.2	7.5
순부채비율(%)	114.9	112.4	84.7	86.6

## Price Trend

 실적 프리뷰

## 한국전력 (015760)

## 4분기 영업이익, YoY 2.2조원 개선 전망



4분기 예상 영업이익은 전년동기 대비 2.2조원 증가한 약 3조 6백억원으로 전망됩니다. 발전 믹스 개선, 연료비용 하락이 영향을 미칠 것으로 예상됩니다. LNG가격 안정의 지속, 신규 기저발전으로 실적 개선은 2분기까지 지속될 것으로 예상됩니다. 낮은 에너지 가격에도 불구하고, 용량요금 인하 등 정부의 적극적인 기후변화 대응 움직임은 동사에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망합니다.

## &gt;&gt;&gt; 영업이익 개선 지속

4분기 예상 실적은 매출 15조원(QoQ -2.8%, YoY 0.9%), 영업이익 3조 6백억원(QoQ -29.4%, YoY 252.5%)으로 전년 동기 대비 약 2.2조원 개선될 것으로 전망된다. 영업이익 개선 폭은 3분기 1.5조원보다 확대될 것으로 예상된다.

원자력 발전의 증가와 가스발전의 감소 및 LNG가격 하락 등의 원인에 의하여 개선될 것으로 전망된다. 또한 통상 4분기에 양의 매출 보정을 나타나는 겸침기준/발생기준의 매출 보정도 약 2천억원 안팎의 기여를 할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 상반기까지 실적 개선세 지속될 전망

과거 사례에 비추어 여름 이전까지 요금조정은 없을 것으로 보이며, 안정적인 에너지 가격으로 인해 양호한 편더멘탈이 유지될 것으로 예상된다.

특히 두바이 유가에 후행하는 LNG 가격 특성상 1,2분기 추가적인 연료비용 감소 가능성이 높은 상황으로 판단한다. 두바이유는 5월이후 약 50% 하락한 반면 LNG는 10월 이후 10%하락하여 향후 40% 안팎의 가격 하락이 예상된다. 최근 조정된 용량가격 역시 온실가스 감축을 위한 수요지 인근 발전기 우대에 따라 결과적으로는 하락하게 되며, 이는 전력구입비용의 감소로 이어질 전망이다. (1월 8일 자료)

한편 신고리3호기, 북평화력1호기, 삼척그린1호기 등 신규 가동 발전소로 인해 기저발전량이 증가하는 점 역시 실적개선을 견인할 것으로 예상되어, 견조한 동사 편더멘탈은 당분간 유지될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 도시가스와는 다른 정부의 에너지 정책 스탠스, 긍정적

동사 주가에 가장 큰 영향을 미치는 정부 정책 역시 긍정적이다. 도시가스 요금이 지난해 1월 이후 지속적으로 인하된 반면, 전기요금 조정은 제한적인 상황이다. 기후변화 대응, 공기업 정상화 등 여러 원인이 배경으로 보이나 동사에 긍정적인 상황임은 분명하다.

최근 1년간 일관성을 유지한 정부의 에너지 정책 방향에 근거할 때, 전력을 둘러싼 정부 정책의 느린 변화는 소극적인 기후변화 대응이라기 보다는 합리적이고 효과적인 정책 수립을 위한 고민으로 해석되며, 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

## 2분기까지 실적 개선 지속될 전망

전력요금 조정은 통상 하계, 동계 전력 소비 성수기 이전에 진행된다. 즉 7,8월까지 전력요금 조정이 없을 것으로 보인다.

4월 총선이 예정되어 있으나 보통 지역단위 이슈 중심으로 공약이 나온다. 즉 전국적인 전기요금 인하 공약이 나오기 어려운 이벤트로 판단한다.

반면 다음과 같은 이유로 인해 동사의 실적 개선은 2분기까지 이어질 전망이다.

두바이유는 5월 63\$/배럴을 기록한 이후 30\$/배럴 이하로 하락한 상황이다. LNG가격은 10월 505\$/톤을 기록한 이후 약 10% 하락한 상황이다.

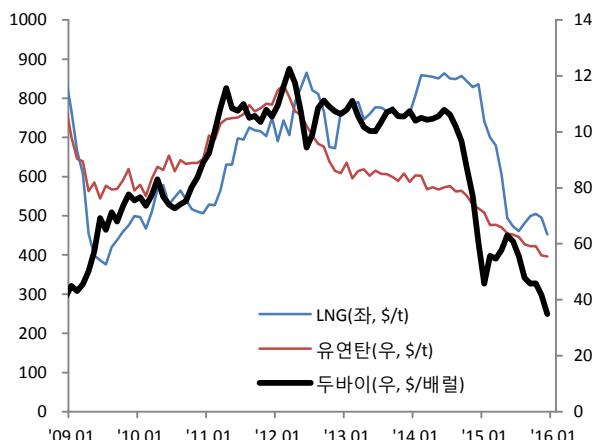
국제유가에 5~6개월 후행하는 LNG 가격 특성상 올 상반기까지 약 40% 추가 하락할 것으로 예상되며, 이는 연료비용 감소 및 구입전력비용의 감소로 이어질 전망이다.

또 지역별 용량가격계수(RCF, Regional Capacity Factor)의 도입으로 인해 용량요금이 하락할 것으로 예상된다. (1월 8일 자료 참조)

한편 최근 계통병입한 신고리3호기, 시험운전을 시작한 북평화력 1호기, 삼척그린 1호기 등의 상업운전으로 인해 발전믹스 개선이 예상된다.

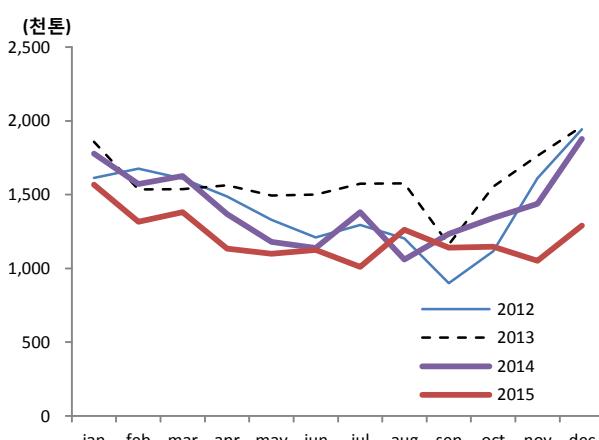
요약하면 연료비용 하락, 기저발전 확대, 용량요금 인하로 인해 2분기까지 동사의 실적 개선이 지속될 것으로 전망된다.

### 국제유가 하락으로 LNG 가격 약 40% 추가 하락 전망



자료: 관세청

### 발전용 가스수요 감소, 첨두발전 감소로 원가 개선 전망



자료: 가스공사

## 한국전력 4분기 영업이익 YoY 2.2조원 개선 전망

(단위 억원, GWh)

	14. 1Q	14. 2Q	14. 3Q	14. 4Q	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4QE	QoQ	YoY	컨센
매출액	147,726	128,893	149,075	149,055	151,239	136,718	154,700	150,396	-2.8%	0.9%	148,833
전기판매량(GWh)	125,635	114,513	118,233	119,212	128,144	116,314	121,058	119,081	-1.6%	-0.1%	
연료비	61,542	46,182	47,448	50,779	46,317	33,514	37,592	35,065	-6.7%	-30.9%	
구입전력비	32,808	26,979	29,170	37,060	36,599	25,265	24,056	27,917	16.1%	-24.7%	
영업순익	12,271	8,292	28,616	8,697	22,399	20,880	43,401	30,654	-29.4%	252.5%	17,905
세전이익	9,019	4,285	23,863	5,125	20,583	17,335	124,743	23,747	-81.0%	363.4%	
연결순순익	5,613	1,915	15,690	4,772	12,231	13,419	92,764	17,810	-80.8%	273.2%	11,672

자료: 한국전력, 키움증권

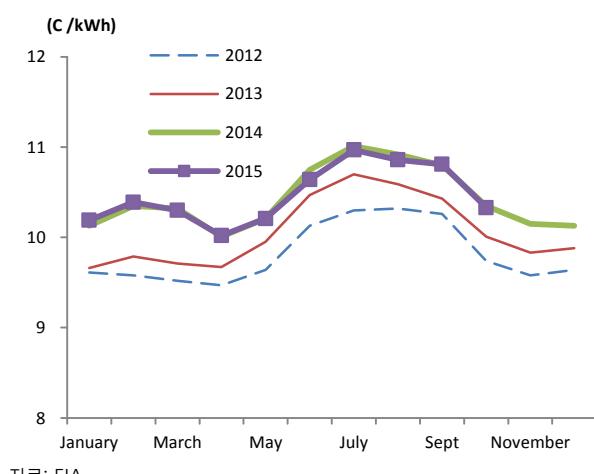
## 글로벌 전력요금 동향

글로벌 온실가스 감축 공조로 인해 과거와는 달리 해외 전력요금 정책도 국내에 영향을 미칠 것으로 보인다. 상호 감시 뿐 아니라 적정한 정책 도입을 위해서다.

유가 및 국제 에너지 가격 하락에도 불구하고 미국 전력요금 역시 변화없이 1년 넘게 지속되고 있다. 유가하락에도 불구하고 전력요금 인하가 어려운 점은 우리나라뿐 아니라 타국에도 동일한 상황으로 판단된다.

금융정책과 유사하게 글로벌 전력 정책 방향도 동조화될 가능성이 높은 상황이다.

## 국제에너지 가격 하락 불구하고 미국 전력요금 유지



자료: EIA

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	540,378	574,749	593,053	617,990	638,387
매출원가	505,956	497,630	455,862	501,598	511,986
매출총이익	34,422	77,119	137,191	116,392	126,401
판매비 및 일반관리비	19,232	19,244	19,857	20,691	21,374
영업이익(보고)	15,190	57,876	117,334	95,701	105,026
영업이익(핵심)	15,190	57,876	117,334	95,701	105,026
영업외손익	-19,155	-15,583	69,073	-25,727	-25,726
이자수익	1,822	1,915	1,976	2,059	2,354
배당금수익	99	142	146	153	175
외환이익	3,651	2,781	0	0	0
이자비용	23,819	23,516	25,000	31,500	33,000
외환손실	2,315	5,501	0	0	0
관계기업지분법손익	-422	2,750	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-35	1,310	87,280	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,547	474	-666	-2,000	-1,000
기타	4,413	4,063	5,337	5,562	5,745
법인세차감전이익	-3,965	42,293	186,408	69,974	79,301
법인세비용	-5,708	14,303	50,184	16,934	19,191
유효법인세율 (%)	144.0%	33.8%	26.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	27,990	136,224	53,040	60,110
지배주주지분순이익(억원)	600	26,869	132,274	51,502	58,367
EBITDA	89,113	136,610	196,004	174,311	183,582
현금순이익(Cash Earnings)	75,667	106,724	214,894	131,650	138,666
수정당기순이익	608	26,809	72,928	54,556	60,868
증감율(% YoY)					
매출액	9.3	6.4	3.2	4.2	3.3
영업이익(보고)	N/A	281.0	102.7	-18.4	9.7
영업이익(핵심)	N/A	281.0	102.7	-18.4	9.7
EBITDA	44.2	53.3	43.5	-11.1	5.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	4,377.3	392.3	-61.1	13.3
EPS	N/A	4,377.3	392.3	-61.1	13.3
수정순이익	N/A	4,311.4	172.0	-25.2	11.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	68,839	120,457	131,696	134,075	150,289
당기순이익	1,743	27,990	136,224	53,040	60,110
감가상각비	73,040	77,970	77,970	77,970	77,970
무형자산상각비	884	764	699	640	585
외환손익	-1,956	3,517	0	0	0
자산처분손익	4,180	4,481	-87,280	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-8,335	-13,815	4,225	2,571	11,776
기타	-717	19,550	-142	-146	-153
투자활동현금흐름	-145,033	-144,603	-92,875	-181,711	-186,915
투자자산의 처분	-3,485	794	86,292	-1,346	-4,795
유형자산의 처분	1,195	1,113	0	0	0
유형자산의 취득	-142,591	-145,475	-176,600	-176,600	-176,600
무형자산의 처분	-716	-668	0	0	0
기타	563	-367	-2,567	-3,764	-5,519
재무활동현금흐름	79,331	19,852	-20,011	67,925	7,124
단기차입금의 증가	-1,077	594	30,000	0	10,000
장기차입금의 증가	77,918	13,318	-50,000	70,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-583	-2,034	-3,210	-10,271	-10,271
기타	3,074	7,974	3,199	8,196	7,396
현금및현금성자산의순증가	2,774	-4,360	18,810	20,289	-29,501
기초현금및현금성자산	19,549	22,323	17,963	36,773	57,062
기말현금및현금성자산	22,323	17,963	36,773	57,062	27,561
Gross Cash Flow	77,174	134,272	127,472	131,504	138,513
Op Free Cash Flow	-84,395	-42,921	-7,960	-22,878	-6,658

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	152,691	168,199	189,684	216,403	186,865
현금및현금성자산	22,323	17,963	36,773	57,062	27,561
유동금융자산	4,408	1,847	1,906	1,986	5,745
매출채권및유동채권	80,069	79,712	80,142	83,512	85,118
재고자산	42,796	45,375	46,820	48,788	42,559
기타유동금융자산	3,095	23,302	24,044	25,055	25,882
비유동자산	1,402,583	1,468,884	1,570,758	1,674,340	1,779,432
장기매출채권및기타비유동채권	9,142	9,574	9,879	10,294	10,634
투자자산	85,177	87,444	88,515	89,928	91,116
유형자산	1,296,376	1,358,125	1,456,755	1,555,384	1,654,014
무형자산	8,132	8,236	7,537	6,898	6,313
기타비유동자산	3,755	5,505	8,073	11,837	17,356
자산총계	1,555,273	1,637,083	1,760,443	1,890,743	1,966,298
유동부채	202,138	216,001	192,010	199,796	216,848
매입채무및기타유동채무	96,153	116,400	120,107	125,158	129,289
단기차입금	6,946	7,682	37,682	37,682	47,682
유동성장기차입금	75,102	64,469	4,469	4,469	4,469
기타유동부채	23,937	27,450	29,752	32,488	35,409
비유동부채	838,627	872,832	887,168	966,914	975,578
장기매입채무및비유동채무	39,860	35,721	36,859	38,409	39,676
사채및장기차입금	535,703	563,796	573,796	643,796	643,796
기타비유동부채	263,064	273,315	276,513	284,709	292,105
부채총계	1,040,766	1,088,833	1,079,178	1,166,710	1,192,426
자본금	32,098	32,098	32,098	32,098	32,098
주식발행초과금	8,438	8,438	8,438	8,438	8,438
이익잉여금	327,661	353,036	482,172	523,645	571,988
기타자본	134,400	142,441	142,441	142,441	142,441
지배주주지분자본총계	502,597	536,013	665,149	706,622	754,965
비지배주주지분자본총계	11,911	12,237	16,116	17,411	18,907
자본총계	514,507	548,250	681,264	724,033	773,872
순차입금	591,020	616,137	577,268	626,899	662,640
총차입금	617,751	635,947	615,947	685,947	695,947

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

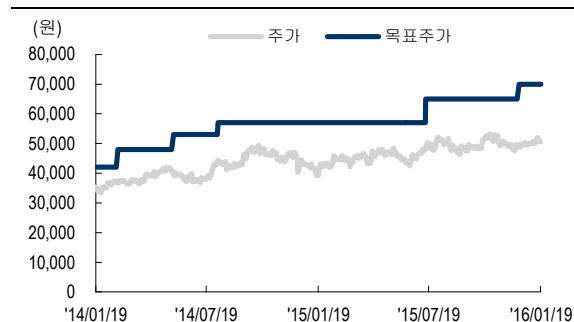
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	93	4,185	20,605	8,023	9,092
BPS	78,290	83,496	103,612	110,072	117,602
주당EBITDA	13,881	21,280	30,532	27,153	28,597
CFPS	11,787	16,625	33,474	20,507	21,600
DPS	90	500	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	371.7	10.2	2.4	6.2	5.5
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	13.9	6.6	4.6	5.5	5.4
PCFR	2.9	2.6	1.5	2.4	2.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.8	10.1	19.8	15.5	16.5
영업이익률(핵심)	2.8	10.1	19.8	15.5	16.5
EBITDA margin	16.5	23.8	33.0	28.2	28.8
순이익률	0.3	4.9	23.0	8.6	9.4
자기자본이익률(ROE)	0.3	5.3	22.2	7.5	8.0
투하자본이익률(ROIC)	-0.5	2.9	6.2	4.9	5.0
안정성(%)					
부채비율	202.3	198.6	158.4	161.1	154.1
순차입금비율	114.9	112.4	84.7	86.6	85.6
이자보상배율(배)	0.6	2.5	4.7	3.0	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	7.2	7.4	7.6	7.6
재고자산회전율	14.0	13.0	12.9	12.9	14.0
매입채무회전율	5.8	5.4	5.0	5.0	5.0

- 당사는 1월 18일 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)	2014/02/24	Buy(Maintain)	48,000원
	2014/03/13	Buy(Maintain)	48,000원
	2014/04/07	Buy(Maintain)	48,000원
	2014/05/09	Outperform(Downgrade)	48,000원
	2014/05/13	Outperform(Maintain)	48,000원
	2014/05/15	Outperform(Maintain)	48,000원
	2014/05/27	Buy(Upgrade)	53,000원
	2014/05/28	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/06/16	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/06/27	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/07/10	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/07/31	Buy(Maintain)	53,000원
	2014/08/10	Buy(Maintain)	57,000원
	2014/08/18	Buy(Maintain)	57,000원
	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

### 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 (2014/10/1~2015/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	93.09%
중립	13	6.91%
매도	0	0.00%