



## Buy(Maintain)

목표주가: 75,000원

주가(1/10): 42,250원

시가총액: 271,230억원

## 유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



## Stock Data

KOSPI(1/10)	2,045.12pt
시가총액	271,230억원
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	63,000원
등락률	-32.94%
수익률	절대
1M	-8.0%
6M	-29.1%
1Y	-15.3%
	-8.9%
	-32.0%
	-20.6%

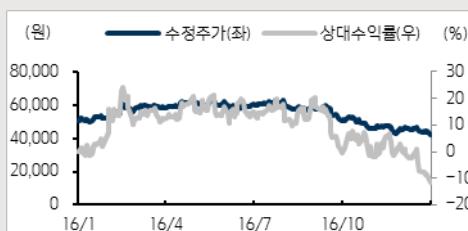
## Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,497천주
외국인 지분율	31.35%
배당수익률(16E)	4.20%
BPS(16E)	113,767원
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	574,749	589,577	597,240	617,477
보고영업이익	57,876	113,467	130,478	127,311
핵심영업이익	57,876	113,467	130,478	127,311
EBITDA	136,610	196,881	213,835	210,616
세전이익	42,293	186,558	119,092	116,547
순이익	27,990	134,164	84,317	82,516
자체주주지분순이익	26,869	132,891	83,517	81,733
EPS(원)	4,185	20,701	13,010	12,732
증감률(%YoY)	4,377.3	394.6	-37.2	-2.1
PER(배)	10.2	2.4	3.8	3.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.6	4.2	3.8	3.8
보고영업이익률(%)	10.1	19.2	21.8	20.6
핵심영업이익률(%)	10.1	19.2	21.8	20.6
ROE(%)	5.3	21.9	11.8	10.6
순부채비율(%)	112.4	74.0	66.7	58.6

## Price Trend



## ☒ 실적 프리뷰

## 한국전력 (015760)

## 4분기 YoY 소폭 감소 전망, 그러나 숲을 볼 때



동사 4분기 전망은 영업이익 2.3조원으로 전년 동기대비 약 -13% 둔화될 것으로 예상됩니다. 전년대비 낮은 SMP가 유지되고 있음에도 불구하고 원전 가동을 저하가 영향을 미칠 것으로 보입니다. 그러나 원전 정상화와 신규 기자발전 준공에 따라 수익성 개선이 예상되며, 자회사 상장 등 정부의 시장 개방 의지에 따른 가능성에 대해 고려할 시점으로 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 2.3조원 전망, 믹스개선이 관건

동사 4분기 예상 실적은 매출 14.8조(QoQ -7.0%, YoY 0.9%), 영업이익 2.3조원(QoQ -47.7%, YoY -13.6%), 순이익 1.4조원(QoQ -52.1%, YoY -10.5%) 수준으로 전망된다. 전력판매량은 YoY 3% 증가할 것으로 보인다. 전년 동기 대비 낮은 SMP가 유지되고 있음에도 불구하고, 요금인하, 원전 가동을 저하 및 용량가격 인상 등이 수익성 둔화의 배경이다. 원전 가동을 이 가장 직접적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

에너지 가격 강세가 지속되고 있으나 LNG가격과 SMP는 전년 동기대비 약 10% 이상 낮은 수준이고 유연탄 스팟 가격이 11월 중순 이후 내림세를 보이고 있어 원전과 석탄발전소 가동율이 향후 실적을 좌우할 것으로 전망된다. 2017년 예상 영업이익은 약 12.6조원으로(YoY -3%) 예상된다. 현재 에너지 가격과 요금인하를 반영한 추정이며, 신규 기자발전 준공에 따른 믹스개선 효과로 2016년과 유사한 수준을 유지할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 과도한 우려, 시장 개방 필요성을 고려할 시점

국제유가 강세, 인플레이션 우려 등 부정적 요인이 상존하나 견조한 실적을 고려, 지난 하반기 이후 주가 하락 폭은 과도한 것으로 판단한다. 신규 기자발전소 준공 및 믹스개선으로 실적 둔화가 제한적이며, 전력구입비 연동제 등 전력정책 변화 가능성도 높기 때문이다.

특히 전력정책에 대한 정부의 스텝스 변화를 주목할 시점으로 판단한다. 정부 의도에 따라 큰 변화를 축발할 개연성이 높기 때문이다.

상대적으로 낮은 요금과 안정적 전력 공급이 유지되고 있어 중앙통제식 전력정책의 장점이 부각되어 있다. 그러나 중장기적인 관점에서 간헐성 전원과 마이크로 그리드의 투자 확대와 효율적 운영, 에너지 소비의 최적화를 위해서는 시장개방과 경쟁 확대가 불가피할 것으로 본다. 최근 석탄설비 대규모 투자에서 확인되는 바와 같이, 중앙통제식 정책으로는 분산형 소규모 신재생 에너지 설비 투자와 운영에 민첩하게 대응하기 어려울 수 있기 때문이다.

정부 재정 관점에서, 장기적으로는 유류세를 보완할 세원을 확보할 필요가 있다는 점에서도 전력시장 개방이 필요할 수 있다. 간접세 중심의 조세제도가 유지될 경우 담배와 유사한 제도 변화 가능성이 있다고 판단한다.

## 한국전력 4분기 영업이익 2.3조원, 전년대비 낮은 SMP불구 원전 가동율 저하의 영향 (단위 억원, GWh)

	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4QE	QoQ	YoY	컨센
매출액	151,239	136,718	154,700	146,921	156,853	132,754	159,435	148,198	-7.0%	0.9%	149,047
전기판매량(GWh)	128,144	116,314	121,058	118,138	130,466	118,027	126,206	121,645	-3.6%	3.0%	
연료비	46,317	33,514	37,592	34,162	37,110	28,507	35,084	42,505	21.2%	24.4%	
구입전력비	36,599	25,265	24,056	28,360	30,987	21,421	24,153	27,477	13.8%	-3.1%	
영업순익	22,399	20,880	43,401	26,788	36,053	27,045	44,242	23,138	-47.7%	-13.6%	25,377
세전이익	20,583	17,335	124,743	23,866	35,085	24,045	41,201	18,761	-54.5%	-21.4%	
연결순순익	12,231	13,419	92,764	15,725	21,628	17,678	29,382	14,071	-52.1%	-10.5%	16,791

자료: 한국전력, 키움증권

현재 동사 기업가치는 재무구조 혹은 수익성보다는 전력 정책 불확실성에 대한 우려가 큰 상황으로 판단한다.

자회사 상장이 확정된 이상 관계 당국은 적정 기업가치를 평가 받도록 영향력을 끼칠 가능성이 높은 것으로 분석한다. 전력 정책을 총괄하는 정부 의도에 따라 긍정적 변화를 촉진할 가능성이 높다고 분석한다.

특히 자회사 상장 자체가 전력시장 개방과 경쟁을 촉진할 수 있다는 점에서 정부의 적극적 대응과 추가적인 변화를 예상하며, 이러한 변화는 정책 투명성 측면에서 긍정적인 요인으로 판단한다.

우리는 다음 변화를 주목하고 있다.

## 전력구입비 연동제

첫째, 전력구입비 연동제 시행 가능성이 높아졌다는 점이다.

2017년 산업부 업무계획에 전기요금과 전력구입비용을 연계하는 제도에 대한 컨설팅이 포함되어 있다. 문구 자체만으로는 발전에 소요된 총비용을 반영한다는 의미이며, 이 경우 연료비 연동제보다 긍정적인 효과가 기대된다.

(연료가격의 상대가격 움직임만 반영하는 연료비 연동제는 믹스 변화는 반영하지 못함. 일본 대지진 이후 원전 탈락은 연료비 연동제에도 불구하고 실제 수익성에 반영되지 못했음. 4분기 월성 원전 가동 중단의 경우도 유사함. SMP하락에도 불구하고 실제 연료비용은 전년 대비 증가할 것으로 보임)

시행여부 및 시행시기에 대한 불확실성이 남아 있으나 최소한 시행 시기가 확정될 경우 요금제도 불확실성에서 오는 디스카운트 요인은 해소될 수 있는 사안으로 판단한다.

특히 매각 작업이 진행되고 있음에도 불구하고 적정가치 산정에 영향을 미칠 수 있는 사안을 미리 공개했다는 점에서 매각 주체이자 전력정책 입안자인 정부가 시장에 보내는 스그널링으로 판단한다. 즉 향후 전력정책에 대한 가이드 라인을 제공하여 적정 가치 산정과 전력정책 투명성을 향상시키고자 하는 의도에서 전력구입비 연동제 도입 컨설팅 계획을 공개한 것으로 분석한다.

## 자회사 성장성 보완

둘째, 발전 자회사의 성장성 보완 필요성이다.

환경 이슈로 인해 석탄발전 중설은 어렵고, 노후 석탄발전의 조기 폐쇄 가능성 등 자회사 발전량 증가보다는 감소할 가능성이 높다. 현재 전력정책 기조가 유지될 경우 장기적으로 자회사의 외형 축소가 예상된다.

한편 7차 전력수급기본계획에 따르면 신재생에너지투자가 민간 중심으로 계획되어 있다. 즉 석탄 중심의 성장성을 대체할 신재생부문의 투자도 제한적인 상황이다.

반면 신재생에너지 보급은 기대에 못미치고 있다. 지난해 RPS 비중이 상향 조정되었음에도 불구하고 미진한 신재생에너지 보급 상황을 염두할 때 8차 전력수급기본계획 수립과정에서 신재생에너지 투자 주체가 변화될 가능성이 높아 보인다.

즉 민간투자보다 자회사 중심으로 신재생에너지 투자를 진행할 경우 신재생에너지 보급 촉진과 함께 자회사 성장성을 보완해 줄 수 있을 것으로 예상한다.

석탄화력 중심인 자회사 RPS는 대체로 우드펠릿 등 바이오 중심이다. 그러나 최근 동사의 신재생에너지 투자 확대 움직임 등은 이러한 투자주체 변화와 연관될 수도 있어 보인다.

## 전력시장 개방

셋째 전력시장 개방이다. 자본구조 관점보다는 엔지니어링 측면에서 접근해 보자.

대부분의 국가에서 신재생에너지 보급 확대에 따라 전력 개혁을 진행 중이다. 대체적인 방향은 전력시장 개방과 경쟁을 통해 투자 효율성을 높이고 전력계통 안정성 개선을 꾀하고 있다.

특히 전력계통의 안정성이 비용보다 중요한 요소로 판단된다. 전력계통은 일부 지역의 문제가 전체 시스템으로 빠르게 전파될 수 있는 특성이 있고, 신재생 에너지 확대에 따라 이런 이슈가 확대되고 있기 때문이다.

전력시장 개방은 발전량 예측과 통제가 어려운 풍력 등 간헐성 전원의 증가, 분산형 전력망 확대 등 전력환경 변화와 안정적 계통 운영을 위한 변화로 보인다.

간단히 비유하면, 간헐성 전원 확대에 따라 금융시장의 유동성 공급자와 유사한 기능(단기간 내 전력 공급과 수요를 매칭시키는) 수행할 개체를 요구한다.

현재는 공급조절이 용이해 수요보다 3~4% 높은 수준의 공급을 유지할 수 있으나, 간헐성 전원이 확대될 경우 공급량 추정과 계통 운영이 어려워질 수 있다. 공급보다는 수요조절이 빠른 효과를 낼 수 있을 것으로 예상되며, 대규모 전력계통보다는 분산형 소규모 전력망이 유리할 수 있을 것으로 보인다.

따라서 단일 대형 공급자보다는 다양한 기술과 시장 참여자 확대를 통해 전력 계통의 안정성 보강을 위한 시장 개방으로 분석되며, 전력시장 개방이 이러한 배경에서 추진될 경우 긍정적 변화가 예상된다.

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	574,749	589,577	597,240	617,477	629,827
매출원가	497,630	454,577	444,950	467,615	481,817
매출총이익	77,119	135,000	152,290	149,862	148,009
판매비 및 일반관리비	19,244	21,533	21,812	22,552	23,003
영업이익(보고)	57,876	113,467	130,478	127,311	125,007
영업이익(핵심)	57,876	113,467	130,478	127,311	125,007
영업외손익	-15,583	73,091	-11,386	-10,763	-11,450
이자수익	1,915	2,416	2,447	1,143	1,166
배당금수익	142	141	143	67	68
외환이익	2,781	2,395	0	2,000	0
이자비용	23,516	20,157	18,000	20,000	20,000
외환손실	5,501	9,477	3,500	2,000	0
관계기업지분법손익	2,750	2,074	2,000	2,000	2,000
투자 및 기타자산처분손익	1,310	85,614	200	200	200
금융상품평가 및 기타금융이익	474	6,043	1,231	1,595	800
기타	4,063	4,041	4,094	4,232	4,317
법인세차감전이익	42,293	186,558	119,092	116,547	113,557
법인세비용	14,303	52,394	34,775	34,032	33,159
유효법인세율 (%)	33.8%	28.1%	29.2%	29.2%	29.2%
당기순이익	27,990	134,164	84,317	82,516	80,398
지배주주지분순이익(억원)	26,869	132,891	83,517	81,733	79,636
EBITDA	136,610	196,881	213,835	210,616	208,264
현금순이익(Cash Earnings)	106,724	217,578	167,675	165,821	163,656
수정당기순이익	26,809	68,248	83,304	81,245	79,690
증감율(%, YoY)					
매출액	6.4	2.6	1.3	3.4	2.0
영업이익(보고)	281.0	96.1	15.0	-2.4	-1.8
영업이익(핵심)	281.0	96.1	15.0	-2.4	-1.8
EBITDA	53.3	44.1	8.6	-1.5	-1.1
지배주주지분 당기순이익	4,377.3	394.6	-37.2	-2.1	-2.6
EPS	4,377.3	394.6	-37.2	-2.1	-2.6
수정순이익	4,311.4	154.6	22.1	-2.5	-1.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	119,986	168,284	169,474	178,409	167,961
당기순이익	27,990	134,164	84,317	82,516	80,398
감가상각비	77,970	82,691	82,691	82,691	82,691
무형자산상각비	764	723	666	615	567
외환손익	3,517	6,172	3,500	0	0
자산처분손익	4,481	90,075	-200	-200	-200
지분법손익	0	0	-2,000	-2,000	-2,000
영업활동자산부채 증감	-14,286	-24,397	4,140	14,931	6,572
기타	19,550	-121,144	-3,641	-143	-67
투자활동현금흐름	-144,132	-96,593	-149,567	-108,554	-164,785
투자자산의 처분	1,265	-51,055	-1,142	47,435	-831
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	-901	-1,089	-1,309
재무활동현금흐름	19,852	-52,066	-13,937	-1,474	-5,210
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	5,964	12,008	8,271
현금 및 현금성자산의 순증가	-4,360	19,868	5,970	68,382	-2,034
기초현금 및 현금성자산	22,323	17,963	37,831	43,801	112,183
기말현금 및 현금성자산	17,963	37,831	43,801	112,183	110,148
Gross Cash Flow	134,272	192,681	165,334	163,479	161,390
Op Free Cash Flow	-43,392	-757	32,352	33,472	15,689

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	168,199	220,253	228,594	243,491	244,083
현금및현금성자산	17,963	37,831	43,801	112,183	110,148
유동금융자산	1,847	53,477	54,172	5,557	5,668
매출채권및유동채권	79,712	77,328	78,333	82,330	83,977
재고자산	45,375	49,464	50,107	41,165	41,988
기타유동금융자산	23,302	2,154	2,182	2,256	2,301
비유동자산	1,468,884	1,532,320	1,600,301	1,676,838	1,760,724
장기매출채권및기타비유동채권	9,574	9,670	9,796	10,127	10,330
투자자산	87,444	94,007	96,594	99,917	102,703
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	1,828,895	1,920,329	2,004,807
유동부채	216,001	227,108	232,600	241,804	250,368
매입채무및기타유동채무	116,400	98,046	99,320	102,686	104,740
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	53,631	59,470	65,980
비유동부채	872,832	846,040	852,454	865,650	874,646
장기매입채무및비유동채무	35,721	34,616	35,066	36,254	36,979
사채및장기차입금	563,796	514,491	514,491	514,491	514,491
기타비유동부채	273,315	296,934	302,898	314,906	323,177
부채총계	1,088,833	1,073,149	1,085,054	1,107,454	1,125,014
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	545,872	614,368	680,756
기타자본	142,441	143,936	143,936	143,936	143,936
지배주주지분자본총계	536,013	666,345	730,344	798,841	865,228
비지배주주지분자본총계	12,237	13,080	13,497	14,035	14,564
자본총계	548,250	679,425	743,841	812,875	879,792
순차입금	616,137	502,831	496,165	476,399	478,322
총차입금	635,947	594,138	594,138	594,138	594,138

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

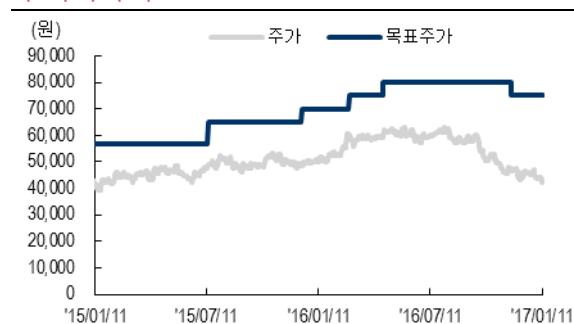
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,185	20,701	13,010	12,732	12,405
BPS	83,496	103,798	113,767	124,437	134,778
주당EBITDA	21,280	30,669	33,310	32,808	32,442
CFPS	16,625	33,892	26,119	25,830	25,493
DPS	500	3,100	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	10.2	2.4	3.8	3.9	4.0
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	4.2	3.8	3.8	3.9
PCFR	2.6	1.5	1.9	1.9	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	19.2	21.8	20.6	19.8
영업이익률(핵심)	10.1	19.2	21.8	20.6	19.8
EBITDA margin	23.8	33.4	35.8	34.1	33.1
순이익률	4.9	22.8	14.1	13.4	12.8
자기자본이익률(ROE)	5.3	21.9	11.8	10.6	9.5
투자자본이익률(ROIC)	2.9	6.0	6.6	6.1	5.8
안정성(%)					
부채비율	198.6	157.9	145.9	136.2	127.9
순차입금비율	112.4	74.0	66.7	58.6	54.4
이자보상배율(배)	2.5	5.6	7.2	6.4	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	7.7	7.7	7.6
재고자산회전율	13.0	12.4	12.0	13.5	15.1
매입채무회전율	5.4	5.5	6.1	6.1	6.1

- 당사는 1월 10일 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)	2015/01/15	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
	2016/02/05	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

### 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 (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%