



Buy(Maintain)

목표주가: 75,000원 (상향)

주가(2/26): 60,600원

시가총액: 389,030억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/26)	1,920.16pt	
시가총액	389,030억원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	60,600원	42,200원
등락률	0.00%	43.60%
수익률	절대	상대
1M	17.4%	14.5%
6M	23.3%	21.6%
1Y	32.0%	37.0%

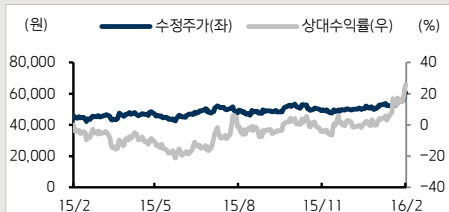
Company Data

발행주식수	641,964천주
일평균 거래량(3M)	1,060천주
외국인 지분율	32.51%
배당수익률(15E)	3.20%
BPS(15E)	103,296원
주요 주주	한국정책금융공사 외 1인
	51.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	540,378	574,749	589,577	617,990
보고영업이익	15,190	57,876	113,467	95,701
핵심영업이익	15,190	57,876	113,467	95,701
EBITDA	89,113	136,610	192,137	174,311
세전이익	-3,965	42,293	186,527	69,974
순이익	1,743	27,990	134,139	53,040
지배주주지분순이익	600	26,869	130,249	51,502
EPS(원)	93	4,185	20,289	8,023
증감률(%)YoY	N/A	4,377.3	384.8	-60.5
PER(배)	371.7	10.2	2.5	6.2
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	13.9	6.6	4.7	5.5
보고영업이익률(%)	2.8	10.1	19.2	15.5
핵심영업이익률(%)	2.8	10.1	19.2	15.5
ROE(%)	0.3	5.3	21.9	7.6
순부채비율(%)	114.9	112.4	85.5	87.1

Price Trend



이슈 코멘트

한국전력 (015760)

배당확대 이후, 모멘텀 점검



실적 개선과 배당 확대에 힘입어 동사 주가가 크게 상승하였습니다. 우리는 동사가 해외 피어 기업에 비하여는 여전히 낮은 밸류에이션을 받고 있는 상황이며, 추가 상승 모멘텀이 남아 있다고 판단합니다. 향후 예상되는 공기업 기능조정과 글로벌 기후변화 움직임도 동사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단합니다.

>>> 배당규모 확대

정부와 한전은 별도 순이익 10조 1,657억 중 1조 9,901억원 배당 예정. 토지매각 차익을 부채상환에 우선 사용할 거라는 전망과는 달리 배당에 포함, 배당 규모 크게 확대. 배당은 순이익 중 신규투자액 4.7조원(별도)을 제외, 배당성향 36.7%를 적용하여 산출. 정부 및 산업은행 재무 상황도 이번 배당 결정에 영향을 미친 것으로 보임.

배당성향은 19.58%로 표면상으로는 정부 배당 범위(25%)에 있음. 동사 배당성향은 장기적으로는 정부 목표인 40%에 수렴할 것으로 전망되며 동사 밸류에이션에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단.

>>> 배당확대, 요금정책에 긍정적 영향 미칠 가능성 높음

이번 배당 확대는 현 정부가 가장 공을 들이고 있는 공기업 정상화, 재무구조 개선과 연관, 향후 공공요금 정책의 실마리 확인 가능. 재무구조 개선을 위해 공기업 수익성 유지가 더욱 높아졌다고 판단. 재무구조 악화의 원인인 2008~2012년 적자와 이에 대한 원가 반영 가능성이 높아졌다고 판단.

결국 수익성을 크게 저하시킬 수 있는 요금 조정은 제한될 가능성 높음.

다른 한편으로 글로벌 기후변화 대응 강화로 글로벌 에너지 정책 동조화 가능성 높음, 유가하락에도 불구하고, EIA는 향후 미국 전력요금이 소폭 인상 될 것으로 전망함. 금융정책과 같이 주요국가 전력요금 정책이 국내에 영향을 줄 수 있는 상황으로 전환, 장기 원인과 함께 요금조정 제한할 전망.

>>> 공기업 기능 조정과 배당 확대 가능성, 목표주가 상향

언론보도에 따르면 공기업 기능조정과 맞물려 발전자회사 개편 및 일부 장이 논의되고 있는 것으로 확인. 다른 한편으로 기후변화 대응관점에서도 발전 자회사의 변화가 필요. 장기적으로 석탄발전 축소가 불가피하기 때문. 결국 자회사 기능조정 가능성이 높다고 판단. 이와 관련, **부분 상장 포함될 경우 동사 배당은 연결기준 배당으로 수정될 가능성 높음.** 현재는 별도 기준으로 배당하고 있으나 자회사 일부가 상장할 경우에는 자회사 수익금 배당이 불가피하며, 이것이 내용상으로도 합리적인 것으로 판단.

정부의 배당성향 변화를 반영, 목표주가를 PB 0.75X, 75,000원으로 상향한다. 해외 피어 대비 할인율 축소가 진행될 것으로 전망한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	540,378	574,749	589,577	617,990	638,387
매출원가	505,956	497,630	456,370	501,598	511,986
매출총이익	34,422	77,119	133,207	116,392	126,401
판매비및일반관리비	19,232	19,244	19,740	20,691	21,374
영업이익(보고)	15,190	57,876	113,467	95,701	105,026
영업이익(핵심)	15,190	57,876	113,467	95,701	105,026
영업외손익	-19,155	-15,583	73,060	-25,727	-25,726
이자수익	1,822	1,915	1,964	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
관계기업지분손익	-422	2,750	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-35	1,310	91,310	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,547	474	-666	-2,000	-1,000
기타	4,413	4,063	5,306	5,562	5,745
법인세차감전이익	-3,965	42,293	186,527	69,974	79,301
법인세비용	-5,708	14,303	52,388	16,934	19,191
유효법인세율 (%)	144.0%	33.8%	28.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	27,990	134,139	53,040	60,110
지배주주지분손이익(억원)	600	26,869	130,249	51,502	58,367
EBITDA	89,113	136,610	192,137	174,311	183,582
현금순이익(Cash Earnings)	75,667	106,724	212,808	131,650	138,666
수정당기순이익	608	26,809	68,953	54,556	60,868
증감율(% YoY)					
매출액	9.3	6.4	2.6	4.8	3.3
영업이익(보고)	N/A	281.0	96.1	-15.7	9.7
영업이익(핵심)	N/A	281.0	96.1	-15.7	9.7
EBITDA	44.2	53.3	40.6	-9.3	5.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	4,377.3	384.8	-60.5	13.3
EPS	N/A	4,377.3	384.8	-60.5	13.3
수정순이익	N/A	4,311.4	157.2	-20.9	11.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	68,839	120,457	125,515	134,142	150,289
당기순이익	1,743	27,990	134,139	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	-91,310	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-8,335	-13,815	4,159	2,637	11,776
기타	-717	19,550	-142	-146	-153
투자활동현금흐름	-145,033	-144,603	-88,658	-181,898	-186,915
투자자산의 처분	-3,485	794	86,479	-1,534	-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	1,463	-3,764	-5,519
재무활동현금흐름	79,331	19,852	-21,587	69,501	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	1,622	9,772	7,396
현금및현금성자산의순증가	2,774	-4,360	15,270	21,744	-29,501
기초현금및현금성자산	19,549	22,323	17,963	33,233	54,977
기말현금및현금성자산	22,323	17,963	33,233	54,977	25,477
Gross Cash Flow	77,174	134,272	121,357	131,505	138,513
Op Free Cash Flow	-84,395	-42,921	-12,173	-22,812	-6,658

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	152,691	168,199	185,248	214,319	184,781
현금및현금성자산	22,323	17,963	33,233	54,977	25,477
유동금융자산	4,408	1,847	1,895	1,986	5,745
매출채권및유동채권	80,069	79,712	79,673	83,512	85,118
재고자산	42,796	45,375	46,545	48,788	42,559
기타유동비금융자산	3,095	23,302	23,903	25,055	25,882
비유동자산	1,402,583	1,468,884	1,570,524	1,674,340	1,779,431
장기매출채권및기타비유동채권	9,142	9,574	9,821	10,294	10,634
투자자산	85,177	87,444	88,339	89,927	91,115
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	1,755,772	1,888,658	1,964,213
유동부채	202,138	216,001	191,217	199,796	216,848
매입채무및기타유동채무	96,153	116,400	119,403	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	29,663	32,488	35,409
비유동부채	838,627	872,832	885,376	966,914	975,578
장기매입채무및비유동채무	39,860	35,721	36,643	38,409	39,676
사채및장기차입금	535,703	563,796	573,796	643,796	643,796
기타비유동부채	263,064	273,315	274,937	284,709	292,105
부채총계	1,040,766	1,088,833	1,076,593	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	480,147	521,621	569,963
기타자본	134,400	142,441	142,441	142,441	142,441
지배주주지분자본총계	502,597	536,013	663,124	704,597	752,940
비지배주주지분자본총계	11,911	12,237	16,055	17,351	18,847
자본총계	514,507	548,250	679,179	721,948	771,787
순차입금	591,020	616,137	580,819	628,983	664,725
총차입금	617,751	635,947	615,947	685,947	695,947

투자지표

(단위: 원, 배, %)

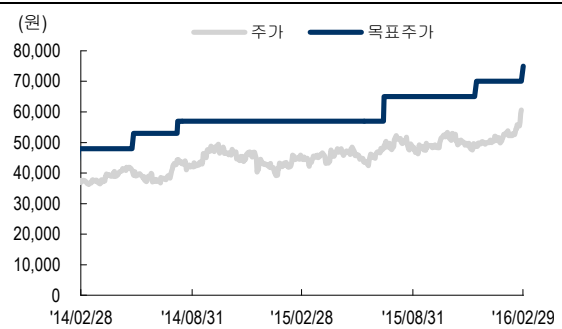
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당 지표(원)					
EPS	93	4,185	20,289	8,023	9,092
BPS	78,290	83,496	103,296	109,757	117,287
주당 EBITDA	13,881	21,280	29,930	27,153	28,597
CFPS	11,787	16,625	33,150	20,507	21,600
DPS	90	500	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	371.7	10.2	2.5	6.2	5.5
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	13.9	6.6	4.7	5.5	5.4
PCFR	2.9	2.6	1.5	2.4	2.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.8	10.1	19.2	15.5	16.5
영업이익률(핵심)	2.8	10.1	19.2	15.5	16.5
EBITDA margin	16.5	23.8	32.6	28.2	28.8
순이익률	0.3	4.9	22.8	8.6	9.4
자기자본이익률(ROE)	0.3	5.3	21.9	7.6	8.0
투자자본이익률(ROIC)	-0.5	2.9	5.9	4.9	5.0
안정성(%)					
부채비율	202.3	198.6	158.5	161.6	154.5
순차입금비율	114.9	112.4	85.5	87.1	86.1
이자보상배율(배)	0.6	2.5	4.5	3.0	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	7.2	7.4	7.6	7.6
재고자산회전율	14.0	13.0	12.8	13.0	14.0
매입채무회전율	5.8	5.4	5.0	5.1	5.0

- 당사는 2월 26일 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(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국전력(015760)	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
	2016/02/5	Buy(Maintain)	70,000원
	2016/02/29	Buy(Maintain)	75,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%