

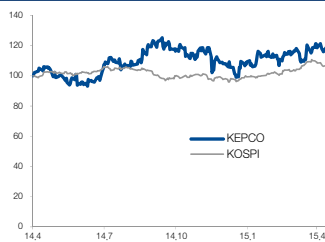
하반기 요금 결정 이후 주가 재평가 기대

현재주가 (5/11)	46,800원		
상승여력	26.1%		
시가총액	30,044십억원		
발행주식수	641,964천주		
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	49,450원/36,800원		
일평균 거래대금 (60일)	53십억원		
외국인지분율	31.19%		
주요주주	한국산업은행 외 4인 51.19%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.2	7.6	-0.2
상대주가(%)	6.7	-0.2	-6.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	15,438	8,484	59,000
After	15,176	7,510	59,000
Consensus	14,344	6,257	59,222
Cons. 차이	5.8%	20.0%	-0.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 1Q15 실적은 당사 추정 및 시장 전망치를 상회. 유틸리티 업종 Top pick 유지
- 비용 안정화로 안정적인 실적 개선 추이 이어질 것으로 기대되는 가운데, 하반기 전기요금은 인하 가능성이 크지 않을 것으로 판단. 인하하더라도, 큰 폭의 요금 인하는 어려울 것. 요금 결정 이후 절대 저평가 국면에서 탈피할 수 있을 것으로 판단

2) 주요 이슈 및 실적전망

- 1Q15 실적은 매출액 15.1조원(+24%, yoy), 영업이익 2.2조원(+82.5%, yoy), 순이익 1.2조원(+125.5%, yoy) 기록하여 당사 추정 및 시장 기대치를 상회
- 연료비 하락에 따른 비용 절감 및 기저발전 비중 확대에 따른 전력 Mix 개선으로 이익은 전년 동기 대비 큰 폭 개선 추세 이어갈 것으로 판단
- 하반기 실적 전망은 하향 조정. 신고리 3호기 부품 이슈로 인해 가동 시점이 내년 하반기로 지연된 것을 반영
- 별도 기준 한국전력 영업이익은 전년동기비 728억원 개선되는데 그쳐. 구입전력비가 전년 동기과 유사한 수준을 기록하였기 때문. 별도 기준 한전보다는, 규제 강도가 약한 한전 자회사들의 이익 개선이 연결 기준 실적 개선을 이끄는 추세로 판단
- 한전 총괄원가의 86%를 차지하는 전력구입비는 전년과 유사. 결국 전력구입비가 내려가지 않는 것은 한전의 요금 인하 가능성이 크지 않다는 점을 시사
- 지난해 한전 자회사 실적이 대폭 개선됨에 따라, 배당수익이 4,000억원 이상 증가. 올해 DPS는 한전 부지 매각 차익 등을 반영하지 않더라도 1,000원 수준 가능할 전망. 향후 자회사 개선으로 인해 배당 매력은 더욱 높아질 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 이익 개선에도 불구하고, 주가는 이를 반영하지 못하고 있다고 판단. 현재 PBR 0.48x
- 7월 중 요금 결정될 것. 위와 같은 이유로 요금 인하 가능성은 크지 않다고 판단하며, 만약 인하하더라도 그 폭은 크지 않을 것. KOGAS 사례에서 보듯이, 정부의 정책은 유틸리티 업체에 우호적인 방향으로 흐르고 있는 것으로 판단
- 불확실성 해소 이후 주가 Multiple 재평가로 이어질 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	54,037.8	1,519.0	60.0	8,911.3	93	-101.9	371.7	0.5	9.3	0.1	0.3
2014	57,474.9	5,787.6	2,686.9	13,661.0	4,185	4,377.3	10.2	0.5	6.6	5.2	1.2
2015F	59,082.6	7,610.5	9,742.5	16,150.8	15,176	262.6	3.1	0.48	5.4	16.7	2.1
2016F	59,653.4	8,857.3	4,821.3	17,559.6	7,510	-50.5	6.2	0.45	5.0	7.4	2.4
2017F	60,907.8	11,026.9	5,973.3	20,159.8	9,305	23.9	5.0	0.42	4.3	8.6	3.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 1분기 잠정 실적 요약(K-IFRS 연결기준)

(십억원)

	1Q15P	당사 추정치	차이	Consensus	차이	1Q14	% YoY	4Q14	% QoQ
매출액	15,123.9	15,359.1	-1.5%	15,257.1	-0.9%	14,772.6	2.4%	14,905.4	1.5%
영업이익	2,239.9	2,050.6	9.2%	2,120.5	5.6%	1,227.1	82.5%	869.6	157.6%
영업이익률	14.8%	13.4%	1.5%p	13.9%	0.9%p	8.3%	6.5%p	5.8%	9.0%p
세전이익	2,058.3	1,695.1	21.4%	2,112.9	-2.6%	901.9	128.2%	512.5	301.6%
지배지분 순이익	1,200.1	1,060.5	13.2%	1,378.8	-13.0%	532.3	125.5%	452.4	165.3%

자료: 한국전력, Fnguide, HMC투자증권

〈표2〉 실적추정 변경

(십억원)

	2015F					2016F				
	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이	변경후	변경전	변동율	Consensus	차이
매출액	59,082.6	59,214.0	-0.2%	58,323.3	1.3%	59,653.4	59,713.8	-0.1%	59,228.9	0.7%
영업이익	7,610.5	7,806.9	-2.5%	7,694.7	-1.1%	8,857.3	9,574.1	-7.5%	7,877.1	12.4%
영업이익률	12.9%	13.2%	-0.3%p	13.2%	-0.3%p	14.8%	16.0%	-1.2%p	13.3%	1.5%p
지배지분순이익	9,742.5	9,910.9	-1.7%	9,786.9	-0.5%	4,821.3	5,446.6	-11.5%	4,017.5	20.0%

자료: 한국전력, Fnguide, HMC투자증권

〈표3〉 상세실적전망

(십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15P	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
평균환율 (원/달러)	1,069	1,030	1,025	1,087	1,113	1,100	1,085	1,080	1,053	1,100	1,036
매출액 (십억 원)	14,773	12,889	14,908	14,906	15,124	13,360	15,311	15,288	57,475	59,083	59,653
전력판매수입	13,747	11,625	13,801	13,453	13,864	12,032	14,148	13,836	52,625	53,881	55,232
전력판매량 (GWh)	125,635	114,512	118,233	119,212	128,144	117,375	121,189	121,834	477,592	488,542	500,756
LNG	22,240	15,617	14,407	16,439	14,595	13,528	13,677	13,677	68,703	55,478	54,934
석탄	50,542	47,496	53,568	52,159	53,997	48,774	55,112	54,976	203,765	212,858	244,698
원자력	38,278	39,630	39,757	38,742	39,364	39,814	41,235	42,194	156,407	162,608	175,161
(yoy, %)	0.5%	0.6%	-0.3%	1.6%	2.0%	2.5%	2.5%	2.2%	0.6%	2.3%	2.5%
전력판매 단가(원/kwh)	111.9	104.5	117.8	110.6	112.0	104.5	117.8	110.6	111.3	111.3	111.3
국가전력수요	125,635	114,512	118,233	119,212	128,144	117,375	121,189	121,834	477,592	488,542	500,756
IPP 전력 구입 비중	12.1%	12.6%	13.6%	18.2%	17.5%	17.9%	16.6%	18.7%	14.1%	17.7%	10.5%
발전 Mix											
원자력	33.2%	37.3%	35.7%	35.2%	35.1%	38.1%	36.7%	37.2%	35.3%	36.8%	36.0%
석탄	43.8%	44.8%	48.1%	47.4%	48.2%	46.7%	49.0%	48.4%	46.0%	48.1%	50.4%
LNG	19.3%	14.7%	12.9%	14.9%	13.0%	13.0%	12.2%	12.1%	15.5%	12.5%	11.3%
기타	3.7%	3.2%	3.3%	2.4%	3.7%	2.2%	2.1%	2.3%	3.2%	2.6%	2.3%
영업비용	13,546	12,060	12,046	14,036	12,884	12,421	12,361	13,805	51,687	51,472	50,796
전력구입비	3,281	2,698	2,917	3,706	3,660	3,520	3,391	3,743	12,602	14,314	9,759
연료비	6,154	4,618	4,745	5,078	4,632	3,853	4,061	4,177	20,595	16,723	17,899
석탄	1,859	1,646	2,132	2,069	2,068	1,839	2,073	2,070	7,706	8,051	9,441
LNG	3,463	2,251	1,896	2,377	1,885	1,600	1,557	1,661	9,987	6,703	6,685
유류	506	338	296	204	344	132	135	148	1,345	759	590
원자력	247	266	274	271	275	275	281	286	1,058	1,117	1,139
수선유지비	299	328	401	403	330	344	421	423	1,429	1,518	1,669
감가상각비	1,687	1,684	1,693	1,846	1,772	1,764	1,792	1,794	6,909	7,122	7,543
기타	2,125	2,733	2,291	3,004	2,490	2,940	2,697	3,668	10,152	11,796	13,925
영업이익	1,227	829	2,862	870	2,240	939	2,949	1,483	5,788	7,611	8,857
OPM	8.3%	6.4%	19.2%	5.8%	14.8%	7.0%	19.3%	9.7%	10.1%	12.9%	14.8%
(yoy, %)	86.5%	흑전	84.8%	113.6%	82.5%	13.2%	3.1%	70.5%	281.0%	31.5%	16.4%
세전이익	902	429	2,386	513	2,058	558	11,052	1,134	4,229	14,801	7,531
지배주주순이익	532	155	1,547	452	1,200	432	7,412	699	2,687	9,742	4,821
NPM	3.6%	1.2%	10.4%	3.0%	7.9%	3.2%	48.4%	4.6%	4.7%	16.5%	8.1%

자료: 한국전력, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	54,038	57,475	59,083	59,853	60,908
증가율 (%)	9.3	6.4	2.8	1.0	2.1
매출원가	50,596	49,763	49,493	48,799	47,842
매출원가율 (%)	93.6	86.6	83.8	81.8	78.5
매출총이익	3,442	7,712	9,590	10,854	13,066
매출이익률 (%)	6.4	13.4	16.2	18.2	21.5
증가율 (%)	257.7	124.0	24.3	13.2	20.4
판매관리비	1,923	1,924	1,979	1,997	2,039
판매비율(%)	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3
EBITDA	8,911	13,661	16,151	17,560	20,160
EBITDA 이익률 (%)	16.5	23.8	27.3	29.4	33.1
증가율 (%)	44.2	53.3	18.2	8.7	14.8
영업이익	1,519	5,788	7,611	8,857	11,027
영업이익률 (%)	2.8	10.1	12.9	14.8	18.1
증가율 (%)	흑전	281.0	31.5	16.4	24.5
영업외손익	-1,873	-1,833	6,830	-1,694	-1,710
금융수익	630	885	248	155	134
금융비용	2,932	3,140	2,289	2,129	2,125
기타영업외손익	429	422	8,872	280	280
총속/관계기업관련손익	-42	275	361	368	375
세전계속사업이익	-396	4,229	14,801	7,531	9,692
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	7.4	25.1	12.6	15.9
증가율 (%)	적지	흑전	250.0	-49.1	28.7
법인세비용	-571	1,430	4,964	2,636	3,392
계속사업이익	174	2,799	9,838	4,895	6,300
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	2,799	9,838	4,895	6,300
당기순이익률 (%)	0.3	4.9	16.7	8.2	10.3
증가율 (%)	흑전	1,505.8	251.5	-50.2	28.7
지배주주지분 순이익	60	2,687	9,742	4,821	5,973
비지배주주지분 순이익	114	112	95	74	326
기타포괄이익	186	-358	0	0	0
총포괄이익	360	2,441	9,838	4,895	6,300

(단위:십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	6,884	12,046	20,352	13,636	15,788
당기순이익	174	2,799	9,838	4,895	6,300
유형자산 상각비	7,304	7,797	8,467	8,635	9,072
무형자산 상각비	88	76	74	67	61
외환손익	-196	352	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-834	-1,382	2,334	406	731
기타	346	2,403	-361	-368	-375
투자활동으로인한현금흐름	-14,503	-14,460	-14,222	-13,820	-13,819
투자자산의 감소(증가)	-413	-330	181	184	185
유형자산의 감소	119	111	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,259	-14,547	-14,400	-14,000	-14,000
기타	49	306	-4	-4	-4
재무활동으로인한현금흐름	7,933	1,985	-5,118	-639	-1,732
차입금의 증가(감소)	-289	-1,467	-1,297	3	-996
사채의증가(감소)	7,412	3,982	-2,000	0	0
자본의 증가	126	320	0	0	0
배당금	-58	-203	-321	-642	-736
기타	742	-647	-1,500	0	0
기타현금흐름	-36	-7	0	0	0
현금의증가(감소)	277	-436	1,012	-823	237
기초현금	1,955	2,232	1,796	2,808	1,986
기말현금	2,232	1,796	2,808	1,986	2,223

(단위:십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	15,269	16,820	15,547	14,807	15,250
현금성자산	2,232	1,796	2,808	1,986	2,223
단기투자자산	441	185	188	192	196
매출채권	7,011	7,162	6,777	6,815	6,965
채고자산	4,280	4,537	4,603	4,629	4,731
기타유동자산	1,305	3,139	1,171	1,185	1,136
비유동자산	140,258	146,888	152,927	158,409	163,466
유형자산	129,638	135,812	141,746	147,110	152,038
무형자산	813	824	750	683	622
투자자산	7,134	7,550	7,729	7,913	8,103
기타비유동자산	2,674	2,703	2,703	2,703	2,703
기타금융영업자산	0	0	0	0	0
자산총계	155,527	163,708	168,475	173,216	178,716
유동부채	20,214	21,600	19,896	20,126	20,426
단기차입금	579	659	659	659	659
매입채무	3,107	3,123	2,683	2,698	2,758
유동성장기부채	7,508	6,446	4,946	4,946	4,946
기타유동부채	9,019	11,372	11,608	11,823	12,064
비유동부채	83,863	87,283	84,237	84,494	84,131
사채	48,262	52,244	50,244	50,244	50,244
장기차입금	4,538	3,475	2,175	2,175	1,175
장기금융부채 (리스포함)	1,141	944	944	944	944
기타비유동부채	29,921	30,620	30,873	31,131	31,767
기타금융영업부채	0	0	0	0	0
부채총계	104,077	108,883	104,133	104,621	104,557
지배주주지분	50,260	53,601	63,023	67,202	72,440
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,675	1,995	1,995	1,995	1,995
자본조정 등	12,553	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄이익누계액	56	-202	-202	-202	-202
이익잉여금	32,766	35,304	44,725	48,904	54,142
비지배주주지분	1,191	1,224	1,319	1,393	1,719
자본총계	51,451	54,825	64,342	68,595	74,159

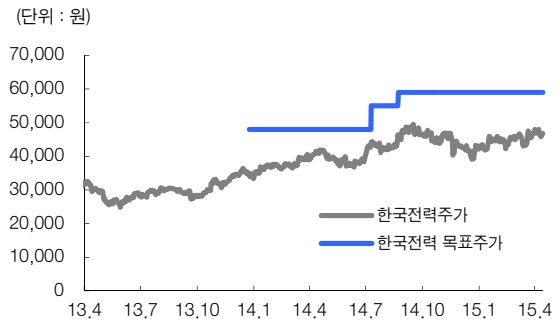
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	272	4,360	15,325	7,625	9,813
EPS(지배순이익 기준)	93	4,185	15,176	7,510	9,305
BPS(자본총계 기준)	78,879	84,119	99,068	105,788	114,549
BPS(자본지분 기준)	77,024	82,213	97,003	103,618	111,871
DPS	90	500	1,000	1,145	1,473
PER(당기순이익 기준)	128.0	9.8	3.1	6.1	4.8
PER(지배순이익 기준)	371.7	10.2	3.1	6.2	5.0
PBR(자본총계 기준)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR(자본지분 기준)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	9.3	6.6	5.4	5.0	4.3
배당수익률	0.3	1.2	2.1	2.4	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-105.7	1,505.8	251.5	-50.2	28.7
EPS(지배순이익 기준)	-101.9	4,377.3	262.6	-50.5	23.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.3	5.3	16.5	7.4	8.8
ROE(지배순이익 기준)	0.1	5.2	16.7	7.4	8.6
ROA	0.1	1.8	5.9	2.9	3.6
안정성 (%)					
부채비율	202.3	198.6	161.8	152.5	141.0
순차입금비율	116.2	113.0	87.3	83.0	75.1
이자보상배율	0.6	2.5	3.3	4.2	5.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/01/21	BUY	48,000	14/08/08	BUY	55,000
14/02/11	BUY	48,000	14/08/28	BUY	55,000
14/02/24	BUY	48,000	14/09/19	BUY	59,000
14/03/07	BUY	48,000	14/10/07	BUY	59,000
14/03/20	BUY	48,000	14/10/30	BUY	59,000
14/05/13	BUY	48,000	14/11/12	BUY	59,000
14/05/27	BUY	48,000	15/01/16	BUY	59,000
14/06/17	BUY	48,000	15/02/12	BUY	59,000
14/06/26	BUY	48,000	15/04/07	BUY	59,000
14/07/01	BUY	48,000	15/05/12	BUY	59,000
14/07/18	BUY	48,000			
14/08/04	BUY	48,000			

▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.