MIRAE ASSET 미래에셋대우

전력

Earnings preview
2016.7.25

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	80,000
현재주가(16/07/22,원)	61,000
상승여력	31%

영업이익(16F,십억원)	13,787
Consensus 영업이익(16F,십억원)	13,727
EPS 성장률(16F,%)	-33.4
MKT EPS 성장률(16F,%)	18.0
P/E(16F,x)	4.4
MKT P/E(16F,x)	10.8
KOSPI	2,010.34
시가총액(십억원)	39,160
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	48.9
외국인 보유비중(%)	33.0
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	46,300
52주 최고가(원)	63,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	22.5	25.4
상대주가	2.1	14.5	28.8

[운송/에너지]

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

김충현
02-768-4126
choonghyun.kim@dwsec.com

한국전력 (015760)

아직 갈 길이 남았다

2Q16 Preview: 한층 낮아진 원가 부담 영업이익 2조 8,009억원,

한국전력의 2Q16 매출액은 전년 동기 대비 1.1% 증가한 13조 8,258억원으로 전망한다. 전력판매수입 증가율은 저조한 수요(0.9% YoY)와 단가(-1.5% YoY)로 -0.6% YoY에 그치겠지만, 해외사업 매출액의 증가로 매출 증가세가 유지될 것으로 기대된다.

영업이익은 2조 8,009억원으로 기존 추정치(2조 6,620억원) 및 컨센서스(2조 7,024억원)를 상회할 것으로 예상된다. 전력구입단가 하락(-15.0% YoY)으로 인해 **전력구입비의 감소(-12.0% YoY)**가 예상된다. 유가에 6개월 가량 후행하는 SMP(계통한계가격) 특성으로 인해 최근에도 SMP 가격은 예비율 하락에도 불구 60원/KWh대 수준에 머물고 있다. 유가하락으로 직접적인 **원료비 감소(-16.0% YoY)**도 예상된다.

호의적인 정책 지속과 배당수익률이 핵심

1) 호의적인 정책: 정부는 최근 공기업 기능재조정 및 에너지 신산업 정책의 일환으로 **1) 발전자회사 상장 및 매각, 2) 판매시장 자유화, 3) 전력 펀드 기금 설립 계획**을 발표했다. 발전자회사 지분 매각이 현실화 될 경우 도매시장 가격 체계 변경으로 본사 실적 개선 및 배당 증액으로 이어질 수 있다.

판매시장 자유화와 전력 펀드 기금은 중장기적으로 한국전력의 비용 압력으로 전가될 가능성이 있다. 다만, 최근 정부가 원가 상승 압력에 따른 전기요금 인상 가능성을 열어두고 있어 오히려 판가에 대한 우려가 사라질 가능성이 높아지고 있다.

2) 배당수익률: 순이익 전망치 상향에 **따라 2016년 및 2017년 주당 배당금을 1,700원, 1,900원에서 1,900원, 2,000원으로 각각 상향**한다. 현재 동사의 배당수익률은 3.1%이다. 이는 판매 시장 개방이라는 악재성 뉴스에도 주가가 큰 조정을 받지 않고 있는 이유이다. 동사의 배당성향은 2020년까지 40%까지 상승하며 배당매력을 높일 전망이다.

3) 기저발전 확대: 지난 3년간 실적 개선의 폭을 감안할 때, 향후 실적 개선 속도가 느려질 가능성이 있는 것은 사실이다. 하지만, 기저발전 확대에 따라 원가가 추가적으로 절감되면서 지속적인 이익 개선이 가능할 것이다. 최근 석탄발전에 대한 부정적인 시각이 있지만, 2020년까지 계획된 발전소는 지속 추진될 것으로 보여 기저발전 확대는 지속될 전망이다.

목표주가 80,000원 및 매수의견 유지: 기간 조정 마무리 국면

한국전력에 대한 목표주가 80,000원 및 매수의견을 유지한다. 동사의 주가는 5월 최고가를 기록한 이후 1) 차익 실현, 2) 판매시장 개방 우려 등으로 다소 소강상태를 보이고 있다. 하지만 밸류에이션상 여전히 매력적(PBR 0.5배)이며, CAPEX 감소와 FCF 개선에 따른 리레이팅 가능성도 여전하다. 장기적으로 1) 전기요금 인하 압력완화, 2) 매력적인 배당, 3) 원가구조 개선에 대한 기대감이 재현되며, 주가의 추가 상승이 가능할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	54,038	57,475	58,958	60,016	61,481	63,405
영업이익 (십억원)	1,519	5,788	11,347	13,787	13,953	15,221
영업이익률 (%)	2.8	10.1	19.2	23.0	22.7	24.0
순이익 (십억원)	60	2,687	13,289	8,845	8,742	9,784
EPS (원)	93	4,185	20,701	13,778	13,617	15,241
ROE (%)	0.1	5.2	22.1	12.6	11.4	11.6
P/E (배)	371.7	10.2	2.4	4.4	4.5	4.0
P/B (배)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q16 실적 비교표 (십억원, %)

	2Q15	1Q16	2Q16F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	13,672	15,685	13,826	13,831	1.1	-11.9
영업이익	2,088	3,605	2,801	2,702	34.1	-22.3
영업이익률 (%)	15.3	23.0	20.3	19.5	5.0	-2.7
세전이익	1,733	3,509	2,496	2,396	44.0	-28.9
순이익	1,305	2,135	1,898	1,924	45.4	-11.1

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	60,439	61,807	60,016	61,481	-0.7	-0.5	판매량 전망치 하향
영업이익	13,083	13,747	13,787	13,953	5.4	1.5	SMP 하락 반영
세전이익	12,076	12,485	12,801	12,703	6.0	1.7	
순이익	7,930	8,408	8,845	8,742	11.5	4.0	
EPS (KRW)	12,353	13,097	13,778	13,617	11.5	4.0	

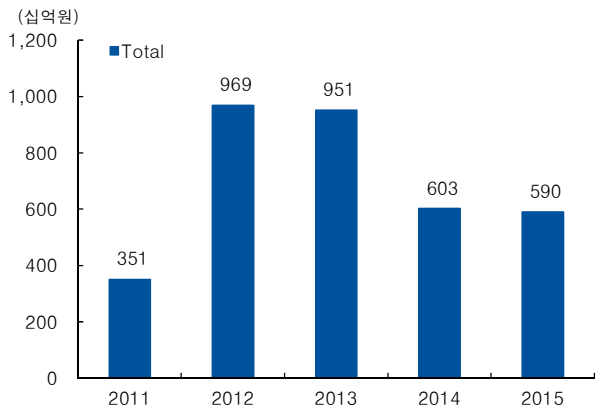
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	15,124	13,672	15,470	14,692	15,685	13,826	15,797	14,708	58,958	60,015.8	61,481
전기판매수익	13,864	12,029	14,063	13,273	14,182	11,962	14,211	13,083	53,230	53,438	54,161
해외사업수익	816	1,294	1,047	1,074	1,104	1,457	1,170	1,202	4,231	4,933	5,539
기타	444	349	360	345	399	407	415	424	1,498	1,645	1,781
영업이익	2,240	2,088	4,340	2,679	3,605	2,801	4,866	2,515	11,347	13,787	13,953
세전이익	2,058	1,733	12,474	2,390	3,509	2,496	4,572	2,224	18,656	12,801	12,703
순이익(지배)	1,200	1,305	9,230	1,554	2,135	1,898	3,340	1,471	13,289	8,845	8,742
영업이익률 (%)	14.8	15.3	28.1	18.2	23.0	20.3	30.8	17.1	19.2	23.0	22.7
세전이익률 (%)	13.6	12.7	80.6	16.3	22.4	18.1	28.9	15.1	31.6	21.3	20.7
순이익률 (%)	8.1	9.8	60.0	10.7	13.8	13.9	21.4	10.1	22.5	14.7	14.2
연료비 증가율 (%)	-24.7	-27.4	-20.8	-32.7	-19.9	-16.0	-14.9	4.7	-12.3	14.0	28.7
구입전력비 증가율 (%)	11.6	-6.4	-17.5	-23.5	-15.3	-12.0	8.2	-5.1	-7.1	-12.6	-49.9

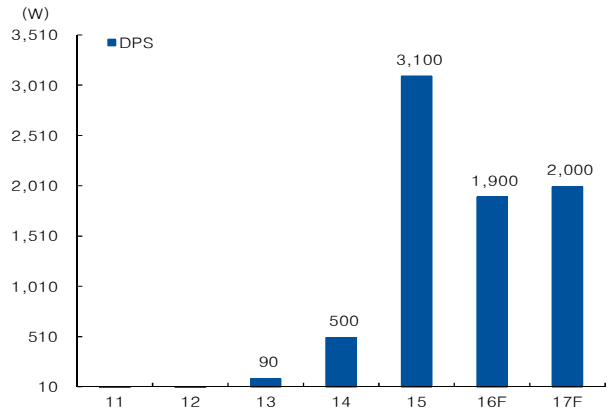
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 민자발전사 순이익 합계 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 한국전력 배당 추이 및 전망



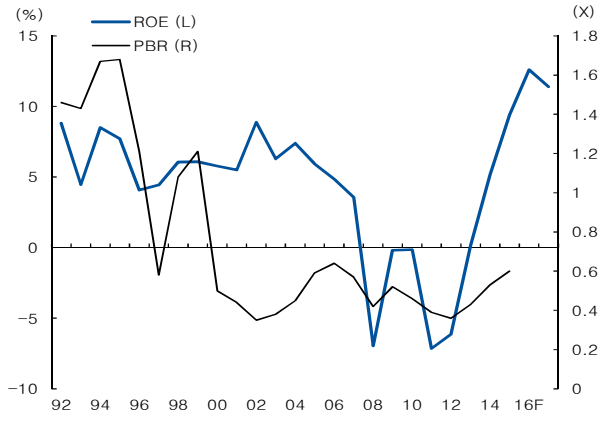
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 2016~17년 주요 발전설비 건설 계획 ()

연도	월	발 전 설 비	설비용량 (MW)
2016			6,536
	8	신고리#3(한수원)	1400
	8	여수#1(남동)	350
	10	당진#10(동서)	1,020
	10	태안#9(서부)	1050
	11	삼척그린#1(남부)	1,022
	11	북평#2(GS동해전력)	595
	12	신재생에너지	102
	12	집단에너지	997
2017			11,785
	3	신고리#4(한수원)	1,400
	4	태안#10(서부)	1050
	2	대우포천복합#1(대우건설)	960
	3	장문복합#1(PMP)	900
	4	신한울#1(한수원)	1,400
	6	신보령#2(중부)	1000
	6	삼척그린#2(남부)	1022
	6	신재생에너지	91
	6	집단에너지	751
	7	GS당진복합#4(GS	950
	7	장문복합#2(PMP)	900
	10	영남복합(남부)	470
	12	서울복합#1(중부)	400
	12	서울복합#2(중부)	400
	12	신재생에너지	91

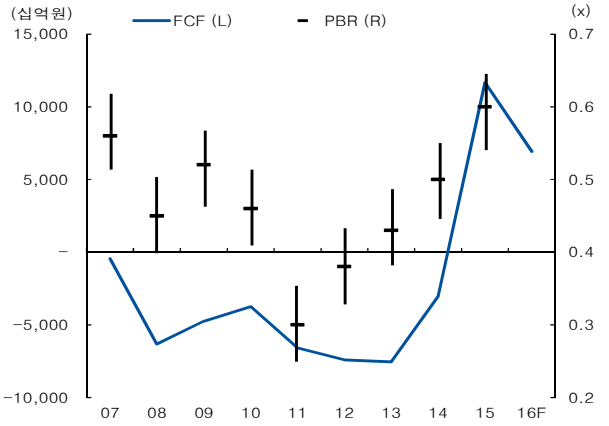
자료: 제7차 전력수급기본계획, 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 한국전력 ROE vs. PBR



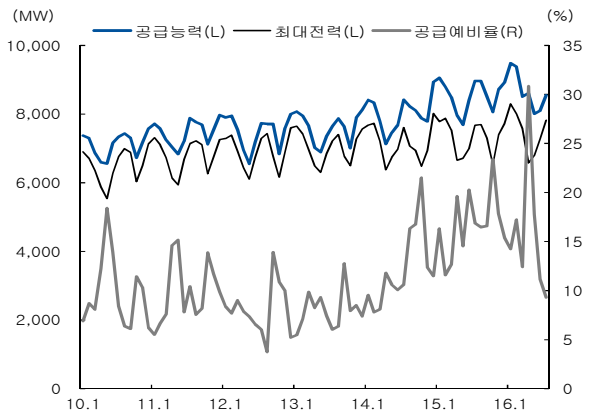
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한국전력 FCF vs. PBR



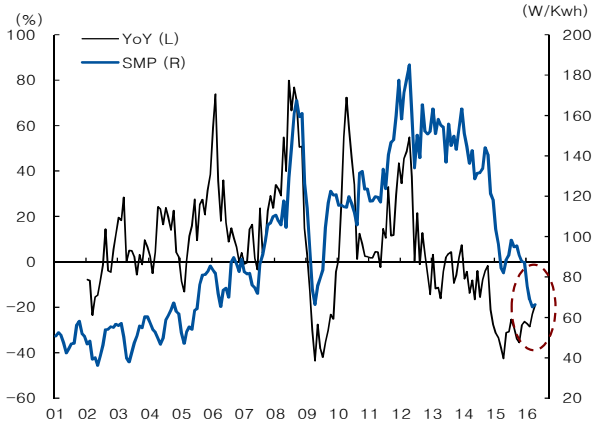
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 공급예비율: 최근 수요 반등 효과로 하락



자료: EPSIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. SMP 가격: 유가 하락 효과 지속



자료: EPSIS, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	**58,958**	**60,016**	**61,481**	**63,405**
매출원가	**45,458**	**43,923**	**45,120**	**45,712**
매출총이익	**13,500**	**16,093**	**16,361**	**17,693**
판매비와관리비	**2,153**	**2,307**	**2,408**	**2,472**
조정영업이익	**11,347**	**13,787**	**13,953**	**15,221**
영업이익	**11,347**	**13,787**	**13,953**	**15,221**
비영업손익	**7,309**	**-986**	**-1,250**	**-1,023**
금융손익	-1,774	-1,385	-1,287	-1,060
관계기업등 투자손익	207	249	0	0
세전계속사업손익	18,656	12,801	12,703	14,198
계속사업법인세비용	5,239	3,843	3,849	4,288
계속사업이익	13,416	8,958	8,854	9,910
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**13,416**	**8,958**	**8,854**	**9,910**
지배주주	13,289	8,845	8,742	9,784
비지배주주	127	113	112	125
총포괄이익	**13,450**	**8,880**	**8,854**	**9,910**
지배주주	13,308	8,810	8,784	9,832
비지배주주	142	70	69	78
EBITDA	19,688	22,415	22,461	23,537
FCF	2,893	1,069	5,050	13,333
EBITDA 마진율 (%)	33.4	37.3	36.5	37.1
영업이익률 (%)	19.2	23.0	22.7	24.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.5	14.7	14.2	15.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	**22,025**	**29,496**	**21,082**	**24,941**
현금 및 현금성자산	3,783	11,234	2,564	5,843
매출채권 및 기타채권	7,089	7,096	7,196	7,421
재고자산	4,946	4,952	5,021	5,178
기타유동자산	6,207	6,214	6,301	6,499
비유동자산	**153,232**	**158,973**	**163,380**	**161,324**
관계기업투자등	5,694	5,700	5,779	5,960
유형자산	141,361	147,069	151,432	149,181
무형자산	858	833	762	697
자산총계	**175,257**	**188,469**	**184,462**	**186,265**
유동부채	**22,711**	**34,323**	**29,600**	**27,264**
매입채무 및 기타채무	3,337	3,340	3,387	3,493
단기금융부채	7,974	19,570	14,641	0
기타유동부채	11,400	11,413	11,572	23,771
비유동부채	**84,604**	**79,372**	**73,225**	**68,674**
장기금융부채	51,605	46,338	39,728	0
기타비유동부채	32,999	33,034	33,497	68,674
부채총계	**107,315**	**113,695**	**102,824**	**95,938**
지배주주지분	**66,634**	**73,422**	**80,173**	**88,738**
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,041	2,041	2,041	2,041
이익잉여금	48,187	54,947	61,699	70,263
비지배주주지분	**1,308**	**1,352**	**1,464**	**1,589**
자본총계	**67,942**	**74,774**	**81,637**	**90,327**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	16,943	15,168	17,850	19,333
당기순이익	13,416	8,958	8,854	9,910
비현금수익비용가감	8,790	14,414	13,644	13,665
유형자산감가상각비	8,269	8,550	8,437	8,251
무형자산상각비	72	78	71	65
기타	449	5,786	5,136	5,349
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,325	-3,235	488	1,108
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	698	56	-95	-217
재고자산 감소(증가)	-1,190	-191	-69	-157
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,539	-182	27	62
법인세납부	-935	-3,513	-3,849	-4,288
투자활동으로 인한 현금흐름	-9,774	-14,343	-12,910	-6,249
유형자산처분(취득)	-4,206	-14,079	-12,800	-6,000
무형자산감소(증가)	-87	-15	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-5,618	-8	-110	-249
기타투자활동	137	-241	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5,207	4,513	-13,530	-9,624
장단기금융부채의 증가(감소)	-4,352	6,329	-11,540	-8,404
자본의 증가(감소)	46	0	0	0
배당금의 지급	-426	-1,990	-1,990	-1,220
기타재무활동	-475	174	0	0
현금의 증가	1,987	7,451	-8,670	3,279
기초현금	1,796	3,783	11,234	2,564
기말현금	3,783	11,234	2,564	5,843

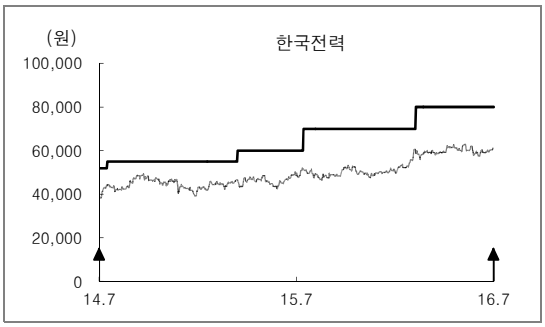
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	2.4	4.4	4.5	4.0
P/CF (x)	1.4	1.7	1.7	1.7
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	4.3	4.0	3.9	3.2
EPS (원)	20,701	13,778	13,617	15,241
CFPS (원)	34,592	36,408	35,046	36,722
BPS (원)	103,798	114,371	124,888	138,229
DPS (원)	3,100	1,900	2,000	2,200
배당성향 (%)	14.8	13.6	14.5	14.3
배당수익률 (%)	6.2	3.1	3.3	3.6
매출액증가율 (%)	2.6	1.8	2.4	3.1
EBITDA증가율 (%)	44.1	13.9	0.2	4.8
조정영업이익증가율 (%)	96.0	21.5	1.2	9.1
EPS증가율 (%)	394.6	-33.4	-1.2	11.9
매출채권 회전율 (회)	8.4	8.8	9.0	9.0
재고자산 회전율 (회)	12.4	12.1	12.3	12.4
매입채무 회전율 (회)	17.9	22.4	22.9	22.6
ROA (%)	7.9	4.9	4.7	5.3
ROE (%)	22.1	12.6	11.4	11.6
ROIC (%)	5.8	6.6	6.4	7.2
부채비율 (%)	157.9	152.1	126.0	106.2
유동비율 (%)	97.0	85.9	71.2	91.5
순차입금/자기자본 (%)	74.3	66.0	56.8	38.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	7.1	8.1	10.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
한국전력(015760)	2016.02.29	매수	80,000원
	2015.08.05	매수	70,000원
	2015.04.05	매수	60,000원
	2014.08.07	매수	55,000원
	2014.06.26	매수	52,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
70.73%	17.56%	11.71%	0.00%

* 2016년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.