

## 한국전력(015760)

Above

In line

Below

### 매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(11/7)	2,545
주가(11/7)	38,250
시가총액(십억원)	24,555
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	48,750/37,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,035
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/31.4
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

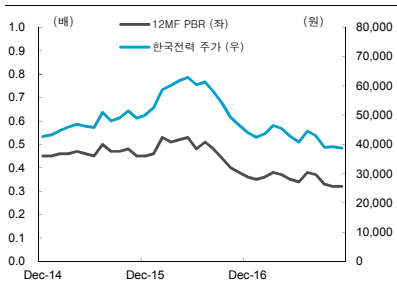
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	4.0	7.4	6.0
PBR(x)	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	10.2	4.5	5.5
DY(%)	4.5	3.4	5.2
EV/EBITDA(x)	3.7	4.3	3.8
EPS(원)	10,980	5,157	6,411
BPS(원)	111,725	115,371	119,782

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.9)	(13.9)	(16.8)
상대주가(%)	(8.2)	(27.5)	(44.3)

#### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 양호한 3분기 실적, 높아진 배당 매력

#### What's new : 낮아진 기대치에 부합한 3분기 영업이익

3분기 영업이익은 2조 7,729억원으로 전년동기대비 37.3% 감소했고, 시장 컨센서스 3.0조원 및 추정 영업이익 2.9조원에 소폭 하회했다. 3분기에도 원전 이용률(가동률)은 73%(2Q17 79%, 3Q16 85%, 한국투자증권 기준)로 낮았다. 석탄발전 이용률은 3분기 85%로 회복됐음에도, 유연탄 개별소비세 인상(6원/kg ↑)과 유연탄 단가 상승으로 연료비는 4.3조원으로 전년동기대비 23.7% 늘어났다. 또한 민간에서 전력을 구입하는 구입전력비는 42.5% 늘어난 3.4조원에 달해(전력구입량 +26.1% YoY) 수익성이 악화됐다. 그럼에도 작년 3분기가 최대 분기 영업이익이익을 감안하면 이번 이익은 적정이익 수준이다.

#### Positives : 별도 영업이익 흑자, 배당 가능성 우려 해소

상반기 한국전력 연결기준 영업이익은 2.3조원이었음에도 별도기준으로는 4,427억원 영업손실을 기록해, 배당 가능성 대한 우려가 커졌다(참고로 한전의 배당은 별도기준 순이익을 기준으로 결정). 한국전력과 한전의 발전자회사간 거래 시 정산조정계수를 적용하는데, 상반기 정산조정계수(원자력 0.61, 석탄 0.76)가 높아 이익의 대부분이 발전자회사로 쏠렸기 때문이다. 이를 고려해 7월 1일부로 정산조정계수를 조정(원전 0.59, 석탄 0.49)했고, 3분기 별도기준 영업이익은 2.0조원으로 한전 본사에 이익이 집중됐다. 올해 예상 별도기준 한전 영업이익은 2.6조원으로, 올해 주당배당금은 1,300원이 예상된다.

#### Negatives : 당분간 회복되기 어려운 원전 이용률

운영중인 원전 24기 중 8기(7,278MW)가 현재 정지 중이다. 작년 4분기 경주지진 이후 강화된 계획예방정비와 냉각재 누출 및 격납고 부식 등의 이슈로 인한 일부 원전의 수동 정지 때문이다. 4분기 원전 이용률도 73%로 낮을 것이며, 내년 정비 계획에 따르면, 내년 상반기(1H18 가동률 75% 예상)까지도 회복은 어려울 것으로 보인다. 그럼에도 내년 원전 이용률 80%로 올해(76%)보다는 소폭 높아질 것이다.

#### 결론 : 배당메리트, 불확실성 해소 측면에서 매수 추천

‘매수’ 의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 주가는 여전히 저평가 국면이며(2018년 PER 6.0배, PBR 0.3배), 올해 예상 배당수익률은 3.4%로, 연말까지 두 달이 채 남지 않은 만큼 시장의 관심은 점차 높아질 것이다. 한전을 둘러싼 정책 불확실성 해소와 내년 이익에 대한 신뢰도 회복에는 시간이 필요해 보인다. 다만 이제는 정부가 더 이상 꺼낼 ‘탈원전/석탄’ 카드는 제한적이며, 내년 초에는 이번 정부 에너지 정책의 최종 윤곽이 마무리된다는 점에서, 밸류에이션 리레이팅 시점이 가까워 지고 있다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	16,003	16,188	1.2	15,924	25.2	1.5	59,338	58,855
영업이익	2,932	2,773	(5.4)	2,981	227.6	(37.3)	6,441	6,875
영업이익률	18.3	17.1	-1.2	18.7	10.6	-10.6	10.9	11.7
세전이익	2,600	2,292	(11.8)	2,610	293.0	(44.4)	5,221	5,788
순이익	1,691	1,582	(6.5)	1,698	383.5	(45.7)	3,311	3,770

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

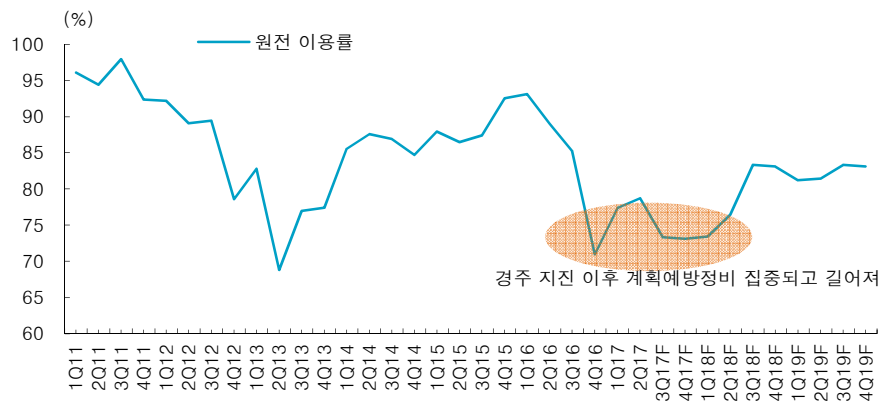
〈표 1〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>15,685</b>	<b>13,275</b>	<b>15,943</b>	<b>15,286</b>	<b>15,147</b>	<b>12,926</b>	<b>16,188</b>	<b>15,078</b>	<b>58,958</b>	<b>60,190</b>	<b>59,338</b>	<b>60,755</b>
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	13,943	11,706	15,121	13,645	53,229	54,304	54,415	56,429
국내기타매출	399	353	290	392	432	335	308	445	1,498	1,433	1,520	1,558
해외사업수익	1,104	1,021	1,147	1,182	771	885	758	989	4,231	4,453	3,404	2,768
YoY(%)	3.7	(2.9)	3.1	4.0	(3.4)	(2.6)	1.5	(1.4)	2.6	2.1	(1.4)	2.4
<b>영업비용</b>	<b>12,080</b>	<b>10,571</b>	<b>11,519</b>	<b>14,019</b>	<b>13,683</b>	<b>12,079</b>	<b>13,415</b>	<b>13,720</b>	<b>47,611</b>	<b>48,189</b>	<b>52,897</b>	<b>53,080</b>
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,297	3,363	4,340	3,902	15,159	14,067	15,902	15,938
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,824	3,120	3,443	3,280	11,428	10,756	13,667	13,195
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	13,130	11,450	12,716	12,909	45,458	45,550	50,477	50,502
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	86.7	88.6	78.6	85.6	77.1	75.7	85.1	83.1
판관비	509	592	721	817	553	629	699	811	2,153	2,639	2,420	2,579
판관비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	3.7	4.9	4.3	5.4	3.7	4.4	4.1	4.2
<b>영업이익</b>	<b>3,605</b>	<b>2,704</b>	<b>4,424</b>	<b>1,268</b>	<b>1,463</b>	<b>846</b>	<b>2,773</b>	<b>1,359</b>	<b>11,347</b>	<b>12,002</b>	<b>6,441</b>	<b>7,675</b>
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(59.4)	(68.7)	(37.3)	7.2	96.1	5.8	(46.3)	19.1
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	9.7	6.5	17.1	9.0	19.2	19.9	10.9	12.6
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	1,392	583	2,292	954	18,656	10,513	5,221	6,430
순이익	2,163	1,768	2,938	280	902	359	1,618	614	13,416	7,148	3,358	4,174
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	869	327	1,582	605	13,289	7,049	3,311	4,116

자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 내년 상반기에도 원전 이용률 70%대 전망



자료: 한국전력, 한국투자증권

## 기업개요

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전회사는 우리나라 발전설비용량의 75%를 보유하고 있음. 전체 영업비용의 29%가 LNG, 유연탄 등의 발전연료비이며, 22%가 민자발전으로부터 전력을 구입하는 구입전력비임(2016년). 따라서 전체 영업원가의 52%가 유가와 원/달러 환율 변화에 영향 받는 구조

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	22,025	19,709	19,429	19,893	20,178
현금성자산	3,783	3,051	3,008	3,080	3,124
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,667	7,850	7,962
재고자산	4,946	5,479	5,402	5,531	5,610
비유동자산	153,232	158,129	160,417	162,093	163,202
투자자산	8,189	8,168	8,052	8,245	8,362
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	969	993	1,007
자산총계	175,257	177,837	179,846	181,986	183,380
유동부채	22,711	24,739	31,206	33,538	35,107
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,646	5,781	5,864
단기차입금및단기사채	604	806	1,007	1,231	1,342
유동성장기부채	7,243	8,134	9,258	9,772	10,226
비유동부채	84,604	80,047	73,205	70,122	66,723
사채	48,974	42,926	36,878	33,278	29,678
장기차입금및금융부채	2,631	2,329	2,028	1,726	1,424
부채총계	107,315	104,786	104,411	103,660	101,830
지배주주지분	66,634	71,724	74,064	76,896	80,058
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,041	2,079	2,079	2,079	2,079
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
이익잉여금	48,187	53,174	55,650	58,482	61,644
비지배주주지분	1,308	1,327	1,372	1,430	1,493
자본총계	67,942	73,051	75,436	78,326	81,550

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,928	15,576	15,225
당기순이익	13,416	7,148	3,358	4,174	4,508
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	84	86	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	5,195	1,563	1,006
기타	(2,489)	2,645	(202)	195	44
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,063)	(10,945)	(10,443)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	13	26	120
무형자산순증	(87)	(124)	(70)	(109)	(101)
기타	(262)	(291)	(49)	80	49
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,909)	(4,560)	(4,738)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(835)	(1,284)
기타	73	73	389	(507)	(63)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(43)	72	44

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

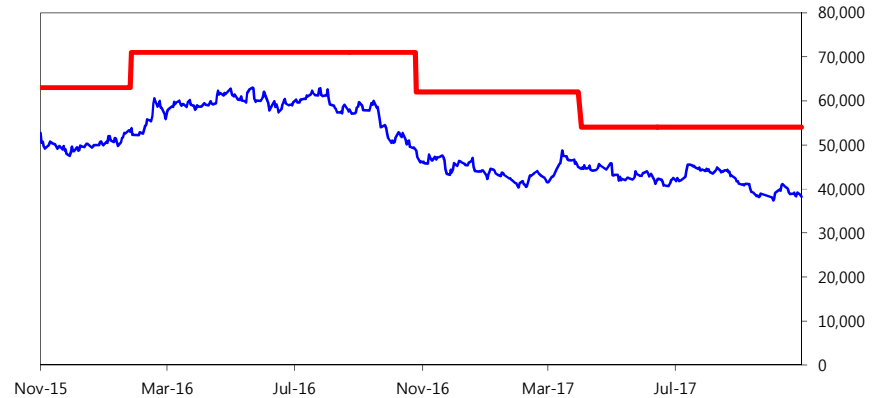
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,338	60,755	61,624
매출원가	45,458	45,550	50,477	50,502	50,951
매출총이익	13,500	14,641	8,861	10,253	10,673
판매관리비	2,153	2,639	2,420	2,579	2,664
영업이익	11,347	12,002	6,441	7,675	8,009
금융수익	1,183	792	735	736	739
이자수익	242	242	185	186	190
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	291	298	302
관계기업관련손익	207	(137)	33	218	238
세전계속사업이익	18,656	10,513	5,221	6,430	6,739
법인세비용	5,239	3,365	1,864	2,256	2,231
연결당기순이익	13,416	7,148	3,358	4,174	4,508
지배주주지분순이익	13,289	7,049	3,311	4,116	4,445
기타포괄이익	34	(2)	(138)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	3,220	4,174	4,508
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	3,175	4,116	4,445
EBITDA	19,688	20,963	16,019	17,318	17,676

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	5,157	6,411	6,925
BPS	103,798	111,725	115,371	119,782	124,707
DPS	3,100	1,980	1,300	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(1.4)	2.4	1.4
영업이익증가율	96.1	5.8	(46.3)	19.1	4.4
순이익증가율	394.6	(47.0)	(53.0)	24.3	8.0
EPS증가율	382.5	(47.0)	(53.0)	24.3	8.0
EBITDA증가율	44.1	6.5	(23.6)	8.1	2.1
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	10.9	12.6	13.0
순이익률	22.5	11.7	5.6	6.8	7.2
EBITDA Margin	33.4	34.8	27.0	28.5	28.7
ROA	7.9	4.0	1.9	2.3	2.5
ROE	22.1	10.2	4.5	5.5	5.7
배당수익률	6.2	4.5	3.4	5.2	5.2
배당성향	15.0	18.0	25.2	31.2	28.9
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,637	40,285	36,811
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	65.3	58.8	52.3
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	7.4	6.0	5.5
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.3	3.8	3.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국전력(015760)	2015.11.05	매수	63,000원	-20.2	-15.4
	2016.02.04	매수	71,000원	-17.9	-11.3
	2016.11.03	매수	62,000원	-28.2	-21.4
	2017.04.10	매수	54,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 7일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국전력 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.