

## 한국전력(015760)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/7)	2,399
주가(8/7)	44,050
시가총액(십억원)	28,279
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	62,600/40,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	71,628
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/32.2
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

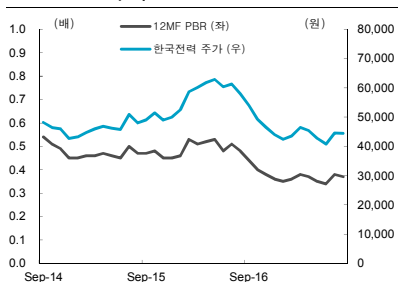
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	4.0	6.7	5.3
PBR(x)	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	10.2	5.7	6.9
DY(%)	4.5	3.0	4.5
EV/EBITDA(x)	3.7	4.3	3.7
EPS(원)	10,980	6,549	8,246
BPS(원)	111,725	116,630	122,876

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.6	6.7	(27.9)
상대주가(%)	2.9	(8.9)	(46.8)

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 이제 주가 상승만 남았다

## What's new : 예상대로 부진한 2분기 실적

2분기 영업이익은 8,465억원으로 전년동기대비 68.7% 감소했고, 시장 컨센서스 1.1조원 및 추정 영업이익 9,305억원을 하회했다. 2분기에도 원전의 계획예방정비가 많아, 원전 이용률(가동률)은 75%(1Q17 74%, 2Q16 84%, 한국투자증권 기준) 수준으로 낮았다. 또한 석탄발전 계획예방정비 집중 및 노후 석탄발전기 8기의 6월 한시적 가동 중단으로, 석탄발전기 이용률도 74%로(2Q16 83%) 예상보다 크게 하락했다. 2분기 유연탄 개별소비세 인상(24원/kg→30원/kg)과 유연탄 단가 상승으로 연료비는 3.4조원으로 전년동기대비 18.0% 늘어났다. 또한 민간에서 전력을 구입하는 구입전력비는 45.6% 늘어난 3.1조원에 달해(전력구입량 +25.2% YoY) 수익성이 악화됐다.

## Positives : 늘어난 기저발전설비, 긍정적 영향은 3분기부터

2분기말 기준 우리나라 발전설비용량은 114GW로 전년동기대비 13.5% 늘었으며, 특히 기저발전(원전+석탄발전) 용량은 58GW로 16.1% 늘었다. 고리 1호기 영구 중단에도, 다수의 신규 석탄발전과 원전이 가동을 시작했다 때문이다. 다만 2분기까지는 원전과 석탄발전기 이용률 하락으로 발전믹스 개선은 크지 않았다. 하지만 3분기에는 석탄발전 이용률이 83%로 회복되고, 3기의 신규 석탄발전기(총 용량 2.6GW, 신보령 #2, 북평 #2, 신서천)가 투입돼, 발전믹스는 크게 향상될 것이다.

## Negatives : 발전용 유연탄 개별소비세 인상

지난 2일, 2017년 세법개정안에 발전용 유연탄의 개별소비세 인상이 포함됐다. 올해 4월 kg당 30원으로 6월 인상된 개별소비세가, 내년 4월부터는 kg당 36원으로 한 차례 더 인상된다. 이에 따라 내년 3,829억원, 연간 약 5,200억원 수준의 연료비용이 늘어날 것이다. 물론 이번 인상으로 석탄발전과 LNG발전의 발전(급전)순위는 바뀌지 않는다. 다만 한전의 환경비용(환경관련 사회적 비용)이 서서히 증가하는 정책기조는 유지될 것으로 보인다.

## 결론 : 실적 바닥은 확인했고, 이제는 주가 상승만 남았다

‘매수’ 의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 역사적 저점(PBR 0.3배)에 근접한 지금 수준에서 주가가 크게 하락하기는 어려워, 하방 경직성은 확보됐다. 또한 7월부터 정산계수 조정(하반기에는 한전 본사에 이익이 쏠릴 전망)으로, 올해 예상 주당 배당금 1,300원, 배당수익률 3.0%는 가능한 상황이다. ‘탈 원전’ 이슈로 위축됐던 투자심리는 소강 국면에 접어들었고, 바닥인 2분기 실적은 확인했다. 이제 내년기준 PER 5.3배, PBR 0.4배에 불과한 저평가 메리트가 부각되며 주가 반등추세는 이어질 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	13,192	12,926	(2.0)	13,246	(14.7)	(2.6)	59,337	59,459
영업이익	931	846	(9.1)	1,066	(42.1)	(68.7)	7,636	7,894
영업이익률	7.1	6.5	-0.5	8.1	-3.1	-13.8	12.9	13.3
세전이익	603	583	(3.3)	753	(58.0)	(75.7)	6,416	6,751
순이익	396	327	(17.4)	449	(62.3)	(81.0)	4,204	4,473

&lt;표 1&gt; 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2016	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	60,190	58,695	60,253	59,337	60,850	1.1	1.0
영업이익	12,002	7,688	9,733	7,636	9,118	(0.7)	(6.3)
세전이익	10,513	6,468	8,488	6,416	7,874	(0.8)	(7.2)
순이익	7,049	4,243	5,753	4,204	5,293	(0.9)	(8.0)
BPS	111,725	116,690	123,651	116,630	122,876	(0.1)	(0.6)

자료: 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	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>15,861</b>	<b>15,405</b>	<b>58,958</b>	<b>60,190</b>	<b>59,337</b>	<b>60,850</b>
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	13,943	11,706	14,572	13,983	53,229	54,304	54,204	56,490
국내기타매출	399	353	290	392	432	335	341	445	1,498	1,433	1,552	1,569
해외사업수익	1,104	1,021	1,147	1,182	771	885	948	977	4,231	4,453	3,582	2,791
YoY(%)	3.7	(2.9)	3.1	4.0	(3.4)	(2.6)	(0.5)	0.8	2.6	2.1	(1.4)	2.5
<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>12,791</b>	<b>13,148</b>	<b>47,611</b>	<b>48,189</b>	<b>51,701</b>	<b>51,732</b>
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,297	3,363	3,848	3,564	15,159	14,067	15,072	14,555
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,824	3,120	3,026	3,226	11,428	10,756	13,195	13,093
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	13,130	11,591	12,274	12,617	45,458	45,550	49,336	49,219
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	86.7	89.7	77.4	81.9	77.1	75.7	83.1	80.9
판매관비	509	592	721	817	553	488	517	531	2,153	2,639	2,365	2,513
판매비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	3.7	3.8	3.3	3.4	3.7	4.4	4.0	4.1
<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>3,070</b>	<b>2,257</b>	<b>11,347</b>	<b>12,002</b>	<b>7,636</b>	<b>9,118</b>
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(59.4)	(68.7)	(30.6)	78.0	96.1	5.8	(36.4)	19.4
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	9.7	6.5	19.4	14.6	19.2	19.9	12.9	15.0
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	1,392	583	2,738	1,704	18,656	10,513	6,416	7,874
순이익	2,163	1,768	2,938	280	902	359	1,819	1,132	13,416	7,148	4,264	5,368
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	869	327	1,794	1,116	13,289	7,049	4,204	5,293

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	19,925	20,102
현금성자산	3,783	3,051	3,008	3,085	3,112
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,666	7,862	7,932
채고자산	4,946	5,479	5,402	5,540	5,589
비유동자산	153,232	158,129	160,417	162,112	163,155
투자자산	8,189	8,168	8,052	8,257	8,331
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	969	994	1,003
자산총계	175,257	177,837	179,846	182,037	183,257
유동부채	22,711	24,739	30,386	31,519	32,209
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,646	5,790	5,842
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	70,177	66,590
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	103,590	101,697	98,799
지배주주지분	66,634	71,724	74,872	78,882	82,925
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	56,543	60,553	64,596
비지배주주지분	1,308	1,327	1,383	1,458	1,534
자본총계	67,942	73,051	76,256	80,340	84,459

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	18,026	15,608	15,188
당기순이익	13,416	7,148	4,264	5,368	5,403
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	84	86	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	4,376	359	146
기타	(2,489)	2,645	(191)	237	(28)
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,147)	(10,955)	(10,411)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	(72)	12	165
무형자산순증	(87)	(124)	(70)	(111)	(96)
기타	(262)	(291)	(48)	86	31
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,922)	(4,577)	(4,750)
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	376	(524)	(75)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(43)	77	28

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

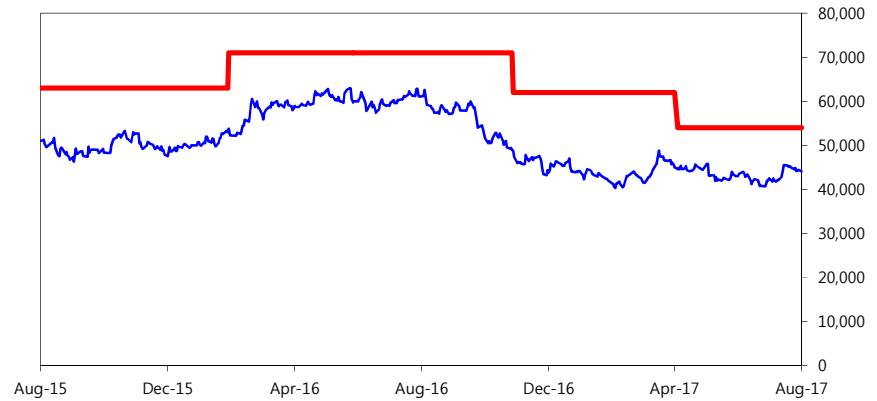
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,337	60,850	61,393
매출원가	45,458	45,550	49,336	49,219	49,611
매출총이익	13,500	14,641	10,001	11,631	11,783
판매관리비	2,153	2,639	2,365	2,513	2,594
영업이익	11,347	12,002	7,636	9,118	9,188
금융수익	1,183	792	735	736	739
이자수익	242	242	185	186	189
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	291	298	301
관계기업관련손익	207	(137)	33	218	239
세전계속사업이익	18,656	10,513	6,416	7,874	7,919
법인세비용	5,239	3,365	2,153	2,505	2,516
연결당기순이익	13,416	7,148	4,264	5,368	5,403
지배주주지분순이익	13,289	7,049	4,204	5,293	5,327
기타포괄이익	34	(2)	(224)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	4,040	5,368	5,403
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	3,983	5,293	5,327
EBITDA	19,688	20,963	17,214	18,762	18,855

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	6,549	8,246	8,298
BPS	103,798	111,725	116,630	122,876	129,174
DPS	3,100	1,980	1,300	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(1.4)	2.5	0.9
영업이익증가율	96.1	5.8	(36.4)	19.4	0.8
순이익증가율	394.6	(47.0)	(40.4)	25.9	0.6
EPS증가율	382.5	(47.0)	(40.4)	25.9	0.6
EBITDA증가율	44.1	6.5	(17.9)	9.0	0.5
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	12.9	15.0	15.0
순이익률	22.5	11.7	7.1	8.7	8.7
EBITDA Margin	33.4	34.8	29.0	30.8	30.7
ROA	7.9	4.0	2.4	3.0	3.0
ROE	22.1	10.2	5.7	6.9	6.6
배당수익률	6.2	4.5	3.0	4.5	4.5
배당성향	15.0	18.0	19.9	24.3	24.1
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,637	40,275	36,833
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	64.6	57.3	50.5
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	6.7	5.3	5.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.3	3.7	3.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2015.10.13	매수	63,000 원
	2016.02.04	매수	71,000 원
	2016.11.03	매수	62,000 원
	2017.04.10	매수	54,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 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 배주자는 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 결과에 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.