

2017. 4. 17



▲ 유틸리티/운송/스몰캡

Analyst 김승철

02. 6098-6666

seungchurl.kim@meritz.co.kr

RA 김정섭

02. 6098-6663

jeongseop.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

| | | |
|----------------|-----|---------|
| 한국전력(015760) | Buy | 56,000원 |
| 한국가스공사(036460) | Buy | 56,500원 |

관련종목

| | | |
|----------------|-------------|---------|
| 한전KPS(051600) | Trading Buy | 70,000원 |
| 한전기술(052690) | Trading Buy | 30,000원 |
| 지역난방공사(071320) | Trading Buy | 70,000원 |

유틸리티

1Q17 Preview: 대형주가 매력적

- ✓ 유틸리티 업종 투자의견 Overweight 유지
- ✓ 1분기 영업이익이 전년대비 늘어나는 종목은 한국가스공사와 한전KPS
- ✓ 한국전력 전년대비 감익이지만 PBR 0.4배로 절대 저평가 국면
- ✓ 한국가스공사 보장수입 증가로 이익개선, 해외 가스전 가치 부각 시점

유틸리티 업종 Overweight 투자의견 유지

유틸리티 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 1분기 영업이익 기준으로 전년대비 개선되는 종목은 한국가스공사와 한전KPS이다. 전년도 4분기에는 대다수 업체들이 손상차손 및 총당금 등으로 일회성 비용에 몸살을 앓았으나 1분기에는 해당 이슈들이 없다. 유틸리티 대형주인 한국전력과 한국가스공사가 최선호주이다. 한국전력의 경우 규제리스크 부각 등으로 PER 5배 이하에서 거래되고 있어 저평가 매력이 크고, 한국가스공사는 보장수입 증가와 해외 광구 수입이 가세하며 이익이 늘어나게 된다.

한국전력: 저평가 매력 부각 시점

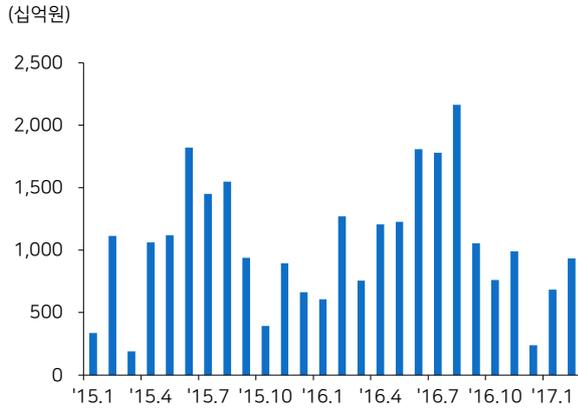
1분기 한국전력 영업이익은 2조 4,475억원을 기록할 전망이다. 이는 전년대비 32.1% 감소하는 것인데 이는 누진제 제도 개편에 따라 평균 요금이 인하되었고 특히 1분기에 원전 계획예방정비가 몰리면서 원전 가동률이 낮아졌다. 이에 따라 연료비 및 전력구입비가 증가한 탓이다. 올해 한전의 감익은 이미 알려진 이슈라 새로운 악재가 아니다. 전년대비 이익은 줄지만 기저발전 비중이 구조적으로 확대되고 있어 올해도 연간 10조원 이상 영업이익 달성은 가능하다. 현재 PER 4.7배, PBR 0.4배에 거래되고 있어 저평가 매력이 부각될 시점이다.

한국가스공사: 보장수입 증가로 이익개선

한국가스공사는 투자보수액과 총괄원가가 보장되는 구조로 올해 1분기 이익은 전년대비 4.7% 늘어난 9,362억원을 기록할 전망이다. 요금기저와 투자보수율 상승으로 투자보수액이 늘어나기 때문이다. 전년도 호주 GLNG를 위시한 해외 광구에 대해 대규모 손상차손을 인식하여 올해 추가적인 손상 가능성은 낮다.

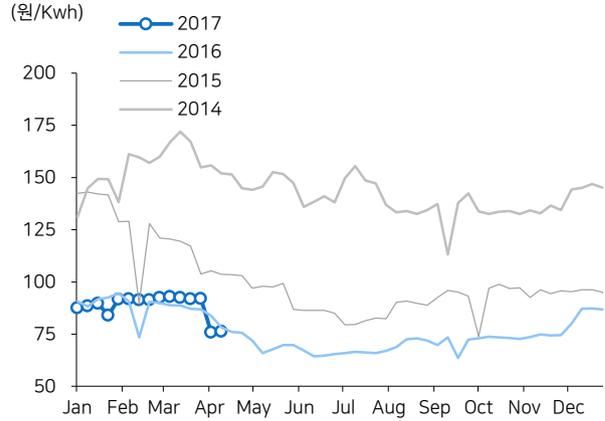
유틸리티 Indicator

그림1 전력판매수입 - 전력구입비: Spark spread 추이



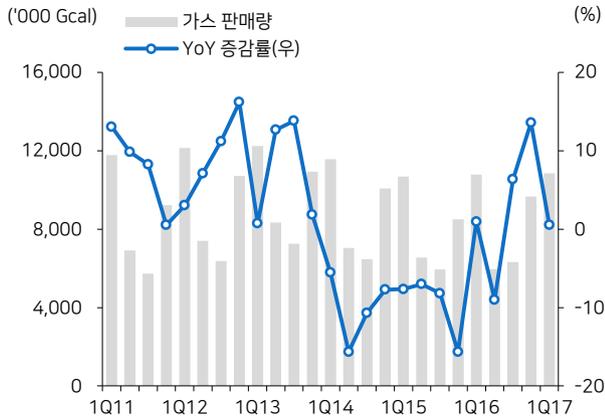
자료: 한국전력, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SMP(계통한계가격) 추이



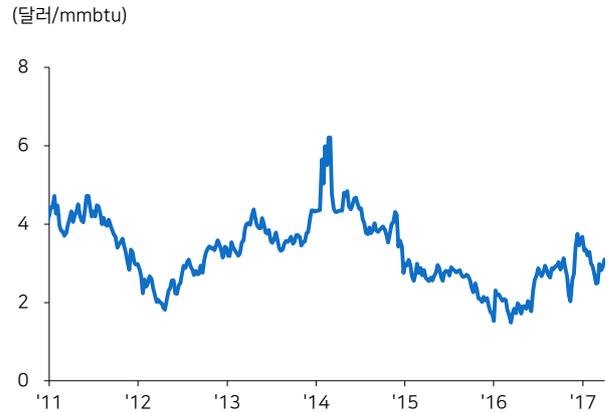
자료: 전력거래소, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 가스판매량 추이



자료: 한국가스공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 북미 천연가스 가격 추이



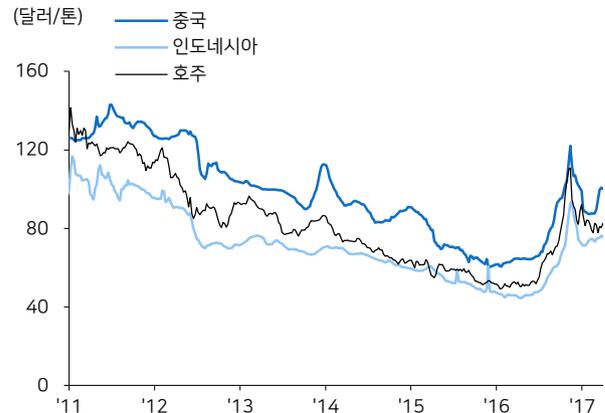
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 국제유가 추이



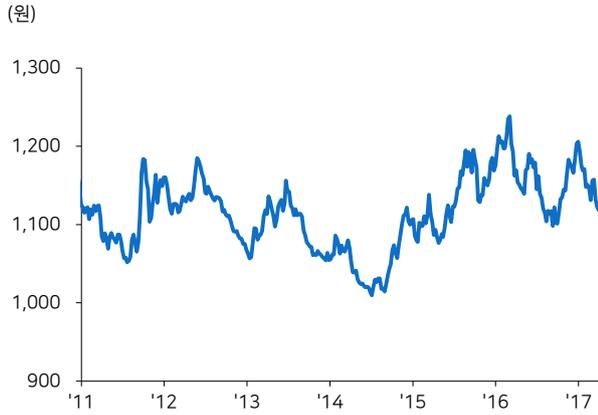
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 지역별 석탄 가격 추이



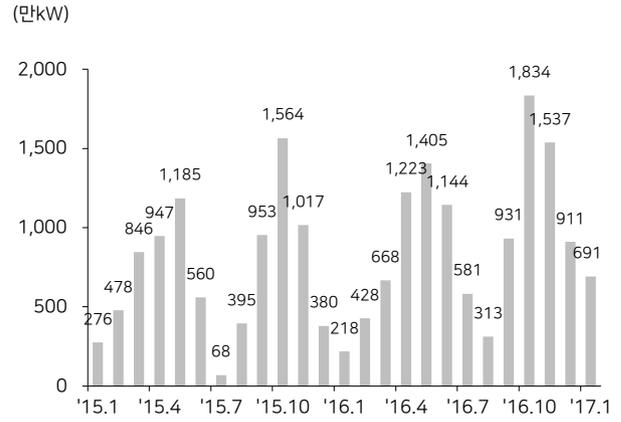
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 원/달러 환율 추이



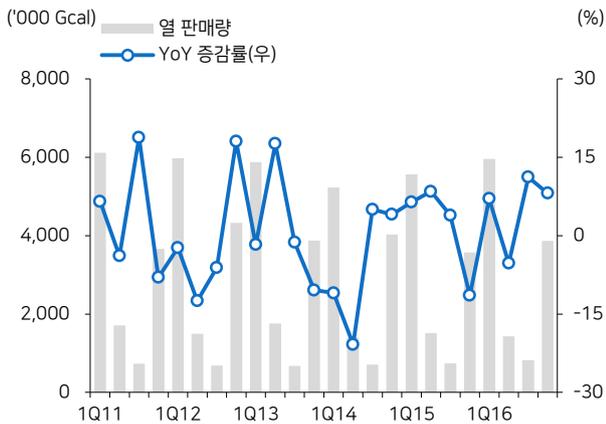
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 월별 일평균 정비용량 추이



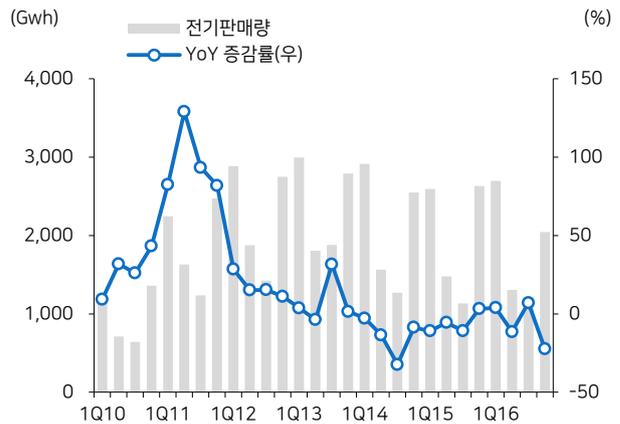
자료: 전력거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림9 열 판매량 추이



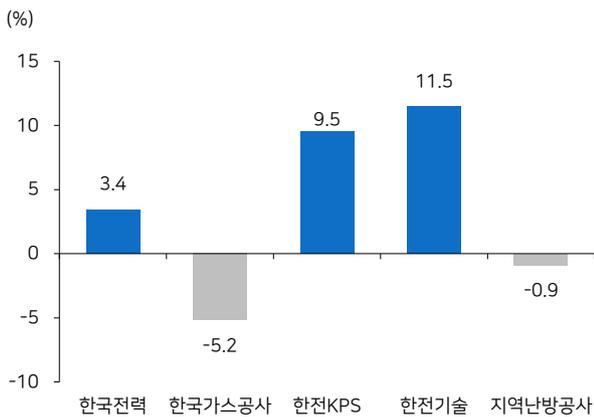
자료: 지역난방공사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 전기 판매량 추이



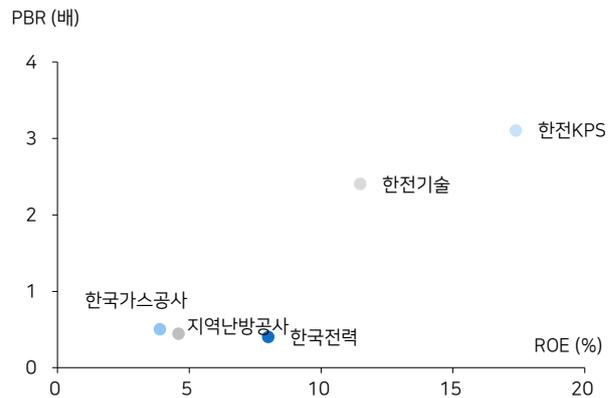
자료: 지역난방공사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 1분기 유틸리티 업체 주가수익률



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 유틸리티 업종 ROE-PBR



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

한국전력(015760)

Buy, TP 56,000 원

한국전력 1분기 매출액과 영업이익은 각각 15조 7,984억원(+0.7% YoY), 2조 4,475억원(-32.1% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 영업이익이 전년대비 감소하는 이유는 누진제 단계조정으로 전력판매단가가 1% 하락하였고, 원자력 발전소 계획예방정비가 1분기에 몰려 집행되는 탓에 원자력 발전량이 전년대비 19.6% 줄어들었기 때문이다. 상대적으로 값비싼 LNG 발전 비중이 확대되어 연료비는 전년 대비 5.6% 증가하였고, 전력구입비가 15.0% 늘어난 것으로 추정된다.

지난해 같은 기간 대비 에너지 가격도 올랐고, 누진제 단계 조정으로 판매단가도 하락하여 올해 영업이익은 전년 대비 줄어들 수밖에 없고 이는 시장에서도 인지하고 있는 사실이다.

에너지 가격이 상승하였지만 올해 석탄 발전소 및 원자력 발전소 1기가 추가로 가동되면서 전력구입비 부담을 일정부분 상쇄시켜줄 수 있다. 기저발전이 늘어나는 영향으로 연간 10조원의 연결 기준 영업이익 달성에는 무리가 없다.

선거도 있고 해서 전기요금 규제 우려감이 또 나오고 있지만 주가는 이를 충분히 반영한 수준이다. 올해 예상 PER 4.6배, PBR은 0.37배에 불과하기 때문이다. 배당수익률 역시 4.5%에 달해 충분한 매력을 갖추었다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가는 기존 51,000원에서 56,000원으로 상향조정한다. '17년 예상 BPS에 Target PBR 0.5배를 적용했다. 한전은 역사적으로 PBR 0.4배에서 0.6배 사이에서 움직였는데 연간 10조원의 이익이 안정적으로 달성 가능한 현실점에서 중간 단계 배수 적용에 무리가 없다. 기존 적용했던 PBR 0.45배에서 0.5배로 상향 적용했다.

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | % YoY | % QoQ | 컨센서스 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|----------|
| 매출액 | 15,685.3 | 13,275.4 | 15,943.5 | 15,286.1 | 15,798.4 | 0.7 | 3.4 | 15,780.1 |
| 전기판매수입 | 14,182.2 | 11,901.9 | 14,507.4 | 13,713.0 | 14,284.4 | 0.7 | 4.2 | |
| 영업비용 | 12,080.0 | 10,570.9 | 11,519.3 | 14,018.6 | 13,350.9 | 10.5 | -4.8 | |
| 연료비 | 3,711.0 | 2,850.7 | 3,508.4 | 3,996.8 | 3,918.3 | 5.6 | -2.0 | |
| 전력구입비 | 3,098.7 | 2,142.1 | 2,415.3 | 3,099.6 | 3,563.7 | 15.0 | 15.0 | |
| 영업이익 | 3,605.3 | 2,704.5 | 4,424.2 | 1,267.6 | 2,447.5 | -32.1 | 93.1 | 2,686.4 |
| 법인세차감전순이익 | 3,508.6 | 2,404.4 | 4,120.2 | 480.3 | 2,122.0 | -39.5 | 341.8 | |
| 순이익 | 2,135.5 | 1,726.5 | 2,913.4 | 273.3 | 1,135.8 | -46.8 | 315.6 | 1,593.3 |

자료: 한국전력, 메리츠증권리서치센터

한국전력(015760)

Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 57,474.9 | 58,957.7 | 60,190.4 | 61,465.7 | 63,002.4 |
| 매출액증가율 (%) | 6.4 | 2.6 | 2.1 | 2.1 | 2.5 |
| 매출원가 | 49,763.0 | 45,457.7 | 45,549.6 | 48,900.0 | 49,328.2 |
| 매출총이익 | 7,711.9 | 13,500.0 | 14,640.8 | 12,565.7 | 13,674.2 |
| 판매비와관리비 | 1,924.4 | 2,153.3 | 2,639.2 | 2,458.6 | 2,520.1 |
| 영업이익 | 5,787.6 | 11,346.7 | 12,001.6 | 10,107.1 | 11,154.1 |
| 영업이익률 (%) | 10.1 | 19.2 | 19.9 | 16.4 | 17.7 |
| 금융수익 | -2,254.7 | -1,832.5 | -1,645.5 | -1,424.8 | -1,347.2 |
| 중속/관계기업관련손익 | 275.0 | 207.4 | -137.3 | 122.8 | 125.3 |
| 기타영업외손익 | 421.5 | 8,934.1 | 294.8 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 4,229.3 | 18,655.8 | 10,513.5 | 8,805.1 | 9,932.2 |
| 법인세비용 | 1,430.3 | 5,239.4 | 3,365.1 | 2,817.6 | 3,178.3 |
| 당기순이익 | 2,799.0 | 13,416.4 | 7,148.3 | 5,987.4 | 6,753.9 |
| 지배주주지분 순이익 | 2,686.9 | 13,289.1 | 7,048.6 | 5,903.9 | 6,659.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 유동자산 | 16,819.9 | 22,025.3 | 19,708.5 | 17,999.9 | 19,715.2 |
| 현금및현금성자산 | 1,796.3 | 3,783.1 | 3,051.4 | 1,454.7 | 2,756.3 |
| 매출채권 | 7,162.3 | 6,810.8 | 7,188.2 | 7,147.8 | 7,326.5 |
| 재고자산 | 4,537.5 | 4,946.4 | 5,479.4 | 5,323.4 | 5,456.5 |
| 비유동자산 | 146,888.4 | 153,232.0 | 158,128.5 | 160,328.5 | 163,106.5 |
| 유형자산 | 135,812.5 | 141,361.4 | 145,743.1 | 147,861.1 | 150,513.1 |
| 무형자산 | 823.6 | 858.4 | 983.4 | 892.3 | 809.7 |
| 투자자산 | 7,549.6 | 8,189.1 | 8,167.9 | 8,341.0 | 8,549.5 |
| 자산총계 | 163,708.3 | 175,257.4 | 177,837.0 | 178,328.4 | 182,821.6 |
| 유동부채 | 21,600.1 | 22,710.8 | 24,739.2 | 16,756.9 | 17,119.4 |
| 매입채무 | 3,123.3 | 1,957.6 | 2,610.4 | 2,332.4 | 2,390.7 |
| 단기차입금 | 658.8 | 603.7 | 805.5 | 765.2 | 727.0 |
| 유동성장기부채 | 6,446.0 | 7,243.3 | 8,133.6 | 190.0 | 195.7 |
| 비유동부채 | 87,283.2 | 84,604.0 | 80,047.3 | 83,817.4 | 82,542.4 |
| 사채 | 52,244.4 | 48,974.3 | 42,926.2 | 45,986.2 | 45,986.2 |
| 장기차입금 | 3,475.2 | 1,932.3 | 1,773.9 | 1,802.4 | 1,606.7 |
| 부채총계 | 108,883.3 | 107,314.9 | 104,786.5 | 100,574.4 | 99,661.8 |
| 자본금 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 |
| 자본잉여금 | 1,995.2 | 2,041.1 | 2,078.9 | 2,078.9 | 2,078.9 |
| 기타포괄이익누계액 | -202.3 | -98.7 | -33.9 | -33.9 | -33.9 |
| 이익잉여금 | 35,303.6 | 48,187.2 | 53,173.9 | 57,793.8 | 63,105.4 |
| 비지배주주지분 | 1,223.7 | 1,308.0 | 1,326.9 | 1,410.4 | 1,504.6 |
| 자본총계 | 54,825.0 | 67,942.5 | 73,050.5 | 77,754.1 | 83,159.8 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 영업활동 현금흐름 | 12,045.7 | 16,943.1 | 16,520.6 | 16,764.6 | 15,824.9 |
| 당기순이익(손실) | 2,799.0 | 13,416.4 | 7,148.3 | 5,987.4 | 6,753.9 |
| 유형자산감가상각비 | 7,797.0 | 8,269.1 | 8,881.3 | 9,794.0 | 10,035.1 |
| 무형자산상각비 | 76.4 | 72.3 | 79.7 | 91.1 | 82.6 |
| 운전자본의 증감 | -1,381.5 | -2,325.0 | -2,233.1 | 892.0 | -1,046.7 |
| 투자활동 현금흐름 | -14,460.3 | -9,774.0 | -9,645.9 | -12,141.9 | -12,964.3 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -14,547.5 | -14,049.9 | -12,028.8 | -11,912.0 | -12,687.2 |
| 투자자산의 감소(증가) | -329.7 | -626.3 | 18.3 | -173.1 | -208.5 |
| 재무활동 현금흐름 | 1,985.2 | -5,206.6 | -7,637.5 | -6,219.3 | -1,559.0 |
| 차입금증감 | 1,449.2 | -4,352.2 | -5,260.3 | -4,948.2 | -275.1 |
| 자본의증가 | 320.4 | 46.0 | 37.8 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | -436.0 | 1,986.8 | -731.7 | -1,596.7 | 1,301.6 |
| 기초현금 | 2,232.3 | 1,796.3 | 3,783.1 | 3,051.4 | 1,454.7 |
| 기말현금 | 1,796.3 | 3,783.1 | 3,051.4 | 1,454.7 | 2,756.3 |

Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 89,530 | 91,840 | 93,760 | 95,746 | 98,140 |
| EPS(지배주주) | 4,185 | 20,701 | 10,980 | 9,197 | 10,374 |
| CFPS | 24,814 | 34,592 | 37,140 | 31,333 | 33,331 |
| EBITDAPS | 21,280 | 30,669 | 32,654 | 31,142 | 33,136 |
| BPS | 82,213 | 102,461 | 110,194 | 117,532 | 125,935 |
| DPS | 500 | 3,100 | 1,980 | 2,000 | 2,100 |
| 배당수익률(%) | 1.2 | 6.2 | 4.5 | 4.5 | 4.7 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 10.2 | 2.4 | 4.0 | 4.9 | 4.3 |
| PCR | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.3 |
| PSR | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA | 13,661.0 | 19,688.1 | 20,962.6 | 19,992.1 | 21,271.8 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 4.3 | 3.7 | 3.8 | 3.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.2 | 22.1 | 10.2 | 8.0 | 8.4 |
| EBITDA 이익률 | 23.8 | 33.4 | 34.8 | 32.5 | 33.8 |
| 부채비율 | 198.6 | 157.9 | 143.4 | 129.3 | 119.8 |
| 금융비용부담률 | 4.1 | 3.4 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |
| 이자보상배율(x) | 2.5 | 5.6 | 6.8 | 6.3 | 7.4 |
| 매출채권회전율(x) | 8.1 | 8.4 | 8.6 | 8.6 | 8.7 |
| 재고자산회전율(x) | 13.0 | 12.4 | 11.5 | 11.4 | 11.7 |

한국가스공사(036460)

Buy, TP 56,500 원

한국가스공사 1분기 매출액과 영업이익은 각각 7조 6,791억원(-1.1% YoY), 9,362억원(+4.7% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 5월 초에 공급비용 인상에 따라 투자보수액이 늘어나기 때문이다. 동사는 연간 투자보수액이 보장되므로 판매물량에 따라 이익이 결정되지 않는다. 도입 원료비가 요금에 잘 반영되어 미수금이 늘지 않는 것이 중요한데 3월에 원료비 인상분을 반영하여 도시가스 요금이 평균 3.1% 인상되었다. 원료비 연동제가 잘 시행되고 있다.

'16년 해외 광구에서 대규모 상각 처리가 있었다. 특히 호주 GLNG에서 4,200억 원을 손상처리하면서 유가가 하락할 때마다 추가 손상에 대한 우려로 주가는 조정 받고 있다. 전년도 대규모 상각으로 호주 GLNG는 브렌트유 기준으로 배럴 당 50 달러 이상에서는 손실이 발생하지 않는 것으로 파악된다.

이라크 주바이르, 바드라 광구에서 유가 변동과 무관하게 연간 2천억원의 영업이익 달성이 가능하고 수르길 광구에서 500억원의 지분법평가이익이 발생한다. 올해부터는 보장수입 증가와 해외 광구수입 증가로 이익개선세가 뚜렷하다.

시장에서는 유가가 하락하면 또 호주 GLNG광구에서 대규모 손상차손이 발생하는 것이 아닌가라는 우려가 있으나 유가 전망기관이 큰 폭으로 재차 전망치를 낮추지 않는 이상 손상차손이 발생할 가능성은 낮다. 사이프러스 광구에서는 탐사 실패로 결정 날 경우 손실이 발생할 수 있는데 최대 금액은 1,200억원 정도이다.

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | % YoY | % QoQ | 컨센서스 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|---------|
| 매출액 | 7,764.6 | 3,536.8 | 3,628.2 | 6,178.6 | 7,679.1 | -1.1 | 24.3 | 7,683.4 |
| 영업이익 | 894.1 | -6.4 | -189.7 | 219.7 | 936.2 | 4.7 | 326.1 | 934.0 |
| 법인세차감전순이익 | 671.1 | -212.2 | -386.9 | -934.2 | 776.9 | 15.8 | 흑전 | |
| 순이익 | 511.3 | -106.2 | -297.5 | -781.2 | 745.4 | 45.8 | 흑전 | 547.2 |

자료: 한국가스공사, 메리츠증권증권 리서치센터

한국가스공사(036460)

Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 37,284.9 | 26,052.7 | 21,108.1 | 22,585.7 | 24,166.7 |
| 매출액증가율 (%) | -2.0 | -30.1 | -19.0 | 7.0 | 7.0 |
| 매출원가 | 35,857.0 | 24,668.2 | 19,774.7 | 21,041.6 | 22,557.3 |
| 매출총이익 | 1,427.9 | 1,384.5 | 1,333.4 | 1,544.1 | 1,609.3 |
| 판매비와관리비 | 356.0 | 376.7 | 415.8 | 451.7 | 483.3 |
| 영업이익 | 1,071.9 | 1,007.8 | 917.6 | 1,092.4 | 1,126.0 |
| 영업이익률 (%) | 2.9 | 3.9 | 4.3 | 4.8 | 4.7 |
| 금융수익 | -721.4 | -711.3 | -796.1 | -691.8 | -713.0 |
| 중속/관계기업관련손익 | 96.6 | 89.6 | 114.5 | 50.2 | 51.2 |
| 기타영업외손익 | -63.0 | -109.3 | -1,085.7 | 4.4 | 4.9 |
| 세전계속사업이익 | 384.1 | 276.8 | -849.6 | 455.1 | 469.1 |
| 법인세비용 | -63.1 | -42.4 | -176.1 | 94.3 | 97.2 |
| 당기순이익 | 447.2 | 319.2 | -673.6 | 360.8 | 371.9 |
| 지배주주지분 순이익 | 447.2 | 319.2 | -674.1 | 361.1 | 372.2 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 2,030.3 | 5,456.2 | 4,769.3 | 1,680.6 | 1,604.9 |
| 당기순이익(손실) | 447.2 | 319.2 | -673.6 | 360.8 | 371.9 |
| 유형자산감가상각비 | 1,147.3 | 1,346.8 | 1,617.2 | 1,747.8 | 1,654.5 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 583.1 | 3,855.9 | 3,138.0 | -382.7 | -375.2 |
| 투자활동 현금흐름 | -3,675.4 | -2,246.6 | -2,078.9 | -1,421.6 | -1,273.2 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3,387.8 | -2,272.4 | -1,841.4 | -1,396.7 | -1,257.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 16.8 | 103.6 | 52.9 | -297.5 | -0.8 |
| 재무활동 현금흐름 | 1,596.9 | -3,266.0 | -2,376.6 | -32.4 | -26.4 |
| 차입금증감 | 1,659.9 | -2,655.3 | -2,256.2 | -27.6 | -21.6 |
| 자본의증가 | -693.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | -13.1 | -71.4 | 345.5 | -81.6 | 305.2 |
| 기초현금 | 222.6 | 209.4 | 138.0 | 483.5 | 401.9 |
| 기말현금 | 209.4 | 138.0 | 483.5 | 401.9 | 707.1 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 13,791.3 | 10,014.6 | 8,543.9 | 8,768.7 | 9,546.9 |
| 현금및현금성자산 | 209.4 | 138.0 | 483.5 | 401.9 | 707.1 |
| 매출채권 | 7,470.2 | 4,676.5 | 4,672.4 | 5,001.7 | 5,351.8 |
| 재고자산 | 3,579.5 | 1,795.0 | 1,070.0 | 1,532.7 | 1,640.0 |
| 비유동자산 | 32,980.7 | 32,370.8 | 31,384.0 | 31,093.5 | 30,747.9 |
| 유형자산 | 25,032.1 | 26,455.5 | 26,042.4 | 25,691.2 | 25,293.6 |
| 무형자산 | 2,234.2 | 2,520.9 | 2,415.7 | 2,415.7 | 2,415.7 |
| 투자자산 | 2,454.3 | 2,348.1 | 2,294.5 | 2,642.2 | 2,694.2 |
| 자산총계 | 46,772.0 | 42,385.3 | 39,927.8 | 39,862.3 | 40,294.8 |
| 유동부채 | 9,862.1 | 5,728.7 | 5,556.3 | 5,519.1 | 5,655.6 |
| 매입채무 | 2,559.7 | 731.9 | 1,067.1 | 962.5 | 1,029.8 |
| 단기차입금 | 3,236.3 | 1,233.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 2,889.4 | 2,428.9 | 2,632.3 | 2,684.9 | 2,738.6 |
| 비유동부채 | 27,185.5 | 26,599.7 | 24,985.1 | 24,904.1 | 24,828.2 |
| 사채 | 22,085.9 | 21,903.8 | 21,097.7 | 21,028.2 | 20,958.7 |
| 장기차입금 | 244.1 | 444.5 | 420.7 | 308.3 | 195.9 |
| 부채총계 | 37,047.6 | 32,328.4 | 30,541.3 | 30,423.2 | 30,483.8 |
| 자본금 | 461.6 | 461.6 | 461.6 | 461.6 | 461.6 |
| 자본잉여금 | 1,324.9 | 1,324.9 | 1,324.9 | 1,324.9 | 1,324.9 |
| 기타포괄이익누계액 | 900.8 | 951.9 | 862.9 | 862.9 | 862.9 |
| 이익잉여금 | 6,137.5 | 6,419.0 | 5,724.8 | 6,085.9 | 6,458.0 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 112.7 | 112.5 | 112.2 |
| 자본총계 | 9,724.4 | 10,056.9 | 9,386.5 | 9,439.1 | 9,811.0 |

Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 403,896 | 282,222 | 228,658 | 244,664 | 261,791 |
| EPS(지배주주) | 4,845 | 3,458 | -7,302 | 3,911 | 4,032 |
| CFPS | 24,762 | 26,345 | 27,806 | 31,468 | 31,043 |
| EBITDAPS | 24,040 | 25,507 | 27,459 | 30,767 | 30,121 |
| BPS | 105,341 | 108,944 | 100,460 | 101,033 | 105,065 |
| DPS | 250 | 170 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.6 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 8.3 | 11.2 | | 11.7 | 11.4 |
| PCR | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| PSR | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| EBITDA | 2,219.2 | 2,354.6 | 2,534.8 | 2,840.2 | 2,780.5 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 13.9 | 11.9 | 10.6 | 10.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.8 | 3.2 | -7.0 | 3.9 | 3.9 |
| EBITDA 이익률 | 6.0 | 9.0 | 12.0 | 12.6 | 11.5 |
| 부채비율 | 381.0 | 321.5 | 325.4 | 322.3 | 310.7 |
| 금융비용부담률 | 2.3 | 3.0 | 4.0 | 3.6 | 3.3 |
| 이자보상배율(x) | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.4 | 1.4 |
| 매출채권회전율(x) | 5.1 | 4.3 | 4.5 | 4.7 | 4.7 |
| 재고자산회전율(x) | 12.3 | 9.7 | 14.7 | 17.4 | 15.2 |

한전 KPS(051600)

Trading Buy, TP 70,000 원

한전KPS 1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,847억원(+14.4% YoY), 387억원(+46.1% YoY)으로 추정된다. 1월 원전 계획예방정비일이 690일로 지난해 같은 기간 대비 크게 늘었다. 지난해 1월은 218일에 그쳤다. 1분기 원전정비일수는 490일로 전년도 132일 대비 크게 늘어난다. 물론 정비일수와 매출액이 비례해서 늘지는 않지만 1분기 실적이 상대적으로 잘 나올 수 있는 환경은 마련된 것이다.

전년도 인건비 부담과 요르단 알마카너 발전소 운영수입 감소로 실적이 줄었으나 올해는 전년도 부진한 실적을 감안하여 상여금이 작년만큼 발생할 가능성은 낮고 5월부터는 UAE 원전 경상정비 매출이 발생하게 되어 이익은 개선세로 돌아서게 된다.

투자의견 Trading Buy를 제시하고, 적정주가 70,000원을 유지한다. 적정주가는 1년 예상 EPS에 과거 평균 PER 20배를 적용한 수치이다.

| 표3 한전KPS 1Q17 Preview | | | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|
| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | % YoY | % QoQ | 컨센서스 |
| 매출액 | 248.8 | 326.9 | 277.1 | 370.4 | 284.7 | 14.4 | -23.1 | 280.3 |
| 화력 | 106.7 | 139.4 | 109.0 | 133.4 | 117.2 | 9.8 | -12.1 | |
| 원자력 | 89.9 | 115.3 | 98.9 | 164.4 | 96.7 | 7.6 | -41.2 | |
| 송변전 | 16.4 | 21.0 | 16.3 | 18.9 | 16.9 | 3.0 | -10.6 | |
| 해외 및 대외 | 34.8 | 51.2 | 52.9 | 53.7 | 53.9 | 54.9 | 0.4 | |
| 영업이익 | 26.5 | 48.3 | 29.9 | 1.0 | 38.7 | 46.1 | 3,770.0 | 34.5 |
| 법인세차감전순이익 | 29.2 | 49.8 | 31.4 | 2.5 | 41.5 | 42.3 | 1,560.0 | |
| 순이익 | 23.7 | 38.4 | 24.4 | 1.8 | 31.4 | 32.7 | 1,644.4 | 28.7 |

자료: 한전KPS, 메리츠증권증권 리서치센터

한전 KPS(051600)

Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,085.5 | 1,179.7 | 1,223.1 | 1,353.0 | 1,452.4 |
| 매출액증가율 (%) | -3.6 | 8.7 | 3.7 | 10.6 | 7.3 |
| 매출원가 | 807.9 | 931.0 | 1,030.4 | 1,078.3 | 1,146.3 |
| 매출총이익 | 277.7 | 248.7 | 192.7 | 274.7 | 306.1 |
| 판매비와관리비 | 61.9 | 73.5 | 86.9 | 91.3 | 95.8 |
| 영업이익 | 215.8 | 175.2 | 105.8 | 183.4 | 210.3 |
| 영업이익률 (%) | 19.9 | 14.8 | 8.6 | 13.6 | 14.5 |
| 금융수익 | 8.4 | 7.3 | 6.2 | 7.3 | 10.0 |
| 중속/관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -3.0 | 38.8 | 0.8 | 0.3 | 0.3 |
| 세전계속사업이익 | 221.2 | 221.3 | 112.9 | 191.0 | 220.7 |
| 법인세비용 | 52.9 | 51.3 | 24.6 | 45.1 | 52.1 |
| 당기순이익 | 168.3 | 169.9 | 88.3 | 146.0 | 168.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 168.3 | 169.9 | 88.3 | 146.0 | 168.6 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 184.5 | 139.8 | 123.4 | 119.9 | 152.0 |
| 당기순이익(손실) | 168.3 | 169.9 | 88.3 | 146.0 | 168.6 |
| 유형자산감가상각비 | 26.8 | 32.0 | 33.4 | 29.6 | 23.8 |
| 무형자산상각비 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 4.2 | 4.0 |
| 운전자본의 증감 | -91.1 | -145.9 | -159.7 | -59.8 | -44.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -69.9 | -104.6 | 79.8 | -1.5 | -0.3 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -93.2 | -59.2 | -58.4 | 1.9 | 1.9 |
| 투자자산의 감소(증가) | -1.3 | 1.4 | -1.8 | -0.3 | -0.3 |
| 재무활동 현금흐름 | -68.4 | -75.2 | -76.1 | -30.6 | -50.6 |
| 차입금증감 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | 46.4 | -39.9 | 127.2 | 87.9 | 101.0 |
| 기초현금 | 57.4 | 103.8 | 63.8 | 191.0 | 278.9 |
| 기말현금 | 103.8 | 63.8 | 191.0 | 278.9 | 379.9 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 465.4 | 552.6 | 561.6 | 671.8 | 793.9 |
| 현금및현금성자산 | 103.8 | 63.8 | 191.0 | 278.9 | 379.9 |
| 매출채권 | 98.6 | 128.3 | 130.4 | 143.1 | 153.6 |
| 재고자산 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 2.0 |
| 비유동자산 | 460.2 | 481.0 | 530.9 | 500.6 | 474.7 |
| 유형자산 | 345.4 | 372.0 | 395.3 | 363.9 | 338.2 |
| 무형자산 | 7.6 | 8.8 | 10.3 | 11.1 | 10.7 |
| 투자자산 | 43.8 | 42.4 | 44.2 | 44.6 | 44.8 |
| 자산총계 | 925.5 | 1,033.6 | 1,092.5 | 1,172.4 | 1,268.6 |
| 유동부채 | 182.6 | 196.0 | 265.7 | 248.3 | 232.4 |
| 매입채무 | 4.3 | 6.6 | 7.4 | 7.8 | 8.3 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 44.9 | 51.3 | 37.1 | 38.9 | 40.9 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 227.5 | 247.3 | 302.7 | 287.3 | 273.3 |
| 자본금 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 자본잉여금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 689.0 | 777.2 | 780.8 | 876.2 | 986.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 698.0 | 786.3 | 789.8 | 885.1 | 995.3 |

Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 24,123 | 26,216 | 27,180 | 30,067 | 32,275 |
| EPS(지배주주) | 3,740 | 3,776 | 1,962 | 3,243 | 3,746 |
| CFPS | 7,120 | 7,487 | 7,252 | 4,834 | 5,298 |
| EBITDAPS | 5,433 | 4,650 | 3,147 | 4,826 | 5,291 |
| BPS | 15,342 | 17,277 | 17,322 | 19,423 | 21,880 |
| DPS | 1,670 | 1,690 | 680 | 1,124 | 1,299 |
| 배당수익률(%) | 2.1 | 3.1 | 1.3 | 1.9 | 2.2 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 21.3 | 14.2 | 27.6 | 18.3 | 15.8 |
| PCR | 11.2 | 7.2 | 7.5 | 12.3 | 11.2 |
| PSR | 3.3 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 |
| PBR | 5.2 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 2.7 |
| EBITDA | 244.5 | 209.3 | 141.6 | 217.2 | 238.1 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 10.6 | 15.8 | 11.0 | 9.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 25.5 | 22.9 | 11.2 | 17.4 | 17.9 |
| EBITDA 이익률 | 22.5 | 17.7 | 11.6 | 16.1 | 16.4 |
| 부채비율 | 32.6 | 31.5 | 38.3 | 32.5 | 27.5 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | | | | | |
| 매출채권회전율(x) | 9.1 | 10.4 | 9.5 | 9.9 | 9.8 |
| 재고자산회전율(x) | 492.2 | 633.4 | 711.5 | 759.7 | 736.7 |

한전기술(052690)

Trading Buy, TP 30,000 원

한전기술 1분기 매출액과 영업이익은 각각 916억원(-22.4% YoY), 140억원(-0.5% YoY)으로 추정된다. 매출 감소는 플랜트 EPC 공사 종료에 따른 것이다.

해외 EPC 공사가 종료되면서 수익성이 개선되었다. 지난 4분기 가나 타코라디 관련 소송 총당금 425억원 반영을 끝으로 추가적인 손실은 이제 없다. 온전히 원전 및 국내 화력 발전소 설계 부문만 매출액에 반영된다.

문제는 향후 신규 원전 수주 불확실성이다. 기존에 수주받았던 원전 설계용역은 점차 빠지게 되고 UAE 원전 설계 매출액도 공사 시점 종료에 따라 감소세에 있다. 신규 원전 수주를 통해 이를 극복해야 하는데 정치권 등 신규 원전에 대한 여론 악화로 신규 수주에 대한 불확실성이 존재한다.

최근 영국 NuGen 프로젝트 진출 기대감이 있는데 실제 수주로 이어지기까지는 검토 사항들이 산적해 있어 결정에 시일이 걸릴 것으로 판단된다. 프로젝트에 참여하더라도 노형이 AP-1000으로 결정된 상황이라 동사의 업무 범위는 기존 원전 대비 줄어들 가능성이 존재한다.

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | % YoY | % QoQ | 컨센서스 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 118.0 | 128.0 | 102.2 | 157.9 | 91.6 | -22.4 | -42.0 | 111.3 |
| 원자력 | 56.7 | 70.1 | 62.7 | 53.0 | 52.7 | -7.1 | -0.7 | |
| 플랜트 | 39.8 | 36.0 | 23.4 | 25.1 | 16.4 | -58.9 | -34.7 | |
| 기타 | 21.5 | 21.9 | 16.0 | 79.8 | 22.6 | 5.0 | -71.7 | |
| 영업이익 | 14.1 | 25.5 | -1.6 | -32.0 | 14.0 | -0.5 | 흑전 | 14.6 |
| 법인세차감전순이익 | 13.6 | 28.3 | -7.0 | -11.5 | 14.2 | 4.3 | 흑전 | |
| 당기순이익 | 12.7 | 23.4 | -4.9 | -13.5 | 12.8 | 0.7 | 흑전 | 13.4 |

자료: 한전기술, 메리츠증권증권 리서치센터

한국전력기술(052690)

Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 841.9 | 657.6 | 506.0 | 407.9 | 404.0 |
| 매출액증가율 (%) | 11.4 | -21.9 | -23.1 | -19.4 | -1.0 |
| 매출원가 | 669.7 | 496.0 | 319.6 | 206.4 | 198.3 |
| 매출총이익 | 172.2 | 161.6 | 186.4 | 201.5 | 205.6 |
| 판매비와관리비 | 105.6 | 126.9 | 180.4 | 148.5 | 153.0 |
| 영업이익 | 66.6 | 34.7 | 5.9 | 53.0 | 52.6 |
| 영업이익률 (%) | 7.9 | 5.3 | 1.2 | 13.0 | 13.0 |
| 금융수익 | 4.2 | 1.8 | 8.3 | 1.7 | 4.2 |
| 중속/관계기업관련손익 | -2.3 | -4.7 | -2.2 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 2.1 | 4.7 | 11.4 | 5.0 | 5.1 |
| 세전계속사업이익 | 70.7 | 36.5 | 23.4 | 59.6 | 61.9 |
| 법인세비용 | 15.9 | 5.5 | 5.6 | 8.9 | 9.3 |
| 당기순이익 | 54.8 | 31.0 | 17.8 | 50.7 | 52.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 54.8 | 31.0 | 17.8 | 50.7 | 52.6 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 16.7 | 11.3 | 18.7 | 57.2 | 65.2 |
| 당기순이익(손실) | 54.8 | 31.0 | 17.8 | 50.7 | 52.6 |
| 유형자산감가상각비 | 6.0 | 10.7 | 15.5 | 15.1 | 14.3 |
| 무형자산상각비 | 4.8 | 4.7 | 4.1 | 5.1 | 4.7 |
| 운전자본의 증감 | -128.9 | -78.9 | -77.9 | -13.7 | -6.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -14.1 | -134.9 | -7.6 | 11.5 | 0.5 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -146.2 | -82.0 | -5.8 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -1.5 | -20.3 | -2.7 | 9.4 | 0.4 |
| 재무활동 현금흐름 | -24.2 | 62.7 | -4.2 | -34.2 | -11.9 |
| 차입금증감 | -3.5 | 84.4 | 3.4 | -30.0 | 0.0 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | -21.7 | -61.0 | 6.2 | 34.6 | 53.8 |
| 기초현금 | 98.0 | 76.3 | 15.3 | 21.5 | 56.0 |
| 기말현금 | 76.3 | 15.3 | 21.5 | 56.0 | 109.8 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 355.3 | 341.6 | 270.6 | 307.9 | 367.9 |
| 현금및현금성자산 | 76.3 | 15.3 | 21.5 | 56.0 | 109.8 |
| 매출채권 | 45.6 | 36.3 | 26.8 | 25.4 | 25.2 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 422.3 | 513.6 | 516.0 | 486.4 | 467.1 |
| 유형자산 | 290.2 | 337.8 | 328.1 | 313.0 | 298.7 |
| 무형자산 | 42.7 | 46.2 | 57.3 | 52.2 | 47.5 |
| 투자자산 | 25.5 | 45.8 | 48.5 | 39.1 | 38.7 |
| 자산총계 | 777.6 | 855.2 | 786.6 | 794.3 | 835.0 |
| 유동부채 | 315.8 | 342.3 | 286.4 | 270.6 | 271.6 |
| 매입채무 | 119.1 | 96.2 | 43.8 | 56.4 | 55.9 |
| 단기차입금 | 0.0 | 54.5 | 61.8 | 61.8 | 61.8 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 3.8 | 30.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 54.7 | 96.1 | 78.2 | 63.1 | 62.5 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 3.8 | 30.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 370.5 | 438.4 | 364.7 | 333.6 | 334.0 |
| 자본금 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 |
| 자본잉여금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 이익잉여금 | 409.6 | 419.3 | 424.4 | 463.2 | 503.4 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 407.1 | 416.8 | 421.9 | 460.7 | 501.0 |

Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 22,028 | 17,206 | 13,239 | 10,673 | 10,569 |
| EPS(지배주주) | 1,433 | 812 | 466 | 1,326 | 1,377 |
| CFPS | 3,377 | 2,886 | 2,900 | 2,046 | 2,007 |
| EBITDAPS | 2,024 | 1,310 | 669 | 1,916 | 1,873 |
| BPS | 9,536 | 9,696 | 9,541 | 10,689 | 11,864 |
| DPS | 575 | 200 | 110 | 313 | 325 |
| 배당수익률(%) | 1.1 | 0.6 | 0.4 | 1.1 | 1.2 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 35.8 | 42.6 | 50.8 | 19.7 | 19.0 |
| PCR | 15.2 | 12.0 | 8.2 | 12.8 | 13.0 |
| PSR | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 2.5 | 2.5 |
| PBR | 5.4 | 3.6 | 2.5 | 2.4 | 2.2 |
| EBITDA | 77.4 | 50.1 | 25.6 | 73.2 | 71.6 |
| EV/EBITDA | 24.4 | 27.4 | 44.1 | 14.5 | 14.1 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 13.9 | 7.5 | 4.2 | 11.5 | 10.9 |
| EBITDA 이익률 | 9.2 | 7.6 | 5.1 | 18.0 | 17.7 |
| 부채비율 | 91.0 | 105.2 | 86.4 | 72.4 | 66.7 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 이자보상배율(x) | 298.6 | 64.0 | 5.5 | 57.8 | 71.4 |
| 매출채권회전율(x) | 17.1 | 16.1 | 16.0 | 15.6 | 16.0 |
| 재고자산회전율(x) | 737.5 | 822,286.8 | | | |

지역난방공사(071320)

Trading Buy, TP 70,000 원

지역난방공사 1분기 매출액과 영업이익은 각각 7,466억원(-3.0% YoY), 1,460억원(-17.3%, YoY)으로 추정된다. 따듯한 날씨로 열판매 부분의 판매량 증가가 미진했다. 1분기 열판매량은 전년대비 1.1% 감소한 것으로 추정된다.

전기판매량은 전년대비 소폭 감소한 것으로 예상된다. 발전설비용량이 늘지 않았고 기저발전 비중 확대에 따른 가동률 하락이 원인이다.

열요금은 1월에 동결되었고 3월에 2.4% 인상되었다. 도시가스요금이 변동하면 그에 맞추어 변동되는 구조이나 원가인 발전용 LNG는 매달 변한다. 발전용 LNG 단가는 전분기 대비 15.0% 상승하였다. 물론 차액에 부분은 7월에 일괄 정산된다.

전기판매 부문은 원전 및 석탄 발전소가 신규로 가동될 예정이라 LNG 발전소들은 여전히 가동률 하락에 시달리고 있다. SMP 약세가 지속됨에 따라 전력 판매부문의 초과이익 발생 가능성은 제한적이다.

2018년 동탄 2지구 신규 열공급 개시 전까지는 뚜렷한 성장동력을 찾기 어렵다는 판단이다.

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | % YoY | % QoQ | 컨센서스 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 769.4 | 242.8 | 184.9 | 494.3 | 746.6 | -3.0 | 51.0 | 731.3 |
| 열판매 | 485.5 | 127.9 | 56.2 | 282.1 | 462.0 | -4.8 | 63.8 | |
| 전기판매 | 281.6 | 108.4 | 118.8 | 208.9 | 281.0 | -0.2 | 34.5 | |
| 영업이익 | 176.6 | -7.6 | -61.0 | 40.7 | 146.0 | -17.3 | 258.7 | 155.1 |
| 법인세차감전순이익 | 150.7 | -20.0 | -58.5 | 46.5 | 134.5 | -10.8 | 189.2 | |
| 당기순이익 | 122.0 | -16.2 | -58.9 | 50.7 | 124.3 | 1.9 | 145.2 | 111.8 |

자료: 지역난방공사, 메리츠증권 리서치센터

지역난방공사(071320)

Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,369.1 | 2,001.9 | 1,719.9 | 1,680.5 | 2,008.5 |
| 매출액증가율 (%) | -17.7 | -15.5 | -14.1 | -2.3 | 19.5 |
| 매출원가 | 2,208.7 | 1,713.9 | 1,480.1 | 1,455.2 | 1,727.1 |
| 매출총이익 | 160.4 | 288.0 | 239.7 | 225.3 | 281.4 |
| 판매비와관리비 | 74.9 | 78.1 | 78.1 | 83.9 | 88.0 |
| 영업이익 | 85.6 | 209.9 | 161.7 | 141.5 | 193.4 |
| 영업이익률 (%) | 3.6 | 10.5 | 9.4 | 8.4 | 9.6 |
| 금융수익 | -66.4 | -60.7 | -52.2 | -60.4 | -66.6 |
| 중속/관계기업관련손익 | -2.9 | -0.7 | -3.8 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -3.8 | -5.4 | 33.7 | 14.6 | 15.2 |
| 세전계속사업이익 | 12.4 | 143.1 | 139.3 | 95.6 | 142.0 |
| 법인세비용 | 6.6 | 27.3 | 12.6 | 10.5 | 15.6 |
| 당기순이익 | 66.3 | 115.8 | 126.7 | 85.1 | 126.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 66.3 | 115.8 | 126.7 | 85.1 | 126.4 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 630.3 | 469.1 | 446.9 | 645.9 | 622.1 |
| 현금및현금성자산 | 0.4 | 3.8 | 5.4 | 196.9 | 85.5 |
| 매출채권 | 476.4 | 399.9 | 368.2 | 375.3 | 448.5 |
| 재고자산 | 50.2 | 41.4 | 37.2 | 38.4 | 45.9 |
| 비유동자산 | 4,111.3 | 4,374.7 | 4,686.9 | 5,028.4 | 5,322.3 |
| 유형자산 | 3,952.8 | 4,209.5 | 4,536.4 | 4,881.8 | 5,169.7 |
| 무형자산 | 29.3 | 32.9 | 45.6 | 42.7 | 40.1 |
| 투자자산 | 46.4 | 46.3 | 45.6 | 44.6 | 53.3 |
| 자산총계 | 4,741.6 | 4,843.8 | 5,133.8 | 5,674.3 | 5,944.4 |
| 유동부채 | 752.0 | 929.6 | 756.5 | 635.8 | 591.6 |
| 매입채무 | 378.1 | 225.7 | 193.8 | 205.0 | 245.0 |
| 단기차입금 | 30.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 261.4 | 579.3 | 479.9 | 350.0 | 250.0 |
| 비유동부채 | 2,356.4 | 2,192.6 | 2,572.3 | 3,177.9 | 3,409.7 |
| 사채 | 1,679.1 | 1,608.3 | 1,917.8 | 2,167.8 | 2,137.8 |
| 장기차입금 | 173.3 | 0.6 | 0.0 | 350.0 | 600.0 |
| 부채총계 | 3,108.4 | 3,122.2 | 3,328.8 | 3,813.7 | 4,001.4 |
| 자본금 | 57.9 | 57.9 | 57.9 | 57.9 | 57.9 |
| 자본잉여금 | 113.7 | 113.7 | 113.7 | 113.7 | 113.7 |
| 기타포괄이익누계액 | -0.9 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 이익잉여금 | 1,462.4 | 1,550.0 | 1,633.5 | 1,689.1 | 1,771.6 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 1,633.1 | 1,721.7 | 1,805.0 | 1,860.6 | 1,943.0 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 317.9 | 357.0 | 312.5 | 312.0 | 299.9 |
| 당기순이익(손실) | 66.3 | 115.8 | 126.7 | 85.1 | 126.4 |
| 유형자산감가상각비 | 202.6 | 181.9 | 185.4 | 202.2 | 205.0 |
| 무형자산상각비 | 3.0 | 2.1 | 2.1 | 2.8 | 2.7 |
| 운전자본의 증감 | 25.8 | -67.0 | -51.8 | 21.8 | -34.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -237.2 | -364.1 | -477.4 | -546.5 | -501.7 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -252.1 | -433.7 | -522.0 | -547.6 | -492.8 |
| 투자자산의 감소(증가) | 3.9 | 0.1 | 0.7 | 1.0 | -8.7 |
| 재무활동 현금흐름 | -115.7 | 10.5 | 166.5 | 426.1 | 90.4 |
| 차입금증감 | -391.2 | 35.7 | 209.4 | 470.1 | 120.0 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | -35.1 | 3.4 | 1.6 | 191.5 | -111.4 |
| 기초현금 | 35.5 | 0.4 | 3.8 | 5.4 | 196.9 |
| 기말현금 | 0.4 | 3.8 | 5.4 | 196.9 | 85.5 |

Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 204,609 | 172,898 | 148,537 | 145,139 | 173,466 |
| EPS(지배주주) | 5,726 | 10,003 | 10,943 | 7,351 | 10,913 |
| CFPS | 24,844 | 33,062 | 30,086 | 31,183 | 35,947 |
| EBITDAPS | 25,140 | 34,014 | 30,148 | 29,923 | 34,636 |
| BPS | 138,512 | 145,852 | 151,953 | 156,998 | 164,352 |
| DPS | 2,110 | 3,620 | 3,800 | 2,553 | 3,789 |
| 배당수익률(%) | 3.8 | 6.3 | 5.6 | 3.7 | 5.6 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 9.8 | 5.8 | 6.2 | 9.1 | 6.1 |
| PCR | 2.3 | 1.7 | 2.3 | 2.1 | 1.9 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA | 291.1 | 393.8 | 349.1 | 346.5 | 401.0 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 7.2 | 9.1 | 10.0 | 9.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.1 | 6.9 | 7.2 | 4.6 | 6.6 |
| EBITDA 이익률 | 12.3 | 19.7 | 20.3 | 20.6 | 20.0 |
| 부채비율 | 190.3 | 181.3 | 184.4 | 205.0 | 205.9 |
| 금융비용부담률 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.7 | 3.5 |
| 이자보상배율(x) | 1.2 | 3.3 | 3.0 | 2.3 | 2.8 |
| 매출채권회전율(x) | 5.0 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 4.9 |
| 재고자산회전율(x) | 46.5 | 43.7 | 43.7 | 44.5 | 47.6 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김승철, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |
|------------------------|---|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급 | Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) |
| | Neutral (중립) |
| | Underweight (비중축소) |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 92.5% |
| 중립 | 7.5% |
| 매도 | 0.0% |

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력(015760) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자 의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|---------|-----|----------------|
| 2015.05.12 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.06.15 | 산업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.06.22 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.07.09 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.08.06 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.09.22 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.10.14 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.11.06 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2015.12.10 | 산업분석 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2016.01.07 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2016.02.05 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2016.03.02 | 기업브리프 | Buy | 65,000 | 김승철 | |
| 2016.04.06 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.04.12 | 산업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.05.12 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.07.19 | 산업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.07.27 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.08.05 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.10.17 | 산업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2016.11.04 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 김승철 | |
| 2017.01.31 | 기업브리프 | Buy | 61,500 | 김승철 | |
| 2017.02.07 | 기업브리프 | Buy | 51,000 | 김승철 | |
| 2017.04.17 | 산업브리프 | Buy | 56,000 | 김승철 | |

한국가스공사(036460) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|---------|-----|----------------|
| 2015.04.20 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2015.05.04 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2015.05.12 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2015.08.13 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2015.11.11 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2015.12.10 | 산업분석 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2016.02.15 | 기업브리프 | Buy | 50,000 | 김승철 | |
| 2016.04.12 | 산업브리프 | Buy | 50,000 | 김승철 | |
| 2016.05.02 | 기업브리프 | Buy | 50,000 | 김승철 | |
| 2016.07.19 | 산업브리프 | Buy | 50,000 | 김승철 | |
| 2016.08.11 | 기업브리프 | Buy | 56,500 | 김승철 | |
| 2016.10.17 | 산업브리프 | Buy | 56,500 | 김승철 | |
| 2016.11.16 | 산업분석 | Buy | 56,500 | 김승철 | |
| 2017.04.17 | 산업브리프 | Buy | 56,500 | 김승철 | |

한전 KPS(051600) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|---------|-----|----------------|
| 2015.06.15 | 산업브리프 | Buy | 105,000 | 김승철 | |
| 2015.08.03 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2015.10.23 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2015.11.02 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2015.12.10 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2016.01.18 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2016.02.24 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김승철 | |
| 2016.04.12 | 산업브리프 | Buy | 100,000 | 김승철 | |
| 2016.05.02 | 기업브리프 | Buy | 100,000 | 김승철 | |
| 2016.07.19 | 산업브리프 | Buy | 85,000 | 김승철 | |
| 2016.08.01 | 기업브리프 | Buy | 85,000 | 김승철 | |
| 2016.10.17 | 산업브리프 | Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2017.04.17 | 산업브리프 | Trading Buy | 70,000 | 김승철 | |

한전기술(052690) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|---------|-----|----------------|
| 2015.04.27 | 기업브리프 | Buy | 55,000 | 김승철 | |
| 2015.06.15 | 산업브리프 | Buy | 55,000 | 김승철 | |
| 2015.07.28 | 기업브리프 | Buy | 37,500 | 김승철 | |
| 2015.10.26 | 기업브리프 | Buy | 37,500 | 김승철 | |
| 2015.10.29 | 기업브리프 | Buy | 43,000 | 김승철 | |
| 2015.12.10 | 산업분석 | Buy | 43,000 | 김승철 | |
| 2016.02.15 | 기업브리프 | Hold | 30,000 | 김승철 | |
| 2016.04.12 | 산업브리프 | Hold | 30,000 | 김승철 | |
| 2016.04.27 | 기업브리프 | Hold | 35,000 | 김승철 | |
| 2016.07.19 | 산업브리프 | Trading Buy | 30,000 | 김승철 | |
| 2016.07.28 | 기업브리프 | Trading Buy | 35,000 | 김승철 | |
| 2016.10.17 | 산업브리프 | Buy | 35,000 | 김승철 | |
| 2016.10.28 | 기업브리프 | Trading Buy | 30,000 | 김승철 | |
| 2017.04.17 | 산업브리프 | Trading Buy | 30,000 | 김승철 | |

지역난방공사(071320) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|---------|-----|----------------|
| 2015.05.08 | 기업브리프 | Hold | 60,000 | 김승철 | |
| 2015.08.10 | 기업브리프 | Hold | 60,000 | 김승철 | |
| 2015.11.05 | 기업브리프 | Hold | 60,000 | 김승철 | |
| 2015.12.10 | 산업분석 | Hold | 60,000 | 김승철 | |
| 2016.02.03 | 기업브리프 | Hold | 60,000 | 김승철 | |
| 2016.04.12 | 산업브리프 | Hold | 70,000 | 김승철 | |
| 2016.05.03 | 기업브리프 | Hold | 70,000 | 김승철 | |
| 2016.07.19 | 산업브리프 | Trading Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2016.10.17 | 산업브리프 | Trading Buy | 70,000 | 김승철 | |
| 2017.04.17 | 산업브리프 | Trading Buy | 70,000 | 김승철 | |