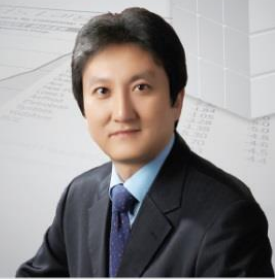


2017. 7. 25



▲ 유틸리티/운송/스몰캡

Analyst 김승철

02. 6098-6666

seungchul.kim@meritz.co.kr

RA 김정섭

02. 6098-6663

jeongseop.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 56,000 원

현재주가 (7.24) 45,450 원

상승여력 23.2%

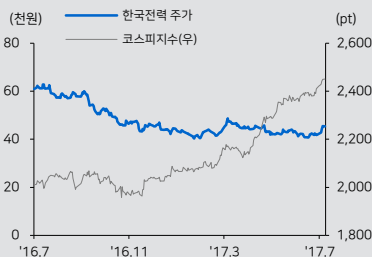
KOSPI	2,451.53pt
시가총액	291,773억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	48.86%
외국인비중	31.94%
52주 최고/최저가	62,900원 / 40,350원
평균거래대금	705.2억원

주요주주(%)

한국산업은행 및 특수관계자	32.9
대한민국정부	18.2
국민연금공단	6.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.32	3.89	-26.10
상대주가	4.53	-12.72	-38.72

주가그래프



한국전력 015760

2Q17 Preview: 하반기 회복 전망

- ✓ 2Q17 매출액 13.5조원(+1.7% YoY), 영업이익 8,645억원(-68.0% YoY) 전망
- ✓ 원전 가동률 평균 75.4% 수준, 전력구입비 부담 지속이 원인
- ✓ 3Q17 원전 계획예방정비 감소로 실적 개선 전망
- ✓ 현 주가는 '17E PER 5.9배, PBR 0.4배 수준에 불과

2Q17 영업이익은 원전 가동률 하락으로 부진할 전망

2Q17 매출액은 13조 5,059억원(+1.7% YoY), 영업이익은 8,645억원(-68.0% YoY)에 그친 것으로 추정된다. 2분기 원전 계획예방정비가 454일로 원전 가동률이 평균 75.4%에 불과하여 전력구입비 부담이 2분기에도 이어진 것으로 파악된다.

7월부터 원전 가동률 회복

3분기부터는 원전 계획예방정비가 급감한다. 무더운 날씨에도 SMP는 7월들어 평균 76.2원/KWh인데 이는 6월 평균 대비 7.2% 하락한 것이다. 상저하고의 실적흐름을 보일 것이라는 예상에 힘이 실린다.

탈원전 이슈, 주가에 이미 반영

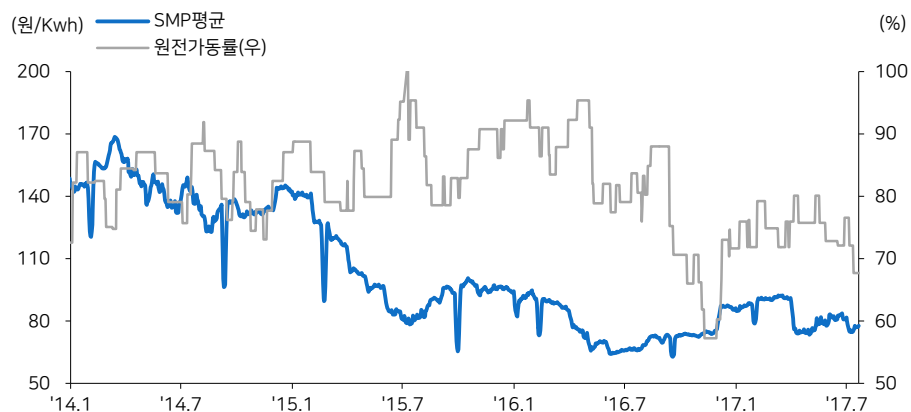
탈원전 정책에 따른 전력구입비 증가 우려로 주가가 약세를 보였다. 신고리 5,6호기가 건설 중단되더라도 향후 5년간은 기저발전이 오히려 늘어나게 된다. 물론 기존 계획 대비 원전 설비 용량이 감소하는 것은 부정적이나 한전이 보장받아야 할 투자보수액 달성에는 무리가 없다.

이제는 탈원전 관련 악재보다는 하반기 실적 개선에 무게를 둘 시점이다. 올해 기준 PER 5.9배, PBR 0.4배에 불과하여 저평가 상태다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	58,957.7	11,346.7	13,289.1	20,701	394.6	102,461	2.4	0.5	4.3	22.1	157.9
2016	60,190.4	12,001.6	7,048.6	10,980	-47.0	110,194	4.0	0.4	3.7	10.2	143.4
2017E	59,556.4	8,531.9	4,928.7	7,678	-30.1	116,013	5.9	0.4	4.3	6.7	132.6
2018E	61,126.7	10,752.3	6,433.8	10,022	30.5	124,064	4.5	0.4	3.6	8.3	123.1
2019E	62,043.6	11,861.2	7,267.2	11,320	13.0	133,351	4.0	0.3	3.2	8.7	110.0

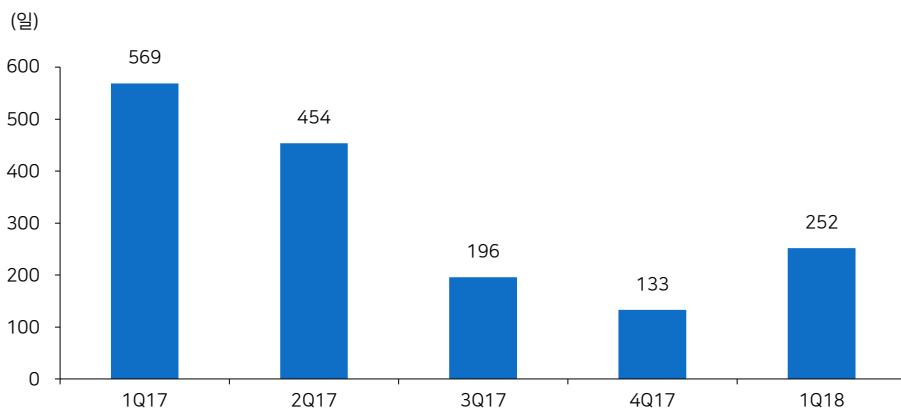
※ SMP: 계통한계가격, 거래시간별로 발전기의 전력량에 대해 적용하는 전력시장가격(원/kWh)

그림1 SMP(계통한계가격) 추이



자료: 전력거래소, 한국수력원자력, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 분기별 원전 계획예방정비일수



자료: 한국수력원자력, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 '17년 도입 예정 기저발전설비

시기	발전소명	연료구분	운영사	설비용량(MW)	예정 상업운전 시기
2Q17	태안#10	석탄	서부발전	1,050	'17.6
	삼척그린#2	석탄	남부발전	1,022	'17.6
	신보령#1	석탄	중부발전	1,000	'17.6
3Q17	신보령#2	석탄	중부발전	1,000	'17.9
4Q17	신고리#4	원자력	한수원	1,400	'17.11
'17년 계				5,472	

자료: 한국전력, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 추정 내역

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	% YoY	% QoQ	컨센서스
매출액	15,685.3	13,275.4	15,943.5	15,286.1	15,146.6	13,505.9	1.7	-10.8	13,293.6
전기판매수입	14,182.2	11,901.9	14,507.4	13,713.0	14,593.0	12,278.1	3.2	-15.9	
영업비용	12,080.0	10,570.9	11,519.3	14,018.6	13,420.4	12,641.4	19.6	-5.8	
연료비	3,711.0	2,850.7	3,508.4	3,996.8	3,918.3	3,670.4	28.8	-6.3	
전력구입비	3,098.7	2,142.1	2,415.3	3,099.6	3,563.7	2,928.1	36.7	-17.8	1,130.3
영업이익	3,605.3	2,704.5	4,424.2	1,267.6	1,463.2	864.5	-68.0	-40.9	
세전이익	3,508.6	2,404.4	4,120.2	480.3	1,391.5	540.3	-77.5	-61.2	
순이익	2,135.5	1,726.5	2,913.4	273.3	868.5	288.3	-83.3	-66.8	502.7

자료: 한국전력, 메리츠증권증권 리서치센터

한국전력(015760)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	58,957.7	60,190.4	59,556.4	61,126.7	62,043.6
매출액증가율 (%)	2.6	2.1	-1.1	2.6	1.5
매출원가	45,457.7	45,549.6	48,642.2	47,929.3	47,700.6
매출총이익	13,500.0	14,640.8	10,914.2	13,197.4	14,343.0
판매비와관리비	2,153.3	2,639.2	2,382.3	2,445.1	2,481.7
영업이익	11,346.7	12,001.6	8,531.9	10,752.3	11,861.2
영업이익률 (%)	19.2	19.9	14.3	17.6	19.1
금융수익	-1,832.5	-1,645.5	-1,423.5	-1,346.9	-1,265.3
종속/관계기업관련손익	207.4	-137.3	122.8	125.3	127.8
기타영업외손익	8,934.1	294.8	285.2	281.1	276.4
세전계속사업이익	18,655.8	10,513.5	7,516.5	9,811.8	11,000.1
법인세비용	5,239.4	3,365.1	2,518.0	3,287.0	3,630.0
당기순이익	13,416.4	7,148.3	4,998.5	6,524.9	7,370.1
지배주주지분 손이익	13,289.1	7,048.6	4,928.7	6,433.8	7,267.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	22,025.3	19,708.5	17,735.0	19,309.8	19,810.3
현금및현금성자산	3,783.1	3,051.4	1,703.7	2,855.9	3,109.5
매출채권	6,810.8	7,188.2	6,925.8	7,108.4	7,215.0
재고자산	4,946.4	5,479.4	5,158.0	5,294.0	5,373.4
비유동자산	153,232.0	158,128.5	160,822.8	163,542.6	164,802.6
유형자산	141,361.4	145,743.1	148,614.4	151,203.7	152,414.3
무형자산	858.4	983.4	892.3	809.7	734.7
투자자산	8,189.1	8,167.9	8,081.9	8,295.0	8,419.4
자산총계	175,257.4	177,837.0	178,557.8	182,852.4	184,612.9
유동부채	22,710.8	24,739.2	16,985.0	17,375.1	17,624.6
매입채무	1,957.6	2,610.4	2,260.0	2,319.5	2,354.3
단기차입금	603.7	805.5	765.2	727.0	690.6
유동성장기부채	7,243.3	8,133.6	190.0	195.7	234.9
비유동부채	84,604.0	80,047.3	84,807.7	83,535.5	79,056.6
사채	48,974.3	42,926.2	46,076.2	46,076.2	42,926.2
장기차입금	1,932.3	1,773.9	1,802.4	1,606.7	1,371.8
부채총계	107,314.9	104,786.5	101,792.7	100,910.6	96,681.2
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,041.1	2,078.9	2,078.9	2,078.9	2,078.9
기타포괄이익누계액	-98.7	-33.9	-33.9	-33.9	-33.9
이익잉여금	48,187.2	53,173.9	56,818.7	61,904.4	67,791.4
비지배주주지분	1,308.0	1,326.9	1,396.6	1,487.6	1,590.5
자본총계	67,942.5	73,050.5	76,765.1	81,941.8	87,931.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	16,943.1	16,520.6	16,583.3	15,681.4	16,610.8
당기순이익(손실)	13,416.4	7,148.3	4,998.5	6,524.9	7,370.1
유형자산감가상각비	8,269.1	8,881.3	9,040.6	10,097.9	10,207.9
무형자산상각비	72.3	79.7	91.1	82.6	75.0
운전자본의 증감	-2,325.0	-2,233.1	2,453.1	-1,024.0	-1,042.2
투자활동 현금흐름	-9,774.0	-9,645.9	-11,797.7	-12,970.3	-11,583.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,049.9	-12,028.8	-11,912.0	-12,687.2	-11,418.5
투자자산의 감소(증가)	-626.3	18.3	86.0	-213.1	-124.4
재무활동 현금흐름	-5,206.6	-7,637.5	-6,133.2	-1,559.0	-4,773.3
차입금증감	-4,352.2	-5,260.3	-4,862.1	-275.0	-3,425.2
자본의증가	46.0	37.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가	1,986.8	-731.7	-1,347.6	1,152.1	253.7
기초현금	1,796.3	3,783.1	3,051.4	1,703.7	2,855.9
기말현금	3,783.1	3,051.4	1,703.7	2,855.9	3,109.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	91,840	93,760	92,772	95,218	96,647
EPS(지배주주)	20,701	10,980	7,678	10,022	11,320
CFPS	34,592	37,140	28,151	33,241	35,124
EBITDAPS	30,669	32,654	27,515	32,608	34,494
BPS	102,461	110,194	116,013	124,064	133,351
DPS	3,100	1,980	2,000	2,100	2,150
배당수익률(%)	6.2	4.5	4.4	4.6	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	2.4	4.0	5.9	4.5	4.0
PCR	1.4	1.2	1.6	1.4	1.3
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	19,688.1	20,962.6	17,663.6	20,932.8	22,144.1
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.3	3.6	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.1	10.2	6.7	8.3	8.7
EBITDA 이익률	33.4	34.8	29.7	34.2	35.7
부채비율	157.9	143.4	132.6	123.1	110.0
금융비용부담률	3.4	2.9	2.7	2.5	2.4
이자보상배율(x)	5.6	6.8	5.3	7.1	8.1
매출채권회전율(x)	8.4	8.6	8.4	8.7	8.7
재고자산회전율(x)	12.4	11.5	11.2	11.7	11.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력(015760) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.06	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	
2017.05.10	기업브리프	Buy	56,000	김승철	
2017.05.31	산업분석	Buy	56,000	김승철	
2017.06.09	기업브리프	Buy	56,000	김승철	
2017.06.20	산업브리프	Buy	56,000	김승철	
2017.07.25	기업브리프	Buy	56,000	김승철	