

2018/05/04

한국전력(015760)

유틸리티 원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

상반기 실적 악화. 보수적인 접근 필요

Buy (Maintain)

■ 남북경협 기대감을 억누를 상반기 실적 악화

동사의 1Q18 실적은 매출액 16조 740억(YoY +6.1%), 영업이익 1,853억(YoY -87.3%)으로 전년 동기 대비 크게 악화될 것으로 전망한다. 2Q18 실적도 매출액 13조 6,000억(YoY +5.2%), 영업이익 -2,672억(YoY 적자전환)으로 악화될 것이다. 남북정상회담에 따른 경제협력 기대감이 동사의 주가에 반영되었으나, 전술한 상반기 실적 악화를 감안하면 동사에 대해 보수적인 관점에서의 투자 판단을 권고한다.

'18년 상반기 동사의 실적 악화 이유는 다음과 같다. 첫째, 원전 계획예방정비 지연·연장에 따른 원자력 발전 가동률 하락이다 <그림3>. 둘째, 미세먼지 대책에 따라 3~6월간 5개의 노후 석탄발전소가 가동 중단되기 때문이다 <그림4>. 셋째, 지난 4Q17/1Q18의 국제 석탄 가격 상승분이 동사의 1Q18/2Q18 석탄 연료비단가에 반영될 것이기 때문이다 <그림5>. 넷째, 4월부터 적용된 석탄 개별소비세 인상(30원/kg → 36원/kg)가 비용 상승 요인(2Q18 +1,240억원, '18년 +4,270억원)로 작용할 것이기 때문이다 <그림6>.

■ 다만 하반기 실적 개선의 투자포인트는 여전히 유효

반면 '18년 하반기 동사의 실적은 상반기 대비 크게 개선될 것으로 전망하는데, 이유는 다음과 같다. 첫째, 원전 계획예방정비가 상반기에 마무리됨에 따라 원자력 발전 가동률이 회복될 것이다 <그림7>. 둘째, 미세먼지 대책에 따라 가동중단되었던 노후 석탄발전소 5기가 재가동 될 것이다. 셋째, '18년 9/12월에 신규 원전 2기가 가동 개시됨에 따라 기저발전 비중이 확대될 것이다 (신고리#4, 신한울#1) <그림8>. 넷째, 산업용 전기요금 인상 가능성이다 <그림9>. 다섯째, 인플레이션 모멘텀 둔화에 따른 매크로 환경 개선 가능성이다 <그림10>.

■ Valuation: 투자의견 Buy, TP 44,000원

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, '19년 실적을 일부 Valuation에 반영함에 따라 목표주가를 44,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 115,442원에 Target PBR 0.39x [12M Fwd ROE 3.5%, COE 9.0%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.0x 수준이다.

목표주가(12M)	44,000원
종가(2018/05/03)	37,400원

Stock Indicator

자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	24,009십억원
외국인지분율	29.8%
배당금(2017)	790원
EPS(2018E)	3,027원
BPS(2018E)	113,896원
ROE(2018E)	2.7%
52주 주가	30,850~45,800원
60일평균거래량	1,550,884주
60일평균거래대금	53.2십억원

Price Trend



Earnings : 상반기 실적 악화. 보수적인 접근 필요

<그림 1> 한국전력 실적 추정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	15,147	12,926	16,188	15,555	16,074	13,600	16,760	16,234	60,190	59,815	62,668	65,534
전기판매수익	십억원	13,943	11,706	15,121	13,880	14,689	12,159	15,380	14,572	54,305	54,650	56,799	59,472
기타매출	십억원	1,203	1,220	1,067	1,675	1,385	1,442	1,379	1,662	5,886	5,165	5,869	6,063
매출원가/판관비	십억원	13,683	12,079	13,415	15,684	15,889	13,867	14,035	15,065	48,189	54,862	58,856	58,325
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	5,110	4,285	4,789	4,636	14,042	16,509	18,821	17,957
구입전력비	십억원	3,809	3,097	3,481	3,889	5,043	3,805	3,432	2,935	10,711	14,276	15,215	14,767
기타	십억원	5,562	5,596	5,632	7,283	5,735	5,777	5,814	7,493	23,366	24,073	24,821	25,601
감가상각비	십억원	2,120	2,131	2,195	2,251	2,226	2,238	2,305	2,363	7,869	8,697	9,132	9,588
수선유지비	십억원	416	530	520	647	436	556	546	679	1,972	2,111	2,217	2,328
지급수수료	십억원	257	290	268	330	270	304	281	346	1,029	1,143	1,201	1,261
경상개발비	십억원	141	178	181	222	148	186	190	233	706	722	758	795
기타영업비용	십억원	2,629	2,469	2,468	3,834	2,656	2,493	2,493	3,872	11,791	11,400	11,514	11,629
매출원가	십억원	13,130	11,450	12,780	14,990	15,128	13,222	13,387	14,359	45,550	52,350	56,095	55,608
판관비	십억원	553	629	635	694	761	645	649	706	2,639	2,512	2,761	2,716
영업이익	십억원	1,463	846	2,773	-129	185	-267	2,724	1,169	12,002	4,953	3,812	7,209
영업이익률	%	9.7%	6.5%	17.1%	-0.8%	1.2%	-2.0%	16.3%	7.2%	19.9%	8.3%	6.1%	11.0%
금융손익	십억원	-412	-311	-448	-426	-367	-367	-367	-367	-1,646	-1,597	-1,469	-1,420
지분법손익	십억원	161	-55	-198	-16	0	0	0	0	-137	-108	1	1
기타영업외손익	십억원	178	102	61	26	75	75	75	75	295	367	301	301
세전이익	십억원	1,390	583	2,187	-545	-107	-559	2,432	877	10,513	3,614	2,644	6,090
법인세비용	십억원	490	224	658	801	-27	-140	608	219	3,365	2,173	661	1,523
법인세율	%	35.2%	38.5%	30.1%	-146.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	32.0%	60.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	십억원	900	359	1,529	-1,347	-80	-419	1,824	658	7,148	1,441	1,983	4,568
지배주주순이익	십억원	867	327	1,493	-1,388	-78	-411	1,788	645	7,049	1,299	1,943	4,476
지배주주순이익 비중	%	96.3%	91.2%	97.6%	103.1%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.6%	90.1%	98.0%	98.0%

자료: 하이투자증권

<그림 2> 한국전력 주요 가정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
전력판매량	GWh	132,178	119,228	130,900	125,441	138,048	122,071	134,021	128,432	497,039	507,747	522,572	533,937
발전전력량	GWh	110,174	99,730	112,584	104,873	106,810	98,104	119,826	118,238	435,091	427,361	442,978	468,778
발전설비가동률	%	64.3%	56.0%	62.1%	57.8%	60.1%	54.4%	64.5%	63.2%	65.8%	60.0%	60.6%	61.9%
수력	%	10.5%	10.9%	14.0%	9.5%	9.3%	10.0%	13.6%	6.1%	8.4%	11.2%	9.7%	10.5%
유류	%	29.4%	10.8%	17.4%	22.3%	40.7%	10.8%	17.4%	22.3%	50.6%	19.9%	22.7%	21.3%
LNG	%	28.0%	18.8%	27.6%	30.6%	39.6%	26.3%	18.0%	18.7%	32.8%	26.3%	25.5%	18.5%
석탄	%	87.0%	69.4%	83.1%	75.3%	81.6%	70.0%	87.0%	82.0%	84.5%	78.5%	80.2%	80.2%
신재생	%	54.7%	40.0%	47.0%	39.4%	52.0%	40.0%	40.0%	40.0%	22.2%	44.8%	42.6%	40.0%
원자력	%	77.4%	80.2%	73.3%	68.0%	57.3%	68.7%	83.2%	86.0%	83.7%	74.7%	74.3%	84.5%
연료단가	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유류	원/ℓ	461	521	491	487	520	556	560	591	360	484	550	584
LNG	천원/t	702	629	624	671	757	717	723	760	595	661	741	744
석탄	천원/t	120	121	122	124	130	143	138	136	94	122	137	134
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	5,110	4,285	4,789	4,636	14,042	16,509	18,821	17,957
유류	십억원	224	107	136	179	342	98	160	217	1,119	647	817	815
LNG	십억원	1,054	586	842	1,107	1,502	967	691	751	3,925	3,589	3,911	3,032
석탄	십억원	2,649	2,295	2,972	2,870	3,049	2,957	3,595	3,309	7,522	10,785	12,911	12,652
원전연료	십억원	314	324	284	263	217	263	342	360	1,194	1,186	1,182	1,458
기타	십억원	50	54	102	97	107	117	127	137	286	303	486	646
구입전력량	십억원	31,932	28,354	30,800	35,317	40,087	33,154	25,849	21,362	103,488	126,403	120,452	111,588
전력구입단가	원/kWh	112	97	101	103	117	106	119	117	95	103	114	115
시장IPP	원/kWh	111	96	100	102	117	104	117	116	93	102	113	114
PPA	원/kWh	117	112	117	110	123	122	137	125	112	114	127	127
KRW/USD Exchange Rate	KRW/USD	1,151	1,130	1,132	1,105	1,072	1,068	1,068	1,068	1,160	1,129	1,069	1,068
Dubai Crude Oil [4M Lag]	USD/bbl	46	54	52	48	57	64	67	68	40	50	64	67
Australia Coal [3M Lag]	USD/t	94	82	80	93	98	103	93	93	55	87	97	92

자료: 하이투자증권

상반기 실적 악화 요인

‘18년 상반기 동사의 실적은 전년 동기 대비 크게 악화될 것으로 전망하는데, 이유는 다음과 같다. 첫째, 2018년 상반기 원전 계획예방정비 이연·연장에 따른 원자력 발전 가동률 하락이다 <그림3>. 둘째, 미세먼지 대책에 따라 3~6월간 5개의 노후 석탄발전소가 가동 중단되기 때문이다 <그림4>. 셋째, 지난 4Q17/1Q18의 국제 석탄 가격 상승분이 1Q18/2Q18에 반영될 것이기 때문이다 <그림5>. 넷째, 4월부터 적용된 석탄 개별소비세 인상(30원/kg → 36원/kg)가 비용 상승 요인(2Q18 +1,240억원, ‘18년 +4,270억원)로 작용할 것이기 때문이다 <그림6>. 상세한 내용은 다음과 같다.

(1) 원전 계획예방정비 이연·연장에 따른 원자력 발전 가동률 하락

원전 계획예방정비 이연·연장에 따라 1Q18/2Q18의 원자력발전 이용률이 전년 동기 대비 크게 하락할 것이다 [현재 정비계획 기준 추정 가동률 1Q18 56.2% / 2Q18 68.7%]. ‘16/17년 경주/포항지진 및 신고리 5·6호기 공론화 이후 정부는 원전 안정성 보장에 힘쓰고 있다. 이에 따라 원전별 계획예방정비 기간이 지속적으로 연장되고 있어, 1Q18/2Q18의 원자력발전 추정 이용률이 지속 하락하고 있다.

(2) 미세먼지 대책에 따른 5개 노후 석탄발전소 가동 중단

노후 석탄발전소 5기 가동 중단으로 인해 1Q18/2Q18의 석탄발전 이용률이 하락할 것이다 [1Q18 석탄발전 가동률 81.6%, YoY -5.4%p]. 지난 ‘17년 5월 발표된 미세먼지 응급대책에 따라 ‘18년부터 노후 석탄발전소 8기에 대한 봄철(3~6월) 가동 중단이 정례화 되었다. 이 중 서천 #1,2 및 영동 #1 석탄발전소는 이미 폐기된 상태로, ‘18년에는 3~6월간 나머지 노후 석탄발전소 5기 [보령#1,2, 삼천포#1,2, 영동#2]에 대해 가동 중단 지시가 내려진 상태다.

(3) 국제 석탄가격 상승분 반영

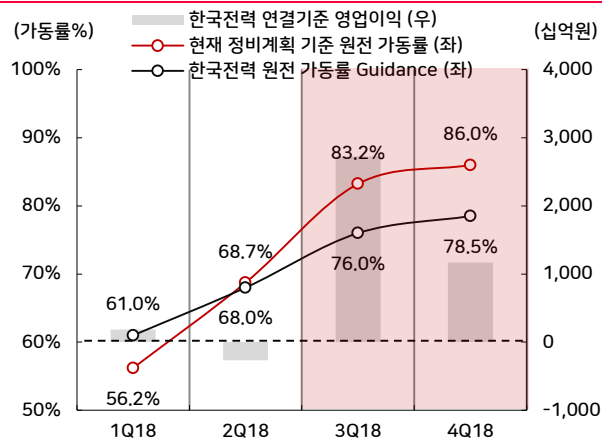
지난 4Q17/1Q18의 국제 석탄가격 상승분이 국내 석탄 연료단가에 반영됨에 따라 석탄 연료비용이 증가할 것이다. 국내 석탄 연료단가는 국제 석탄 가격(호주산)에 3개월 후 행한다. 지난 4Q17/1Q18 국제 석탄 가격은 각각 5.1%, 5.0% 상승하였으며, 이는 동사의 1Q18/2Q18 석탄 연료단가 상승 요인으로 작용할 것이다.

(4) 석탄 개별소비세 인상(4월~, 30원/kg → 36원/kg)

‘18년 4월부터 석탄 개별소비세가 6원/kg 인상됨에 따라 2Q18부터 동사의 석탄 연료 비용이 증가할 것이다 [2Q18 +1,240억원, ‘18년 +4,270억원 추정]. 지난 ‘14년 1월 발표된 2차 에너지기본계획에 따라 ‘14년 7월부터 발전용 유연탄에 대한 개별소비세 16원/kg가 신설되었다. 이후 ‘15년 7월에 23원/kg로, ‘16년 1월에 24원/kg로, ‘17년 4월에 30원/kg로 인상되었는데, ‘18년 4월부터 36원/kg로 인상되었다.

Key Charts : 상반기 실적 악화 요인

<그림 3> 한국전력 원전 가동률 및 영업이익 추정 : 1Q18의 원전 가동률 추정치는 56.2%로 동사의 Guidance인 61.0%를 크게 하회할 것이다.



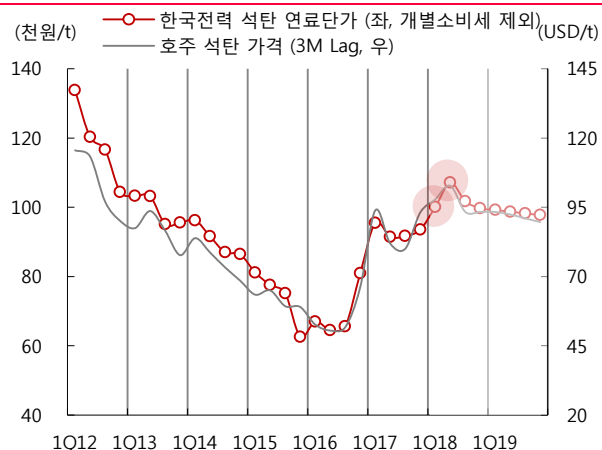
자료: 하이투자증권

<그림 4> 미세먼지 대책에 따라 가동 중단된 5개 노후 석탄발전소 : '17년 6월 한달간 가동 중단되었던 8기의 노후 석탄발전소 중 3기는 이미 폐기되었다.

구분	단위	설비용량	비고
보령#1	MW	500	2025년 폐기 예정
보령#2	MW	500	2025년 폐기 예정
삼천포#1	MW	560	2020년 폐기 예정
삼천포#2	MW	560	2020년 폐기 예정
영동#2	MW	200	바이오매스 연료 전환 예정
소계	MW	2,320	-
국내 설비용량 합계	MW	36,709	-
차지 비중	%	6.3%	-

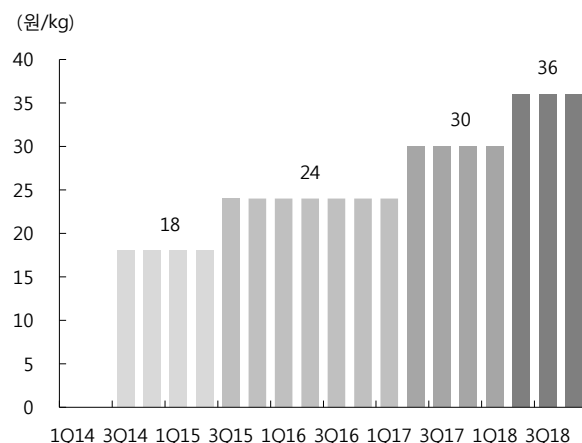
자료: 하이투자증권

<그림 5> 한국전력 석탄 연료단가 및 호주 석탄 가격 추이 : 지난 4Q17/1Q18의 국제 석탄 가격 상승분이 동사의 1Q18/2Q18 석탄 연료단가에 반영될 것이다.



자료: 하이투자증권

<그림 6> 국내 유연탄 개별소비세 추이 : '18년 4월부터 유연탄 개별소비세가 36 원/kg로 인상되었으며, 이는 곧 동사의 비용 증가 요인으로 작용할 것이다.



자료: 하이투자증권

하반기 실적 개선 요인

반면 '18년 하반기 동사의 실적은 상반기 대비 크게 개선될 것으로 전망하는데, 이유는 다음과 같다. 첫째, 원전 계획예방정비가 상반기에 마무리 됨에 따라 원자력 발전 가동률이 회복될 것이다 <그림7>. 둘째, 미세먼지 대책에 따라 가동중단되었던 노후 석탄발전소 5기가 재가동 될 것이다. 셋째, '18년 9/12월에 신규 원전 2기가 가동 개시됨에 따라 기저발전 비중이 확대될 것이다 (신고리#4, 신한울#1) <그림8>. 넷째, 산업용 전기요금 인상 가능성이 있다 <그림9>. 다섯째, 인플레이션 모멘텀 둔화에 따른 매크로 환경 개선 가능성이 있다 <그림10>. 상세한 내용은 다음과 같다.

(1) 기저발전 가동률 회복

하반기는 기저발전[원자력·석탄] 가동률 회복에 따라 기저발전 비중 확대로 동사의 연료비가 감소할 것이다.

대부분의 원전 계획예방정비가 상반기에 마무리됨에 따라, 하반기의 원전 가동률은 비교적 양호할 것으로 전망한다 [3Q18/4Q18 각 83.2%/86.0%]. 통상적으로 원전 계획예방정비의 기간/주기가 30-90일/18개월임을 감안한다면, '19년에도 양호한 수준의 원전 가동률을 기록할 것으로 전망한다.

3~6월간 미세먼지 대책에 따라 가동 중단되었던 노후 석탄발전소 5기도 재가동 될 것으로, 석탄발전 가동률도 일정부분 정상화 될 것으로 전망한다.

(2) 신규 원전 가동 개시

'18년 하반기 1,400MW급 신규 원전 2기 가동 개시에 따라 기저발전 비중이 추가적으로 확대될 것이다. '18년 9월에는 신고리#4가, '18년 12월에는 신한울#1가 상업가동 예정이다. 현재 원자력발전 설비용량은 22,529MW이며, 신규 원전 2기 추가로 인해 설비용량이 12.4% 증가할 것이다.

(3) 산업용 전기요금 인상 가능성

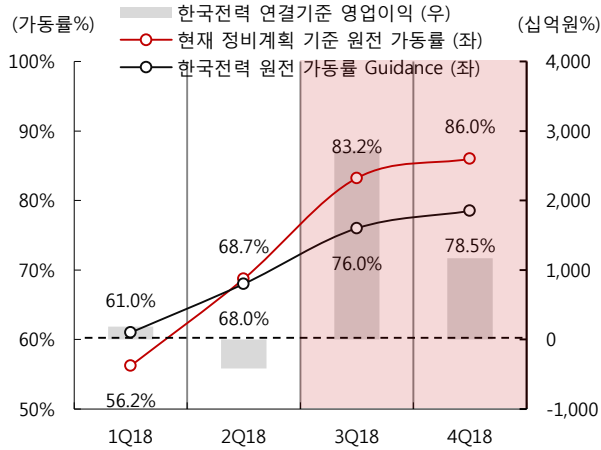
'18년 하반기 산업용 전기요금 인상 가능성도 동사에 긍정적이다. 현재 제3차에너지기본계획 워킹그룹에서 산업용 경부하 요금 인상 및 누진제 적용을 검토 중에 있다.

(4) 인플레이션 모멘텀 둔화에 따른 매크로 환경 개선

'18년 하반기 글로벌 금리 인상에 따른 인플레이션 모멘텀 둔화 가능성도 동사에 긍정적이다. 글로벌 금리 인상은 유동성 축소 및 Commodity 가격 상승세 둔화로 이어질 것으로, 이는 동사의 연료비단가 안정화에 기여할 것으로 기대한다.

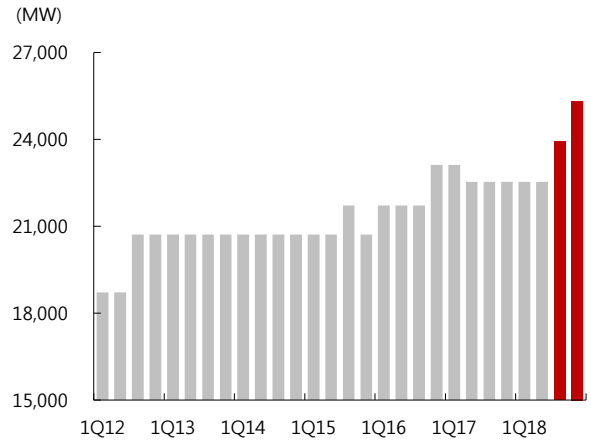
Key Charts : 하반기 실적 개선 요인

<그림 7> 한국전력 원전 가동률 및 영업이익 추정 : 하반기 동사의 원전 가동률은 양호한 수준을 기록할 것이다.



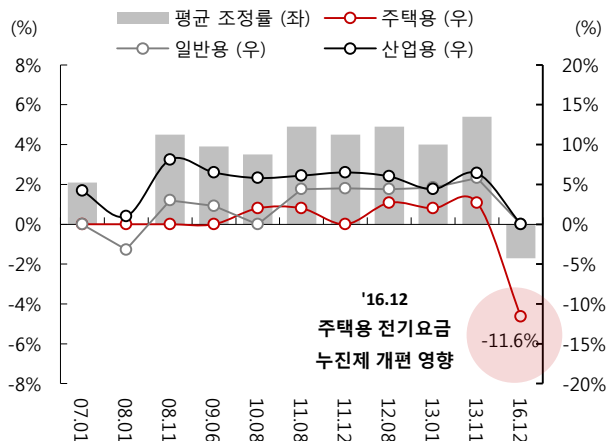
자료: 하이투자증권

<그림 8> 한국전력 원자력발전 설비용량 추이 및 전망 : 신규 원전 2기 상업운전 개시로 인해 설비용량이 12.4% 증가한다.



자료: 하이투자증권

<그림 9> 한국전력 전기요금 추이 : 지난 '16년 12월 이후로 전기요금은 변동 없었다.



자료: 하이투자증권

<그림 10> 두바이 유가 YoY% 추이 및 전망 : 하반기 인플레이션 모멘텀 둔화는 동사의 연료비 안정화에 기여할 것이다. 유가 YoY%로 보더라도 2Q18에 Peak 이후 둔화되는 모습을 볼 수 있다.



자료: 하이투자증권

<그림> 국내 원전 계획예방정비 일정 및 가동률 추정

가정사항	-	-	-	단위	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
분기별 가용일자	-	-	-	일	92.0	92.0	90.0	91.0	92.0	92.0
최대 발전용량	-	-	-	GWh	48,861	48,861	47,799	48,330	51,952	52,982
가용 발전용량	-	-	-	GWh	36,614	32,867	26,868	33,219	43,238	45,562
현재 정비계획 기준 가동률 추정	-	-	-	가동률	74.9%	67.3%	56.2%	68.7%	83.2%	86.0%
한전 가동률 Guidance	-	-	-	가동률			61.0%	68.0%	76.0%	78.5%

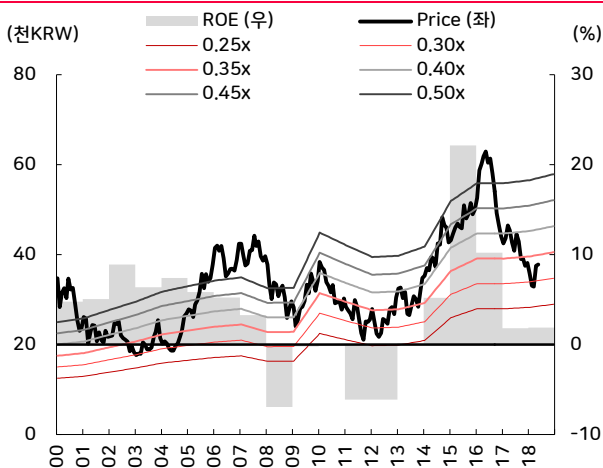
구분	설비용량	상업운전일자	영구정지일자	단위	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
고리원자력본부										
고리 1호기	587.0	1978-04-29	2017-06-18	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고리 2호기	650.0	1983-07-25	-	일	0.0	0.0	0.0	74.0	73.0	0.0
고리 3호기	950.0	1985-09-30	-	일	92.0	92.0	90.0	41.0	0.0	0.0
고리 4호기	950.0	1986-04-29	-	일	92.0	92.0	90.0	14.0	0.0	0.0
신고리 1호기	1,000.0	2011-02-28	-	일	92.0	92.0	70.0	0.0	0.0	0.0
신고리 2호기	1,000.0	2012-07-20	-	일	0.0	0.0	39.0	33.0	0.0	0.0
한빛원자력본부										
한빛 1호기	950.0	1986-08-25	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	43.0	38.0
한빛 2호기	950.0	1987-06-10	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	76.0	6.0
한빛 3호기	1,000.0	1995-03-31	-	일	0.0	0.0	0.0	50.0	31.0	0.0
한빛 4호기	1,000.0	1996-01-01	-	일	92.0	92.0	90.0	91.0	92.0	92.0
한빛 5호기	1,000.0	2002-05-21	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	60.0
한빛 6호기	1,000.0	2002-12-24	-	일	79.0	92.0	30.0	0.0	0.0	0.0
한울원자력본부										
한울 1호기	950.0	1988-09-10	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	32.0	52.0
한울 2호기	950.0	1989-09-30	-	일	0.0	37.0	90.0	35.0	0.0	0.0
한울 3호기	1,000.0	1998-08-11	-	일	0.0	26.0	90.0	28.0	0.0	0.0
한울 4호기	1,000.0	1999-12-31	-	일	0.0	0.0	0.0	43.0	21.0	0.0
한울 5호기	1,000.0	2004-07-29	-	일	0.0	0.0	22.0	42.0	0.0	0.0
한울 6호기	1,000.0	2005-04-22	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	66.0
신한울1호기	1,400.0	2018-12-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
신한울2호기	1,400.0	2019-10-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
월성원자력본부										
월성 1호기	679.0	1983-04-22	-	일	92.0	92.0	90.0	46.0	0.0	0.0
월성 2호기	700.0	1997-07-01	-	일	0.0	0.0	9.0	55.0	0.0	0.0
월성 3호기	700.0	1998-07-01	-	일	0.0	0.0	0.0	19.0	36.0	0.0
월성 4호기	700.0	1999-10-01	-	일	0.0	0.0	66.0	0.0	0.0	0.0
신월성 1호기	1,000.0	2012-07-31	-	일	0.0	0.0	0.0	75.0	0.0	0.0
신월성 2호기	1,000.0	2015-07-24	-	일	10.0	92.0	83.0	0.0	0.0	0.0
새울원자력본부										
신고리 3호기	1,000.0	2016-12-20	-	일	0.0	0.0	78.0	51.0	0.0	0.0
신고리 4호기	1,400.0	2018-09-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하이투자증권

Valuation

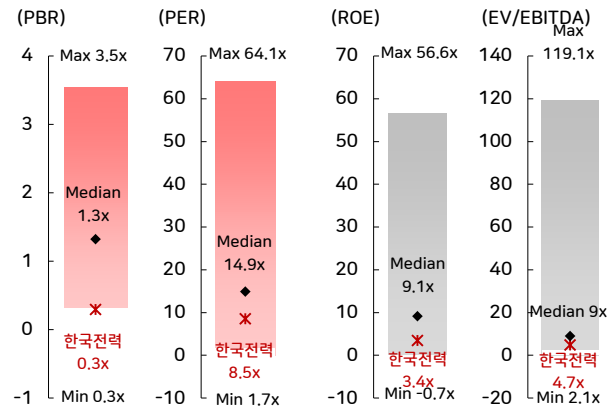
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 1Q19 실적을 Valuation에 반영함에 따라 목표 주가를 44,000원으로 상향한다. 목표 주가는 12M Fwd BPS 115,442원에 Target PBR 0.39x [12M Fwd ROE 3.5%, COE 9.0%]를 적용하여 산출하였다. 목표 주가는 12M Fwd PER 11.0x 수준이다.

<그림> 한국전력 PBR/ROE Band Chart.



자료: 하이투자증권

<그림> 한국전력 및 GICS 기준 Global Peergroup 100社의 Valuation Multiples



자료: 하이투자증권

<그림> Macro Environment, Company Earnings, Historical Valuation, Global Peers Valuation 을 이용한 투자판단: 매크로환경 및 실적이 개선되는 3Q18 을 기점으로 한국전력 매수 추천

구분	평가	Comment
Macro Environment	Bad until 3Q18	상반기까지는 글로벌 인플레이션 모멘텀 지속에 따라 연료비 지속 상승. 하반기부터 글로벌 기준금리 인상에 따라 환경 개선
Earnings Momentum	Bad until 3Q18	상반기는 원전 예방정비 이연과 노후 석탄발전소 가동 중단으로 실적 악화 불가피. 하반기는 신규 원전 가동등으로 실적 개선
Historical Valuation	Good	현재 주가는 PBR 0.32x 수준으로 여전히 저평가 상태. Upside 충분
Global Peers Valuation	Good	동사의 Peergroup 대비 낮은 PBR은 낮은 수준의 ROE에 근거하나, 하반기부터 실적 개선으로 밸류에이션 상향 가능

자료: 하이투자증권

<그림> 한국전력 목표주가 산정 Table: 목표 주가는 12M Fwd BPS 115,442 원에 Target PBR 0.39x [12M Fwd ROE 3.5%, COE 9.0%]를 적용하여 산출하였다. 목표 주가는 12M Fwd PER 11.0x 수준이다.

Target PBR (ROE/COE)	0.39x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	3.5%
자기자본비용 (COE, CAPM)	9.0%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	3.0%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.4463
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	13.4%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	16.4%
BPS (12M Fwd)	115,442
Target Price (12M)	44,000
Implied Target Price (12M)	45,100
Closing Price (05/03)	37,400
Upside	17.6%

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,142	19,632	21,321	22,190
현금 및 현금성자산	2,370	1,990	2,964	3,532
단기금융자산	1,971	2,011	2,051	2,092
매출채권	8,821	9,365	9,752	9,901
재고자산	6,002	6,288	6,576	6,687
비유동자산	162,647	165,121	166,831	168,909
유형자산	150,882	153,543	154,246	156,117
무형자산	1,190	1,202	1,213	1,223
자산총계	181,789	184,753	188,152	191,099
유동부채	23,424	24,123	24,422	24,634
매입채무	2,937	3,077	3,218	3,272
단기차입금	1,038	988	938	888
유동성장기부채	8,085	8,715	9,345	9,975
비유동부채	85,400	86,190	85,230	84,270
사채	43,189	44,189	43,689	43,189
장기차입금	2,435	2,305	2,175	2,045
부채총계	108,824	110,313	109,652	108,904
지배주주지분	71,681	73,117	77,087	80,696
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,371	54,807	58,776	62,386
기타자본항목	13,024	13,024	13,024	13,024
비지배주주지분	1,283	1,323	1,414	1,498
자본총계	72,965	74,440	78,501	82,195

포괄손익계산서	(단위:십억원(%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	59,815	62,668	65,534	66,639
증가율(%)	-0.6	4.8	4.6	1.7
매출원가	52,099	56,095	55,608	57,155
매출총이익	7,716	6,573	9,926	9,484
판매비와관리비	2,763	2,761	2,716	2,793
연구개발비	212	222	232	236
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,953	3,812	7,209	6,690
증가율(%)	-58.7	-23.0	89.1	-7.2
영업이익률(%)	8.3	6.1	11.0	10.0
이자수익	206	190	238	267
이자비용	1,790	1,837	1,836	1,835
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	367	301	301	301
세전계속사업이익	3,614	2,644	6,090	5,601
법인세비용	2,173	661	1,523	1,400
세전계속이익률(%)	6.0	4.2	9.3	8.4
당기순이익	1,441	1,983	4,568	4,201
순이익률(%)	2.4	3.2	7.0	6.3
지배주주귀속 순이익	1,299	1,943	4,476	4,117
기타포괄이익	-95	-	-	-
총포괄이익	1,347	1,983	4,568	4,201
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	11,250	14,913	17,250	17,276
당기순이익	1,441	1,983	4,568	4,201
유형자산감가상각비	9,660	10,250	10,493	10,557
무형자산상각비	114	138	139	140
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12,607	-14,822	-13,107	-14,341
유형자산의 처분(취득)	-12,450	-12,911	-11,195	-12,429
무형자산의 처분(취득)	-143	-150	-150	-150
금융상품의 증감	799	-196	-196	-196
재무활동 현금흐름	746	775	-725	-725
단기금융부채의증감	370	580	580	580
장기금융부채의증감	1,899	870	-630	-630
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-682	-380	975	568
기초현금및현금성자산	3,051	2,370	1,990	2,964
기말현금및현금성자산	2,370	1,990	2,964	3,532

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,023	3,027	6,973	6,413
BPS	111,660	113,896	120,079	125,702
CFPS	17,248	19,207	23,535	23,077
DPS	790	790	790	790
Valuation(배)				
PER	18.9	12.4	5.4	5.8
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	1.9	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.1	5.4	4.2	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.8	2.7	6.0	5.2
EBITDA 이익률	24.6	22.7	27.2	26.1
부채비율	149.1	148.2	139.7	132.5
순부채비율	69.1	70.1	65.1	61.4
매출채권회전율(x)	6.8	6.9	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	10.4	10.2	10.2	10.0

자료 : 한국전력, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한국전력)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	40,000	1년	-12.9%	-5.6%
2018-05-04	Buy	44,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-