

한국전력(015760)

4Q17 Preview: 실적 개선에는 시간이 필요

4분기 영업이익 7,471억원, 컨센서스 하회할 전망

4분기 매출액과 영업이익을 각각 15.1조원, 7,471억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 소폭(-1.4%) 줄어드는데 반해 영업이익은 41.1% 감소해, 컨센서스 1.0조원에 크게 못 미칠 전망이다. 영업이익 감소의 주 이유는 다음과 같다. 길어진 원전 계획예방정비 및 월성3호기 고장정지로, 4분기 원전 이용률은 69.2%(4Q16 71.0%, 3Q17 73.3%)로 2013년 이후 가장 낮은 전망이다. 석탄발전기 이용률 또한 77.2%로 저조할 전망이어서, 한전이 민간에서 전력을 사오는 구입전력량이 5.3% 증가할 것이다. 4분기 SMP(계통한계가격)도 kWh당 81.8원으로 10.1% 상승해 비용 부담은 커질 것이다. 또한 작년 말 산업부가 방폐물 관리비용 및 원전 해체비용 충당금을 재 산정하며 약 3,000억원 수준의 일회성 비용이 발생할 것으로 예상된다.

예측 어려운 원전 이용률 회복 시점

2017년 원전 이용률은 74.7%로 역대 최저치를 기록한 것으로 보이며, 2018년에도 76.0%로 낮은 수준이 유지될 것으로 전망한다. 한수원의 올해 원전 계획예방정비 스케줄에 따르면 18년 상반기까지 72.6%로 낮을 예정이다(표 4). 또한 작년 초부터 계획예방정비일수가 길어지는 추세를 감안하면, 낮은 상황이 하반기까지도 이어질 가능성이 높다. 24기의 원전 중 10기의 원전이 정지중인 현 상황이 언제 개선될 것인지가 한전 올해 이익의 주요 변수일 것이다.

‘매수’ 유지, 현 상황을 충분히 반영한 주가

‘매수’의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 원전과 석탄발전이 늘어나 향후 몇 년간 발전믹스가 향상될 여지가 있음에도, 작년 초부터 예상치 못한 한전의 비용 증가요인(원전 이용률 하락, 환경비용)이 늘어나고 있다. 이 영향으로 한전주가는 역사적 저점인 PBR 0.3배에 도달했다. 한전의 이익은 매년 늘어날 것이라는 점에서 긴 안목을 갖고 매수해야 할 시점이다. 다만 단기적으로 주가가 한 단계 더 오르기 위해서는, 산업용 전기요금제도 개편 등 정책발 호재가 필요한 상황이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	58,958	11,347	13,289	20,701	382.5	19,688	2.4	4.3	0.5	22.1	6.2
2016A	60,190	12,002	7,049	10,980	(47.0)	20,963	4.0	3.7	0.4	10.2	4.5
2017F	59,338	5,830	2,854	4,445	(59.5)	15,407	8.6	4.5	0.3	3.9	3.1
2018F	60,755	6,395	3,159	4,921	10.7	16,038	7.4	4.1	0.3	4.2	4.7
2019F	61,624	7,701	4,216	6,567	33.4	17,368	5.5	3.5	0.3	5.5	4.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

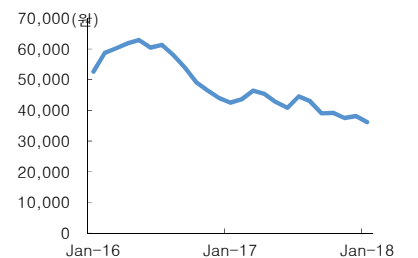
Stock Data

KOSPI(1/16)	2,522
주가(1/16)	36,300
시가총액(십억원)	23,303
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저(원)	48,750/36,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	49,371
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/30.7
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.9)	(13.5)	(18.2)
KOSPI 대비(%p)	(8.5)	(17.9)	(40.4)

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 영업이익 전년동기대비 41.1% 감소 추정

(단위: 십억원, %)

항목	4Q16	4Q17F	증가율	비고
매출액	15,286	15,078	(1.4)	
전기판매수익	13,713	13,645	(0.5)	판매단가 3.3% 하락 추정
국내기타매출	392	445	13.6	
해외사업수익	1,182	989	(16.3)	
영업비용	14,019	14,331	2.2	
연료비	3,997	3,885	(2.8)	석탄 구입비용 25.0% 증가, LNG 구입비용 32.6% 감소 추정
구입전력비	3,100	3,575	15.3	구입전력량 5.3% 증가, SMP 10.1% 상승, REC 등 추가비용 9% 증가 가정
영업이익	1,268	747	(41.1)	
세전이익	480	343	(28.7)	
순이익	273	212	(22.4)	

자료: 한국투자증권

18년 영업이익 6.4조원으로 9.7% 증가

2018년 매출액은 60.8조원(+2.4% YoY), 영업이익은 6조 3,947억원(+9.7% YoY)으로 추정한다. 석탄 연료 단가는 소폭(+1.3%) 상승했음에도 불구하고, 올해 4월부터 유연탄 개별소비세(30원/kg→36원/kg) 인상으로, 석탄 연료비는 11.7% 늘어날 것으로 전망한다. 다만 한전 발전자회사의 LNG발전기 가동이 줄어, 연료비는 전년대비 1.3% 늘어난 16.1조원으로 전망한다. 유가 상승에도 (WTI 기준 17년 51달러/배럴, 18년 60달러/배럴), 기저발전(원전+석탄) 믹스가 커져 SMP는 2.4% 높아지는데 그칠 것으로 보인다. 원전의 경우 3분기부터 원전 이용률이 회복되기 시작해, 18년 연간으로는 76.0%로 17년 74.7% 대비 1.3%p 상승할 것이다. 현 시점의 한수원 계획예방정비 스케줄에 따르면 올해 원전 이용률은 79.4%이다. 다만 계획예방정비가 계속 길어지는 상황 및 고장정지 발생 가능성 등을 고려해 76.0%로 반영했다.

〈표 2〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	15,147	12,926	16,188	15,078	15,843	13,739	16,517	14,655	60,190	59,338	60,755	61,624
전기판매수익	13,943	11,706	15,121	13,645	14,858	12,609	15,547	13,414	54,304	54,415	56,429	57,780
국내기타매출	432	335	308	445	446	363	335	413	1,433	1,520	1,558	1,579
해외사업수익	771	885	758	989	539	767	635	828	4,453	3,404	2,768	2,265
YoY(%)	(3.4)	(2.6)	1.5	(1.4)	4.6	6.3	2.0	(2.8)	2.1	(1.4)	2.4	1.4
영업비용	13,683	12,079	13,415	14,331	14,486	12,644	13,630	13,600	48,189	53,508	54,360	53,923
연료비	4,297	3,363	4,340	3,885	4,286	3,727	4,225	3,857	14,067	15,885	16,095	15,934
구입전력비	3,824	3,120	3,443	3,575	4,442	3,177	3,629	2,860	10,756	13,962	14,109	13,264
매출원가	13,130	11,450	12,780	13,524	13,914	11,987	12,917	12,848	45,550	51,061	51,719	51,243
매출원가율(%)	86.7	88.6	78.9	89.7	87.8	87.2	78.2	87.7	75.7	86.1	85.1	83.2
판매비	553	629	635	808	572	657	713	752	2,639	2,448	2,641	2,680
판매비율(%)	3.7	4.9	3.9	5.4	3.6	4.8	4.3	5.1	4.4	4.1	4.3	4.3
영업이익	1,463	846	2,773	747	1,357	1,095	2,887	1,055	12,002	5,830	6,395	7,701
YoY(%)	(59.4)	(68.7)	(37.3)	(41.1)	(7.2)	29.4	4.1	41.2	5.8	(51.4)	9.7	20.4
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	5.0	8.6	8.0	17.5	7.2	19.9	9.8	10.5	12.5
세전이익	1,392	583	2,292	343	1,280	811	2,368	618	10,513	4,610	5,150	6,432
순이익	902	359	1,618	215	796	504	1,473	385	7,148	2,894	3,204	4,275
순이익(지배)	869	327	1,582	212	785	497	1,453	379	7,049	2,854	3,159	4,216

자료: 한국전력, 한국투자증권

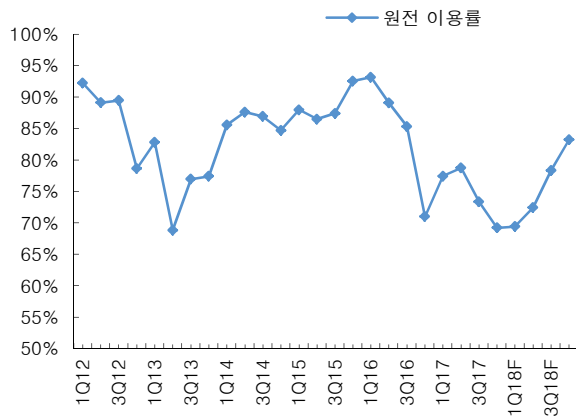
〈표 3〉 한국전력 추정 가정치

(단위: TWh, 원/kWh, 원/달러, 달러/톤, 천원/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
전력판매량(TWh)	132	119	131	122	134	121	133	124	497	505	512	520
전기판매 단가(원/kWh)	110	103	116	107	111	104	117	108	111	109	110	111
환율(원/달러)	1,153	1,130	1,132	1,108	1,093	1,088	1,088	1,088	1,157	1,131	1,089	1,089
WTI(달러/배럴)	52	48	48	55	58	59	61	62	43	51	60	62
석탄 연료단가(천원/톤)	120	121	122	121	121	123	123	123	96	121	123	123
LNG 연료단가(천원/톤)	702	629	624	694	702	648	643	715	590	662	677	697
석탄 연료비 단가(원/kWh)	47	50	50	45	53	56	55	51	35	48	54	59
LNG 연료비 단가(원/kWh)	96	87	79	83	93	86	79	83	79	86	85	85
SMP(원/kWh)	90	79	75	82	90	82	80	82	76	82	83	88
원전 이용률(%)	77.4	78.7	73.3	69.2	69.4	72.4	78.3	83.2	84.5	74.7	76.0	82.9
석탄발전 이용률(%)	87.0	73.9	84.6	77.2	83.0	73.9	82.6	75.2	85.7	80.6	78.7	77.7
총 발전량 (TWh)	141	128	143	133	143	129	143	135	531	544	550	559
발전자회사 발전량 (TWh)	110	100	113	104	109	101	113	110	435	426	433	451
전력구입량 (TWh)	31	28	31	29	35	28	30	25	95	118	117	108
발전믹스(%)												
원자력	27.5	30.9	25.4	26.0	23.6	27.6	27.2	32.7	30.5	27.4	27.7	31.8
석탄	43.0	42.1	46.4	45.7	44.3	44.5	45.1	43.9	40.6	44.3	44.5	43.2
LNG	22.6	20.3	21.4	21.4	25.6	20.8	21.0	16.5	21.7	21.5	21.0	17.8
유류	1.7	0.6	0.9	0.9	1.1	0.9	0.9	0.7	2.7	1.1	0.9	0.8
수력	1.1	1.3	1.6	1.4	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
신재생	4.1	4.8	4.3	4.6	4.3	5.0	4.6	5.0	3.3	4.4	4.7	5.2

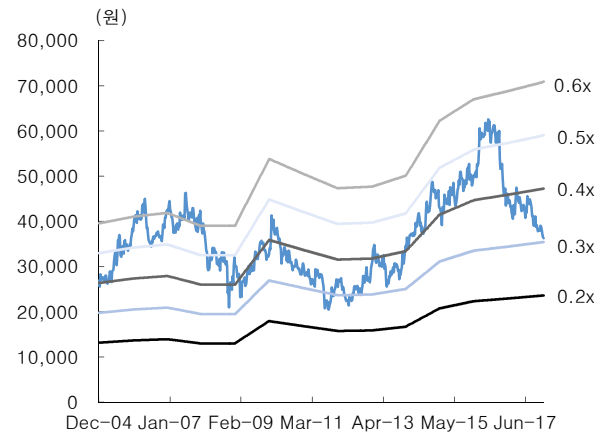
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 18년 하반기 원전 이용률 소폭 회복



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드 – 역사적 하단인 0.3배까지 낮아져



자료: 한국전력, 한국투자증권

〈표 4〉 한수원의 원전 계획예방정비 일수

(단위: 일)

	용량(MW)	계획예방정비 시작	계획예방정비 종료	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
고리 2 호기	650	2018-04-02	2018-07-27	0	89	27	0
고리 3 호기	950	2017-01-19	2018-02-10	41	0	0	0
고리 4 호기	950	2017-04-05	2018-02-28	0	0	0	0
신고리 1 호기	1,000	2017-01-23	2018-01-25	25	0	0	0
신고리 2 호기	1,000	2018-02-20	2018-04-29	39	29	0	0
신고리 3 호기	1,400	2018-01-12	2018-04-21	78	21	0	0
한빛 1 호기	950	2018-08-13	2018-10-19	0	44	92	19
한빛 2 호기	950	2018-07-14	2018-09-16	0	14	78	0
한빛 3 호기	1,000	2018-05-13	2018-07-17	0	48	17	0
한빛 4 호기	1,000	2017-05-18	2018-12-16	90	91	92	77
한빛 5 호기	1,000	2018-09-27	2018-11-24	0	0	3	55
한빛 6 호기	1,000	2017-07-13	2018-01-06	20	0	0	0
한울 1 호기	950	2018-08-15	2018-10-06	0	0	46	6
한울 2 호기	950	2017-11-24	2018-02-21	82	0	0	0
한울 3 호기	1,000	2017-12-05	2018-04-28	90	28	0	0
한울 4 호기	1,000			0	0	0	0
한울 5 호기	1,000	2018-02-23	2018-04-28	36	0	0	0
한울 6 호기	1,000	2018-10-26	2018-12-29	0	0	0	64
월성 1 호기	679	2017-05-28	2018-03-17	76	0	0	0
월성 2 호기	700	2018-03-22	2018-05-25	9	55	0	0
월성 3 호기	700	2018-06-05	2018-07-21	15	25	21	0
월성 4 호기	700	2018-01-16	2018-03-20	55	0	0	0
신월성 1 호기	1,000	2018-04-16	2018-06-26	0	71	0	0
신월성 2 호기	1,000	2017-09-20	2018-01-19	19	0	0	0
Total	22,529			675	515	376	221
이용률				67.8%	77.3%	83.1%	89.4%

주: 2018년 1월 16일 기준

자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

기업개요

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전자회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전자회사는 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	31,551	34,704	36,478
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	104,756	104,827	103,201
지배주주지분	66,634	71,724	73,671	75,739	78,863
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	55,257	57,325	60,450
비지배주주지분	1,308	1,327	1,365	1,410	1,470
자본총계	67,942	73,051	75,036	77,149	80,333

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,804	15,414	15,193
당기순이익	13,416	7,148	2,894	3,204	4,275
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	84	86	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	5,541	2,384	1,210
기타	(2,489)	2,645	(208)	182	41
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)	(5,838)	(4,354)	(4,542)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(770)	(1,091)
기타	73	73	460	(366)	(60)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(97)	116	208

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

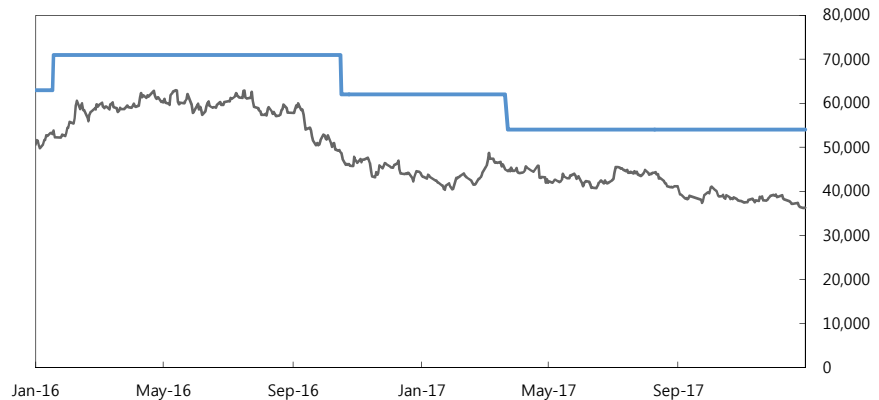
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,338	60,755	61,624
매출원가	45,458	45,550	51,061	51,719	51,243
매출총이익	13,500	14,641	8,277	9,036	10,381
판매관리비	2,153	2,639	2,448	2,641	2,680
영업이익	11,347	12,002	5,830	6,395	7,701
금융수익	1,183	792	735	736	739
이자수익	242	242	185	186	190
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	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	4,610	5,150	6,432
법인세비용	5,239	3,365	1,716	1,946	2,157
연결당기순이익	13,416	7,148	2,894	3,204	4,275
지배주주지분순이익	13,289	7,049	2,854	3,159	4,216
기타포괄이익	34	(2)	(138)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	2,756	3,204	4,275
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	2,718	3,159	4,216
EBITDA	19,688	20,963	15,407	16,038	17,368

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	4,445	4,921	6,567
BPS	103,798	111,725	114,759	117,980	122,847
DPS	3,100	1,980	1,200	1,700	1,700
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(1.4)	2.4	1.4
영업이익증가율	96.1	5.8	(51.4)	9.7	20.4
순이익증가율	394.6	(47.0)	(59.5)	10.7	33.4
EPS증가율	382.5	(47.0)	(59.5)	10.7	33.4
EBITDA증가율	44.1	6.5	(26.5)	4.1	8.3
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	9.8	10.5	12.5
순이익률	22.5	11.7	4.8	5.2	6.8
EBITDA Margin	33.4	34.8	26.0	26.4	28.2
ROA	7.9	4.0	1.6	1.8	2.3
ROE	22.1	10.2	3.9	4.2	5.5
배당수익률	6.2	4.5	3.1	4.7	4.7
배당성향	15.0	18.0	27.0	34.5	25.9
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,637	40,285	36,811
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	65.7	59.7	53.1
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	8.6	7.4	5.5
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.5	4.1	3.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력(015760)	2015.11.24	매수	63,000원	-20.3	-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 2018년 1월 17일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 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 높게 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.