

한국전력(015760)

월성 1호기 폐쇄, 큰 영향 없다

한수원 월성 1호기 조기 폐쇄 결정

지난 15일 한국수력원자력(한수원)은 2022년 운전 승인이 완료되는 월성 1호기의 조기 폐쇄를 결정했다. 지난해 10월 정부가 밝혔던 에너지 전환 로드맵에 월성 1호기 조기 폐쇄가 포함됐고, 8차 전력수급계획에 월성 1호기는 원전 공급용량에서 제외됐었기에, 이미 이번 한수원의 결정은 예고돼 있었다. 월성 1호기 설비용량은 679MW로 우리나라 전체 설비용량의 0.6%, 원전 설비용량의 3.0% 수준이다. 또한 월성 1호기는 작년 5월부터 늘어난 계획예방정비로 1년 넘게 가동을 못하고 있는 상황이다. 기존에 당사는 월성 1호기의 가동중단이 지속돼다가, 올해 4분기 조기 폐쇄되는 것으로 가정했기에, 이번 조기 폐쇄가 추정치에 미치는 영향은 없다. 오히려 올해 하반기 신규 가동이 예정된 신고리 4호기, 신한울 1호기(각각 1,400MW)의 가동 시점이 하반기 실적에 더 중요한 상황이다.

상반기 13기 원전 재가동, 하반기 이용률 회복 확실

1분기 원전이용률 57%를 바탕으로, 2분기 64%, 하반기에는 80% 수준까지 회복될 전망이다[그림 1]. CLP 부식과 밸브 시험누락에 따른 전수조사가 대부분 마무리됐기 때문이다. 상반기에 13기 원전이 재가동에 성공할 것이며(1~5월 11기 원전 재가동), 하반기까지 나머지 9기 원전 모두 강화된 안전점검이 끝날 예정이다. 18개월의 연료 교체 주기, 그리고 올해 상반기 대규모 원전 재가동을 감안하면, 내년 상반기는 평시보다 높은 이용률(85% 이상)이 가능할 것으로 예상된다.

하반기로 갈수록 긍정적 상황 전개

기존 목표주가 48,000원(PBR 0.42배)을 유지한다. 하반기로 갈수록 실적개선과 실적 가시성 회복으로 한전의 저평가 매력에 커질 것이다. 또한 지방선거 이후, 전력 소비왜곡을 줄이기 위한 산업용 전기요금 개편 작업은 속도를 낼 전망이다. 올해 10월 제3차 에너지기본계획 워킹그룹의 권고안에 해당 내용이 포함될 가능성이 있다. 올해 예상되는 부진한 한전의 실적은 전기요금 개편 당위성에 대한 근거가 될 것이며, 내년 실적개선으로 정부가 언급한 구입전력비 연동제(시간대별 요금제)를 도입하는데 큰 조세저항이 없을 상황이 펼쳐질 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	60,190	12,002	7,049	10,980	(47.0)	20,963	4.0	3.7	0.4	10.2	4.5
2017A	59,815	4,953	1,299	2,023	(81.6)	14,727	18.9	5.2	0.3	1.8	2.1
2018F	60,677	3,179	1,169	1,820	(10.0)	13,185	19.2	5.5	0.3	1.6	1.4
2019F	61,749	6,518	3,288	5,122	181.4	16,548	6.8	4.4	0.3	4.5	4.3
2020F	63,031	5,857	2,846	4,433	(13.5)	15,913	7.9	4.6	0.3	3.8	4.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 48,000원(유지)

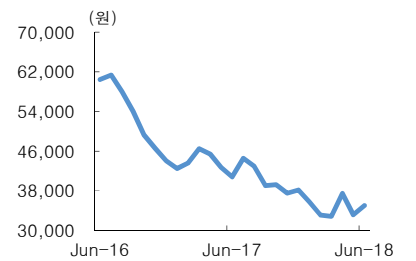
Stock Data

KOSPI(6/15)	2,404
주가(6/15)	35,000
시가총액(십억원)	22,469
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저(원)	45,500/30,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,446
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/29.1
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 5.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.3)	(10.3)	(19.0)
KOSPI 대비(%p)	(3.1)	(7.1)	(20.8)

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,680	16,444	14,846	60,190	59,815	60,677	61,749
전기판매수익	13,943	11,706	15,121	13,880	14,718	12,550	15,475	13,384	54,304	54,650	56,127	57,687
국내기타매출	432	335	308	407	414	363	335	400	1,433	1,482	1,512	1,549
해외사업수익	771	885	758	1,269	575	767	635	1,062	4,453	3,683	3,038	2,513
YoY(%)	(3.4)	(2.6)	1.5	1.8	3.7	5.8	1.6	(4.6)	2.1	(0.6)	1.4	1.8
영업비용	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	13,846	13,956	13,861	48,189	54,862	57,497	55,231
연료비	4,297	3,363	4,340	4,524	5,441	4,042	4,554	4,085	14,067	16,525	18,122	17,099
구입전력비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	4,022	3,581	2,881	10,756	14,264	15,357	13,239
매출원가	13,130	11,450	12,780	14,739	15,185	13,127	13,226	13,076	45,550	52,099	54,614	52,373
매출원가율(%)	86.7	88.6	78.9	94.8	96.7	96.0	80.4	88.1	75.7	87.1	90.0	84.8
판관비	553	629	635	945	649	719	730	785	2,639	2,763	2,883	2,858
판관비율(%)	3.7	4.9	3.9	6.1	4.1	5.3	4.4	5.3	4.4	4.6	4.8	4.6
영업이익	1,463	846	2,773	(129)	(128)	(165)	2,488	985	12,002	4,953	3,179	6,518
YoY(%)	(59.4)	(68.7)	(37.3)	nm	(108.8)	(119.5)	(10.3)	nm	5.8	(58.7)	(35.8)	105.0
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(1.2)	15.1	6.6	19.9	8.3	5.2	10.6
세전이익	1,392	583	2,292	(653)	(262)	(450)	1,969	557	10,513	3,614	1,814	5,125
순이익	902	359	1,618	(1,437)	(250)	(339)	1,487	420	7,148	1,441	1,369	3,853
순이익(지배)	869	327	1,582	(1,547)	(277)	(290)	1,269	359	7,042	1,230	1,169	3,288

자료: 한국전력, 한국투자증권

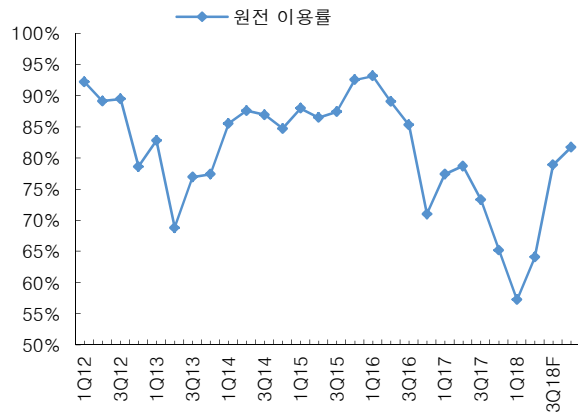
〈표 2〉 한국전력 추정 가정치

(단위: TWh, 원/kWh, 원/달러, 달러/톤, 천원/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
전력판매량(TWh)	132	119	131	125	138	121	133	124	497	508	515	525
전기판매단가(원/kWh)	110	103	116	108	110	104	117	108	111	110	110	110
환율(원/달러)	1,153	1,130	1,132	1,108	1,073	1,078	1,078	1,078	1,157	1,131	1,077	1,077
WTI(달러/배럴)	52	48	48	55	63	67	69	71	43	51	68	73
석탄 연료단가(천원/톤)	120	121	122	124	128	130	128	126	96	122	128	130
LNG 연료단가(천원/톤)	702	629	624	671	795	704	717	758	590	656	744	766
석탄 연료비 단가(원/kWh)	44	45	45	41	47	51	50	44	35	44	48	52
LNG 연료비 단가(원/kWh)	96	90	82	83	109	101	95	94	79	88	100	103
SMP(원/kWh)	90	79	75	82	95	88	85	84	76	82	88	92
원전 이용률(%)	77.4	78.7	73.3	68.0	57.3	64.1	78.9	81.7	84.5	74.4	70.6	84.2
석탄발전 이용률(%)	87.0	73.9	84.6	75.3	81.6	65.9	82.6	73.3	85.7	80.1	75.9	72.7
총 발전량 (TWh)	141	128	143	140	147	129	143	135	531	552	554	565
발전자회사 발전량 (TWh)	110	100	113	105	107	94	112	108	435	427	421	450
전력구입량 (TWh)	31	28	31	35	40	34	31	28	95	125	133	115
발전믹스(%)												
원자력	27.5	30.9	25.4	24.1	19.0	24.5	26.6	31.0	30.5	26.9	25.2	33.1
석탄	43.0	42.1	46.4	43.3	44.0	42.1	47.1	44.6	40.6	43.7	44.5	42.6
LNG	22.6	20.3	21.4	25.8	29.3	25.1	19.0	16.9	21.7	22.6	22.6	16.7
유류	1.7	0.6	0.9	1.3	2.3	2.0	1.5	1.3	2.7	1.2	1.8	1.3
수력	1.1	1.3	1.6	1.1	0.9	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2
신재생	4.1	4.8	4.3	4.4	4.5	5.0	4.6	5.0	3.3	4.4	4.7	5.1

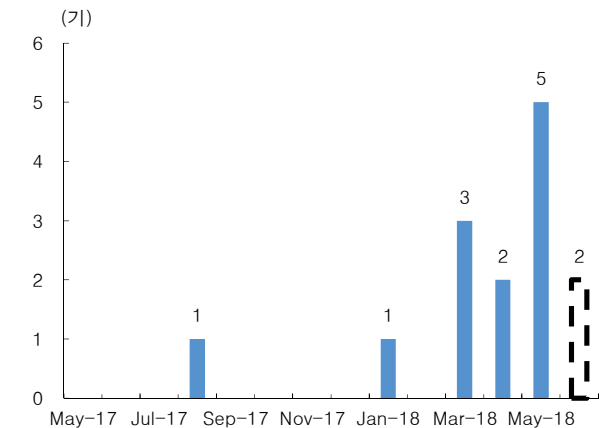
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 18년 하반기 원전 이용률 회복



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 2] 상반기 원전 재가동 승인 추이 및 전망



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

〈표 3〉 한수원의 원전 계획예방정비 일수

(단위: 일)

	용량(MW)	계획예방정비 시작	계획예방정비 종료	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
고리 2 호기	650	2018-04-17	2018-09-11	0	91	73	0
고리 3 호기	950	2017-01-19	2018-05-12	90	42	0	0
고리 4 호기	950	2017-04-05	2018-04-14	90	14	0	0
신고리 1 호기	1,000	2017-01-23	2018-03-11	70	0	0	0
신고리 2 호기	1,000	2018-02-20	2018-05-03	39	33	0	0
신고리 3 호기	1,400	2018-01-12	2018-06-18	78	79	0	0
한빛 1 호기	950	2018-08-18	2018-11-07	0	0	43	38
한빛 2 호기	950	2018-07-16	2018-10-06	0	0	76	6
한빛 3 호기	1,000	2018-05-11	2018-07-31	0	50	31	0
한빛 4 호기	1,000	2017-05-18	2019-02-11	90	91	92	92
한빛 5 호기	1,000	2018-09-27	2018-11-29	0	0	3	60
한빛 6 호기	1,000	2017-07-13	2018-01-30	30	0	0	0
한울 1 호기	950	2018-08-29	2018-11-21	0	0	32	52
한울 2 호기	950	2017-11-24	2018-05-10	90	40	0	0
한울 3 호기	1,000	2017-12-05	2018-04-28	90	28	0	0
한울 4 호기	1,000	2018-05-18	2018-07-21	0	43	21	0
한울 5 호기	1,000	2018-03-09	2018-05-17	22	47	0	0
한울 6 호기	1,000	2018-10-26	2018-12-29	0	0	0	64
월성 1 호기	679	2017-05-28	조기폐쇄	90	91		
월성 2 호기	700	2018-03-22	2018-05-27	9	57	0	0
월성 3 호기	700	2018-06-11	2018-08-05	15	19	36	0
월성 4 호기	700	2018-01-24	2018-03-23	58	0	0	0
신월성 1 호기	1,000	2018-04-16	2018-06-22	0	67	0	0
신월성 2 호기	1,000	2017-09-20	2018-03-24	83	0	0	0
Total	22,529			944	792	407	312
이용률				55.2%	64.2%	81.9%	84.7%

주: 2018년 6월 15일 기준

자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

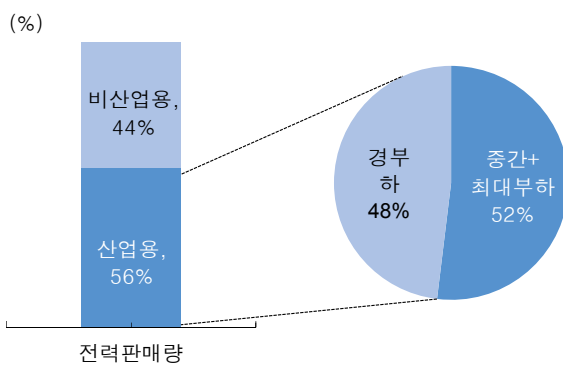
〈표 4〉 원전, 석탄발전소 신설 및 폐쇄 계획 - 2023년까지 기저발전 늘어난다

(단위: MW)

구분	발전원	2018	2019	2020	2021	2022	2023
신설	원자력	신고리 4(1,400) 신한울 1(1,400)	신한울 2(1,400)			신고리 5(1,400)	신고리 6(1,400)
	석탄		신서천(1,000)	고성하이 1,2(2,080)	강릉안인 1,2(2,080) 삼척화력 1,2(2,100)		
폐쇄	원자력	월성 1(679)					
	석탄		영동 2(200) 삼천포 1,2(1,120)	호남 1,2(500)			
용량순증		2,121	1,080	(500)	2,080	5,580	1,400

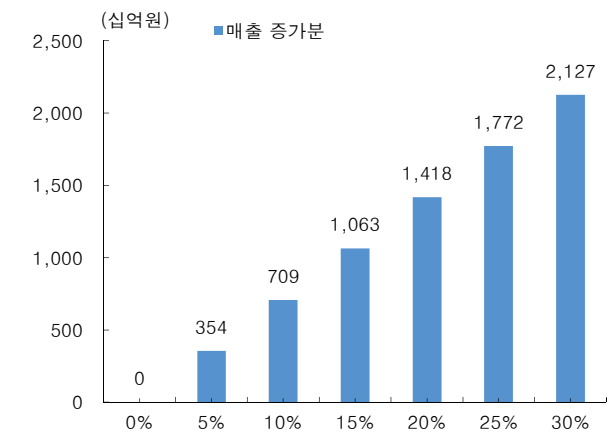
자료: 산업부, 전력거래소, 한국투자증권

[그림 3] 산업용 전기요금 사용 현황(2016년)



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 4] 경부하 요금 할인 조정에 따른 매출증가액 분석



자료: 한국전력, 한국투자증권

기업개요

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전자회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전자회사는 우리나라 발전설비용량의 70%를 보유하고 있음. 전체 영업비용의 30%가 LNG, 유연탄 등의 발전연료비이며, 26%가 민자발전으로부터 전력을 구입하는 구입전력비임(2017년). 따라서 전체 영업원가의 56%가 유가와 원/달러 환율 변화에 영향 받는 구조

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,709	19,142	19,418	19,390	19,793
현금성자산	3,051	2,370	2,404	2,446	2,497
매출채권및기타채권	7,777	7,916	8,030	8,172	8,342
재고자산	5,479	6,002	6,089	5,579	6,010
비유동자산	158,129	162,647	164,201	165,343	166,526
투자자산	8,168	7,370	7,476	7,608	7,766
유형자산	145,743	150,882	152,266	153,197	154,128
무형자산	983	1,190	1,207	1,228	1,254
자산총계	177,837	181,789	183,618	184,733	186,319
유동부채	24,739	23,424	26,504	25,836	24,745
매입채무및기타채무	5,727	6,032	6,119	6,227	6,356
단기차입금및단기사채	806	1,038	1,262	1,373	1,484
유동성장기부채	8,134	8,085	8,599	9,053	9,507
비유동부채	80,047	85,400	83,101	81,993	82,299
사채	42,926	43,189	39,578	36,998	35,718
장기차입금및금융부채	2,329	3,078	3,826	4,597	5,344
부채총계	104,786	108,824	109,605	107,830	107,044
지배주주지분	71,724	71,681	72,529	74,855	76,738
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
이익잉여금	53,174	53,371	54,218	56,544	58,427
비지배주주지분	1,327	1,283	1,484	2,048	2,537
자본총계	73,051	72,965	74,013	76,903	79,275

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	16,521	11,250	14,011	13,621	12,384
당기순이익	7,148	1,441	1,369	3,853	3,335
유형자산감가상각비	8,881	9,660	9,879	9,901	9,925
무형자산상각비	80	114	126	128	131
자산부채변동	(2,233)	(2,684)	2,349	(867)	(1,665)
기타	2,645	2,719	288	606	658
투자활동현금흐름	(9,646)	(12,607)	(11,276)	(10,753)	(10,860)
유형자산투자	(12,029)	(12,536)	(11,315)	(10,944)	(10,968)
유형자산매각	208	86	52	112	112
투자자산순증	2,590	216	62	145	52
무형자산순증	(124)	(143)	(143)	(150)	(157)
기타	(291)	(230)	68	84	101
재무활동현금흐름	(7,637)	746	(2,700)	(2,826)	(1,474)
자본의증가	11	24	0	0	0
차입금의순증	(5,616)	2,147	(2,178)	(1,298)	(22)
배당금지급	(2,105)	(1,356)	(507)	(321)	(963)
기타	73	(69)	(15)	(1,207)	(489)
기타현금흐름	31	(70)	0	0	0
현금의증가	(732)	(682)	34	42	51

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

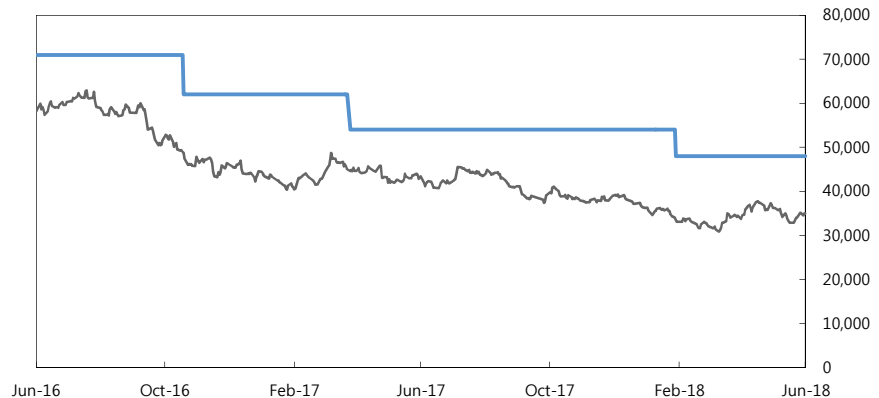
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,677	61,749	63,031
매출원가	45,550	52,099	54,614	52,373	54,274
매출총이익	14,641	7,716	6,063	9,377	8,758
판매관리비	2,639	2,763	2,883	2,858	2,901
영업이익	12,002	4,953	3,179	6,518	5,857
금융수익	792	1,531	1,503	1,506	1,510
이자수익	242	206	179	182	185
금융비용	2,437	3,128	3,410	3,555	3,527
이자비용	1,753	1,790	2,071	2,216	2,188
기타영업외손익	295	367	372	379	386
관계기업관련손익	(137)	(108)	168	277	210
세전계속사업이익	10,513	3,614	1,814	5,125	4,436
법인세비용	3,365	2,173	444	1,272	1,101
연결당기순이익	7,148	1,441	1,369	3,853	3,335
지배주주지분순이익	7,049	1,299	1,169	3,288	2,846
기타포괄이익	(2)	(95)	0	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	1,369	3,853	3,335
지배주주지분포괄이익	7,042	1,230	1,169	3,288	2,846
EBITDA	20,963	14,727	13,185	16,548	15,913

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	1,820	5,122	4,433
BPS	111,725	111,660	112,980	116,602	119,536
DPS	1,980	790	500	1,500	1,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.1	(0.6)	1.4	1.8	2.1
영업이익증가율	5.8	(58.7)	(35.8)	105.0	(10.2)
순이익증가율	(47.0)	(81.6)	(10.0)	181.4	(13.5)
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	(10.0)	181.4	(13.5)
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(10.5)	25.5	(3.8)
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	5.2	10.6	9.3
순이익률	11.7	2.2	1.9	5.3	4.5
EBITDA Margin	34.8	24.6	21.7	26.8	25.2
ROA	4.0	0.8	0.7	2.1	1.8
ROE	10.2	1.8	1.6	4.5	3.8
배당수익률	4.5	2.1	1.4	4.3	4.3
배당성향	18.0	39.1	27.5	29.3	33.8
안정성					
순차입금(십억원)	48,584	51,253	49,012	47,635	47,520
차입금/자본총계비율(%)	74.4	76.2	72.2	67.8	65.7
Valuation(X)					
PER	4.0	18.9	19.2	6.8	7.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	5.2	5.5	4.4	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력(015760)	2016.06.08	매수	71,000원	-18.9	-11.4
	2016.11.03	매수	62,000원	-28.2	-21.4
	2017.04.10	매수	54,000원	-24.6	-15.2
	2018.02.13	매수	48,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 16일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.