

한국전력(015760)

아쉬운 실적에도 나쁘지 않다

영업손실 1,276억원으로 4분기에 이어 적자 지속
바닥을 지난 원전이용률, 점차 정상화 전망
실적개선, 요금제도 개편 등 긍정적 상황 펼쳐져

Facts : 4분기에 이어, 1분기 적자 지속

1분기 매출액은 15조 7,060억원으로 전년동기대비 3.7% 늘어났으나, 1,276억원의 영업손실이 발생해, 컨센서스 2,809억원 및 추정 영업이익 2,441억원에 못 미쳤다. 1분기 원전 이용률은 57%(1Q17 77%, 4Q17 68%)로 13년 이후 최저치를 기록했으며, 석탄발전기 이용률도 82%(1Q17 87%)로 저조해, 구입전력량이 25.7% 늘어났다. 1분기 SMP(계통한계가격)도 kWh당 94.8원으로 5.6% 상승한 점도 구입전력비 증가(+27.4%)에 영향을 끼쳤다. 게다가 탄가/유가 상승으로 연료비도 전년동기대비 26.6% 증가한 점도, 전 분기에 이어 적자가 계속된 이유다.

Pros & cons : 바닥을 지난 원전이용률

원전 이용률은 1분기(57%)를 바닥으로 점차 정상화 예정이다(그림 1). 작년에는 고작 1기 원전의 재가동 승인이 있었으나, 올 초부터 재가동 승인 속도가 빨라지고 있다(그림 2). 주요 문제였던 라이너플레이트(CLP) 부식 문제와 주증기대기방출밸브 시험누락 이슈가 마무리 됐기 때문이며, 3월에 3기, 4월에 2기, 5월 들어 3기가 재가동에 성공했다. 3월 초 46%까지 하락했던 이용률은 현재 68%로 높아진 상황이다. 추가적으로 6월까지 5기의 원전이 재가동 예정으로, 올해 상반기에만 총 14기의 원전이 가동을 시작할 예정이다. 재가동 후 연료 교체 주기가 18개월임을 감안하면 내년에는 평시보다 높은 이용률이 가능할 것이다.

Action : 실적개선, 요금제도 개편 등 긍정적 상황 펼쳐져

기존 목표주가 48,000원(PBR 0.42배)을 유지한다. 하반기로 갈수록 실적 개선과 가시성 회복으로 한전의 저평가 매력에 커질 것이다. 또한 2023년까지 신규 원전 5기, 석탄발전 7기 준공으로, 발전믹스가 향상될 일만 남았다. 또한 하반기 산업용 전기요금제도 개편, 내년 시간대별 요금제(구입비연동제) 도입 가능성이 커, 전기요금 불확실성이 상당부분 제거될 것이다. 큰 기대가 없었던 1분기 실적에 실망하기보다는, 지금부터 시작되는 우호적 영업환경 변화에 주목해야 한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 48,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,476
주가(5/14)	37,300
시가총액(십억원)	23,945
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	45,500/30,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	49,202
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/29.7
주요주주(%)	한국산업은행 외 2 인 51.1
	국민연금 6.2

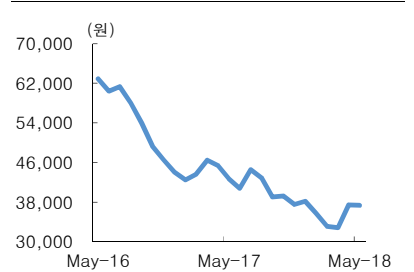
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.9	15.9	6.3
PBR(x)	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	1.8	2.1	5.1
DY(%)	2.1	1.3	4.0
EV/EBITDA(x)	5.2	5.6	4.4
EPS(원)	2,023	2,351	5,918
BPS(원)	111,660	113,510	117,928

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	(1.7)	(13.8)
KOSPI 대비(%p)	7.3	0.3	(22.1)

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	15,146.6	12,925.5	16,187.7	15,555.0	15,706.0	1.0	3.7	15,641
영업이익	1,463.2	846.5	2,772.9	(129.5)	(127.6)	NM	NM	281
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)			1.8
세전이익	1,389.6	583.2	2,186.9	(545.5)	(262.4)	NM	NM	19
순이익	866.9	327.2	1,493.0	(1,388.4)	(277.3)	NM	NM	(5)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	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	15,685	15,834	13,581	13,948	13,946	48,189	54,862	57,310	55,006
연료비	4,297	3,363	4,340	4,524	5,441	4,038	4,534	4,102	14,067	16,525	18,115	16,812
구입전력비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	3,762	3,594	2,949	10,756	14,264	15,177	13,301
매출원가	13,130	11,450	12,780	14,739	15,185	12,876	13,219	13,157	45,550	52,099	54,436	52,160
매출원가율(%)	86.7	88.6	78.9	94.8	96.7	94.1	80.4	88.6	75.7	87.1	89.7	84.5
판매비	553	629	635	945	649	705	730	789	2,639	2,763	2,874	2,847
판매비율(%)	3.7	4.9	3.9	6.1	4.1	5.2	4.4	5.3	4.4	4.6	4.7	4.6
영업이익	1,463	846	2,773	(129)	(128)	99	2,496	900	12,002	4,953	3,367	6,743
YoY(%)	(59.4)	(68.7)	(37.3)	nm	(108.8)	(88.3)	(10.0)	nm	5.8	(58.7)	(32.0)	100.2
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	0.7	15.2	6.1	19.9	8.3	5.5	10.9
세전이익	1,392	583	2,292	(461)	(262)	(185)	1,977	667	10,513	3,806	2,197	5,549
순이익	902	359	1,618	(1,279)	(250)	(139)	1,491	503	7,148	1,600	1,657	4,171
순이익(지배)	869	327	1,582	(1,321)	(277)	(127)	1,358	458	7,049	1,457	1,509	3,799

자료: 한국전력, 한국투자증권

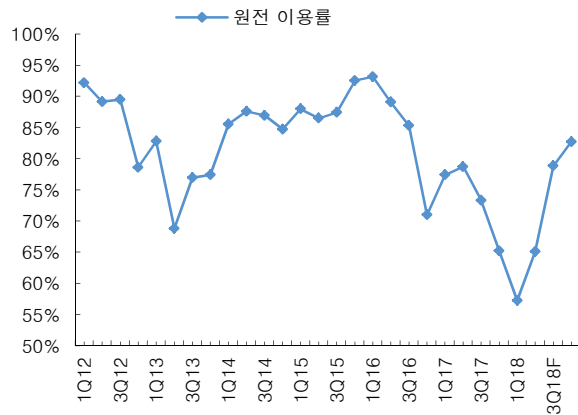
〈표 3〉 한국전력 추정 가정치

(단위: TWh, 원/kWh, 원/달러, 달러/톤, 천원/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	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	127	96	122	128	127
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	52	50	45	35	44	48	51
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	81	85	84	76	82	86	91
원전 이용률(%)	77.4	78.7	73.3	68.0	57.3	65.1	78.8	82.7	84.5	74.4	71.2	85.2
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	95	113	108	435	427	422	452
전력구입량(TWh)	31	28	31	35	40	34	30	28	95	125	132	114
발전믹스(%)												
원자력	27.5	30.9	25.4	24.1	19.0	24.9	27.4	31.4	30.5	26.9	25.6	33.5
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	24.7	18.3	16.6	21.7	22.6	22.3	16.3
유류	1.7	0.6	0.9	1.3	2.3	2.0	1.4	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

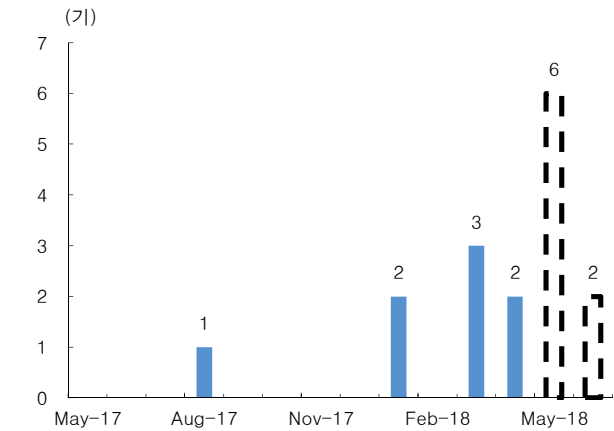
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 18년 하반기 원전 이용률 회복



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 2] 원전 재가동 승인 추이 및 전망



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

〈표 4〉 한수원의 원전 계획에방정비 일수

(단위: 일)

	용량(MW)	계획에방정비 시작	계획에방정비 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	2018-05-11	90	41	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	2018-05-21	78	51	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	2018-06-16	90	77	0	0
월성 2 호기	700	2018-03-22	2018-05-25	9	55	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	2018-06-26	0	71	0	0
신월성 2 호기	1,000	2017-09-20	2018-03-24	83	0	0	0
Total	22,529			944	751	407	312
이용률				57.3%	66.4%	82.5%	85.2%

주: 2018년 5월 14일 기준

자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

기업개요

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전회사는 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	26,216	25,231	23,685
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	109,318	107,224	105,984
지배주주지분	71,724	71,681	72,869	75,705	78,194
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	54,559	57,395	59,883
비지배주주지분	1,327	1,283	1,431	1,803	2,141
자본총계	73,051	72,965	74,300	77,508	80,335

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	16,521	11,250	13,762	13,229	12,030
당기순이익	7,148	1,441	1,657	4,171	3,789
유형자산감가상각비	8,881	9,660	9,879	9,901	9,925
무형자산상각비	80	114	126	128	131
자산부채변동	(2,233)	(2,684)	2,061	(1,185)	(2,119)
기타	2,645	2,719	39	214	304
투자활동현금흐름	(9,646)	(12,607)	(11,081)	(10,554)	(10,656)
유형자산투자	(12,029)	(12,536)	(11,315)	(10,944)	(10,968)
유형자산매각	208	86	52	112	112
투자자산순증	2,590	216	258	344	255
무형자산순증	(124)	(143)	(143)	(150)	(157)
기타	(291)	(230)	67	84	102
재무활동현금흐름	(7,637)	746	(2,647)	(2,633)	(1,323)
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)	38	(1,014)	(338)
기타현금흐름	31	(70)	0	0	0
현금의증가	(732)	(682)	34	42	51

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

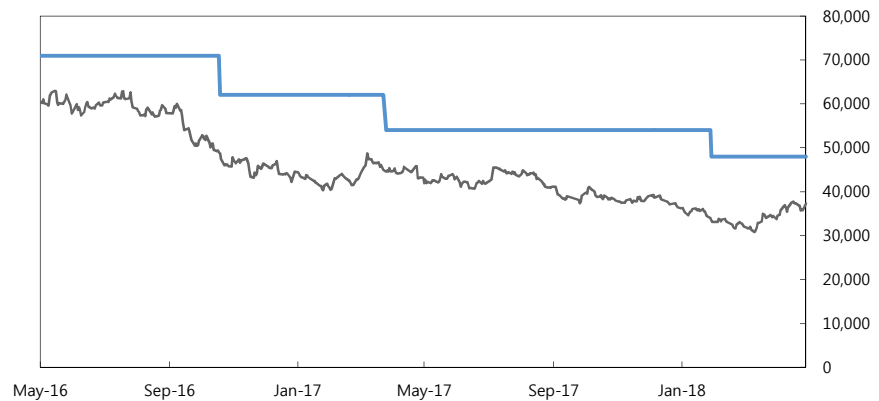
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,677	61,749	63,031
매출원가	45,550	52,099	54,436	52,160	53,892
매출총이익	14,641	7,716	6,241	9,589	9,140
판매관리비	2,639	2,763	2,874	2,847	2,881
영업이익	12,002	4,953	3,367	6,743	6,259
금융수익	792	1,531	1,503	1,506	1,510
이자수익	242	206	179	182	185
금융비용	2,437	3,128	3,410	3,555	3,527
이자비용	1,753	1,790	2,071	2,216	2,188
기타영업외손익	295	367	372	379	386
관계기업관련손익	(137)	(108)	364	476	413
세전계속사업이익	10,513	3,614	2,197	5,549	5,042
법인세비용	3,365	2,173	540	1,378	1,252
연결당기순이익	7,148	1,441	1,657	4,171	3,789
지배주주지분순이익	7,049	1,299	1,509	3,799	3,451
기타포괄이익	(2)	(95)	0	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	1,657	4,171	3,789
지배주주지분포괄이익	7,042	1,230	1,509	3,799	3,451
EBITDA	20,963	14,727	13,373	16,773	16,315

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	2,351	5,918	5,376
BPS	111,725	111,660	113,510	117,928	121,804
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)	(32.0)	100.3	(7.2)
순이익증가율	(47.0)	(81.6)	16.2	151.8	(9.1)
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	16.2	151.8	(9.1)
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(9.2)	25.4	(2.7)
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	5.5	10.9	9.9
순이익률	11.7	2.2	2.5	6.2	5.5
EBITDA Margin	34.8	24.6	22.0	27.2	25.9
ROA	4.0	0.8	0.9	2.3	2.0
ROE	10.2	1.8	2.1	5.1	4.5
배당수익률	4.5	2.1	1.3	4.0	4.0
배당성향	18.0	39.1	21.3	25.3	27.9
안정성					
순차입금(십억원)	48,584	51,253	49,012	47,635	47,520
차입금/자본총계비율(%)	74.4	76.2	71.9	67.2	64.8
Valuation(X)					
PER	4.0	18.9	15.9	6.3	6.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	5.2	5.6	4.4	4.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력(015760)	2016.05.11	매수	71,000원	-18.2	-11.3
	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 5월 14일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 높이 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.