

## 한국전력(015760)

## 매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

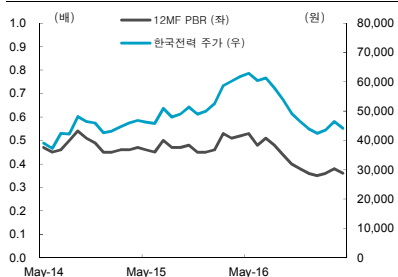
## Stock Data

KOSPI(4/24)	2,174
주가(4/24)	44,300
시가총액(십억원)	28,439
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	63,000/40,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	70,226
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/32.1
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	(13.3)	(25.2)
상대주가(%p)	(6.9)	(19.5)	(33.0)

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 1Q17 Preview: 감익구간 진입

## 1분기 영업이익 27.5% 감소 추정

1분기 연결기준 매출액과 영업이익을 각각 15조 7,459억원, 2조 6,151억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 0.4% 늘어나지만, 영업이익은 27.5% 줄어드는 것이다. 예상 매출액이 전년동기와 유사한 이유는, 산업용 전력수요 증가에 힘입어 전력판매량(Q)은 전년동기대비 1.6% 증가했으나 지난 12월 누진제 개편으로 평균판매단가(P)가 1.7% 낮아졌기 때문이다. 반면 작년에 크게 오른 유연탄 가격이 1분기부터 본격적으로 반영되기 시작(+33.4% YoY), 발전연료비가 13.3% 증가할 것으로 추정된다. 또한 1분기 평균 SMP가 90원/kWh로 전년동기와 유사한 수준임에도 불구하고 전력구입량이 늘어, 전력구입비는 전년동기대비 10.2% 늘어날 것으로 보인다. 이에 따라 한국전력(한전)의 1분기 영업이익은 큰 폭으로 줄어든 것으로 추정된다(표 1).

## 올해 실적은 상저하고, 하지만 석탄발전기 가동률이 주요 변수

올해 국내 발전설비용량이 13% 늘어나는데 그 중 49%가 기저발전설비(원전+석탄발전)다. 기존의 전력거래제도에 변화가 없어 원전과 석탄발전 가동이 LNG발전에 항상 우선한다면, 하반기로 갈수록 기저발전기의 발전비중은 높아져 한국전력(한전)의 이익은 늘어날 것이다. 하지만 지난 3월 전기사업법 개정안이 국회 본회의를 통과, 기저발전 중심의 전력정책에 큰 변화가 있을 것으로 예상된다(4/11주 '정책 변혁, 다가오는 발전용 LNG의 봄' 보고서 참조). 그리고 대선이 가까워지며 후보들의 '기저발전 축소' 공약이 구체화 되고 있다(표 3). 다만 단기간에 전력거래제도를 대대적으로 개편하기는 어려워, 당분간은 석탄발전기 가동률을 조절하는 방법이 대안이 될 것이다. 특히 석탄발전기 가동률을 낮추는 공약은 지금처럼 공급예비율이 높게 유지되는 상황(20% 이상)에서는 도입될 가능성이 높으며, 하반기에는 구체화 될 것으로 예상된다. 향후 석탄발전기 가동률 제한이 정책에 반영되는 속도가 실적의 주요 변수로 작용할 것이다.

## 단기 모멘텀 부재, 긴 호흡으로 매수하는 전략이 유효

'매수'의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 현재 주가는 2017년 PBR 0.4배 수준으로 올해 ROE가 8.3%임을 감안하면 매수하기에 부담은 없다. 다만 단기간에 크게 기대할 만한 모멘텀이 없어 당분간은 유가, 석탄가격, 원/달러 환율에 맞춰 주가가 등락할 것으로 예상된다. 차기 정부의 구체적인 전력정책이 파악될 올해 하반기부터는 서서히 불확실성이 해소될 것이다. 또한 요금제도를 개선하기 우호적인 현 상황(하향안정화 된 원자재 가격, 대선후보들의 요금제도 개선 의지)을 감안하면, 향후 '구입비 연동제'가 도입될 가능성이 높아 긍정적이다. 긴 호흡으로 주가가 하락할 때마다 매수하는 전략이 유효하다.

	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	60,072	10,390	6,188	9,639	(12.2)	19,969	4.6	3.7	0.4	8.3	4.5
2018F	61,283	10,017	5,909	9,204	(4.5)	19,661	4.8	3.6	0.4	7.5	4.5
2019F	60,533	8,725	4,943	7,700	(16.3)	18,391	5.8	3.6	0.3	5.9	4.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

&lt;표 1&gt; 1분기 영업이익 전년동기대비 27.5% 감소 추정

(단위: 십억원, %)

항목	1Q16	1Q17F	증가율	비고
매출액	15,685	15,746	0.4	
전기판매수익	14,182	14,260	0.6	전력판매량 1.6% 증가 추정 판매단가 1.7% 하락 추정
국내기타매출	399	387	(3.0)	
해외사업수익	1,104	1,099	(0.5)	UAE 원전사업 공정 피크구간 진입
영업비용	12,080	13,131	8.7	
연료비	3,711	4,204	13.3	석탄 구입비용 48.1% 증가, LNG 구입비용 26.5% 감소 추정
구입전력비	3,099	3,415	10.2	구입량 9.1% 증가, 구입단가 0.9% 증가, REC 등 추가비용 9% 증가 가정
영업이익	3,605	2,615	(27.5)	
세전이익	3,509	2,476	(29.4)	
순이익	2,163	1,713	(20.8)	
순이익(지배)	2,135	1,689	(20.9)	

자료: 한국투자증권

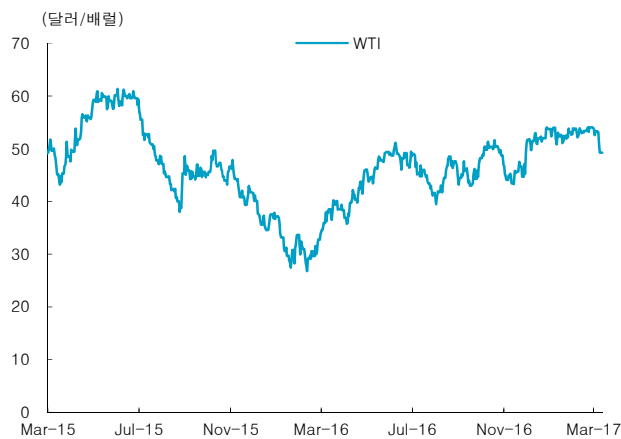
&lt;표 2&gt; 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	15,685	13,275	15,943	15,286	15,746	13,382	15,764	15,180	58,958	60,190	60,072	61,283
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	14,260	12,025	14,306	13,587	53,229	54,304	54,177	56,456
국내기타매출	399	353	290	392	387	349	324	423	1,498	1,433	1,484	1,472
해외사업수익	1,104	1,021	1,147	1,182	1,099	1,009	1,134	1,170	4,231	4,453	4,411	3,355
YoY(%)	3.7	(2.9)	3.1	4.0	0.4	0.8	(1.1)	(0.7)	2.6	2.1	(0.2)	2.0
영업비용	12,080	10,571	11,519	14,019	13,131	11,537	12,643	12,372	47,611	48,189	49,682	51,266
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,204	3,975	3,984	3,758	15,159	14,067	15,921	15,487
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,415	1,733	2,809	2,413	11,428	10,756	10,369	11,740
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	12,530	11,009	12,065	11,806	45,458	45,550	47,410	48,775
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	79.6	82.3	76.5	77.8	77.1	75.7	78.9	79.6
판매비	509	592	721	817	601	528	578	566	2,153	2,639	2,273	2,490
판매비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	4.4	3.8	4.1
영업이익	3,605	2,704	4,424	1,268	2,615	1,845	3,121	2,809	11,347	12,002	10,390	10,017
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(27.5)	(31.8)	(29.5)	121.6	96.1	5.8	(13.4)	(3.6)
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	16.6	13.8	19.8	18.5	19.2	19.9	17.3	16.3
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	2,476	1,518	2,789	2,287	18,656	10,513	9,070	8,697
순이익	2,163	1,768	2,938	280	1,713	1,050	1,929	1,583	13,416	7,148	6,275	5,992
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	1,689	1,036	1,903	1,561	13,289	7,049	6,188	5,909

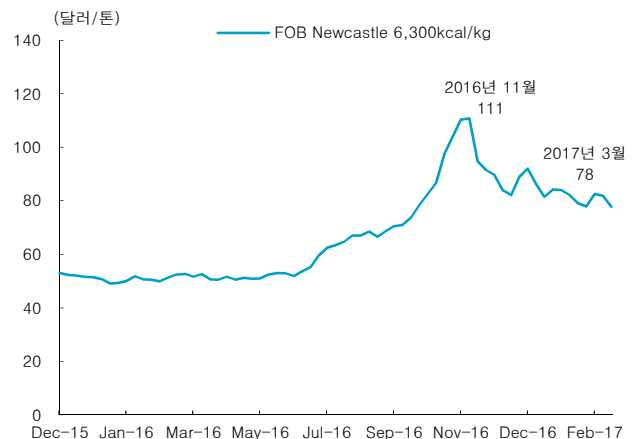
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 국제유가 추이 - 상승세는 둔화돼 우호적인 상황



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] 유연탄 가격 추이 - 하락 후 안정세



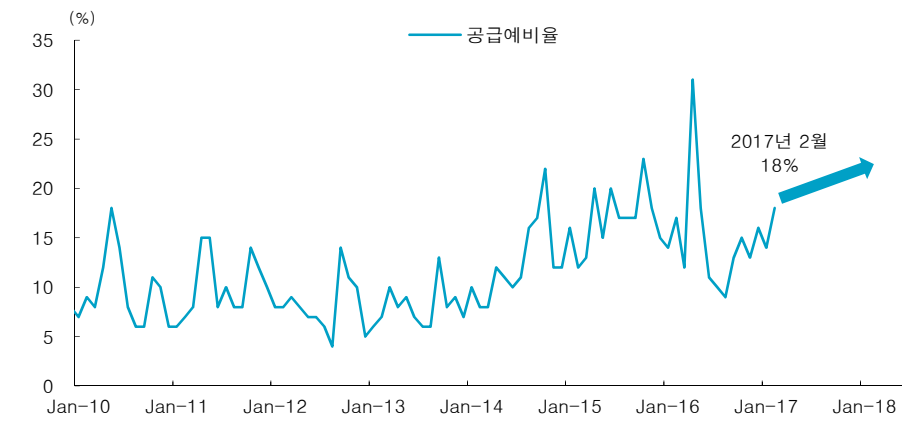
자료: Datastream, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 19대 대선후보들의 에너지정책 공약 - 공동된 기저발전 축소 정책

	문재인	안철수	유승민
정당	더불어민주당	국민의당	바른정당
<b>원전</b>			
신규 원전 건설 계획	재검토	금지	유보
신고리 5,6 호기 건설	중단	중단	유지
월성 1 호기 수명연장 결정	재검토	반대	유보
<b>석탄발전</b>			
신규 화력발전 건설 계획	억제	취소	유보
<b>기타 공약</b>			
신재생 발전량	2030년까지 20%	2030년까지 20%	최대한 확대
전기요금	점진적 인상	사회적 합의 추진	점진적 현실화
에너지 세제	발전연료 과세 개편	석탄 과세 강화	환경비용 반영
미세먼지 대책	노후 경유차 폐차	IoT 측정망 구축	환경외교 기구 설치
총괄 부처 설립	(기후)에너지부 신설	녹색위, 성장위 재조정	에너지기 후부 신설

자료: 언론자료, 한국투자증권

[그림 3] 전력 공급예비율 추이 - 예정된 신규 발전기 도입이 많아 예비율은 충분



자료: 전력거래소, 한국투자증권

### 기업개요

한국전력은 우리나라에 거의 독점적으로 전력을 공급하는 공기업. 6개의 발전회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전회사는 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	19,670	20,066	19,821
현금성자산	3,783	3,051	3,045	3,107	3,069
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,761	7,918	7,821
재고자산	4,946	5,479	5,469	5,579	5,511
비유동자산	153,232	158,129	160,568	162,201	162,978
투자자산	8,189	8,168	8,152	8,316	8,214
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	981	1,001	989
자산총계	175,257	177,837	180,238	182,267	182,799
유동부채	22,711	24,739	28,567	29,090	30,227
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,716	5,831	5,760
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	73,629	70,427	66,092
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	102,196	99,517	96,319
지배주주지분	66,634	71,724	76,627	81,252	84,912
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	58,078	62,702	66,362
비지배주주지분	1,308	1,327	1,414	1,498	1,568
자본총계	67,942	73,051	78,042	82,750	86,480

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	18,495	15,652	15,038
당기순이익	13,416	7,148	6,275	5,992	5,013
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	85	87	86
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	2,512	(233)	671
기타	(2,489)	2,645	130	248	(312)
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,102)	(11,006)	(10,332)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	(56)	(26)	295
무형자산순증	(87)	(124)	(83)	(106)	(73)
기타	(262)	(291)	(6)	68	(43)
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(6,399)	(4,585)	(4,745)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(1,284)	(1,284)
기타	73	73	(101)	(83)	(70)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(6)	61	(38)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

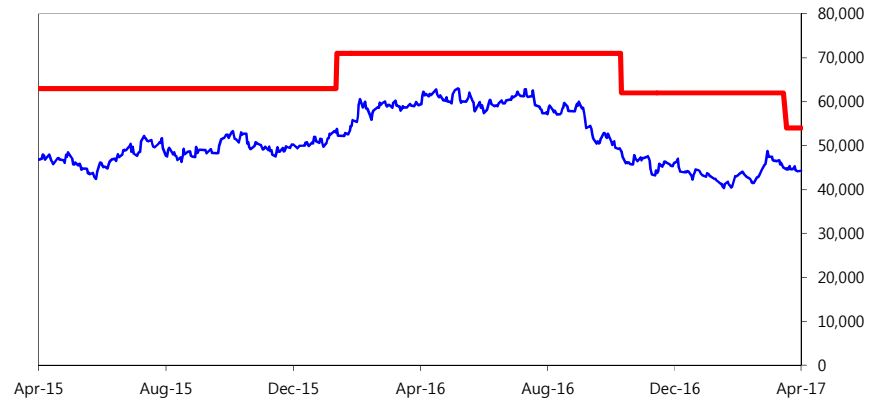
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	60,072	61,283	60,533
매출원가	45,458	45,550	47,410	48,775	49,233
매출총이익	13,500	14,641	12,663	12,507	11,300
판매관리비	2,153	2,639	2,273	2,490	2,575
영업이익	11,347	12,002	10,390	10,017	8,725
금융수익	1,183	792	736	738	739
이자수익	242	242	186	188	189
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	294	300	296
관계기업관련손익	207	(137)	(72)	138	193
세전계속사업이익	18,656	10,513	9,070	8,697	7,405
법인세비용	5,239	3,365	2,795	2,705	2,392
연결당기순이익	13,416	7,148	6,275	5,992	5,013
지배주주지분순이익	13,289	7,049	6,188	5,909	4,943
기타포괄이익	34	(2)	0	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	6,275	5,992	5,013
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	6,188	5,909	4,943
EBITDA	19,688	20,963	19,969	19,661	18,391

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	9,639	9,204	7,700
BPS	103,798	111,725	119,364	126,568	132,268
DPS	3,100	1,980	2,000	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(0.2)	2.0	(1.2)
영업이익증가율	96.1	5.8	(13.4)	(3.6)	(12.9)
순이익증가율	394.6	(47.0)	(12.2)	(4.5)	(16.3)
EPS증가율	382.5	(47.0)	(12.2)	(4.5)	(16.3)
EBITDA증가율	44.1	6.5	(4.7)	(1.5)	(6.5)
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	17.3	16.3	14.4
순이익률	22.5	11.7	10.3	9.6	8.2
EBITDA Margin	33.4	34.8	33.2	32.1	30.4
ROA	7.9	4.0	3.5	3.3	2.7
ROE	22.1	10.2	8.3	7.5	5.9
배당수익률	6.2	4.5	4.5	4.5	4.5
배당성향	15.0	18.0	20.7	21.7	26.0
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,567	40,234	36,915
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	63.2	55.7	49.4
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	4.6	4.8	5.8
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	3.7	3.6	3.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2015.05.11	매수	63,000 원
	2016.02.04	매수	71,000 원
	2016.11.03	매수	62,000 원
	2017.04.10	매수	54,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 24일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.