

한국전력(015760)

매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

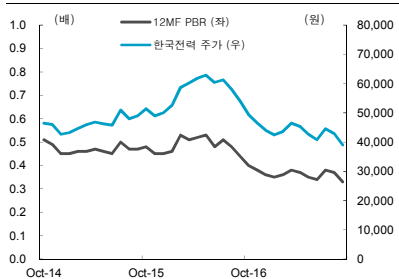
Stock Data

KOSPI(10/11)	2,458
주가(10/11)	37,350
시가총액(십억원)	23,977
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	52,900/37,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,460
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/31.5
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.8)	(16.8)	(26.8)
상대주가(%p)	(13.0)	(32.6)	(47.7)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q17 Preview: 안전한 매수 기회

3분기 영업이익 2.9조원 전망

3분기 매출액과 영업이익을 각각 16,0조원, 2.9조원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 0.4% 늘어나는 것이나 영업이익은 33.7% 감소하는 것이다. 작년 말 주택용 전기요금 누진제 개편으로 평균 전기판매단가가 114원/kWh(-3.0% YoY)으로 낮아졌으나, 판매량은 3.0% 늘어난 130TWh에 달해 매출액은 전년동기 수준을 유지할 것이다. 반면 영업비용은 13.1조원으로 전년동기대비 13.5% 늘어나 감익은 불가피하다. 원전의 계획예방정비 기간이 계속 길어지고 있어, 3분기 원전 이용률은 73.1%(3Q16 85.3%, 2Q17 78.7%)로 낮을 전망이다. 2분기 인상된 유연탄 개별소비세(24원/kg→30원/kg)와 단가 상승으로, 연료비는 4.0조원으로 전년동기대비 14.3% 늘어난 것으로 추정된다. 다만 작년 3분기가 한전 역사상 최대 분기이익을 기록한 만큼, 감익에도 올해 3분기 이익은 적정 수준으로 판단된다(이례적인 초과 수익을 거뒀던 15년과 16년을 제외하면 3분기 이익으로는 최대).

아쉬운 8월 전기판매단가, 하지만 긴 연휴기간 급락한 SMP

8월 평균 전기판매단가가 전년동월대비 4.3% 낮아졌다. 전체 판매량의 15.8%를 차지한 주택용 판매단가가 20% 낮아졌기 때문이며, 작년 12월 3단계로 완화된 누진제의 영향이 크다. 8월은 주택용 판매량이 연중 가장 많은 달만큼 누진제 완화 효과가 크게 나타났지만, 9월부터 주택용 판매단가 하락률은 예상 수준(-13% YoY, 2016년 12월부터 2017년 7월의 평균 상승률)일 전망이다. 반면 4분기 실적에 영향을 줄 10월 전력지표는 긍정적일 것이다. 9월 말부터 시작된 10일간의 긴 연휴기간 평균 SMP(계통한계가격)는 56.8원/kWh로 9월 평균 SMP인 72.6원/kWh보다 22% 낮았다. 구입전력 단가(P)가 낮아져, 한전 별도기준 1,400억원정도의 비용감소 효과가 있을 것이다.

정책 불확실성 해소 임박, 안전한 매수 기회

지난 4분기부터 예상을 하회한 실적 그리고 정책 불확실성으로, 한전 주가는 역사적 밴드 하단인 PBR 0.3배 수준에 도달했다. 하지만 신고리 5,6호기 건설진행 결정(공론화위 10월 20일 최종 권고안 제출)으로 6개월간 지속됐던 '탈원전' 불확실성은 사라질 것이다. 만약 건설 중단으로 결정된다면, 주가의 단기 변동성이 커지는 것은 불가피하나, 이미 언론을 통해 지속적으로 알려졌기에 하락폭이 크지는 않을 것이다. 반면 건설이 재개된다면 주가는 큰 폭으로 상승할 것이다. 향후 6년 동안 5기의 신규 원전이 늘어나 2023년까지의 한전의 발전믹스는 좋아질 것이기 때문이다. 현재 주가 기준 배당수익률이 3.5%까지 높아졌음을 감안해도 지금은 안전한 매수 기회라 판단한다. 투자자의 매수와 목표주가 54,000원을 유지한다.

	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	59,361	7,330	3,975	6,193	(43.6)	16,908	6.0	4.1	0.3	5.4	3.5
2018F	60,778	8,319	4,598	7,162	15.6	17,963	5.2	3.7	0.3	6.0	5.4
2019F	61,324	8,657	4,930	7,679	7.2	18,323	4.9	3.4	0.3	6.2	5.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 영업이익 전년동기대비 33.7% 감소 추정

(단위: 십억원, %)

항목	3Q16	3Q17F	증가율	비고
매출액	15,943	16,003	0.4	
전기판매수익	14,507	14,703	1.3	전력판매량 3.0% 증가 추정 판매단가 3.0% 하락 추정
국내기타매출	290	341	17.6	
해외사업수익	1,147	960	(16.3)	
영업비용	11,519	13,071	13.5	
연료비	3,508	4,010	14.3	석탄 구입비용 48.7% 증가, LNG 구입비용 25.8% 감소 추정
구입전력비	2,415	3,184	31.8	구입량 27.3% 증가, SMP 5.8% 상승, REC 등 추가비용 10% 증가 가정
영업이익	4,424	2,932	(33.7)	
세전이익	4,120	2,600	(36.9)	
순이익	2,938	1,715	(41.6)	
순이익(지배)	2,913	1,691	(41.9)	

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한국전력 실적추정

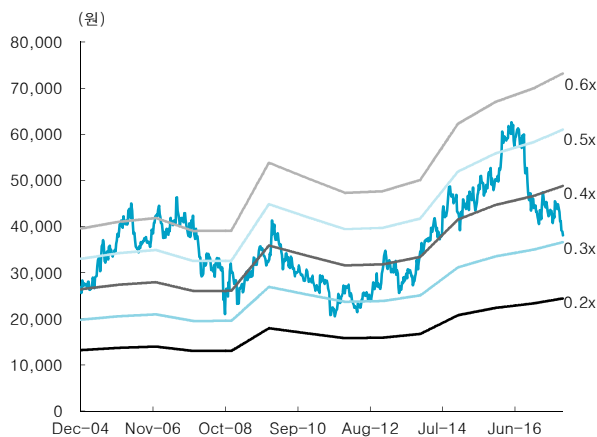
(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	15,685	13,275	15,943	15,286	15,147	12,926	16,003	15,285	58,958	60,190	59,361	60,778
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	13,943	11,706	14,703	13,851	53,229	54,304	54,203	56,380
국내기타매출	399	353	290	392	432	335	341	445	1,498	1,433	1,552	1,569
해외사업수익	1,104	1,021	1,147	1,182	771	885	960	989	4,231	4,453	3,605	2,829
YoY(%)	3.7	(2.9)	3.1	4.0	(3.4)	(2.6)	0.4	(0.0)	2.6	2.1	(1.4)	2.4
영업비용	12,080	10,571	11,519	14,019	13,683	12,079	13,071	13,196	47,611	48,189	52,030	52,459
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,297	3,363	4,010	3,814	15,159	14,067	15,484	15,335
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,824	3,120	3,184	2,704	11,428	10,756	12,832	12,752
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	13,130	11,450	12,390	12,416	45,458	45,550	49,650	49,910
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	86.7	88.6	77.4	81.2	77.1	75.7	83.6	82.1
판관비	509	592	721	817	553	629	681	780	2,153	2,639	2,380	2,548
판관비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	3.7	4.9	4.3	5.1	3.7	4.4	4.0	4.2
영업이익	3,605	2,704	4,424	1,268	1,463	846	2,932	2,089	11,347	12,002	7,330	8,319
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(59.4)	(68.7)	(33.7)	64.8	96.1	5.8	(38.9)	13.5
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	9.7	6.5	18.3	13.7	19.2	19.9	12.3	13.7
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	1,392	583	2,600	1,536	18,656	10,513	6,110	7,075
순이익	2,163	1,768	2,938	280	902	359	1,715	1,013	13,416	7,148	4,032	4,663
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	869	327	1,691	999	13,289	7,049	3,975	4,598

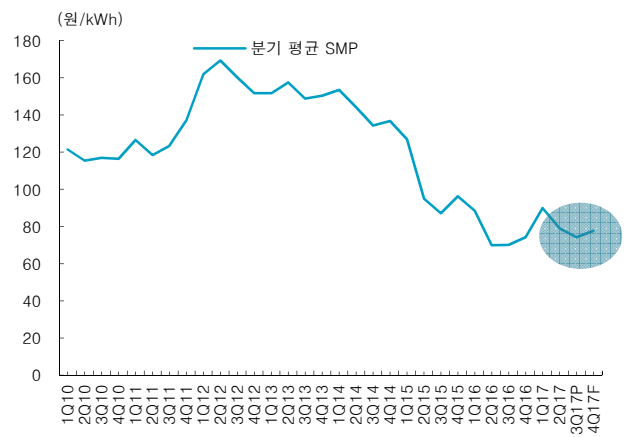
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] PBR 밴드 - 역사적 밴드 하단인 0.3배까지 낮아져

[그림 2] SMP 추이 및 전망 - kWh당 75원 수준에서 유지될 전망



자료: 한국투자증권



자료: 전력거래소, 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	19,437	19,901	20,080
현금성자산	3,783	3,051	3,009	3,081	3,109
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,669	7,853	7,923
재고자산	4,946	5,479	5,404	5,533	5,583
비유동자산	153,232	158,129	160,422	162,097	163,141
투자자산	8,189	8,168	8,055	8,248	8,322
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	970	993	1,002
자산총계	175,257	177,837	179,858	181,998	183,220
유동부채	22,711	24,739	30,531	32,374	33,467
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,649	5,783	5,835
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	73,218	70,135	66,549
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	103,749	102,510	100,016
지배주주지분	66,634	71,724	74,728	78,042	81,688
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	56,315	59,628	63,274
비지배주주지분	1,308	1,327	1,381	1,446	1,516
자본총계	67,942	73,051	76,110	79,488	83,204

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,941	15,583	15,182
당기순이익	13,416	7,148	4,032	4,663	5,000
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	84	86	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	4,519	1,074	549
기타	(2,489)	2,645	(187)	202	(34)
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,065)	(10,945)	(10,410)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	10	26	165
무형자산순증	(87)	(124)	(70)	(109)	(96)
기타	(262)	(291)	(48)	80	32
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,918)	(4,567)	(4,744)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(835)	(1,284)
기타	73	73	380	(514)	(69)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(42)	72	28

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

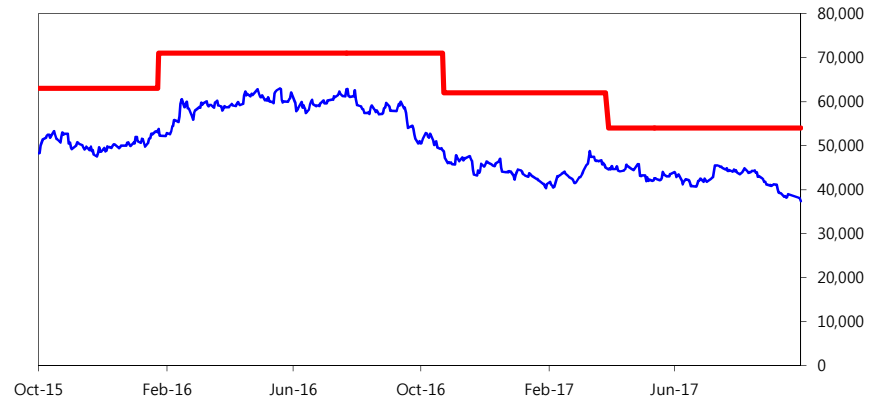
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,361	60,778	61,324
매출원가	45,458	45,550	49,650	49,910	50,050
매출총이익	13,500	14,641	9,710	10,867	11,274
판매관리비	2,153	2,639	2,380	2,548	2,617
영업이익	11,347	12,002	7,330	8,319	8,657
금융수익	1,183	792	735	736	739
이자수익	242	242	185	186	189
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	291	298	300
관계기업관련손익	207	(137)	33	218	240
세전계속사업이익	18,656	10,513	6,110	7,075	7,387
법인세비용	5,239	3,365	2,079	2,412	2,388
연결당기순이익	13,416	7,148	4,032	4,663	5,000
지배주주지분순이익	13,289	7,049	3,975	4,598	4,930
기타포괄이익	34	(2)	(138)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	3,894	4,663	5,000
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	3,839	4,598	4,930
EBITDA	19,688	20,963	16,908	17,963	18,323

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	6,193	7,162	7,679
BPS	103,798	111,725	116,406	121,568	127,247
DPS	3,100	1,980	1,300	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(1.4)	2.4	0.9
영업이익증가율	96.1	5.8	(38.9)	13.5	4.1
순이익증가율	394.6	(47.0)	(43.6)	15.6	7.2
EPS증가율	382.5	(47.0)	(43.6)	15.6	7.2
EBITDA증가율	44.1	6.5	(19.3)	6.2	2.0
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	12.3	13.7	14.1
순이익률	22.5	11.7	6.7	7.6	8.0
EBITDA Margin	33.4	34.8	28.5	29.6	29.9
ROA	7.9	4.0	2.3	2.6	2.7
ROE	22.1	10.2	5.4	6.0	6.2
배당수익률	6.2	4.5	3.5	5.4	5.4
배당성향	15.0	18.0	21.0	27.9	26.0
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,635	40,282	36,840
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	64.8	58.0	51.3
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	6.0	5.2	4.9
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.1	3.7	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
한국전력(015760)	2015.08.05	매수	63,000원	-20.6	-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 2017년 10월 11일 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	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.