

# 한국전력(015760)

## 서서히 나타나는 긍정적인 신호

### 산업부 한수원 탈원전 비용 보전 밝혀

- 전일 산업부는 탈원전으로 발생할 한국수력원자력(한수원)의 비용을 정부가 보전하겠다고 밝힘, 이를 위해 전력산업기금을 활용하는 방안도 검토
- 해당 비용은 구체적으로 월성 1호기 조기 폐쇄, 신규 원전 6기 백지화에 따른 비용이 될 것, 정부가 밝힌 한수원에 보전할 예상 금액은 약 1.4조원
- 참고로 전력산업기금은 전기요금의 3.7%로 조성되나, 한전과 무관한 정부가 사용 및 적립하는 기금임, 이미 16년까지 누적된 잔여 전력산업기금이 2.2조원에 달하며, 매년 4천억~5천억원 수준의 금액이 누적되고 있는 상황, 이를 활용하는데 큰 어려움은 없어 보임
- 이번 탈원전 비용의 정부 보전 결정으로, 한전의 일회성 비용 우려가 해소됐으며, 더 나아가 탈원전 불확실성은 2028년(원전 해체시장 개화 시점)까지 사실상 사라졌다는 점에서 긍정적

### 몇 달 안에 산업용 전기요금 개편안 공개될 것

- 현재 3차 에너지기본계획 워킹그룹을 통해 산업용 전기요금 개편 검토 중, 작년 말 정부가 밝혔던 대로 올 하반기 산업용 요금 개편안은 10월 워킹그룹의 권고안에 포함될 전망
- 작년부터 언급됐던 경부하 시간대 요금 할인폭 축소가 주요 내용일 듯, 현재 경부하 시간대(심야 시간, 주말) 전기요금은 kWh당 52.8~61.6원으로 피크 시간의 절반이 안됨[그림 1], 정부는 경부하 시간대 전기요금은 원가 이하로 판매하고 있으며, 산업구조상 24시간 가동이 가능한 대기업일수록 특혜를 입게 되는 구조라 판단하고 있음, 정부의 '주 52시간 근무제', '주말이 있는 삶' 기조를 고려하면 개편 당위성은 충분히 있다고 판단됨

## 매수(유지)

목표주가: 48,000원(유지)

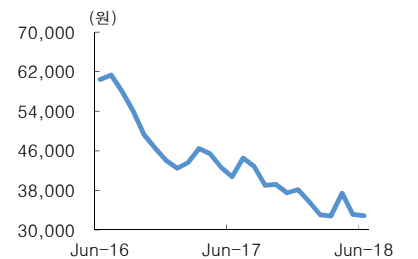
### Stock Data

KOSPI(6/21)	2,338
주가(6/21)	32,900
시가총액(십억원)	21,121
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저(원)	45,500/30,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,207
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/29.0
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 5.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(15.0)	(21.2)
KOSPI 대비(%p)	(2.7)	(11.2)	(20.4)

### 주가추이



자료: WISEFn

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	60,190	59,815	60,677	61,749	63,031
증가율(%)	2.1	(0.6)	1.4	1.8	2.1
영업이익(십억원)	12,002	4,953	3,179	6,518	5,857
순이익(십억원)	7,049	1,299	1,169	3,288	2,846
EPS(원)	10,980	2,023	1,820	5,122	4,433
증가율(%)	(47.0)	(81.6)	(10.0)	181.4	(13.5)
EBITDA(십억원)	20,963	14,727	13,185	16,548	15,913
PER(x)	4.0	18.9	18.1	6.4	7.4
EV/EBITDA(x)	3.7	5.2	5.4	4.3	4.5
PBR(x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	10.2	1.8	1.6	4.5	3.8
DY(%)	4.5	2.1	1.5	4.6	4.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

- 한전은 산업용 경부하 요금 할인폭을 10% 줄이면 연간 영업이익 7,090억원 증가함[그림 3], 다만 경부하 요금을 인상하는 대신, 반대 급부로 나머지 시간대 요금을 낮출 가능성도 있음, 또한 요금 체계가 바뀌면 시간대별 전력판매 믹스가 변경될 가능성이 있어, 한전 입장에서 실제 평균 전력판매단가가 얼마나 올라갈지는 아직 판단하기 어려움
- 그럼에도 산업용 전기요금 개편은 내년 구입전력비 연동제(시간대별 요금제) 도입의 트리거가 될 것이며, 한전에게 불확실성 해소 차원에서 긍정적인 것
- 10월 공식 발표 이전에도, 언론을 통해 산업용 요금 개편은 지속적으로 보도될 전망, 주가는 긍정적인 반응을 보일 것

### 하반기 한전에게 우호적 상황 펼쳐질 것

- 기존 목표주가 48,000원(PBR 0.42배)을 유지, 2분기 영업적자 그리고 3분기 감익 예상에도 주가는 35,000원 수준에서 크게 낮아지지 않고 있음
- 작년부터 악화된 한전의 실적은 정부에게 부담이라 판단됨, 한전의 이익이 정상화되지 못하면, 정부가 주도하는 점진적 에너지 전환, 전기요금제도 개편은 실패할 가능성이 높음, 또한 남북 경협 관련해서도 한전의 역할이 중요하다는 점에서도, 전기요금제도 개편 공감대가 형성될 것
- 실적 측면에서, 하반기 원전 이용률 회복은 확실하며, 내년에는 ROE 4.5% 수준으로 정상화될 전망, 이에 정부가 언급한 구입전력비 연동제(시간대별 요금제)를 도입하는데 큰 조세저항이 없을 상황이 자연스럽게 펼쳐질 것, 즉 실적 개선 및 불확실성 해소 측면에서 긍정적 상황 기대

〈표 1〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>15,147</b>	<b>12,926</b>	<b>16,188</b>	<b>15,555</b>	<b>15,706</b>	<b>13,680</b>	<b>16,444</b>	<b>14,846</b>	<b>60,190</b>	<b>59,815</b>	<b>60,677</b>	<b>61,749</b>
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
판매비	553	629	635	945	649	719	730	785	2,639	2,763	2,883	2,858
판매비율(%)	3.7	4.9	3.9	6.1	4.1	5.3	4.4	5.3	4.4	4.6	4.8	4.6
<b>영업이익</b>	<b>1,463</b>	<b>846</b>	<b>2,773</b>	<b>(129)</b>	<b>(128)</b>	<b>(165)</b>	<b>2,488</b>	<b>985</b>	<b>12,002</b>	<b>4,953</b>	<b>3,179</b>	<b>6,518</b>
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

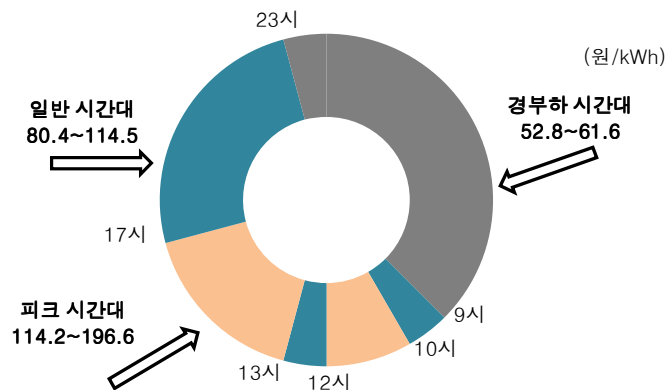
〈표 2〉 한국전력 추정 가정치

(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

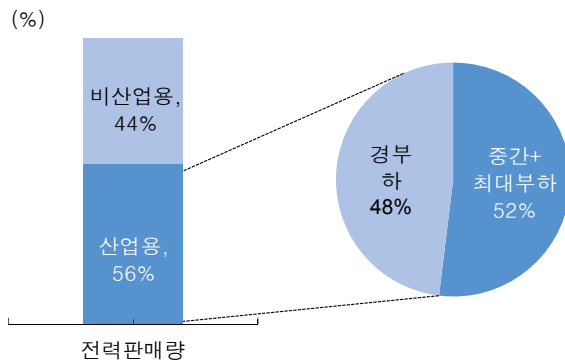
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 산업용 전기요금 체계



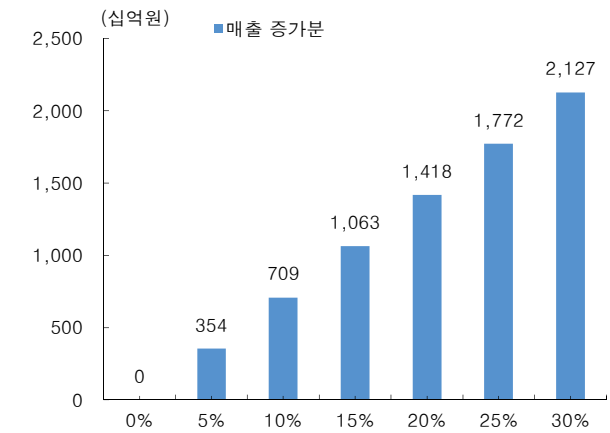
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 2] 산업용 전기요금 사용 현황(2016년)



자료: 한국전력, 한국투자증권

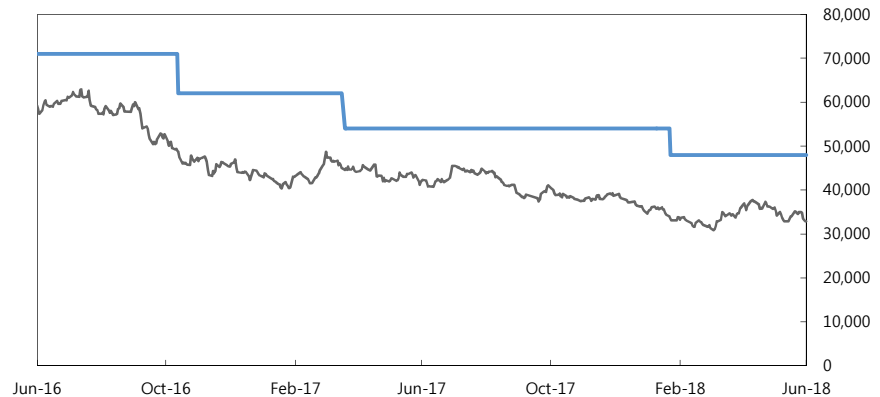
[그림 3] 경부하 요금 할인 조정에 따른 매출증가액 분석



자료: 한국전력, 한국투자증권

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 22일 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
- 중립 : 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
- 중립 : 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.