

한국전력(015760)

어닝쇼크, 긴 호흡이 필요한 시기

4분기 1,294억원 영업손실 발생
3~4월에 10기의 원전의 재가동 승인이 집중, 이행 여부가 관전 포인트
현 주가 PBR밴드 최하단, 긴 안목을 갖고 매수해야 시점

Facts : 4분기 적자 전환

4분기 매출액은 15조 5,550억원으로 전년동기대비 1.8% 늘어났으나, 1,294억원의 영업손실이 발생해, 시장 컨센서스 7,647억원 및 추정 영업이익 7,471억원에 크게 못 미쳤다. 4분기 원전 이용률은 65%(4Q16 66%, 3Q17 70%)로 13년 이후 최저치를 기록했으며, 석탄발전기 이용률도 75%로 저조해, 상대적으로 민간발전사업자에게 구입하는 전력량이 20.2% 늘어났다. 게다가 4분기 SMP(계통한계가격)도 kWh당 81.8원으로 10.1% 상승해 비용 부담이 컸다. 또한 방폐물 관리 비용 및 원전 해체비용 충당금 재 산정 그리고 평창 동계올림픽 후원금 관련해서 약 3,600억원 수준의 일회성 비용도 발생했다.

Pros & cons : 3~4월 원전 10기 재가동 여부가 관전 포인트

보통 1~3개월 정도 소요되던 원전 계획예방정비가 지난해부터 원자력안전위원회의 안전검사가 강화되면서 10개월~1년 이상 정비를 하는 원전이 속출하고 있다. 현 정부에서 계획예방정비 후 재가동 승인 받은 원전은 고작 3기(한울 6호기, 월성 3호기, 한빛 6호기)다. 현재 3~4월에 10기의 원전의 재가동 승인이 몰려있으며, 계획대로 진행되는지 여부가 관전 포인트이다. 만약 예정대로 가동을 시작한다면 19년 상반기에는 평시보다 높은 이용률(90% 이상)이 가능하며(연료 교체 주기가 18개월임을 감안) 투자심리에 긍정적인 것이다.

Action : '매수' 유지, 목표주가는 48,000원으로 하향

'매수' 의견을 유지하고 목표주가는 기존 54,000원에서 48,000원으로 11% 하향한다(표 2). 원전이용률, 한파, 유가/탄가 상승 등 동시 다발적으로 악화된 변수가 미치는 영향을 반영해 추정치를 하향했다(표 3). 향후 몇 년간 발전믹스가 향상될 여지가 있음에도, 주가는 현재 PBR밴드 최하단에서 거래되고 있다. 이를 감안하면 긴 안목을 갖고 매수해야 시점이라 판단한다. 물론 단기 모멘텀은 약하나, 하반기부터는 원전 이용률 회복 및 산업용 전기요금제도 개편 등 긍정적인 모멘텀이 재개될 것이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 48,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/13)	2,395
주가(2/13)	33,500
시가총액(십억원)	21,506
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	48,750/33,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,005
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/30.6
주요주주(%)	한국산업은행 외 2 인 51.1
	국민연금 6.5

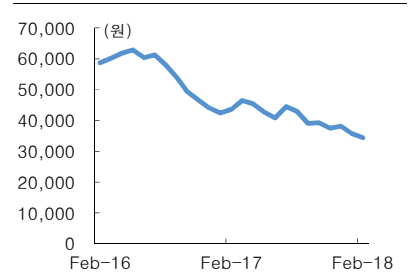
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	4.0	16.8	12.4
PBR(x)	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	10.2	2.0	2.4
DY(%)	4.5	2.4	3.0
EV/EBITDA(x)	3.7	4.8	4.4
EPS(원)	10,980	2,270	2,700
BPS(원)	111,725	112,899	114,599

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	(23.6)	(19.9)
KOSPI 대비(%p)	(4.0)	(26.9)	(35.1)

주가추이



자료: WISEfn

강승균

seungkyun.kang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	15,286	15,147	12,926	16,188	15,555	(3.9)	1.8	15,076
영업이익	1,268	1,463	846	2,773	(129)	nm	nm	787
영업이익률(%)	8.3	9.7	6.6	17.1	(0.8)	(18.0)	(9.1)	5.2
세전이익	480	1,390	583	2,187	(461)	nm	nm	449
순이익	273	867	327	1,493	(1,321)	nm	nm	311

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한국전력 목표주가 48,000원으로 하향

내용	값	note
자본비용(%)	4.4	한국전력의 2018년 평균 예상 투자보수율
시장 기대수익률(%)	10.5	코스피 2018년 PER 9.5배의 역수
Target PBR(배)	0.42	자본비용 / 시장 기대수익률
2018F BPS(원)	114,599	
목표주가(원)	48,000	

주: 한전의 자본비용은 정부가 정해준 적정투자보수율(WACC개념)

자료: 한국전력, 한국투자증권

〈표 3〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	59,815	60,755	61,624	61,327	61,732	0.9	0.2
영업이익	4,953	6,395	7,701	4,587	7,038	(28.3)	(8.6)
세전이익	3,806	5,150	6,432	3,417	5,845	(33.6)	(9.1)
순이익	1,457	3,159	4,216	1,722	3,489	(45.5)	(17.2)
BPS	114,759	116,690	123,651	114,581	119,015	(1.8)	(3.7)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	15,147	12,926	16,188	15,555	15,801	13,704	16,473	15,348	60,190	59,815	61,327	61,732
전기판매수익	13,943	11,706	15,121	13,880	14,816	12,574	15,504	13,886	54,304	54,650	56,780	57,710
국내기타매출	432	335	308	407	446	363	335	400	1,433	1,482	1,545	1,561
해외사업수익	771	885	758	1,269	539	767	635	1,062	4,453	3,683	3,002	2,461
YoY(%)	(3.4)	(2.6)	1.5	1.8	4.3	6.0	1.8	(1.3)	2.1	(0.6)	2.5	0.7
영업비용	13,683	12,079	13,415	15,685	15,428	13,023	14,034	14,254	48,189	54,862	56,739	54,693
연료비	4,297	3,363	4,340	4,524	4,587	3,936	4,486	4,159	14,067	16,525	17,168	16,838
구입전력비	3,824	3,120	3,443	3,878	5,136	3,373	3,796	3,131	10,756	14,264	15,436	13,097
매출원가	13,130	11,450	12,780	14,801	14,819	12,347	13,299	13,466	45,550	52,353	53,983	51,975
매출원가율(%)	86.7	88.6	78.9	95.2	93.8	90.1	80.7	87.7	75.7	87.5	88.0	84.2
판관비	553	629	635	884	609	677	734	788	2,639	2,509	2,756	2,718
판관비율(%)	3.7	4.9	3.9	5.7	3.9	4.9	4.5	5.1	4.4	4.2	4.5	4.4
영업이익	1,463	846	2,773	(129)	373	681	2,440	1,094	12,002	4,953	4,587	7,038
YoY(%)	(59.4)	(68.7)	(37.3)	nm	(74.5)	(19.6)	(12.0)	nm	5.8	(58.7)	(7.4)	53.4
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	2.4	5.0	14.8	7.1	19.9	8.3	7.5	11.4
세전이익	1,392	583	2,292	(461)	296	396	1,921	804	10,513	3,806	3,417	5,845
순이익	902	359	1,618	(1,279)	164	219	1,062	445	7,148	1,600	1,890	3,830
순이익(지배)	869	327	1,582	(1,321)	149	200	968	405	7,049	1,457	1,722	3,489

자료: 한국전력, 한국투자증권

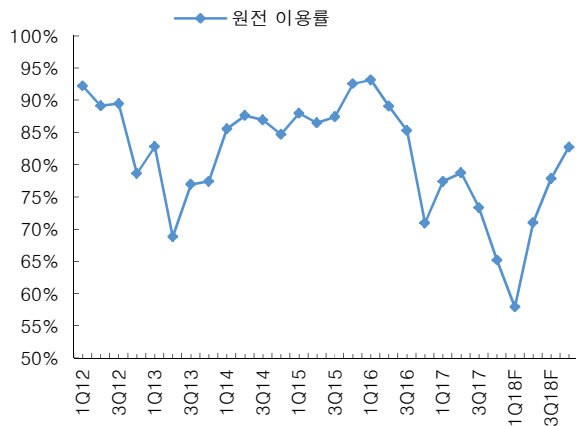
〈표 5〉 한국전력 추정 가정치

(단위: TWh, 원/kWh, 원/달러, 달러/톤, 천원/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
전력판매량(TWh)	132	119	131	125	134	121	133	127	497	508	514	521
전기판매단가(원/kWh)	110	103	116	108	111	104	117	109	111	110	110	111
환율(원/달러)	1,153	1,130	1,132	1,108	1,088	1,093	1,093	1,093	1,157	1,131	1,091	1,091
WTI(달러/배럴)	52	48	48	55	64	64	66	68	43	51	66	70
석탄 연료단가(천원/톤)	120	121	122	124	125	127	127	128	96	122	126	128
LNG 연료단가(천원/톤)	702	629	624	671	737	704	717	718	590	656	719	741
석탄 연료비 단가(원/kWh)	47	50	50	46	54	57	57	52	35	48	55	61
LNG 연료비 단가(원/kWh)	96	87	79	80	98	94	88	83	79	86	91	91
SMP(원/kWh)	90	79	75	82	94	84	84	83	76	82	86	93
원전 이용률(%)	77.4	78.7	73.3	69.2	57.9	71.0	77.8	82.7	84.5	74.7	72.6	85.8
석탄발전 이용률(%)	87.0	73.9	84.6	77.2	83.0	73.4	82.6	75.2	85.7	80.6	78.5	77.5
총 발전량 (TWh)	141	128	143	136	142	129	143	138	531	548	552	560
발전자회사 발전량 (TWh)	110	100	113	105	105	101	113	111	435	428	429	458
전력구입량 (TWh)	31	28	31	31	38	28	30	27	95	120	123	102
발전믹스(%)												
원자력	27.5	30.9	25.4	25.3	19.8	27.1	27.1	31.8	30.5	27.2	26.4	33.5
석탄	43.0	42.1	46.4	44.5	44.7	44.3	45.2	42.9	40.6	44.1	44.3	43.1
LNG	22.6	20.3	21.4	23.3	28.8	21.4	21.0	18.4	21.7	21.9	22.4	16.3
유류	1.7	0.6	0.9	1.0	1.2	0.9	0.9	0.8	2.7	1.1	1.0	0.7
수력	1.1	1.3	1.6	1.4	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
신재생	4.1	4.8	4.3	4.5	4.4	5.0	4.6	4.9	3.3	4.4	4.7	5.2

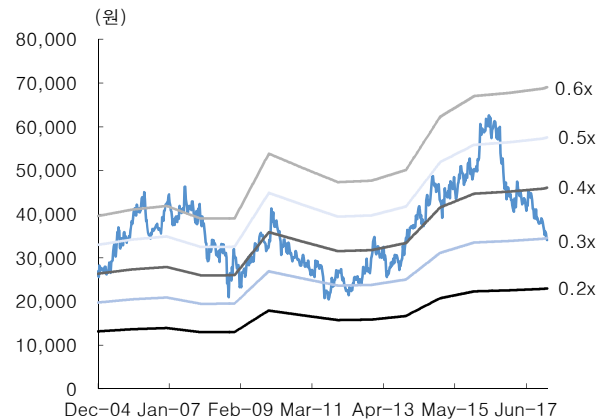
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 18년 하반기 원전 이용률 소폭 회복



자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드 – 역사적 하단인 0.3배까지 낮아져



자료: 한국전력, 한국투자증권

〈표 6〉 한수원의 원전 계획예방정비 일수

(단위: 일)

	용량(MW)	계획예방정비 시작	계획예방정비 종료	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
고리 2 호기	650	2018-04-02	2018-07-27	0	89	26	0
고리 3 호기	950	2017-01-19	2018-02-10	90	17	0	0
고리 4 호기	950	2017-04-05	2018-02-28	86	0	0	0
신고리 1 호기	1,000	2017-01-23	2018-01-25	68	0	0	0
신고리 2 호기	1,000	2018-02-20	2018-04-29	39	29	0	0
신고리 3 호기	1,400	2018-01-12	2018-04-21	78	21	0	0
한빛 1 호기	950	2018-08-13	2018-10-19	0	0	48	19
한빛 2 호기	950	2018-07-14	2018-09-16	0	0	64	0
한빛 3 호기	1,000	2018-05-13	2018-07-17	0	48	17	0
한빛 4 호기	1,000	2017-05-18	2018-12-16	90	91	92	91
한빛 5 호기	1,000	2018-09-27	2018-11-24	0	0	3	55
한빛 6 호기	1,000	2017-07-13	2018-01-06	32	0	0	0
한울 1 호기	950	2018-08-15	2018-10-06	0	0	46	6
한울 2 호기	950	2017-11-24	2018-02-21	82	0	0	0
한울 3 호기	1,000	2017-12-05	2018-04-28	90	28	0	0
한울 4 호기	1,000			0	0	0	0
한울 5 호기	1,000	2018-02-23	2018-04-28	36	42	0	0
한울 6 호기	1,000	2018-10-26	2018-12-29	0	0	0	64
월성 1 호기	679	2017-05-28	2018-03-17	76	0	0	0
월성 2 호기	700	2018-03-22	2018-05-25	9	55	0	0
월성 3 호기	700	2018-06-05	2018-07-21	15	25	21	0
월성 4 호기	700	2018-01-16	2018-03-20	55	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	2018-01-19	98	0	0	0
Total	22,529			944	516	317	235
이용률				54.9%	77.2%	85.8%	88.7%

주: 2018년 2월 13일 기준

자료: 한국수력원자력, 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	19,586	20,081	20,213
현금성자산	3,783	3,051	3,032	3,109	3,129
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,728	7,923	7,976
재고자산	4,946	5,479	5,445	5,583	5,620
비유동자산	153,232	158,129	160,515	162,210	163,225
투자자산	8,189	8,168	8,117	8,322	8,377
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	977	1,002	1,009
자산총계	175,257	177,837	180,101	182,291	183,438
유동부채	22,711	24,739	32,686	36,643	38,270
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,692	5,836	5,874
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	73,480	70,453	66,785
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	106,166	107,095	105,055
지배주주지분	66,634	71,724	72,477	73,568	76,415
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	54,053	55,144	57,991
비지배주주지분	1,308	1,327	1,457	1,627	1,968
자본총계	67,942	73,051	73,934	75,195	78,383

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,758	14,991	14,720
당기순이익	13,416	7,148	1,600	1,903	3,830
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	85	87	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	6,647	3,182	1,091
기타	(2,489)	2,645	(67)	261	132
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,029)	(10,885)	(10,325)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	28	83	257
무형자산순증	(87)	(124)	(78)	(111)	(94)
기타	(262)	(291)	(22)	85	23
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,748)	(4,029)	(4,374)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(578)	(642)
기타	73	73	550	(233)	(341)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(19)	77	21

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

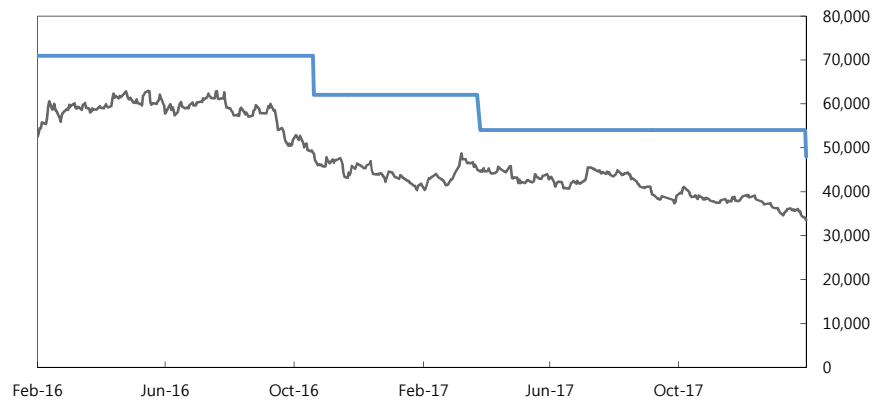
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,815	61,327	61,732
매출원가	45,458	45,550	52,353	53,967	51,976
매출총이익	13,500	14,641	7,462	7,360	9,756
판매관리비	2,153	2,639	2,509	2,756	2,718
영업이익	11,347	12,002	4,953	4,604	7,038
금융수익	1,183	792	736	738	740
이자수익	242	242	186	188	191
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	293	300	302
관계기업관련손익	207	(137)	103	288	312
세전계속사업이익	18,656	10,513	3,805	3,434	5,844
법인세비용	5,239	3,365	2,206	1,531	2,014
연결당기순이익	13,416	7,148	1,600	1,903	3,830
지배주주지분순이익	13,289	7,049	1,457	1,733	3,488
기타포괄이익	34	(2)	(138)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	1,462	1,903	3,830
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	1,331	1,733	3,488
EBITDA	19,688	20,963	14,531	14,249	16,705

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	2,270	2,700	5,434
BPS	103,798	111,725	112,899	114,599	119,033
DPS	3,100	1,980	900	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(0.6)	2.5	0.7
영업이익증가율	96.1	5.8	(58.7)	(7.0)	52.9
순이익증가율	394.6	(47.0)	(79.3)	19.0	101.3
EPS증가율	382.5	(47.0)	(79.3)	19.0	101.3
EBITDA증가율	44.1	6.5	(30.7)	(1.9)	17.2
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	8.3	7.5	11.4
순이익률	22.5	11.7	2.4	2.8	5.7
EBITDA Margin	33.4	34.8	24.3	23.2	27.1
ROA	7.9	4.0	0.9	1.1	2.1
ROE	22.1	10.2	2.0	2.4	4.7
배당수익률	6.2	4.5	2.4	3.0	3.0
배당성향	15.0	18.0	39.7	37.0	18.4
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,592	40,230	36,801
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	66.7	61.3	54.5
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	16.8	12.4	6.2
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.8	4.4	3.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력(015760)	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	-24.6	-15.2
	2018.02.13	매수	48,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 13일 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
- 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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.