

한국전력(015760)

매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

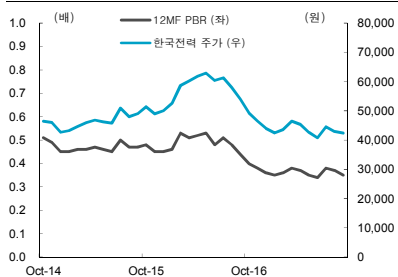
Stock Data

KOSPI(9/5)	2,327
주가(9/5)	42,350
시가총액(십억원)	27,187
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	60,000/40,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	66,660
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/32.2
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	(1.4)	(26.0)
상대주가(%p)	(1.9)	(13.3)	(38.9)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

정책 불확실성 해소될 것

10월 20일 공론화위 결정으로 '탈원전' 불확실성 해소

신정부 들어 신규 원전/석탄발전 프로젝트 진행에 불확실성이 커졌다. 원전의 경우 공정을 약 30%인 신고리 5, 6호기 건설 진행 여부가 가장 큰 이슈이다. 신고리 5, 6호기의 운명을 결정할 공론화위원회(공론화위)는 500명의 시민참여단 구성을 9월 13일까지 확정할 계획이며, 이후 12번의 토론회와 4차례의 설문조사를 한 달간 진행할 예정이다. 최종 권고안은 10월 20일 정부에 제출될 계획이며, 정부는 이를 수용해 최종 결정을 내릴 것이다. 신고리 5, 6호기 건설 중단 확정시 발주처인 한국수력원자력이 우선적으로 부담할 비용은 알려진 대로 약 2.6조원이다. 하지만 지난 7월 산업부 장관이 언급한 바와 같이, 신고리 5, 6호기 건설 영구중단에 따른 모든 비용을 정부가 보전해줄 가능성이 높다. 착공하지 않은 신한울 3, 4호기와 천지 1, 2호기는 진행되기 어려울 것으로 보이나 언론을 통해 부각된 바 있어 특별한 변수는 아니다. 즉 가장 큰 변수는 신고리 5, 6호기 진행여부이며, 10월 20일을 기점으로 지난 6개월간 지속됐던 '탈원전' 불확실성은 상당부분 해소될 것이다.

크게 늘어난 기저발전, 한전에게 유리한 상황 펼쳐져

작년 하반기부터 신규 기저발전(원전+석탄발전) 가동으로 우리나라 기저발전 용량(7월 기준)은 전년대비 15.3% 늘었다. 기저발전 용량이 크게 늘어난 만큼 계통한계가격(SMP)의 발전원별 결정비율에도 큰 변화가 있었다. 7월 SMP의 석탄발전 결정비율은 15.5%로 2011년 이후 가장 높았다. 작년 석탄발전의 SMP 결정비율이 2.5%임을 감안하면 급격한 상승이다. 참고로 현재 석탄발전단가는 kWh당 50~60원대로 LNG발전단가(kWh당 80~90원대)보다 낮아 석탄발전이 SMP를 결정할 시간대가 많아질수록 평균 SMP는 내려간다. 낮은 원전 가동률(69%)을 고려하면, 가동률이 회복될 4분기에는 석탄발전의 SMP 결정비율은 더욱 높아질 것이다. 이에 따라 유가(LNG 발전단가에 연동)가 빠르게 상승해도 SMP는 크게 오르지 않는 비동조화 현상이 나타날 것이다. 한전은 구입전력비 단가(P)가 낮아져 긍정적이나, 전력판매단가가 낮아질 민자발전사들에게는 좋지 않은 상황이다.

정책 불확실성 해소 임박, 시장의 관심이 높아질 것

석탄발전 LNG발전 전환 이슈(2P), 환경/안전성 강화 정책, 전기요금 현실화 등 예측이 어려운 변수들이 남아있는 것이 사실이다. 그럼에도 10월 신고리 5, 6호기 진행여부 결정과 8차 전력수급계획 수립이 마무리 된다면 주요 불확실성이 해소돼, 한전의 저평가 메리트(2018F PBR 0.3배)가 부각될 것이다. 한편 원전 가동률 회복과 발전믹스 개선으로 이익은 계속 늘어날 가능성이 크다. 올해 예상 배당수익률 3.1%로 배당 측면에서도 시장의 관심은 점차 높아질 것이다. 목표주가 54,000원과 '매수' 투자의견을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종가총 (%)	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	59,337	7,636	4,204	6,549	(40.4)	17,214	6.5	4.2	0.4	5.7	3.1
2018F	60,850	9,118	5,293	8,246	25.9	18,762	5.2	3.7	0.3	6.9	4.7
2019F	61,393	9,188	5,327	8,298	0.6	18,855	5.1	3.5	0.3	6.6	4.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

강승균 3276-6164

seungkyun.kang@truefriend.com

민자 석탄발전 LNG발전 전환 유도

‘탈석탄’ 정책으로 정부는 신규 석탄발전소의 추가 건설을 금지하고, 공정률이 낮은 석탄발전소를 LNG발전소로 전환한다는 방침을 세웠다. 건설 초기 및 인허가 단계의 신규 석탄발전소는 총 9기다(표 2). 공정률 30%인 신서천화력(한국중부발전)을 제외하고, 나머지 8기의 석탄발전 프로젝트는 민간 자본이 투입되어 있어 LNG발전으로의 전환이 쉽지 않은 상황이다. 지난 2분기부터 정부는 관계사를 상대로 LNG발전으로 전환 여부에 대한 의향을 조사한 바 있으나, 현재의 30%대의 낮은 LNG발전기 가동률에서는 수익성이 낮고 보상도 구체화되지 않아, 유도에 어려움을 겪고 있다. 정부의 프로젝트 수익률 보전 또는 한전 발전자회사의 민간지분 인수 방향으로 진행될 가능성이 높아 보이나, 10월 말로 예정된 8차 전력수급계획 이전에 결정하기는 일정이 촉박하다. 신규 석탄발전기 9기에 총 투입된 금액은 약 3.3조원으로 아직 한전에 미치는 영향을 예측하기 어렵다.

<표 1> 원전공론화위원회 향후 일정

일정	내용
8월 25일	1차 조사 – 지역, 성별, 연령 고려 확률추출을 통해 선발된 2만여명의 시민이 참여
9월 13일	시민참여단 구성 – 참여 의사를 밝힌 응답자 2만명 가운데 5, 6 호기에 대한 의견, 성별, 연령 등을 고려해 500명을 선발
9월 16일 ~ 10월 12일	시민참여단 오리엔테이션 후 한 달 동안 온오프라인으로 5, 6 호기 건설 중단과 건설재개에 관한 정보 습득
10월 13일	2박 3일 합숙 토론
10월 20일	최종조사 결과 정부 제출

자료: 공론화위원회 공식 홈페이지, 한국투자증권

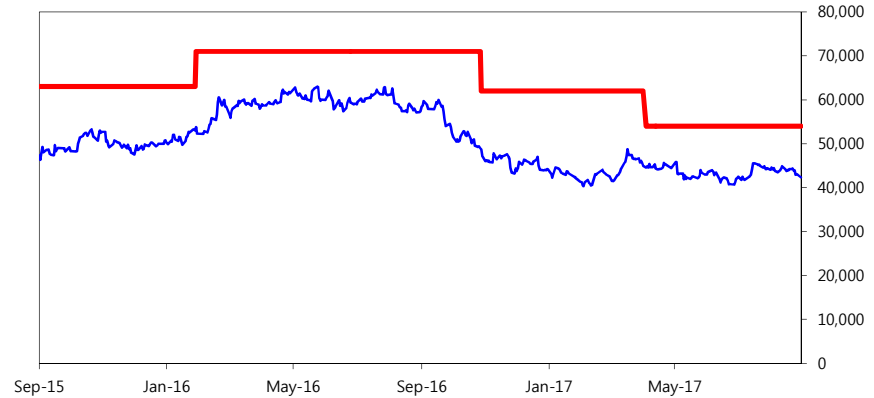
<표 2> LNG 전환 대상 석탄발전소 9기 현황

일정	공사비(십억원)	투입비용(십억원)	설비용량(MW)	착공시기	사업자
신서천화력	1,600	800,0	1,000	2016년 11월	중부발전
고성하이 1, 2 호기	5,200	1,182,7	2,080	2017년 2월	고성그린파워(남동발전, SK 가스, SK 건설)
강릉안인 1, 2 호기	5,080	375,3	2,080	2017년 5월	강릉에코파워(남동발전, 삼성물산)
삼척포스 1, 2 호기	4,600	562,0	2,100	하반기 예정	포스코
당진에코 1, 2 호기	2,600	413,2	1,160	하반기 예정	당진에코파워(SK 가스, 동서발전)

자료: 전력거래소, 언론보도, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 9월 5일 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 (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 결정에 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.