

한국전력(015760)

매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

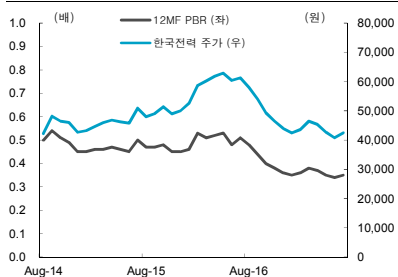
Stock Data

KOSPI(7/10)	2,382
주가(7/10)	41,800
시가총액(십억원)	26,834
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	62,900/40,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	71,279
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/31.3
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.2)	(1.1)	(29.9)
상대주가(%p)	(4.3)	(17.5)	(51.2)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2Q17 Preview: 2분기가 실적 바닥

2분기 영업이익 9,305억원으로 컨센서스를 하회할 전망

2분기 매출액과 영업이익을 각각 13,2조원, 9,305억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기 대비 0.6% 줄어드는 것이고 영업이익은 65.6% 급감하는 것이다. 컨센서스(1.4조원) 대비 추정 영업이익이 크게 낮은 이유는 다음과 같다. 1분기에 이어 2분기에도 원전의 계획에 방정비가 많아, 2분기 원전 이용률(가동률)은 79%(1Q17 77%, 2Q16 89%)에 그칠 것이다. 또한 석탄발전 계획예방정비 및 노후 석탄발전기 8기의 6월 한시적 가동 중단으로, 석탄발전기 이용률도 작년 2분기 83%에서 올해 2분기는 77% 수준으로 크게 하락한 것으로 예상되기 때문이다. 게다가 2분기 유연탄 개별소비세 인상(24원/kg→30원/kg)과 유연탄 단가 상승으로 연료비는 3.7조원으로 전년동기대비 28.7% 늘어난 것으로 추정된다.

7월부터 발전믹스 개선 본격화

5월 기준(가장 최근 데이터) 우리나라 발전설비용량은 111GW로 전년동월대비 12.5% 늘었으며, 특히 기저발전을 담당하는 원전과 석탄발전기는 56GW로 13.4% 늘었다. 다만 2분기까지는 전력판매량(수요)이 1% 대의 낮은 증가율을 보임에도 발전믹스 개선은 크지 않았다. 원전과 석탄발전기 이용률 하락 영향이 더 컸기 때문이다. 하지만 한 달간 일시 가동 중단했던 노후 석탄발전이 7월 1일부터 다시 가동에 들어갔다. 또한 한울 6호기, 월성 3호기, 한빛 6호기, 신고리 1호기가 순차적으로 계획예방정비를 마치고 가동을 시작한다. 3분기에는 원전, 석탄발전 이용률이 각각 82%, 87%로 회복돼, 발전믹스 개선이 본격화 될 것이다. 실제로 원전과 석탄발전비중이 높아짐에 따라 7월들어 일 평균 SMP(계통 한계가격)는 75원/kWh 수준에서 결정되고 있다(2p).

‘매수’ 유지, 다만 쏟아지는 ‘탈 원전’ 이슈들은 당분간 투자심리에 부담

‘매수’ 의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 올해 기준 PER 6.3배 PBR 0.4배(ROE는 5.8%)의 주가가 저평가임은 확실하며, 지금 수준에서 주가가 크게 하락하기는 어려워, 매수하기에 충분히 안전하다. 다만 ‘탈 원전’ 이슈(한전의 이익의 미치는 영향을 아직 추정 및 반영하기 어려움)들이 당분간 투자심리에 부담을 줄 것이다. 특히 신고리 5,6호기 건설 중단과 관련해 발주처인 한국수력원자력(100% 자회사)이 감당할 비용 또한 불확실성이 큰 상황이라, 공론화 과정이 마무리 될 때까지 주가 상승 여력은 제한적이다. 그러나 2분기 실적 바닥 확인 후, 점차 하반기 발전믹스 향상과 함께 실적 개선이 가시화 될 것이며, 다시 한전에 대한 시장의 관심이 높아질 것으로 기대한다. 또한 산업용을 중심으로 전기 요금 재편이 언급되고 있다는 점(특히 정부하 시간대 요금 인상 가능성 높아) 고려 시, 향후 전력정책 변경에서 요금정책 개편도 동반될 것으로 판단돼 긍정적이다.

	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	58,695	7,688	4,243	6,609	(39.8)	17,264	6.3	4.2	0.4	5.8	3.1
2018F	60,253	9,733	5,753	8,961	35.6	19,376	4.7	3.5	0.3	7.5	4.8
2019F	60,758	9,763	5,757	8,968	0.1	19,429	4.7	3.4	0.3	7.1	4.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

7월 들어 SMP 75원/kWh 수준 유지 중

7월 1일~11일 평균 SMP는 74.7원/kWh으로 예상보다 낮은 수준에서 결정되고 있다. 주요 이유는 유가 상승세가 둔화됨에 따라 발전용 천연가스 가격이 안정화됐으며, 기저발전 설비 증가로 LNG/유류 발전기의 SMP 결정비율이 낮아졌기 때문으로 판단된다. 3분기 1.6GW(우리나라 석탄발전 설비용량의 4.9%)의 신규 석탄발전기가 상업운전을 시작하며 올해 말 신고리 4호기(1.4GW)가 준공됨을 감안하면, 한전의 발전믹스 개선세는 향후 더욱 가팔라질 것이다. 하반기에는 SMP를 LNG/유류 발전기가 결정하는 비율이 80% 후반(2016년 97.5%)까지 낮아질 것으로 전망한다.

〈표 1〉 2분기 영업이익 전년동기대비 65.6% 감소 추정

(단위: 십억원, %)

항목	2Q16	2Q17F	증가율	비고
매출액	13,275	13,192	(0.6)	
전기판매수익	11,902	12,061	1.3	전력판매량 1.7% 증가 추정 판매단가 1.5% 하락 추정
국내기타매출	353	366	3.9	
해외사업수익	1,021	764	(25.1)	
영업비용	10,571	12,261	16.0	
연료비	2,851	3,659	28.4	석탄 구입비용 55.2% 증가, LNG 구입비용 3.2% 감소 추정
구입전력비	2,142	2,746	28.2	구입량 10.7% 증가, SMP 12.9% 상승, REC 등 추가비용 7% 증가 가정
영업이익	2,704	931	(65.6)	
세전이익	2,404	603	(74.9)	
순이익	1,768	401	(77.3)	
순이익(지배)	1,726	396	(77.1)	

자료: 한국투자증권

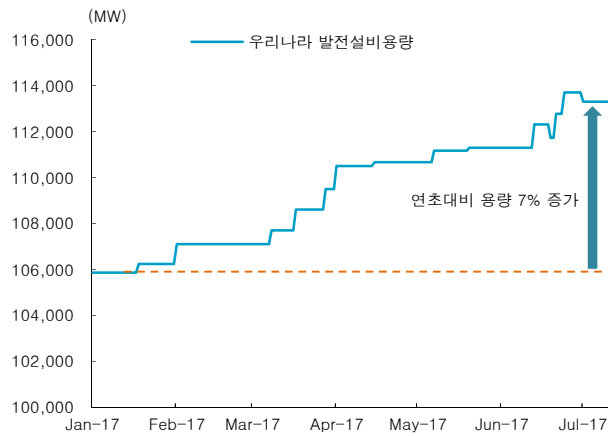
〈표 2〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	15,685	13,275	15,943	15,286	15,147	13,192	15,470	14,887	58,958	60,190	58,695	60,253
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	13,943	12,061	14,306	13,593	53,229	54,304	53,902	56,456
국내기타매출	399	353	290	392	432	366	341	445	1,498	1,433	1,584	1,580
해외사업수익	1,104	1,021	1,147	1,182	771	764	824	849	4,231	4,453	3,209	2,217
YoY(%)	3.7	(2.9)	3.1	4.0	(3.4)	(0.6)	(3.0)	(2.6)	2.6	2.1	(2.5)	2.7
영업비용	12,080	10,571	11,519	14,019	13,683	12,261	12,465	12,597	47,611	48,189	51,007	50,521
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,297	3,659	3,985	3,611	15,159	14,067	15,552	14,402
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,824	2,746	2,592	2,848	11,428	10,756	12,010	12,025
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	13,057	11,700	11,895	12,021	45,458	45,550	48,674	48,066
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	86.2	88.7	76.9	80.8	77.1	75.7	82.9	79.8
판매비	509	592	721	817	626	561	570	576	2,153	2,639	2,333	2,454
판매비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	4.1	4.3	3.7	3.9	3.7	4.4	4.0	4.1
영업이익	3,605	2,704	4,424	1,268	1,463	931	3,005	2,289	11,347	12,002	7,688	9,733
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(59.4)	(65.6)	(32.1)	80.6	96.1	5.8	(35.9)	26.6
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	9.7	7.1	19.4	15.4	19.2	19.9	13.1	16.2
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	1,392	603	2,673	1,801	18,656	10,513	6,468	8,488
순이익	2,163	1,768	2,938	280	902	401	1,778	1,198	13,416	7,148	4,303	5,834
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	869	396	1,753	1,181	13,289	7,049	4,243	5,753

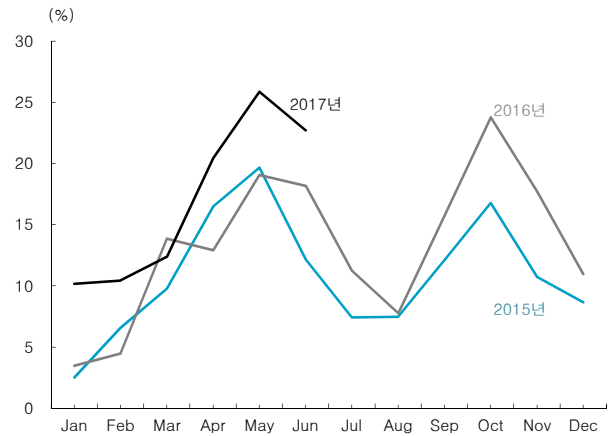
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 우리나라 발전설비용량 연초대비 7% 늘어나



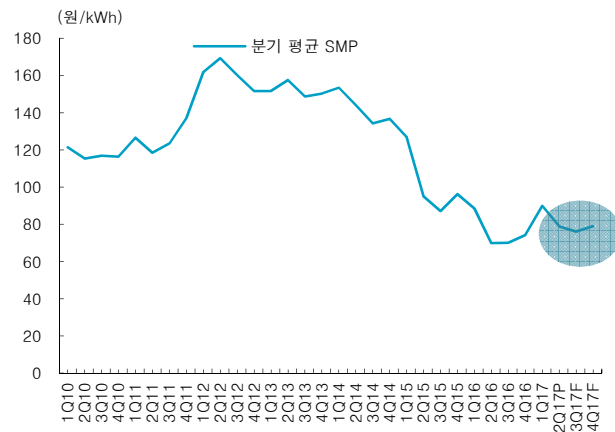
자료: 전력거래소, 한국투자증권

[그림 2] 감발전력비율은 올해 상반기 전년 대비 높아



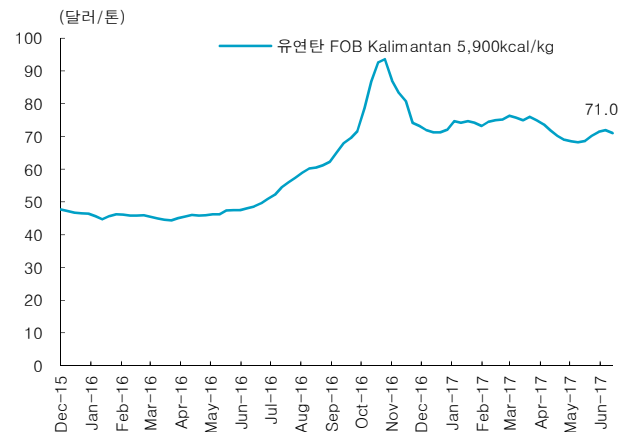
주: 감발전력비율은 국가발전설비용량 중 감발전력 비율, 감발전력은 고장, 정비 등의 이유로 가동하지 못하는 설비용량
 자료: 전력거래소, 한국투자증권

[그림 3] 하반기 SMP는 78원/kWh 수준 전망



자료: 전력거래소, 한국투자증권

[그림 4] 유연탄 가격 추이 - 하락 후 안정세



자료: 한국자원정보서비스, 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	19,219	19,729	19,894
현금성자산	3,783	3,051	2,976	3,055	3,080
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,583	7,785	7,850
재고자산	4,946	5,479	5,343	5,485	5,531
비유동자산	153,232	158,129	160,285	161,989	163,024
투자자산	8,189	8,168	7,965	8,176	8,245
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	959	984	993
자산총계	175,257	177,837	179,503	181,718	182,918
유동부채	22,711	24,739	30,376	31,041	31,297
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,585	5,733	5,781
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	72,833	69,832	66,222
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	103,209	100,874	97,519
지배주주지분	66,634	71,724	74,911	79,380	83,853
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	56,582	61,051	65,524
비지배주주지분	1,308	1,327	1,384	1,465	1,547
자본총계	67,942	73,051	76,295	80,845	85,399

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,927	15,615	15,183
당기순이익	13,416	7,148	4,303	5,834	5,839
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	83	85	86
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	4,404	(112)	(286)
기타	(2,489)	2,645	(356)	250	(36)
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,081)	(10,953)	(10,401)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	19	11	176
무형자산순증	(87)	(124)	(59)	(111)	(94)
기타	(262)	(291)	(84)	89	28
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,922)	(4,583)	(4,756)
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	376	(530)	(81)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(76)	79	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

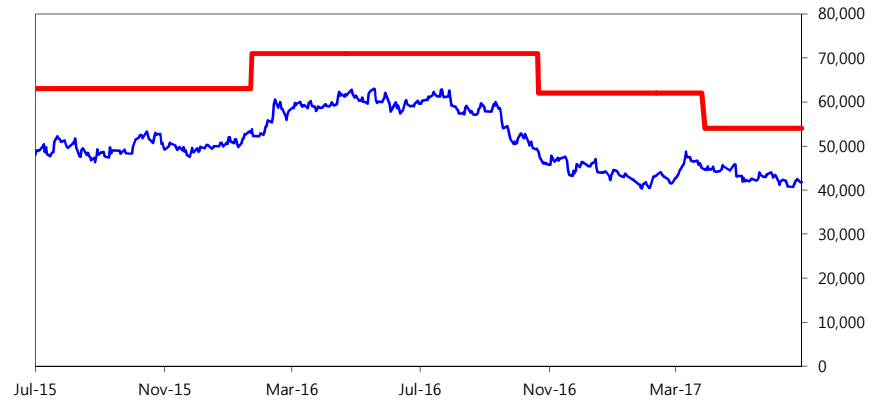
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	58,695	60,253	60,758
매출원가	45,458	45,550	48,674	48,066	48,460
매출총이익	13,500	14,641	10,021	12,187	12,298
판매관리비	2,153	2,639	2,333	2,454	2,534
영업이익	11,347	12,002	7,688	9,733	9,763
금융수익	1,183	792	734	734	737
이자수익	242	242	184	184	188
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	287	295	298
관계기업관련손익	207	(137)	37	223	244
세전계속사업이익	18,656	10,513	6,468	8,488	8,494
법인세비용	5,239	3,365	2,165	2,654	2,656
연결당기순이익	13,416	7,148	4,303	5,834	5,839
지배주주지분순이익	13,289	7,049	4,243	5,753	5,757
기타포괄이익	34	(2)	(224)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	4,079	5,834	5,839
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	4,022	5,753	5,757
EBITDA	19,688	20,963	17,264	19,376	19,429

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	6,609	8,961	8,968
BPS	103,798	111,725	116,690	123,651	130,619
DPS	3,100	1,980	1,300	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(2.5)	2.7	0.8
영업이익증가율	96.1	5.8	(35.9)	26.6	0.3
순이익증가율	394.6	(47.0)	(39.8)	35.6	0.1
EPS증가율	382.5	(47.0)	(39.8)	35.6	0.1
EBITDA증가율	44.1	6.5	(17.6)	12.2	0.3
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	13.1	16.2	16.1
순이익률	22.5	11.7	7.2	9.5	9.5
EBITDA Margin	33.4	34.8	29.4	32.2	32.0
ROA	7.9	4.0	2.4	3.2	3.2
ROE	22.1	10.2	5.8	7.5	7.1
배당수익률	6.2	4.5	3.1	4.8	4.8
배당성향	15.0	18.0	19.7	22.3	22.3
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,699	40,332	36,894
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	64.6	57.0	50.0
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	6.3	4.7	4.7
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.2	3.5	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2015.08.05	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 7월 11일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.6.30 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.