

한국전력(015760)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 54,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/8)	2,293
주가(5/8)	45,800
시가총액(십억원)	29,402
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	63,000/40,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	69,143
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/32.2
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

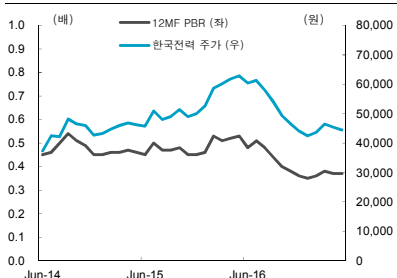
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	4.0	6.3	4.5
PBR(x)	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	10.2	6.4	8.3
DY(%)	4.5	3.9	4.4
EV/EBITDA(x)	3.7	4.2	3.5
EPS(원)	10,980	7,280	10,073
BPS(원)	111,725	117,206	125,279

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.7	(1.0)	(25.5)
상대주가(%p)	(4.9)	(15.4)	(41.5)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

예상보다 크게 하회한 실적

What's new : 원전 이용률 급락으로 컨센서스 크게 하회

2017년 1분기 영업이익이 1.5조원으로 전년동기대비 59.4% 감소했다. 시장 컨센서스 및 추정 영업이익 2.6조원을 44% 하회했다. 작년에 급등한 유연탄 가격이 연료비에 예상보다 빠르게 반영(유연탄 단가 +33.2% YoY)돼 연료비용이 15.8%(5.8조원) 늘어났고, 원전 이용률이 74.2%로 급락해(1Q16 89.0%) 구입전력비도 22.5%(6.5조원) 증가했기 때문이다. 특히 원전 격납고 첩관부식 문제로 4기의 원전이 계획보다 긴 예방정비를 가져 3월 원전 이용률이 낮았다. 하지만 4기 가운데 3기는 4월부터 정상가동 중이며, 올해 1분기에 계획예방정비가 집중됐음을 감안하면 추가적인 어닝 쇼크는 없을 것이다.

Positives : 신규 기저발전기 투입 효과, 4월 SMP가 말해준다

2016년 기준 SMP(계통한계가격)를 LNG/유류 발전기가 결정하는 비율은 97.5%다. 하지만 올해는 기저발전 투입(발전설비용량의 6%)이 많아 설비 공급과잉으로 LNG/유류 발전기의 SMP 결정비율이 낮아질 전망이다. 특히 LNG 도입단가가 높아졌음에도, 4월 SMP가 전년동월대비 1.3% 낮아져, 의미 있는 변화가 감지되고 있다(2p 참조). 기존의 전력거래제도가 유지돼 원전과 석탄발전 가동이 LNG발전에 항상 우선한다면, 하반기로 갈수록 기저발전기의 발전비중은 높아져 한국전력(한전)의 이익은 늘어날 것이다.

Negatives : 민자 LNG발전기만 돌아가는 상황

한전 발전자회사의 LNG발전 이용률이 낮아지고 있다(4Q16 36.9%, 1Q17 28.0%). 하지만 민자발전사의 LNG발전 이용률은 56.5%까지 높아졌다(4Q16 42.6%). 민자발전사들의 LNG발전기는 신규 발전기가 많고, 신규 발전기인만큼 효율이 좋아, 급전순위에서 앞선 것으로 판단된다. 하반기로 갈수록 신규 기저발전기 투입으로 국내 LNG발전기 이용률은 낮아질 전망이나, 민자 LNG발전기만 주로 가동되는 현상은 더욱 두드러질 것이다. 이는 특히 전력수요가 많은 올해 3분기 한국전력의 구입전력비 부담으로 작용할 가능성이 있다.

결론 : '매수'유지, 추정치를 낮춰도 매수하기에 부담 없어

'매수'의견과 목표주가 54,000원을 유지한다. 추정치 변경에도 적용 BPS는 크게 바뀌지 않아 기존 목표주가를 유지한다(목표주가는 2017~2018년 평균 BPS에 목표 PBR 0.44배를 적용, 4월 11일에 제시). 현재 주가는 2017년 PBR 0.4배 수준으로 올해 ROE가 6.4%임을 감안하면 매수하기에 부담은 없으나, 단기간에 기대할 만한 모멘텀이 없는 상황이다. 차기 정부의 구체적인 전력정책이 파악될 하반기부터는 서서히 정책 불확실성이 해소될 것이다. 긴 호흡으로 주가가 하락할 때마다 매수하는 전략을 추천한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	15,746	15,147	(3.8)	15,785	(0.9)	(3.4)	58,695	60,453
영업이익	2,615	1,463	(44.0)	2,568	15.4	(59.4)	8,265	10,557
영업이익률	16.6	9.7	-6.9	16.3	1.4	-13.3	14.1	17.5
세전이익	2,476	1,391	(43.8)	2,456	189.7	(60.3)	7,045	9,565
순이익	1,689	869	(48.6)	1,511	217.8	(59.3)	4,674	6,659

4월 SMP 1.3% 낮아져

LNG 도입단가가 전년동월대비 약 32% 높아진 것을 감안하면 올해 4월 SMP도 상승했어야 했으나, 오히려 4월 평균 SMP는 74.5원/kWh로 전년동월 75.7원/kWh 대비 1.3% 낮아졌다. 석탄발전기의 SMP 결정비율이 높아졌기 때문이며, 이에 따라 상대적으로 LNG발전기 이용률은 크게 낮아진 것으로 판단된다. 특히 LNG 연료비단가도 2016년 4월 80.25원/kWh에서 2017년 4월 79.25원/kWh로 낮아져, 가격경쟁력 있는 LNG발전기(일례로 SK E&S의 광양복합발전)만 가동한 것으로 보인다. 올해 2~4분기에도 원전 및 석탄발전 신규 가동이 예정돼 있어, 하반기로 갈수록 한전의 발전믹스는 좋아질 것이다.

〈표 1〉 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2016	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	60,190	60,072	61,283	58,695	60,253	(2,3)	(1,7)
영업이익	12,002	10,390	10,017	8,265	10,688	(20,5)	6,7
세전이익	10,513	9,070	8,697	7,045	9,443	(22,3)	8,6
순이익	7,049	6,188	5,909	4,674	6,466	(24,5)	9,4
BPS	111,725	119,364	126,568	117,206	125,279	(1,8)	(1,0)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한국전력 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	15,685	13,275	15,943	15,286	15,147	13,155	15,470	14,923	58,958	60,190	58,695	60,253
전기판매수익	14,182	11,902	14,507	13,713	13,943	12,025	14,306	13,629	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)	(0.9)	(3.0)	(2.4)	2.6	2.1	(2.5)	2.7
영업비용	12,080	10,571	11,519	14,019	13,683	11,884	12,452	12,411	47,611	48,189	50,430	49,566
연료비	3,711	2,851	3,508	3,997	4,297	3,798	3,728	3,511	15,159	14,067	15,335	14,122
구입전력비	3,099	2,142	2,415	3,100	3,824	2,230	2,835	2,761	11,428	10,756	11,651	11,350
매출원가	11,571	9,979	10,798	13,202	13,057	11,340	11,883	11,843	45,458	45,550	48,123	47,158
매출원가율(%)	73.8	75.2	67.7	86.4	86.2	86.2	76.8	79.4	77.1	75.7	82.0	78.3
판매비	509	592	721	817	626	544	570	568	2,153	2,639	2,307	2,408
판매비율(%)	3.2	4.5	4.5	5.3	4.1	4.1	3.7	3.8	3.7	4.4	3.9	4.0
영업이익	3,605	2,704	4,424	1,268	1,463	1,272	3,018	2,512	11,347	12,002	8,265	10,688
YoY(%)	61.0	29.5	1.9	(52.7)	(59.4)	(53.0)	(31.8)	98.2	96.1	5.8	(31.1)	29.3
영업이익률(%)	23.0	20.4	27.7	8.3	9.7	9.7	19.5	16.8	19.2	19.9	14.1	17.7
세전이익	3,509	2,404	4,120	480	1,392	945	2,685	2,023	18,656	10,513	7,045	9,443
순이익	2,163	1,768	2,938	280	902	636	1,807	1,361	13,416	7,148	4,740	6,558
순이익(지배)	2,135	1,726	2,913	273	869	627	1,782	1,342	13,289	7,049	4,674	6,466

자료: 한국전력, 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 영향을 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	30,035	29,977	29,350
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	102,868	99,809	95,572
지배주주지분	66,634	71,724	75,242	80,424	85,768
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	56,692	61,875	67,218
비지배주주지분	1,308	1,327	1,393	1,485	1,578
자본총계	67,942	73,051	76,635	81,909	87,346

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	18,033	15,625	15,195
당기순이익	13,416	7,148	4,740	6,558	6,721
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	83	85	86
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	4,064	(836)	(1,168)
기타	(2,489)	2,645	(347)	260	(24)
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(11,860)	(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	240	11	176
무형자산순증	(87)	(124)	(59)	(111)	(94)
기타	(262)	(291)	(84)	89	28
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(6,249)	(4,593)	(4,768)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(1,156)	(1,284)
기타	73	73	49	(219)	(93)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(76)	79	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

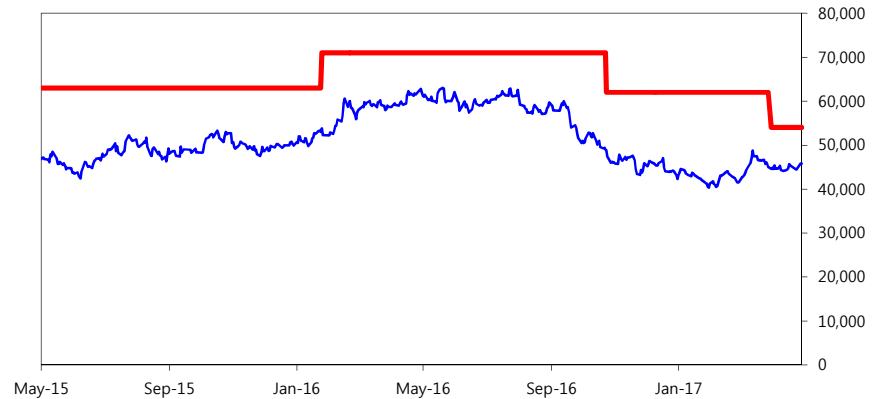
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	58,695	60,253	60,758
매출원가	45,458	45,550	48,123	47,158	47,354
매출총이익	13,500	14,641	10,572	13,095	13,404
판매관리비	2,153	2,639	2,307	2,408	2,476
영업이익	11,347	12,002	8,265	10,688	10,928
금융수익	1,183	792	734	734	737
이자수익	242	242	184	184	188
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	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	7,045	9,443	9,658
법인세비용	5,239	3,365	2,305	2,885	2,937
연결당기순이익	13,416	7,148	4,740	6,558	6,721
지배주주지분순이익	13,289	7,049	4,674	6,466	6,627
기타포괄이익	34	(2)	0	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	4,740	6,558	6,721
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	4,674	6,466	6,627
EBITDA	19,688	20,963	17,841	20,331	20,593

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	7,280	10,073	10,323
BPS	103,798	111,725	117,206	125,279	133,602
DPS	3,100	1,980	1,800	2,000	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(2.5)	2.7	0.8
영업이익증가율	96.1	5.8	(31.1)	29.3	2.2
순이익증가율	394.6	(47.0)	(33.7)	38.4	2.5
EPS증가율	382.5	(47.0)	(33.7)	38.4	2.5
EBITDA증가율	44.1	6.5	(14.9)	14.0	1.3
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	14.1	17.7	18.0
순이익률	22.5	11.7	8.0	10.7	10.9
EBITDA Margin	33.4	34.8	30.4	33.7	33.9
ROA	7.9	4.0	2.7	3.6	3.7
ROE	22.1	10.2	6.4	8.3	8.0
배당수익률	6.2	4.5	3.9	4.4	4.4
배당성향	15.0	18.0	24.7	19.9	19.4
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,699	40,332	36,894
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	64.3	56.3	48.9
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	6.3	4.5	4.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.2	3.5	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국전력(015760)	2015.05.11	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 5월 9일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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.