

한국전력(015760)

상저하의 실적, 원전 이용률 회복이 핵심

■ 기저발전 이용률 하락으로 인해 상반기 실적 부진 전망

동사의 상반기 실적은 기저발전(원자력·석탄발전) 이용률 하락으로 인해 부진할 것으로 전망한다. 기저발전의 이용률 하락은 1) 지난 4Q17에 예정되었던 원전 예방정비의 1Q18 이연으로 인한 원전 이용률 하락, 2) 미세먼지대책 적용에 따른 봄철(3~6월) 노후 석탄발전소 5기의 가동중단에 기인한다. 기저발전의 이용률 하락은 LNG·중유발전의 이용률 상승을 의미하며, 이는 곧 동사의 연료비·전력구입비 상승으로 인한 수익성 악화로 이어진다. 또한 작년 말부터 국제유가가 지속적인 강세를 보임에 따라, 동사의 석탄·LNG 도입가격(각 3.5개월 후행)이 상승하며 동사의 연료비 상승 요인으로 작용할 것이다. '18년 4월부터 적용될 석탄 개소세 인상(+6원/Kg)도 동사의 수익성에 부정적이다.

■ 실적 개선세를 바탕으로 하반기 매수 전략 유효

동사의 하반기 실적은 기저발전 이용률 회복 및 신규 원전 도입으로 상반기 대비 크게 개선될 것이다. 하반기 한국전력공사의 실적 개선 요인은 1) 예방정비기간 종료에 따른 원전 이용률 회복, 2) 노후 석탄발전소 재가동에 따른 석탄발전소 이용률 회복, 3) 신규 원전[신고리#4, 신한울#1] 가동 개시에 따른 기저발전 확대, 4) 하반기 인플레이션 모멘텀 둔화에 따른 연료비 안정화로 요약 된다. 또한 1) 6월 말 총괄원가 계산 이후 산업용 전기요금 인상 가능성 및 2) 3월말 연구 용역이 마무리될 전력구입비 연동제 도입 가능성도 하반기 동사의 실적에 긍정적인 요인이다. 역사적으로 낮은 수준의 밸류에이션 매력을 바탕으로, 하반기 실적개선 시점에서의 투자를 권고한다.

■ Valuation: 투자 의견 Buy, TP 40,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 114,233원에 Target PBR 0.35x [12M Fwd ROE 3.0%, COE 8.4%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.9x 수준이다.

유틸리티 원민석

(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	40,000원
종가(2018/03/23)	31,350원

Stock Indicator

자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	20,126십억원
외국인지분율	30.4%
배당금(2016)	1,980원
EPS(2017E)	2,023원
BPS(2017E)	111,660원
ROE(2017E)	1.8%
52주 주가	31,350~48,750원
60일평균거래량	1,284,373주
60일평균거래대금	44.6십억원

Price Trend



Earnings : 상저하고의 실적, 원전이용률이 핵심

(그림) 한국전력 실적 추정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	15,147	12,926	16,188	15,555	15,637	13,422	16,872	15,824	60,190	59,815	61,755	63,047
전기판매수익	십억원	13,943	11,706	15,121	13,880	14,289	11,999	15,483	14,204	54,305	54,650	55,976	57,214
기타매출	십억원	1,203	1,220	1,067	1,675	1,348	1,423	1,389	1,620	5,886	5,165	5,779	5,833
매출원가/판매비	십억원	13,683	12,079	13,415	15,684	15,006	13,409	14,251	15,106	48,189	54,862	57,771	55,691
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	4,831	4,135	4,875	5,065	14,042	16,509	18,907	19,045
구입전력비	십억원	3,809	3,097	3,481	3,889	4,612	3,677	3,744	3,141	10,711	14,276	15,175	12,956
기타	십억원	5,562	5,596	5,632	7,283	5,562	5,596	5,632	6,899	23,366	24,073	23,690	23,690
감가상각비	십억원	2,120	2,131	2,195	2,251	2,120	2,131	2,195	2,251	7,869	8,697	8,697	8,697
수선유지비	십억원	416	530	520	647	416	530	520	647	1,972	2,111	2,111	2,111
지급수수료	십억원	257	290	268	330	257	290	268	330	1,029	1,143	1,143	1,143
경상개발비	십억원	141	178	181	222	141	178	181	222	706	722	722	722
기타영업비용	십억원	2,629	2,469	2,468	3,834	2,629	2,469	2,468	3,450	11,791	11,400	11,016	11,016
매출원가	십억원	13,130	11,450	12,780	14,990	14,287	12,785	13,592	14,398	45,550	52,350	55,062	53,097
판매비	십억원	553	629	635	694	719	624	659	708	2,639	2,512	2,709	2,594
영업이익	십억원	1,463	846	2,773	-129	631	13	2,621	719	12,002	4,953	3,984	7,356
영업이익률	%	9.7%	6.5%	17.1%	-0.8%	4.0%	0.1%	15.5%	4.5%	19.9%	8.3%	6.5%	11.7%
금융손익	십억원	-412	-311	-448	-426	-365	-365	-365	-365	-1,646	-1,597	-1,460	-1,430
지분법손익	십억원	161	-55	-198	-16	0	0	0	0	-137	-108	1	1
기타영업외손익	십억원	178	102	61	26	75	75	75	75	295	367	301	301
세전이익	십억원	1,390	583	2,187	-545	341	-277	2,331	429	10,513	3,614	2,825	6,228
법인세비용	십억원	490	224	658	801	75	-61	513	94	3,365	2,173	621	1,370
법인세율	%	35.2%	38.5%	30.1%	-146.9%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	32.0%	60.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	십억원	900	359	1,529	-1,347	266	-216	1,818	335	7,148	1,441	2,203	4,858
지배주주순이익	십억원	867	327	1,493	-1,388	261	-211	1,782	328	7,049	1,299	2,159	4,760
지배주주순이익 비중	%	96.3%	91.2%	97.6%	103.1%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.6%	90.1%	98.0%	98.0%

자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력 주요 가정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
전력판매량	GWh	132,178	119,228	130,900	125,441	135,330	122,071	134,021	128,432	497,039	507,747	519,853	531,159
발전전력량	GWh	110,174	99,730	112,584	104,873	105,449	100,501	116,478	120,621	435,091	427,361	443,049	479,439
발전설비가동률	%	64.3%	56.0%	62.1%	57.8%	59.3%	55.8%	62.7%	64.5%	65.8%	60.0%	60.6%	63.3%
수력	%	10.5%	10.9%	14.0%	9.5%	9.5%	10.0%	13.6%	6.1%	8.4%	11.2%	9.8%	10.5%
유류	%	29.4%	10.8%	17.4%	22.3%	45.3%	23.6%	24.0%	35.7%	50.6%	19.9%	32.1%	23.0%
LNG	%	28.0%	18.8%	27.6%	30.6%	40.1%	28.0%	33.0%	33.7%	32.8%	26.3%	33.7%	33.0%
석탄	%	87.0%	69.4%	83.1%	75.3%	78.2%	69.3%	80.0%	82.0%	84.5%	78.5%	77.4%	78.0%
신재생	%	54.7%	40.0%	47.0%	39.4%	47.2%	37.7%	33.3%	39.8%	22.2%	44.8%	39.2%	47.1%
원자력	%	77.4%	80.2%	73.3%	68.0%	58.8%	71.6%	76.0%	78.5%	83.7%	74.7%	71.5%	81.6%
연료단가	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유류	원/ℓ	461	521	491	487	517	543	548	548	360	484	536	541
LNG	천원/t	702	629	624	671	711	747	754	754	595	661	741	745
석탄	천원/t	120	121	122	124	125	126	126	126	94	122	126	124
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	4,831	4,135	4,875	5,065	14,042	16,509	18,907	19,045
유류	십억원	224	107	136	179	378	209	217	322	1,119	647	1,126	815
LNG	십억원	1,054	586	842	1,107	1,429	1,072	1,321	1,341	3,925	3,589	5,164	5,420
석탄	십억원	2,649	2,295	2,972	2,870	2,803	2,580	3,025	3,073	7,522	10,785	11,480	11,401
원전연료	십억원	314	324	284	263	222	274	312	329	1,194	1,186	1,137	1,408
기타	십억원	50	54	102	97	107	117	127	137	286	303	486	646
구입전력량	십억원	31,932	28,354	30,800	35,317	39,529	29,710	29,678	23,575	103,488	126,403	122,493	98,138
전력구입단가	원/kWh	112	97	101	103	108	113	114	114	95	103	112	113
시장IPP	원/kWh	111	96	100	102	108	113	115	115	93	102	112	113
PPA	원/kWh	117	112	117	110	110	110	110	110	112	114	110	110
KRW/USD Exchange Rate	KRW/USD	1,153	1,130	1,133	1,107	1,075	1,079	1,079	1,079	1,161	1,131	1,078	1,079
Dubai Crude Oil [4M Lag]	USD/bbl	45	53	51	48	57	63	63	63	40	49	61	62
Australia Coal [3M Lag]	USD/t	95	82	80	95	98	106	105	105	56	88	104	103

자료: 하이투자증권

Summary : 상저하고의 실적, 원전이용률이 핵심

‘18년 상반기 동사의 실적은 원전 및 석탄발전소 이용률 하락으로 인해 부진 할 것이다. 다만 역사적으로 낮은 수준의 밸류에이션 매력을 바탕으로 하반기 실적개선 시점에서 투자를 권고한다.

1Q18 매출액과 영업이익은 각각 15.6조원(YoY% +3.8%), 6,312억원(YoY% -56.9%)를 기록할 것으로 전망한다. 1Q18에는 지난 4Q17로부터 이연된 원전 예방정비 영향으로 인해 원자력발전 이용률이 하락한다. 원자력 발전 이용률 하락으로 인해 발전량이 부족해지면 LNG 발전량이 확대될 수 밖에 없고, LNG 발전 비중의 확대는 곧 1) 연료비 상승 및 2) 구입전력비 상승으로 인한 수익성 악화를 의미한다.

2Q18 매출액과 영업이익은 각각 13.4조원(YoY% +3.8%), 133억원(YoY% -98.4%)를 기록할 것으로 전망한다. 2Q18에는 3~6월간 예정되어 있는 노후 석탄발전소 5기에 대한 가동 중단이 예정되어 있어, 마찬가지로 LNG 발전 비중이 확대되며 수익성이 악화될 것이다. 뿐만 아니라 4월에 예정되어 있는 석탄개소세 인상(+6원/kg)도 연료비 인상으로 반영되며 수익성에 부정적인 요인으로 작용할 것이다.

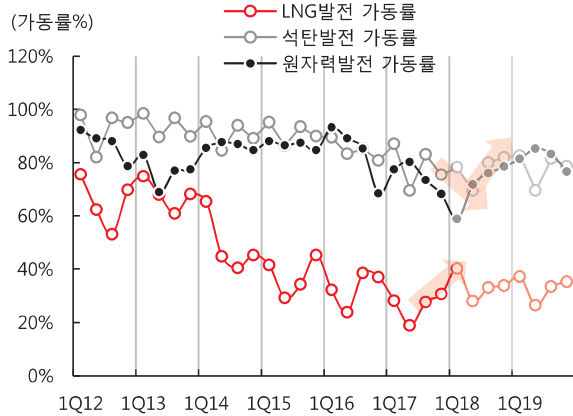
‘17년말 상승하기 시작한 유가 및 석탄 가격의 강세도 ‘18년 상반기 실적에 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 석탄 연료단가는 호주 열연탄 스팟 가격에 3개월 후행하며, LNG 연료단가는 두바이 등의 국제 유가에 4~5개월 후행한다. 따라서 누적된 호주 석탄 가격 및 국제 유가 상승분이 연료단가에 반영될 것이다.

그러나, 하반기에는 다음과 같은 긍정적 요인이 실적 개선을 견인할 것이다. 하반기 한국전력공사의 실적 개선 요인은 1) 예방정비기간 종료에 따른 원전 이용률 회복, 2) 노후 석탄발전소 재가동에 따른 석탄발전소 이용률 회복, 3) 신규 원전[신고리#4, 신한울#1] 가동 개시에 따른 기저발전 확대, 4) 하반기 인플레이션 모멘텀 둔화에 따른 연료비 안정화이다. 또한 1) 6월말 총괄원가 계산 이후 산업용 전기요금 인상 가능성 및 2) 지난 2월말 연구 용역이 마무리된 전력구입비 연동제 도입 가능성도 하반기 실적에 긍정적인 요인이다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 114,233원에 Target PBR 0.35x [12M Fwd ROE 3.0%, COE 8.4%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.9x 수준이다.

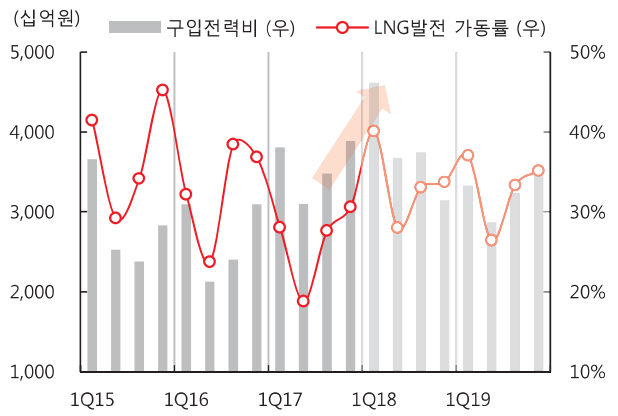
Key Charts : 상저하고의 실적, 원전이용률이 핵심

(그림) 한국전력 발전기별 이용률 추이 및 전망: 1) 1Q18 원전 예방 정비 이연으로 원자력발전 이용률 하락 및 2) 2Q18 노후 석탄 발전소 5기 가동중단으로 인해 '18년 상반기 LNG발전의 이용률이 상승한다.



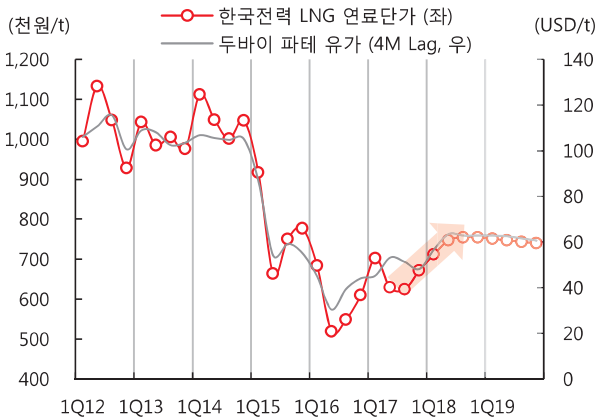
자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력 구입전력비 및 LNG발전 이용률 추이 및 전망: 원자력·석탄발전 이용률이 떨어질 때 LNG발전 이용률과 구입전력비가 동시에 늘어난다.



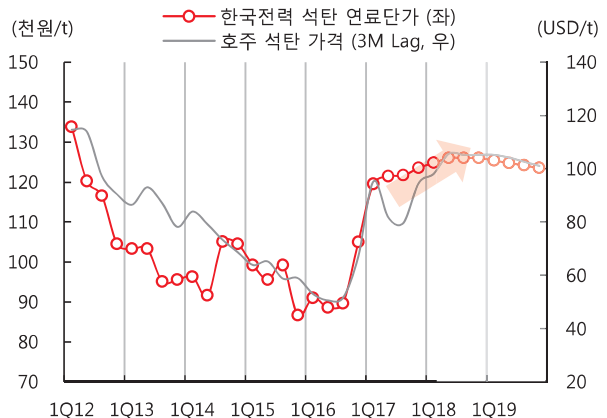
자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력 LNG 연료단가 및 두바이 유가 추이: 한국전력의 LNG 연료단가는 두바이 파테 유가를 4-5개월 후행한다.



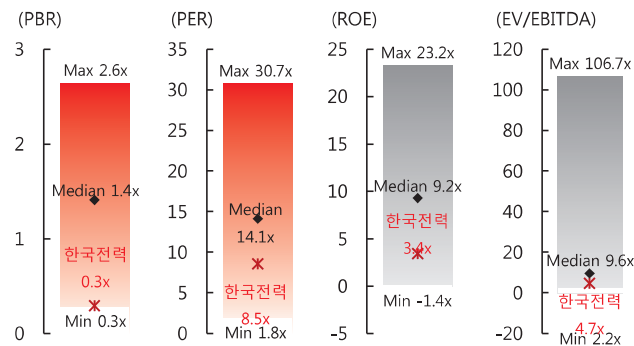
자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력 석탄 연료단가 및 호주 석탄 가격 추이: 한국전력 석탄 연료단가는 호주 석탄 가격을 3개월 후행한다.



자료: 하이투자증권

(그림) 한국전력 및 GICS기준 Global Peergroup 100社の Valuation Multiples



자료: 하이투자증권

(그림) Macro Environment, Company Earnings, Historical Valuation, Global Peers Valuation을 이용한 투자판단: 매크로 환경 및 실적이 개선되는 3Q18을 기점으로 한국전력 매수 추천

구분	평가	Comment
Macro Environment	Bad until 3Q18	상반기까지는 글로벌 인플레이션 모멘텀 지속에 따라 연료비 지속 상승. 하반기부터 글로벌 기준금리 인상에 따라 환경 개선
Earnings Momentum	Bad until 3Q18	상반기는 원전 예방정비 이연과 노후 석탄발전소 가동 중단으로 실적 악화 불가피. 하반기는 신규 원전 가동등으로 실적 개선
Historical Valuation	Good	현재 주가는 PBR 0.28x 수준으로 '00년 이후 최저점 근접. Upside 충분
Global Peers Valuation	Good	동사의 Peergroup 대비 낮은 PBR은 낮은 수준의 ROE에 근거하나, 하반기부터 실적 개선으로 밸류에이션 상향 가능

자료: 하이투자증권

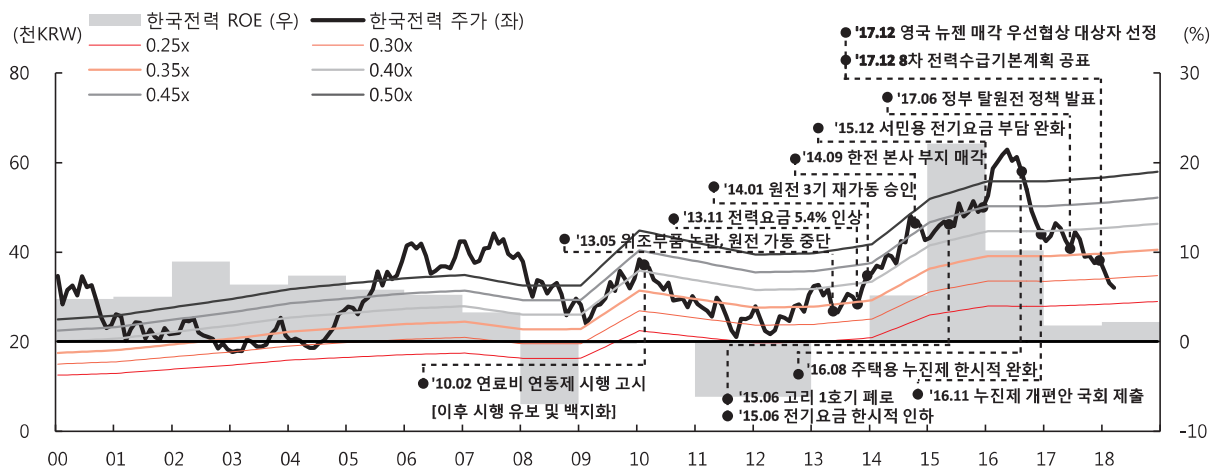
Macro Play : 국제유가 하락 구간에서 Buy

한국전력의 상대수익률에 영향을 미치는 변수들은 1) 환율 및 2) 국제 유가이다. 동사가 보유한 5개의 발전자회사들이 원재료의 대부분을 해외에서 수입해오기 때문에, 원달러 환율의 상승은 곧 원재료 수입단가의 상승으로 이어진다. 국제 유가는 동사의 발전원료인 LNG·중유·석탄 등의 가격에 영향을 미친다 [국제유가 대비 석탄 가격 3~4개월 지연, LNG 가격 4~5개월 지연]. 따라서 국제유가 하락 국면에서 동사의 상대수익률은 강세를 보인다.

국제 유가 하락으로 인한 연료비 하락 효과가 동사의 상대수익률에 미치는 영향이 환율 하락으로 인한 수입단가 하락 효과보다 크다. 일반적으로 환율과 국제유가는 역의 상관 관계를 가지고 있기 때문에 반대로 움직인다. 예를 들면, 동사의 경우 국제유가 하락에 따른 연료비 하락 효과와 환율 상승에 따른 수입단가 상승 효과가 동시에 나타난다. 그러나 국제유가 하락 효과가 환율 상승효과를 압도하기 때문에, 국제유가 하락 국면에서 동사의 상대수익률은 환율 상승에도 불구하고 강세를 보인다.

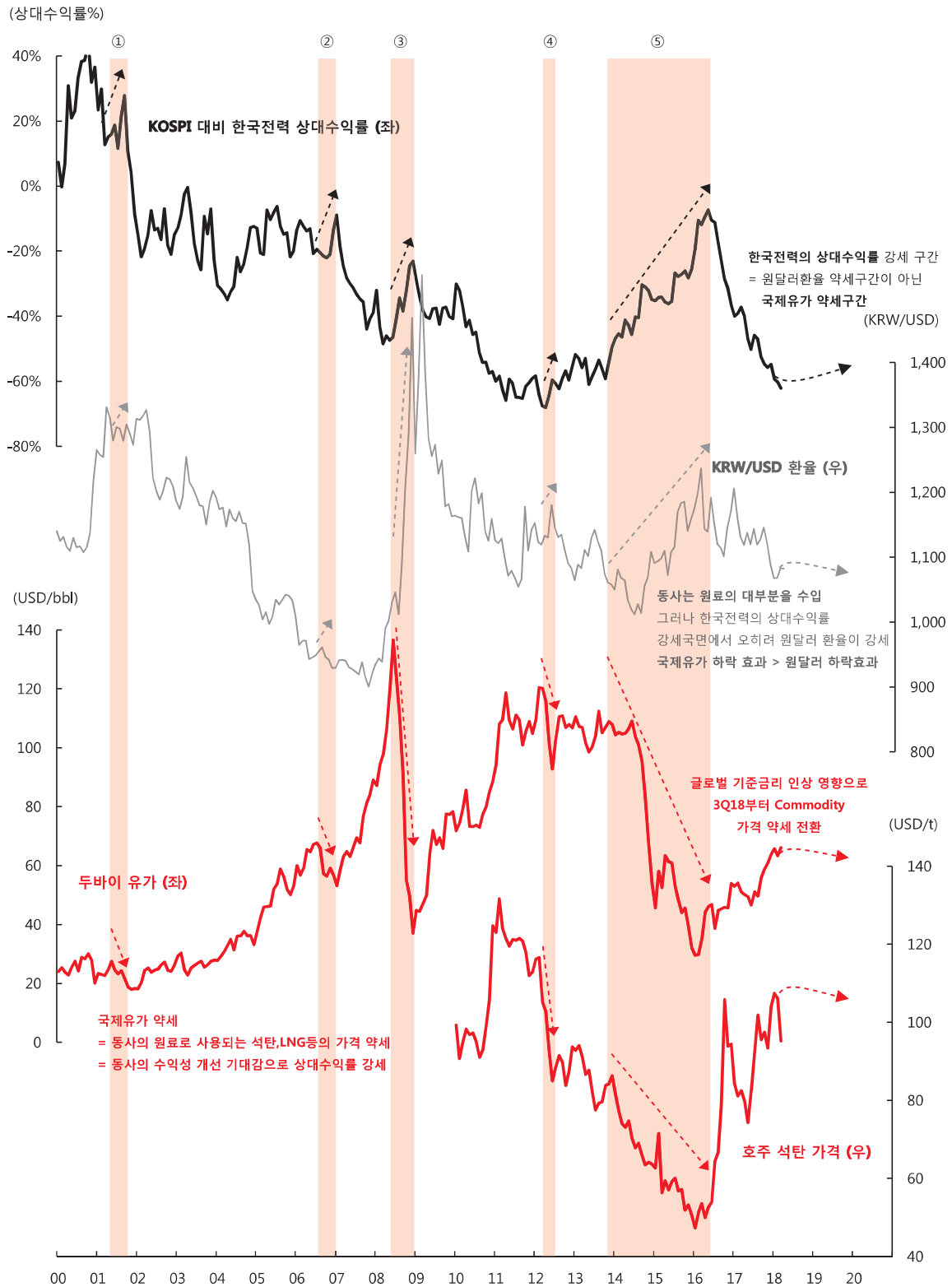
매크로 관점에서 인플레이션 모멘텀이 유지되는 2Q18까지 동사의 상대수익률은 약세를 보일 것이다. 그러나 글로벌 금리인상에 따라 인플레이션 모멘텀이 둔화되는 3Q18부터는 동사의 상대수익률이 강세 전환할 것으로 전망한다. 동사의 연료단가는 석탄·LNG 등의 연료가격이 국제유가에 3~5개월 후행함에 따라 4Q17부터 하락할 것이다.

〈그림〉 한국전력 PBR/ROE Band Chart



자료: 하이투자증권, Dataguide

〈그림〉 KOSPI 대비 한국전력 상대수익률 및 관련 매크로 지표 분석 : 한국전력의 주가는 원달러 환율 강세 구간이 아닌 원유, 석탄등의 Commodity 가격 약세 구간에서 시장을 Outperform. 원달러 환율 강세로 인한 원화기준 원재료 수입단가 하락 효과 보다는, 인플레이션 모멘텀 둔화 구간에서의 Commodity 가격 약세로 인한 수익성 개선 기대감이 동사의 주가를 부양하는 주요 원인임을 재확인. 3Q18부터 글로벌 기준금리 인상으로 따른 유동성 축소는 Commodity 가격의 하락을 유도할 것으로, 동 시점이 동사의 수익성 개선 및 주가 회복 시점이 될 것으로 전망



자료: 하이투자증권, Bloomberg

기업 분석

총괄원가로 정해지는 전기요금

한국전력은 국내 독점 전력공급자으로써 사업 목적이 이윤 추구가 아닌 안정적인 전력의 공급에 있다. 따라서 원칙적으로는 전기요금이 전력의 생산·공급에 소요되는 비용을 보상해 주는 수준에서 결정된다. 이때 전기를 생산·공급하기 위하여 소요 되는 제반 비용을 『총괄원가』, 전기 판매수익을 『총수입』이라 칭한다. 계산된 총괄원가를 목표 전력 공급량으로 나누어 전기요금을 산정한다. 즉 총괄원가가 총수입보다 높을 경우 전기요금 인상을, 반대의 경우에는 요금 인하를 통해 전력의 생산·판매에 관련된 수익과 비용이 일치하도록 유도한다.

총괄원가는 1) 적정원가와 2) 적정투자보수의 합산이다.

적정원가란 영업비용, 영업외비용, 법인세비용의 합산에서 영업외수익을 제한 비용이다. 적정원가의 구성 항목 중 연료비와 구입전력비가 총괄원가의 80%이상을 점유한다. 연료비는 한국전력의 6개 발전자회사에서 구입하는 원전연료·석탄·LNG·중유 등을 포함한다. 구입전력비는 민간발전사(IPP, Independent Power Producer) 및 PPA(Power Purchasing Agreement)를 통해 전력을 구매하는 비용을 일컫는다.

적정투자보수란 전기를 생산·공급하기 위하여 직접 활용되고 있는 자산에 대한 적정한 보수이다. 적정투자보수는 1) 요금기저와 2) 적정투자보수율을 곱해서 계산된다. 요금기저는 설비자산, 운전자금의 합계에서 자산재평가 차액을 제한 금액이며, 적정투자보수율은 타인자본과 자기자본의 보수율(CAPM)을 가중평균해 계산한다.

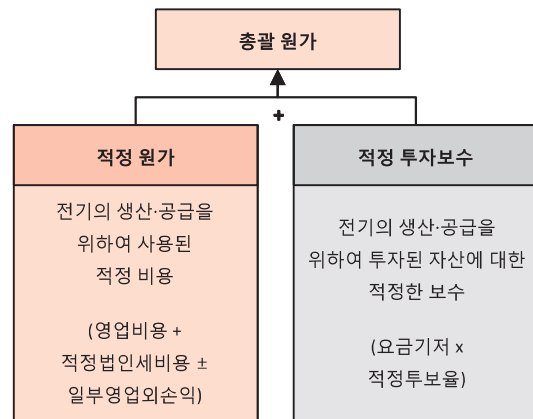
〈그림〉 한국전력 전기요금 산정 구조

- I. 총괄원가(1+2)**
1. 적정원가(①+②+③+④)
 ① 영업비용
 a 구입전력비
 b 인건비
 c 판매비와 일반관리비
 - 간접부서의 경비
 - 연구관련 경비
 - 판매수수료 등
 d 기타 경비
 - 감가상각비
 - 지급수수료
 - 수선유지비 등
 ② 영업외비용
 ③ 법인세비용
 ④ 영업외수익 (차감항목)
2. 적정투자보수(①x②)
 ① 요금기저
 ② 적정투자보수율

=

- II. 총수입(1x2)**
 1. 판매량(GWh)
 2. 적용단가(원/KWh)

〈그림〉 총괄원가는 적정원가와 적정 투자보수의 합계



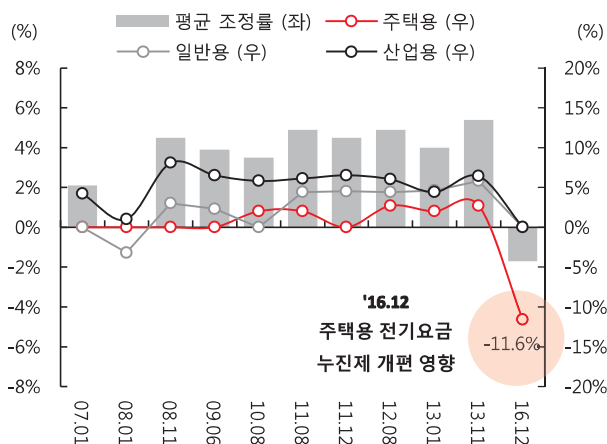
P의 상승은 하반기에 기대해보자

전술하였듯이 전기요금(P)은 전기공급에 소요된 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정된다. 원칙적으로는 동사가 전기요금산정기준에 따라 총괄원가를 산정하고, 요금조정이 필요한 경우 산업통상부의 인가를 받아 진행한다. 다만 전기의 공공재적 성격으로 인해 원자재 가격 상승 시점에 적절한 수준의 전기요금 인상이 어려울 수 있다. 또한 전기요금은 공공요금으로써 물가와 밀접한 관계에 있기 때문에, 인플레이션에 대한 정부의 정책 기조 또한 전기요금 조정에 영향을 미친다.

석탄, 석유 등의 원자재 변동폭이 크게 확대되었던 '08년의 금융위기 및 '14-'16년의 세월호로 인한 유가급락 시기에 전기요금 조정이 없었다. <그림> 2016년 12월 주택용 전기요금 누진제 6단계→3단계 개편으로 인한 전기요금 인하 이후 현재까지 전기요금 조정이 이루어지지 않았다. 그러나 최근 1) 유가, 석탄 등의 원자재 가격 상승, 2) 원전의 예방정비기간 확대, 3) 노후석탄발전소의 봄철 가동중단으로 인한 발전Mix 악화로 전기요금 인상 필요성이 제기되고 있다. 지난 2Q13 이후 지속적으로 영업흑자를 기록하였던 동사는 최근 연료비 상승 및 발전Mix 악화로 인해 4Q17 영업적자를 기록하였다.

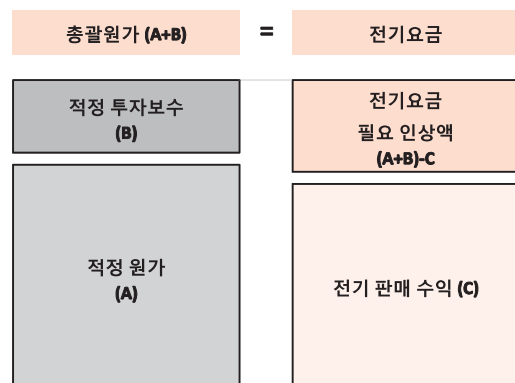
당사는 '18년 하반기에 전기요금 가능성이 높다고 판단한다. 4Q17의 영업적자가 오히려 '18년 하반기 전기요금 인상 가능성에 힘을 실어줄 것이며, 동사에서도 전기요금 개편이 '18년 6월 말까지 총괄원가 계산 이후 하반기부터 검토될 것이라고 전하고 있다. 특히 상대적으로 낮은 수준의 산업용 전기요금 인상 가능성이 높다.

<그림> 전기요금 조정 실적



자료: 하이투자증권

<그림> 총괄원가를 기준으로 한 전기요금 조정



자료: 하이투자증권

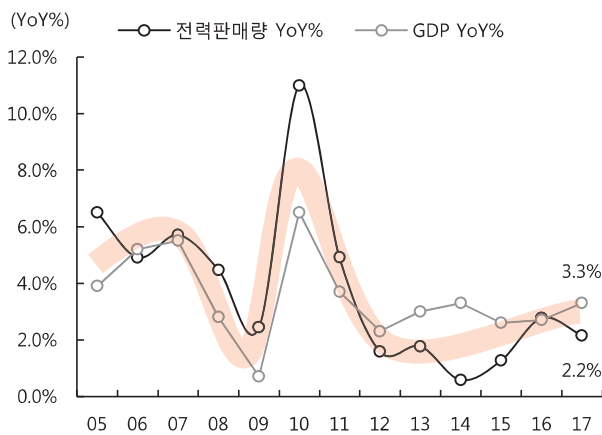
Q의 증가세는 지속 둔화 될 것

당사는 국내 전력판매량(Q)의 증가세가 지속적으로 둔화될 것이라 전망한다. 전력판매량(Q)을 추정할 때 주요 변수는 1) 경제성장률(GDP) 전망, 2) 인구 전망, 3) 기온 전망이다. 가장 중요한 변수는 경제성장률인데, 기획재정부에 따르면 국내 경제성장률은 '16년 2.8%에서 '31년 1.6%로 크게 둔화될 전망이다. 통계청에서 제공하는 인구 전망 또한 '16년 5,125만명에서 '31년 5,296만명으로 연평균증가율이 0.2%로 저조한 수준이다. 산업통상부에서는 이러한 전망을 바탕으로 기준수요를 예측하는데, 전력소비량 증가율이 '17년 2.2%에서 '31년 1.3%로 크게 낮아진다.

그런데 정부의 전력 수요관리로 인해 전력소비 증가율이 '31년 1.3%에서 0.2%로 한차례 더 낮아진다. 제8차 전력수급기본계획을 통해 산업통상부가 밝힌 전력 수요관리 방안은 다음과 같다. 1) 에너지효율 향상, 2) 에너지관리시스템(EMS) 적용, 3) 자가용 태양광 보급, 4) 수요자원(DR) 시장 확대, 5) 수요관리 이행 제도 강화, 6) 빅데이터 등의 ICT 기술 활용이다.

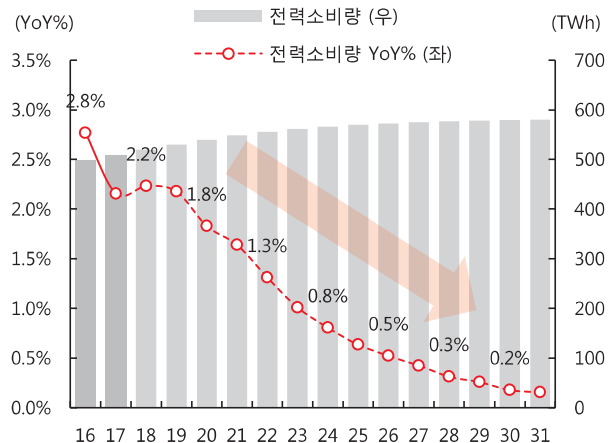
향후 전기차의 등장으로 전력소비량 증가 가능성이 대두되고 있으나 전력소비량에 미치는 영향은 미미할 것이다. 산업통상부에 따르면 '30년까지 전기차 100만대 보급목표 달성으로 인한 전력소비 증가량은 3.2TWh에 그친다. ['17년 전력소비량 508TWh 대비 0.64%] 오히려 ICT, 빅데이터등의 4차산업도구들이 에너지효율 개선을 유도함에 따라 전력소비량 증가세의 둔화가 예상된다. 참고로, ICT 3법칙 중 하나인 '쿠미의 법칙'에 따르면 기기가 어떤 동작을 수행하는 데 필요한 에너지가 18개월 마다 절반씩 줄어든다.

〈그림〉 국내 GDP YoY% 및 전력판매량 YoY% 추이



자료: 하이투자증권

〈그림〉 전력소비량 및 전력소비량 YoY% 전망

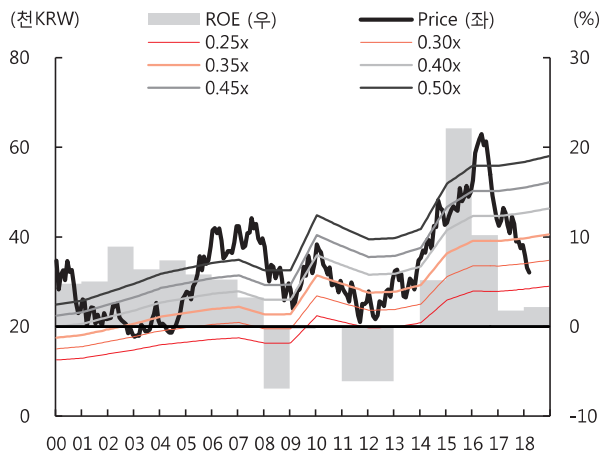


자료: 하이투자증권

Valuation

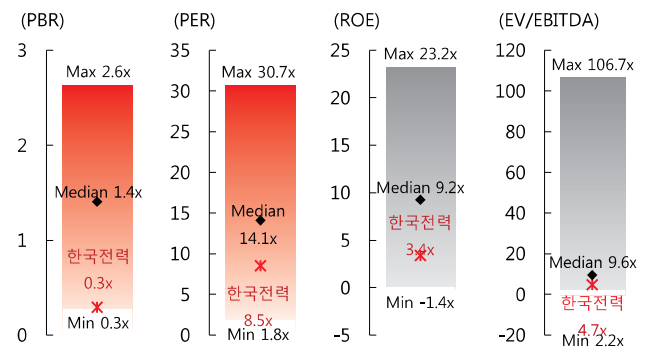
투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 114,233원에 Target PBR 0.35x [12M Fwd ROE 3.0%, COE 8.4%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.9x 수준이다.

〈그림〉 한국전력 PBR/ROE Band Chart.



자료: 하이투자증권

〈그림〉 한국전력 및 GICS기준 Global Peergroup 100社の Valuation Multiples



자료: 하이투자증권

〈그림〉 Macro Environment, Company Earnings, Historical Valuation, Global Peers Valuation을 이용한 투자판단: 매크로환경 및 실적이 개선되는 3Q18을 기점으로 한국전력 매수 추천

구분	평가	Comment
Macro Environment	Bad until 3Q18	상반기까지는 글로벌 인플레이션 모멘텀 지속에 따라 연료비 지속 상승. 하반기부터 글로벌 기준금리 인상 등에 따라 환경 개선
Earnings Momentum	Bad until 3Q18	상반기는 원전 예방정비 지연과 노후 석탄발전소 가동 중단으로 실적 악화 불가피. 하반기는 신규 원전 가동등으로 실적 개선
Historical Valuation	Good	현재 주가는 PBR 0.28x 수준으로 '00년 이후 최저점 근접. Upside 충분
Global Peers Valuation	Good	동사의 Peergroup 대비 낮은 PBR은 낮은 수준의 ROE에 근거하나, 하반기부터 실적 개선으로 밸류에이션 상황 가능

자료: 하이투자증권

〈그림〉 한국전력 목표주가 산정 Table: 목표주가는 12M Fwd BPS 114,233원에 Target PBR 0.35x [12M Fwd ROE 3.0%, COE 8.4%]를 적용하여 산출하였다. 목표주가는 12M Fwd PER 11.9x 수준이다.

Target PBR (ROE/COE)	0.35x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	3.0%
자기자본비용 (COE, CAPM)	8.4%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.0%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.4463
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	14.4%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	16.4%
BPS (12M Fwd)	114,233
Target Price (12M)	40,000
Implied Target Price (12M)	40,400
Closing Price (03/23)	31,350
Upside	27.6%

자료: 하이투자증권

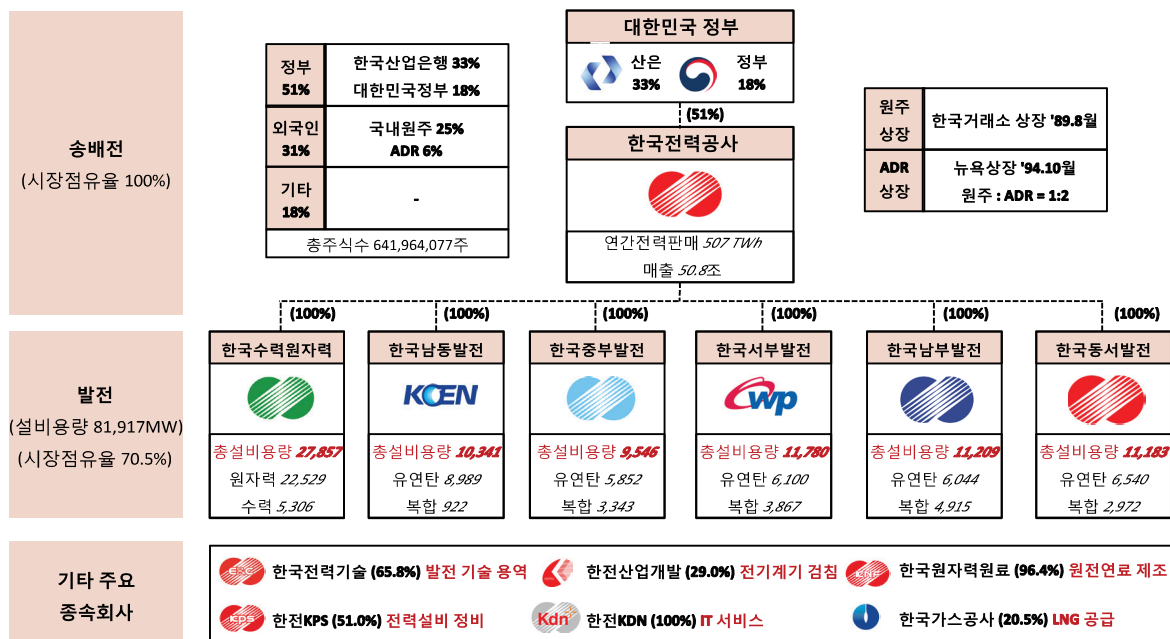
지배 구조 및 주요 사업 현황

한국전력은 한국전력공사법에 의거하여 지난 1982년 1월에 설립되었고, 국내 전력자원의 개발, 발전, 송전, 변전 및 배전 사업을 영위하고 있다. 동사는 국내 전력판매 독점사업자이며, 전력거래소를 이용한 안정적인 전력조달을 사업목표로 하고 있다. 동사의 최대주주는 대한민국 정부(51.1%)로써, 산업은행이 32.9%, 정부가 18.2%의 한국전력 지분을 소유하고 있다. 국내 상장일자는 지난 1989년 8월 10일이었으며, 1994년 10월 뉴욕거래소에도 ADR(미국예탁증권)로 상장되었다.

발전자회사로 한국수력원자력, 한국남동발전, 한국중부발전, 한국서부발전, 한국남부발전, 및 한국동서발전을 보유하고 있다. 동 발전6사의 설비용량은 81,917MW로 국내 총 설비용량 116,074MW의 70.5%를 차지하고 있다. 한국수력원자력이 원자력 및 수력 발전사업을, 나머지 5개 발전자회사는 석탄위주의 발전사업을 영위하고 있다.

기타계열사로는 한국전력기술(65.8%, 발전기술 용역), 한전KPS(51.0%, 전력설비 정비), 한전산업개발(29.0%, 전기기기 검침), 한전KDN(100.0%, IT서비스), 한국원자력원료(96.4%, 원전연료 개발·제조), 한국가스공사(20.5%, LNG 공급)등을 보유하고 있다.

〈그림〉 한국전력 주요사업 및 관계회사 현황



자료: 하이투자증권

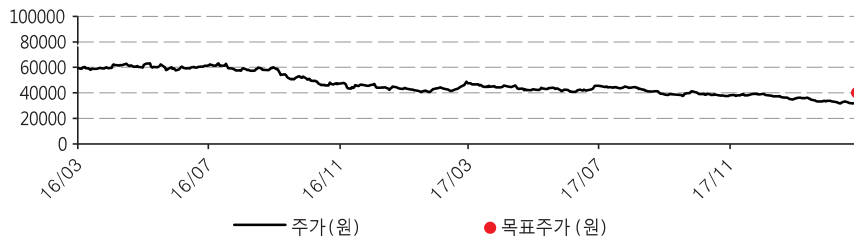
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
유동자산	19,709	19,142	19,808	20,160	매출액	60,190	59,815	61,755	63,047
현금 및 현금성자산	3,051	2,370	2,420	2,468	증가율(%)	2.1	-0.6	3.2	2.1
단기금융자산	2,684	1,971	1,971	1,971	매출원가	45,550	52,099	55,062	53,097
매출채권	8,720	8,821	9,242	9,417	매출총이익	14,641	7,716	6,693	9,950
재고자산	5,479	6,002	6,197	6,326	판매비와관리비	2,639	2,763	2,709	2,594
비유동자산	158,129	162,647	165,121	166,831	연구개발비	189	212	219	224
유형자산	145,743	150,882	153,543	154,246	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	983	1,190	1,202	1,213	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	177,837	181,789	184,929	186,991	영업이익	12,002	4,953	3,984	7,356
유동부채	24,739	23,424	24,548	24,589	증가율(%)	5.8	-58.7	-19.6	84.6
매입채무	2,610	2,937	3,032	3,096	영업이익률(%)	19.9	8.3	6.5	11.7
단기차입금	806	1,038	988	888	이자수익	242	206	209	211
유동성장기부채	8,134	8,085	9,185	9,685	이자비용	1,753	1,790	1,847	1,818
비유동부채	80,047	85,400	85,720	83,390	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	42,926	43,189	44,189	43,189	기타영업외손익	295	367	301	301
장기차입금	1,774	2,435	2,135	1,835	세전계속사업이익	10,513	3,614	2,825	6,228
부채총계	104,786	108,824	110,268	107,979	법인세비용	3,365	2,173	621	1,370
지배주주지분	71,724	71,681	73,334	77,587	세전계속이익률(%)	17.5	6.0	4.6	9.9
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	당기순이익	7,148	1,441	2,203	4,858
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	순이익률(%)	11.9	2.4	3.6	7.7
이익잉여금	53,174	53,371	55,023	59,276	지배주주귀속 순이익	7,049	1,299	2,159	4,760
기타자본항목	13,261	13,024	13,024	13,024	기타포괄이익	-2	-95	-	-
비지배주주지분	1,327	1,283	1,327	1,424	총포괄이익	7,146	1,347	2,203	4,858
자본총계	73,051	72,965	74,661	79,011	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	16,521	11,250	15,230	17,177	주당지표(원)				
당기순이익	7,148	1,441	2,203	4,858	EPS	10,980	2,023	3,364	7,416
유형자산감가상각비	8,881	9,660	10,250	10,493	BPS	111,725	111,660	114,233	120,859
무형자산상각비	80	114	138	139	CFPS	24,938	17,248	19,544	23,977
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,980	790	790	790
투자활동 현금흐름	-9,646	-12,607	-14,782	-13,067	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-11,821	-12,450	-12,911	-11,195	PER	4.0	15.5	9.3	4.2
무형자산의 처분(취득)	-124	-143	-150	-150	PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	18	799	-196	-196	PCR	1.8	1.8	1.6	1.3
재무활동 현금흐름	-7,637	746	1,075	-1,575	EV/EBITDA	3.6	4.8	5.0	4.0
단기금융부채의증감	-50	370	1,050	400	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-5,448	1,899	700	-1,300	ROE	10.2	1.8	3.0	6.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	34.8	24.6	23.3	28.5
배당금지급	-10	-11	-11	-11	부채비율	143.4	149.1	147.7	136.7
현금및현금성자산의증감	-732	-682	50	48	순부채비율	65.6	69.1	69.8	64.7
기초현금및현금성자산	3,783	3,051	2,370	2,420	매출채권회전율(x)	7.1	6.8	6.8	6.8
기말현금및현금성자산	3,051	2,370	2,420	2,468	재고자산회전율(x)	11.5	10.4	10.1	10.1

자료 : 한국전력, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한국전력)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	40,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-