

2018/05/15

한국전력(015760)

보릿고개를 한번 더 넘어야 한다

유틸리티 원민석

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

Buy (Maintain)

■ 1Q18 Review : 원전 가동률 하락으로 인한 실적 악화

동사의 1Q18 실적은 매출액 15조 7,060억원 (YoY +3.7%), 영업이익 -1,276억원 (YoY 적전)로 컨센서스를 크게 하회하는 실적을 기록하였다 [시장 컨센서스 영업이익 2,300억] <표1>. 실적 악화 이유는 1) 계획예방정비 이연·연장에 따라 원전 가동률이 54.9%로 낮은 수준을 기록하였으며 [YoY -19.3%p], 2) 국제석탄가격 상승에 따라 석탄 연료비단가가 상승하였고 [유연탄 12.4만원/t, YoY +6.8%], 3) 국제유가 상승에 따라 LNG 연료비단가가 상승하였기 때문이다 [79.5만원/t, YoY +13.3%]. 이에 따라 연료비와 구입전력비가 각각 YoY +26.6% / +30.1% 증가하며 동사의 수익성을 악화시켰다.

■ 2Q18 Preview : 영업손실이 불가피할 것

동사의 2Q18 실적도 매출액 13조 8,265억원 (YoY +7.0%), 영업이익 -5,227억원 (YoY 적전)로 악화된 실적을 기록할 것으로 전망한다. 실적 악화 이유는 다음 4가지로 압축된다. 1) 4월 석탄 개소세 인상 [30원/Kg → 36원/Kg]로 인해 연료비가 1,266억원 증가 [유연탄 2,110만톤 사용 가정할 것이다 <그림3>]. 2) 노후 석탄발전소 5기 가동 중단에 따라 석탄발전 가동률이 70%로 낮은 수준을 보일 것이다 [2Q17 69.4%] <그림4>. 3) 원전 계획예방정비 이연·연장에 따라 원전 가동률이 67.2%로 전년 동기대비 하락할 것이다 [2Q17 80.2%] <그림 4,9>. 4) 최근의 국제 석탄가격/유가의 상승이 국내 석탄·LNG 연료비단가의 상승으로 이어질 것이다 <그림5,6>.

■ 상반기 실적 악화 Vs. [남북경협 기대감 + 저평가 PBR 0.33x]

최근 동사의 주가 상승세를 이끌었던 것은 1) 남북경협 기대감과 2) PBR 0.33x의 낮은 Valuation이다 <그림7>. 남북경협 관련해서는 1) 개성공단 재개, 2) 동북아 슈퍼그리드 구축 및 3) 북한 전력사업 진출 가능성이 주가에 기대감으로 반영되었다. 그러나 전술한 상반기 실적 악화가 투자심리에 부담으로 작용할 것이다. 단기적으로 동사에 대해 보수적인 투자접근을 권고한다. 투자자의견 Buy, 목표주가 44,000원을 유지한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 114,331원에 Target PBR 0.36x [12M Fwd ROE 2.8%, COE 7.7%]를 적용하여 산출하였다. <그림8>.

목표주가(12M)	44,000원
종가(2018/05/14)	37,300원

Stock Indicator

자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	23,945십억원
외국인지분율	29.7%
배당금(2017)	790원
EPS(2018E)	1,918원
BPS(2018E)	112,787원
ROE(2018E)	1.7%
52주 주가	30,850~45,500원
60일평균거래량	1,555,042주
60일평균거래대금	53.5십억원

Price Trend



1Q18 Review : 보릿고개를 한번 더 넘어야 한다

<표 1> 한국전력 실적 추정 테이블

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,827	16,760	16,234	60,190	59,815	62,526	65,480
전기판매수익	십억원	13,943	11,706	15,121	13,880	14,718	12,361	15,380	14,572	54,305	54,650	57,031	59,550
기타매출	십억원	1,203	1,220	1,067	1,675	988	1,466	1,379	1,662	5,886	5,165	5,495	5,929
매출원가/판관비	십억원	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,349	14,364	15,173	48,189	54,862	59,720	58,209
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	5,434	4,915	5,414	4,928	14,042	16,509	20,691	18,930
구입전력비	십억원	3,830	3,116	3,447	3,887	4,879	3,657	3,136	2,752	10,781	14,280	14,424	13,893
기타	십억원	5,562	5,596	5,632	7,283	5,520	5,777	5,814	7,493	23,366	24,073	24,606	25,386
매출원가	십억원	13,130	11,450	12,780	14,990	15,075	13,682	13,700	14,462	45,550	52,350	56,919	55,498
판관비	십억원	553	629	635	694	759	667	664	711	2,639	2,512	2,801	2,711
영업이익	십억원	1,463	846	2,773	-129	-128	-523	2,395	1,061	12,002	4,953	2,806	7,271
영업이익률	%	9.7%	6.5%	17.1%	-0.8%	-0.8%	-3.8%	14.3%	6.5%	19.9%	8.3%	4.5%	11.1%
세전이익	십억원	1,390	583	2,187	-545	-262	-871	2,047	762	10,513	3,614	1,675	6,083
당기순이익	십억원	900	359	1,529	-1,347	-251	-653	1,535	625	7,148	1,441	1,256	4,562
지배주주순이익	십억원	867	327	1,493	-1,388	-277	-640	1,505	644	7,049	1,299	1,231	4,471
지배주주순이익 비중	%	96.3%	91.2%	97.6%	103.1%	110.7%	98.0%	98.0%	103.1%	98.6%	90.1%	98.0%	98.0%

자료: 하이투자증권

<그림 1> 한국전력 1Q18 잠정실적 및 컨센서스의 비교

(십억원)	1Q17	1Q18(a)	YoY%	컨센서스(b)	Gap(a/b-1)
매출액	15,146.6	15,706.0	3.7%	15,685.6	0.1%
영업이익	1,463.2	-127.6	-108.7%	230.0	N/A
지배주주순이익	866.9	-277.3	-132.0%	-81.9	N/A

자료: 하이투자증권

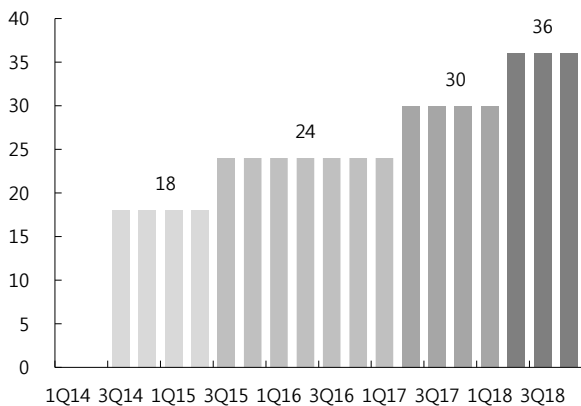
<그림 2> 한국전력 연간 실적 추정 변경 테이블

(십억원)	변경 전	변경 후	Chg%
매출액			
2018	62,668.0	62,526.4	-0.2%
2019	65,534.0	65,479.7	-0.1%
영업이익			
2018	3,812.0	2,805.9	-26.4%
2019	7,209.0	7,270.5	0.9%
지배주주순이익			
2018	1,943.0	1,231.2	-36.6%
2019	4,476.0	4,471.0	-0.1%

자료: 하이투자증권

<그림 3> 발전용 유연탄 개별소비세 추이 및 전망 : 4월부터 개별소비세가 30 원/Kg에서 36 원/Kg로 인상되었으며, 이로 인한 2Q18 연료비 증가분은 1,266 억원이다.

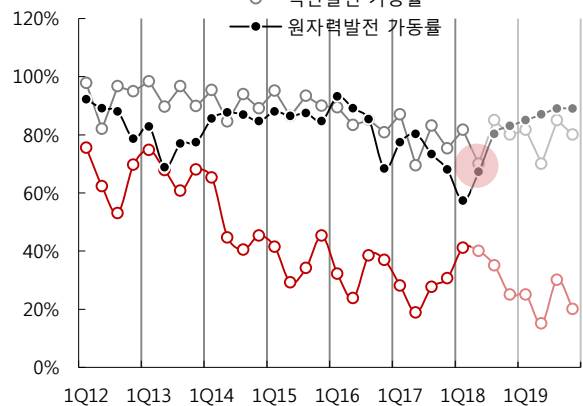
(원/kg)



자료: 하이투자증권

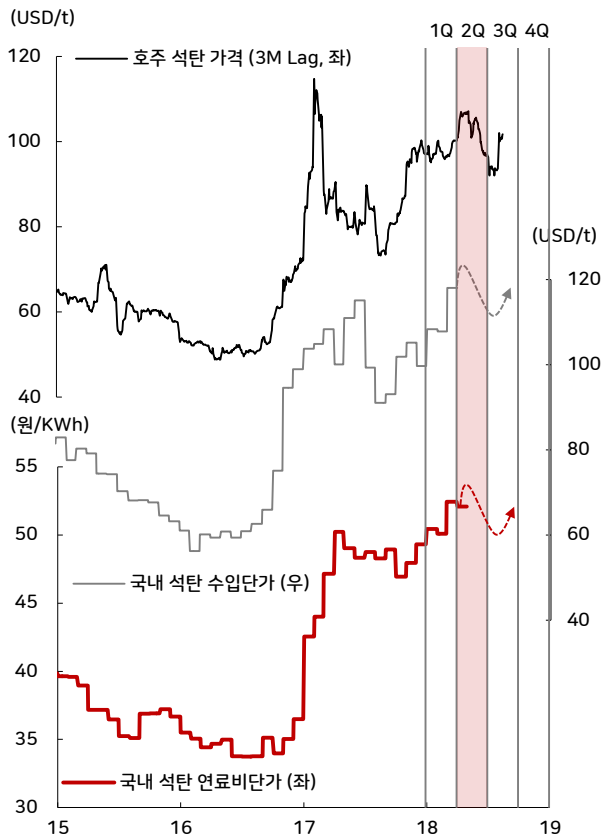
<그림 4> 한국전력공사의 발전원별 가동률 추이 및 전망 : 지난 2Q17의 석탄발전 가동률은 69.4%였고(계획예방정비 집중+6월 노후석탄발전소 가동중단), 2Q18의 가동률은 70.0%를 예상한다(3~6월 노후석탄발전소 가동중단).

(가동률%)



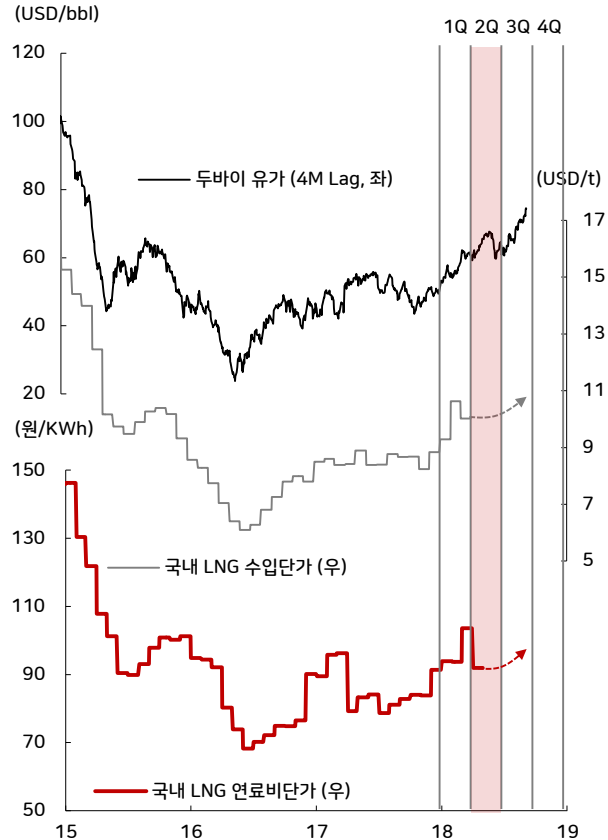
자료: 하이투자증권

<그림 5> 호주 석탄 가격 및 국내 석탄 수입단가 추이 : 국제 석탄가격 상승이 국내 석탄 연료비단가 상승 부담으로 작용할 것이다.



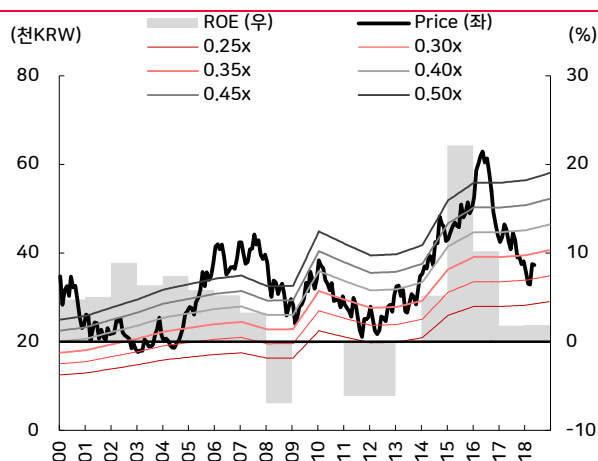
자료: 하이투자증권

<그림 6> 국제 유가 및 국내 LNG 수입단가 추이 : 국제유가 상승이 국내 LNG 연료비단가 상승 부담으로 작용할 것이다.



자료: 하이투자증권

<그림 7> 한국전력의 PBR/ROE Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 8> 한국전력 목표주가 산정 Table: 목표주가는 12M Fwd BPS 114,331 원에 Target PBR 0.36x [12M Fwd ROE 2.8%, COE 7.7%]를 적용하여 산출하였다.

Target PBR (ROE/COE)	0.36x
자기자본이익률 (ROE, 12M Fwd)	2.8%
자기자본비용 (COE, CAPM)	7.7%
Risk Free Return (Rf, 국채 5년물 수익률)	2.0%
Beta (β, KOSPI 수익률 대비)	0.3963
Market Risk Premium (MRP, Rm-Rf)	14.4%
Market Return (Rm, KOSPI 수익률)	16.4%
BPS (12M Fwd)	114,331
Target Price (12M)	44,000
Implied Target Price (12M)	41,400
Closing Price (05/14)	37,300
Upside	18.0%

자료: 하이투자증권

<그림 9> 한국전력 계획예방정비 기간에 따른 원전 가동률 추정

가정사항	-	-	-	단위	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
분기별 가용일자	-	-	-	일	92.0	92.0	90.0	91.0	92.0	92.0
최대 발전용량	-	-	-	GWh	48,861	48,861	47,799	48,330	51,952	52,982
가용 발전용량	-	-	-	GWh	36,614	32,867	26,868	32,479	43,238	45,562
현재 정비계획 기준 가동률 추정	-	-	-	가동률	74.9%	67.3%	56.2%	67.2%	83.2%	86.0%

구분	설비용량	상업운전일자	영구정지일자	단위	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
고리원자력본부										
고리 1호기	587.0	1978-04-29	2017-06-18	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고리 2호기	650.0	1983-07-25	-	일	0.0	0.0	0.0	74.0	73.0	0.0
고리 3호기	950.0	1985-09-30	-	일	92.0	92.0	90.0	41.0	0.0	0.0
고리 4호기	950.0	1986-04-29	-	일	92.0	92.0	90.0	14.0	0.0	0.0
신고리 1호기	1,000.0	2011-02-28	-	일	92.0	92.0	70.0	0.0	0.0	0.0
신고리 2호기	1,000.0	2012-07-20	-	일	0.0	0.0	39.0	33.0	0.0	0.0
한빛원자력본부										
한빛 1호기	950.0	1986-08-25	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	43.0	38.0
한빛 2호기	950.0	1987-06-10	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	76.0	6.0
한빛 3호기	1,000.0	1995-03-31	-	일	0.0	0.0	0.0	50.0	31.0	0.0
한빛 4호기	1,000.0	1996-01-01	-	일	92.0	92.0	90.0	91.0	92.0	92.0
한빛 5호기	1,000.0	2002-05-21	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	60.0
한빛 6호기	1,000.0	2002-12-24	-	일	79.0	92.0	30.0	0.0	0.0	0.0
한울원자력본부										
한울 1호기	950.0	1988-09-10	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	32.0	52.0
한울 2호기	950.0	1989-09-30	-	일	0.0	37.0	90.0	40.0	0.0	0.0
한울 3호기	1,000.0	1998-08-11	-	일	0.0	26.0	90.0	28.0	0.0	0.0
한울 4호기	1,000.0	1999-12-31	-	일	0.0	0.0	0.0	43.0	21.0	0.0
한울 5호기	1,000.0	2004-07-29	-	일	0.0	0.0	22.0	47.0	0.0	0.0
한울 6호기	1,000.0	2005-04-22	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	66.0
신한울1호기	1,400.0	2018-12-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
신한울2호기	1,400.0	2019-10-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
월성원자력본부										
월성 1호기	679.0	1983-04-22	-	일	92.0	92.0	90.0	77.0	0.0	0.0
월성 2호기	700.0	1997-07-01	-	일	0.0	0.0	9.0	55.0	0.0	0.0
월성 3호기	700.0	1998-07-01	-	일	0.0	0.0	0.0	19.0	36.0	0.0
월성 4호기	700.0	1999-10-01	-	일	0.0	0.0	66.0	0.0	0.0	0.0
신월성 1호기	1,000.0	2012-07-31	-	일	0.0	0.0	0.0	75.0	0.0	0.0
신월성 2호기	1,000.0	2015-07-24	-	일	10.0	92.0	83.0	0.0	0.0	0.0
새울원자력본부										
신고리 3호기	1,000.0	2016-12-20	-	일	0.0	0.0	78.0	51.0	0.0	0.0
신고리 4호기	1,400.0	2018-09-01	-	일	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,142	18,618	20,470	21,254
현금 및 현금성자산	2,370	1,009	2,126	2,601
단기금융자산	1,971	2,011	2,051	2,092
매출채권	8,821	9,346	9,745	9,899
재고자산	6,002	6,274	6,571	6,685
비유동자산	162,647	165,902	170,948	175,164
유형자산	150,882	154,324	158,362	162,372
무형자산	1,190	1,202	1,213	1,223
자산총계	181,789	184,519	191,418	196,418
유동부채	23,424	24,116	24,419	24,633
매입채무	2,937	3,070	3,215	3,271
단기차입금	1,038	988	938	888
유동성장기부채	8,085	8,715	9,345	9,975
비유동부채	85,400	86,690	89,230	90,770
사채	43,189	44,689	47,689	49,689
장기차입금	2,435	2,305	2,175	2,045
부채총계	108,824	110,806	113,649	115,403
지배주주지분	71,681	72,405	76,369	79,540
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,371	54,095	58,058	61,229
기타자본항목	13,024	13,024	13,024	13,024
비지배주주지분	1,283	1,308	1,400	1,475
자본총계	72,965	73,714	77,769	81,014

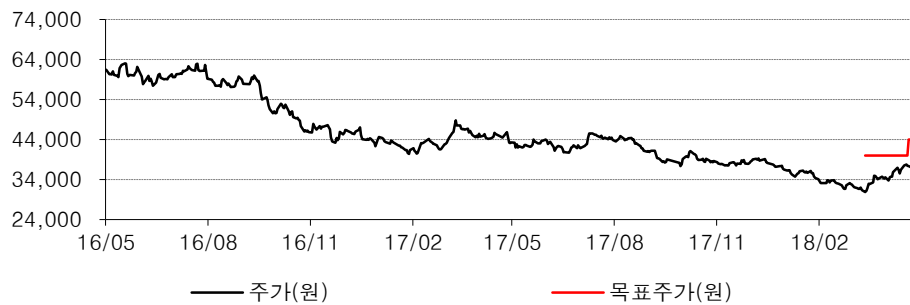
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	59,815	62,526	65,480	66,619
증가율(%)	-0.6	4.5	4.7	1.7
매출원가	52,099	56,919	55,498	57,560
매출총이익	7,716	5,607	9,982	9,059
판매비와관리비	2,763	2,801	2,711	2,813
연구개발비	212	222	232	236
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,953	2,806	7,271	6,246
증가율(%)	-58.7	-43.4	159.1	-14.1
영업이익률(%)	8.3	4.5	11.1	9.4
이자수익	206	143	198	223
이자비용	1,790	1,853	1,965	2,044
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	367	301	301	301
세전계속사업이익	3,614	1,675	6,083	5,004
법인세비용	2,173	419	1,521	1,251
세전계속이익률(%)	6.0	2.7	9.3	7.5
당기순이익	1,441	1,256	4,562	3,753
순이익률(%)	2.4	2.0	7.0	5.6
지배주주귀속 순이익	1,299	1,231	4,471	3,678
기타포괄이익	-95	-	-	-
총포괄이익	1,347	1,256	4,562	3,753
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	11,250	14,213	17,299	17,198
당기순이익	1,441	1,256	4,562	3,753
유형자산감가상각비	9,660	10,250	10,564	10,934
무형자산상각비	114	138	139	140
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12,607	-15,602	-16,515	-16,856
유형자산의 처분(취득)	-12,450	-13,691	-14,603	-14,943
무형자산의 처분(취득)	-143	-150	-150	-150
금융상품의 증감	799	-196	-196	-196
재무활동 현금흐름	746	1,275	2,775	1,775
단기금융부채의증감	370	580	580	580
장기금융부채의증감	1,899	1,370	2,870	1,870
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-682	-1,361	1,117	475
기초현금및현금성자산	3,051	2,370	1,009	2,126
기말현금및현금성자산	2,370	1,009	2,126	2,601

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,023	1,918	6,965	5,729
BPS	111,660	112,787	118,962	123,901
CFPS	17,248	18,098	23,637	22,979
DPS	790	790	790	790
Valuation(배)				
PER	18.9	19.4	5.4	6.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	2.1	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.1	5.9	4.4	4.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.8	1.7	6.0	4.7
EBITDA 이익률	24.6	21.1	27.4	26.0
부채비율	149.1	150.3	146.1	142.4
순부채비율	69.1	72.8	72.0	71.5
매출채권회전율(x)	6.8	6.9	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	10.4	10.2	10.2	10.1

자료 : 한국전력, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 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	-12.9%	-5.6%
2018-05-04	Buy	44,000	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-mail등을 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 간섭 없이 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 분쟁발생시 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 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-