

한국전력(015760)

- 국내 전력판매 독점사업자

▶ 한국전력, 국내 전력판매 독점 사업자

- 전력시스템은 전력을 생산하는 발전설비, 생산된 전력을 수송하고 분배하는 송전선로, 변전소, 배전선로 등 일련의 전기설비를 포괄한다. 국내 전력산업에서 동사는 송배전 및 판매를 담당하고 발전자회사와 민자발전사가 전력을 생산하여 전력거래소를 통해 거래하는 구조이다. 국내 전기 송배전을 독점하고 있으며 매출액은 판매전력량에 연동된다. 판매전력량은 전기사용량 증가로 완만한 상승, 판매단가는 정체가 예상된다. 석탄, 유가 등에 의한 원재료가와 환율이 주요변수이며 올해는 작년대비 실적 감익 구간 진입을 예상한다.

▶ 매수 투자 의견, 목표주가 5.2만원으로 커버리지 시작

- 올해 연결 실적은 매출액 61.1조원(+1.5% yoy) 영업이익 9.4조원(-21.5% yoy) 영업이익률 15.4%(-4.5%p yoy)를 예상한다. 원자재가 상승에 따른 원재료비 증가분, 주택용 요금 증가 등이 반영되는 가운데 기저발전 증가에 따라 손실폭이 일부 축소될 것으로 보인다. 매수 투자 의견과 목표주가 5.2만원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 올해 추정 BPS 119,941원에 과거 8년간의 평균 PBR인 0.43x를 적용하여 산정했다. 실적 감익 구간에 진입했지만 작년 하반기부터의 주가조정으로 상당부분 주가에 반영되었고 기저발전 증가 영향이 예상보다 클 수 있다. 해외 원전 모멘텀 부각도センチ멘털에 긍정적이다.

▶ 해외 원전センチ멘털 개선

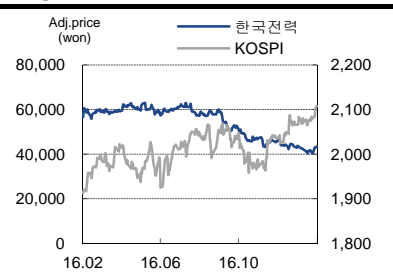
- 도시바(일)가 미국 원전사업에서의 손실이 7조원대로 증가하며 원전사업 철수가 진행 중이다. 도시바는 영국 무어사이드 원전 프로젝트에 2019 ~ 2025년까지 총 3.8GW 원전 3기를 짓는 프로젝트를 진행 중이다. 지분은 도시바가 60%, 엔지(프)가 40%를 보유하고 있다. 한전의 지분인수 가능성은 지켜봐야 하겠지만 지분 인수와 별개로 해외 경쟁감소로センチ멘털이 개선될 것으로 예상된다.

Rating	매수 (신규)
Target Price	52,000원
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(02/23)	2,108P
KOSDAQ(02/23)	618P
현재주가(02/23)	43,350원
시가총액	278,291억원
총발행주식수	64,196만주
120일 평균거래대금	6,832억원
52주 최고주가	63,000원
최저주가	40,350원
유동주식비율	48.9%
외국인지분율(%)	31.12%
주요주주	한국산업은행 외 2인(51.1%) 국민연금(6.8%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	57,474.9	5,787.6	2,799.0	2,686.9	4,360	9.8	0.5	6.6	10.1%	5.3%	3.2%
2015A	58,957.7	11,346.7	13,416.4	13,289.1	20,899	2.4	0.5	4.3	19.2%	21.9%	7.6%
2016F	60,190.5	12,001.6	7,148.3	7,081.5	11,135	4.0	0.4	3.7	19.9%	10.1%	5.7%
2017F	61,141.5	9,415.8	5,640.7	5,587.5	8,787	4.9	0.4	4.2	15.4%	7.5%	4.5%
2018F	62,474.4	9,870.9	6,214.0	6,155.5	9,680	4.5	0.3	4.0	15.8%	7.9%	4.7%

자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준.

■ 한국전력, 국내 전력판매 독점사업자

전력수요는 완만한 증가, 판매가격은 정체

동사는 전원개발 촉진, 전력수급 안정화, 국민경제 발전의 기여를 목적으로 ‘한국전력 공사법’에 의해 설립되었다. 설립목적에 따라 전력자원의 개발, 발전, 송전, 변전, 배전 및 이와 관련되는 영업, 연구 및 기술 개발, 해외사업, 투자 또는 출연, 보유 부동산 활용 사업 등을 수행한다.

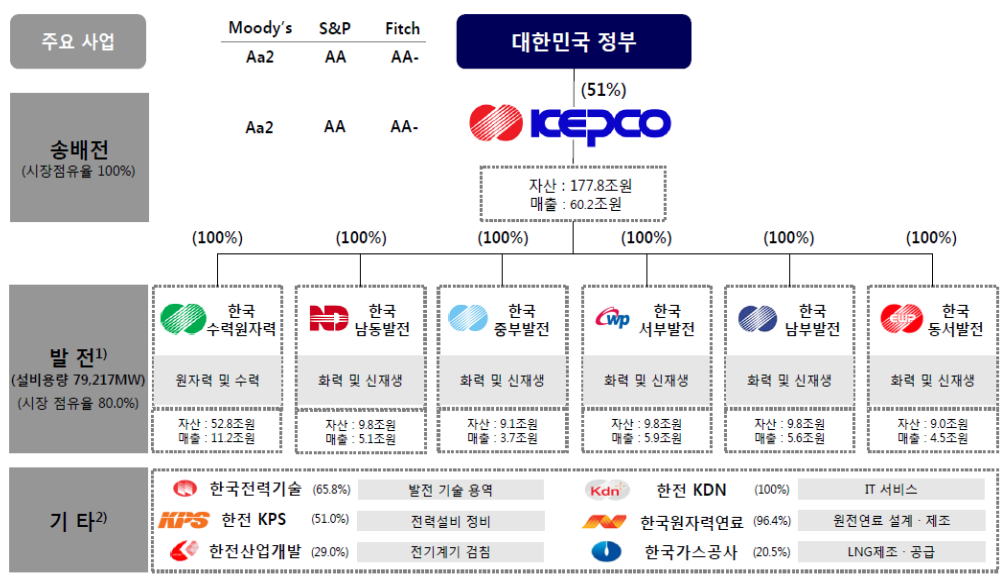
전력시스템은 전력을 생산하는 발전설비, 생산된 전력을 수송하고 분배하는 송전선로, 변전소, 배전선로 등 일련의 전기설비를 포괄한다. 국내의 전력산업은 동사가 송배전 및 판매를 담당하고 발전회사와 민자발전사가 전력을 생산하여 생산된 전기를 전력거래소를 통해 거래하는 구조이다.

국내 전기의 송배전을 독점하고 있는 구조 상 매출액은 판매전력량에 연동된다. 먼저 수요에 해당하는 전력판매를 살펴보자. 동사의 매출액은 2001년 20조 2,250억원에서 2015년 58조 9,577억원으로 15년 동안 +191.5% 상승했고 연평균으로 +7.9%(CAGR 기준) 성장했다.

매출액 상승의 근본적인 요인은 판매전력량과 판매단가의 증가이다. 동기 판매전력량은 27.8만GWh에서 48.3만GWh로 +73.7% 상승했으며 연평균 +4.0% 성장했다. 여기에 동기 전기 판매단가는 2001년 77원/kWh에서 2015년 112원으로 연평균 +2.7% 상승했다.

사용주체별 판매전력량은 2015년 기준으로 산업용 56.6%, 일반용 21.4%, 주택용 13.6%, 농사용 3.2%, 심야 2.9%, 교육용 1.6%, 가로등 0.7%로 산업용과 일반/주택용의 판매가 전체의 91.6%를 차지한다. 기본적으로 판매전력량의 성장률은 GDP 성장률과 궤를 같이한다고 보며 해가 갈수록 성장률이 낮아지고 있다.

<도표> 주요사업 및 관계회사



1) 2016년 거래량 비중 : 전력그룹사 (80.0%, 414,897GWh), IPP&PPA (20.0%, 103,900GWh) 작성기준 : 2016년 12월말
2) 기타 : 발전6사를 제외한 주요 자회사 및 관계기업 (신용등급 및 지분율 : 2017년 2월 기준)

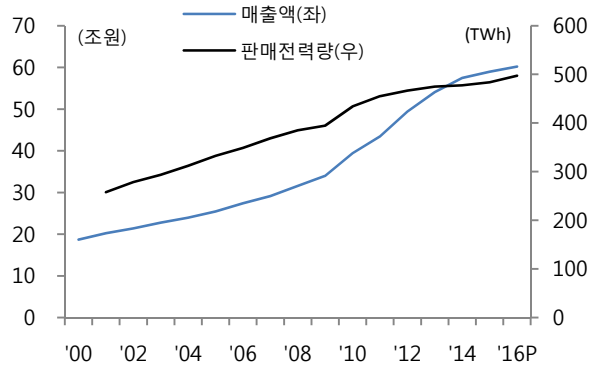
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 국내 전력계통도



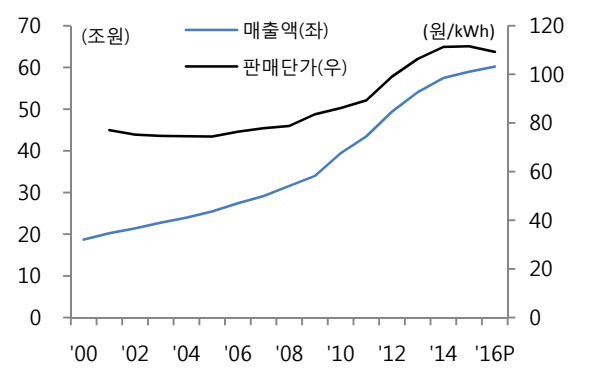
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 매출액과 판매전력량 추이



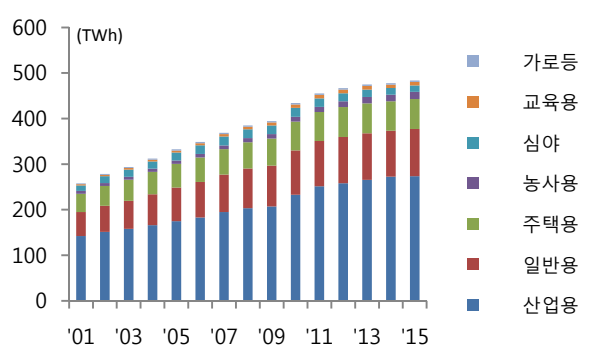
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 매출액과 판매단가 추이



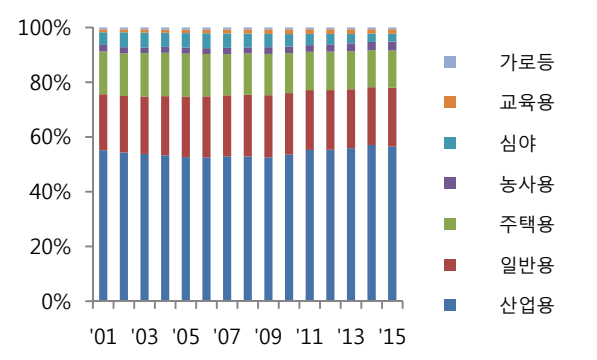
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 사용처별 판매전력량 추이



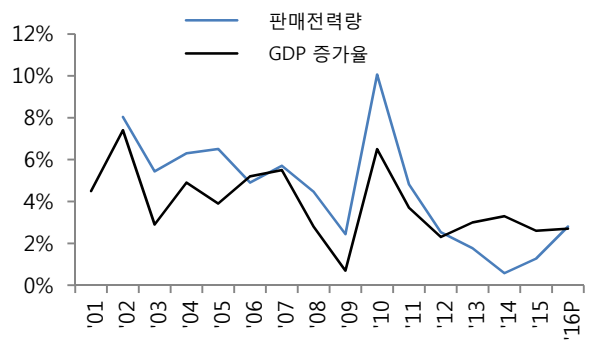
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 사용처별 판매전력량 비율추이



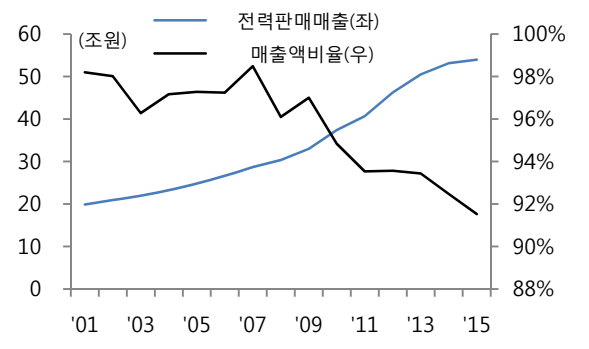
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표7〉 판매전력량과 GDP 증가율 추이



자료: Bloomberg, 한국전력, 한양증권 리서치센터

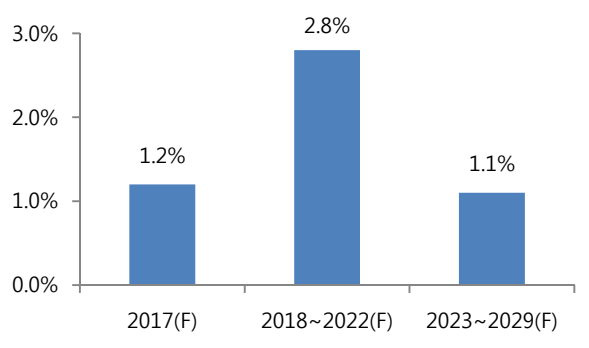
〈도표8〉 전력판매매출과 전력판매 매출액비율 추이



자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터
* 전력판매 매출액비율은 전체 매출액에서 전력판매가 차지하는 비율

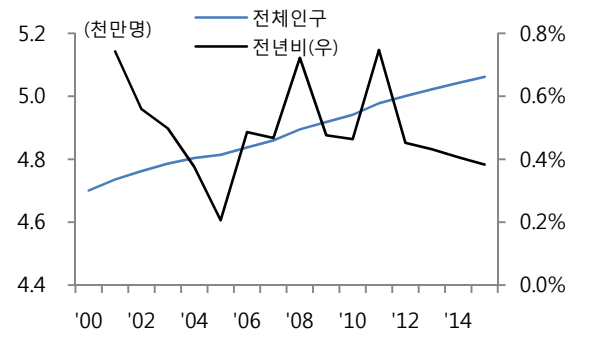
그러나 향후 전력수요는 완만한 상승을 예상한다. 인구증가는 정체되고 있지만 1인당 전력사용량은 꾸준히 늘어나고 있다. 4차 산업혁명이 진행되면 에너지 사용효율은 높아지겠지만 사용처의 다각화로 총에너지 사용량은 지속 증가할 것으로 예상된다. 산업용 전기는 중후장대 산업이 위축 구간을 지나고 있지만 장기적으로는 회복기를 거치며 사용량의 완만한 증가를 예상하고 서비스 분야 관련 사용량이 큰 폭으로 늘어날 전망이다.

〈도표9〉 전력판매 증가율 전망



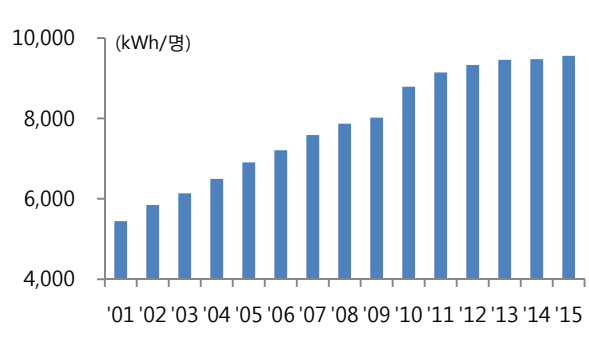
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터
* 2017년 GDP 성장률 2.5% 전망, 2017년 이후 7차 전력수급기본계획에 근거한 한국전력의 전망치

〈도표10〉 국내 전체인구 추이



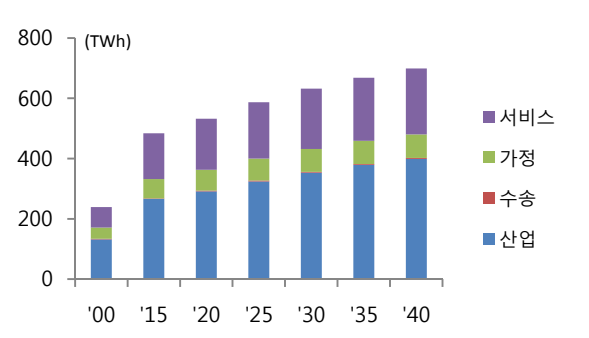
자료: 통계청, 한양증권 리서치센터

〈도표11〉 1인당 전력사용량 추이



자료: 통계청, 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표12〉 중장기 에너지 수요 전망



자료: 에너지경제연구원, 한양증권 리서치센터

판매단가의 인상은 쉽지 않아 보인다.

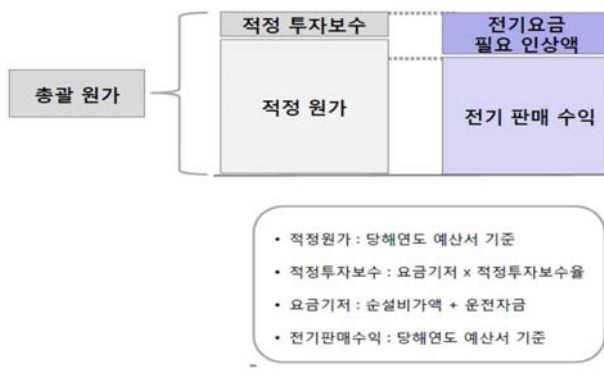
전기요금은 걱정원가와 걱정투자보수를 전기 판매 수익과 비교해 인상액을 산정한다. 걱정원가와 전기판매수익은 당해연도 예산서를 기준으로 하며 여기에는 중장기 설비투자 계획, 원재료인 원자재 가격추이, 총부채규모 등 여러 가정들이 들어가게 된다.

전기요금 결정체계는 동사가 의결된 조정안을 산업통상자원부에 신청하면 전기위원회가 기획재정부와 협의를 거쳐 심의를 하고 인가하게 되는 구조이다. 에너지 수급계획과 함께 정치적 의견수렴도 중장기 전력수급기본계획에 반영되며 전기요금에 영향을 줄 수 있다.

국내는 전체 연료비 중 8%만 차지하는 원자력발전이 전체 발전량의 37%를 담당하고 있다. 저렴한 발전원의 보유로 kWh당 한국의 전기요금은 111원(2014년 기준)으로 주요국 가격인 일본 209원, 영국 200원, 미국 110원 등에 비해 저렴한 수준이다. 발전원 구조가 단기에 변화되기 어려워 발전믹스만으로 전기요금을 더 낮추기는 어렵다.

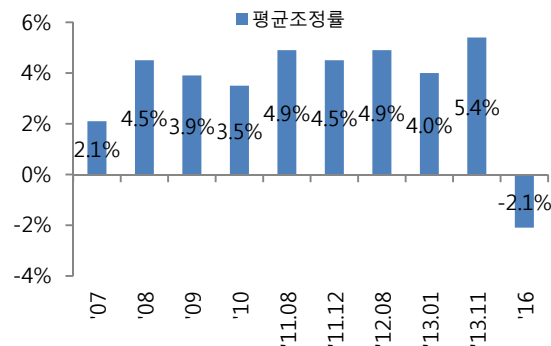
반면 2014년 하반기부터 유가가 급락하며 원재료비 하락으로 작년과 제작년 동사의 이익이 크게 증가했다. 작년 여름 110년만의 더위가 찾아오며 여름 전력사용이 급증했고 가정용 전력 누진제 개편요구가 받아들여졌다. 중후장대 산업의 경기부진도 겹쳐 전기요금 인상은 시간이 걸릴 것으로 보인다.

<도표13> 전기요금 산정 내역



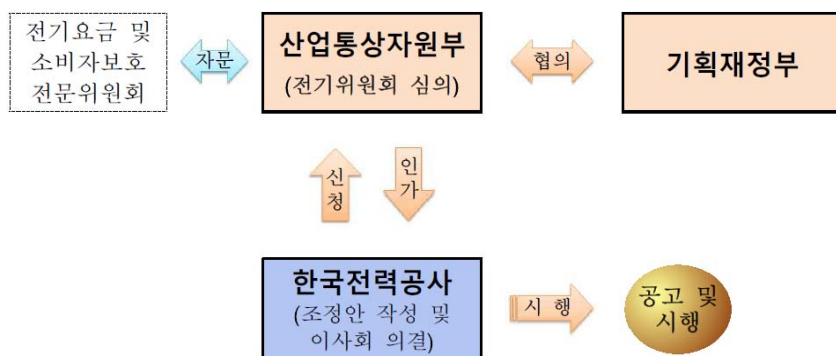
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

<도표14> 중장기 에너지 수요 전망



자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

<도표15> 전기요금 결정체계



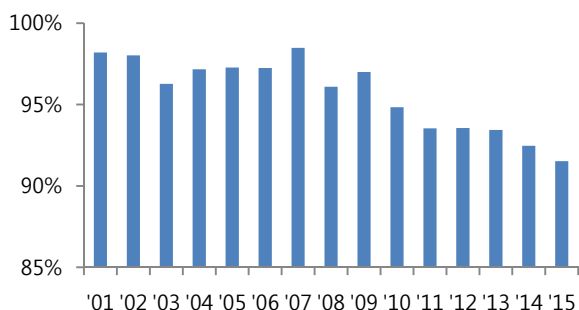
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

추가적인 수익원은 증가하고 있다.

판매전력량에 판매단가를 곱하여 계산한 전력판매 매출액이 전체 매출에서 차지하는 비중은 2001년 98.2%에서 2015년 91.5%까지 점진적으로 낮아졌다. 그 사이 해외사업 매출이 증가했고 발전회사들과의 거래방식이 일부 변화되었다.

동사는 해외 24개국에서 36개의 프로젝트를 진행하고 있다. UAE 원전 수출을 비롯 발전사업에서 12개 프로젝트 19.1GW의 사업과 호주 바이롱 유연탄 광산에 1개의 자원사업, 18개의 송배전사업, 5개의 수주사업이 진행 중이다. 수익성 높은 해외사업을 통해 인상에 한계가 있는 국내시장을 보완할 수 있어 해외사업은 지속 증가할 것으로 예상된다. UAE 원전 수출과 기력발전의 기술 성장은 추가 수출에 긍정적인 요인이다.

〈도표16〉 전력판매 매출액 비율



자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

* 전체 매출액에서 전력판매 매출액이 차지하는 비중

〈도표17〉 UAE 원전 EPC 사업 개요

사업 용량	5.6GW(APR 1400, 4 기)
계약 금액	1,860 억\$
사업 기간	2009년 12월 ~ 2020년 5월
주요 내용	원전 4기 설계 및 건설, 연료공급, 기술지원 및 교육
준공 예정	1호기('17년 5월), 2호기('18년 5월), 3호기('19년 5월), 4호기('20년 5월)

자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

공급의 변화. 단기 기저발전 증가, 중장기 감소

발전설비의 추이로 공급적 측면을 살펴볼 수 있다. 국내에는 105.8GW(작년말 기준)가 있으며 발전원별로 기력* 39.3GW, 원자력 23.1GW, 복합 29.0GW, 수력 6.4GW, 대체 7.5GW 등으로 구성되어 있다. 에너지원별로는 석탄 32.0GW, 원자력 23.1GW, 가스 32.6GW, 수력 6.4GW, 유류 4.1GW, 대체 7.5GW 등이다.

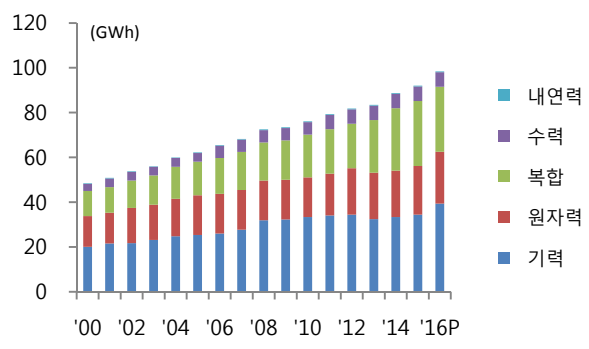
기력발전: 연료에너지를 연소시켜 얻어낸 기계적 에너지로 회전기를 회전시킴으로 전기적 에너지를 얻는 발전방식

중장기 발전설비의 계획과 투자는 전력수급기본계획을 따라 이뤄진다. 전력수급기본계획은 전력수급 안정을 위해 산업통상부에서 부처협의, 상임위 보고, 공청회 등을 거쳐 2년마다 공고된다. 국내 전력정책을 총괄하며 향후 15년간의 장기계획을 수립, 시행하는 기준이 된다.

2015년에 7차 전력수급기본계획이 발표되었고 6차 계획에 비해 원전, LNG 비중이 다소 상승하고 석탄설비 비중이 감소하는 것이 골자였다. 여기에는 원전 11기, 석탄화력 20기, LNG 14기 등이 포함되었다.

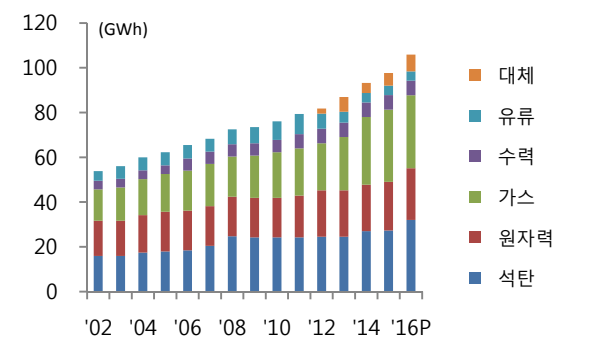
2015년 현재 12.1%인 설비 예비율을 21.6%까지 끌어올리며 2015년 92.4GW인 설비용량을 2029년 136.1GW까지 올리는 계획이다.

〈도표18〉 발전원별 발전설비 추이



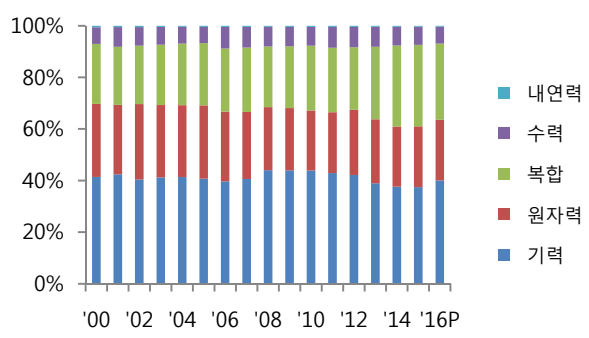
자료: 전력통계속보, 한양증권 리서치센터

〈도표19〉 에너지원별 발전설비 추이



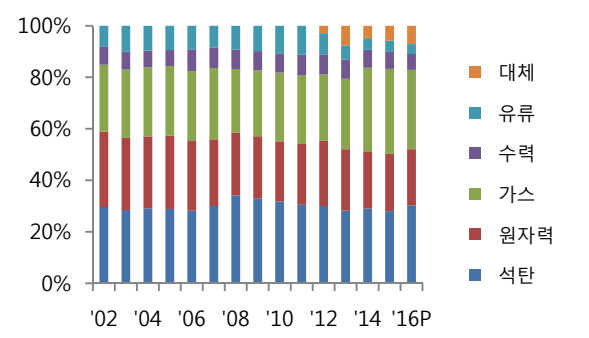
자료: 전력통계속보, 한양증권 리서치센터

〈도표20〉 발전원별 발전설비 비율 추이



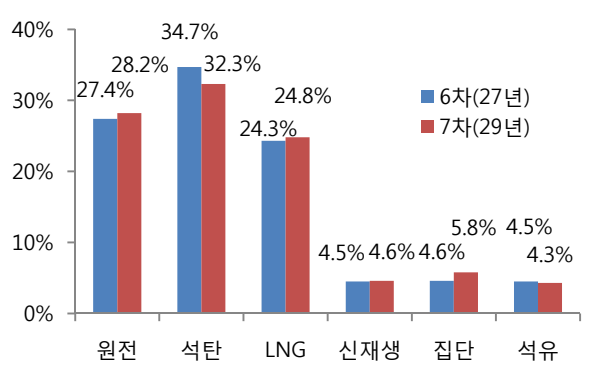
자료: 전력통계속보, 한양증권 리서치센터

〈도표21〉 에너지원별 발전설비 비율 추이



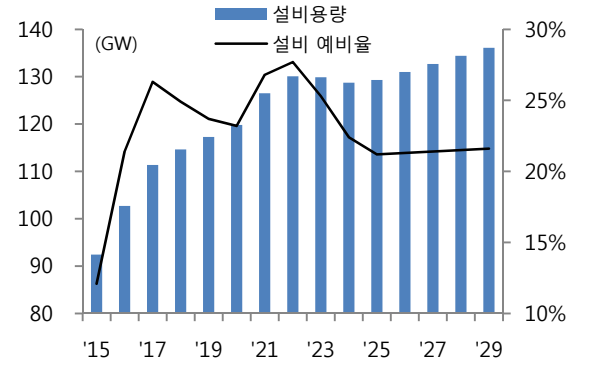
자료: 전력통계속보, 한양증권 리서치센터

〈도표22〉 전력수급기본계획 변화



자료: 산업통상자원부, 한양증권 리서치센터

〈도표23〉 7차전력수급기본계획에 따른 설비 전망



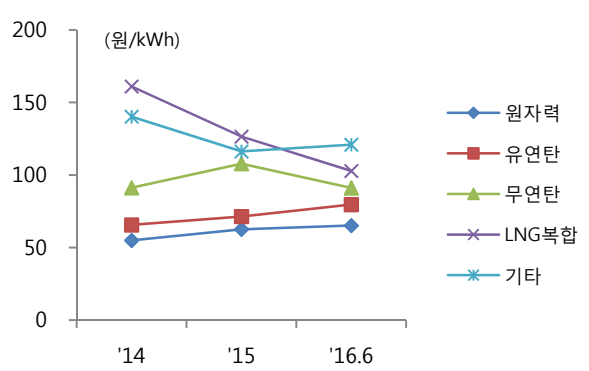
자료: 산업통상자원부, 한양증권 리서치센터

전력거래시장 전체에서 동사의 평균 구입비용은 82.1원/kWh(2Q16 기준)이었으며 발전원별 평균 구입단가는 원자력 65.1원/kWh, 석탄 85.3원/kWh, 복합 102.8원/kWh, 기타 120.9원/kWh이었다. 발전원별 순서상 원자력과 석탄의 비중이 증가할수록 원가측면에서 유리하다.

경주 지진 이후 4Q16 원전 가동률이 65.9%(-22.4%p yoy)로 하락했고 석탄발전 가동률도 80.5%(-5.3%p yoy)으로 감소해 4분기 영업이익이 컨센서스를 크게 하회했다.

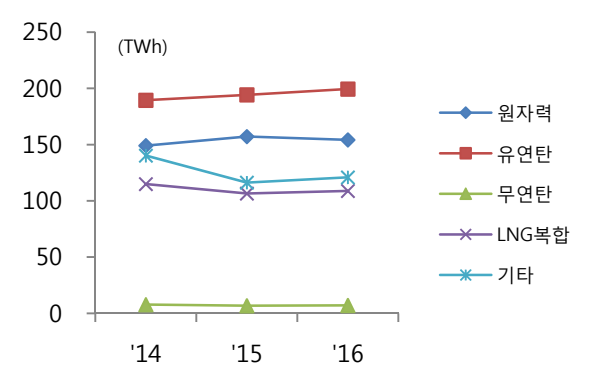
올해는 작년보다 기저발전의 가동률이 점진적으로 높아질 전망이다. 12월부터 월성 1,4호기가 재가동되었고 신고리 3호기도 상업운전을 시작한다.

<도표24> 발전원별 구입가격 변화



자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

<도표25> 발전원별 구입량 변화



자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

<도표26> 발전소 건설현황

구분	발전소명	설비용량(MW)	건설공기	회사명
원자력	신고리 #3	1,400 x 2	'07.09 ~ '16.11	한수원(주)
	신고리 #4		'07.09 ~ '17.02	
	신한울 #1	1,400 x 2	'10.04 ~ '18.04	한수원(주)
	신한울 #2		'10.04 ~ '19.02	
복합	서울복합 #1,2	400 x 2	'13.06 ~ '17.12	중부발전(주)
	장문복합 #1	900 x 2	'14.10 ~ '17.03	피엠피(주)
	장문복합 #2		'14.10 ~ '17.07	
	GS 당진복합 #4	903 x 1	'14.07 ~ '17.06	GS EPS(주)
	영남복합 #1	476 x 1	'15.08 ~ '17.11	남부발전(주)
대우포천복합 #1	960 x 1	'14.08 ~ '17.03	대우에너지	
기력(유연탄)	삼척그린파워 #1	1,022 x 2	'12.06 ~ '15.12	남부발전(주)
	삼척그린파워 #2		'12.06 ~ '16.11	
	태안화력 #10	1,050 x 2	'12.10 ~ '16.12	서부발전(주)
	신보령화력 #1	1,000 x 2	'11.11 ~ '16.11	중부발전(주)
	신보령화력 #2		'11.11 ~ '17.06	
	북평화력#1	595 x 2	'13.02 ~ '16.11	GS 동해전력
	북평화력#2		'13.02 ~ '16.11	
	신서천화력	1,000 x 2	'15.11 ~ '19.09	중부발전(주)

자료: 전력통계속보, 한양증권 리서치센터

원재료비는 완만하게 상승

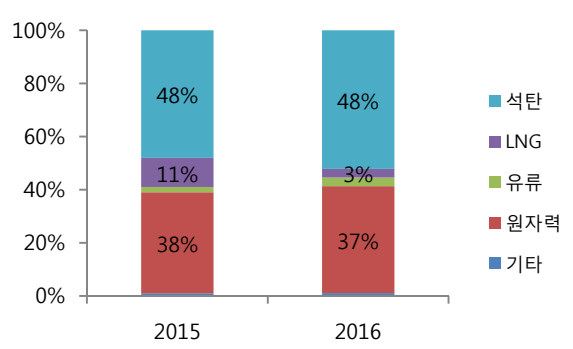
전력수요와 공급은 장기적이고 완만하게 변화하며 실적에 대한 가장 핵심적인 변수는 원재료비용이다. 원재료비용은 크게 원재료 가격과 환율에 연동된다.

원전의 원료인 우라늄의 가격은 수요가 한정적이라 큰 변동이 없이 물가상승률 정도가 반영된다.

석탄가격은 통상 가격 변동에 따라 평균 5개월 정도의 시차가 생긴다. 석탄 수입의 75% 장기계약이고 3개월 전에 확정된다. 운송기간까지 포함하여 시차가 발생한다. 통상 석탄 가격이 톤당 1달러 높아지면 영업이익이 1,000억원 정도 감소한다. 작년 평균 석탄가격은 65.5달러/톤였고 상반기 50.9달러/톤 대비 하반기가 80.0달러/톤로 급등했다. 중국의 석탄 광산의 규제 영향이었으며 규제완화로 최근 가격은 70달러 중반까지 하락했지만 상반기까지 동사의 원재료비 상승에 영향을 줄 것으로 보인다.

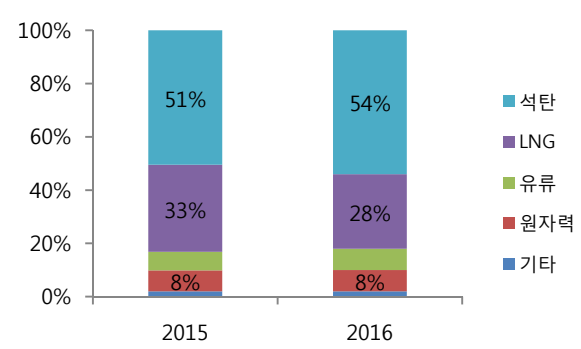
유류는 현물로 가져와 1~2개월의 짧은 시차를 보이지만 전체 원료비에서 차지하는 비중이 7~8%에 그친다. LNG는 전량 한국가스공사를 통해 들어오며 석탄과 같이 5개월 정도의 시차가 생긴다. 한국가스공사의 LNG가격도 기본적으로 유류가격에 연동된다. 올해 완만한 가격 상승이 예상된다.

〈도표27〉 발전량 구성



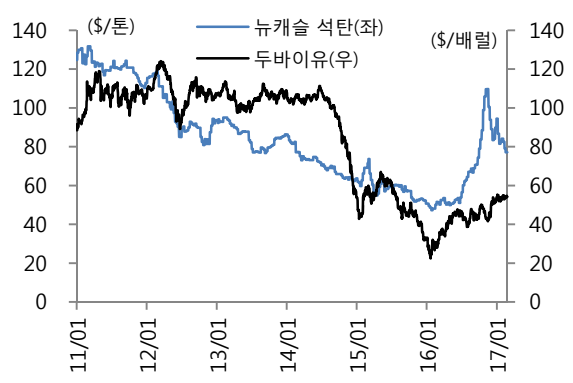
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표28〉 연료비 구성



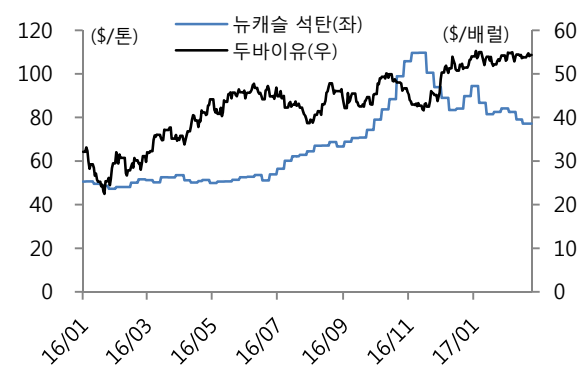
자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터

〈도표29〉 석탄가격과 유가 - 2011년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

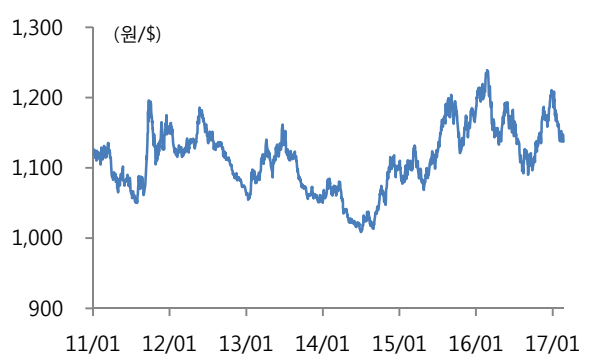
〈도표30〉 석탄가격과 유가 - 2016년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

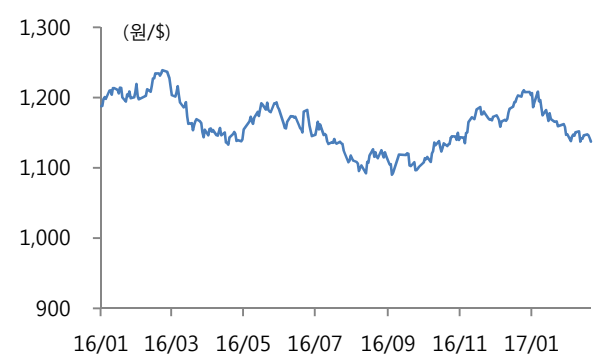
원재료가 대부분 수입이라 환율의 영향을 크게 받는다. 통상 원달러 환율이 10원 오르면 1~2개월의 시차를 두고 영업이익이 1,200억원 정도 감소한다. 작년에 이어 올해도 환율이 1,200원 이하로 안정되고 있다.

〈도표31〉 원달러 환율 - 2011년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표32〉 원달러 환율 - 2016년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

■ 매수 투자 의견, 목표주가 5.2만원으로 커버리지 시작

올해 연결 실적은 매출액 61.1조원(+1.5% yoy) 영업이익 9.4조원(-21.5% yoy) 영업이익률 15.4%(-4.5%p yoy)를 예상한다. 원자재가 상승에 따른 원재료비 증가분, 주택용 요금 증가 등이 반영되는 가운데 기저발전 증가에 따라 손실폭이 일부 축소될 것으로 보인다. 원자재가와 환율, 기저발전 가동률을 감안하여 추정치를 조정해 나갈 계획이다.

매수 투자 의견과 목표주가 5.2만원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 올해 추정 BPS 119,941원에 타깃 PBR 0.43x를 적용하여 산정했다. 타깃 PBR은 동사의 과거 8년 평균치이다. 실적 감익 구간에 진입했지만 작년 하반기부터의 주가조정으로 상당부분 반영되었고 기저발전 증가 영향이 예상보다 클 수 있다. 해외 원전 모멘텀 부각도センチ멘털에 긍정적이다.

〈도표33〉 밸류에이션

(단위: 원, 배, %)

항목	수치	비고
BPS	119,941	2017년 당사 추정치
PBR	0.43x	동사의 과거 8년 평균치
합산치	51,713	
목표주가	52,000	
현재주가	43,350	
상승여력	20.0%	
투자 의견	매수(신규)	

자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표34〉 실적추정

(단위: 십억원, %)

	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16P	'17E	'18E
매출액	33,994	39,426	43,456	49,422	54,038	57,475	58,958	60,190	61,141	62,474
yoy	7.7	16.0	10.2	13.7	9.3	6.4	2.6	2.1	1.6	2.2
전력판매	32,974	37,390	40,647	46,239	50,491	53,146	53,961	54,290	55,224	56,428
yoy	8.7	13.4	8.7	13.8	9.2	5.3	1.5	0.6	1.7	2.2
판매전력량(TWh)	394.5	434.2	455.1	466.6	474.8	477.6	483.7	497.0	505.6	516.6
yoy	2.4	10.1	4.8	2.5	1.8	0.6	1.3	2.8	1.7	2.2
판매단가(원/kWh)	84	86	89	99	106	111	112	109	109	109
yoy	6.1	3.0	3.7	10.9	7.3	4.7	0.3	(2.1)	0.0	0.0
기타매출	1,020	2,036	2,809	3,182	3,547	4,328	4,996	5,900	5,918	6,047
매출원가	30,734	36,187	42,725	48,459	50,596	49,763	45,458	46,009	49,522	50,378
매출원가율	90.4	91.8	98.3	98.1	93.6	86.6	77.1	76.4	81.0	80.6
매출총이익	3,259	3,239	731	962	3,442	7,712	13,500	14,182	11,619	12,096
판관비	1,545	1,659	1,751	1,780	1,923	1,924	2,153	2,180	2,204	2,225
판관비율	4.5	4.2	4.0	3.6	3.6	3.3	3.7	3.6	3.6	3.6
영업이익	1,715	1,580	(1,020)	(818)	1,519	5,788	11,347	12,002	9,416	9,871
yoy	(161.3)	(7.9)	(164.6)	(19.8)	(285.7)	281.0	96.1	5.8	(21.5)	4.8
opm	5.0	4.0	(2.3)	(1.7)	2.8	10.1	19.2	19.9	15.4	15.8
세전이익	322	437	(2,473)	(4,063)	(396)	4,229	18,656	10,513	8,253	8,993
법인세비용	370	457	820	(985)	(571)	1,430	5,239	3,365	2,612	2,779
법인세율	114.8	104.5	(33.2)	24.3	144.0	33.8	28.1	32.0	31.7	30.9
당기순이익	(48)	(20)	(3,293)	(3,078)	174	2,799	13,416	7,148	5,641	6,214
지배순이익	(97)	(72)	(3,370)	(3,167)	60	2,687	13,289	7,081	5,588	6,156
yoy	(96.7)	(25.4)	4,571.1	(6.0)	(101.9)	4,377.3	394.6	(46.7)	(21.1)	10.2
nim	(0.3)	(0.2)	(7.8)	(6.4)	0.1	4.7	22.5	11.8	9.1	9.9
지배순이익률	202.6	363.4	102.4	102.9	34.4	96.0	99.1	99.1	99.1	99.1
비지배순이익	49	52	77	89	114	112	127	67	53	59

자료: 한국전력, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준. 이터릭체는 %

〈도표35〉 주요지표 및 판매량 추이

	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16P
GDP 증가율	5.5	2.8	0.7	6.5	3.7	2.3	3.0	3.3	2.6	2.7
인구(만명)	4,860	4,895	4,918	4,941	4,978	5,000	5,022	5,042	5,062	
yoy	0.5	0.7	0.5	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	
판매전력량(TWh)	368.6	385.1	394.5	434.2	455.1	466.6	474.8	477.6	483.7	497.0
산업용	194.9	203.5	207.2	232.7	251.5	258.1	265.4	272.6	273.5	278.8
일반용	82.2	86.8	89.6	97.4	99.5	101.6	102.2	100.8	103.7	108.6
주택용	55.7	57.9	59.4	63.2	63.5	65.5	65.8	64.5	65.6	68.1
기타	35.8	36.9	38.2	40.9	40.6	41.4	41.5	39.8	40.8	41.5
산업용(비율,%)	52.9	52.8	52.5	53.6	55.3	55.3	55.9	57.1	56.6	56.1
일반용	22.3	22.5	22.7	22.4	21.9	21.8	21.5	21.1	21.4	21.9
주택용	15.1	15.0	15.1	14.6	14.0	14.0	13.9	13.5	13.6	13.7
기타	9.7	9.6	9.7	9.4	8.9	8.9	8.7	8.3	8.4	8.4
판매전력량(yoy)	5.7	4.5	2.4	10.1	4.8	2.5	1.8	0.6	1.3	2.8
산업용	6.5	4.4	1.8	12.3	8.1	2.6	2.8	2.7	0.4	1.9
일반용	5.7	5.6	3.2	8.7	2.1	2.1	0.6	(1.4)	2.9	4.8
주택용	3.3	3.9	2.7	6.3	0.5	3.1	0.5	(2.1)	1.8	3.7
기타	5.5	3.1	3.6	7.0	(0.8)	2.1	0.1	(4.0)	2.5	1.8
판매단가(원/kWh)										
산업용	65	66	74	77	81	93	101	107	107	
일반용	98	95	99	99	102	113	122	130	130	
주택용	114	115	114	120	120	124	127	124	124	
기타평균	58	60	62	65	70	77	82	85	85	
합계(평균)	78	79	84	86	89	99	106	111	112	109
산업용(yoy)	4.3	2.6	11.2	4.0	6.0	14.3	8.5	6.7	0.0	0.0
일반용(yoy)	(0.2)	(2.4)	3.4	0.4	2.8	10.6	8.4	7.0	0.0	0.0
주택용(yoy)	(0.0)	0.6	(0.5)	4.7	0.1	3.1	2.7	(2.6)	0.0	0.0
기타	2.9	4.0	4.3	4.8	6.5	11.1	6.5	3.6	0.0	0.0
합계(평균.yoy)	1.9	1.2	6.1	3.0	3.7	10.9	7.3	4.7	0.3	(2.1)
시설용량(GW)	68.3	72.5	73.5	76.1	79.3	81.8	87.0	93.2	97.6	105.9
기력	27.7	31.9	32.3	33.4	34.1	34.5	32.5	33.4	34.4	39.4
원자력	17.7	17.7	17.7	17.7	18.7	20.7	20.7	20.7	21.7	23.1
복합	17.0	17.0	17.6	19.1	19.8	19.8	23.5	27.8	29.0	29.0
수력	5.5	5.5	5.5	5.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
내연력	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
대체							3.5	4.5	5.6	7.5
합계	68.3	72.5	73.5	76.1	79.3	81.8	87.0	93.2	97.7	105.9
시설용량(GW)	68.3	72.5	73.5	76.1	79.3	81.8	87.0	93.2	97.6	105.9
석탄	20.5	24.7	24.2	24.2	24.2	24.5	24.5	27.0	27.3	32.0
원자력	17.7	17.7	17.7	17.7	18.7	20.7	20.7	20.7	21.7	23.1
가스	18.9	17.9	18.8	20.3	21.0	21.1	23.8	30.3	32.2	32.6
수력	5.5	5.5	5.5	5.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
유류	5.7	6.7	7.2	8.3	9.0	6.7	4.9	4.3	4.2	4.1
대체						2.3	6.6	4.5	5.6	7.5
합계	68.3	72.5	73.5	76.1	79.3	81.8	87.0	93.2	97.7	105.9

자료: 한국전력, 통계청, 한양증권 리서치센터 추정 *이테릭체는%

■ 해외 원전センチ멘털 개선

도시바(일)가 미국 원전사업에서의 손실이 7조원대로 증가할 전망이다. 2011년 동일본대지진으로 발생한 후쿠시마 원전사고로 안전기준이 대폭 강화되며 추가비용이 급증했다. 원전 설계기술을 보유한 웨스팅하우스(미)를 인수하며 사업을 확대했지만 사고 이후 원전건설이 지연되며 손실이 누적되었다.

도시바는 영국 무어사이드 원전 프로젝트에 2019 ~ 2025년까지 총 3.8GW 원전 3기를 짓는 프로젝트를 진행 중이다. 지분은 도시바가 60%, 엔지(프)가 40%를 보유하고 있다. 한전의 지분인수 가능성은 지켜봐야 하겠지만 지분 인수와 별개로 해외 경쟁감소로センチ멘털이 개선될 것으로 예상된다.

<도표36> 영국 무어사이드 원전 개요

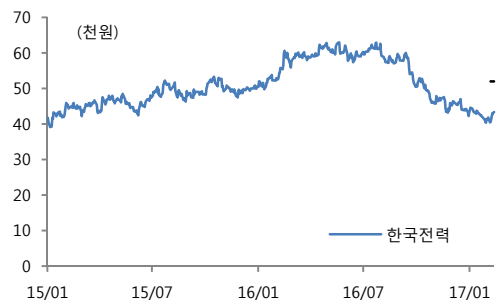


영국 무어사이드 원전 건설 프로젝트

내용	전력생산규모	건설기간	사업비용	지분구조
영국 북서부에 원전 3기 건설	3.8기가와트 (GW)	2019~2025년	150억파운드 (약21조원)	일본 도시바60% 프랑스엔지40%

자료: 한국경제, 한양증권 리서치센터

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:이동현)
- 투자의견

Buy(매수)	향후 6개월간 15% 이상 상승예상
Hold(보유)	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
Reduce(축소)	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상
- ※ 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 Buy, Hold, Reduce의 3단계로 변경되었습니다.

• 투자의견 비율공시(기준: 2016.12.31)

구분	매수	중립	매도
비율	91%	9%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한국전력	015760	2017.02.27	매수(신규)	52,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

요약 재무재표

(십억원, %, 원, 배)

Income statement	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	57,475	58,958	60,191	61,142	62,474
매출원가	49,763	45,458	45,992	49,512	50,417
매출총이익	7,712	13,500	14,199	11,629	12,058
매출총이익률 (%)	13.4%	22.9%	23.6%	19.0%	19.3%
판매비와관리비	1,924	2,153	2,197	2,213	2,187
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	5,788	11,347	12,002	9,416	9,871
영업이익률 (%)	10.1%	19.2%	19.9%	15.4%	15.8%
조정영업이익	5,788	11,347	12,002	9,416	9,871
EBITDA	13,661	19,688	20,571	17,771	18,002
EBITDA마진율 (%)	23.8%	33.4%	34.2%	29.1%	28.8%
조정EBITDA	13,661	19,688	20,571	17,771	18,002
손금용손익	-2,255	-1,832	-1,511	-1,317	-1,152
이자손익	-2,160	-1,774	-1,653	-1,611	-1,519
외화관련손익	-268	-692	-104	-104	-104
기타영업외손익	422	8,934	-221	-86	43
총속기업및관계기업관련손익	275	207	244	241	231
법인세차감전계속사업손익	4,229	18,656	10,514	8,253	8,993
당기순이익	2,799	13,416	7,148	5,641	6,214
당기순이익률 (%)	4.9%	22.8%	11.9%	9.2%	9.9%
지배지분순이익	2,687	13,289	7,082	5,588	6,155
비지배지분순이익	112	127	67	53	59
총포괄이익	2,441	13,450	7,182	5,675	6,248

주 : 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	12,046	16,943	4,371	1,924	3,735
당기순이익	2,799	13,416	7,148	5,641	6,214
현금유출이없는비용및수익	13,131	8,790	6,117	5,107	4,958
유형자산감가상각비	7,797	8,269	8,497	8,285	8,062
무형자산상각비	76	72	72	70	69
기타	5,257	449	-2,452	-3,248	-3,173
영업활동관련자산부채변동	-1,382	-2,325	-3,915	-4,640	-3,178
매출채권및기타채권의감소	105	698	-103	-80	-112
재고자산의감소	-1,146	-1,190	-103	-80	-112
매입채무및기타채무의증가	-360	-1,539	-268	-243	-200
기타	19	-294	-3,440	-4,237	-2,754
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	-2,502	-2,939	-4,980	-4,184	-4,259
투자활동으로인한현금흐름	-14,460	-9,774	-6,017	-6,480	-6,448
투자자산의 감소(증가)	-330	-626	452	-316	-178
유형자산의 감소	111	9,844	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,547	-14,050	-6,450	-6,130	-6,220
무형자산의 감소(증가)	-67	-87	-51	-51	-51
단기금융자산의감소(증가)	256	-5,163	-278	-293	-308
기타	116	309	309	309	309
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	1,985	-5,207	-4,653	-4,174	-4,493
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	1,447	-4,782	-1,800	-1,900	-2,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	741	2	-863	-343	-503
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	-203	-426	-1,990	-1,931	-1,990
기타현금흐름	0	0	7,089	7,086	7,076
현금의 증가	-436	1,987	790	-1,644	-1,320
기초현금	2,232	1,796	3,783	4,573	2,929
기말현금	1,796	3,783	4,573	2,929	2,799

Balance sheet	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	16,820	22,025	24,499	25,446	27,229
재고자산	4,537	4,946	5,050	5,130	5,241
단기금융자산	185	5,348	5,626	5,918	6,226
매출채권및기타채권	7,690	7,461	7,617	7,738	7,907
현금및현금성자산	1,796	3,783	4,573	2,929	2,799
비유동자산	146,888	153,232	150,724	148,878	147,209
유형자산	135,812	141,361	139,314	137,159	135,317
무형자산	824	858	837	817	799
투자자산	7,550	8,189	7,750	8,079	8,271
자산총계	163,708	175,257	175,223	174,324	174,438
유동부채	21,600	22,711	20,509	19,022	17,869
단기차입금	659	604	524	494	474
매입채무및기타채무	6,277	4,765	4,497	4,254	4,054
비유동부채	87,283	84,604	81,454	78,304	75,254
사채	52,244	48,974	47,174	45,274	43,274
장기차입금	3,475	1,932	1,932	1,932	1,932
부채총계	108,883	107,315	101,963	97,326	93,123
지배주주지분	53,601	66,634	71,885	75,570	79,828
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본및이익잉여금	37,299	50,228	55,445	59,096	63,320
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
비지배지분	1,224	1,308	1,375	1,428	1,487
자본총계	54,825	67,942	73,260	76,998	81,314

Valuation Indicator	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	4,360	20,899	11,135	8,787	9,680
BPS(지배순이익 기준)	4,185	20,701	11,031	8,704	9,589
BPS(자본총계 기준)	85,402	105,835	114,119	119,941	126,665
BPS(지배지분 기준)	83,496	103,798	111,977	117,717	124,350
DPS(보통주)	500	3,100	3,100	3,100	3,100
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	9.8	2.4	4.0	4.9	4.5
PER(지배순이익 기준)	10.2	2.4	4.0	5.0	4.5
PBR(자본총계 기준)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR(지배지분 기준)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (발표 기준)	6.6	4.3	3.7	4.2	4.0

Financial Ratio	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
성장성 (%)					
매출액증가율	6.4%	2.6%	2.1%	1.6%	2.2%
영업이익증가율	281.0%	96.1%	5.8%	-21.5%	4.8%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	1505.8%	379.3%	-46.7%	-21.1%	10.2%
EPS(지배기준) 증가율	4377.3%	394.6%	-46.7%	-21.1%	10.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	53.3%	44.1%	4.5%	-13.6%	1.3%
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.3%	21.9%	10.1%	7.5%	7.9%
ROE(지배순이익 기준)	5.2%	22.1%	10.2%	7.6%	7.9%
ROIC	3.2%	7.6%	5.7%	4.5%	4.7%
ROA	1.8%	7.9%	4.1%	3.2%	3.6%
배당수익률	1.2%	6.2%	7.0%	7.2%	7.2%
안전성 (%)					
부채비율	198.6%	157.9%	139.2%	126.4%	114.5%
순차입금비율(자본총계 대비)	113.0%	74.3%	63.7%	59.3%	52.8%
이자보상비율	2.5%	5.6%	6.2%	5.1%	5.6%



한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진이크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.