



2018년 5월 15일 | Equity Research

한국전력 (015760)

이제 2기 남았다

목표주가 46,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가를 39,000원에서 46,000원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS에 목표 PBR 0.4배를 적용하여 산출했다. 1분기 영업이익은 낮아진 원전 이용률과 연료비 상승에 적자를 기록하며 컨센서스를 하회했다. 비용상승 부담으로 3분기까지 감익이 예상되며 연간 실적은 부진할 전망이다. 다만 주가의 방향성은 하반기 신규 원전 도입과 이용률 회복에 따른 2019년 이익개선에 무게를 둘 필요가 있다. 2019년 원전 이용률 가정에 따라 85%일 경우 ROE는 4.3%, 88%일 경우 5.1%로 추정된다. 현재주가는 올해 실적 기준 PER 40.5배, PBR 0.33배이며 여전히 연간 적자를 기록하던 시기의 밸류에이션 수준이다.

1Q 영업실적 -1,276억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

1분기 실적은 1,276억원 손실을 기록하며 적자로 전환했다. 연료비와 구입전력비가 각각 26.6%, 27.4% 증가했기 때문이다. 최근 석탄가격은 톤당 100달러 수준까지 반등했으며 유가 또한 배럴당 70달러 수준으로 상승했다. 가격이 반영되는 시차와 4월 개별소비세 인상분을 감안하면 3분기까지 비용상승 부담은 불가피하다. 1분기 원전 이용률은 전년대비 19.3%p 낮은 54.9%를 기록했지만 1분기를 저점으로 점차 회복이 기대되며 연간 이용률은 70% 수준이 예상된다.

재가동 원전 호기수 증가는 실적 회복의 가장 큰 시그널

원전 재가동 소식이 들리고 있지만 이용률 개선이 나타나는 시점은 3분기로 전망된다. 유가와 석탄가격이 빠르게 상승했기 때문에 연간 구입비와 연료비 증가 부담이 불가피하다. 결국 연간 감익이 예상되지만 재가동 원전 증가로 1분기를 저점으로 감익폭이 줄어들 것으로 판단된다. 장기간 지연된 안전점검을 마치고 즉시 재가동에 돌입하는 점을 감안하면 2019년은 원전 이용률 회복에 따른 비용절감으로 빠른 이익 개선이 가능하다. 현재 정지 중인 원전 8기 중 1년 가까이 장기간 정비가 지연된 설비는 한빛 4호기, 월성 1호기로 총 2기만 남은 상황이다. 이제부터 이용률 정상화가 가능하다.

Update

BUY

TP(12M): 46,000원(상향) | CP(5월 14일): 37,300원

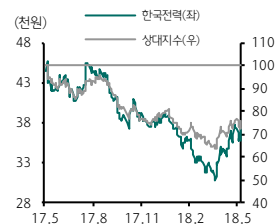
Key Data

| | |
|------------------|------------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,476.11 |
| 52주 최고/최저 (원) | 45,500/30,850 |
| 시가총액(십억원) | 23,945.3 |
| 시가총액비중(%) | 1.99 |
| 발행주식수(천주) | 641,964.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,555.3 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 53.6 |
| 18년 배당금(예상, 원) | 230 |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.62 |
| 외국인지분율(%) | 29.70 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한국산업은행 외 2인 | 51.14 |
| 국민연금 | 6.16 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | 8.1 (1.7) (13.8) |
| 상대 | 7.2 0.3 (20.4) |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원) | 61,004.5 | 62,607.6 |
| 영업이익(십억원) | 3,562.1 | 5,643.3 |
| 순이익(십억원) | 1,602.7 | 3,014.0 |
| EPS(원) | 2,360 | 4,491 |
| BPS(원) | 113,066 | 116,384 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 십억원 | 60,190.4 | 59,814.9 | 60,504.5 | 62,413.4 | 63,304.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 12,001.6 | 4,953.2 | 2,158.4 | 5,987.7 | 5,986.9 |
| 세전이익 | 십억원 | 10,513.5 | 3,614.2 | 935.3 | 4,370.0 | 4,340.2 |
| 순이익 | 십억원 | 7,048.6 | 1,298.7 | 591.1 | 3,168.3 | 3,146.6 |
| EPS | 원 | 10,980 | 2,023 | 921 | 4,935 | 4,902 |
| 증감률 | % | (47.0) | (81.6) | (54.5) | 435.8 | (0.7) |
| PBR | 배 | 4.01 | 18.86 | 40.51 | 7.56 | 7.61 |
| PBR | 배 | 0.39 | 0.34 | 0.33 | 0.32 | 0.31 |
| EV/EBITDA | 배 | 3.73 | 5.23 | 6.38 | 4.71 | 4.53 |
| ROE | % | 10.19 | 1.81 | 0.82 | 4.32 | 4.14 |
| BPS | 원 | 111,725 | 111,660 | 111,790 | 116,496 | 120,067 |
| DPS | 원 | 1,980 | 790 | 230 | 1,330 | 1,470 |



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

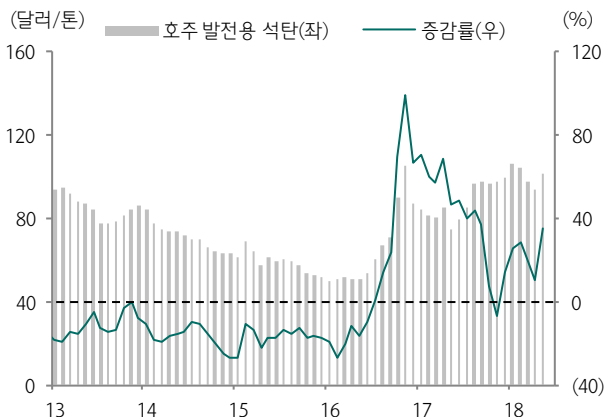
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 2017 | | | | 2018F | | | | 1Q18 증감률(%) | |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|-------------|--------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1QP | 2QF | 3QF | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 151,466 | 129,256 | 161,876 | 155,550 | 157,060 | 130,552 | 160,197 | 157,236 | 3.7 | 1.0 |
| 전기판매수익 | 139,433 | 117,055 | 151,212 | 138,798 | 147,178 | 121,303 | 152,660 | 145,326 | 5.6 | 6.0 |
| 기타매출 | 12,033 | 12,201 | 10,664 | 16,752 | 9,882 | 9,249 | 7,537 | 11,910 | (17.9) | (41.0) |
| 영업이익 | 14,632 | 8,465 | 27,728 | (1,294) | (1,276) | (2,335) | 20,218 | 4,977 | 적전 | 적지 |
| 연료비 | 42,968 | 33,632 | 43,402 | 45,243 | 54,409 | 46,647 | 45,689 | 44,602 | 26.6 | 20.3 |
| 구입전력비 | 38,243 | 31,195 | 34,430 | 38,775 | 48,723 | 30,660 | 38,826 | 40,213 | 27.4 | 25.7 |
| 기타 | 55,623 | 55,964 | 56,316 | 72,826 | 55,204 | 55,579 | 55,465 | 67,444 | (0.8) | (24.2) |
| 세전이익 | 13,895 | 5,832 | 21,868 | (5,454) | (2,624) | (5,971) | 16,697 | 1,251 | 적전 | 적지 |
| 순이익 | 8,669 | 3,272 | 14,930 | (13,884) | (2,773) | (4,329) | 12,105 | 907 | 적전 | 적지 |
| 영업이익률(%) | 9.7 | 6.5 | 17.1 | (0.8) | (0.8) | (1.8) | 12.6 | 3.2 | - | - |
| 세전이익률(%) | 9.2 | 4.5 | 13.5 | (3.5) | (1.7) | (4.6) | 10.4 | 0.8 | - | - |
| 순이익률(%) | 5.7 | 2.5 | 9.2 | (8.9) | (1.8) | (3.3) | 7.6 | 0.6 | - | - |
| 전력판매(GWh) | 132,178 | 119,229 | 130,900 | 125,441 | 138,048 | 121,378 | 133,199 | 129,147 | 4.4 | 10.1 |
| 판매단가(원/kWh) | 105 | 98 | 116 | 111 | 107 | 100 | 115 | 113 | 1.1 | (3.6) |
| 원/달러 환율 | 1,153 | 1,130 | 1,133 | 1,108 | 1,073 | 1,075 | 1,080 | 1,075 | (7.0) | (3.2) |
| 석탄(천원/톤) | 120 | 121 | 122 | 124 | 128 | 131 | 129 | 131 | 6.7 | 3.3 |
| LNG(천원/톤) | 702 | 629 | 624 | 671 | 795 | 710 | 736 | 812 | 13.3 | 18.5 |

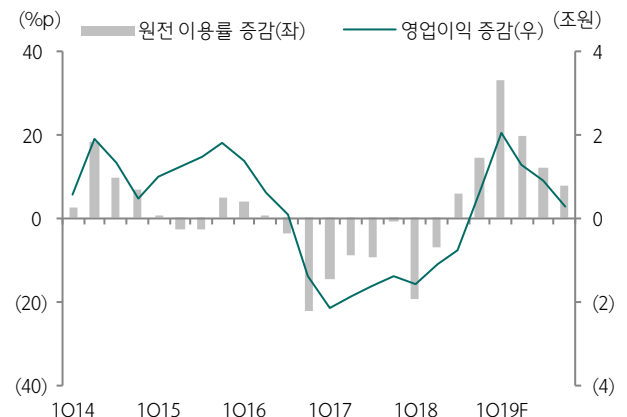
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 월별 발전용 석탄가격 추이



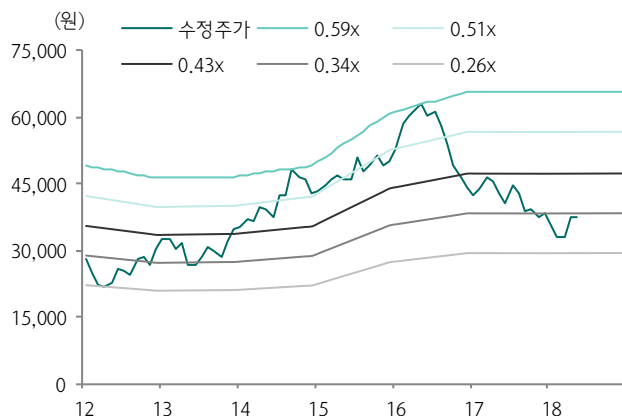
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 분기별 원전 이용률과 영업이익 증감 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. SMP와 유가 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

주정 재무제표

| 손익계산서 | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 60,190.4 | 59,814.9 | 60,504.5 | 62,413.4 | 63,304.2 |
| 매출원가 | 45,549.6 | 52,098.9 | 55,525.2 | 53,597.8 | 54,347.3 |
| 매출총이익 | 14,640.8 | 7,716.0 | 4,979.3 | 8,815.6 | 8,956.9 |
| 판매비 | 2,639.2 | 2,762.9 | 2,820.9 | 2,827.9 | 2,970.0 |
| 영업이익 | 12,001.6 | 4,953.2 | 2,158.4 | 5,987.7 | 5,986.9 |
| 금융손익 | (1,645.5) | (1,597.3) | (1,847.0) | (2,074.2) | (2,107.6) |
| 중속/관계기업손익 | (137.3) | (108.3) | 237.8 | 109.1 | 122.5 |
| 기타영업외손익 | 294.8 | 366.7 | 386.1 | 347.5 | 338.4 |
| 세전이익 | 10,513.5 | 3,614.2 | 935.3 | 4,370.0 | 4,340.2 |
| 법인세 | 3,365.1 | 2,172.8 | 317.5 | 1,201.8 | 1,193.6 |
| 계속사업이익 | 7,148.3 | 1,441.4 | 617.9 | 3,168.3 | 3,146.6 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 7,148.3 | 1,441.4 | 617.9 | 3,168.3 | 3,146.6 |
| 비지배주주지분순이익 | 99.7 | 142.7 | 26.8 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 7,048.6 | 1,298.7 | 591.1 | 3,168.3 | 3,146.6 |
| 지배주주지분포괄이익 | 7,041.6 | 1,230.2 | 629.9 | 3,229.9 | 3,207.8 |
| NOPAT | 8,160.1 | 1,975.4 | 1,425.8 | 4,341.1 | 4,340.5 |
| EBITDA | 20,962.6 | 14,726.9 | 12,223.0 | 16,204.5 | 16,356.4 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 2.1 | (0.6) | 1.2 | 3.2 | 1.4 |
| NOPAT증가율 | 0.0 | (75.8) | (27.8) | 204.5 | (0.0) |
| EBITDA증가율 | 6.5 | (29.7) | (17.0) | 32.6 | 0.9 |
| 영업이익증가율 | 5.8 | (58.7) | (56.4) | 177.4 | (0.0) |
| (지배주주)순이익증가율 | (47.0) | (81.6) | (54.5) | 436.0 | (0.7) |
| EPS증가율 | (47.0) | (81.6) | (54.5) | 435.8 | (0.7) |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 24.3 | 12.9 | 8.2 | 14.1 | 14.1 |
| EBITDA이익률 | 34.8 | 24.6 | 20.2 | 26.0 | 25.8 |
| 영업이익률 | 19.9 | 8.3 | 3.6 | 9.6 | 9.5 |
| 계속사업이익률 | 11.9 | 2.4 | 1.0 | 5.1 | 5.0 |
| 투자지표 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 10,980 | 2,023 | 921 | 4,935 | 4,902 |
| BPS | 111,725 | 111,660 | 111,790 | 116,496 | 120,067 |
| CFPS | 37,140 | 27,937 | 19,529 | 25,413 | 25,638 |
| EBITDAPS | 32,654 | 22,940 | 19,040 | 25,242 | 25,479 |
| SPS | 93,760 | 93,175 | 94,249 | 97,223 | 98,610 |
| DPS | 1,980 | 790 | 230 | 1,330 | 1,470 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 4.0 | 18.9 | 40.5 | 7.6 | 7.6 |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PCR | 1.2 | 1.4 | 1.9 | 1.5 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 3.7 | 5.2 | 6.4 | 4.7 | 4.5 |
| PSR | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 10.2 | 1.8 | 0.8 | 4.3 | 4.1 |
| ROA | 4.0 | 0.7 | 0.3 | 1.7 | 1.7 |
| ROIC | 5.5 | 1.3 | 0.9 | 2.7 | 2.7 |
| 부채비율 | 143.4 | 149.1 | 152.3 | 146.6 | 141.4 |
| 순부채비율 | 66.5 | 70.2 | 72.9 | 68.3 | 64.1 |
| 이자보상배율(배) | 6.8 | 2.8 | 1.1 | 3.0 | 2.9 |

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

| | PER(x) | | | EPS증가율(%) | |
|-----------------|--------|-----|---------|-----------|-----|
| | FY1 | FY2 | 12M Fwd | FY1 | FY2 |
| Korea | | | | | |
| Emerging Market | | | | | |
| World | | | | | |

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

| 대차대조표 | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산 | 19,708.5 | 19,141.7 | 19,020.0 | 19,686.6 | 19,836.5 |
| 금융자산 | 5,735.6 | 4,341.2 | 4,060.4 | 4,493.6 | 4,390.9 |
| 현금성자산 | 3,051.4 | 2,369.7 | 2,067.6 | 2,469.4 | 2,332.8 |
| 매출채권 등 | 7,776.7 | 7,915.9 | 8,001.7 | 8,127.7 | 8,263.9 |
| 재고자산 | 5,479.4 | 6,002.1 | 6,067.1 | 6,162.6 | 6,266.0 |
| 기타유동자산 | 716.8 | 882.5 | 890.8 | 902.7 | 915.7 |
| 비유동자산 | 158,128.5 | 162,647.2 | 164,662.4 | 166,562.9 | 167,320.2 |
| 투자자산 | 8,167.9 | 7,369.6 | 7,449.5 | 7,566.7 | 7,693.6 |
| 금융자산 | 2,657.5 | 2,038.9 | 2,061.0 | 2,093.5 | 2,128.6 |
| 유형자산 | 145,743.1 | 150,882.4 | 152,914.4 | 154,786.4 | 155,498.3 |
| 무형자산 | 983.4 | 1,189.7 | 1,093.1 | 1,004.3 | 922.8 |
| 기타비유동자산 | 3,234.1 | 3,205.5 | 3,205.4 | 3,205.5 | 3,205.5 |
| 자산총계 | 177,837.0 | 181,788.9 | 183,682.4 | 186,249.5 | 187,156.8 |
| 유동부채 | 24,739.2 | 23,424.3 | 25,063.9 | 24,268.8 | 22,490.5 |
| 금융부채 | 9,063.5 | 9,326.3 | 10,828.5 | 9,831.8 | 7,835.3 |
| 매입채무 등 | 5,727.5 | 6,032.1 | 6,097.5 | 6,193.5 | 6,297.3 |
| 기타유동부채 | 9,948.2 | 8,065.9 | 8,137.9 | 8,243.5 | 8,357.9 |
| 비유동부채 | 80,047.3 | 85,400.0 | 85,824.2 | 86,446.8 | 87,120.5 |
| 금융부채 | 45,255.6 | 46,267.4 | 46,267.4 | 46,267.4 | 46,267.4 |
| 기타비유동부채 | 34,791.7 | 39,132.6 | 39,556.8 | 40,179.4 | 40,853.1 |
| 부채총계 | 104,786.5 | 108,824.3 | 110,888.1 | 110,715.6 | 109,611.0 |
| 지배주주지분 | 71,723.6 | 71,681.4 | 71,765.3 | 74,785.9 | 77,078.7 |
| 자본금 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 | 3,209.8 |
| 자본잉여금 | 2,078.9 | 2,077.6 | 2,077.6 | 2,077.6 | 2,077.6 |
| 자본조정 | 13,295.0 | 13,295.0 | 13,295.0 | 13,295.0 | 13,295.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (33.9) | (271.5) | (271.5) | (271.5) | (271.5) |
| 이익잉여금 | 53,173.9 | 53,370.6 | 53,454.5 | 56,475.1 | 58,767.9 |
| 비지배주주지분 | 1,326.9 | 1,283.2 | 1,029.0 | 748.0 | 467.0 |
| 자본총계 | 73,050.5 | 72,964.6 | 72,794.3 | 75,533.9 | 77,545.7 |
| 순금융부채 | 48,583.5 | 51,252.5 | 53,035.5 | 51,605.6 | 49,711.7 |

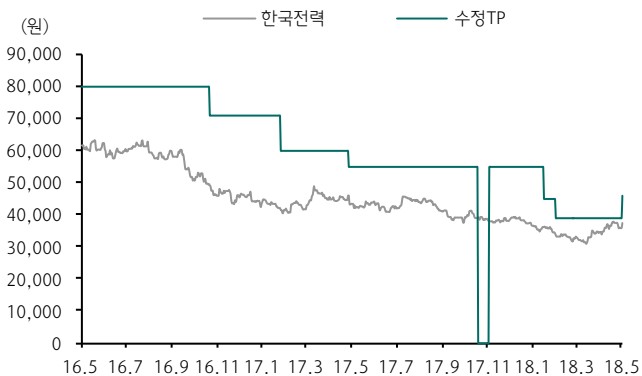
| 현금흐름표 | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 16,520.6 | 11,249.9 | 10,849.4 | 13,872.9 | 14,039.2 |
| 당기순이익 | 7,148.3 | 1,441.4 | 617.9 | 3,168.3 | 3,146.6 |
| 조정 | 11,605.4 | 12,492.2 | 9,828.9 | 10,113.8 | 10,253.2 |
| 감가상각비 | 8,961.0 | 9,773.7 | 10,064.7 | 10,216.8 | 10,369.6 |
| 외환거래손익 | 253.5 | (902.9) | 2.2 | 6.0 | 6.0 |
| 지분법손익 | 137.3 | 108.3 | (237.8) | (109.1) | (122.5) |
| 기타 | 2,253.6 | 3,513.1 | (0.2) | 0.1 | 0.1 |
| 영업활동자산부채변동 | (2,233.1) | (2,683.7) | 402.6 | 590.8 | 639.4 |
| 투자활동 현금흐름 | (9,645.9) | (12,606.7) | (12,146.6) | (12,326.6) | (11,325.4) |
| 투자자산감소(증가) | 18.3 | 798.9 | 157.9 | (8.2) | (4.4) |
| 유형자산감소(증가) | (11,820.8) | (12,450.2) | (12,000.0) | (12,000.0) | (11,000.0) |
| 기타 | 2,156.6 | (955.4) | (304.5) | (318.4) | (321.0) |
| 재무활동 현금흐름 | (7,637.5) | 745.6 | 995.0 | (1,144.4) | (2,850.4) |
| 금융부채증가(감소) | (5,260.3) | 1,274.6 | 1,502.2 | (996.8) | (1,996.5) |
| 자본증가(감소) | 37.8 | (1.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (310.1) | 828.6 | (0.0) | 0.1 | (0.0) |
| 배당지급 | (2,104.9) | (1,356.2) | (507.2) | (147.7) | (853.9) |
| 현금의 증감 | (731.7) | (681.6) | (302.2) | 401.8 | (136.6) |
| Unlevered CFO | 23,842.7 | 17,934.3 | 12,537.0 | 16,314.1 | 16,458.8 |
| Free Cash Flow | 4,491.8 | (1,286.1) | (1,150.6) | 1,872.9 | 3,039.2 |

Sector Aggregates

| | PER(x) | | | EPS증가율(%) | |
|-----------------|--------|-----|---------|-----------|-----|
| | FY1 | FY2 | 12M Fwd | FY1 | FY2 |
| Korea | | | | | |
| Emerging Market | | | | | |
| World | | | | | |

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



| 날짜 | 투자 의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|----------------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18.5.15 | BUY | 46,000 | | |
| 18.2.14 | BUY | 39,000 | -12.98% | -3.21% |
| 18.1.29 | BUY | 45,000 | -21.22% | -19.56% |
| 17.11.16 | BUY | 55,000 | -31.75% | -28.64% |
| 17.11.1 | Analyst Change | 0 | - | - |
| 17.5.10 | BUY | 55,000 | -23.33% | -17.27% |
| 17.2.7 | BUY | 60,000 | -26.54% | -18.75% |
| 16.11.3 | BUY | 71,000 | -36.50% | -31.41% |
| 16.5.15 | BUY | 80,000 | -27.34% | -21.25% |
| 16.2.4 | BUY | 67,000 | -12.58% | -6.27% |

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 91.4% | 8.0% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 0000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

