

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 전년 대비 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)
PER	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

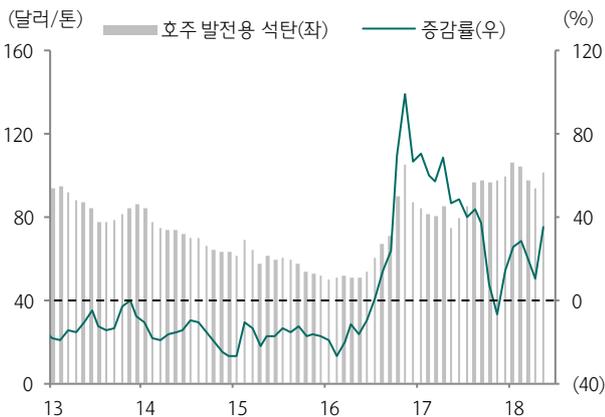
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(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

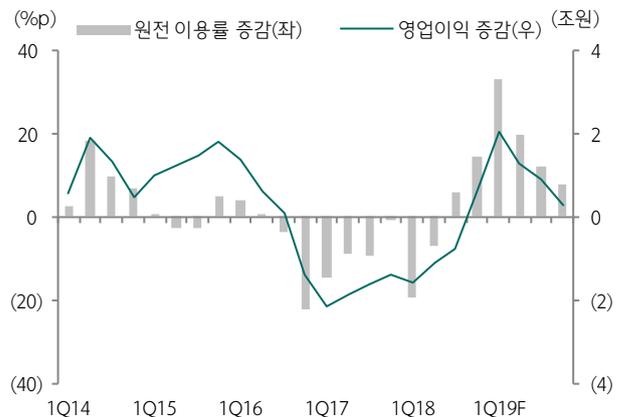
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 월별 발전용 석탄가격 추이



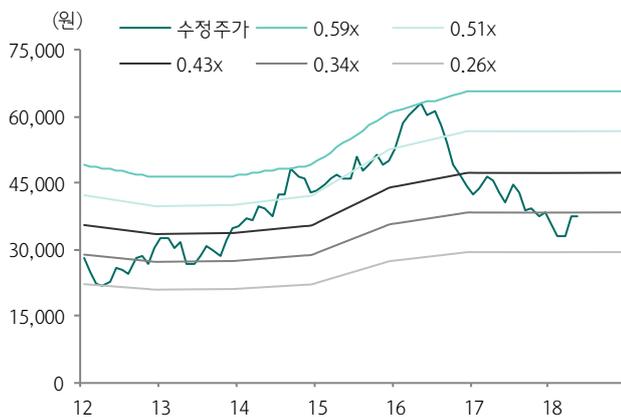
자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

추정 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
주기지표(배)					
PER	4.0	18.9	40.5	7.6	7.6
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCFR	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
손금유부채	48,583.5	51,252.5	53,035.5	51,605.6	49,711.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

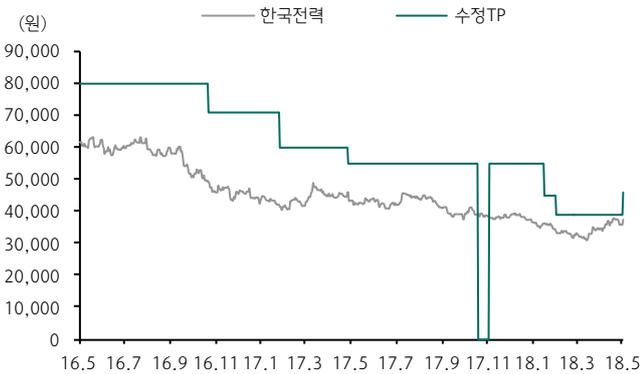
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	16,520.6	11,249.9	10,849.4	13,872.9	14,039.2
당기순이익	7,148.3	1,441.4	617.9	3,168.3	3,146.6
조정	11,605.4	12,492.2	9,828.9	10,113.8	10,253.2
감가상각비	8,961.0	9,773.7	10,064.7	10,216.8	10,369.6
외환거래손익	253.5	(902.9)	2.2	6.0	6.0
지분법손익	137.3	108.3	(237.8)	(109.1)	(122.5)
기타	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					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

