



하나금융그룹

2018년 7월 27일 | Equity Research

# 한국전력 (015760)

## 콩보다 싼 두부가 많이 팔려서 걱정

### 목표주가 43,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 기준 46,000원에서 43,000원으로 하향한다. 연료비와 구입비 부담 증가로 실적추정치를 하향조정한다. 유가와 석탄가격은 전년대비 두 자리 이상 상승했다. 2분기는 노후 석탄발전소 가동정지와 낮은 원전 이용률(62% 추정)에 영업적자가 불가피하다. 3분기도 폭염에 따른 공급 예비율 하락에 구입전력비가 늘어날 전망이다. 주가는 올해 실적 기준 PBR 0.30배로 낮지만 향후 정책 및 규제 리스크 해소가 현실화될 경우에 추세적 반등이 가능할 전망이다.

### 2Q18 영업이익 -9,857억원(적자전환) 전망

매출액은 해외매출 감소에도 전력판매량 증가로 전년대비 2.4% 증가한 13.2조원이 예상된다. 영업이익은 -9,857억원으로 적자전환할 전망이다. 연료비와 구입전력비 각각 전년 대비 36.2%, 30.5% 증가한 4.6조원, 4.1조원으로 예상된다. 원화 약세와 원자재 가격 상승과 기저발전 감소 때문이다. 최근 언론에 공개된 에너지 세제개편 내용에 의하면 SMP 하락을 통한 구입전력비 감소가 연료비 증가요인을 상회해 최소 6천억원 규모의 비용축소가 예상된다. 전기요금 인상 요인을 구입비 절감으로 해소하려는 의도로 판단된다. 30일 발표될 2018년 세법개정안을 통해 확인이 가능할 전망이다.

### 세제개편 효과가 클수록 멀어지는 한국전력 정상화 가능성

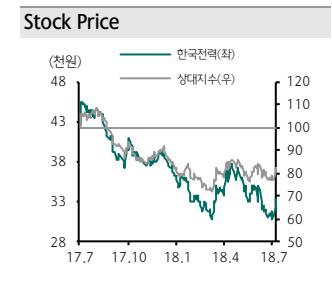
한국전력의 이익은 총괄원가 방식에 따른 적정투자보수를 보장받는 구조다. 다만 이는 구입전력비 변동이 전기요금에 정상 반영되는 경우에만 달성이 가능하다. 따라서 전기요금 정상화를 통한 한국전력 기업가치 제고는 연동제 실시에서 출발한다. 올해도 연료단가 상승에 실적이 급변할 전망이다. 호주산 연료탄은 톤당 110달러를 상회한지 오래고 유가는 배럴당 70달러 수준으로 유지되고 있기 때문이다. 정부는 단기적 대책으로 세제개편을 통한 SMP 하락을 유도할 전망이며 비용절감으로 한국전력 실적부담을 완화하려고 한다. 실적측면에서는 분명 긍정적인 이슈지만 그만큼 전기요금 정상화에 대한 기대감이 희석될 수 있는 요소로 판단된다.

### Update

## BUY

| TP(12M): 43,000원(하향) | CP(7월 26일): 32,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,289.06		
52주 최고/최저(원)	45,200/30,850	61,319.1	63,455.8
시가총액(십억원)	21,120.6	1,948.1	4,962.7
시가총액비중(%)	1.75	448.1	2,502.4
발행주식수(천주)	641,964.1		
60일 평균 거래량(천주)	1,485.4	636	3,747
60일 평균 거래대금(십억원)	50.6	BPS(원)	111,315
18년 배당금(예상,원)	0	114,308	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	28.37		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금	5.68		
주가상승률	1M 6M 12M		
전대	(4.6) (8.7) (27.1)		
상대	(2.1) 2.7 (22.5)		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	61,007.7	62,216.5	62,807.0
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	113.4	3,282.4	2,811.7
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(1,006.3)	1,769.4	1,245.2
순이익	십억원	7,048.6	1,298.7	(816.6)	1,282.8	902.8
EPS	원	10,980	2,023	(1,272)	1,998	1,406
증감률	%	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	(29.6)
PER	배	4.01	18.86	N/A	16.46	23.40
PBR	배	0.39	0.34	0.30	0.30	0.29
EV/EBITDA	배	3.73	5.23	7.75	5.93	6.16
ROE	%	10.19	1.81	(1.15)	1.82	1.26
BPS	원	111,725	111,660	108,855	110,853	111,700
DPS	원	1,980	790	0	560	450



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

국내 발전용으로 소비되는 유연탄과 LNG 대략 연간 1.2억톤/1,700만톤

유연탄 연료비 지출 1.2조원 증가  
LNG 연료비 지출 1조1,628억 감소  
→ 한국전력 + 민간발전사 총 합계

다만 LNG 단가하락은 SMP에 영향  
→ 한국전력 구입전력비 감소

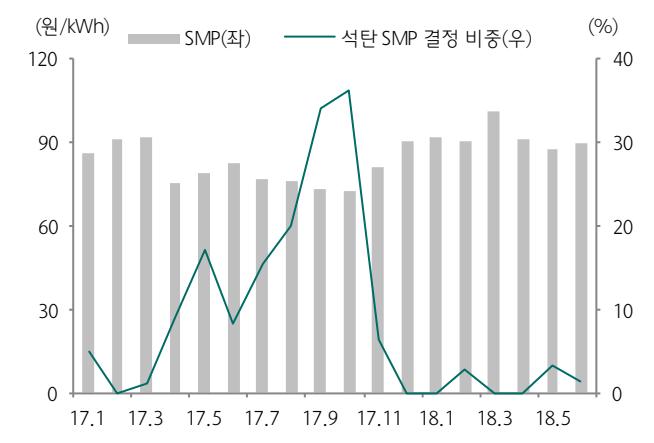
## 유연탄 10원/kg 인상, LNG 68.4원/kg 인하 시나리오 영향분석

현재 유연탄에는 개별소비세 36원/kg, LNG에는 개별소비세, 관세, 수입부담금 등으로 91.4원/kg이 부과되고 있다. 최근 언론보도에 따르면 정부는 유연탄 10원/kg 인상, LNG 68.4원/kg 인하 시나리오를 검토하는 것으로 알려졌다. 유연탄 인상효과는 3.75원/kWh(연료효율 0.375kWh/kg)으로 추정되며 LNG 인하효과는 8.892/kWh(연료효율 0.13kWh/kg)로 추정된다. 유연탄과 LNG 연료비단가는 2018년 7월 기준 36.6원/kWh 차이가 있다. 12,642원/kWh(유연탄 +3.75원/kWh와 LNG -8.892원/kWh)만큼 격차 회복을 감안해도 차이가 크다. 따라서 급전순위에는 큰 변동이 없을 전망이다.

SMP를 결정짓는 대부분의 연료원이 LNG임을 감안하면 LNG 68.4원 인하는 SMP 하락 요인으로 작용한다. 과거 원전이 정상적으로 가동되던 2017년 10월 비수기 석탄의 SMP 결정비중은 36.2%로 높았다. 다만 수요가 적은 심야시간대로 추정되어 SMP에 미치는 영향은 10% 내외로 판단된다. 따라서 석탄비중 상승을 가정해도 SMP 하락은 8원/kWh 수준으로 추정이 가능하다. SMP 1원/kWh당 1,500억원의 민감도를 감안하면 1.2조원 수준의 구입전력비 절감이 가능하다. 한국전력 유연탄, LNG 사용량을 감안하면 연료비 증가요인은 6천억원으로 판단된다. 구입전력비 감소폭이 연료비 증가폭보다 크기 때문에 전체적으로 6천억원 규모의 비용감소가 가능할 전망이다.

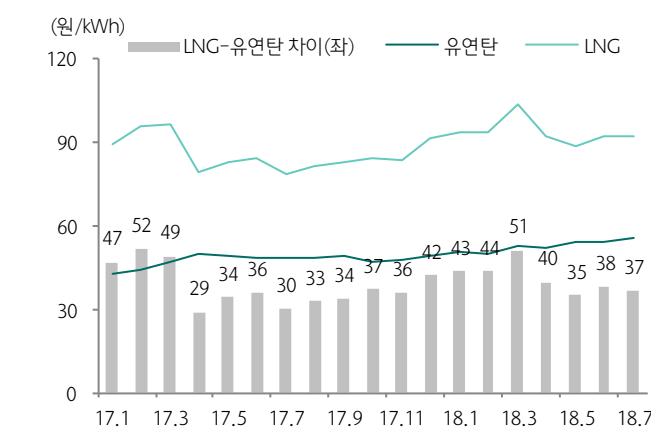
민간발전사는 SMP 하락으로 매출액이 감소한다. 단순 계산으로 SMP가 90원/kWh일 때 9원/kWh의 하락요인이 발생하면 전력판매실적의 10%가 감소하는 것이다. 석탄을 사용하는 발전사는 유연탄 개별소비세 상승으로 연료비가 증가할 전망이다. LNG를 사용하는 발전사는 급전순위 변동이 없어 기존의 같은 낮은 가동률이 유지될 전망이며 LNG 단가 하락으로 연료비 감소도 동시에 발생한다. 하지만 매출과 비용에 단가하락 영향이 같은 규모로 적용되기 때문에 이익은 감소하게 된다. 다만 직도입으로 LNG 도입단가가 상대적으로 저렴한 일부 민간발전소의 경우 세금 비중이 높아 감면효과가 상대적으로 크게 발생할 전망이다.

그림 1. 월별 SMP와 석탄의 SMP 결정비중 추이



자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 2. LNG와 유연탄 연료비단가 차이



자료: EPSIS, 하나금융투자

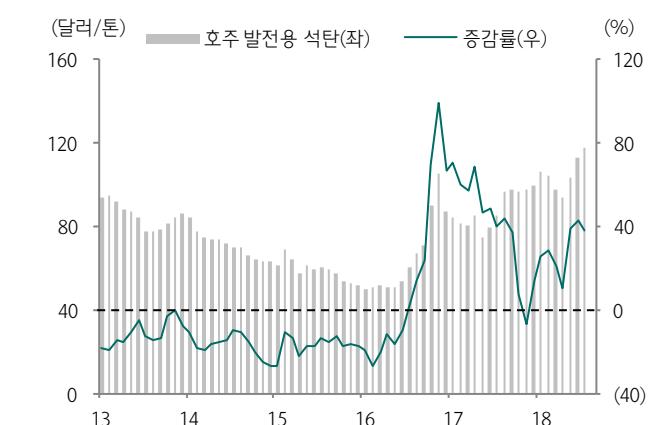
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				2Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	151,466	129,256	161,876	155,550	157,060	132,299	166,704	154,013	2.4	(15.8)
전기판매수익	139,433	117,055	151,212	138,798	147,178	123,051	159,166	142,104	5.1	(16.4)
기타매출	12,033	12,201	10,664	16,752	9,882	9,249	7,537	11,910	(24.2)	(6.4)
영업이익	14,632	8,465	27,728	(1,294)	(1,276)	(9,857)	15,271	(3,004)	적전	적지
연료비	42,968	33,632	43,402	45,243	54,409	45,817	48,942	44,718	36.2	(15.8)
구입전력비	38,243	31,195	34,430	38,775	48,723	40,719	46,985	44,037	30.5	(16.4)
기타	55,623	55,964	56,316	72,826	55,204	55,620	55,506	68,263	(0.6)	0.8
세전이익	13,895	5,832	21,868	(5,454)	(2,624)	(13,075)	12,107	(6,471)	적전	적지
순이익	8,669	3,272	14,930	(13,884)	(2,773)	(9,480)	8,778	(4,691)	적전	적지
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(7.5)	9.2	(2.0)	-	-
세전이익률(%)	9.2	4.5	13.5	(3.5)	(1.7)	(9.9)	7.3	(4.2)	-	-
순이익률(%)	5.7	2.5	9.2	(8.9)	(1.8)	(7.2)	5.3	(3.0)	-	-
전력판매(GWh)	132,178	119,229	130,900	125,441	138,048	124,623	138,746	127,710	4.5	(9.7)
판매단가(원/kWh)	105	98	116	111	107	99	115	111	0.6	(7.4)
원/달러 환율	1,153	1,130	1,133	1,108	1,073	1,079	1,120	1,110	(4.5)	0.6
석탄(천원/톤)	120	121	122	124	128	136	140	138	12.3	6.9
LNG(천원/톤)	702	629	624	671	795	698	721	777	11.0	(12.2)

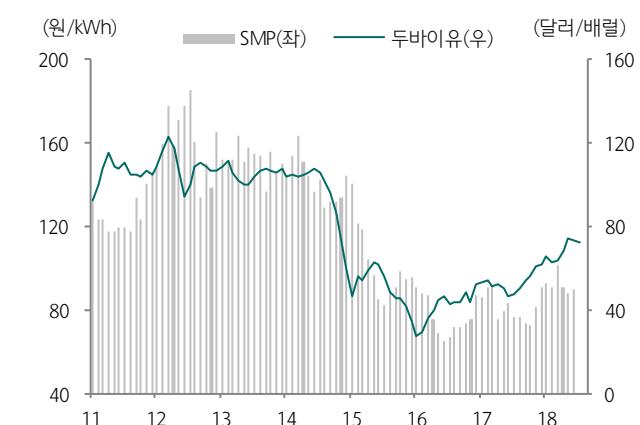
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 월별 발전용 석탄가격 추이



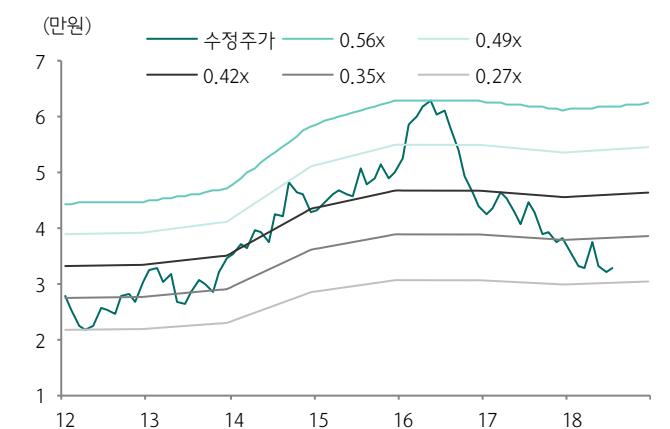
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. SMP와 유가 추이



자료: EPSIS, 하나금융투자

그림 5. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 6. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>60,190.4</b>	<b>59,814.9</b>	<b>61,007.7</b>	<b>62,216.5</b>	<b>62,807.0</b>
매출원가	45,549.6	52,098.9	58,069.1	56,119.9	57,054.6
매출총이익	14,640.8	7,716.0	2,938.6	6,096.6	5,752.4
판관비	2,639.2	2,762.9	2,825.2	2,814.2	2,940.8
<b>영업이익</b>	<b>12,001.6</b>	<b>4,953.2</b>	<b>113.4</b>	<b>3,282.4</b>	<b>2,811.7</b>
금융순익	(1,645.5)	(1,597.3)	(1,743.7)	(1,969.6)	(2,027.4)
종속/관계기업순익	(137.3)	(108.3)	237.9	109.1	122.5
기타영업외순익	294.8	366.7	386.1	347.5	338.4
<b>세전이익</b>	<b>10,513.5</b>	<b>3,614.2</b>	<b>(1,006.3)</b>	<b>1,769.4</b>	<b>1,245.2</b>
법인세	3,365.1	2,172.8	(216.5)	486.6	342.4
계속사업이익	7,148.3	1,441.4	(789.8)	1,282.8	902.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>7,148.3</b>	<b>1,441.4</b>	<b>(789.8)</b>	<b>1,282.8</b>	<b>902.8</b>
비지배주주지분순이익	99.7	142.7	26.8	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>7,048.6</b>	<b>1,298.7</b>	<b>(816.6)</b>	<b>1,282.8</b>	<b>902.8</b>
지배주주지분포괄이익	7,041.6	1,230.2	(844.3)	1,422.6	1,001.2
NOPAT	8,160.1	1,975.4	89.0	2,379.8	2,038.5
EBITDA	20,962.6	14,726.9	10,113.6	13,431.6	13,110.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.1	(0.6)	2.0	2.0	0.9
NOPAT증가율	0.0	(75.8)	(95.5)	2,573.9	(14.3)
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(31.3)	32.8	(2.4)
영업이익증가율	5.8	(58.7)	(97.7)	2,794.5	(14.3)
(지배주주)순익증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	(29.6)
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	(29.6)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	24.3	12.9	4.8	9.8	9.2
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.6	21.6	20.9
영업이익률	19.9	8.3	0.2	5.3	4.5
계속사업이익률	11.9	2.4	(1.3)	2.1	1.4

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,980	2,023	(1,272)	1,998	1,406
BPS	111,725	111,660	108,855	110,853	111,700
CFPS	37,140	27,937	17,480	21,467	21,075
EBITDAPS	32,654	22,940	15,754	20,923	20,423
SPS	93,760	93,175	95,033	96,916	97,836
DPS	1,980	790	0	560	450
<b>주가지표(배)</b>					
PER	4.0	18.9	N/A	16.5	23.4
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCFR	1.2	1.4	1.9	1.5	1.6
EV/EBITDA	3.7	5.2	7.8	5.9	6.2
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.2	1.8	(1.2)	1.8	1.3
ROA	4.0	0.7	(0.4)	0.7	0.5
ROIC	5.5	1.3	0.1	1.5	1.2
부채비율	143.4	149.1	159.5	159.0	160.6
순부채비율	66.5	70.2	79.0	79.6	81.0
이자보상배율(배)	6.8	2.8	0.1	1.5	1.2

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

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>19,708.5</b>	<b>19,141.7</b>	<b>18,901.4</b>	<b>18,821.6</b>	<b>19,089.7</b>
금융자산	5,735.6	4,341.2	4,331.0	4,175.8	4,356.3
현금성자산	3,051.4	2,369.7	2,379.1	2,213.7	2,382.4
매출채권 등	7,776.7	7,915.9	7,837.7	7,878.4	7,925.7
재고자산	5,479.4	6,002.1	5,942.8	5,973.6	6,009.5
기타유동자산	716.8	882.5	789.9	793.8	798.2
<b>비유동자산</b>	<b>158,128.5</b>	<b>162,647.2</b>	<b>165,489.8</b>	<b>168,178.5</b>	<b>170,123.4</b>
투자자산	8,167.9	7,369.6	7,296.8	7,334.7	7,378.7
금융자산	2,657.5	2,038.9	2,018.8	2,029.2	2,041.4
유형자산	145,743.1	150,882.4	153,633.9	156,389.6	158,385.3
무형자산	983.4	1,189.7	1,100.3	995.5	900.7
기타비유동자산	3,234.1	3,205.5	3,458.8	3,458.7	3,458.7
<b>자산총계</b>	<b>177,837.0</b>	<b>181,788.9</b>	<b>184,391.2</b>	<b>187,000.1</b>	<b>189,213.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>24,739.2</b>	<b>23,424.3</b>	<b>26,682.8</b>	<b>27,949.0</b>	<b>29,525.9</b>
금융부채	9,063.5	9,326.3	12,522.4	13,723.4	15,224.6
매입채무 등	5,727.5	6,032.1	5,972.5	6,003.5	6,039.5
기타유동부채	9,948.2	8,065.9	8,187.9	8,222.1	8,261.8
<b>비유동부채</b>	<b>80,047.3</b>	<b>85,400.0</b>	<b>86,658.2</b>	<b>86,859.3</b>	<b>87,093.0</b>
금융부채	45,255.6	46,267.4	47,912.2	47,912.2	47,912.2
기타비유동부채	34,791.7	39,132.6	38,746.0	38,947.1	39,180.8
<b>부채총계</b>	<b>104,786.5</b>	<b>108,824.3</b>	<b>113,341.1</b>	<b>114,808.3</b>	<b>116,618.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>71,723.6</b>	<b>71,681.4</b>	<b>69,881.0</b>	<b>71,163.9</b>	<b>71,707.4</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.9	2,077.6	2,077.4	2,077.4	2,077.4
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(33.9)	(271.5)	(314.9)	(314.9)	(314.9)
이익잉여금	53,173.9	53,370.6	51,613.8	52,896.6	53,440.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,326.9</b>	<b>1,283.2</b>	<b>1,169.1</b>	<b>1,027.9</b>	<b>886.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>73,050.5</b>	<b>72,964.6</b>	<b>71,050.1</b>	<b>72,191.8</b>	<b>72,594.2</b>
<b>순금융부채</b>	<b>48,583.5</b>	<b>51,252.5</b>	<b>56,103.5</b>	<b>57,459.8</b>	<b>58,780.5</b>

## 현금흐름표

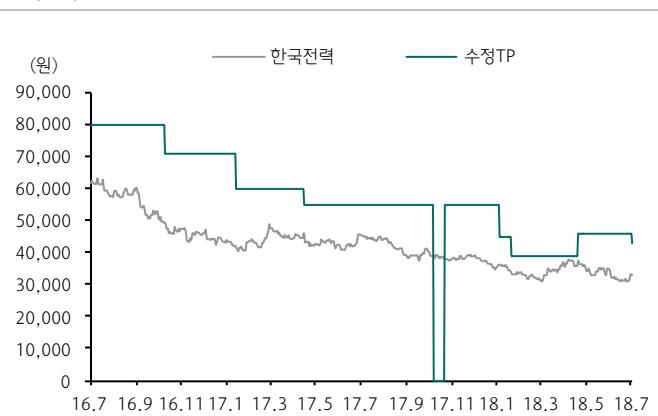
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>16,520.6</b>	<b>11,249.9</b>	<b>8,068.5</b>	<b>11,511.6</b>	<b>11,301.7</b>
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(789.8)	1,282.8	902.8
조정	11,605.4	12,492.2	10,265.4	10,038.0	10,177.2
감가상각비	8,961.0	9,773.7	10,000.2	10,149.1	10,299.1
외환거래손익	253.5	(902.9)	(5.1)	(2.1)	0.5
지분법손익	137.3	108.3	(237.9)	(109.1)	(122.5)
기타	2,253.6	3,513.1	508.2	0.1	0.1
영업활동자산부채변동	(2,233.1)	(2,683.7)	(1,407.1)	190.8	221.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(9,645.9)</b>	<b>(12,606.7)</b>	<b>(11,751.3)</b>	<b>(12,878.0)</b>	<b>(12,275.0)</b>
투자자산감소(증가)	18.3	798.9	109.8	71.2	78.5
유형자산감소(증가)	(11,820.8)	(12,450.2)	(12,562.2)	(12,800.0)	(12,200.0)
기타	2,156.6	(955.4)	701.1	(149.2)	(153.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(7,637.5)</b>	<b>745.6</b>	<b>4,310.7</b>	<b>1,201.0</b>	<b>1,142.0</b>
금융부채증가(감소)	(5,260.3)	1,274.6	4,840.8	1,201.0	1,501.2
자본증가(감소)	37.8	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(310.1)	828.6	(22.8)	0.0	(0.0)
배당지급	(2,104.9)	(1,356.2)	(507.2)	0.0	(359.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>(731.7)</b>	<b>(681.6)</b>	<b>9.3</b>	<b>(165.4)</b>	<b>168.7</b>
Unlevered CFO	23,842.7	17,934.3	11,221.7	13,781.3	13,529.7
Free Cash Flow	4,491.8	(1,286.1)	(4,518.5)	(1,288.4)	(898.3)

## Sector Aggregates

	PER(X)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 한국전력



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.7.27	BUY	43,000		
18.5.15	BUY	46,000	-27.47%	-19.67%
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%
16.8.4	BUY	80,000	-29.96%	-21.75%
16.2.4	BUY	67,000	-11.41%	-5.97%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	93.7%	5.4%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2000년 0월 0일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 07월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.