

한국전력 (015760)

예상했던 부진과 예상되는 부진

목표주가 39,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 기존 43,000원에서 39,000원으로 하향한다. 유가와 석탄가격 상승에 따른 비용증가, 3분기 누진제 완화에 의한 매출감소, 월성 1호기 일회성 비용을 반영하여 실적추정치를 조정했다. 영업실적은 컨센서스를 하회하는 6,871억원 적자를 기록했다. 노후 석탄발전소 가동정지와 원전 이용률 하락이 주된 원인이다. 주가는 PBR 0.29배로 역사적 밴드 하단이며 규제 정상화 전까지는 추세적 반등은 가능성이 높지 않지만 트레이딩 관점으로 접근은 유효하다.

2Q18 영업이익 -6,871억원(적자전환)으로 컨센서스 하회

매출액은 해외매출 감소에도 전력판매량 증가로 전년 대비 3.2% 증가한 13.4조원을 기록했다. 영업이익은 -6,871억원 적자로 컨센서스를 소폭 하회했다. 연료비와 구입전력비가 각각 26.9%, 32.7% 증가한 4.3조원, 4.1조원을 기록했다. 비용증가는 원화 약세와 원자재 가격 상승과 기저발전 감소 때문이다. 세전이익도 일회성 비용으로 1.7조원 적자를 기록하며 부진했다. 하반기 원전 이용률은 70% 후반으로 상승이 가능하나 9월과 12월 도입 예정이던 신규 원전 2기의 상업 운전이 지연되어 영업실적 회복은 예상보다 더딜 전망이다.

올해만 버티면 되는 정부와 낮아지는 요금 정상화 기대감

정부는 올해만 버티면 된다. 통제 불가능한 대외변수를 감안해도 원전 이용률 회복만으로 2019년 실적은 적자 부담에서 벗어날 수 있기 때문이다. 전기요금에 대한 완고한 정부의 입장은 한국전력 실적에 부담으로 작용하고 있다. 공론화를 통해 전기요금 제도개편 추진을 언급했지만 연동제 도입 등 근본적 해결책 제시는 가능성이 높지 않다고 판단된다. 어찌 되었든 연동제로 요금이 인상되면 지금까지 주장해온 '에너지 전환에도 요금인상은 없다'는 주장의 약점을 노출하기 때문이다. 정부는 세계개편을 통한 SMP 하락으로 비용절감을 유도하며 요금인상 요인을 회피했다. 실적부진에도 누진제 완화를 선택하면서 요금정상화 기대감은 더욱 낮아졌다.

Update

BUY

| TP(12M): 39,000원(하향) | CP(8월 13일): 31,150원

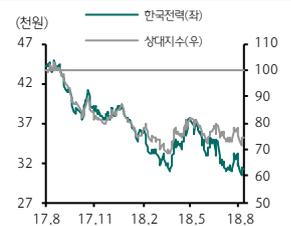
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,248.45
52주 최고/최저(원)	44,850/30,350
시가총액(십억원)	19,997.2
시가총액비중(%)	1.66
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,414.7
60일 평균 거래대금(십억원)	46.5
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	28.34
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금	5.68
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.2) (7.0) (29.0)
상대	2.6 (0.9) (26.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	61,299.8	63,495.6
영업이익(십억원)	1,627.5	4,711.3
순이익(십억원)	174.4	2,326.2
EPS(원)	457	3,588
BPS(원)	111,037	113,876

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,753.5	61,485.7	62,292.0
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	160.4	2,897.9	2,987.6
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(1,641.6)	1,447.2	1,470.8
순이익	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,044.1)	1,049.3	1,066.3
EPS	원	10,980	2,023	(1,626)	1,634	1,661
증감률	%	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	1.7
PER	배	4.01	18.86	N/A	19.06	18.75
PBR	배	0.39	0.34	0.29	0.28	0.28
EV/EBITDA	배	3.73	5.23	7.65	6.06	6.03
ROE	%	10.19	1.81	(1.48)	1.50	1.50
BPS	원	111,725	111,660	108,501	110,135	111,176
DPS	원	1,980	790	0	620	620



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

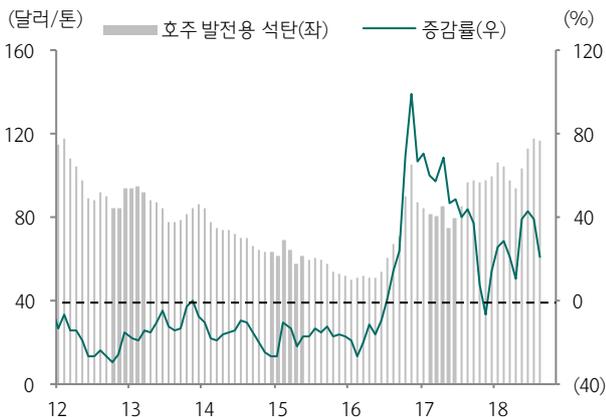
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				2Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	151,466	129,256	161,876	155,550	157,060	133,372	164,272	152,831	3.2	(15.1)
전기판매수익	139,433	117,055	151,212	138,798	147,178	124,133	156,735	140,921	6.0	(15.7)
기타매출	12,033	12,201	10,664	16,752	9,882	9,239	7,537	11,910	(24.3)	(6.5)
영업이익	14,632	8,465	27,728	(1,294)	(1,276)	(6,871)	13,111	(3,361)	적전	적지
연료비	42,968	33,632	43,402	45,243	54,409	42,671	47,701	44,815	26.9	(21.6)
구입전력비	38,243	31,195	34,430	38,775	48,723	41,404	47,514	42,664	32.7	(15.0)
기타	55,623	55,964	56,316	72,826	55,204	56,168	55,945	68,713	0.4	1.7
세전이익	13,895	5,832	21,868	(5,454)	(2,624)	(17,000)	9,909	(6,701)	적전	적지
순이익	8,669	3,272	14,930	(13,884)	(2,773)	(9,491)	7,184	(5,361)	적전	적지
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(5.2)	8.0	(2.2)	-	-
세전이익률(%)	9.2	4.5	13.5	(3.5)	(1.7)	(12.7)	6.0	(4.4)	-	-
순이익률(%)	5.7	2.5	9.2	(8.9)	(1.8)	(7.1)	4.4	(3.5)	-	-
전력판매(GWh)	132,178	119,229	130,900	125,441	138,048	123,609	138,746	127,710	3.7	(10.5)
판매단가(원/kWh)	105	98	116	111	107	100	113	110	2.3	(5.8)
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	142	139	12.1	6.7
LNG(천원/톤)	702	629	624	671	795	665	655	688	5.8	(16.3)

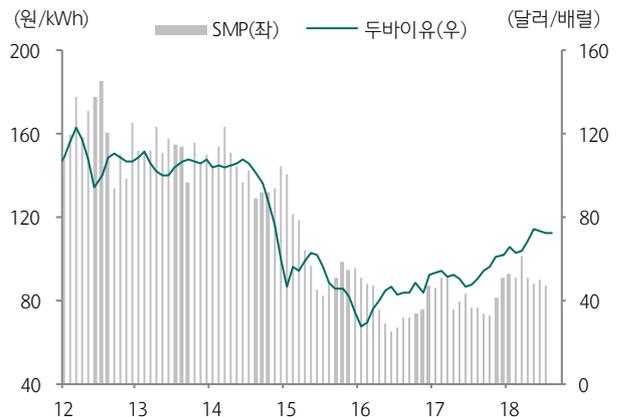
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 월별 발전용 석탄가격 추이



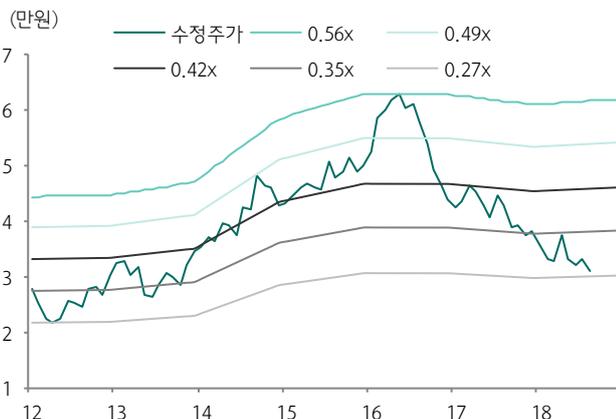
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. SMP와 유가 추이



자료: EPI, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	60,190.4	59,814.9	60,753.5	61,485.7	62,292.0	
매출원가	45,549.6	52,098.9	57,779.5	55,806.1	56,386.7	
매출총이익	14,640.8	7,716.0	2,974.0	5,679.6	5,905.3	
판매비	2,639.2	2,762.9	2,813.6	2,781.7	2,917.6	
영업이익	12,001.6	4,953.2	160.4	2,897.9	2,987.6	
금융손익	(1,645.5)	(1,597.3)	(1,768.4)	(1,995.1)	(2,051.4)	
중속/관계기업손익	(137.3)	(108.3)	374.3	225.4	231.8	
기타영업외손익	294.8	366.7	(407.9)	319.1	302.7	
세전이익	10,513.5	3,614.2	(1,641.6)	1,447.2	1,470.8	
법인세	3,365.1	2,172.8	(655.0)	398.0	404.5	
계속사업이익	7,148.3	1,441.4	(986.6)	1,049.3	1,066.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(986.6)	1,049.3	1,066.3	
비배주주지분순이익	99.7	142.7	57.4	0.0	0.0	
지배주주순이익	7,048.6	1,298.7	(1,044.1)	1,049.3	1,066.3	
지배주주지분포괄이익	7,041.6	1,230.2	(1,062.6)	1,163.6	1,182.5	
NOPAT	8,160.1	1,975.4	96.4	2,101.0	2,166.0	
EBITDA	20,962.6	14,726.9	10,160.5	13,047.0	13,286.7	
성장성(%)						
매출액증가율	2.1	(0.6)	1.6	1.2	1.3	
NOPAT증가율	0.0	(75.8)	(95.1)	2,079.5	3.1	
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(31.0)	28.4	1.8	
영업이익증가율	5.8	(58.7)	(96.8)	1,706.7	3.1	
(지배주주)순이익증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	1.6	
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	1.7	
수익성(%)						
매출총이익률	24.3	12.9	4.9	9.2	9.5	
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.7	21.2	21.3	
영업이익률	19.9	8.3	0.3	4.7	4.8	
계속사업이익률	11.9	2.4	(1.6)	1.7	1.7	
투자지표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
주당지표(원)						
EPS	10,980	2,023	(1,626)	1,634	1,661	
BPS	111,725	111,660	108,501	110,135	111,176	
CFPS	37,140	27,937	16,285	20,824	21,294	
EBITDAPS	32,654	22,940	15,827	20,324	20,697	
SPS	93,760	93,175	94,637	95,777	97,033	
DPS	1,980	790	0	620	620	
주기지표(배)						
PER	4.0	18.9	N/A	19.1	18.8	
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	7.6	6.1	6.0	
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	
재무비율(%)						
ROE	10.2	1.8	(1.5)	1.5	1.5	
ROA	4.0	0.7	(0.6)	0.6	0.6	
ROIC	5.5	1.3	0.1	1.3	1.3	
부채비율	143.4	149.1	159.8	160.4	162.0	
순부채비율	66.5	70.2	79.8	80.9	81.8	
이자보상배율(배)	6.8	2.8	0.1	1.3	1.3	

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

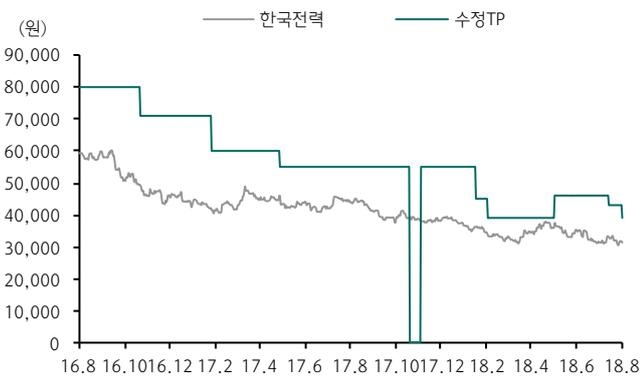
대차대조표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
유동자산	19,708.5	19,141.7	18,665.2	18,761.0	19,267.8	
금융자산	5,735.6	4,341.2	4,206.4	4,190.8	4,572.5	
현금성자산	3,051.4	2,369.7	2,269.4	2,238.9	2,603.8	
매출채권 등	7,776.7	7,915.9	7,777.5	7,837.6	7,905.1	
재고자산	5,479.4	6,002.1	5,897.2	5,942.7	5,993.9	
기타유동자산	716.8	882.5	784.1	789.9	796.3	
비유동자산	158,128.5	162,647.2	165,433.7	168,140.5	170,104.3	
투자자산	8,167.9	7,369.6	7,240.8	7,296.7	7,359.5	
금융자산	2,657.5	2,038.9	2,003.3	2,018.7	2,036.1	
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	3,458.7	3,458.7	3,458.8	
자산총계	177,837.0	181,788.9	184,099.0	186,901.5	189,372.1	
유동부채	24,739.2	23,424.3	26,884.9	28,482.6	30,092.5	
금융부채	9,063.5	9,326.3	12,820.8	14,322.4	15,824.1	
매입채무 등	5,727.5	6,032.1	5,926.7	5,972.4	6,023.9	
기타유동부채	9,948.2	8,065.9	8,137.4	8,187.8	8,244.5	
비유동부채	80,047.3	85,400.0	86,360.8	86,657.5	86,991.3	
금융부채	45,255.6	46,267.4	47,912.2	47,912.2	47,912.2	
기타비유동부채	34,791.7	39,132.6	38,448.6	38,745.3	39,079.1	
부채총계	104,786.5	108,824.3	113,245.7	115,140.1	117,083.8	
지배주주지분	71,723.6	71,681.4	69,653.6	70,702.9	71,370.9	
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	51,386.3	52,435.6	53,103.7	
비배주주지분	1,326.9	1,283.2	1,199.7	1,058.5	917.4	
자본총계	73,050.5	72,964.6	70,853.3	71,761.4	72,288.3	
순금융부채	48,583.5	51,252.5	56,526.6	58,043.7	59,163.7	
현금흐름표						
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	16,520.6	11,249.9	7,453.0	11,252.5	11,450.9	
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(986.6)	1,049.3	1,066.3	
조정	11,605.4	12,492.2	10,129.0	9,921.6	10,067.8	
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	(374.3)	(225.4)	(231.8)	
기타	2,253.6	3,513.1	508.2	0.0	(0.0)	
영업활동자산부채변동	(2,233.1)	(2,683.7)	(1,689.4)	281.6	316.8	
투자활동 현금흐름	(9,645.9)	(12,606.7)	(11,543.9)	(12,784.5)	(12,189.5)	
투자자산감소(증가)	18.3	798.9	302.2	169.5	169.0	
유형자산감소(증가)	(11,820.8)	(12,450.2)	(12,562.2)	(12,800.0)	(12,200.0)	
기타	2,156.6	(955.4)	716.1	(154.0)	(158.5)	
재무활동 현금흐름	(7,637.5)	745.6	4,609.2	1,501.5	1,103.5	
금융부채증가(감소)	(5,260.3)	1,274.6	5,139.3	1,501.5	1,501.7	
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	(398.2)	
현금의 증감	(731.7)	(681.6)	(100.3)	(30.5)	364.9	
Unlevered CFO	23,842.7	17,934.3	10,454.7	13,368.3	13,669.8	
Free Cash Flow	4,491.8	(1,286.1)	(5,134.0)	(1,547.5)	(749.1)	

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
18.8.14	BUY	39,000		
18.7.27	BUY	43,000	-26.15%	-22.56%
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%

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	93.6%	5.5%	0.9%	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 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 08월 14일 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.