

## 한국전력

HOLD(유지)

015760 기업분석 | 유ти리티

목표주가(하향)	35,000원	현재주가(08/13)	31,150원	Up/Downside	+12.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 08. 14

## 추정치 하향의 마무리 국면

**News**

**2Q18 영업적자 6,871억원, 기대치 하회:** 한국전력의 2Q 영업실적은 -6,871억원(QoQ 적자/YoY 적전)으로 시장 컨센서스 -5,815억원을 하회했다. 실적 부진의 이유는 원전 이용률은 1Q 54.9%에서 62.7%로 회복했지만 석탄발전이 노후 석탄발전의 가동중단 및 정비기간 증가로 이용률이 1Q 81.6%→2Q 64.3%(vs. 2Q17 69.4%)으로 하락함에 따라 상대적인 연료비/구입전력비 부담이 증가했기 때문으로 판단된다. 환관련손실 및 기타 손실 증가로 지배순익은 -9,491억원을 시현했다.

**Comment**

**3Q18 반등, 하지만 누진세 완화 등으로 만족스럽지 않을 것:** 3Q 영업이익은 1,4조원(YoY-48.2%)으로 회복될 것으로 예상되지만 누진세 한시적 완화 및 복지할인 강화 등으로 기존 전망 대비 약 3,000억원의 수익이 줄어들 것으로 판단된다. 다만 긍정적인 것은 원전 이용률의 개선 추세가 이어진다는 점이다. 실적발표에서 발표된 가이던스에 따르면 원전이용률은 2Q 62.7%에서 하반기 70% 중후반으로 개선될 것으로 판단된다. 하반기 이후 19년 실적 개선을 기대케 하는 요인이다.

**Action**

**녹록지 않은 영업환경, 하지만 주가는 바닥을 통과하는 중:** 18년 적자 전망, 19년 이후 순익 추정치를 하향 조정하며 목표주가를 35,000원으로 하향한다. 원전이용률 감소로부터 시작된 실적 부진은 석탄/LNG 가격 급등에 따른 연료비 부담과 누진세 완화까지 이어지며 조정 폭이 커졌다. 또한 북한 산 석탄 수입관련 이슈가 불확실성으로 남아있기에 임재가 모두 소진된 것은 아니다. 하지만 이러한 불확실성은 상당 부분 주가에 반영된 것으로 보이고 추가적인 연료비 급등이 없다면 실적 하향 조정은 마무리 국면에 이른 것으로 판단된다. 전기료 인상, 원전 이용률 반등 등으로 인해 19년 이후 실적이 개선될 여지가 있다는 점, 역사적 하단에 위치한 밸류에이션 등을 고려할 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	30,350/44,850원
매출액	60,190	59,815	60,401	63,012	66,903	KOSDAQ /KOSPI	756/2,248pt
(증가율)	2.1	-0.6	1.0	4.3	6.2	시가총액	199,972억원
영업이익	12,002	4,953	568	4,588	6,473	60일-평균거래량	1,414,679
(증가율)	5.8	-58.7	-88.5	708.2	41.1	외국인지분율	28.3%
자배주주순이익	7,049	1,299	-356	2,170	3,417	60일-외국인지분율변동추이	-1.4%p
EPS	10,980	2,023	-555	3,381	5,323	주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.1%
PER (H/L)	5.8/3.9	24.2/18.3	NA	9.2	5.9	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	0.6/0.4	0.4/0.3	0.3	0.3	0.3	한국전력(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	4.3/3.7	5.7/5.2	6.6	4.7	4.1	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	19.9	8.3	0.9	7.3	9.7	0	0
ROE	10.2	1.8	-0.5	3.0	4.6	17/08 17/11 18/03 18/06	50 200
주가상승률					1M 3M 12M		
절대기준					-0.2 -12.9 -29.0		
상대기준					2.6 -4.0 -26.7		

도표 1. 한국전력 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
연결 매출액	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,337	16,101	15,257	60,190	59,815	60,401	63,012
전기판매수익	13,943	11,706	15,121	13,880	14,718	12,413	15,835	14,330	54,305	54,650	57,296	59,460
기타	1,203	1,220	1,066	1,675	988	924	265	927	5,886	5,165	3,105	3,552
매출원가/판관비	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,024	14,665	15,310	48,189	54,862	59,833	58,425
연료비	4,297	3,363	4,340	4,524	5,441	4,267	4,838	5,221	14,067	16,525	19,767	18,428
구입전력비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	4,140	4,170	3,666	10,756	14,264	16,849	15,966
기타	5,562	5,596	5,632	7,283	5,520	5,617	5,657	6,423	23,366	24,073	23,218	24,031
영업이익	1,463	847	2,773	-129	-128	-687	1,435	-53	12,002	4,953	568	4,588
세전이익	1,390	583	2,187	-545	-262	-1,700	1,328	-304	10,513	3,614	-938	3,264
지배순이익	867	327	1,493	-1,388	-277	-949	1,166	-296	7,049	1,299	-356	2,170
영업이익률	9.7	6.5	17.1	-0.8	-0.8	-5.2	8.9	-0.3	19.9	8.3	0.9	7.3
순이익률	5.7	2.5	9.2	-8.9	-1.8	-7.1	7.2	-1.9	11.7	2.2	-0.6	3.4
전력판매(Twh)	132	119	131	125	138	124	137	129	497	508	527	542
석탄연료가격(천원/t)	116	117	118	119	124	132	128	132	90	118	129	116
LNG연료가격(천원/t)	702	629	624	671	795	665	706	788	590	656	738	725

자료: 한국전력, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,709	19,142	16,692	14,666	13,788
현금및현금성자산	3,051	2,370	2,534	2,042	1,117
매출채권및기타채권	7,777	7,916	7,183	6,632	6,966
재고자산	5,479	6,002	5,491	5,251	5,146
비유동자산	158,129	162,647	166,791	171,429	174,859
유형자산	145,743	150,882	155,090	159,786	163,268
무형자산	983	1,190	1,126	1,068	1,016
투자자산	8,168	7,370	7,370	7,370	7,370
자산총계	177,837	181,789	183,483	186,096	188,647
유동부채	24,739	23,424	24,736	25,822	26,135
매입채무및기타채무	5,727	6,032	6,510	6,795	7,109
단기应付및단기차채	806	1,038	1,538	1,538	1,538
유동성장기부채	8,134	8,085	7,785	7,785	7,785
비유동부채	80,047	85,400	86,157	86,042	85,820
사채및장기차입금	44,700	45,624	45,524	45,024	44,524
부채총계	104,786	108,824	110,893	111,864	111,955
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,174	53,371	53,014	54,543	56,932
비자본주자분	1,327	1,283	1,264	1,379	1,448
자본총계	73,051	72,965	72,589	74,232	76,692

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	16,521	11,250	15,624	17,163	16,838
당기순이익	7,148	1,441	-375	2,285	3,487
현금유동이 없는 비용 및 수익	16,694	16,493	11,725	13,792	14,976
유형 및 무형자산상각비	8,961	9,774	10,633	11,119	11,620
영업관련자산부채변동	-2,233	-2,684	3,711	2,066	15
매출채권및기타채권의감소	132	-250	733	552	-334
재고자산의감소	-1,440	-1,373	511	240	105
매입채무및기타채무의증가	134	127	478	285	314
투자활동현금흐름	-9,646	-12,607	-13,240	-15,350	-14,832
CAPEX	-12,029	-12,536	-14,727	-15,707	-15,000
투자자산의순증	18	799	0	0	0
재무활동현금흐름	-7,637	746	-2,219	-2,305	-2,931
사채 및 차입금의 증가	-5,260	1,275	100	-500	-500
자본금 및 차입금의증가	38	-1	0	0	0
배당금지급	-2,105	-1,356	-507	0	-642
기타현금흐름	31	-70	0	0	0
현금의증가	-732	-682	165	-492	-925
기초현금	3,783	3,051	2,370	2,534	2,042
기말현금	3,051	2,370	2,534	2,042	1,117

자료: 한국전력 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,190	59,815	60,401	63,012	66,903
매출원가	45,550	52,099	57,489	55,979	57,833
매출총이익	14,641	7,716	2,912	7,034	9,070
판관비	2,639	2,763	2,345	2,446	2,597
영업이익	12,002	4,953	568	4,588	6,473
EBITDA	20,963	14,727	11,200	15,707	18,093
영업외손익	-1,488	-1,338	-1,506	-1,324	-1,346
금융순익	-1,646	-1,597	-1,644	-1,682	-1,704
투자순익	-137	-108	0	0	0
기타영업외손익	295	367	138	358	358
세전이익	10,513	3,614	-938	3,264	5,128
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,148	1,441	-375	2,285	3,487
자비주주지분순이익	7,049	1,299	-356	2,170	3,417
비자비주주지분순이익	100	143	-19	114	70
총포괄이익	7,146	1,347	-375	2,285	3,487
증감률(%YoY)					
매출액	2.1	-0.6	1.0	4.3	6.2
영업이익	5.8	-58.7	-88.5	708.2	41.1
EPS	-47.0	-81.6	적전	흑전	57.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	-555	3,381	5,323
BPS	111,725	111,660	111,104	113,485	117,208
DPS	1,980	790	0	1,000	1,600
Multiple(배)					
P/E	4.0	18.9	NA	9.2	5.9
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	5.2	6.6	4.7	4.1
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	0.9	7.3	9.7
EBITDA마진	34.8	24.6	18.5	24.9	27.0
순이익률	11.9	2.4	-0.6	3.6	5.2
ROE	10.2	1.8	-0.5	3.0	4.6
ROA	4.0	0.8	-0.2	1.2	1.9
ROIC	5.6	1.3	0.1	2.0	2.7
안정성 및 기타					
부채비율(%)	143.4	149.1	152.8	150.7	146.0
이자보상배율(배)	6.8	2.8	0.3	2.5	3.6
배당성향(배)	17.8	35.2	0.0	28.1	29.5

자료: 한국전력 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 한국전력 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/02/27	Buy	60,000	-25.4	-18.8			
17/05/10	Buy	55,000	-23.7	-17.3			
17/11/08	Buy	46,000	-19.2	-14.7			
18/02/14	Buy	39,000	-12.8	-3.2			
18/05/15	Hold	39,000	-15.5	-6.9			
18/08/14	Hold	35,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경