



2018년 10월 12일 | Equity Research

한국전력 (015760)

PBR 0.22배지만 모멘텀 부재가 문제

목표주가 33,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가를 39,000원에서 33,000원으로 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 올해 BPS에 목표PBR 0.30배를 적용했다. 원전 이용률이 70% 수준으로 회복되었지만 비용 증가를 만회하기에는 아직 부족하다. PBR 0.22배는 극단적 밸류에이션이지만 최근 역사적 벤드 하단을 지속 경신하고 있어 저점에 대한 확신이 열어지고 있다. 다만 2011년 연간 적자 당시 최저 PBR이 0.21배였던 점을 감안하면 바닥에 근접한 것으로 판단된다. 향후 주가의 추세적 반등은 정부의 전기요금 정상화 의지가 규제로 표현될 때 가능할 전망이다.

3Q 영업이익 9,549억원(YoY -65.6%) 컨센서스 하회 전망

매출액은 주택용 누진제 완화에도 판매량 증가로 전년대비 0.1% 감소한 16.2조원이 예상된다. 영업이익은 9,549억원으로 전년대비 65.6% 감소할 전망이다. 원전 이용률은 전년 대비 4%p 개선된 74%로 예상되나 성수기 수요 증가와 연료 단가 상승으로 전년대비 감익이 불가피하다. 연료비와 구입 전력비 각각 19.3%, 29.1% 증가가 예상된다. 2019년 원전 이용률은 80% 초중반까지 회복이 가능하며 영업실적 흑자 전환이 예상된다. 다만 올해 9월, 12월 도입예정이던 신고리 4호기와 신한울 1호기 상업운전이 2019년 8월, 2020년으로 지연되어 2019년 실적 회복속도는 예상보다 더딜 전망이다.

정부의 전기요금 정상화 정책 당분간 기대하기 어려운 상황

공공요금 인상은 정부가 선택하기 쉽지 않다. 에너지 전환을 추진하면서 전기요금 인상을 회피한다는 비판에 직면했다. 물론 제3차 에너지기본계획을 앞두고 연료비연동제 용역도 나온 상황에서 요금정상화 추진의 당위성은 충분하다. 여론 조사도 에너지 전환 목적을 위한 전기요금 인상에는 호의적이다. 하지만 현 시점에서 정부가 전기요금 정상화를 위해서 모험을 할 이유가 없다고 판단된다. 원자재 가격 또는 환율 변화가 크지 않다고 가정할 경우 원전 이용률 회복만으로도 2019년 실적은 흑자전환이 가능하기 때문이다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,000원(하향) | CP(10월 11일): 23,850원

Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,129.67	
52주 최고/최저(원)	41,100/23,850	
시가총액(십억원)	15,310.8	
시가총액비중(%)	1.27	
발행주식수(천주)	641,964.1	
60일 평균 거래량(천주)	1,299.6	
60일 평균 거래금(십억원)	39.2	
18년 배당금(예상,원)	0	
18년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	27.63	
주요주주 지분율(%)		
한국산업은행 외 2 인	51.14	
국민연금	6.43	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(21.4) (30.8) (36.1)	
상대	(15.8) (20.5) (26.3)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	60,681.1	63,024.9
영업이익(십억원)	499.2	3,246.9
순이익(십억원)	(1,040.1)	1,404.9
EPS(원)	(1,419)	2,038
BPS(원)	109,283	110,886

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,497.7	61,337.4	62,139.1
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(321.4)	2,632.8	3,533.6
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,018.0)	1,417.0	2,321.5
순이익	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,323.1)	1,027.3	1,683.1
EPS	원	10,980	2,023	(2,061)	1,600	2,622
증감률	%	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	63.9
PER	배	4.01	18.86	N/A	14.90	9.10
PBR	배	0.39	0.34	0.22	0.22	0.21
EV/EBITDA	배	3.73	5.23	7.42	5.71	5.29
ROE	%	10.19	1.81	(1.87)	1.46	2.35
BPS	원	111,725	111,660	108,847	110,447	112,480
DPS	원	1,980	790	0	590	970



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017				2018F				3Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	151,466	129,256	161,876	155,550	157,060	133,372	161,714	152,831	(0.1)	21.3
전기판매수익	139,433	117,055	151,212	138,798	147,178	124,133	154,177	140,921	2.0	24.2
기타매출	12,033	12,201	10,664	16,752	9,882	9,239	7,537	11,910	(29.3)	(18.4)
영업이익	14,632	8,465	27,728	(1,294)	(1,276)	(6,871)	9,549	(4,615)	(65.6)	(239.0)
연료비	42,968	33,632	43,402	45,243	54,409	42,671	51,781	45,542	19.3	21.4
구입전력비	38,243	31,195	34,430	38,775	48,723	41,404	44,439	43,192	29.1	7.3
기타	55,623	55,964	56,316	72,826	55,204	56,168	55,945	68,713	(0.7)	(0.4)
세전이익	13,895	5,832	21,868	(5,454)	(2,624)	(17,000)	6,943	(7,499)	(68.3)	(140.8)
순이익	8,669	3,272	14,930	(13,884)	(2,773)	(9,492)	5,033	(5,999)	(66.3)	(153.0)
영업이익률(%)	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(5.2)	5.9	(3.0)	-	-
세전이익률(%)	9.2	4.5	13.5	(3.5)	(1.7)	(12.7)	4.3	(4.9)	-	-
순이익률(%)	5.7	2.5	9.2	(8.9)	(1.8)	(7.1)	3.1	(3.9)	-	-
전력판매(GWh)	132,178	119,229	130,900	125,441	138,048	123,609	135,926	127,710	3.8	10.0
판매단가(원/kWh)	105	98	116	111	107	100	113	110	(1.8)	12.9
원/달러 환율	1,153	1,130	1,133	1,108	1,073	1,079	1,121	1,110	(1.0)	3.9
석탄(천원/톤)	120	121	122	124	128	136	146	142	19.6	6.9
LNG(천원/톤)	702	629	624	671	795	665	707	701	13.3	6.2

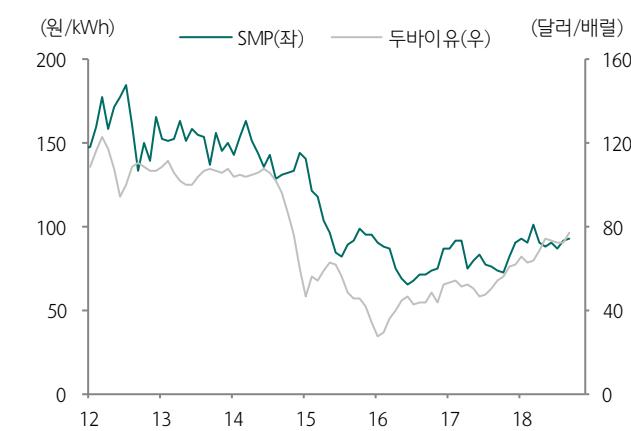
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 선물가격 (10월 YoY +16.3%)



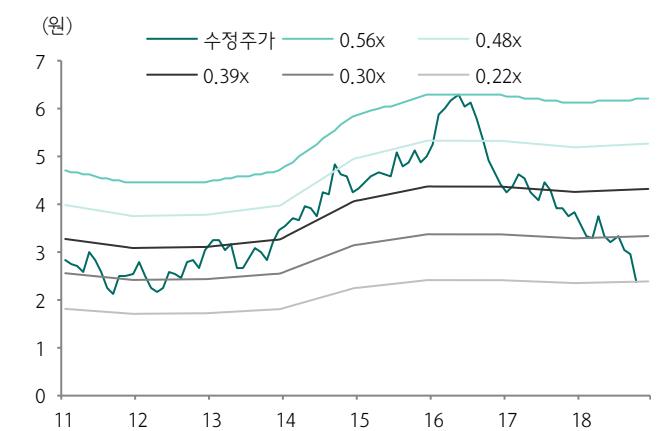
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (9월 SMP YoY +26.9%)



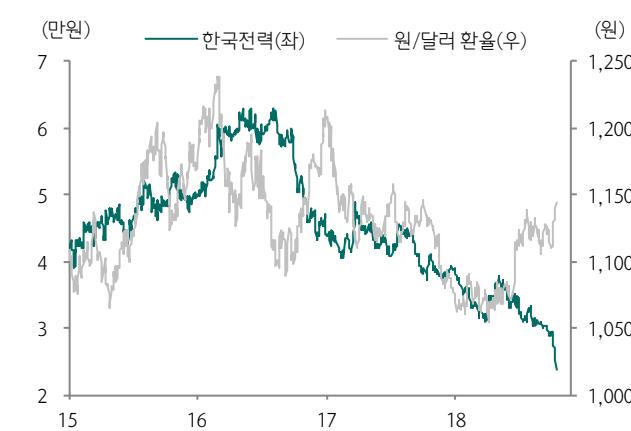
자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

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	60,497.7	61,337.4	62,139.1
매출원가	45,549.6	52,098.9	58,113.0	55,944.6	55,712.8
매출총이익	14,640.8	7,716.0	2,384.7	5,392.8	6,426.3
판관비	2,639.2	2,762.9	2,706.1	2,760.1	2,892.7
영업이익	12,001.6	4,953.2	(321.4)	2,632.8	3,533.6
금융순익	(1,645.5)	(1,597.3)	(1,663.0)	(1,760.2)	(1,746.6)
종속/관계기업순익	(137.3)	(108.3)	374.3	225.4	231.8
기타영업외순익	294.8	366.7	(407.9)	319.1	302.7
세전이익	10,513.5	3,614.2	(2,018.0)	1,417.0	2,321.5
법인세	3,365.1	2,172.8	(752.4)	389.7	638.4
계속사업이익	7,148.3	1,441.4	(1,265.6)	1,027.3	1,683.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,265.6)	1,027.3	1,683.1
비지배주주지분순이익	99.7	142.7	57.4	0.0	0.0
지배주주순이익	7,048.6	1,298.7	(1,323.1)	1,027.3	1,683.1
지배주주지분포괄이익	7,041.6	1,230.2	(1,298.2)	1,078.3	1,766.6
NOPAT	8,160.1	1,975.4	(201.6)	1,908.7	2,561.8
EBITDA	20,962.6	14,726.9	9,879.7	13,050.0	14,101.0
성장률(%)					
매출액증가율	2.1	(0.6)	1.1	1.4	1.3
NOPAT증가율	0.0	(75.8)	적전	흑전	34.2
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(32.9)	32.1	8.1
영업이익증가율	5.8	(58.7)	적전	흑전	34.2
(지배주주)순익증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	63.8
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	63.9
수익성(%)					
매출총이익률	24.3	12.9	3.9	8.8	10.3
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.3	21.3	22.7
영업이익률	19.9	8.3	(0.5)	4.3	5.7
계속사업이익률	11.9	2.4	(2.1)	1.7	2.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(2,061)	1,600	2,622
BPS	111,725	111,660	108,847	110,447	112,480
CFPS	37,140	27,937	17,549	21,005	22,795
EBITDAPS	32,654	22,940	15,390	20,328	21,965
SPS	93,760	93,175	94,238	95,546	96,795
DPS	1,980	790	0	590	970
주가지표(배)					
PER	4.0	18.9	N/A	14.9	9.1
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.2	1.4	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.7	5.2	7.4	5.7	5.3
PSR	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.2	1.8	(1.9)	1.5	2.4
ROA	4.0	0.7	(0.7)	0.6	0.9
ROIC	5.5	1.3	(0.1)	1.2	1.6
부채비율	143.4	149.1	159.1	160.2	160.5
순부채비율	66.5	70.2	79.9	80.9	80.0
이자보상배율(배)	6.8	2.8	(0.2)	1.3	1.6

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
유동자산	19,708.5	19,141.7	18,474.1	18,958.7	20,312.9
금융자산	5,735.6	4,341.2	4,014.0	4,387.2	5,616.3
현금성자산	3,051.4	2,369.7	2,077.0	2,435.3	3,647.5
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	785.4	791.2	797.6
비유동자산	158,128.5	162,647.2	165,730.9	168,169.5	169,865.0
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	153,604.8	156,093.8	157,822.9
무형자산	983.4	1,189.7	1,150.4	1,044.1	947.7
기타비유동자산	3,234.1	3,205.5	3,734.9	3,734.9	3,734.9
자산총계	177,837.0	181,788.9	184,205.0	187,128.2	190,177.9
유동부채	24,739.2	23,424.3	25,316.2	27,113.9	28,723.8
금융부채	9,063.5	9,326.3	11,478.3	13,179.9	14,681.6
매입채무 등	5,727.5	6,032.1	5,926.7	5,972.4	6,023.9
기타유동부채	9,948.2	8,065.9	7,911.2	7,961.6	8,018.3
비유동부채	80,047.3	85,400.0	87,806.2	88,102.9	88,436.8
금융부채	45,255.6	46,267.4	49,357.6	49,357.6	49,357.6
기타비유동부채	34,791.7	39,132.6	38,448.6	38,745.3	39,079.2
부채총계	104,786.5	108,824.3	113,122.4	115,216.8	117,160.5
지배주주지분	71,723.6	71,681.4	69,876.0	70,903.4	72,207.8
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)	(276.3)	(276.3)	(276.3)
이익잉여금	53,173.9	53,370.6	51,569.9	52,597.3	53,901.8
비지배주주지분	1,326.9	1,283.2	1,206.6	1,008.0	809.5
자본총계	73,050.5	72,964.6	71,082.6	71,911.4	73,017.3
순금융부채	48,583.5	51,252.5	56,821.9	58,150.2	58,422.9

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	16,520.6	11,249.9	7,788.7	11,500.8	12,335.5
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,265.6)	1,027.3	1,683.1
조정	11,605.4	12,492.2	10,452.5	10,191.9	10,335.6
감가상각비	8,961.0	9,773.7	10,201.1	10,417.2	10,567.4
외환거래손익	253.5	(902.9)	365.6	0.0	0.0
지분법손익	137.3	108.3	(374.3)	(225.4)	(231.8)
기타	2,253.6	3,513.1	260.1	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(2,233.1)	(2,683.7)	(1,398.2)	281.6	316.8
투자활동 현금흐름	(9,645.9)	(12,606.7)	(12,443.4)	(12,844.0)	(12,246.4)
투자자산감소(증가)	18.3	798.9	231.1	169.5	169.0
유형자산감소(증가)	(11,820.8)	(12,450.2)	(12,832.7)	(12,800.0)	(12,200.0)
기타	2,156.6	(955.4)	158.2	(213.5)	(215.4)
재무활동 현금흐름	(7,637.5)	745.6	4,344.3	1,701.5	1,123.2
금융부채증가(감소)	(5,260.3)	1,274.6	5,242.2	1,701.5	1,501.7
자본증가(감소)	37.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(310.1)	828.6	(332.3)	0.0	0.1
배당지급	(2,104.9)	(1,356.2)	(565.6)	0.0	(378.6)
현금의 증감	(731.7)	(681.6)	(292.7)	358.3	1,212.2
Unlevered CFO	23,842.7	17,934.3	11,266.1	13,484.7	14,633.5
Free Cash Flow	4,491.8	(1,286.1)	(5,089.1)	(1,299.2)	135.5

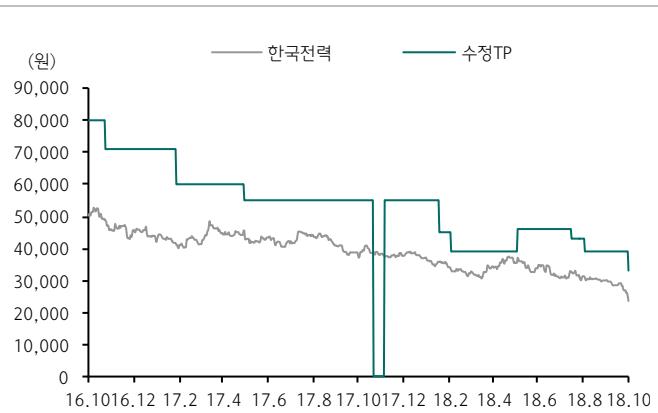
Sector Aggregates

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



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.12	BUY	33,000		
18.8.14	BUY	39,000	-23.86%	-19.87%
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 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	92.1%	7.1%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 10월 11일

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 10월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 10월 12일 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.