

Company Brief

2018-11-14

한국전력(015760)

시간이 조금 더 필요할 듯

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000 원(하향)
증가(2018/11/13)	27,350 원

Stock Indicator	
자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	17,558 십억원
외국인지분율	27.6%
52 주 주가	23,850~39,250 원
60 일평균거래량	1,332,686 주
60 일평균거래대금	37.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	-9.9	-26.7	-27.9
상대수익률	14.7	-1.6	-10.3	-9.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	59,815	61,687	65,249	66,303
영업이익(십억원)	4,953	-346	2,282	2,402
순이익(십억원)	1,299	-1,746	673	656
EPS(원)	2,023	-2,720	1,048	1,022
BPS(원)	111,660	108,150	108,408	108,640
PER(배)	18.9		26.1	26.8
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	1.8	-2.5	1.0	0.9
배당수익률(%)	2.1	2.9	2.9	2.9
EV/EBITDA(배)	5.1	7.4	6.1	6.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

3Q18 Review : 기타영업비용 감소로 시장 기대치 상회

동사의 3Q18 실적은 매출 16 조 4,098 억원 (y/y +1.4%, Cons. 16 조 2,846 억원), 영업이익 1 조 3,952 억원 (y/y -49.7%, Cons. 1 조 2,915 억원)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다 <그림 1>. 다만 3Q18 기타영업비용이 q/q -1,621 억원 감소하였음을 감안 [y/y -3,941 억원]하면, 오히려 시장 기대치에 부합하는 실적이라 볼 수 있다. 전체 영업이익의 y/y 악화는 주로 1) 연료비 단가 상승 및 연료 사용량 증가에 따른 연료비 증가 [5.4 조원, y/y +23.4%], 2) 외부 구입전력량(IPP) 증가에 따른 구입전력비 증가 [4.0 조원, y/y +28.3%]에 기인한다. 연료비단가는 LNG 가 755.8 천원/t 로 y/y +21.1%, 석탄이 140.3 천원/t 로 y/y +15.8%가 증가하였으며, 연료 사용량은 LNG 가 1,591 천톤으로 y/y +17.8% 증가하였음이 전체 연료비 증가를 유도하였다. 마찬가지로 구입전력량은 35,349GWh 로 y/y +14.8% 증가하였고, 구입단가는 112.0 원/kWh 로 y/y +12.1% 증가하였음이 구입전력비 증가에 영향을 미쳤다.

4Q18 Preview : 원전 이용률 하락과 연료비단가 안정화

4Q18 실적은 매출 16 조 2,340 억원 (y/y +4.4%), 영업적자 -9,270 억원 (y/y 적지)을 기록할 것으로 전망한다. 전년 동기 대비 실적 악화는 주로 원전 이용률 하락 [3Q18 73.2% → 60%대 후반 전망]과 연료비단가 상승에 기인한다. 최근 한빛 1/2 호기, 한울 1 호기의 계획예방정비 연장으로 인해 원전 가동률은 전 분기 대비 낮은 수준을 보일 것이다. 연내 도입을 기대하였던 신규 원전 2 기 [신고리 4 호기, 신한울 1 호기]도 도입시점이 연기되었다. 당초 신고리 4 호기가 '18년 9월, 신한울 1 호기가 '18년 12월 준공예정이었으나, 포항 지진 이후 안정성 추가 점검 등을 이후로 연기되었다 [신고리 4 호기 '19년 8월 준공 예정, 신한울 1/2 호기 준공 일정 조정 중]. 다만, 지난 1Q18부터 이어져온 연료비단가의 상승세는 둔화될 것이다 <그림 4>. 4Q18 에 LNG/석탄 도입단가에 반영될 국제유가/국제석탄가격이 보합세를 보였기 때문이다 [LNG 도입단가 국제유가에 4 개월, 석탄 도입단가 국제석탄가격에 3 개월 Lagging].

'19년 실적 개선을 전망하나, 기대 수준을 낮춰야 한다

원전 가동률 회복에 따라 '19년에 실적 개선을 기대해 볼 수 있으나, 과거 대비 기대 수준을 낮춰야 한다. 계획예방정비 종료에 따라 2Q18 부터 원전 가동률이 양호한 수준을 보일 것이나, 신규 원전 2 기 [신고리 4 호기/신한울 1 호기]의 도입시점이 크게 연기되었기 때문이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 35,000 원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지하나, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 35,000 원으로 하향한다. 목표주가는 '19년 BPS 108,408 원에 Target PBR 0.32x ['19년 ROE 1.0%, COE 3.0%]를 적용하여 산출하였다.

## Earnings : 시간이 조금 더 필요할 듯

〈그림 1〉 한국전력의 3Q18 잠정실적 및 컨센서스와의 비교

(십억원)	3Q17	y/y	2Q18	q/q	3Q18	Consensus [1M]	Gap %
매출액	16,187.7	1.4%	13,337.2	23.0%	<b>16,409.8</b>	16,284.6	0.8%
영업이익	2,772.9	-49.7%	-687.1	-303.1%	<b>1,395.2</b>	1,291.5	8.0%
세전이익	2,186.9	-49.3%	-1,700.0	-165.2%	<b>1,108.7</b>	894.2	24.0%
지배주주 순이익	1,493.0	-52.5%	-949.2	-174.6%	<b>708.6</b>	620.3	14.2%

자료:하이투자증권

〈그림 2〉 한국전력의 연간 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		Gap%	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	61,791.0	65,074.0	<b>61,687.0</b>	<b>65,249.0</b>	-0.2%	0.3%
영업이익	508.0	3,027.0	<b>-346.0</b>	<b>2,282.0</b>	N/A	-24.6%
지배주주 순이익	-946.0	1,197.0	<b>-1,746.0</b>	<b>673.0</b>	N/A	-43.8%

자료:하이투자증권

〈그림 3〉 한국전력의 실적 추정 및 주요 가정 사항

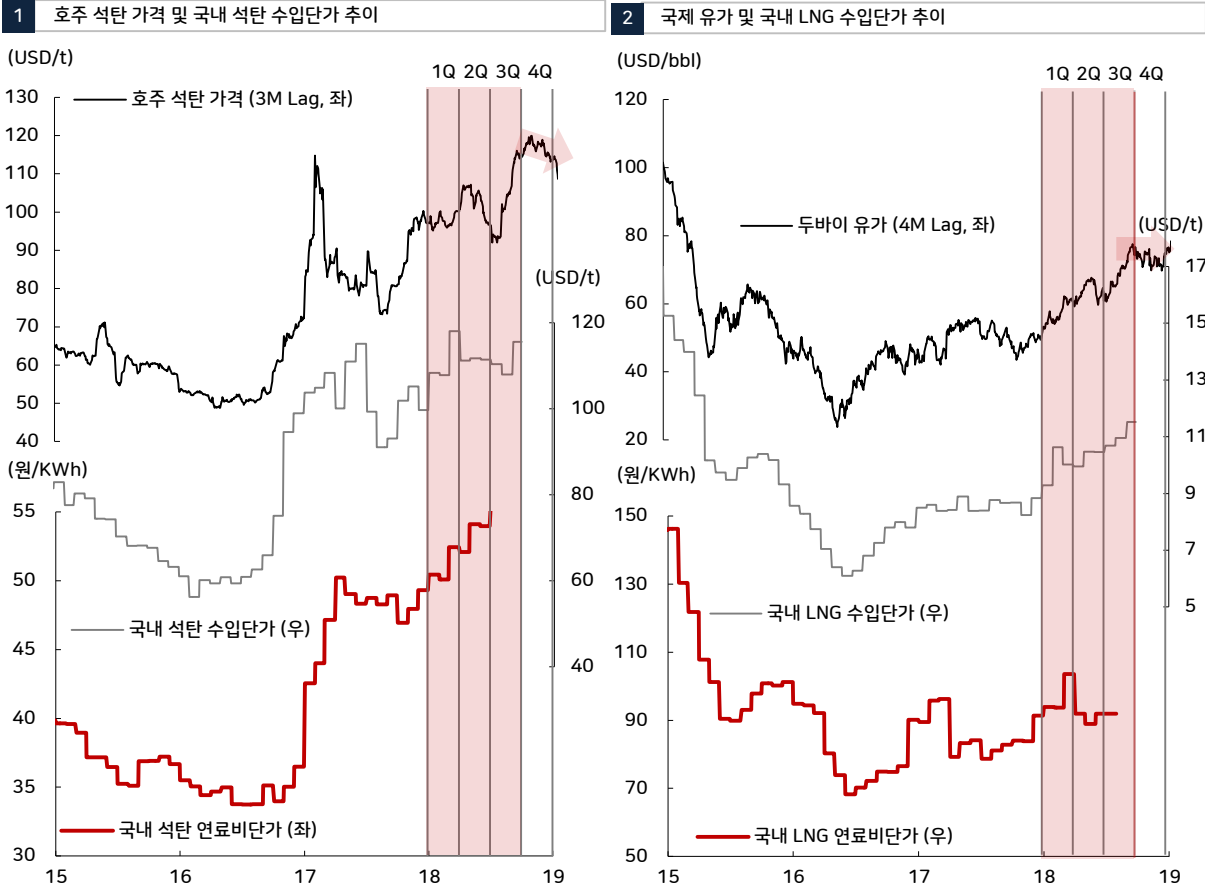
구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,337	16,410	16,234	60,190	59,815	61,687	65,249
전기판매수익	십억원	13,943	11,706	15,121	13,880	14,718	12,413	15,506	14,572	54,305	54,650	57,209	59,675
기타매출	십억원	1,203	1,220	1,067	1,675	988	924	904	1,662	5,886	5,165	4,478	5,574
매출원가/판매비	십억원	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,024	15,015	17,161	48,189	54,862	62,033	62,967
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	5,434	4,267	5,362	6,563	14,042	16,509	21,626	20,930
구입전력비	십억원	3,830	3,116	3,447	3,887	4,879	4,140	4,350	3,105	10,781	14,280	16,474	17,329
기타	십억원	5,562	5,596	5,632	7,283	5,520	5,617	5,303	7,493	23,366	24,073	23,934	24,708
매출원가	십억원	13,130	11,450	12,780	14,990	15,075	13,372	14,321	16,356	45,550	52,350	59,124	60,035
판매비	십억원	553	629	635	694	759	652	694	804	2,639	2,512	2,909	2,933
영업이익	십억원	1,463	846	2,773	-129	-128	-687	1,395	-927	12,002	4,953	-346	2,282
영업이익률	%	9.7%	6.5%	17.1%	-0.8%	-0.8%	-5.2%	8.5%	-5.7%	19.9%	8.3%	-0.6%	3.5%
세전이익	십억원	1,390	583	2,187	-545	-262	-1,700	1,109	-1,343	10,513	3,614	-2,196	897
당기순이익	십억원	900	359	1,529	-1,347	-250	-919	737	-1,215	7,148	1,441	-1,647	673
지배주주순이익	십억원	867	327	1,493	-1,388	-277	-949	709	-1,228	7,049	1,299	-1,746	673
지배주주순이익 비중	%	96.3%	91.2%	97.6%	103.1%	110.7%	103.3%	96.1%	101.0%	98.6%	90.1%	106.0%	100.0%

구분	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
전력판매량	GWh	132,178	119,228	130,900	125,441	138,048	123,609	137,291	128,432	497,039	507,747	527,380	538,850
발전전력량	GWh	110,174	99,730	112,584	104,873	106,810	94,296	113,232	112,289	435,091	427,361	426,628	456,854
발전설비가동률	%	64.3%	56.0%	62.1%	57.8%	60.5%	53.2%	63.1%	62.5%	65.8%	60.0%	59.8%	63.0%
수력	%	10.5%	10.9%	14.0%	9.5%	9.3%	11.7%	13.4%	6.1%	8.4%	11.2%	10.1%	10.7%
유류	%	29.4%	10.8%	17.4%	22.3%	40.7%	11.8%	21.1%	38.7%	50.6%	19.9%	28.0%	24.0%
LNG	%	28.0%	18.8%	27.6%	30.6%	41.1%	33.1%	31.2%	50.0%	32.8%	26.3%	38.9%	25.5%
석탄	%	87.0%	69.4%	83.1%	75.3%	81.6%	64.3%	81.4%	76.4%	84.5%	78.5%	75.9%	77.3%
신재생	%	54.7%	40.0%	47.0%	39.4%	55.1%	38.3%	47.7%	40.0%	22.2%	44.8%	45.0%	40.0%
원자력*	%	77.4%	80.2%	73.3%	68.0%	57.3%	67.3%	76.4%	68.1%	83.7%	74.7%	67.2%	87.6%
연료단가	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유류	원/ℓ	461	521	491	487	489	608	584	622	360	484	568	609
LNG	천원/t	702	629	624	671	795	665	756	826	595	661	769	780
석탄	천원/t	120	121	122	124	128	136	140	159	94	122	141	153
연료비	십억원	4,291	3,367	4,336	4,515	5,434	4,603	5,352	6,563	14,042	16,509	21,952	20,918
유류	십억원	224	107	136	179	308	129	212	413	1,119	647	1,062	996
LNG	십억원	1,054	586	842	1,107	1,607	1,163	1,202	2,138	3,925	3,589	6,110	4,259
석탄	십억원	2,649	2,295	2,972	2,870	3,182	2,635	3,549	3,754	7,522	10,785	13,120	14,283
원전연료	십억원	314	324	284	263	224	252	290	258	1,194	1,186	1,024	1,380
기타	십억원	50	54	102	97	113	425	99	109	286	303	745	535
구입전력량	십억원	31,932	28,354	30,800	35,317	40,128	37,418	35,349	20,115	103,488	126,403	133,009	128,852
전력구입단가	원/kWh	112	97	101	103	117	101	113	126	95	103	113	114
시장PP	원/kWh	111	96	100	102	116	100	112	124	93	102	112	113
PPA	원/kWh	117	112	117	110	125	116	123	134	112	114	125	124

\* 시운전발전량 포함, 한전 IR 기준으로는 -2~3% 차감

자료:하이투자증권

<그림 4> 한국전력의 실적 추정 및 주요 가정 사항



자료:하이투자증권

## Conference Call Q&A

Q1) 기타영업이익 감소폭 대비 기타영업비용의 감소폭이 큰 것 같은데, 이유는?

기타영업비용이 16.0% 감소한 사유는, UAE 사업 등 해외 사업 비용이 2,500 억 가량 감소하였고, 고정자산 제각손 500 억 가량 감소, 이익규모 규모 감소에 따라 사내복지기금 출연금 600 억원 감소가 주요 원인이다. 그 외 기타자회사의 재료비, 외주비, 연구과제비, 피해보상비 등이 전반적으로 감소한 영향이다.

Q2) 3Q18 원전 이용률은?

3Q18 원전 이용률은 73.2%를 기록하였다. 4Q18 에도 3 분기 수준의 원전 이용률을 예상한다. 2019 년의 원전 이용률 Guidance 는 없다.

Q3) 기타영업비용 감소 내역중에서, 고정자산 제각손에 대한 세부내용은?

A3) 고정자산 제각손은 전력설비 보강 공사등의 공사 시행시에, 기존에 설치되어 있던 고정자산을 철거하고 기존 장부가액과 환입되는 가액의 차액을 손실로 계상한 것이다. 고정자산 제각손의 감소는 관련 공사 스케줄의 변동에 따른 것이다.

Q4) 해외사업 비용 감소에 대한 세부 내용은?

UAE 사업 등의 해외사업에 관련된 원가가 감소함에 따른 비용 감소이다.

Q5) 향후 연료비 전망은?

A5) 연간 단가 기준으로 석탄은 131.9 천원/t, LNG 는 749.4 천원/t, 유류는 542.9 원/리터

Q6) 신규 원전 도입 전망은?

A6) 당초 신고리 4 호기가 '18 년 9 월, 신한울 1 호기가 '18 년 12 월 준공 예정이었다. 포항 지진 이후 안전성 추가 점검등을 이유로 운영허가 심사중에 있다. 신고리 4 호기는 '19 년 8 월 준공 예정이며, 신한울 1 호기와 2 호기는 준공 일정 조정 중에 있다.

Q7) 석탄 이용률 현황과 전망은?

A7) 3Q18 의 석탄발전 이용률은 노후석탄발전기 재가동등으로 81.4%까지 상승하였다. 4Q18 의 이용률은 예방정비 등으로 인해 전 분기 대비 다소 하락할 것이나, 연간으로는 70% 중반을 예상한다.

Q8) 3Q18 의 감가상각비 증가폭이 400 억원 수준으로 크지 않았는데, 이유는? 연간 감가상각비 Guidance 는?

A8) 최근 신규발전기의 대부분이 '17 년 상반기에 준공되어, 3 분기에 상각 대상자산의 증가폭이 크지 않았기 때문이다. 신규 발전기가 대거 도입되지 않는 한, 감가상각비는 현 수준을 유지할 것으로 예상된다.

Q9) 탄소배출권과 RPS 충당금이 별도와 연결기준으로 얼마나 인식되었는지?

A9) 3Q18 RPS 비용은 별도 5,009 억원 4,393 억원이었다. 온실가스 배출 원가는 별도 -80 억원, 연결 -41 억원이었다. (-) 발생 사유는 '17 년도 배출분에 대한 추정치와 확정치간의 차이분이 당기 손익으로 인식되었기 때문이다.

Q10) UAE 쪽 매출이 어느정도인지?

A10) 3Q18 UAE 원전 건설사업 매출은 3,120 억원 (y/y -2,700 억원)이었다.

Q11) 누진제 구간완화하면서 주택용 단가가 하락하였는데, 4Q18 까지 영향을 미치는지?

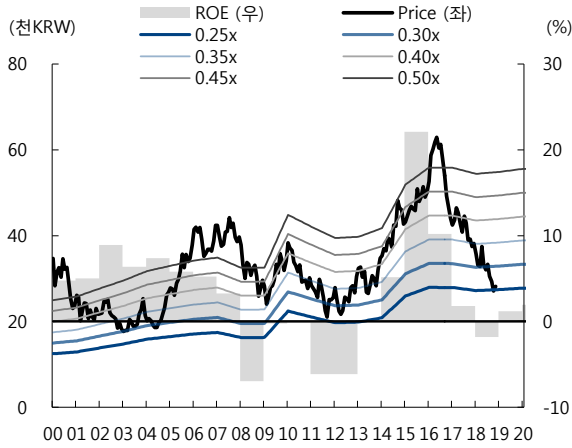
A11> 누진 단계 완화 및 복지 할인 확대로, 연간 기준으로 3,940 억원 정도의 전기판매수입 감소가 예상된다. 누진제 완화는 3Q18에 완료되었다. 복지 할인 확대 손실은 예비비 지원이 확정되었으며, 누진구간 완화 손실도 정부와 협의중에 있다.

Q12> 별도 기준으로 적자가 예상되는데, 올해 배당정책은?

A12> 정부의 배당정책은 적자 기업에 대해서 무배당 정책을 시행중에 있다.

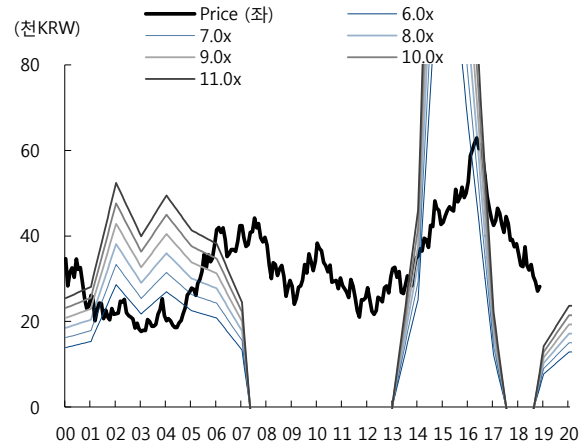
# Multiple Band Charts & Consensus

〈그림 5〉 한국전력 PBR/ROE Band Chart



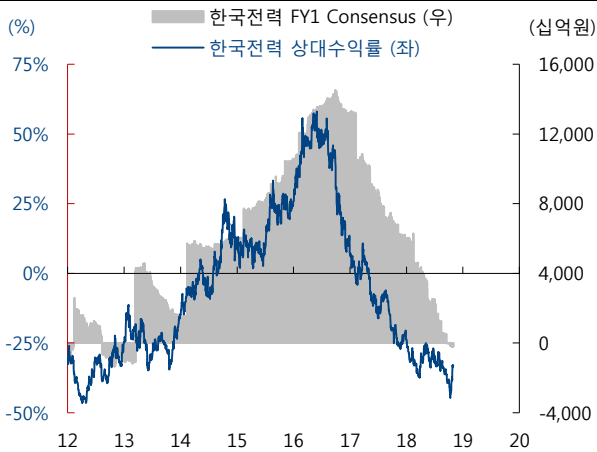
자료:하이투자증권

〈그림 6〉 한국전력 PER Band Chart



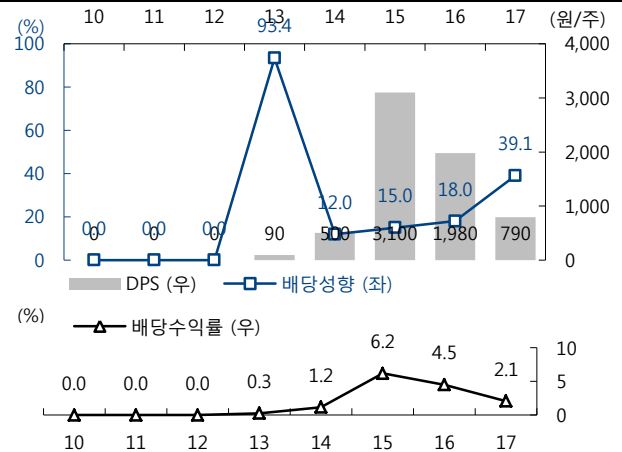
자료:하이투자증권

〈그림 7〉 한국전력의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



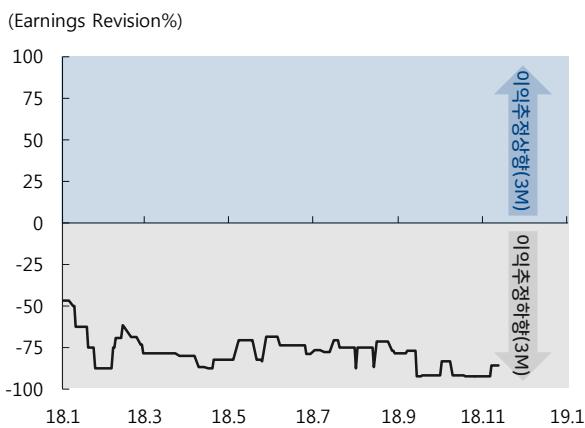
자료:하이투자증권

〈그림 8〉 한국전력의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



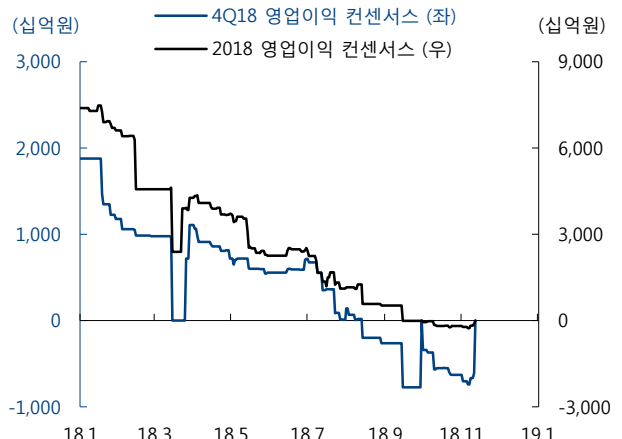
자료:하이투자증권

〈그림 9〉 한국전력의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

〈그림 10〉 한국전력의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,142	19,672	20,466	20,749
현금 및 현금성자산	2,370	2,261	2,176	2,171
단기금융자산	1,971	2,011	2,051	2,092
매출채권	8,821	9,233	9,714	9,856
재고자산	6,002	6,190	6,547	6,653
비유동자산	162,647	165,902	170,948	175,163
유형자산	150,882	154,325	158,362	162,371
무형자산	1,190	1,202	1,213	1,223
자산총계	181,789	185,575	191,414	195,913
유동부채	23,424	24,074	24,758	25,318
매입채무	2,937	3,029	3,204	3,256
단기차입금	1,038	988	938	888
유동성장기부채	8,085	8,715	9,345	9,975
비유동부채	85,400	90,690	95,680	99,470
사채	43,189	48,689	53,889	57,889
장기차입금	2,435	2,305	2,175	2,045
부채총계	108,824	114,764	120,438	124,788
자배주주지분	71,681	69,428	69,594	69,743
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,371	51,117	51,283	51,432
기타자본항목	13,024	13,024	13,024	13,024
비자배주주지분	1,283	1,382	1,382	1,382
자본총계	72,965	70,810	70,976	71,125

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	59,815	61,687	65,249	66,303
증가율(%)	-0.6	3.1	5.8	1.6
매출원가	52,099	59,281	60,035	60,923
매출총이익	7,716	2,406	5,215	5,379
판매비와관리비	2,763	2,753	2,933	2,977
연구개발비	212	219	231	235
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,953	-346	2,282	2,402
증가율(%)	-58.7	-107.0	-759.1	5.3
영업이익률(%)	8.3	-0.6	3.5	3.6
이자수익	206	203	201	202
이자비용	1,790	1,982	2,164	2,308
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	367	-349	301	301
세전계속사업이익	3,614	-2,196	897	875
법인세비용	2,173	-549	224	219
세전계속이익률(%)	6.0	-3.6	1.4	1.3
당기순이익	1,441	-1,647	673	656
순이익률(%)	2.4	-2.7	1.0	1.0
지배주주귀속 순이익	1,299	-1,746	673	656
기타포괄이익	-95	-	-	-
총포괄이익	1,347	-1,647	673	656
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

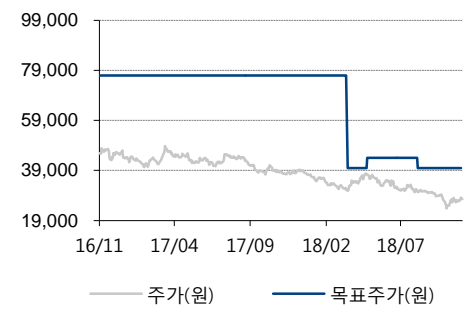
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	11,250	11,466	13,897	14,718
당기순이익	1,441	-1,647	673	656
유형자산감가상각비	9,660	10,250	10,564	10,934
무형자산상각비	114	138	139	140
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12,607	-15,603	-16,514	-16,856
유형자산의 처분(취득)	-12,450	-13,692	-14,602	-14,943
무형자산의 처분(취득)	-143	-150	-150	-150
금융상품의 증감	799	-196	-196	-196
재무활동 현금흐름	746	5,275	4,975	3,775
단기금융부채의증감	370	580	580	580
장기금융부채의증감	1,899	5,370	5,070	3,870
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-682	-108	-85	-5
기초현금및현금성자산	3,051	2,370	2,261	2,176
기말현금및현금성자산	2,370	2,261	2,176	2,171

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,023	-2,720	1,048	1,022
BPS	111,660	108,150	108,408	108,640
CFPS	17,248	13,460	17,721	18,273
DPS	790	790	790	790
Valuation(배)				
PER	18.9		26.1	26.8
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	2.0	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.1	7.4	6.1	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.8	-2.5	1.0	0.9
EBITDA 이익률	24.6	16.3	19.9	20.3
부채비율	149.1	162.1	169.7	175.4
순부채비율	69.1	79.7	87.5	93.5
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	10.4	10.1	10.2	10.0

자료 : 한국전력, 하이투자증권 리서치센터

**한국전력**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-03-26(담당자변경)	Buy	40,000	1년	-12.9%	-5.6%
2018-05-04	Buy	44,000	1년	-24.4%	-15.2%
2018-08-14	Buy	40,000	1년	-28.9%	-21.9%
2018-11-14	Buy	35,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	90.1%	9.9%	-