

# 한국전력 (015760)

## 원자재 가격 하락이 가져올 밸류에이션 회복 기회

**목표주가 43,000원으로 상향. 투자의견 매수 유지**

최근 국제유가 급락에 따른 실적추정치 변경으로 한국전력 목표주가를 43,000원으로 상향, 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2019년 예상BPS에 영업이익이 적자에서 흑자로 전환한 과거 2013년 당시의 PBR 평균 0.38배를 적용했다. 주가는 10월 11일 PBR 0.22배를 저점으로 출발하여 최근 0.28배까지 회복했다. 낮기만 했던 밸류에이션은 국제유가 하락으로 재평가의 기회를 얻었다. 실적은 여전히 외부요인 변동에 의존하지만 최근 빠르게 낮아진 유가는 이런 단점을 극복할만한 수준으로 판단된다. 2019년 영업실적 흑자전환 국면에서 현재 낮은 PBR은 부담이 없는 수준으로 판단된다.

**원전 이용률 80%, WTI 55달러/배럴, 석탄 95달러/톤 가정**

2019년 실적추정에 있어 기존의 주요 가정치는 원전 이용률 83%, 유가는 WTI 배럴당 65달러와 두바이 배럴당 70달러, 석탄가격은 호주 뉴캐슬 톤당 100달러였다. 유가 하락으로 주요 가정치를 수정한다. 원전 이용률은 일부 계획예방정비 지연을 반영해 80%로 변경한다. 유가는 각각 10달러/배럴 하향조정하며 석탄가격도 5달러/톤 하향한다. 2019년 영업이익 추정치를 기존 2.3조원에서 3.8조원으로 상향한다.

**중국의 수입규제로 석탄가격 하락하면 추가 이익개선 가능**

2015년~2016년 비용절감은 높은 원전 이용률과 국제유가 하락, 석탄가격 하락의 3가지 요인으로 달성할 수 있었다. 지금은 유가라는 단추만 반쯤 채워진 상태다. 현재 시점에서 2020년까지의 FCF 추정은 마이너스다. FCF가 플러스 전환 되려면 추가 비용개선이 필요하다. 감가상각비 10조원 수준에서 Capex 14조원과 금융비용을 감안할 경우 영업이익은 6조원까지 늘어나야 한다. 유연탄 가격이 20달러/톤 가까이 하락하거나 원전 이용률이 10%p 개선되면 달성할 수 있다. 원전 이용률은 어렵지만 석탄은 가능성이 있다. 최근 중국 정부가 연말까지 모든 해상교역 발전용 연료탄 수입을 금지하면서 석탄가격 하락이 나타나고 있다. 호주 뉴캐슬 유연탄 가격은 지난 5월 이후 처음으로 100달러/톤을 하회했다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 43,000원(상향) | CP(11월 29일): 30,400원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,114.10
52주 최고/최저 (원)	39,250/23,850
시가총액(십억원)	19,515.7
시가총액비중(%)	1.62
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,432.8
60일 평균 거래대금(십억원)	39.9
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	27.43
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금	6.43
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.2 (11.8) (19.8)
상대	5.9 2.6 (4.7)

### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	60,764.7	62,483.5
영업이익(십억원)	(69.5)	2,862.6
순이익(십억원)	(1,160.3)	1,136.3
EPS(원)	(1,893)	1,733
BPS(원)	109,184	110,400

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,717.1	61,096.1	61,880.1
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(342.9)	3,808.6	4,637.6
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(2,056.5)	2,629.1	3,419.0
순이익	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,480.2)	1,906.1	2,478.8
EPS	원	10,980	2,023	(2,306)	2,969	3,861
증감률	%	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	30.0
PER	배	4.01	18.86	N/A	10.24	7.87
PBR	배	0.39	0.34	0.28	0.27	0.26
EV/EBITDA	배	3.73	5.23	7.97	5.65	5.36
ROE	%	10.19	1.81	(2.09)	2.70	3.41
BPS	원	111,725	111,660	108,518	111,487	114,829
DPS	원	1,980	790	0	520	1,050



Analyst 유재선

02-3771-8011

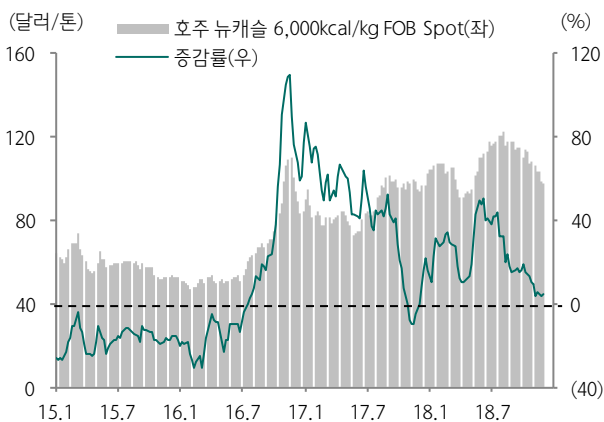
jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 주요 변수 가정치 및 영업이익 민감도 추정

석탄가격(%)	(2.0)	(1.0)	기준	1.0	2.0
석탄(뉴캐슬)(\$/톤)-시차반영	93.8	94.7	95.7	96.6	97.6
석탄(뉴캐슬)(천원/톤)	105.0	106.1	107.1	108.2	109.3
스프레드(%)	82.8	82.8	82.8	82.8	82.8
조세부담금 반영 전(천원/톤)	86.9	87.8	88.7	89.6	90.4
조세부담금(천원/톤)	43.5	43.5	43.5	43.5	43.5
단가(천원/톤)	130.4	131.3	132.2	133.1	133.9
수량(천톤)	91,073	91,073	91,073	91,073	91,073
연료비(억원)	118,751	119,559	120,366	121,174	121,981
<b>비용증감(억원)</b>	<b>1,615</b>	<b>807</b>	<b>0</b>	<b>(807)</b>	<b>(1,615)</b>
SMP(%)	(10.0)	(5.0)	기준	5.0	10.0
SMP(원/kWh)	74.9	79.1	83.3	87.4	91.6
스프레드(%)	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
전력구입단가(원/kWh)	86.2	91.0	95.7	100.5	105.3
전력구입비(억원)	136,036	143,594	151,151	158,709	166,266
<b>비용증감(억원)</b>	<b>(15,115)</b>	<b>(7,558)</b>	<b>0</b>	<b>7,558</b>	<b>15,115</b>
원자력 이용률(%p)	(2.0)	(1.0)	기준	1.0	2.0
이용률(%p)	78.0	79.0	80.0	81.0	82.0
발전량(GWh)	162,036	164,114	166,191	168,268	170,346
연료비(억원)	12,840	13,005	13,170	13,334	13,499
연료비증감(억원)	(329)	(165)	0	165	329
발전량 증감분(GWh)	(4,155)	(2,077)	0	2,077	4,155
전력구입단가(원/kWh)	95.7	95.7	95.7	95.7	95.7
구입비증감(억원)	3,978	1,989	0	(1,989)	(3,978)
<b>비용증감(억원)</b>	<b>3,649</b>	<b>1,824</b>	<b>0</b>	<b>(1,824)</b>	<b>(3,649)</b>

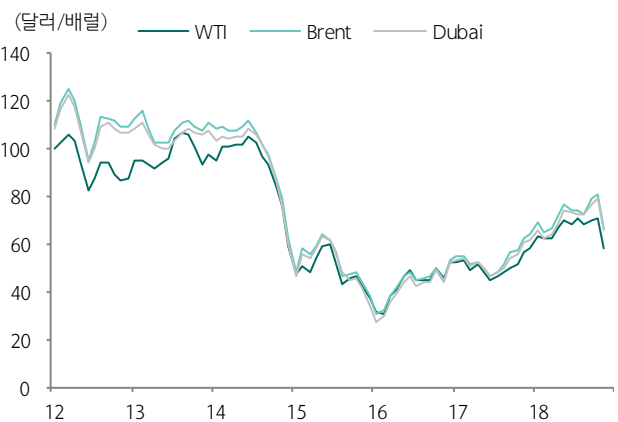
자료: 하나금융투자

그림 1. 호주 뉴캐슬 발전용 유연탄 6,000kcal/kg Spot 가격 추이



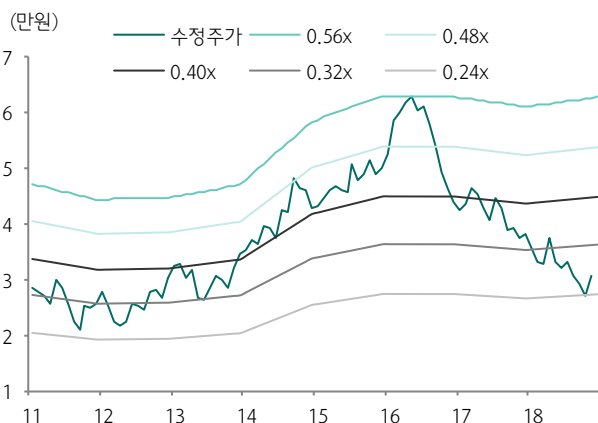
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 국제유가 일별 추이



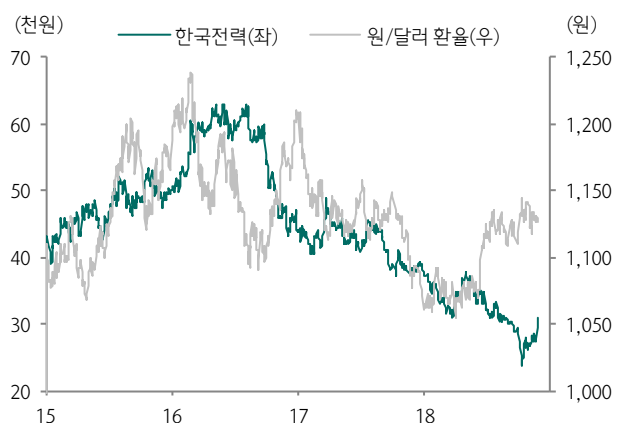
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190.4	59,814.9	60,717.1	61,096.1	61,880.1
매출원가	45,549.6	52,098.9	58,389.4	54,545.7	54,370.4
매출총이익	14,640.8	7,716.0	2,327.7	6,550.4	7,509.7
판매비	2,639.2	2,762.9	2,670.6	2,741.7	2,872.1
영업이익	12,001.6	4,953.2	(342.9)	3,808.6	4,637.6
금융손익	(1,645.5)	(1,597.3)	(1,706.3)	(1,749.9)	(1,783.4)
중속/관계기업손익	(137.3)	(108.3)	349.6	204.4	207.3
기타영업외손익	294.8	366.7	(356.9)	366.0	357.4
세전이익	10,513.5	3,614.2	(2,056.5)	2,629.1	3,419.0
법인세	3,365.1	2,172.8	(662.5)	723.0	940.2
계속사업이익	7,148.3	1,441.4	(1,394.0)	1,906.1	2,478.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,394.0)	1,906.1	2,478.8
비지배주주지분순이익	99.7	142.7	86.1	0.0	0.0
지배주주순이익	7,048.6	1,298.7	(1,480.2)	1,906.1	2,478.8
지배주주지분포괄이익	7,041.6	1,230.2	(1,471.9)	1,841.1	2,394.2
NOPAT	8,160.1	1,975.4	(232.4)	2,761.2	3,362.3
EBITDA	20,962.6	14,726.9	9,717.4	13,945.0	14,925.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.1	(0.6)	1.5	0.6	1.3
NOPAT증가율	0.0	(75.8)	적전	흑전	21.8
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(34.0)	43.5	7.0
영업이익증가율	5.8	(58.7)	적전	흑전	21.8
(지배주주)순이익증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	30.0
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	30.0
수익성(%)					
매출총이익률	24.3	12.9	3.8	10.7	12.1
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.0	22.8	24.1
영업이익률	19.9	8.3	(0.6)	6.2	7.5
계속사업이익률	11.9	2.4	(2.3)	3.1	4.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(2,306)	2,969	3,861
BPS	111,725	111,660	108,518	111,487	114,829
CFPS	37,140	27,937	17,698	22,389	24,053
EBITDAPS	32,654	22,940	15,137	21,722	23,249
SPS	93,760	93,175	94,580	95,171	96,392
DPS	1,980	790	0	520	1,050
주기지표(배)					
PER	4.0	18.9	N/A	10.2	7.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	1.2	1.4	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.7	5.2	8.0	5.6	5.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	10.2	1.8	(2.1)	2.7	3.4
ROA	4.0	0.7	(0.8)	1.0	1.3
ROIC	5.5	1.3	(0.1)	1.7	2.0
부채비율	143.4	149.1	158.6	158.3	157.6
순부채비율	66.5	70.2	79.9	80.3	80.4
이자보상배율(배)	6.8	2.8	(0.2)	1.9	2.1

자료: 하나금융투자

### Country Aggregates

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

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

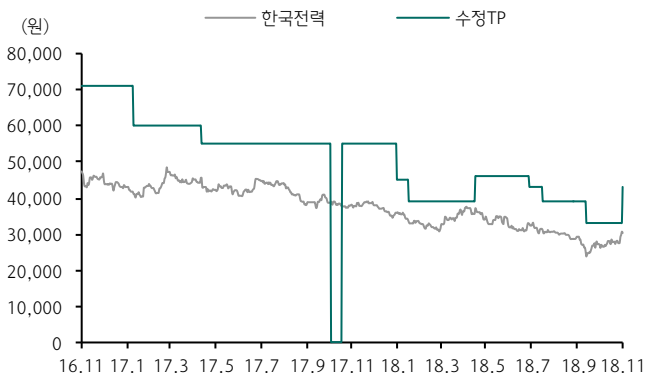
대차대조표					
(단위: 십억원)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,708.5	19,141.7	18,275.6	18,709.0	19,275.7
금융자산	5,735.6	4,341.2	3,855.9	4,170.8	4,605.0
현금성자산	3,051.4	2,369.7	1,921.3	2,220.4	2,636.7
매출채권 등	7,776.7	7,915.9	7,767.9	7,831.8	7,903.3
재고자산	5,479.4	6,002.1	5,889.8	5,938.3	5,992.5
기타유동자산	716.8	882.5	762.0	768.1	774.9
비유동자산	158,128.5	162,647.2	165,122.7	168,645.8	172,424.8
투자자산	8,167.9	7,369.6	7,231.8	7,291.3	7,357.8
금융자산	2,657.5	2,038.9	2,000.8	2,017.2	2,035.7
유형자산	145,743.1	150,882.4	153,146.0	156,710.2	160,514.5
무형자산	983.4	1,189.7	1,152.5	1,051.9	960.1
기타비유동자산	3,234.1	3,205.5	3,592.4	3,592.4	3,592.4
자산총계	177,837.0	181,788.9	183,398.3	187,354.7	191,700.5
유동부채	24,739.2	23,424.3	21,482.2	23,486.1	25,602.5
금융부채	9,063.5	9,326.3	7,902.4	9,804.0	11,805.8
매입채무 등	5,727.5	6,032.1	5,919.3	5,968.0	6,022.5
기타유동부채	9,948.2	8,065.9	7,660.5	7,714.1	7,774.2
비유동부채	80,047.3	85,400.0	91,008.3	91,324.1	91,677.7
금융부채	45,255.6	46,267.4	52,607.5	52,607.5	52,607.5
기타비유동부채	34,791.7	39,132.6	38,400.8	38,716.6	39,070.2
부채총계	104,786.5	108,824.3	112,490.5	114,810.3	117,280.2
지배주주지분	71,723.6	71,681.4	69,664.7	71,570.8	73,716.0
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)	(303.7)	(303.7)	(303.7)
이익잉여금	53,173.9	53,370.6	51,385.9	53,292.0	55,437.3
비지배주주지분	1,326.9	1,283.2	1,243.1	973.7	704.3
자본총계	73,050.5	72,964.6	70,907.8	72,544.5	74,420.3
순금융부채	48,583.5	51,252.5	56,654.0	58,240.7	59,808.4
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	16,520.6	11,249.9	7,549.2	12,137.8	12,894.5
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,394.0)	1,906.1	2,478.8
조정	11,605.4	12,492.2	10,914.2	9,932.0	10,080.2
감가상각비	8,961.0	9,773.7	10,060.2	10,136.4	10,287.6
외환거래손익	253.5	(902.9)	292.0	0.0	0.0
지분법손익	137.3	108.3	(349.6)	(204.4)	(207.3)
기타	2,253.6	3,513.1	911.6	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	(2,233.1)	(2,683.7)	(1,971.0)	299.7	335.5
투자활동 현금흐름	(9,645.9)	(12,606.7)	(12,317.3)	(13,740.4)	(14,146.5)
투자자산감소(증가)	18.3	798.9	209.4	145.0	140.8
유형자산감소(증가)	(11,820.8)	(12,450.2)	(12,554.1)	(13,600.0)	(14,000.0)
기타	2,156.6	(955.4)	27.4	(285.4)	(287.3)
재무활동 현금흐름	(7,637.5)	745.6	4,309.3	1,901.6	1,668.3
금융부채증가(감소)	(5,260.3)	1,274.6	4,916.2	1,901.6	2,001.8
자본증가(감소)	37.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(310.1)	828.6	(19.2)	0.0	0.1
배당지급	(2,104.9)	(1,356.2)	(587.7)	0.0	(333.6)
현금의 증감	(731.7)	(681.6)	(448.4)	299.0	416.3
Unlevered CFO	23,842.7	17,934.3	11,361.2	14,372.7	15,441.5
Free Cash Flow	4,491.8	(1,286.1)	(5,217.2)	(1,462.2)	(1,105.5)

### 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
18.11.30	BUY	43,000		
18.10.12	BUY	33,000	-17.20%	-6.67%
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%
16.12.13	BUY	71,000	-37.67%	-33.80%
16.8.4	BUY	80,000	-33.89%	-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	94.3%	4.9%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2018년 11월 29일

## 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 11월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2018년 11월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.