

한국전력(015760)

가까워진 이익 턴어라운드

원전이용률과 유가 반전으로 한전 투자심리 회복

한국전력을 둘러싼 투자심리는 우호적으로 변해가는 외부환경에 주목하고 있다. 원전이용률은 2분기 이미 반등했고 정비 일정이 점차 마무리되면서 내년 나타날 기저효과가 더 부각되는 시점이다. 부정적으로 돌아선 경제상황이나 지지율 하락을 감안하면 탈원전과 같은 정부의 정책 변화 기조도 제동이 걸리는 모습이다. 여기에 최근 유가가 가파르게 하락하면서 내년 1분기 이후부터 유류와 LNG 발전단가는 낮아질 전망이다. 배럴당 유가가 1달러 낮아질 경우 한전의 비용은 약 2,000억원 절감되는 구조다. 에너지 정책의 불확실성이 완화되는 국면에서 유가 하락이 실적 회복을 뒷받침함으로써 한전에 대해 과도했던 저평가 해소를 앞당기고 있다.

한전의 수익성과 가치 제고에 대한 노력 나타나는 시기

향후 경제 전망은 점점 어두워지고 있다. 단기적으로 보면 기저효과만으로 내년 3조원 이상의 이익 개선이 기대되는 한전의 저평가 매력이크어지는 상황이다. 경기 부진이 우려되는 만큼 정부가 한전의 수익성을 지난 1년처럼 방치하면서까지 탈원전이라는 장기적 목표를 무리하게 추진하기는 어려워 보인다. 또한 누진세 개편, 연료비 연동제 도입 등 전기요금 체제에 대한 효율성을 높이려는 노력이 구체화되고 있다. 비슷한 맥락에서 지난달 설립된 우리사주조합 역시 수급에 긍정적으로 작용하고 있어 향후 한전의 주가 정상화에 힘을 보탬 전망이다.

바닥 통과한 밸류에이션에 대한 눈높이도 올라갈 것

한전의 목표주가를 43,000원으로 16% 상향한다. 유가 하락을 반영해 2019년 영업이익 전망치를 28% 상향조정했고, 이에 따라 목표 PBR도 0.38배(표 1)로 높였다. 내년에도 ROE는 3%에 못 미칠 전망이지만, 이익 턴어라운드에 대한 기대감과 탈원전 정책을 둘러싼 불확실성의 축소 움직임에 따라 투자심리도 개선될 것이다. 현 주가는 여전히 2019F PBR 0.30배에 불과하다. 단기적으로 전기요금 인상 없이도 흑자전환이 가능해, 중장기 전력시장의 제도 개편까지 길게 보고 투자하기에도 편안한 저평가 구간이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	60,190	12,002	7,049	10,980	(47.0)	20,963	4.0	3.7	0.4	10.2	4.5
2017A	59,815	4,953	1,299	2,023	(81.6)	14,727	18.9	5.2	0.3	1.8	2.1
2018F	60,972	(182)	(1,108)	(1,726)	NM	9,991	NM	7.7	0.3	(1.6)	0.0
2019F	62,486	3,680	1,799	2,802	NM	14,237	12.2	5.6	0.3	2.5	1.8
2020F	65,256	4,808	2,569	4,002	42.8	15,752	8.5	5.1	0.3	3.5	3.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 43,000원(상향)

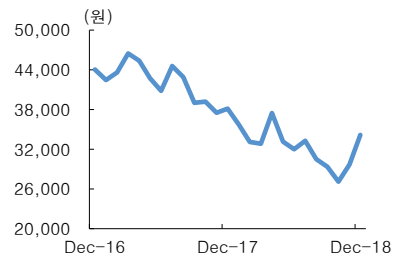
Stock Data

KOSPI(12/19)	2,079
주가(12/19)	34,150
시가총액(십억원)	21,923
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	39,250/23,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,158
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/27.6
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.9	1.9	(12.3)
KOSPI 대비(%p)	25.9	13.1	3.8

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

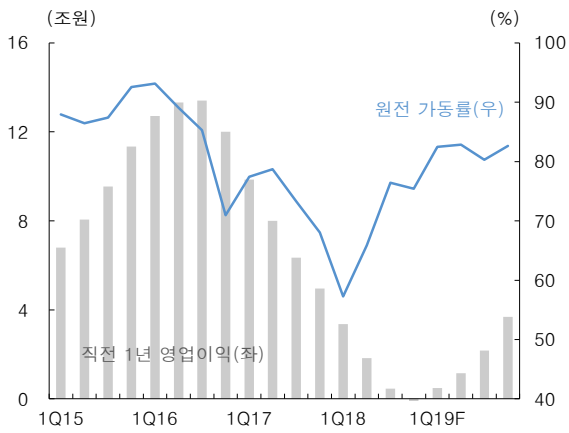
<표 1> 목표주가 43,000원으로 상향

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	112,136	2019F BPS
ROE(B)	3.0	2019~20년 ROE 평균
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	7.9	
무위험수익률(D)	2.0	국고채 3년 기준
시장기대수익률(E)	12.2	시장 2019F PER 8.2배의 역수
베타(F)	0.6	52주 조정베타
목표 PBR(G=B/C)	0.38	흑자 전환했던 2013년 평균 PBR에 해당
목표주가(A*G)	43,127	
현재주가	34,150	12/19(수) 주가
상승여력	25.9	

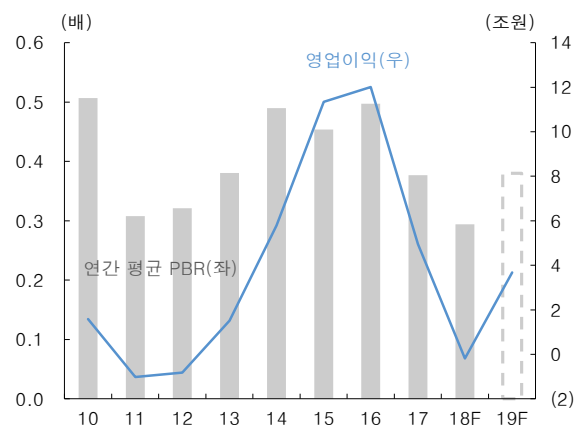
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한전의 영업이익은 하반기 반등할 전망



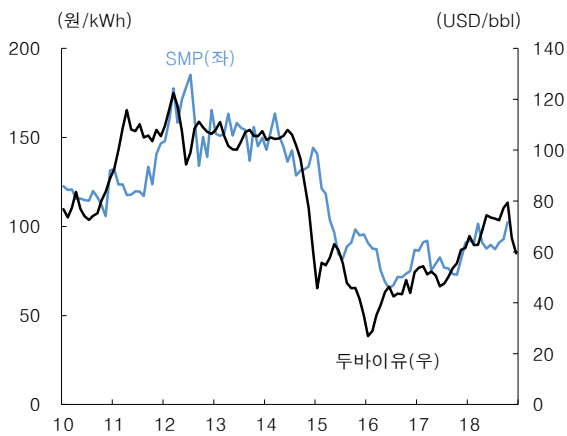
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 2] 밸류에이션 바닥 지나 투자심리도 회복 국면



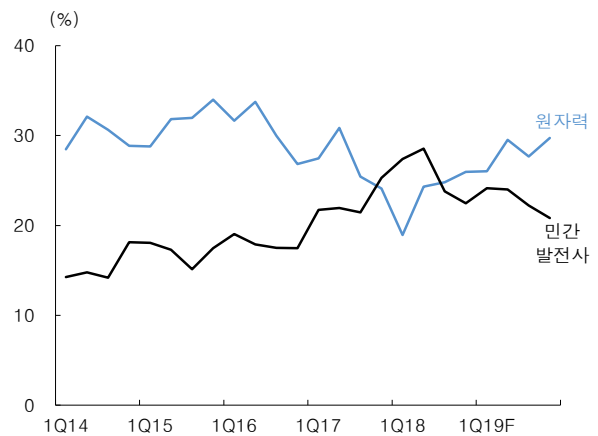
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 3] 유가 하락으로 내년 이익 컨센서스 상향될 것



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 4] 원전가동률 반등으로 발전믹스 개선될 전망



자료: 전력거래소, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,337	16,410	15,519	60,190	59,815	60,972	62,486
전기판매수익	14,513	12,316	15,186	13,599	15,161	12,636	15,685	13,974	55,288	55,614	57,457	58,780
전력판매량	132,178	119,227	130,898	125,443	138,048	123,609	137,291	129,286	497,039	507,746	528,234	539,173
전력판매단가	109.8	103.3	116.0	108.4	109.8	102.2	114.2	108.1	111.2	109.5	108.8	109.0
기타매출	1,204	1,220	1,067	1,675	988	924	904	1,256	5,886	5,165	4,072	4,276
매출액 증가율	(3.4)	(2.6)	1.5	1.8	3.7	3.2	1.4	(0.2)	2.1	(0.6)	1.9	2.5
전기판매수익	(0.4)	(0.0)	2.3	0.3	4.5	2.6	3.3	2.8	2.5	0.6	3.3	2.3
전력판매량	1.3	1.0	3.7	2.5	4.4	3.7	4.9	3.1	2.8	2.2	4.0	2.1
전력판매단가	(1.7)	(1.0)	(1.4)	(2.1)	0.0	(1.0)	(1.5)	(0.3)	(0.3)	(1.5)	(0.7)	0.2
기타매출	(19.9)	(11.2)	(25.7)	6.5	(17.9)	(24.2)	(15.3)	(25.0)	2.7	(12.3)	(21.2)	5.0
영업비용	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,024	15,015	16,282	48,189	54,862	61,154	58,807
발전연료비	4,291	3,363	4,336	4,516	5,434	4,267	5,362	5,446	14,042	16,506	20,509	19,238
전력구입비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	4,140	4,350	3,712	10,756	14,264	17,075	15,980
감가상각비	2,368	2,393	2,426	2,465	2,454	2,531	2,472	2,539	8,874	9,652	9,996	10,196
기타비용	3,200	3,203	3,210	4,826	3,073	3,086	2,831	4,585	14,517	14,439	13,574	13,393
영업이익	1,463	846	2,773	(129)	(128)	(687)	1,395	(763)	12,002	4,953	(182)	3,680
증가율	(59.4)	(68.7)	(37.3)	NM	NM	NM	(49.7)	NM	5.8	(58.7)	NM	NM
영업이익률	9.7	6.5	17.1	(0.8)	(0.8)	(5.2)	8.5	(4.9)	19.9	8.3	(0.3)	5.9
세전이익	1,390	583	2,187	(545)	(250)	(919)	737	(571)	7,148	1,441	(1,003)	1,772
증가율	(60.4)	(75.7)	(46.9)	NM	NM	NM	(49.3)	NM	(43.6)	(65.6)	NM	NM
지배주주순이익	867	327	1,493	(1,388)	(277)	(949)	709	(590)	7,049	1,299	(1,108)	1,799
증가율	(59.4)	(81.0)	(48.8)	NM	NM	NM	(52.5)	NM	(47.0)	(81.6)	NM	NM

자료: 한국전력, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한국전력은 우리나라에 사실상 독점적으로 전력을 공급, 판매하는 공기업. 6개의 발전회사와 수많은 민자발전사업자가 생산한 전력을 구입해 소비자에게 판매함. 한전과 발전회사는 우리나라 발전설비용량의 약 3/4을 보유하고 있음. 전체 영업원가의 약 50%는 유가와 원/달러 환율에 영향 받는 구조임.

- 계통한계가격(System Marginal Price; SMP): 시간대별로 원가가 가장 높은 발전기의 변동비로 해당 시간의 전력시장 가격의 기준이 됨

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,709	19,142	19,413	19,583	20,255
현금성자산	3,051	2,370	2,317	2,062	1,958
매출채권및기타채권	7,777	7,916	8,069	8,269	8,636
재고자산	5,479	6,002	6,118	6,270	6,548
비유동자산	158,129	162,647	166,615	171,010	176,008
투자자산	8,168	7,370	7,512	7,699	8,040
유형자산	145,743	150,882	154,622	158,719	163,173
무형자산	983	1,190	1,213	1,243	1,298
자산총계	177,837	181,789	186,028	190,593	196,263
유동부채	24,739	23,424	26,365	27,291	28,255
매입채무및기타채무	5,727	6,032	6,149	6,301	6,581
단기차입금및단기사채	806	1,038	1,371	1,496	1,551
유동성장기부채	8,134	8,085	8,310	9,105	9,238
비유동부채	80,047	85,400	87,702	89,953	92,834
사채	42,926	43,189	43,861	44,712	45,241
장기차입금및금융부채	2,329	3,078	3,951	4,361	4,901
부채총계	104,786	108,824	114,066	117,244	121,089
지배주주지분	71,724	71,681	70,574	71,987	73,850
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,078	2,078	2,078	2,078
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
이익잉여금	53,174	53,371	52,263	53,676	55,539
비지배주주지분	1,327	1,283	1,388	1,362	1,324
자본총계	73,051	72,965	71,962	73,349	75,173

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	16,521	11,250	11,515	12,334	14,516
당기순이익	7,148	1,441	(1,003)	1,772	2,531
유형자산감가상각비	8,881	9,660	10,046	10,428	10,809
무형자산상각비	80	114	127	130	136
자산부채변동	(2,233)	(2,684)	2,240	(155)	547
기타	2,645	2,719	105	159	493
투자활동현금흐름	(9,646)	(12,607)	(13,644)	(14,490)	(15,288)
유형자산투자	(12,029)	(12,536)	(13,998)	(14,525)	(15,262)
유형자산매각	208	86	212	0	0
투자자산순증	2,590	216	201	76	(53)
무형자산순증	(124)	(143)	(150)	(160)	(191)
기타	(291)	(230)	91	119	218
재무활동현금흐름	(7,637)	746	2,076	1,901	667
자본의증가	11	24	0	0	0
차입금의순증	(5,616)	2,147	2,181	2,259	1,336
배당금지급	(2,105)	(1,356)	(507)	0	(385)
기타	73	(69)	402	(358)	(284)
기타현금흐름	31	(70)	0	0	0
현금의증가	(732)	(682)	(53)	(255)	(104)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

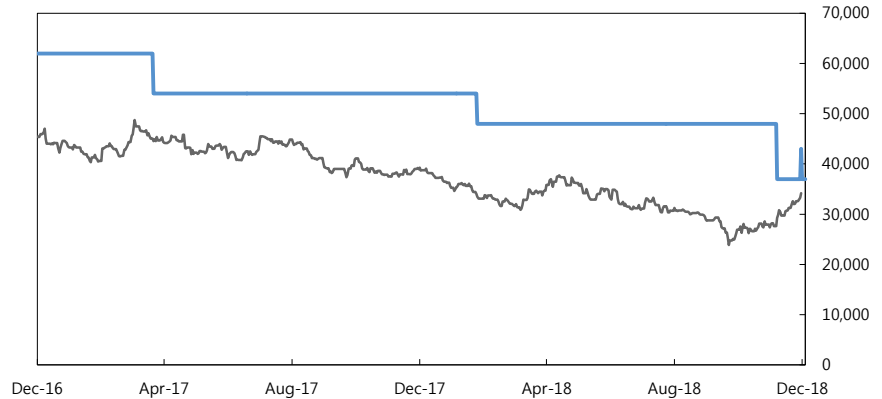
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,972	62,486	65,256
매출원가	45,550	52,099	53,107	54,426	56,708
매출총이익	14,641	7,716	7,865	8,061	8,548
판매관리비	2,639	2,763	8,047	4,381	3,741
영업이익	12,002	4,953	(182)	3,680	4,808
금융수익	792	1,531	958	985	1,034
이자수익	242	206	177	180	181
금융비용	2,437	3,128	2,696	2,714	2,849
이자비용	1,753	1,790	1,984	2,179	2,307
기타영업외손익	295	367	(315)	367	403
관계기업관련손익	(137)	(108)	344	262	289
세전계속사업이익	10,513	3,614	(1,892)	2,580	3,684
법인세비용	3,365	2,173	(889)	808	1,153
연결당기순이익	7,148	1,441	(1,003)	1,772	2,531
지배주주지분순이익	7,049	1,299	(1,108)	1,799	2,569
기타포괄이익	(2)	(95)	0	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	(1,003)	1,772	2,531
지배주주지분포괄이익	7,042	1,230	(1,108)	1,799	2,569
EBITDA	20,963	14,727	9,991	14,237	15,752

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(1,726)	2,802	4,002
BPS	111,725	111,660	109,934	112,136	115,037
DPS	1,980	790	0	600	1,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.1	(0.6)	1.9	2.5	4.4
영업이익증가율	5.8	(58.7)	NM	NM	30.7
순이익증가율	(47.0)	(81.6)	NM	NM	42.8
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	NM	NM	42.8
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(32.2)	42.5	10.6
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	(0.3)	5.9	7.4
순이익률	11.7	2.2	(1.8)	2.9	3.9
EBITDA Margin	34.8	24.6	16.4	22.8	24.1
ROA	4.0	0.8	(0.5)	0.9	1.3
ROE	10.2	1.8	(1.6)	2.5	3.5
배당수익률	4.5	2.1	0.0	1.8	3.2
배당성향	18.0	39.1	NM	21.4	27.5
안정성					
순차입금(십억원)	48,584	51,253	53,449	55,913	57,262
차입금/자본총계비율(%)	74.4	76.2	80.3	81.8	81.6
Valuation(X)					
PER	4.0	18.9	NM	12.2	8.5
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	5.2	7.7	5.6	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력 (015760)	2016.11.03	매수	62,000원	-28.2	-21.4
	2017.04.10	매수	54,000원	-24.6	-15.2
	2018.02.13	매수	48,000원	-34.0	-21.4
	2018.11.26	매수	37,000원	-15.3	-10.0
	2018.12.20	매수	43,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 20일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한국전력 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.