



하나금융그룹

2019년 2월 25일 | Equity Research

한국전력 (015760)

지나간 적자보다는 앞으로의 규제가 중요

목표주가 43,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 43,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 영업실적은 전년대비 적자를 지속했지만 컨센서스에 부합하는 수준이었다. 원전 이용률이 전년대비 상승했지만 석탄과 LNG 단가 상승 영향으로 연료비와 구입비가 크게 증가했기 때문이다. 다만 이미 지나간 4분기 적자에 의미를 부여할 필요는 없다. 현재 2019년 흑자전환 가능성은 매우 높고 이견의 여지가 없기 때문에 유가와 석탄가격 등 실적에 영향을 미치는 변수의 변동을 관찰하는 것만이 의미가 있다. 2019년 기준 PBR 0.3배로 낮지만 하반기 정부 정책과 비용 변수 변화에 따른 수동적인 주가흐름이 나타날 전망이다.

4Q 영업적자 -7,885억원(적자지속)으로 컨센서스 부합

4분기 매출액은 해외사업 외형감소로 전년대비 2.4% 감소한 15.2조원을 기록했다. 영업이익은 -7,885억원으로 적자를 지속했다. 원전 이용률은 전년대비 7.6%p 상승한 72.8%로 개선되었지만 연료단가 상승으로 실적부진이 불가피했다. 다만 2018년 4분기에 하락한 국제유가는 시차를 두고 올해 1분기 실적부터 원가 하락요인으로 반영될 전망이다. 발전 연료 세제개편에 따른 SMP 하락효과도 2분기부터 적용되어 2019년 실적전망은 밝다. 다만 추가적인 실적개선 여지는 유연탄이나 LNG 등 연료가격의 하락 여부에 달려 있다.

핵심은 하반기 환경급전 규모와 정부의 요금규제 개선 의지

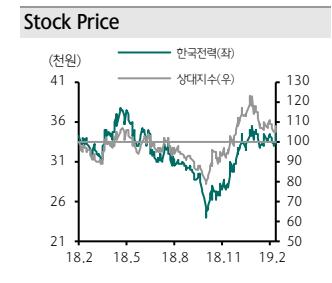
규제의 도움 없이 FCF가 +로 전환되는 분기점은 영업이익 6조원 수준으로 추정된다. 유가 등 주요변수의 개선 없이는 자력으로 달성하기 쉽지 않다. 규제 측면에서 이번 정부의 남은 임기동안의 주가흐름을 결정할 요소는 하반기 윤곽이 나타날 환경급전 규모다. 자력으로 감당할 수 없는 규모라면 반드시 전기요금 인상이나 연동제 도입 등 보완책이 동반될 것이고 감당할 수 있는 수준이면 단기 수익성 악화로 결론이 나타날 것이다. 점진적인 비용증가는 밸류에이션 재평가로 극복이 가능하지만 제도개선이 없는 생색내기 비용증가라면 무의미한 감익 이벤트로 그칠 수 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 43,000원 | CP(2월 21일): 33,300원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,230.50		
52주 최고/최저(원)	37,750/23,850	60,739.0	62,275.8
시가총액(십억원)	22,051.5	(225.8)	3,564.2
시가총액비중(%)	1.83	(1,255.9)	1,557.5
발행주식수(천주)	641,964.1		
60일 평균 거래량(천주)	1,594.5	(2,060)	2,341
60일 평균 거래대금(십억원)	52.4	BPS(원)	109,222 111,098
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	28.60		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금	7.19		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.2 11.7 3.3		
상대	(0.1) 13.9 11.8		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	60,190.4	59,814.9	60,627.6	61,034.7	61,941.1
영업이익	십억원	12,001.6	4,953.2	(208.0)	3,238.2	4,447.1
세전이익	십억원	10,513.5	3,614.2	(1,971.5)	2,166.2	3,291.2
순이익	십억원	7,048.6	1,298.7	(1,290.8)	1,688.2	2,565.0
EPS	원	10,980	2,023	(2,011)	2,630	3,995
증감률	%	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	51.9
PER	배	4.01	18.86	N/A	13.06	8.60
PBR	배	0.39	0.34	0.30	0.31	0.30
EV/EBITDA	배	3.73	5.23	8.00	6.08	5.60
ROE	%	10.19	1.81	(1.82)	2.39	3.53
BPS	원	111,725	111,660	108,813	111,443	114,788
DPS	원	1,980	790	0	650	770



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018P				2019F				4Q18 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	157,060	133,372	164,098	151,746	159,468	134,349	164,180	152,350	(2.4)	(7.5)
전기판매수익	147,178	124,133	155,060	142,049	149,606	125,628	155,993	143,246	2.3	(8.4)
기타매출	9,882	9,239	9,038	9,697	9,862	8,721	8,186	9,105	(42.1)	7.3
영업이익	(1,276)	(6,871)	13,952	(7,885)	2,611	2,180	25,666	1,925	적지	적전
연료비	54,409	42,671	53,615	50,232	53,477	40,764	49,519	45,699	11.0	(6.3)
구입전력비	48,723	41,404	43,498	49,448	47,532	34,214	33,896	43,542	27.5	13.7
기타	55,204	56,168	53,033	59,951	55,848	57,192	55,099	61,184	(17.7)	13.0
세전이익	(2,624)	(17,000)	11,088	(11,178)	1,484	(637)	22,240	(1,424)	적지	적전
순이익	(2,773)	(9,492)	7,085	(7,729)	1,157	(497)	17,333	(1,110)	적지	적전
영업이익률(%)	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	1.6	1.6	15.6	1.3	-	-
세전이익률(%)	(1.7)	(12.7)	6.8	(7.4)	0.9	(0.5)	13.5	(0.9)	-	-
순이익률(%)	(1.8)	(7.1)	4.3	(5.1)	0.7	(0.4)	10.6	(0.7)	-	-
전력판매(GWh)	138,048	123,609	137,291	127,201	140,958	126,171	138,018	129,852	1.4	(7.3)
판매단가(원/kWh)	107	100	113	112	106	100	113	110	0.9	(1.1)
원/달러 환율	1,073	1,079	1,121	1,128	1,120	1,120	1,120	1,120	1.8	0.5
석탄(천원/톤)	128	136	140	142	135	137	137	136	15.1	1.3
LNG(천원/톤)	795	665	688	837	722	548	544	629	24.7	21.7

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (2월 YoY -10.4%)

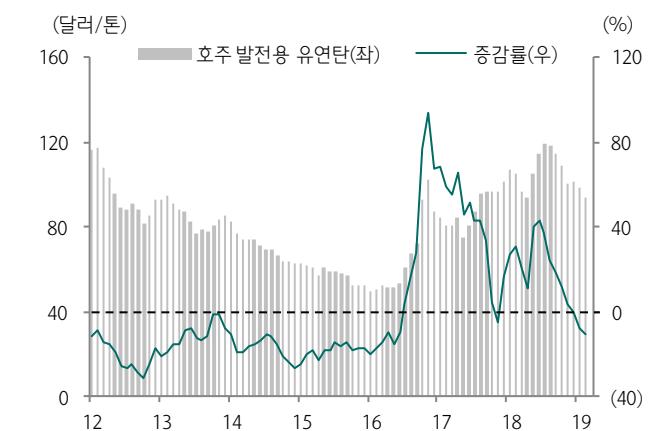


그림 2. SMP와 국제유가 (1월 SMP YoY +20.7%)

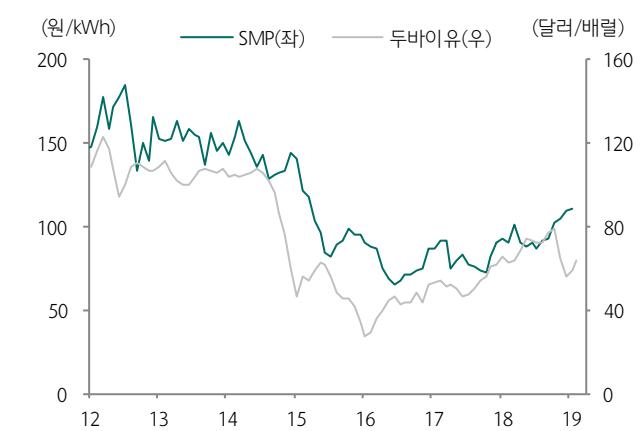


그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이

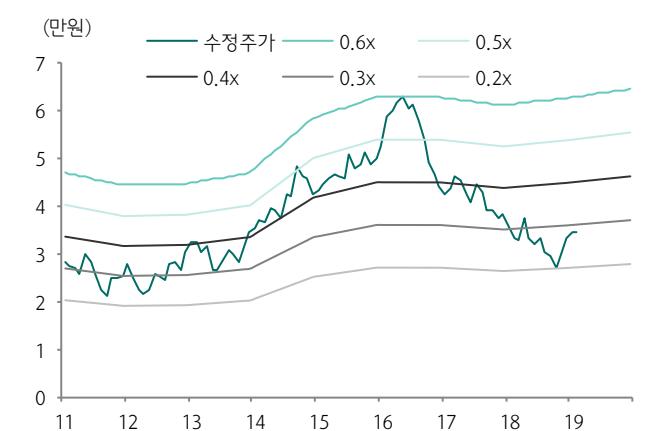


그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	60,190.4	59,814.9	60,627.6	61,034.7	61,941.1
매출원가	45,549.6	52,098.9	58,169.8	55,058.8	54,620.0
매출총이익	14,640.8	7,716.0	2,457.8	5,975.9	7,321.1
판관비	2,639.2	2,762.9	2,665.9	2,737.7	2,874.0
영업이익	12,001.6	4,953.2	(208.0)	3,238.2	4,447.1
금융순익	(1,645.5)	(1,597.3)	(1,673.7)	(1,744.0)	(1,783.5)
종속/관계기업순익	(137.3)	(108.3)	387.3	387.2	382.2
기타영업외순익	294.8	366.7	(477.1)	284.8	245.3
세전이익	10,513.5	3,614.2	(1,971.5)	2,166.2	3,291.2
법인세	3,365.1	2,172.8	(820.7)	595.7	905.1
계속사업이익	7,148.3	1,441.4	(1,150.8)	1,570.5	2,386.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,150.8)	1,570.5	2,386.1
비지배주주지분순이익	99.7	142.7	140.0	(117.7)	(178.9)
지배주주순이익	7,048.6	1,298.7	(1,290.8)	1,688.2	2,565.0
지배주주지분포괄이익	7,041.6	1,230.2	(1,237.0)	1,516.9	2,304.7
NOPAT	8,160.1	1,975.4	(121.4)	2,347.7	3,224.2
EBITDA	20,962.6	14,726.9	9,852.2	13,374.5	14,734.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.1	(0.6)	1.4	0.7	1.5
NOPAT증가율	0.0	(75.8)	적전	흑전	37.3
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(33.1)	35.8	10.2
영업이익증가율	5.8	(58.7)	적전	흑전	37.3
(지배주주)순익증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	51.9
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	적전	흑전	51.9
수익성(%)					
매출총이익률	24.3	12.9	4.1	9.8	11.8
EBITDA이익률	34.8	24.6	16.3	21.9	23.8
영업이익률	19.9	8.3	(0.3)	5.3	7.2
계속사업이익률	11.9	2.4	(1.9)	2.6	3.9

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(2,011)	2,630	3,995
BPS	111,725	111,660	108,813	111,443	114,788
CFPS	37,140	27,937	17,752	21,374	23,582
EBITDAPS	32,654	22,940	15,347	20,834	22,952
SPS	93,760	93,175	94,441	95,075	96,487
DPS	1,980	790	0	650	770
주가지표(배)					
PER	4.0	18.9	N/A	13.1	8.6
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCFR	1.2	1.4	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	3.7	5.2	8.0	6.1	5.6
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.2	1.8	(1.8)	2.4	3.5
ROA	4.0	0.7	(0.7)	0.9	1.4
ROIC	5.5	1.3	(0.1)	1.5	2.0
부채비율	143.4	149.1	156.7	156.9	157.0
순부채비율	66.5	70.2	79.1	80.5	80.8
이자보상배율(배)	6.8	2.8	(0.1)	1.6	2.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

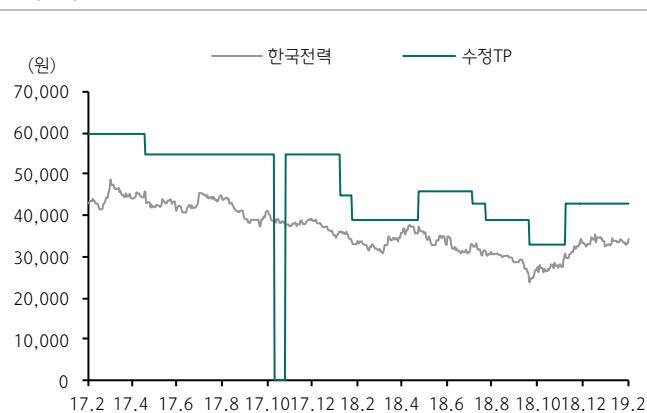
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	19,708.5	19,141.7	17,862.1	17,872.9	18,452.7
금융자산	5,735.6	4,341.2	3,526.7	3,480.6	3,865.6
현금성자산	3,051.4	2,369.7	1,603.5	1,549.7	1,908.5
매출채권 등	7,776.7	7,915.9	7,722.3	7,753.1	7,858.2
재고자산	5,479.4	6,002.1	5,855.3	5,878.6	5,958.3
기타유동자산	716.8	882.5	757.8	760.6	770.6
비유동자산	158,128.5	162,647.2	164,780.3	168,272.5	172,082.9
투자자산	8,167.9	7,369.6	7,189.4	7,218.0	7,315.9
금융자산	2,657.5	2,038.9	1,989.1	1,997.0	2,024.1
유형자산	145,743.1	150,882.4	152,846.0	156,410.2	160,214.5
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	182,642.3	186,145.4	190,535.6
유동부채	24,739.2	23,424.3	20,708.1	22,758.1	24,929.2
금융부채	9,063.5	9,326.3	7,201.2	9,202.0	11,204.7
매입채무 등	5,727.5	6,032.1	5,884.6	5,908.0	5,988.1
기타유동부채	9,948.2	8,065.9	7,622.3	7,648.1	7,736.4
비유동부채	80,047.3	85,400.0	90,783.2	90,935.2	91,454.9
금융부채	45,255.6	46,267.4	52,607.5	52,607.5	52,607.5
기타비유동부채	34,791.7	39,132.6	38,175.7	38,327.7	38,847.4
부채총계	104,786.5	108,824.3	111,491.3	113,693.3	116,384.1
지배주주지분	71,723.6	71,681.4	69,854.0	71,542.2	73,689.9
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	51,575.3	53,263.5	55,411.2
비지배주주지분	1,326.9	1,283.2	1,297.0	909.9	461.6
자본총계	73,050.5	72,964.6	71,151.0	72,452.1	74,151.5
순금융부채	48,583.5	51,252.5	56,282.0	58,328.9	59,946.6

현금흐름표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	16,520.6	11,249.9	7,530.1	11,465.6	12,784.6
당기순이익	7,148.3	1,441.4	(1,150.8)	1,570.5	2,386.1
조정	11,605.4	12,492.2	10,865.6	9,750.9	9,905.3
감가상각비	8,961.0	9,773.7	10,060.2	10,136.4	10,287.6
외환거래손익	253.5	(902.9)	281.0	1.8	0.0
지분법손익	137.3	108.3	(387.3)	(387.2)	(382.2)
기타	2,253.6	3,513.1	911.7	(0.1)	(0.1)
영업활동자산부채변동	(2,233.1)	(2,683.7)	(2,184.7)	144.2	493.2
투자활동 현금흐름	(9,645.9)	(12,606.7)	(11,914.8)	(13,520.2)	(14,011.3)
투자자산감소(증가)	18.3	798.9	289.5	358.6	284.3
유형자산감소(증가)	(11,820.8)	(12,450.2)	(12,254.1)	(13,600.0)	(14,000.0)
기타	2,156.6	(955.4)	49.8	(278.8)	(295.6)
재무활동 현금흐름	(7,637.5)	745.6	3,608.2	2,000.8	1,585.4
금융부채증가(감소)	(5,260.3)	1,274.6	4,215.0	2,000.8	2,002.7
자본증가(감소)	37.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(310.1)	828.6	(19.1)	0.0	0.0
배당지급	(2,104.9)	(1,356.2)	(587.7)	0.0	(417.3)
현금의 증감	(731.7)	(681.6)	(766.2)	(53.8)	358.8
Unlevered CFO	23,842.7	17,934.3	11,396.4	13,721.1	15,138.9
Free Cash Flow	4,491.8	(1,286.1)	(4,936.4)	(2,134.4)	(1,215.4)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			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%
17.3.23	BUY	60,000	-24.13%	-18.75%
16.12.13	BUY	71,000	-38.81%	-33.80%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	93.2%	5.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 22일

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 2019년 02월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 02월 25일 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.