

# 한국전력 (015760)

## 아직도 SMP가 높아서 걱정

### 목표주가 43,000원, 투자이견 매수 유지

한국전력 목표주가 43,000원과 투자이견 매수를 유지한다. 1분기 영업실적은 컨센서스 하회가 예상된다. 지난해 4분기 주가상승의 동력이었던 유가 하락은 다시 강세로 전환되며 전년동기와 비슷한 수준까지 회복되었다. 또 다른 원가개선 요인으로 기대되었던 석탄가격 하락은 최근 중국의 호주산 석탄 수입재개 소식으로 다시 반등의 조짐을 보이고 있다. 원/달러 환율 약세도 예상 외의 부담으로 작용하는 가운데 원전 이용률 추정치도 연초 이후 계속 하락하고 있다. 올해 추정치 기준 PBR은 0.26배로 역사적으로 봤을 때 저평가 영역이지만 반등의 모멘텀이 부족한 것도 사실이다. 하반기 유가와 석탄가격 하락 기대감이 현실화되면 기회가 찾아올 수 있다. 외부변수 흐름에 많은 것을 맡겨야 하는 현실이다.

### 1Q18 영업이익 -1,309억원(적자지속) 컨센서스 하회 전망

1분기 매출액은 전년대비 1.2% 감소한 15.5조원으로 예상된다. 온화한 겨울철 기온으로 전력판매량이 감소하기 때문이다. 영업적자는 1,309억원으로 전년대비 적자폭 축소가 예상된다. 유가와 석탄가격 상승에 연료비와 구입전력비가 증가하지만 원전 이용률은 75%로 지난해보다 10%p 개선될 전망이다기 때문이다. 작년 4분기 하락한 유가가 아직 SMP에 반영되지 못했고 4월 중순 현재까지도 SMP는 100원/kWh 수준에 머물러 있다. 하지만 5월부터 세계개편 효과가 나타나고 올해 원전 이용률은 2분기가 가장 높기 때문에 2분기 실적에 대한 우려는 일부 해소될 수 있을 전망이다.

### 전기요금제도 정상화. 어렵지만 반드시 가야만 하는 길

한국의 전기요금은 절대적으로 싸다. 원가만큼도 회수하지 못하고 있기 때문이다. 공기업을 아니하면 존재할 수 없는 환경을 정상화시키려면 정부가 앞장서야 하지만 현실 정치 영역에서 공공요금 인상은 쉬운 선택이 아니기 때문에 기대 또한 낮다. 그러나 에너지전환에 소요되는 비용을 감안하면 전기요금 정상화는 언젠가 반드시 해결되어야 할 이슈이며 해당 시점이 밸류에이션 재평가의 시작점으로 판단된다.

Update

**BUY**

TP(12M): 43,000원 | CP(4월 17일): 28,900원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,245.89
52주 최고/최저(원)	37,750/23,850
시가총액(십억원)	18,552.8
시가총액비중(%)	1.54
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,381.3
60일 평균 거래대금(십억원)	44.7
19년 배당금(예상, 원)	410
19년 배당수익률(예상, %)	1.42
외국인지분율(%)	28.26
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금	7.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.4) 13.3 (16.4)
상대	(20.9) 9.4 (8.6)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	61,511.8	62,887.8
영업이익(십억원)	3,049.4	4,502.7
순이익(십억원)	1,261.2	2,254.8
EPS(원)	1,831	3,437
BPS(원)	110,822	113,811

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	59,814.9	60,627.6	60,184.1	60,523.2	60,856.0
영업이익	십억원	4,953.2	(208.0)	2,003.2	3,501.1	3,111.1
세전이익	십억원	3,614.2	(2,000.8)	966.6	2,328.8	1,913.1
순이익	십억원	1,298.7	(1,314.6)	751.6	1,810.9	1,487.6
EPS	원	2,023	(2,048)	1,171	2,821	2,317
증감률	%	(81.6)	적전	혹전	140.9	(17.9)
PER	배	18.86	N/A	24.68	10.25	12.47
PBR	배	0.34	0.30	0.26	0.26	0.25
EV/EBITDA	배	5.23	8.23	6.67	6.03	6.34
ROE	%	1.81	(1.86)	1.07	2.54	2.05
BPS	원	111,660	108,641	109,812	112,223	113,450
DPS	원	790	0	410	680	700



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

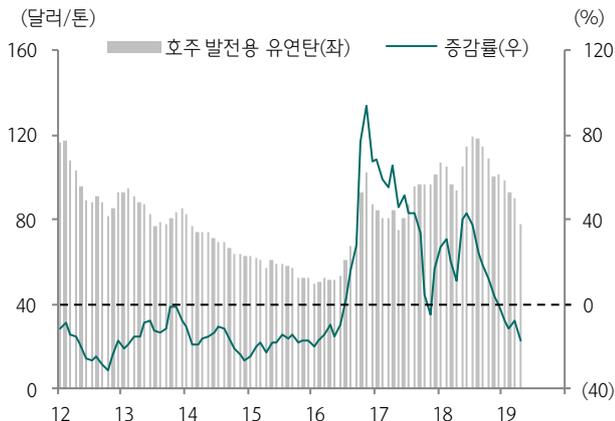
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				1Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>157,060</b>	<b>133,372</b>	<b>164,098</b>	<b>151,746</b>	<b>155,107</b>	<b>132,585</b>	<b>163,281</b>	<b>150,868</b>	(1.2)	2.2
전기판매수익	147,178	124,133	155,060	142,049	145,246	123,864	155,094	142,003	(1.3)	2.3
기타매출	9,882	9,239	9,038	9,697	9,862	8,721	8,186	8,866	(0.2)	1.7
<b>영업이익</b>	<b>(1,276)</b>	<b>(6,871)</b>	<b>13,952</b>	<b>(7,885)</b>	<b>(1,309)</b>	<b>1,684</b>	<b>22,780</b>	<b>(3,124)</b>	적지	적지
연료비	54,409	42,671	53,615	50,232	53,934	40,807	48,396	44,992	(0.9)	7.4
구입전력비	48,723	41,404	43,498	49,448	48,603	32,978	37,300	48,632	(0.2)	(1.7)
기타	55,204	56,168	53,033	59,951	53,879	57,116	54,805	60,368	(2.4)	(10.1)
<b>세전이익</b>	<b>(2,624)</b>	<b>(17,000)</b>	<b>11,088</b>	<b>(11,472)</b>	<b>(2,286)</b>	<b>(984)</b>	<b>19,473</b>	<b>(6,537)</b>	적지	적지
<b>순이익</b>	<b>(2,773)</b>	<b>(9,492)</b>	<b>7,085</b>	<b>(7,966)</b>	<b>(1,778)</b>	<b>(765)</b>	<b>15,142</b>	<b>(5,083)</b>	적지	적지
영업이익률(%)	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(0.8)	1.3	14.0	(2.1)	-	-
세전이익률(%)	(1.7)	(12.7)	6.8	(7.6)	(1.5)	(0.7)	11.9	(4.3)	-	-
순이익률(%)	(1.8)	(7.1)	4.3	(5.2)	(1.1)	(0.6)	9.3	(3.4)	-	-
전력판매(GWh)	138,048	123,609	137,291	127,201	137,164	124,916	137,647	129,081	(0.6)	7.8
판매단가(원/kWh)	107	100	113	112	106	99	113	110	(0.7)	(5.2)
원/달러 환율	1,073	1,079	1,121	1,128	1,125	1,130	1,130	1,130	4.9	(0.2)
석탄(천원/톤)	128	136	140	142	132	131	131	133	3.4	(7.3)
LNG(천원/톤)	795	665	688	837	812	612	598	686	2.1	(3.0)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (4월 YoY -17.4%)



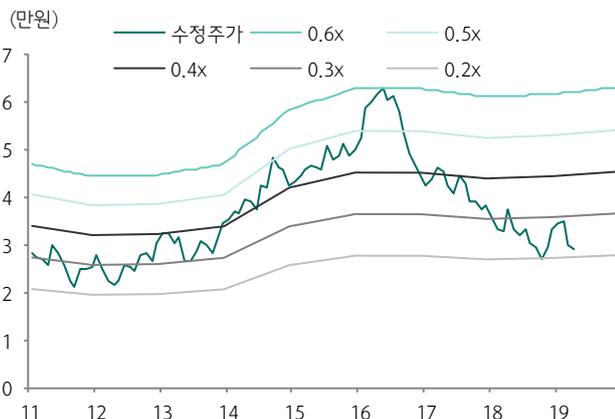
자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (3월 SMP YoY +10.8%)



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)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>59,814.9</b>	<b>60,627.6</b>	<b>60,184.1</b>	<b>60,523.2</b>	<b>60,856.0</b>
매출원가	52,098.9	58,207.7	55,486.2	54,220.0	54,796.2
매출총이익	7,716.0	2,419.9	4,697.9	6,303.2	6,059.8
판매비	2,762.9	2,627.9	2,694.7	2,802.1	2,948.8
<b>영업이익</b>	<b>4,953.2</b>	<b>(208.0)</b>	<b>2,003.2</b>	<b>3,501.1</b>	<b>3,111.1</b>
금융손익	(1,597.3)	(1,673.9)	(1,701.4)	(1,790.7)	(1,806.3)
중속/관계기업손익	(108.3)	358.2	379.9	373.1	360.7
기타영업외손익	366.7	(477.1)	284.8	245.3	247.6
<b>세전이익</b>	<b>3,614.2</b>	<b>(2,000.8)</b>	<b>966.6</b>	<b>2,328.8</b>	<b>1,913.1</b>
법인세	2,172.8	(826.3)	265.8	640.4	526.1
계속사업이익	1,441.4	(1,174.5)	700.8	1,688.4	1,387.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,441.4</b>	<b>(1,174.5)</b>	<b>700.8</b>	<b>1,688.4</b>	<b>1,387.0</b>
비지배주주지분순이익	142.7	140.1	(50.8)	(122.5)	(100.6)
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,298.7</b>	<b>(1,314.6)</b>	<b>751.6</b>	<b>1,810.9</b>	<b>1,487.6</b>
지배주주지분포괄이익	1,230.2	(1,426.5)	745.3	1,795.7	1,475.1
NOPAT	1,975.4	(122.1)	1,452.3	2,538.3	2,255.5
EBITDA	14,726.9	9,816.8	11,995.7	13,641.8	13,401.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(0.6)	1.4	(0.7)	0.6	0.5
NOPAT증가율	(75.8)	적전	흑전	74.8	(11.1)
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	22.2	13.7	(1.8)
영업이익증가율	(58.7)	적전	흑전	74.8	(11.1)
(지배주주)순이익증가율	(81.6)	적전	흑전	140.9	(17.9)
EPS증가율	(81.6)	적전	흑전	140.9	(17.9)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	12.9	4.0	7.8	10.4	10.0
EBITDA이익률	24.6	16.2	19.9	22.5	22.0
영업이익률	8.3	(0.3)	3.3	5.8	5.1
계속사업이익률	2.4	(1.9)	1.2	2.8	2.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,023	(2,048)	1,171	2,821	2,317
BPS	111,660	108,641	109,812	112,223	113,450
CFPS	27,937	18,623	19,211	21,861	21,675
EBITDAPS	22,940	15,292	18,686	21,250	20,875
SPS	93,175	94,441	93,750	94,278	94,797
DPS	790	0	410	680	700
<b>주기지표(배)</b>					
PER	18.9	N/A	24.7	10.2	12.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCFR	1.4	1.8	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.2	8.2	6.7	6.0	6.3
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.8	(1.9)	1.1	2.5	2.1
ROA	0.7	(0.7)	0.4	1.0	0.8
ROIC	1.3	(0.1)	0.9	1.5	1.3
부채비율	149.1	160.6	163.1	164.5	168.7
순부채비율	70.2	81.8	84.8	87.3	91.4
이자보상배율(배)	2.8	(0.1)	1.0	1.6	1.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>19,141.7</b>	<b>19,745.1</b>	<b>19,819.6</b>	<b>19,781.0</b>	<b>19,860.5</b>
금융자산	4,341.2	3,476.8	3,644.4	3,545.4	3,525.7
현금성자산	2,369.7	1,358.3	1,538.2	1,431.2	1,398.6
매출채권 등	8,005.7	7,791.5	7,746.5	7,775.7	7,823.7
재고자산	6,002.1	7,188.3	7,146.7	7,173.7	7,217.9
기타유동자산	792.7	1,288.5	1,282.0	1,286.2	1,293.2
<b>비유동자산</b>	<b>162,647.2</b>	<b>165,504.0</b>	<b>168,062.5</b>	<b>171,948.0</b>	<b>175,700.9</b>
투자자산	7,369.6	7,992.0	6,943.0	6,969.2	7,012.2
금융자산	2,038.9	1,105.0	1,098.6	1,102.7	1,109.6
유형자산	150,882.4	152,743.2	156,470.8	160,438.4	164,246.0
무형자산	1,189.7	1,228.5	1,108.4	1,000.1	902.4
기타비유동자산	3,205.3	3,540.3	3,540.3	3,540.3	3,540.3
<b>자산총계</b>	<b>181,788.9</b>	<b>185,249.1</b>	<b>187,882.1</b>	<b>191,729.0</b>	<b>195,561.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>23,424.3</b>	<b>21,841.5</b>	<b>24,368.6</b>	<b>27,016.0</b>	<b>30,293.6</b>
금융부채	9,326.3	8,039.1	10,638.6	13,238.9	16,439.4
매입채무 등	6,032.1	6,520.6	6,483.0	6,507.4	6,547.6
기타유동부채	8,065.9	7,281.8	7,247.0	7,269.7	7,306.6
<b>비유동부채</b>	<b>85,400.0</b>	<b>92,314.8</b>	<b>92,090.9</b>	<b>92,236.3</b>	<b>92,474.7</b>
금융부채	46,267.4	53,591.5	53,591.5	53,591.5	53,591.5
기타비유동부채	39,132.6	38,723.3	38,499.4	38,644.8	38,883.2
<b>부채총계</b>	<b>108,824.3</b>	<b>114,156.3</b>	<b>116,459.5</b>	<b>119,252.2</b>	<b>122,768.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>71,681.4</b>	<b>69,744.0</b>	<b>70,495.6</b>	<b>72,043.2</b>	<b>72,831.0</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,077.6	2,078.6	2,078.6	2,078.6	2,078.6
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(271.5)	(358.6)	(358.6)	(358.6)	(358.6)
이익잉여금	53,370.6	51,519.1	52,270.7	53,818.4	54,606.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,283.2</b>	<b>1,348.8</b>	<b>927.0</b>	<b>433.6</b>	<b>(37.9)</b>
<b>자본총계</b>	<b>72,964.6</b>	<b>71,092.8</b>	<b>71,422.6</b>	<b>72,476.8</b>	<b>72,793.1</b>
금융부채	51,252.5	58,153.8	60,585.8	63,285.1	66,505.2

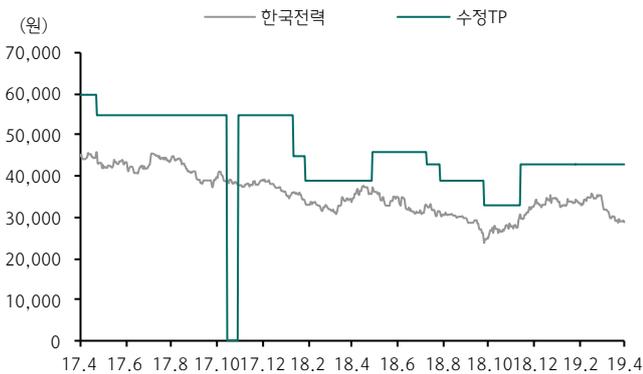
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>11,249.9</b>	<b>6,680.1</b>	<b>10,106.3</b>	<b>11,588.0</b>	<b>11,532.9</b>
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	700.8	1,688.4	1,387.0
조정	12,492.2	10,989.0	9,608.8	9,767.6	9,929.4
감가상각비	9,773.7	10,024.8	9,992.5	10,140.7	10,290.1
외환거래손익	(902.9)	243.4	(3.7)	0.0	0.0
지분법손익	108.3	(358.2)	(379.9)	(373.1)	(360.7)
기타	3,513.1	1,079.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)
영업활동자산부채변동	(2,683.7)	(3,134.4)	(203.3)	132.0	216.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(12,606.7)</b>	<b>(13,014.3)</b>	<b>(12,526.1)</b>	<b>(14,032.1)</b>	<b>(14,066.3)</b>
투자자산감소(증가)	798.3	(622.3)	1,428.9	346.9	317.7
유형자산감소(증가)	(12,450.2)	(12,032.7)	(13,600.0)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타	(954.8)	(359.3)	(355.0)	(379.0)	(384.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>745.6</b>	<b>5,301.7</b>	<b>2,599.6</b>	<b>2,337.1</b>	<b>2,500.7</b>
금융부채증가(감소)	1,274.6	6,036.9	2,599.6	2,600.3	3,200.5
자본증가(감소)	(1.4)	1.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	828.6	(119.2)	0.0	(0.0)	(0.1)
배당지급	(1,356.2)	(617.0)	0.0	(263.2)	(699.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(681.6)</b>	<b>(1,011.4)</b>	<b>179.8</b>	<b>(106.9)</b>	<b>(32.7)</b>
Unlevered CFO	17,934.3	11,955.4	12,333.1	14,034.0	13,914.7
Free Cash Flow	(1,286.1)	(5,586.7)	(3,493.7)	(2,412.0)	(2,467.1)

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%
17.3.23	BUY	60,000	-24.13%	-18.75%

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	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

\* 기준일: 2019년 4월 16일

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 2019년 04월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 04월 18일 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.