

# 한국전력 (015760)

## 정책적 지원이 절실한 상황

### 목표주가 36,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가를 36,000원으로 기존대비 16% 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2019년 BPS에 목표 PBR 0.33배를 적용했다. 1분기 실적은 6,299억원 적자로 컨세서를 하회했다. 원전 이용률이 크게 상승했지만 석탄 발전량 감소와 국제유가 상승영향에 비용증가가 나타났다. 2019년 연간 영업이익 흑자전환 가능성은 여전히 존재하나 순이익 적자는 불가피할 전망이다. 유가의 원가반영 시차가 5~6개월인 점을 감안하면 이미 올해 연간 실적에서 주요한 변수는 이미 결정된 것이나 마찬가지로 때문이다. 원/달러 환율마저 불리한 상황에서 당장 유의미한 실적개선 변수를 찾기 어려운 모습이다. 2019년 실적 기준 PBR은 0.25배다.

### 1Q19 영업적자 -6,299억원(적자지속)으로 컨세시스 하회

1분기 매출액은 해외사업 외형감소로 전년대비 2.9% 감소한 15.2조원을 기록했다. 영업이익은 -6,299억원으로 적자를 지속했다. 원전 이용률은 전년대비 20.9%p 상승한 75.8%로 개선되었지만 연료단가 상승으로 실적부진이 불가피했다. 개별소비세 조정효과로 2분기 SMP는 전년대비 약세가 예상되나 최근 상승한 유가와 반영 시차로 하락폭은 제한적으로 예상된다. 올해 원전 이용률은 일정 상 2분기가 가장 높지만 석탄 개소세 인상 등 원가부담으로 적자가 지속될 전망이다.

### 얼마 없던 배당마저도 기대하기 어려워진 지금

2018년 4분기 나타난 비용절감 모멘텀은 현재 모두 상실한 모습이다. 외부 비용변수의 변화 없이 자체적인 실적개선이 제한적인 상황에서 유의미한 회복사이클에 오르지 못했다. 신규 원전의 시운전과 상업운전으로 비용절감이 가능하지만 요금규제 정상화가 없다면 낮은 수준의 ROE가 지속될 전망이다. 정산조정계수에 따라 달라질 수 있지만 올해 배당은 기대하기 어려울 것으로 판단된다. 연결실적이 좋지 않은데 별도로이익만 좋게 나올 수는 없기 때문이다. 하반기 대규모 유가하락이 현실화될 경우 투자심리는 우호적으로 전환될 수 있지만 시차상 배당에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 36,000원(하향) | CP(5월 14일): 26,850원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,081.84
52주 최고/최저(원)	37,300/23,850
시가총액(십억원)	17,236.7
시가총액비중(%)	1.43
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,337.7
60일 평균 거래대금(십억원)	41.4
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	27.68
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금	7.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.7) (6.1) (28.0)
상대	(1.0) (6.7) (14.4)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	61,387.4	62,758.9
영업이익(십억원)	2,844.1	4,432.8
순이익(십억원)	1,073.0	2,185.9
EPS(원)	1,646	3,409
BPS(원)	110,467	113,486

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	59,814.9	60,627.6	59,606.9	60,084.4	60,753.7
영업이익	십억원	4,953.2	(208.0)	716.6	2,665.9	2,688.6
세전이익	십억원	3,614.2	(2,000.8)	(536.1)	1,298.3	1,264.5
순이익	십억원	1,298.7	(1,314.6)	(530.8)	1,285.6	1,252.1
EPS	원	2,023	(2,048)	(827)	2,003	1,950
증감률	%	(81.6)	적전	적지	흑전	(2.6)
PER	배	18.86	N/A	N/A	13.41	13.77
PBR	배	0.34	0.30	0.25	0.24	0.24
EV/EBITDA	배	5.23	8.23	7.48	6.44	6.54
ROE	%	1.81	(1.86)	(0.76)	1.84	1.76
BPS	원	111,660	108,641	107,815	109,817	111,348
DPS	원	790	0	0	420	540



Analyst 유재선  
02-3771-8011  
jaeseon.yoo@hanafn.com

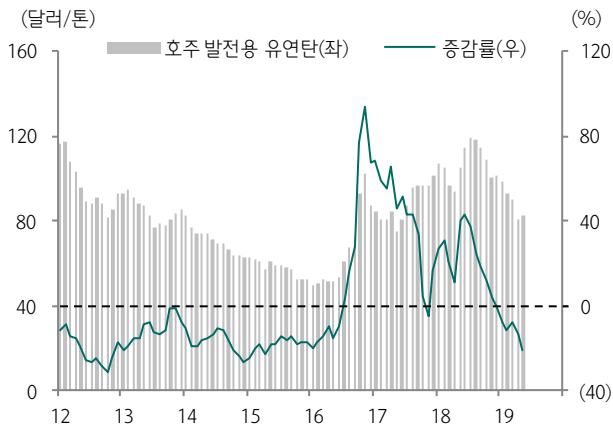
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				1Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	157,060	133,372	164,098	151,746	152,484	131,268	162,113	150,204	(2.9)	0.5
전기판매수익	147,178	124,133	155,060	142,049	144,375	123,547	154,927	142,338	(1.9)	1.6
기타매출	9,882	9,239	9,038	9,697	8,109	7,721	7,186	7,866	(17.9)	(16.4)
영업이익	(1,276)	(6,871)	13,952	(7,885)	(6,299)	(2,553)	20,114	(4,095)	적지	적지
연료비	54,409	42,671	53,615	50,232	50,204	41,082	47,593	44,394	(7.7)	(0.1)
구입전력비	48,723	41,404	43,498	49,448	55,387	35,623	39,154	48,666	13.7	12.0
기타	55,204	56,168	53,033	59,951	53,192	57,115	55,252	61,239	(3.6)	(11.3)
세전이익	(2,624)	(17,000)	11,088	(11,472)	(7,956)	(5,720)	16,287	(7,972)	적지	적지
순이익	(2,773)	(9,492)	7,085	(7,966)	(7,878)	(5,664)	16,127	(7,893)	적지	적지
영업이익률(%)	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(1.9)	12.4	(2.7)	-	-
세전이익률(%)	(1.7)	(12.7)	6.8	(7.6)	(5.2)	(4.4)	10.0	(5.3)	-	-
순이익률(%)	(1.8)	(7.1)	4.3	(5.2)	(5.2)	(4.3)	9.9	(5.3)	-	-
전력판매(GWh)	138,048	123,609	137,291	127,201	136,088	124,916	137,647	129,081	(1.4)	7.0
판매단가(원/kWh)	107	100	113	112	106	99	113	110	(0.5)	(5.0)
원/달러 환율	1,073	1,079	1,121	1,128	1,125	1,160	1,140	1,130	4.9	(0.2)
석탄(천원/톤)	128	136	140	142	136	130	127	127	6.9	(4.1)
LNG(천원/톤)	795	665	688	837	869	656	601	686	9.3	3.8

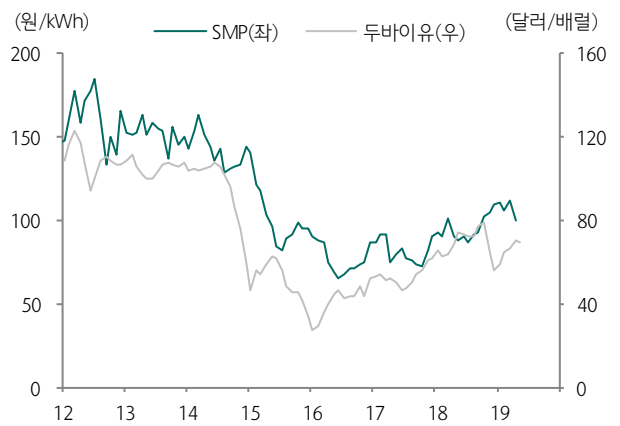
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (5월 YoY -21.1%)



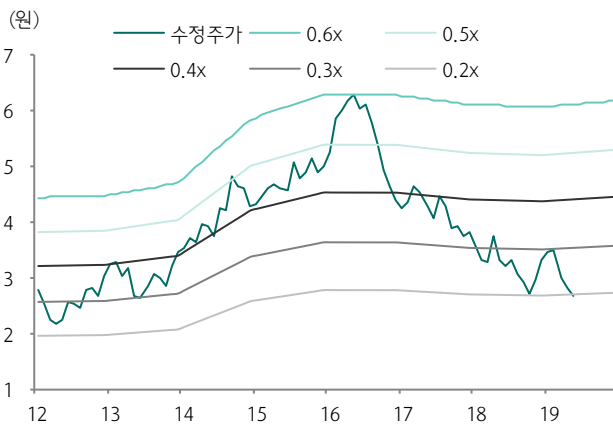
자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (4월 SMP YoY +9.4%)



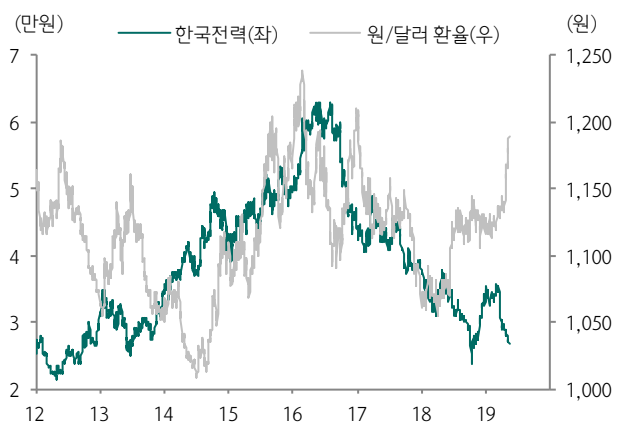
자료: EPSS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

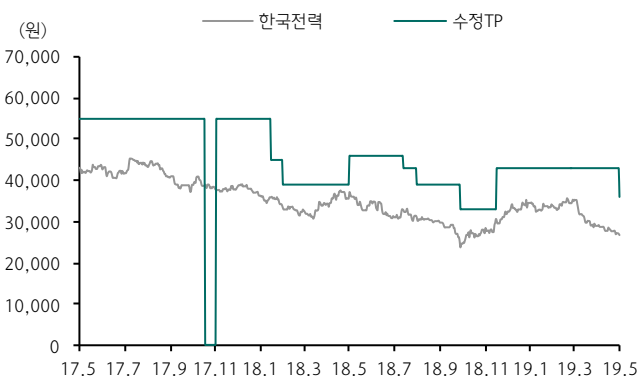
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	59,814.9	60,627.6	59,606.9	60,084.4	60,753.7
매출원가	52,098.9	58,207.7	56,220.3	54,634.9	55,119.1
매출총이익	7,716.0	2,419.9	3,386.6	5,449.5	5,634.6
판매비	2,762.9	2,627.9	2,670.0	2,783.6	2,946.0
영업이익	4,953.2	(208.0)	716.6	2,665.9	2,688.6
금융손익	(1,597.3)	(1,673.9)	(1,837.6)	(1,932.7)	(1,980.6)
중속/관계기업손익	(108.3)	358.2	363.1	368.9	355.5
기타영업외손익	366.7	(477.1)	221.8	196.2	201.1
세전이익	3,614.2	(2,000.8)	(536.1)	1,298.3	1,264.5
법인세	2,172.8	(826.3)	(23.2)	56.1	54.7
계속사업이익	1,441.4	(1,174.5)	(512.9)	1,242.2	1,209.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(512.9)	1,242.2	1,209.8
비배주주지분순이익	142.7	140.1	17.9	(43.4)	(42.3)
지배주주순이익	1,298.7	(1,314.6)	(530.8)	1,285.6	1,252.1
지배주주지분포괄이익	1,230.2	(1,426.5)	(545.5)	1,321.1	1,286.7
NOPAT	1,975.4	(122.1)	685.7	2,550.6	2,572.3
EBITDA	14,726.9	9,816.8	10,709.1	12,806.6	12,978.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.6)	1.4	(1.7)	0.8	1.1
NOPAT증가율	(75.8)	적전	흑전	272.0	0.9
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	9.1	19.6	1.3
영업이익증가율	(58.7)	적전	흑전	272.0	0.9
(지배주주)순이익증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	(2.6)
EPS증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	(2.6)
수익성(%)					
매출총이익률	12.9	4.0	5.7	9.1	9.3
EBITDA이익률	24.6	16.2	18.0	21.3	21.4
영업이익률	8.3	(0.3)	1.2	4.4	4.4
계속사업이익률	2.4	(1.9)	(0.9)	2.1	2.0
투자지표					
주당지표(원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	2,023	(2,048)	(827)	2,003	1,950
BPS	111,660	108,641	107,815	109,817	111,348
CFPS	27,937	18,623	17,390	20,601	20,896
EBITDAPS	22,940	15,292	16,682	19,949	20,217
SPS	93,175	94,441	92,851	93,595	94,637
DPS	790	0	0	420	540
주기지표(배)					
PER	18.9	N/A	N/A	13.4	13.8
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.4	1.8	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.2	8.2	7.5	6.4	6.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	1.8	(1.9)	(0.8)	1.8	1.8
ROA	0.7	(0.7)	(0.3)	0.7	0.6
ROIC	1.3	(0.1)	0.4	1.5	1.5
부채비율	149.1	160.6	165.8	167.0	169.1
순부채비율	70.2	81.8	87.2	89.0	91.2
이자보상배율(배)	2.8	(0.1)	0.4	1.3	1.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	19,141.7	19,745.1	19,582.6	19,809.3	20,084.6
금융자산	4,341.2	3,476.8	3,477.9	3,579.8	3,657.3
현금성자산	2,369.7	1,358.3	1,381.0	1,466.5	1,517.9
매출채권 등	8,005.7	7,791.5	7,712.4	7,772.8	7,868.5
재고자산	6,002.1	7,188.3	7,115.2	7,170.9	7,259.2
기타유동자산	792.7	1,288.5	1,277.1	1,285.8	1,299.6
비유동자산	162,647.2	165,504.0	168,031.9	171,945.3	175,741.0
투자자산	7,369.6	7,992.0	6,912.4	6,966.5	7,052.3
금융자산	2,038.9	1,105.0	1,093.8	1,102.3	1,115.9
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
자산총계	181,788.9	185,249.1	187,614.5	191,754.6	195,825.6
유동부채	23,424.3	21,841.5	25,113.3	27,711.1	30,366.1
금융부채	9,326.3	8,039.1	11,438.3	13,938.9	16,439.8
매입채무 등	6,032.1	6,520.6	6,454.4	6,504.9	6,585.0
기타유동부채	8,065.9	7,281.8	7,220.6	7,267.3	7,341.3
비유동부채	85,400.0	92,314.8	91,921.3	92,221.4	92,697.2
금융부채	46,267.4	53,591.5	53,591.5	53,591.5	53,591.5
기타비유동부채	39,132.6	38,723.3	38,329.8	38,629.9	39,105.7
부채총계	108,824.3	114,156.3	117,034.6	119,932.5	123,063.3
지배주주지분	71,681.4	69,744.0	69,213.1	70,498.6	71,481.1
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	50,988.3	52,273.9	53,256.3
비지배주주지분	1,283.2	1,348.8	1,366.8	1,323.4	1,281.1
자본총계	72,964.6	71,092.8	70,579.9	71,822.0	72,762.2
손금유부채	51,252.5	58,153.8	61,551.9	63,950.6	66,374.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	11,249.9	6,680.1	9,122.3	11,655.4	11,932.0
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(512.9)	1,242.2	1,209.8
조정	12,492.2	10,989.0	9,992.5	10,140.7	10,290.2
감가상각비	9,773.7	10,024.8	9,992.5	10,140.7	10,290.1
외환거래손익	(902.9)	243.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	108.3	(358.2)	0.0	0.0	0.0
기타	3,513.1	1,079.0	0.0	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	(2,683.7)	(3,134.4)	(357.3)	272.5	432.0
투자활동 현금흐름	(12,606.7)	(13,014.3)	(12,498.9)	(14,070.5)	(14,111.8)
투자자산감소(증가)	798.3	(622.3)	1,079.6	(54.1)	(85.8)
유형자산감소(증가)	(12,450.2)	(12,032.7)	(13,600.0)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타	(954.8)	(359.3)	21.5	(16.4)	(26.0)
재무활동 현금흐름	745.6	5,301.7	3,399.2	2,500.6	2,231.3
금융부채증가(감소)	1,274.6	6,036.9	3,399.2	2,500.6	2,501.0
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	0.0	(269.6)
현금의 증감	(681.6)	(1,011.4)	22.7	85.5	51.5
Unlevered CFO	17,934.3	11,955.4	11,163.8	13,225.3	13,414.7
Free Cash Flow	(1,286.1)	(5,586.7)	(4,477.7)	(2,344.6)	(2,068.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.15	BUY	36,000		
18.11.30	BUY	43,000	-25.28%	-16.74%
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	-	-
17.5.22	BUY	55,000	-23.40%	-17.27%
17.3.23	BUY	60,000	-25.12%	-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	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 5월 13일

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 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 05월 15일 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.