



하나금융그룹

2019년 10월 8일 | Equity Research

한국전력 (015760)

끝난 줄 알았던 감익

목표주가 36,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 36,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 영업실적은 컨센서스 하회가 예상된다. 원/달러 환율 부담은 여전한데 석탄투입단가의 하락폭이 예상보다 작았고 원전 이용률은 추가 하락했기 때문이다. 한편 최근의 유가 약세는 구입전력비 비용부담을 억제하고 있으며 석탄가격 하락은 연료비 절감으로 반영되어 2020년 이익추정치 상향 요인으로 작용할 수 있다. 2020년 이익의 관건은 기저전원 이용률이며 원전에서 추가 문제가 나타나지 않는다면 현재 추정실적은 충분히 달성할 수 있다. 2019년 실적 기준 PBR 0.24배로 역사적 저점에 근접해있다.

3Q19 영업이익 1.3조원(YoY -8.1%) 컨센서스 하회 전망

3분기 매출액은 전년대비 4.6% 감소한 15.7조원으로 예상된다. 덥지 않았던 여름철 성수기 판매실적 부진 때문이다. 영업이익은 1.3조원으로 전년대비 8.1% 감소할 전망이다. 기저발전 이용률은 원전 65%, 석탄 90%로 엇갈리는 가운데 기대했던 석탄단가 하락효과가 예상보다 덜 나타나기 때문이다. 4분기는 석탄단가 하락의 유의미한 비용절감 효과가 기대되나 한빛 원전 등에서 추가 정비지연이 발생하여 원전 이용률은 추가 하락할 가능성성이 높다. 원전 사후처리 비용과 RPS 관련한 일시적 비용증가 가능성을 제외하더라도 올해 연간 기준 영업적자가 불가피할 전망이다.

2019년 하반기 실적과 2020년 연간 이익추정의 간극

기대했던 감익 종료는 빨라도 4분기부터 가능할 전망이다. 원전 추가 지연과 일부 일회성 비용 발생 여부를 감안한다면 2020년으로 미뤄질 수 있다. 한편 현재 원자재 가격 흐름은 2020년 1분기 실적에 이미 반영되고 있으며 일부 원전 지연 이슈를 보수적으로 반영해도 부정적 영향을 미칠 가능성은 적다. 문제는 올해 하반기 부진과 2020년 실적개선의 간극이다. 2020년 실적의 모멘텀은 6개월 선행하는 비용지표에 비례하여 축적되기 때문에 결국 누적된 기다림만큼 실적과 주가라는 보상으로 돌아올 수 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 36,000원 | CP(10월 7일): 25,200원

Key Data

		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,021.73		
52주 최고/최저(원)	35,800/23,850	59,507.4	60,485.9
시가총액(십억원)	16,177.5	728.4	3,172.9
시가총액비중(%)	1.34	(348.9)	1,230.8
발행주식수(천주)	641,964.1		
60일 평균 거래량(천주)	1,197.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	31.2		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	26.05		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금공단	7.19		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.0 (13.7) (7.2)		
상대	0.4 (5.7) 4.1		

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	59,507.4	60,485.9
영업이익(십억원)	728.4	3,172.9
순이익(십억원)	(348.9)	1,230.8
EPS(원)	(646)	1,814
BPS(원)	107,952	109,395

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	59,814.9	60,627.6	58,919.9	59,157.8	59,594.0
영업이익	십억원	4,953.2	(208.0)	(241.1)	2,991.0	3,437.7
세전이익	십억원	3,614.2	(2,000.8)	(1,637.2)	1,574.0	2,029.4
순이익	십억원	1,298.7	(1,314.6)	(1,278.9)	1,019.1	1,314.0
EPS	원	2,023	(2,048)	(1,992)	1,588	2,047
증감률	%	(81.6)	적전	적지	흑전	28.9
PER	배	18.86	N/A	N/A	15.87	12.31
PBR	배	0.34	0.30	0.24	0.23	0.23
EV/EBITDA	배	5.23	8.19	7.98	6.15	6.04
ROE	%	1.81	(1.86)	(1.85)	1.48	1.88
BPS	원	111,660	108,641	106,510	108,097	109,104
DPS	원	790	0	0	1,040	1,320



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

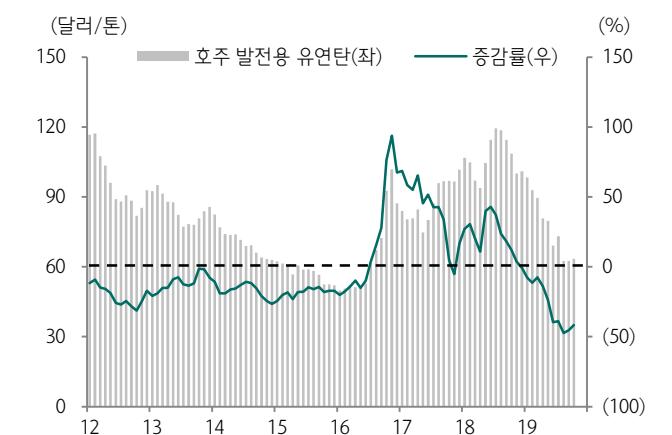
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				3Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	157,060	133,372	164,098	151,746	152,484	130,710	156,543	149,462	(4.6)	19.8
전기판매수익	147,178	124,133	155,060	142,049	144,375	123,846	149,357	141,596	(3.7)	20.6
기타매출	9,882	9,239	9,038	9,697	8,109	6,864	7,186	7,866	(20.5)	4.7
영업이익	(1,276)	(6,871)	13,952	(7,885)	(6,299)	(2,987)	12,820	(5,946)	(8.1)	(529.2)
연료비	54,409	42,671	53,615	50,232	50,204	39,210	53,694	49,150	0.1	36.9
구입전력비	48,723	41,404	43,498	49,448	55,387	39,355	34,892	42,036	(19.8)	(11.3)
기타	55,204	56,168	53,033	59,951	53,192	55,131	55,138	64,222	4.0	0.0
세전이익	(2,624)	(17,000)	11,088	(11,472)	(7,956)	(7,502)	8,936	(9,851)	(19.4)	(219.1)
순이익	(2,773)	(9,492)	7,086	(7,967)	(7,878)	(4,475)	5,942	(6,378)	(16.1)	(232.8)
영업이익률(%)	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(2.3)	8.2	(4.0)	-	-
세전이익률(%)	(1.7)	(12.7)	6.8	(7.6)	(5.2)	(5.7)	5.7	(6.6)	-	-
순이익률(%)	(1.8)	(7.1)	4.3	(5.2)	(5.2)	(3.4)	3.8	(4.3)	-	-
전력판매(GWh)	138,048	123,609	137,291	127,201	136,088	123,769	132,742	129,081	(3.3)	7.2
판매단가(원/kWh)	107	100	113	112	106	100	113	110	(0.4)	12.4
원/달러 환율	1,073	1,079	1,121	1,128	1,125	1,167	1,194	1,200	6.5	2.3
석탄(천원/톤)	128	136	140	142	136	147	137	123	(2.0)	(6.6)
LNG(천원/톤)	795	665	688	837	869	695	608	683	(11.7)	(12.5)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (3Q19 YoY -35.0%)



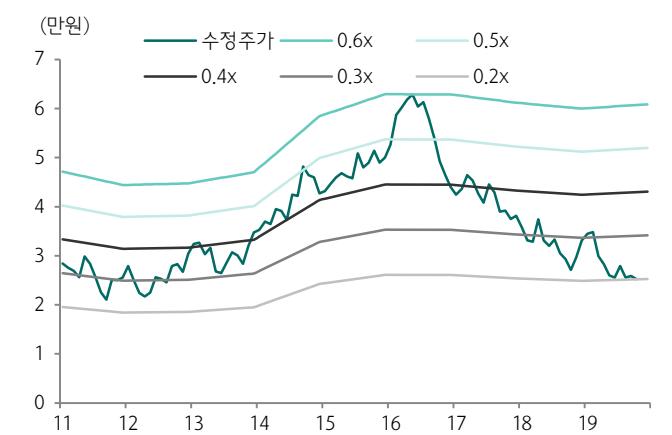
자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (3Q19 SMP YoY -9.9%)



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
매출액	59,814.9	60,627.6	58,919.9	59,157.8	59,594.0
매출원가	52,098.9	58,207.7	56,454.9	53,413.9	53,252.7
매출총이익	7,716.0	2,419.9	2,465.0	5,743.9	6,341.3
판관비	2,762.9	2,627.9	2,706.2	2,753.0	2,903.6
영업이익	4,953.2	(208.0)	(241.1)	2,991.0	3,437.7
금융순익	(1,597.3)	(1,673.9)	(1,808.6)	(1,878.2)	(1,861.6)
종속/관계기업순이익	(108.3)	358.2	287.7	350.0	331.9
기타영업외순익	366.7	(477.1)	124.7	111.2	121.4
세전이익	3,614.2	(2,000.8)	(1,637.2)	1,574.0	2,029.4
법인세	2,172.8	(826.3)	(420.3)	554.8	715.4
계속사업이익	1,441.4	(1,174.5)	(1,216.9)	1,019.1	1,314.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(1,216.9)	1,019.1	1,314.0
비지배주주지분순이익	142.7	140.1	62.0	0.0	0.0
지배주주순이익	1,298.7	(1,314.6)	(1,278.9)	1,019.1	1,314.0
지배주주지분포괄이익	1,230.2	(1,426.5)	(1,363.9)	1,100.9	1,419.5
NOPAT	1,975.4	(122.1)	(179.2)	1,936.6	2,225.9
EBITDA	14,726.9	9,816.8	10,642.7	14,083.3	14,671.7
성장성(%)					
매출액증가율	(0.6)	1.4	(2.8)	0.4	0.7
NOPAT증가율	(75.8)	적전	적지	흑전	14.9
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	8.4	32.3	4.2
영업이익증가율	(58.7)	적전	적지	흑전	14.9
(지배주주)순익증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	28.9
EPS증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	28.9
수익성(%)					
매출총이익률	12.9	4.0	4.2	9.7	10.6
EBITDA이익률	24.6	16.2	18.1	23.8	24.6
영업이익률	8.3	(0.3)	(0.4)	5.1	5.8
계속사업이익률	2.4	(1.9)	(2.1)	1.7	2.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,023	(2,048)	(1,992)	1,588	2,047
BPS	111,660	108,641	106,510	108,097	109,104
CFPS	27,937	18,623	18,425	22,687	23,714
EBITDAPS	22,940	15,292	16,578	21,938	22,854
SPS	93,175	94,441	91,781	92,151	92,831
DPS	790	0	0	1,040	1,320
주가지표(배)					
PER	18.9	N/A	N/A	15.9	12.3
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.4	1.8	1.4	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.2	8.2	8.0	6.2	6.0
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	1.8	(1.9)	(1.9)	1.5	1.9
ROA	0.7	(0.7)	(0.7)	0.5	0.7
ROIC	1.3	(0.1)	(0.1)	1.1	1.3
부채비율	149.1	160.6	178.5	178.4	180.2
순부채비율	70.2	81.3	96.5	97.7	99.4
이자보상배율(배)	2.8	(0.1)	(0.1)	1.4	1.6

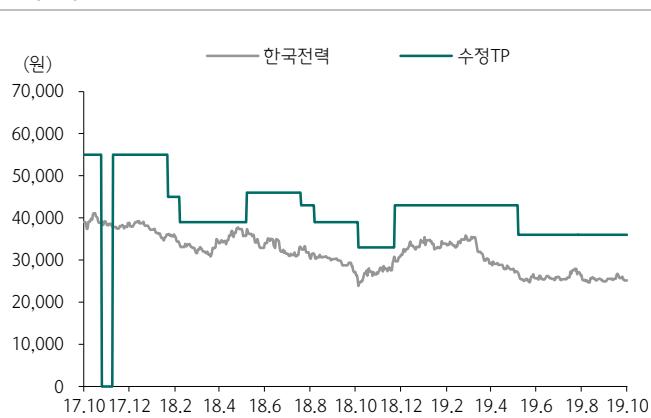
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	19,141.7	19,745.1	20,734.8	20,602.0	20,834.3
금융자산	4,341.2	3,802.6	5,164.6	4,976.4	5,083.5
현금성자산	2,369.7	1,358.3	1,544.8	1,349.2	1,439.5
매출채권 등	8,005.7	7,791.5	7,674.3	7,701.6	7,763.5
재고자산	6,002.1	7,188.3	7,080.1	7,105.3	7,162.3
기타유동자산	792.7	962.7	815.8	818.7	825.0
비유동자산	162,647.2	165,504.0	173,511.8	176,444.0	179,265.4
투자자산	7,369.6	7,992.0	7,961.7	7,986.2	8,041.6
금융자산	2,038.9	1,105.0	1,088.4	1,092.2	1,101.0
유형자산	150,882.4	152,743.2	160,559.1	163,625.6	166,532.2
무형자산	1,189.7	1,228.5	1,375.9	1,217.0	1,076.6
기타비유동자산	3,205.5	3,540.3	3,615.1	3,615.2	3,615.0
자산총계	181,788.9	185,249.1	194,246.6	197,046.0	200,099.8
유동부채	23,424.3	21,841.5	26,566.5	28,210.8	30,310.9
금융부채	9,326.3	8,039.1	12,700.1	14,300.4	16,301.0
매입채무 등	6,032.1	6,520.6	6,422.5	6,445.4	6,497.2
기타유동부채	8,065.9	7,281.8	7,443.9	7,465.0	7,512.7
비유동부채	85,400.0	92,314.8	97,932.4	98,068.4	98,375.7
금융부채	46,267.4	53,591.5	59,792.0	59,792.0	59,792.0
기타비유동부채	39,132.6	38,723.3	38,140.4	38,276.4	38,583.7
부채총계	108,824.3	114,156.3	124,498.9	126,279.3	128,686.6
지배주주지분	71,681.4	69,744.0	68,375.6	69,394.7	70,041.1
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,077.6	2,078.6	2,070.6	2,070.6	2,070.6
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(271.5)	(358.6)	(263.9)	(263.9)	(263.9)
이익잉여금	53,370.6	51,519.1	50,064.1	51,083.2	51,729.6
비지배주주지분	1,283.2	1,348.8	1,372.1	1,372.1	1,372.1
자본총계	72,964.6	71,092.8	69,747.7	70,766.8	71,413.2
순금융부채	51,252.5	57,828.0	67,327.5	69,115.9	71,009.5
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	11,249.9	6,680.1	8,269.1	12,236.1	12,829.5
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(1,216.9)	1,019.1	1,314.0
조정	12,492.2	10,989.0	11,138.3	11,092.4	11,233.9
감가상각비	9,773.7	10,024.8	10,883.8	11,092.3	11,234.0
외환거래손익	(902.9)	243.4	389.0	0.0	0.0
지분법손익	108.3	(358.2)	(196.9)	0.0	0.0
기타	3,513.1	1,079.0	62.4	0.1	(0.1)
영업활동자산부채변동	(2,683.7)	(3,134.4)	(1,652.3)	124.6	281.6
투자활동 현금흐름	(12,606.7)	(13,014.3)	(13,639.1)	(14,032.0)	(14,072.2)
투자자산감소(증가)	798.3	(622.3)	30.3	(24.5)	(55.4)
유형자산감소(증가)	(12,450.2)	(12,032.7)	(12,583.3)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타	(954.8)	(359.3)	(1,086.1)	(7.5)	(16.8)
재무활동 현금흐름	745.6	5,301.7	5,562.1	1,600.3	1,333.0
금융부채증가(감소)	1,274.6	6,036.9	10,861.5	1,600.3	2,000.6
자본증가(감소)	(1.4)	1.0	(8.0)	0.0	0.0
기타재무활동	828.6	(119.2)	(5,213.8)	0.0	0.0
배당지급	(1,356.2)	(617.0)	(77.6)	0.0	(667.6)
현금의 증감	(681.6)	(1,011.4)	186.5	(195.6)	90.3
Unlevered CFO	17,934.3	11,955.4	11,828.2	14,564.3	15,223.4
Free Cash Flow	(1,286.1)	(5,586.7)	(4,503.9)	(1,763.9)	(1,170.5)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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	-	-
17.8.7	BUY	55,000	-24.81%	-18.45%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 6일

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 10월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 10월 08일 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.