

한국전력(015760)

2019년 반전에 주목할 시점

영업손실 기록했으나 비용부담 악화는 당초 예상했던 수준에 부합
2019년 이익 턴어라운드와 원전 불확실성 완화가 더 중요한 시점
요금인상 없이도 발전믹스 개선, 에너지 가격 하락으로 주가 모멘텀 부각

Facts : 영업손실 7,885억원은 당초 우려했던 수준

4분기 매출액은 15조 1,746억원으로 전년동기대비 2.4% 감소했고, 여기에 발전믹스 악화와 에너지 가격 상승이 더해지면서 7,885억원의 영업손실을 기록했다. 연료비와 전력구입비가 각각 11%, 28% 증가해 적자규모는 전년동기대비 6,600억원 늘었다. 원전 이용률이 8%p 상승했으나 석탄발전은 5%p 하락한 70%에 그쳤다. 또한 석탄과 LNG 단가는 각각 15%, 25% 올라 비용부담을 키웠다. 결국 4분기 전력판매단가가 정제된 반면 SMP(계통한계가격)는 30%나 올랐다. 다만 이러한 비용 증가는 예상했던 수준으로 영업실적은 컨센서스에 부합했다.

Pros & cons : 원전을 둘러싼 불확실성 완화에 주목

원전 이용률은 점차 회복되고 있다. 작년 1분기 54.9%까지 낮아졌으나 정비일정이 하나둘 마무리되면서 4분기 평균은 72.8%로 반등했다. 올해 계획되어 있는 예방정비일수는 작년에 비해 절반에 불과하다는 점을 감안하면 올해 원전 이용률도 10%p 이상 상승할 전망이다. 이용률 1%p 오를 경우 한전의 영업이익은 1,900억원이 늘어나는 구조다. 또한 신고리 4호기의 가동허가로 원전을 둘러싼 정책 불확실성은 줄어들 것이다. 신고리 4호기는 4월 시운전에 들어가 8월 최종적으로 가동될 예정이다. 현 정부의 첫 번째 신규 원전 승인으로 그동안 안정성에 신경써온 노력을 인정받은 만큼, 신월성 1호기 역시 올해 허가받을 가능성이 높아졌다.

Action : 2019년은 실적과 정책 리스크 모두 반전

큰 기대가 없었던 4분기 실적보다는 올해 이익 턴어라운드와 탈원전 속도 완화에 대한 기대감이 더 중요한 시점이다. 전기요금 인상에 대해 예단하기 어렵지만 3차 에너지기본계획 수립과 맞물려 산업용 경부화 요금 채편이나 연료비 연동제 도입 등 보다 근본적인 요금체계 개선에 대한 논의들이 부각될 것이다. 전력시장을 둘러싼 불확실성이 줄어든다는 점에서 한전의 저평가는 점차 해소될 전망이다. 올해는 요금인상을 기대하지 않아도 에너지 가격의 하향 안정화 등 비용절감만으로 2015년 이후 가장 큰 폭의 영업이익 증가가 예상된다. 한국전력에 대해 '매수' 의견과 목표주가 43,000원(2019F PBR 0.38배 적용)을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 43,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/22)	2,231
주가(2/22)	34,350
시가총액(십억원)	22,051
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저(원)	37,750/23,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	45,106
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/28.6
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 7.2

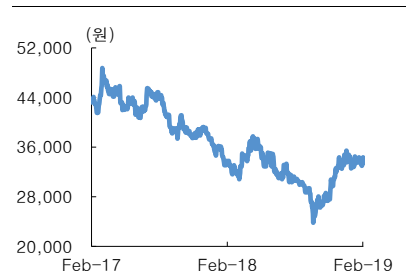
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.9	NM	12.2
PBR(x)	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	1.8	(1.8)	2.6
DY(%)	2.1	0.0	1.7
EV/EBITDA(x)	5.2	7.7	5.6
EPS(원)	2,023	(2,011)	2,824
BPS(원)	111,660	109,649	111,873

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.2	11.7	3.3
KOSPI 대비(%p)	(0.1)	13.6	10.9

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	15,555.0	15,706.0	13,337.2	16,409.8	15,174.6	(7.5)	(2.4)	15,290.0
영업이익	(129.4)	(127.6)	(687.1)	1,395.2	(788.5)	NM	509.4	(762.7)
영업이익률(%)	(0.8)	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)			(5.0)
세전이익	(545.5)	(262.4)	(1,700.0)	1,108.7	(1,117.8)	NM	104.9	(968.9)
순이익	(1,388.4)	(277.3)	(949.2)	708.6	(772.9)	NM	(44.3)	(749.1)

자료: FnGuide, 한국투자증권

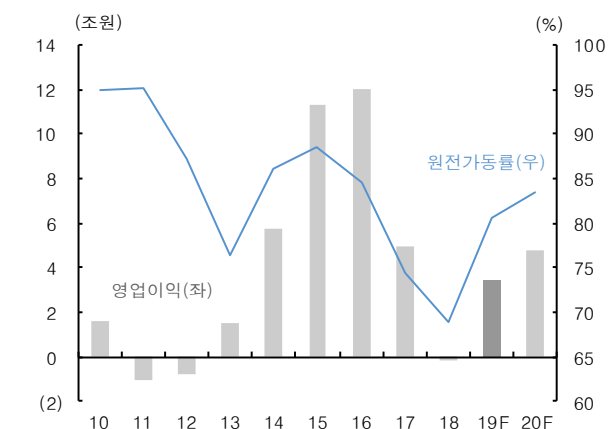
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F
매출액	15,147	12,926	16,188	15,555	15,706	13,337	16,410	15,175	60,190	59,815	60,628	61,622
전기판매수익	14,513	12,316	15,186	13,599	15,161	12,636	15,685	13,735	55,288	55,614	57,218	58,339
전력판매량	132,178	119,227	130,898	125,443	138,048	123,609	137,291	127,201	497,039	507,746	526,149	536,769
전력판매단가	109.8	103.3	116.0	108.4	109.8	102.2	114.2	108.0	111.2	109.5	108.7	108.7
기타매출	1,204	1,220	1,067	1,675	988	924	904	970	5,886	5,165	3,786	3,670
매출액 증가율	(3.4)	(2.6)	1.5	1.8	3.7	3.2	1.4	(2.4)	2.1	(0.6)	1.4	1.6
전기판매수익	(0.4)	(0.0)	2.3	0.3	4.5	2.6	3.3	1.0	2.5	0.6	2.9	2.0
전력판매량	1.3	1.0	3.7	2.5	4.4	3.7	4.9	1.4	2.8	2.2	3.6	2.0
전력판매단가	(1.7)	(1.0)	(1.4)	(2.1)	0.0	(1.0)	(1.5)	(0.4)	(0.3)	(1.5)	(0.7)	(0.1)
기타매출	(19.9)	(11.2)	(25.7)	6.5	(17.9)	(24.2)	(15.3)	(42.1)	2.7	(12.3)	(26.7)	(3.0)
영업비용	13,683	12,079	13,415	15,684	15,834	14,024	15,015	15,963	48,189	54,862	60,836	58,118
발전연료비	4,291	3,363	4,336	4,516	5,434	4,267	5,362	5,023	14,042	16,514	20,086	18,894
전력구입비	3,824	3,120	3,443	3,878	4,872	4,140	4,350	4,945	10,756	14,264	18,308	16,843
감가상각비	2,368	2,393	2,426	2,465	2,454	2,531	2,472	2,449	8,874	9,652	9,906	10,104
기타비용	3,200	3,203	3,210	4,826	3,073	3,086	2,831	3,547	14,517	14,431	12,536	12,278
영업이익	1,463	846	2,773	(129)	(128)	(687)	1,395	(789)	12,002	4,953	(208)	3,504
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	(5.2)	19.9	8.3	(0.3)	5.7
세전이익	1,390	583	2,187	(545)	(262)	(1,700)	1,109	(1,118)	10,513	3,614	(1,971)	2,560
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	(773)	7,049	1,299	(1,291)	1,813
증가율	(59.4)	(81.0)	(48.8)	NM	NM	NM	(52.5)	NM	(47.0)	(81.6)	NM	NM

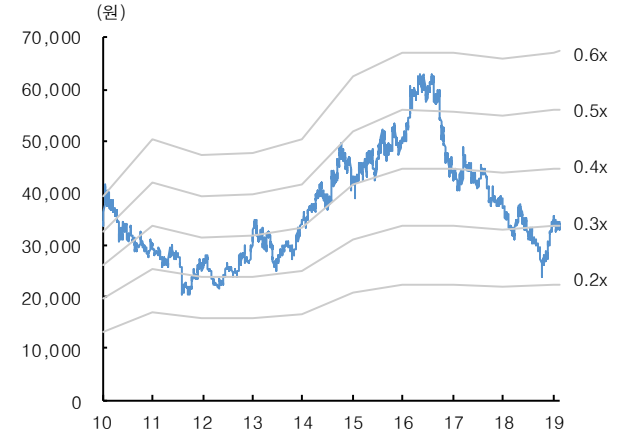
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 1] 2019년 영업이익 턴어라운드 전망



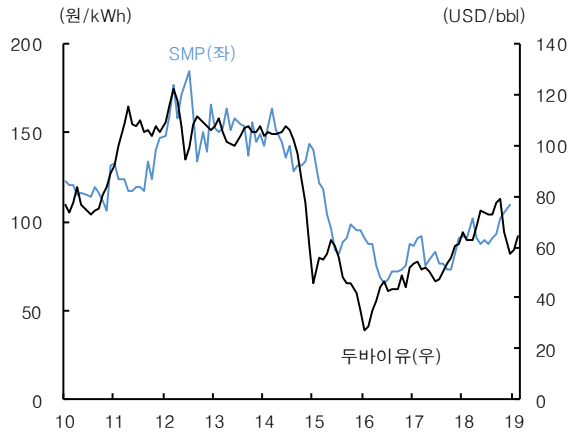
자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 2] 바닥 지난 영업이익 따라 주가도 반등



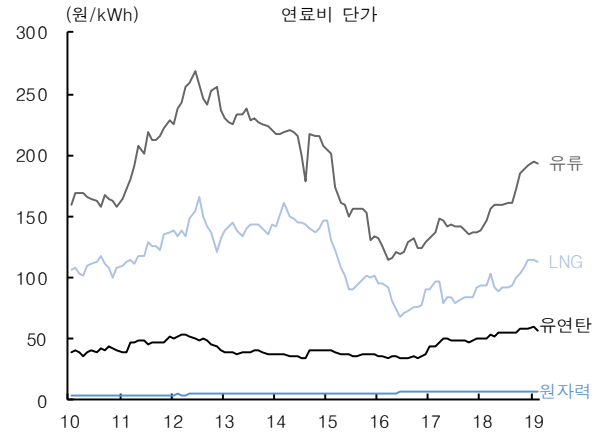
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 유가 하락과 맞물려 이익 모멘텀 부각



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 4] 유가, 탄가 낮아지고 원전 가동률은 상승할 전망



자료: 전력거래소, 한국투자증권

〈표 3〉 원전 계획예방정비 추이

(단위: MW, 일)

원자력발전소	설비용량	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
고리#1	587								
고리#2	650	0	91	103	11	0	0	0	0
고리#3	950	90	42	0	0	0	0	24	57
고리#4	950	90	14	0	0	0	0	78	0
신고리#1	1,000	70	0	0	0	0	3	46	0
신고리#2	1,000	39	33	0	0	0	0	24	24
신고리#3	1,400	78	81	0	0	0	0	0	55
월성#1	679	90	91						
월성#2	700	9	57	0	0	0	9	31	0
월성#3	700	15	19	36	0	0	0	24	26
월성#4	700	58	0	0	0	0	48	0	0
신월성#1	1,000	0	69	0	0	0	0	0	45
신월성#2	1,000	83	0	0	0	0	0	45	0
한빛#1	950	0	0	43	92	74	0	0	0
한빛#2	950	0	0	76	92	46	0	0	0
한빛#3	1,000	0	50	92	92	90	11	0	0
한빛#4	1,000	90	91	92	92	90	91	92	0
한빛#5	1,000	0	0	3	60	0	0	0	0
한빛#6	1,000	30	0	0	0	0	31	30	0
한울#1	950	0	0	32	92	62	0	0	0
한울#2	950	90	40	0	0	0	0	0	63
한울#3	1,000	90	28	0	0	0	0	28	54
한울#4	1,000	0	43	21	0	0	0	0	21
한울#5	1,000	22	47	0	0	0	0	9	38
한울#6	1,000	0	0	0	92	90	0	0	0
총합		944	796	498	623	452	193	431	383

자료: 한국수력원자력, 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 영향받는 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	19,304	19,312	19,723
현금성자산	3,051	2,370	2,304	2,034	1,906
매출채권및기타채권	7,777	7,916	8,023	8,155	8,409
재고자산	5,479	6,002	6,084	6,183	6,376
비유동자산	158,129	162,647	166,547	170,840	175,670
투자자산	8,168	7,370	7,470	7,592	7,829
유형자산	145,743	150,882	154,622	158,719	163,173
무형자산	983	1,190	1,206	1,226	1,264
자산총계	177,837	181,789	185,851	190,152	195,393
유동부채	24,739	23,424	26,560	27,576	28,548
매입채무및기타채무	5,727	6,032	6,114	6,214	6,408
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	87,477	89,388	91,712
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	114,037	116,965	120,261
지배주주지분	71,724	71,681	70,391	71,819	73,845
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	52,080	53,508	55,534
비지배주주지분	1,327	1,283	1,423	1,369	1,287
자본총계	73,051	72,965	71,814	73,188	75,132

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	16,521	11,250	11,470	12,193	14,321
당기순이익	7,148	1,441	(1,151)	1,759	2,651
유형자산감가상각비	8,881	9,660	10,046	10,428	10,809
무형자산상각비	80	114	126	128	132
자산부채변동	(2,233)	(2,684)	2,455	(37)	601
기타	2,645	2,719	(6)	(85)	128
투자활동현금흐름	(9,646)	(12,607)	(13,578)	(14,392)	(15,160)
유형자산투자	(12,029)	(12,536)	(13,998)	(14,525)	(15,262)
유형자산매각	208	86	212	0	0
투자자산순증	2,590	216	287	203	122
무형자산순증	(124)	(143)	(142)	(148)	(170)
기타	(291)	(230)	63	78	150
재무활동현금흐름	(7,637)	746	2,041	1,929	711
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)	367	(330)	(240)
기타현금흐름	31	(70)	0	0	0
현금의증가	(732)	(682)	(66)	(270)	(127)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

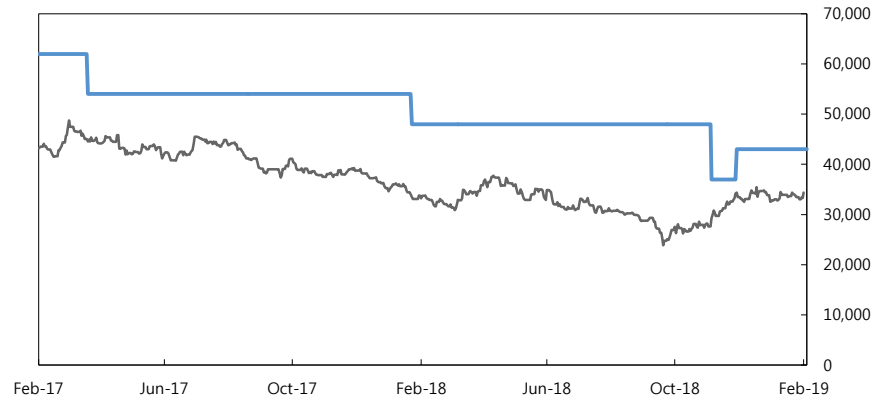
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,190	59,815	60,628	61,622	63,541
매출원가	45,550	52,099	52,807	53,673	55,217
매출총이익	14,641	7,716	7,821	7,949	8,324
판매관리비	2,639	2,763	8,029	4,445	3,509
영업이익	12,002	4,953	(208)	3,504	4,815
금융수익	792	1,531	797	753	791
이자수익	242	206	177	178	177
금융비용	2,437	3,128	2,471	2,389	2,508
이자비용	1,753	1,790	1,984	2,179	2,307
기타영업외손익	295	367	(477)	367	403
관계기업관련손익	(137)	(108)	387	325	358
세전계속사업이익	10,513	3,614	(1,971)	2,560	3,859
법인세비용	3,365	2,173	(821)	802	1,208
연결당기순이익	7,148	1,441	(1,151)	1,759	2,651
지배주주지분순이익	7,049	1,299	(1,291)	1,813	2,733
기타포괄이익	(2)	(95)	0	0	0
총포괄이익	7,146	1,347	(1,151)	1,759	2,651
지배주주지분포괄이익	7,042	1,230	(1,291)	1,813	2,733
EBITDA	20,963	14,727	9,965	14,060	15,757

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,980	2,023	(2,011)	2,824	4,257
BPS	111,725	111,660	109,649	111,873	115,030
DPS	1,980	790	0	600	1,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.1	(0.6)	1.4	1.6	3.1
영업이익증가율	5.8	(58.7)	NM	NM	37.4
순이익증가율	(47.0)	(81.6)	NM	NM	50.7
EPS증가율	(47.0)	(81.6)	NM	NM	50.7
EBITDA증가율	6.5	(29.7)	(32.3)	41.1	12.1
수익성(%)					
영업이익률	19.9	8.3	(0.3)	5.7	7.6
순이익률	11.7	2.2	(2.1)	2.9	4.3
EBITDA Margin	34.8	24.6	16.4	22.8	24.8
ROA	4.0	0.8	(0.6)	0.9	1.4
ROE	10.2	1.8	(1.8)	2.6	3.8
배당수익률	4.5	2.1	0.0	1.7	3.2
배당성향	18.0	39.1	NM	21.2	25.8
안정성					
순차입금(십억원)	48,584	51,253	53,473	55,970	57,370
차입금/자본총계비율(%)	74.4	76.2	80.5	82.0	81.7
Valuation(X)					
PER	4.0	18.9	NM	12.2	8.1
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	-14.8	-7.7
	2018.12.20	매수	43,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 25일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.