

한국전력(015760)

큰 그림을 그려 볼 시점

언제 올라도 이상하지 않을 밸류에이션

주가는 지난 3월 고점 대비 22% 떨어져 다시 2019F PBR 0.26배까지 하락했다. 에너지 정책을 둘러싼 불확실성이 장기화되는 한편 실적 전망치는 점차 내려왔는데, 올해 전력요금 인상 가능성은 여전히 낮아 보인다. 기저발전의 지속가능성, 그리고 공익기업이더라도 최소한의 이익을 추구해야 한다는 기본 전제가 흔들리는 상황이라 주가의 하단에 대한 고민도 쉽지 않은 상황이다. 다만 한전의 재무여건상 누진제 완화를 마지막으로 추가적인 악재나 정책적 불이익은 제한적일 것이다. 반대로 전력요금 제도의 개편에 대한 사회적 논의가 점차 가시화되고 있다는 점에서 역사적 저점 밸류에이션까지 내려온 저평가 매력에 주목할 시점이라 판단된다.

2분기 적자는 당초 우려보다 적을 전망

2분기 한국전력은 3,191억원의 영업적자를 기록할 전망이다. 작년 6,871억원 적자에서 대폭 축소되는 것이며 컨센서스(영업손실 5,693억원) 대비로도 크게 상회하는 실적이다. 작년말 원자재 가격 하락 효과가 점차 반영되고 있으며 LNG 개별 소비세 인하가 더해져 5월 SMP(계통한계가격)는 전년동월대비 9% 하락했다. 석탄발전 이용률은 미세먼지 저감대책의 여파로 크게 하락했으나 원전 이용률은 83%로 전년동기대비 10%p 급등한 것으로 추정된다. 3분기에는 원전 이용률 상승폭이 둔화되지만 석탄발전의 안정화와 원자재 가격 하락으로 영업이익은 22% 증가할 전망이다.

큰 그림을 볼 수 있다면 놓치기 아쉬운 저평가 매력

올해 이익의 회복 속도는 당초 기대를 하회할 전망이다. 2019년 연간 영업이익 전망치를 기존 대비 14% 하향하고, 이를 반영해 목표주가를 38,000원(2019F PBR 0.36배 적용)으로 11% 낮춘다. 다만 현 주가 대비 여전히 36%의 상승여력이 존재한다. 2분기 영업적자와 정책 불확실성에 대한 우려가 과도했던 만큼 단기 밸류에이션 매력이 높은 상황이다. 한전의 이익과 재무적 체력이 정상화되려면 전력요금 제도에 대한 근본적인 개편이 필요한데, 단기 해결되기는 어려워도 한편으로는 그 어느 때보다 요금 현실화에 대한 당위성이 높아졌다는 점이 더 중요하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	59,815	4,953	1,299	2,023	(81.6)	14,727	18.9	5.2	0.3	1.8	2.1
2018A	60,628	(208)	(1,315)	(2,048)	NM	9,817	NM	8.2	0.3	(1.9)	0.0
2019F	60,442	1,246	(196)	(305)	NM	11,364	NM	6.9	0.3	(0.3)	0.0
2020F	61,748	3,808	1,705	2,655	NM	14,193	10.5	5.7	0.3	2.4	2.9
2021F	63,540	4,267	1,995	3,108	17.1	14,876	9.0	5.5	0.3	2.8	3.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 38,000원(하향)

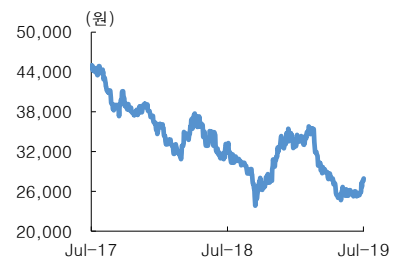
Stock Data

KOSPI(7/29)	2,029
주가(7/29)	27,950
시가총액(십억원)	17,943
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저(원)	35,800/23,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,198
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.7/26.5
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금공단 7.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.4	(15.2)	(14.0)
KOSPI 대비(%p)	14.1	(8.1)	(2.4)

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

이정은

jungeun.lee@truefriend.com

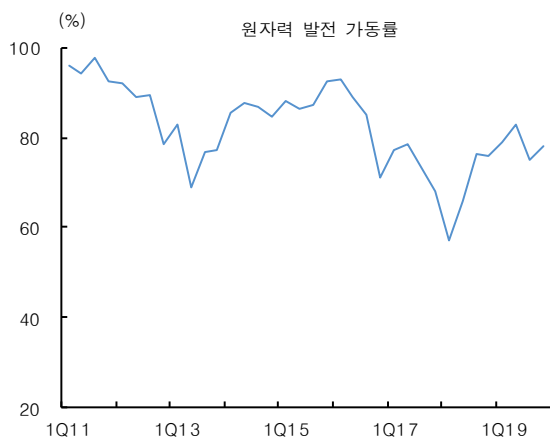
〈표 1〉 목표주가 38,000원으로 11% 하향

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	108,159	2019F BPS
ROE(B)	2.4	2020F ROE
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	6.8	
무위험수익률(D)	1.7	국고채 3년 금리의 상반기 평균
시장기대수익률(E)	10.2	시장 2020F PER 9.8배의 역수
베타(F)	0.6	52주 조정베타
목표 PBR(G=B/C)	0.36	기존 0.38배에서 0.36배로 하향
목표주가(A*G)	38,626	
현재주가	27,950	7/29(월) 주가
상승여력	36.0	

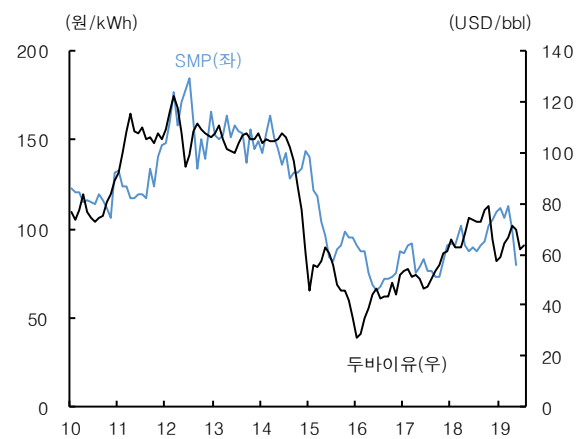
자료: 한국투자증권

[그림 1] 2분기 원전 가동률은 2년 만에 80%대 회복



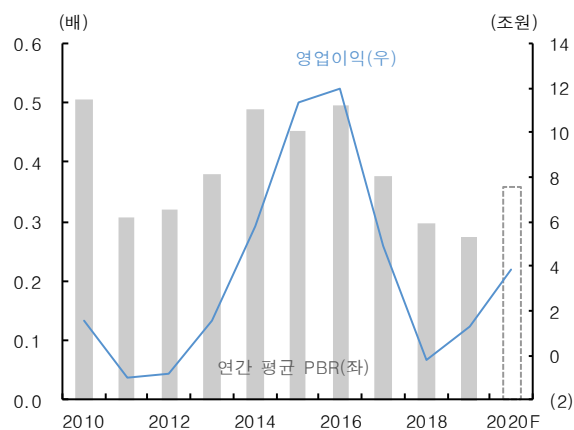
자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

[그림 2] 원자재 가격을 따라 SMP도 하락



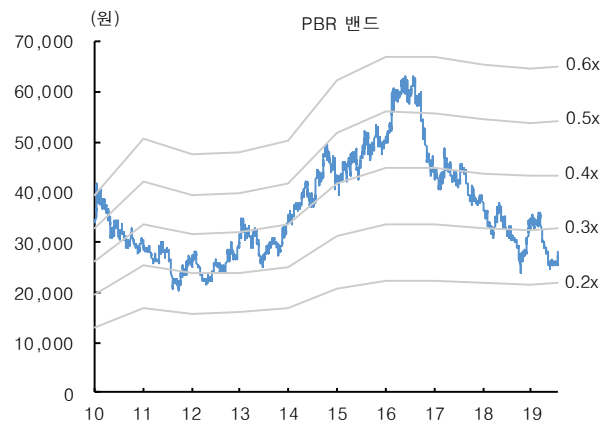
자료: 전력거래소, 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 3] 2020년 이익 턴어라운드에 대한 기대감 유효



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 4] 2019F PBR은 다시 0.26배까지 하락



자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
매출액	15,706	13,337	16,410	15,175	15,248	13,398	16,388	15,408	59,815	60,628	60,442	61,748
전기판매수익	15,161	12,636	15,685	13,735	14,873	12,765	15,727	14,025	55,614	57,218	57,390	58,881
전력판매량	138,048	123,609	137,291	127,201	136,088	124,916	137,894	130,086	507,746	526,149	528,984	538,375
전력판매단가	109.8	102.2	114.2	108.0	109.3	102.2	114.1	107.8	109.5	108.7	108.5	109.4
기타매출	988	924	904	970	811	859	841	902	5,165	3,786	3,413	3,242
매출액 증가율	3.7	3.2	1.4	(2.4)	(2.9)	0.5	(0.1)	1.5	(0.6)	1.4	(0.3)	2.2
전기판매수익	4.5	2.6	3.3	1.0	(1.9)	1.0	0.3	2.1	0.6	2.9	0.3	2.6
전력판매량	4.4	3.7	4.9	1.4	(1.4)	1.1	0.4	2.3	2.2	3.6	0.5	1.8
전력판매단가	0.0	(1.0)	(1.5)	(0.4)	(0.5)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(1.5)	(0.7)	(0.2)	0.8
기타매출	(17.9)	(24.2)	(15.3)	(42.1)	(17.9)	(7.0)	(7.0)	(7.0)	(12.3)	(26.7)	(9.9)	(5.0)
영업비용	15,834	14,024	15,015	15,963	15,878	13,718	14,680	14,920	54,862	60,836	59,196	57,940
발전연료비	5,441	4,267	5,362	5,023	5,020	4,049	4,995	4,384	16,514	20,093	18,448	17,078
전력구입비	4,872	4,140	4,350	4,945	5,539	4,094	4,304	4,457	14,264	18,308	18,394	18,183
감가상각비	2,454	2,531	2,472	2,441	2,617	2,582	2,522	2,490	9,652	9,898	10,210	10,415
기타비용	3,066	3,086	2,831	3,554	2,702	2,993	2,859	3,589	14,431	12,537	12,143	12,265
영업이익	(128)	(687)	1,395	(788)	(630)	(319)	1,708	487	4,953	(208)	1,246	3,808
증가율	NM	NM	(49.7)	NM	NM	NM	22.4	NM	(58.7)	NM	NM	205.5
영업이익률	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(2.4)	10.4	3.2	8.3	(0.3)	2.1	6.2
세전이익	(262)	(1,700)	1,109	(1,147)	(796)	(670)	1,357	154	3,614	(2,001)	46	2,407
증가율	NM	NM	(49.3)	NM	NM	NM	22.4	NM	(65.6)	NM	NM	5,183.3
지배주주순이익	(277)	(949)	709	(797)	(788)	(472)	954	110	1,299	(1,315)	(196)	1,705
증가율	NM	NM	(52.5)	NM	NM	NM	34.6	NM	(81.6)	NM	NM	NM

자료: 한국전력, 한국투자증권

〈표 3〉 원전 계획예방정비 일자 추이 및 이용률 추정

	설비용량(MW)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
고리 2호기	650	0	74	92	11	0	0	0	0
고리 3호기	950	90	42	0	0	0	0	24	92
고리 4호기	950	90	14	0	0	0	0	83	47
신고리 1호기	1,000	70	0	0	0	0	0	47	0
신고리 2호기	1,000	39	33	0	0	0	0	26	19
신고리 3호기	1,400	78	81	0	0	0	0	0	55
한빛 1호기	950	0	0	43	92	90	91	60	0
한빛 2호기	950	0	0	76	92	46	0	0	0
한빛 3호기	1,000	0	50	92	92	90	91	42	0
한빛 4호기	1,000	90	91	92	92	90	91	92	0
한빛 5호기	1,000	0	0	3	60	0	0	0	0
한빛 6호기	1,000	30	0	0	0	0	31	48	0
한울 1호기	950	0	0	32	92	62	0	0	0
한울 2호기	950	90	40	0	0	0	0	0	74
한울 3호기	1,000	90	28	0	0	0	0	28	54
한울 4호기	1,000	0	43	21	0	0	0	0	21
한울 5호기	1,000	22	47	0	0	0	0	9	38
한울 6호기	1,000	0	0	0	92	90	0	0	0
월성 1호기	679	90	91						
월성 2호기	700	9	57	0	0	0	14	21	0
월성 3호기	700	15	19	36	0	0	0	20	25
월성 4호기	700	58	0	0	0	0	60	0	0
신월성 1호기	1,000	0	69	0	0	0	0	0	45
신월성 2호기	1,000	83	0	0	0	0	0	57	0
Total		944	779	487	623	468	378	557	470
추정 가동률		55.2%	64.5%	78.3%	69.9%	77.4%	82.9%	73.3%	76.4%

주: 전한 파랑은 분기 70일 이상, 중간 파랑은 40~70일, 연한 파랑은 40일 미만 기준

자료: 한국수력원자력, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	19,142	19,745	20,325	20,579	21,176
현금성자산	2,370	1,358	1,995	1,852	1,906
매출채권및기타채권	8,006	7,792	7,768	7,935	8,166
재고자산	6,002	7,188	7,166	7,321	7,534
비유동자산	162,647	165,504	168,248	170,967	173,181
투자자산	7,370	7,992	7,968	8,140	8,376
유형자산	150,882	152,743	155,526	157,970	159,807
무형자산	1,190	1,229	1,225	1,251	1,288
자산총계	181,789	185,249	188,573	191,546	194,357
유동부채	23,424	21,842	24,526	24,663	24,175
매입채무및기타채무	6,032	6,521	6,044	6,175	6,354
단기차입금및단기사채	1,038	861	986	1,041	1,096
유동성장기부채	8,085	7,101	7,896	8,452	9,008
비유동부채	85,400	92,315	93,244	95,047	97,161
사채	43,189	49,815	50,666	51,195	51,724
장기차입금및금융부채	3,078	3,776	3,973	4,413	4,853
부채총계	108,824	114,156	117,771	119,710	121,335
지배주주지분	71,681	69,744	69,434	70,515	71,758
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,079	2,079	2,079	2,079
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
이익잉여금	53,371	51,519	51,324	52,515	53,868
비지배주주지분	1,283	1,349	1,368	1,320	1,264
자본총계	72,965	71,093	70,803	71,835	73,022

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	11,250	6,680	11,130	11,288	11,217
당기순이익	1,441	(1,174)	(183)	1,653	1,935
유형자산감가상각비	9,660	9,906	9,998	10,262	10,482
무형자산상각비	114	119	120	123	127
자산부채변동	(2,684)	(3,134)	1,694	(671)	(1,343)
기타	2,719	963	(499)	(79)	16
투자활동현금흐름	(12,607)	(13,014)	(12,538)	(12,621)	(12,234)
유형자산투자	(12,536)	(12,267)	(12,781)	(12,706)	(12,319)
유형자산매각	86	234	0	0	0
투자자산순증	216	(829)	373	142	120
무형자산순증	(143)	(111)	(117)	(150)	(163)
기타	(230)	(41)	(13)	93	128
재무활동현금흐름	746	5,302	2,044	1,191	1,071
자본의증가	24	20	0	0	0
차입금의순증	2,147	5,838	2,056	1,653	1,653
배당금지급	(1,356)	(617)	0	0	(514)
기타	(69)	61	(12)	(462)	(68)
기타현금흐름	(70)	21	0	0	0
현금의증가	(682)	(1,011)	636	(142)	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

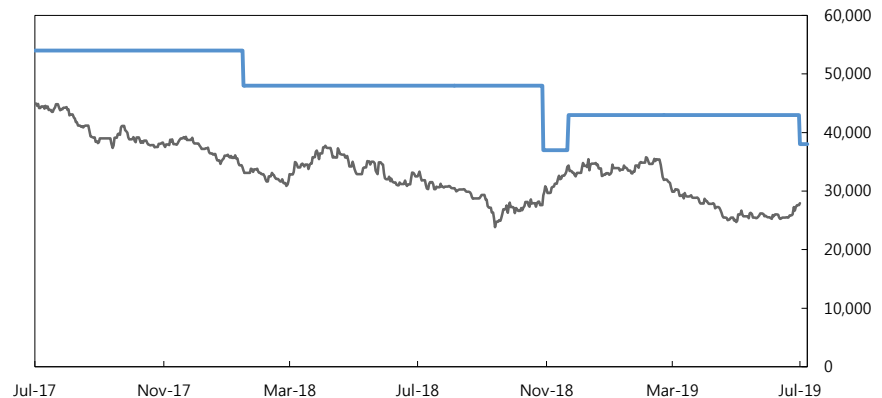
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	59,815	60,628	60,442	61,748	63,540
매출원가	52,099	58,208	56,639	55,437	56,712
매출총이익	7,716	2,420	3,803	6,311	6,828
판매관리비	2,763	2,628	2,557	2,503	2,560
영업이익	4,953	(208)	1,246	3,808	4,267
금융수익	1,531	797	953	932	979
이자수익	206	224	175	193	194
금융비용	3,128	2,471	2,666	2,758	2,896
이자비용	1,790	1,868	1,997	2,057	2,109
기타영업외손익	367	(477)	50	0	0
관계기업관련손익	(108)	358	463	424	467
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	46	2,407	2,817
법인세비용	2,173	(826)	229	753	882
연결당기순이익	1,441	(1,174)	(183)	1,653	1,935
지배주주지분순이익	1,299	(1,315)	(196)	1,705	1,995
기타포괄이익	(95)	(107)	(107)	(107)	(107)
총포괄이익	1,347	(1,281)	(290)	1,546	1,828
지배주주지분포괄이익	1,230	(1,426)	(310)	1,594	1,885
EBITDA	14,727	9,817	11,364	14,193	14,876

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,023	(2,048)	(305)	2,655	3,108
BPS	111,660	108,641	108,159	109,843	111,779
DPS	790	0	0	800	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.6)	1.4	(0.3)	2.2	2.9
영업이익증가율	(58.7)	NM	NM	205.5	12.1
순이익증가율	(81.6)	NM	NM	NM	17.1
EPS증가율	(81.6)	NM	NM	NM	17.1
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	15.8	24.9	4.8
수익성(%)					
영업이익률	8.3	(0.3)	2.1	6.2	6.7
순이익률	2.2	(2.2)	(0.3)	2.8	3.1
EBITDA Margin	24.6	16.2	18.8	23.0	23.4
ROA	0.8	(0.6)	(0.1)	0.9	1.0
ROE	1.8	(1.9)	(0.3)	2.4	2.8
배당수익률	2.1	0.0	0.0	2.9	3.6
배당성향	39.1	NM	NM	30.1	32.2
안정성					
순차입금(십억원)	51,253	57,828	59,255	60,998	62,525
차입금/자본총계비율(%)	76.2	86.7	89.9	91.0	91.7
Valuation(X)					
PER	18.9	NM	NM	10.5	9.0
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.2	8.2	6.9	5.7	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국전력 (015760)	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	-30.6	-16.7
	2019.07.29	매수	38,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 29일 현재 한국전력 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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
- 중립 : 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.