

# 한국전력(015760)

## 비로소 이익 턴어라운드 시작

2분기 영업적자는 전년동기대비 절반으로 축소  
원전 이용률 회복과 SMP 하락에 따라 컨센서스를 상회  
하반기 비용절감 본격화되는 가운데 전력요금 개편 가능성도 부각될 전망

### Facts : 2분기 영업손실 2,987억원으로 우려보다 양호

2분기 매출액은 13조 710억원으로 전년동기대비 2% 감소했다. 전력판매수익은 작년 2분기와 유사했지만 해외사업 매출액이 26% 줄었기 때문이다. 반면 영업손실은 2,987억원으로 전년동기대비 절반으로 축소됐다. 시장 컨센서스와 비교해도 3천억원가량 적었다. 외형이 정제되고 원/달러 환율은 상승했지만 원전 이용률의 회복과 SMP 하락이 수익성 반등을 이끌었다. 2분기 석탄발전 이용률은 미세먼지 저감대책으로 인해 57%로 하락했지만 반대로 원전 이용률은 예방정비 축소에 힘입어 전년동기대비 20%p, 전분기대비 7%p 상승한 83%를 기록했다. 이에 따라 연료비와 구입전력비는 각각 전년동기대비 8%, 5% 줄었다.

### Pros & cons : 하반기 이익 모멘텀 이어질 전망

하반기에는 원자재 가격 하락과 세제 개편에 따른 비용절감이 본격화될 전망이다. 유가와 석탄 가격 약세는 5~6개월의 시차를 두고 반영되며 여기에 LNG 제세부담금 인하 효과가 더해져 SMP 하락을 이끌 전망이다. 한편 최근 예방정비 추이와 계획을 보면 원전 이용률은 오히려 2분기보다 낮아지겠지만, 신고리 4호기가 추가될 예정이며 석탄 정비일정이 앞당겨 이루어진 만큼 하반기 기저발전 비중은 계속 상승할 것이다. 석탄발전 이용률은 하반기 80%대로 올라설 전망이다. 다만 최근 원/달러 환율이 1,200원대로 올라선 점은 부담요인이다.

### Action : 불확실성 감안해도 저평가 메리트가 더 높은 시점

현 주가는 2019F PBR 0.25배에 머물러 있다. 정부의 에너지 정책을 둘러싼 불확실성은 여전히 존재하며 전력요금 개편 가능성에 대해서도 회의감이 높은 상황이다. 다만 역설적으로 한전의 수익성 악화와 재무 부담은 전반적인 요금제도 현실화의 필요성을 높이고 있다. 단기 실적으로 보더라도 전년 기저 효과와 원자재 가격하락과 맞물려 이익은 바닥을 지났고 하반기 턴어라운드가 예상된다. 한전에 대해 '매수' 의견과 목표주가 38,000원(2019F PBR 0.36배 적용)을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 38,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(8/14)	1,938
주가(8/14)	25,100
시가총액(십억원)	16,113
발행주식수(백만)	642
52주 최고/최저가(원)	35,800/23,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,016
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.7/26.4
주요주주(%)	한국산업은행 외 2 인 51.1
	국민연금공단 7.2

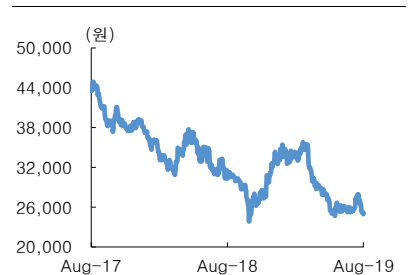
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	NM	NM	10.3
PBR(x)	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	(1.9)	(0.4)	2.2
DY(%)	0.0	0.0	2.8
EV/EBITDA(x)	8.2	6.8	5.6
EPS(원)	(2,048)	(396)	2,429
BPS(원)	108,641	108,060	109,614

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.4)	(25.7)	(17.3)
KOSPI 대비(%p)	5.7	(12.8)	(3.1)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 최고운

gowoon@truefriend.com

### 이정은

jungeun.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	13,337.2	16,409.8	15,174.6	15,248.4	13,071.0	(14.3)	(2.0)	13,316.3
영업이익	(687.1)	1,395.2	(788.5)	(629.9)	(298.7)	적자축소	적자축소	(604.8)
영업이익률(%)	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(2.3)			(4.5)
세전이익	(1,700.0)	1,108.8	(1,147.1)	(795.6)	(750.1)	적자축소	적자축소	(972.5)
순이익	(949.2)	708.6	(796.7)	(787.8)	(447.5)	적자축소	적자축소	(734.1)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>15,706</b>	<b>13,337</b>	<b>16,410</b>	<b>15,175</b>	<b>15,248</b>	<b>13,071</b>	<b>16,259</b>	<b>15,178</b>	<b>59,815</b>	<b>60,628</b>	<b>59,756</b>	<b>61,083</b>
전기판매수익	15,161	12,636	15,685	13,735	14,873	12,699	15,732	13,879	55,614	57,218	57,183	58,678
전력판매량	138,048	123,609	137,291	127,201	136,088	123,769	137,952	128,825	507,746	526,149	526,634	536,175
전력판매단가	109.8	102.2	114.2	108.0	109.3	102.6	114.0	107.7	109.5	108.7	108.6	109.4
기타매출	988	924	904	970	811	686	707	824	5,165	3,786	3,028	2,877
<b>매출액 증가율</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>1.4</b>	<b>(2.4)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(0.9)</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.6)</b>	<b>1.4</b>	<b>(1.4)</b>	<b>2.2</b>
전기판매수익	4.5	2.6	3.3	1.0	(1.9)	0.5	0.3	1.0	0.6	2.9	(0.1)	2.6
전력판매량	4.4	3.7	4.9	1.4	(1.4)	0.1	0.5	1.3	2.2	3.6	0.1	1.8
전력판매단가	0.0	(1.0)	(1.5)	(0.4)	(0.5)	0.4	(0.2)	(0.2)	(1.5)	(0.7)	(0.2)	0.8
기타매출	(17.9)	(24.2)	(15.3)	(42.1)	(17.9)	(25.7)	(21.8)	(15.0)	(12.3)	(26.7)	(20.0)	(5.0)
<b>영업비용</b>	<b>15,834</b>	<b>14,024</b>	<b>15,015</b>	<b>15,963</b>	<b>15,878</b>	<b>13,370</b>	<b>14,476</b>	<b>14,839</b>	<b>54,862</b>	<b>60,836</b>	<b>58,563</b>	<b>57,348</b>
발전연료비	5,441	4,267	5,362	5,023	5,020	3,919	4,977	4,573	16,514	20,093	18,489	17,766
전력구입비	4,872	4,140	4,350	4,945	5,539	3,565	3,984	4,031	14,264	18,308	17,119	15,938
감가상각비	2,454	2,531	2,472	2,441	2,617	2,317	2,571	2,539	9,652	9,898	10,045	10,346
기타비용	3,066	3,086	2,831	3,554	2,702	3,569	2,944	3,696	14,431	12,537	12,910	13,297
<b>영업이익</b>	<b>(128)</b>	<b>(687)</b>	<b>1,395</b>	<b>(788)</b>	<b>(630)</b>	<b>(299)</b>	<b>1,783</b>	<b>339</b>	<b>4,953</b>	<b>(208)</b>	<b>1,193</b>	<b>3,735</b>
증가율	NM	NM	(49.7)	NM	NM	NM	NM	NM	(58.7)	NM	NM	NM
영업이익률	(0.8)	(5.2)	8.5	(5.2)	(4.1)	(2.3)	11.0	2.2	8.3	(0.3)	2.0	6.1
<b>세전이익</b>	<b>(262)</b>	<b>(1,700)</b>	<b>1,109</b>	<b>(1,147)</b>	<b>(796)</b>	<b>(750)</b>	<b>1,404</b>	<b>(29)</b>	<b>3,614</b>	<b>(2,001)</b>	<b>(170)</b>	<b>2,156</b>
증가율	NM	NM	(49.3)	NM	NM	NM	NM	NM	(65.6)	NM	NM	NM
<b>지배주주순이익</b>	<b>(277)</b>	<b>(949)</b>	<b>709</b>	<b>(797)</b>	<b>(788)</b>	<b>(448)</b>	<b>1,002</b>	<b>(21)</b>	<b>1,299</b>	<b>(1,315)</b>	<b>(254)</b>	<b>1,559</b>
증가율	NM	NM	(52.5)	NM	NM	NM	NM	NM	(81.6)	NM	NM	NM

자료: 한국전력, 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 3/4를 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	19,142	19,745	20,094	20,357	20,947
현금성자산	2,370	1,358	1,972	1,832	1,886
매출채권및기타채권	8,006	7,792	7,680	7,850	8,077
재고자산	6,002	7,188	7,085	7,242	7,452
비유동자산	162,647	165,504	168,104	170,827	173,036
투자자산	7,370	7,992	7,877	8,052	8,285
유형자산	150,882	152,743	155,526	157,970	159,807
무형자산	1,190	1,229	1,211	1,238	1,274
자산총계	181,789	185,249	188,198	191,184	193,983
유동부채	23,424	21,842	24,634	24,879	24,488
매입채무및기타채무	6,032	6,521	5,976	6,108	6,285
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	92,806	94,623	96,721
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	117,441	119,502	121,209
지배주주지분	71,681	69,744	69,371	70,368	71,551
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	51,265	52,375	53,670
비지배주주지분	1,283	1,349	1,387	1,314	1,223
자본총계	72,965	71,093	70,757	71,682	72,774

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	11,250	6,680	11,177	11,315	11,302
당기순이익	1,441	(1,174)	(228)	1,481	1,840
유형자산감가상각비	9,660	9,906	9,998	10,262	10,482
무형자산상각비	114	119	119	122	125
자산부채변동	(2,684)	(3,134)	1,867	(565)	(1,243)
기타	2,719	963	(579)	15	98
투자활동현금흐름	(12,607)	(13,014)	(12,594)	(12,736)	(12,357)
유형자산투자	(12,536)	(12,267)	(12,781)	(12,706)	(12,319)
유형자산매각	86	234	0	0	0
투자자산순증	216	(829)	350	24	(3)
무형자산순증	(143)	(111)	(101)	(149)	(161)
기타	(230)	(41)	(62)	95	126
재무활동현금흐름	746	5,302	2,030	1,282	1,108
자본의증가	24	20	0	0	0
차입금의순증	2,147	5,838	2,056	1,653	1,653
배당금지급	(1,356)	(617)	0	0	(449)
기타	(69)	61	(26)	(371)	(96)
기타현금흐름	(70)	21	0	0	0
현금의증가	(682)	(1,011)	614	(139)	53

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

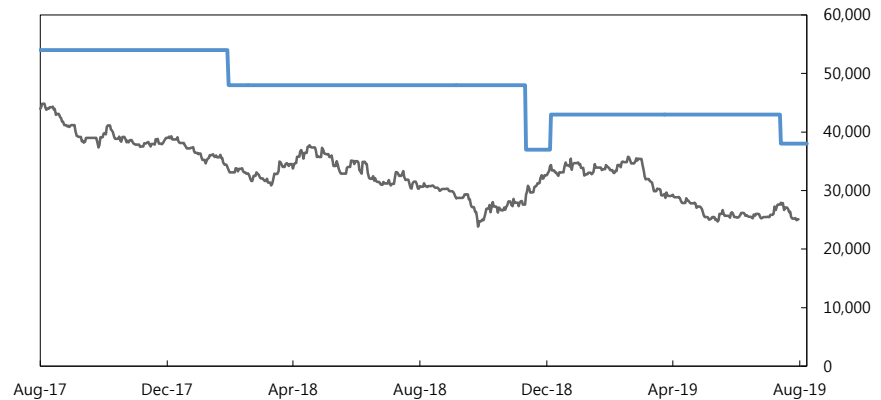
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	59,815	60,628	59,756	61,083	62,852
매출원가	52,099	58,208	56,033	54,871	56,002
매출총이익	7,716	2,420	3,723	6,212	6,850
판매관리비	2,763	2,628	2,530	2,477	2,528
영업이익	4,953	(208)	1,193	3,735	4,321
금융수익	1,531	797	1,129	1,121	1,178
이자수익	206	224	174	191	192
금융비용	3,128	2,471	2,899	3,012	3,163
이자비용	1,790	1,868	1,997	2,057	2,109
기타영업외손익	367	(477)	51	0	0
관계기업관련손익	(108)	358	355	312	343
세전계속사업이익	3,614	(2,001)	(170)	2,156	2,679
법인세비용	2,173	(826)	58	675	839
연결당기순이익	1,441	(1,174)	(228)	1,481	1,840
지배주주지분순이익	1,299	(1,315)	(254)	1,559	1,937
기타포괄이익	(95)	(107)	(107)	(107)	(107)
총포괄이익	1,347	(1,281)	(335)	1,374	1,733
지배주주지분포괄이익	1,230	(1,426)	(373)	1,447	1,825
EBITDA	14,727	9,817	11,310	14,119	14,929

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,023	(2,048)	(396)	2,429	3,018
BPS	111,660	108,641	108,060	109,614	111,456
DPS	790	0	0	700	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.6)	1.4	(1.4)	2.2	2.9
영업이익증가율	(58.7)	NM	NM	213.0	15.7
순이익증가율	(81.6)	NM	NM	NM	24.2
EPS증가율	(81.6)	NM	NM	NM	24.2
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	15.2	24.8	5.7
수익성(%)					
영업이익률	8.3	(0.3)	2.0	6.1	6.9
순이익률	2.2	(2.2)	(0.4)	2.6	3.1
EBITDA Margin	24.6	16.2	18.9	23.1	23.8
ROA	0.8	(0.6)	(0.1)	0.8	1.0
ROE	1.8	(1.9)	(0.4)	2.2	2.7
배당수익률	2.1	0.0	0.0	2.8	4.0
배당성향	39.1	NM	NM	28.8	33.1
안정성					
순차입금(십억원)	51,253	57,828	59,306	61,045	62,573
차입금/자본총계비율(%)	76.2	86.7	90.0	91.2	92.1
Valuation(X)					
PER	18.9	NM	NM	10.3	8.3
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.2	8.2	6.8	5.6	5.4

## 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 8월 16일 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 (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
- 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.