

투자 의견(유지) **중립**

목표주가(12M, 유지) -

현재주가(19/05/14) 26,850원

상승여력 -

영업이익(19F, 십억원)	-2,959
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	2,844
EPS 성장률(19F, %)	-
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.6
P/E(19F, x)	-
MKT P/E(19F, x)	11.6
KOSPI	2,081.84

시가총액(십억원)	17,237
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	48.9
외국인 보유비중(%)	27.6
베타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	23,850
52주 최고가(원)	37,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-6.1	-28.0
상대주가	-1.0	-6.7	-14.4



[운송플랫폼/에너지]

류제현  
 02-3774-1738  
 jay.ryu@miraeeasset.com

# 한국전력 (015760)

## 천수답 상황 지속: 전기요금 인상만이 답

### 1Q19 Review: 어닝 쇼크, 비용 부담에 매출 부진까지

한국전력의 1Q19 매출액은 -2.9% YoY 감소한 15조 2,484억원을 기록했다. 해외 사업 수익이 -37.5% YoY 감소에 더해, 전기 판매 수익이 -1.9% YoY 감소하면서 하락폭을 키웠다. 판매량(-1.4% YoY) 부진은 온화한 기후의 영향으로 주택용(+0.3% YoY), 일반용(-3.8% YoY) 수요가 부진했기 때문이다. 경기 둔화의 영향으로 산업용(+0.1% YoY) 수요도 크게 성장하지 못했다. 수요 부진은 주택용(-1.6% YoY) 및 산업용(-1.2% YoY) 판가 하락을 야기했다. 가격이 저렴한 경부하 수요의 비중이 높았기 때문에 풀이된다.

영업이익은 6,299억원 적자로 시장 기대치(-419억원)를 크게 밑돌았다. 연료비는 감소(-7.7% YoY) 했다. 하지만, 원전 가동률이 개선(75.8%, +20.9%pt YoY) 되었음에도 불구하고, 구입전력비가 13.7% YoY 증가했다. LNG 발전기로부터의 구입량(-5.7% YoY)은 감소했으나 기타(석탄 등) 발전기 구입량이 7.8% YoY 증가했다. 이로 인해, 전체 구입량 감소 폭은 -2.0% YoY 그쳤다. 구입단가(+14.0% YoY) 상승폭 역시 높았다.

영업이익 부진에 따라 순이익(-7,878억원) 적자 폭도 확대되었다. 현금 흐름 악화에 따른 차입금 증가로 순이자비용(4,421억원, +7.4% YoY) 역시 증가하였다. 1Q19 차입금은 60조원으로 2018년 말 대비 2조 이상 증가했고, 부채비율(173%) 역시 12%pt 상승했다.

### 힘난한 2019년: 장단기 원가 압력 지속

1) 원전가동률 하락: 1Q19에 시현한 원전 가동률은 과거 고점(80~90%)대비 낮지만 최근 들어 가장 높은 수준이었다. 2Q19에는 80%를 넘을 전망이다. 하지만, 판매량 및 판가 부진으로 실적 개선이 나타나기에는 미미한 수준이다. 2Q19 이후에는 계획예방정비 실시로 가동률은 지속적으로 하락할 것으로 보인다. 연료비/구입전력비 부담 감소 폭을 상쇄할 가능성이 있다.

2) 환경 관련 비용: 1Q19 REC 구입비용은 3,601억원으로 32.9% YoY 증가했다. 이 추세가 지속된다면 2019년 REC 구입비용은 2조원까지 증가할 가능성이 있다. ETS(탄소관련비용)까지 합하면 직접적인 환경 비용은 연간 3조원에 육박할 전망이다. 최근 논의되고 있는 환경 급전방안이 연내 실시되면 LNG 발전 관련 비용 역시 급증할 것이다.

결국 비용 부담을 전기요금에 반영해야 한다. 하지만, 그 폭과 시점은 쉽게 예측할 수 없는 상황이다. 이러한 상황을 반영하여 2019년 및 2020년 전망치를 추가로 하향하였다.

### 중립의견 유지: 천수답 상황 지속

원전 가동률이 하락하고 전기요금 인상이 없다면, 실적 기대 요소는 유가/석탄가 하락에 따른 원료비 하락밖에 없다. 주가는 PBR 0.26배로 절대적인 저평가 상황이나, 이러한 상황이 해소될 때까지는 매수 시점을 늦춰야 할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	60,190	59,815	60,628	61,356	63,850	65,708
영업이익 (십억원)	12,002	4,953	-208	-2,959	871	1,935
영업이익률 (%)	19.9	8.3	-0.3	-4.8	1.4	2.9
순이익 (십억원)	7,049	1,299	-1,315	-3,357	-637	-365
EPS (원)	10,980	2,023	-2,048	-5,230	-993	-569
ROE (%)	10.2	1.8	-1.9	-4.9	-1.0	-0.6
P/E (배)	4.0	18.9	-	-	-	-
P/B (배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	4.5	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q19 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	15,706	15,175	15,248	16,189	15,800	-2.9	0.5
영업이익	-128	-788	-630	122	-42	적지	적지
영업이익률 (%)	-0.8	-5.2	-4.1	0.8	-0.3	-3.3	1.1
세전이익	-262	-1,118	-796	-186	-419	적지	적지
순이익	-277	-773	-788	-144	-293	적지	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	62,825	64,691	61,356	63,850	-2.3	-1.3	전기 요금 및 판매량 전망 하향 석탄 발전 가동률 하향, 구입전력비 상향
영업이익	3,116	3,473	-2,959	871	-195.0	-74.9	
세전이익	1,887	2,243	-4,149	-526	-319.9	-123.5	
순이익	1,228	1,483	-3,357	-637	-373.3	-143.0	
EPS (KRW)	1,913	2,309	-5,230	-993	-373.3	-143.0	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	15,706	13,337	16,410	15,175	15,248	13,368	16,797	15,942	60,628	61,356	63,850
전기판매수익	14,718	12,413	15,506	14,205	14,438	12,663	16,134	15,320	56,842	58,554	61,197
해외사업수익	575	510	506	643	359	300	250	200	2,233	1,109	880
기타	414	414	398	327	452	405	413	422	1,553	1,692	1,773
영업이익	-128	-687	1,395	-788	-630	-1,754	603	-1,178	-208	-2,959	871
세전이익	-262	-1,700	1,109	-1,118	-796	-2,092	261	-1,523	-2,001	-4,149	-526
순이익(지배)	-277	-949	709	-773	-788	-1,567	182	-1,185	-1,315	-3,357	-637
영업이익률 (%)	-0.8	-5.2	8.5	-5.2	-4.1	-13.1	3.6	-7.4	-0.3	-4.8	1.4
세전이익률 (%)	-1.7	-12.7	6.8	-7.4	-5.2	-15.6	1.6	-9.6	-3.3	-6.8	-0.8
순이익률 (%)	-1.6	-6.9	4.5	-4.7	-5.0	-11.3	1.1	-6.9	-2.2	-5.5	-1.0
연료비 증가율 (%)	26.6	26.9	23.5	11.0	-7.7	50.7	21.4	108.4	21.6	41.5	32.4
구입전력비 증가율 (%)	27.4	32.7	26.3	27.5	13.7	-12.2	9.9	-90.0	28.3	-21.1	-82.1
석탄가격(원/톤)	127,600	136,100	140,300	142,200	136,300	141,733	135,766	129,799	136,550	135,900	116,219

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

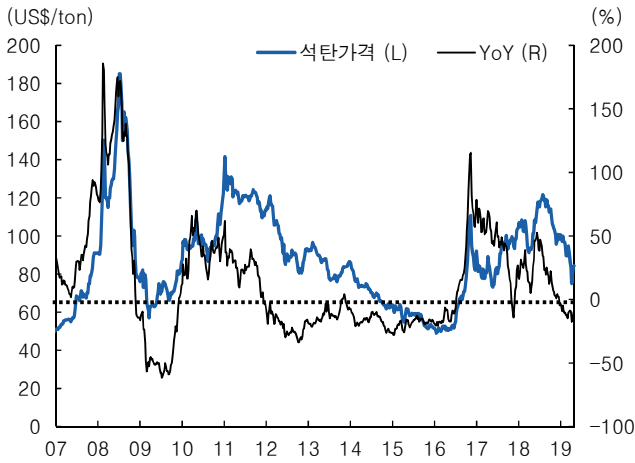
표 4. 원전별 현황 가동 일정

원전	호기	용량(MW)	출력(MW)	출력(%)	가동 예정일	정비 개시일	상태
고리	2호기	650	681	100		2020.02.17	
	3호기	950	1,049	100		2019.09.06	
	4호기	950	1,048	100		2019.07.09	
	신1호기	1,000	1,047	100		2019.06.27	
	신2호기	1,000	1,043	100		2019.09.03	
새울	신고리3호기	1,400	1,488	100		2019.11.06	
	신고리4호기	1,400	-	-	-	-	19.08 준공예정
한빛	<b>1호기</b>	<b>950</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2019.05.02</b>		<b>원계획 19.01</b>
	2호기	950	1,020	96		2020.05.20	19.02.16 가동
	3호기	1,000	0	0	2019.06.15		
	4호기	1,000	0	0	2019.09.30		
	5호기	1,000	1,054	100		2020.03.31	18.11 가동
	6호기	1,000	1,055	100		2019.05.30	
월성	1호기	679	0	0		-	
	2호기	700	650	88		2019.06.21	
	3호기	700	630	85		2019.09.06	
	4호기	700	0	0	2019.06.09		
	신1호기	1,000	1,047	100		2019.10.31	
	신2호기	1,000	1,054	100		2019.07.11	
한울	1호기	950	1,012	100			19.03.03 가동
	2호기	950	1,015	100		2019.10.04	
	3호기	1,000	1,048	100		2019.09.02	
	4호기	1,000	1,055	100		2019.12.10	
	5호기	1,000	1,051	100		2019.09.21	
	6호기	1,000	1,054	100			19.03.21 가동
신한울	1호기	1,400	-	-	-	-	19.11 준공예정
	2호기	1,400	-	-	-	-	20.09 준공예정
합계		22,529	19,101	84.8			준공예정 제외 후 가동률

주: 출력은 2019년 5월 14일 20:45 기준

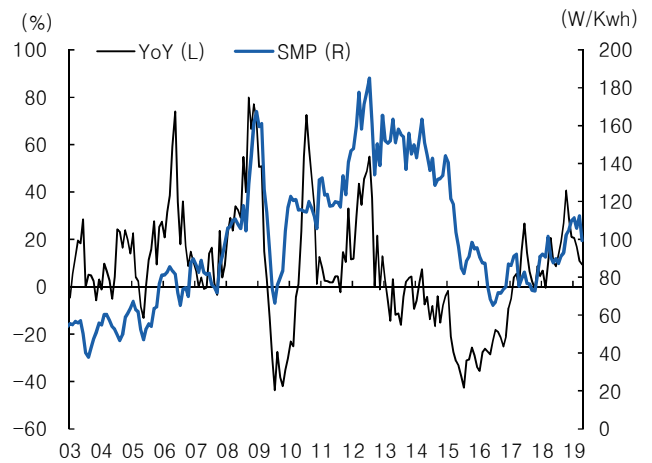
자료: 한국수력원자력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 석탄가격 추이



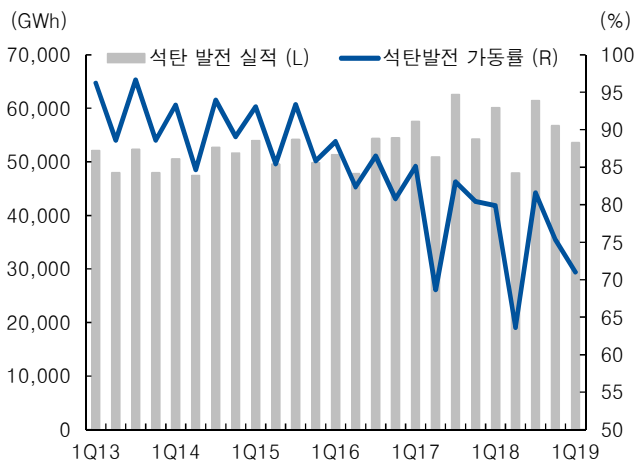
자료: Bloomberg, EPSIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SMP 추이



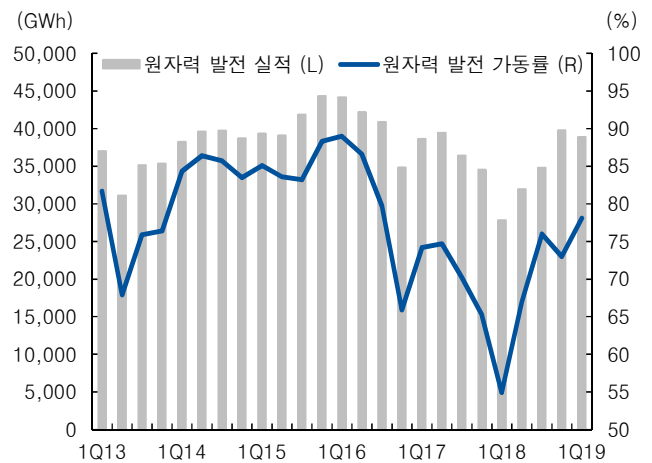
자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



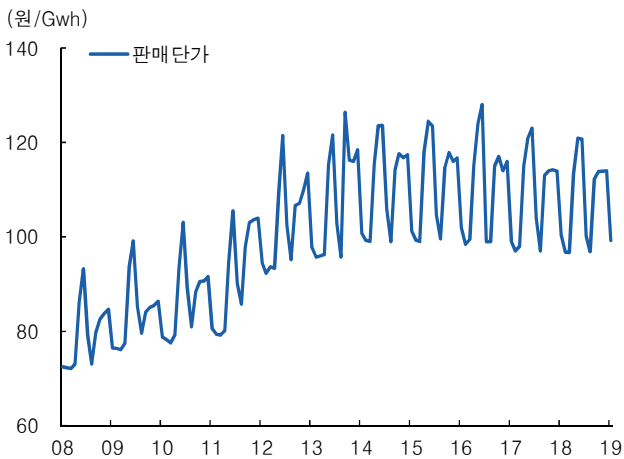
자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



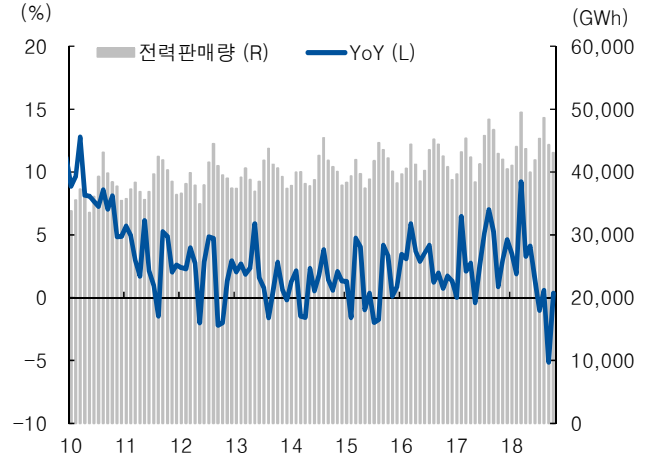
자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>매출액</b>	<b>60,628</b>	<b>61,356</b>	<b>63,850</b>	<b>65,708</b>
매출원가	58,208	61,560	60,114	60,790
매출총이익	2,420	-204	3,736	4,918
판매비와관리비	2,628	2,754	2,865	2,982
조정영업이익	-208	-2,959	871	1,935
영업이익	-208	-2,959	871	1,935
비영업손익	-1,793	-1,190	-1,397	-1,930
금융손익	-1,645	-1,860	-1,921	-1,934
관계기업등 투자손익	358	331	200	0
세전계속사업손익	-2,001	-4,149	-526	5
계속사업법인세비용	-826	-957	-149	17
계속사업이익	-1,174	-3,193	-378	-12
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-1,174</b>	<b>-3,193</b>	<b>-378</b>	<b>-12</b>
지배주주	-1,315	-3,357	-637	-365
비지배주주	140	165	260	353
<b>총포괄이익</b>	<b>-1,281</b>	<b>-3,193</b>	<b>-378</b>	<b>-12</b>
지배주주	-1,426	-3,396	-401	-13
비지배주주	145	203	24	1
EBITDA	9,817	6,903	10,390	11,099
FCF	-5,587	-4,001	-1,056	-985
EBITDA 마진율 (%)	16.2	11.3	16.3	16.9
영업이익률 (%)	-0.3	-4.8	1.4	2.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.2	-5.5	-1.0	-0.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>유동자산</b>	<b>19,745</b>	<b>20,702</b>	<b>21,265</b>	<b>21,860</b>
현금 및 현금성자산	1,358	1,402	1,421	1,442
매출채권 및 기타채권	7,448	7,825	8,049	8,286
재고자산	7,188	7,552	7,768	7,997
기타유동자산	3,751	3,923	4,027	4,135
<b>비유동자산</b>	<b>165,504</b>	<b>168,295</b>	<b>170,287</b>	<b>172,645</b>
관계기업투자등	5,878	6,176	6,353	6,540
유형자산	152,743	155,301	157,191	159,424
무형자산	1,229	1,108	1,000	902
<b>자산총계</b>	<b>185,249</b>	<b>188,997</b>	<b>191,552</b>	<b>194,505</b>
<b>유동부채</b>	<b>21,842</b>	<b>29,906</b>	<b>31,671</b>	<b>30,405</b>
매입채무 및 기타채무	5,043	5,298	5,450	5,610
단기금융부채	8,039	15,406	16,754	15,050
기타유동부채	8,760	9,202	9,467	9,745
<b>비유동부채</b>	<b>92,315</b>	<b>91,273</b>	<b>92,440</b>	<b>96,671</b>
장기금융부채	53,592	50,592	50,592	53,592
기타비유동부채	38,723	40,681	41,848	43,079
<b>부채총계</b>	<b>114,156</b>	<b>121,179</b>	<b>124,111</b>	<b>127,076</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>69,744</b>	<b>66,304</b>	<b>65,667</b>	<b>65,302</b>
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,079	2,079	2,079	2,079
이익잉여금	51,519	48,162	47,524	47,159
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,349</b>	<b>1,514</b>	<b>1,774</b>	<b>2,127</b>
<b>자본총계</b>	<b>71,093</b>	<b>67,818</b>	<b>67,441</b>	<b>67,429</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>6,680</b>	<b>8,299</b>	<b>10,244</b>	<b>10,315</b>
당기순이익	-1,174	-3,193	-378	-12
비현금수익비용가감	13,130	10,542	11,288	11,113
유형자산감가상각비	9,906	9,742	9,411	9,066
무형자산상각비	119	120	108	98
기타	3,105	680	1,769	1,949
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,134	1,850	1,103	1,163
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	401	-358	-214	-225
재고자산 감소(증가)	-1,772	-363	-217	-228
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	186	173	103	108
법인세납부	-450	957	149	-17
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-13,014</b>	<b>-12,605</b>	<b>-11,397</b>	<b>-11,402</b>
유형자산처분(취득)	-12,033	-12,300	-11,300	-11,300
무형자산감소(증가)	-111	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	787	-163	-97	-102
기타투자활동	-1,657	-142	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>5,302</b>	<b>4,367</b>	<b>1,348</b>	<b>1,296</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	6,037	4,367	1,348	1,296
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-617	0	0	0
기타재무활동	-119	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-1,011</b>	<b>44</b>	<b>18</b>	<b>21</b>
기초현금	2,370	1,358	1,402	1,421
기말현금	1,358	1,402	1,421	1,442

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	1.8	2.3	1.6	1.6
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	8.2	11.7	7.9	7.6
EPS (원)	-2,048	-5,230	-993	-569
CFPS (원)	18,623	11,448	16,996	17,291
BPS (원)	108,641	103,284	102,291	101,722
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	1.4	1.2	4.1	2.9
EBITDA증가율 (%)	-33.3	-29.7	50.5	6.8
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	122.2
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전을 (회)	8.4	8.4	8.5	8.5
재고자산 회전을 (회)	9.2	8.3	8.3	8.3
매입채무 회전을 (회)	18.3	17.6	16.5	16.2
ROA (%)	-0.6	-1.7	-0.2	0.0
ROE (%)	-1.9	-4.9	-1.0	-0.6
ROIC (%)	-0.1	-1.1	0.6	-2.5
부채비율 (%)	160.6	178.7	184.0	188.5
유동비율 (%)	90.4	69.2	67.1	71.9
순차입금/자기자본 (%)	81.3	91.5	93.9	95.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	-1.4	0.4	0.9

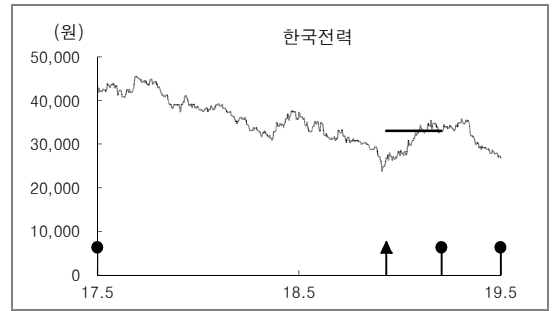
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

**한국전력**

천수담 상황 지속: 전기요금 인상만이 답

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력(015760)				
2019.01.27	중립	-	-	-
2018.10.19	매수	33,000	-6.76	7.42
2018.05.08	1년 경과 이후		-	-
2017.05.08	중립	-	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

\* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
  - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
  - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.