



하나금융그룹

2019년 11월 14일 | Equity Research

한국전력 (015760)

4분기 실적보다 빨리 찾아오는 2020년

목표주가 36,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 36,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 영업실적은 컨센서스를 하회했다. 석탄투입단가 하락 속도가 더뎠고 원전 이용률도 전년대비 8%p 하락했기 때문이다. 4분기는 석탄단가 하락이 나타날 것으로 보이나 원전 이용률 추가 하락으로 적자가 불가피할 전망이다. 다만 최근 원자재 가격 하락과 환율 안정은 2020년 비용부담 완화로 이어지고 있다. 주요 비용지표 하락과 원전 이용률 회복이 예상되고 있어 2020년 흑자전환은 충분히 달성될 수 있다. 2020년 기준 PBR 0.25배로 역사적 저점에 근접해있다.

3Q19 영업이익 1.2조원(YoY -11.2%)으로 컨센서스 하회

3분기 매출액은 15.9조원을 기록하며 전년대비 3.0% 감소했다. 덥지 않았던 여름철 성수기 판매실적 부진 때문이다. 영업이익은 1,2조원을 기록하며 전년대비 11.2% 감소했다. 기저발전 이용률은 원전 65.2%, 석탄 81.2%로 각각 8.0%p, 0.2%p 하락했다. 석탄가격과 유가 하락으로 연료비는 전년 대비 8.6% 하락한 반면 낮은 기저전원 이용률로 구입전력비 감소는 1.3%에 그쳤다. 일회성 비용으로 호주 바이롱 광산 광업권 손상차손 약 4,500억원이 반영되었고 별도 실적에는 금융보증비용이 약 2,800억원이 추가로 인식되었다.

4분기 부진 vs 2020년 개선. 후자에 집중하는 전략 필요

기다렸던 감의 종료는 2020년 1분기로 시점을 다소 미뤄야 할 것으로 보인다. 일부 원전의 정비일수 증가로 4분기 원전 이용률이 추가로 낮아졌기 때문이다. 원전 사후처리비용 등 추가 일회성 비용 발생 가능성을 감안할 필요도 있다. 한편 최근 주요 비용지표의 흐름은 긍정적이다. 석탄가격, 유가, 환율까지 모두 2020년 1분기 흑자전환을 가리키는 중이다. 일부 원전의 지연 여부를 보수적으로 감안하더라도 2020년 이용률은 올해보다 개선될 가능성이 높다. 하반기 부진과 2020년 실적의 간극에서 후자에 집중할 필요가 있다. 증익 모멘텀은 6개월 선행하는 비용지표에 비례해 축적되고 있고 지금은 4분기가 아닌 2020년 상반기를 볼 시점이다.

Update

BUY

| TP(12M): 36,000원 | CP(11월 13일): 27,250원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|-----------------|----------------|----------|
| | | 2019 | 2020 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,122.45 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 35,800/24,700 | 59,347.4 | 60,182.0 |
| 시가총액(십억원) | 17,493.5 | 577.7 | 3,187.8 |
| 시가총액비중(%) | 1.45 | (489.8) | 1,270.1 |
| 발행주식수(천주) | 641,964.1 | | |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,277.6 | | |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 33.0 | | |
| 19년 배당금(예상,원) | 0 | | |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.00 | | |
| 외국인지분율(%) | 25.79 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 한국산업은행 외 2 인 | 51.14 | | |
| 국민연금공단 | 7.19 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 7.7 0.4 (0.4) | | |
| 상대 | 3.8 (1.7) (2.8) | | |

| Stock Price | |
|-------------|--------------------|
| (천원) | 한국전력(좌) 상대지수(우) |
| 38 | 140 |
| 36 | 130 |
| 34 | 120 |
| 32 | 110 |
| 30 | 100 |
| 28 | 90 |
| 26 | 80 |
| 24 | 70 |
| 22 | 60 |

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 매출액 | 십억원 | 59,814.9 | 60,627.6 | 59,117.6 | 59,427.1 | 59,858.8 |
| 영업이익 | 십억원 | 4,953.2 | (208.0) | (624.2) | 3,048.0 | 3,236.9 |
| 세전이익 | 십억원 | 3,614.2 | (2,000.8) | (2,557.4) | 1,667.9 | 1,870.8 |
| 순이익 | 십억원 | 1,298.7 | (1,314.6) | (1,866.1) | 1,079.9 | 1,211.3 |
| EPS | 원 | 2,023 | (2,048) | (2,907) | 1,682 | 1,887 |
| 증감률 | % | (81.6) | 적전 | 적지 | 흑전 | 12.2 |
| PER | 배 | 18.86 | N/A | N/A | 16.20 | 14.44 |
| PBR | 배 | 0.34 | 0.30 | 0.26 | 0.25 | 0.25 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.23 | 8.19 | 8.47 | 6.27 | 6.26 |
| ROE | % | 1.81 | (1.86) | (2.71) | 1.58 | 1.75 |
| BPS | 원 | 111,660 | 108,641 | 105,595 | 107,277 | 108,084 |
| DPS | 원 | 790 | 0 | 0 | 1,080 | 1,260 |



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

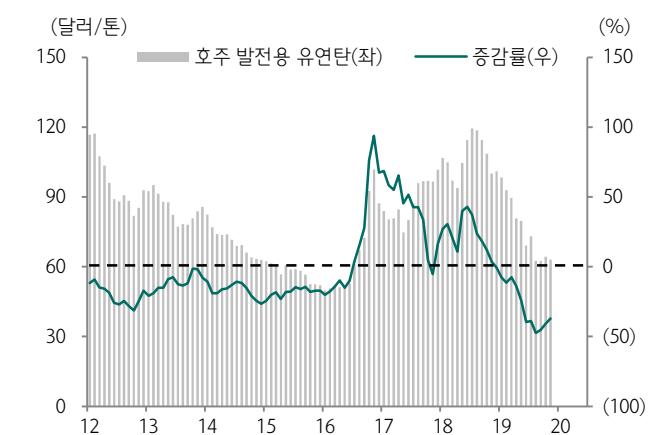
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 2018 | | | | 2019F | | | | 3Q19 증감률(%) | |
|-------------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|-------------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QP | 4QF | YoY | QoQ |
| 매출액 | 157,060 | 133,372 | 164,098 | 151,746 | 152,484 | 130,710 | 159,122 | 148,860 | (3.0) | 21.7 |
| 전기판매수익 | 147,178 | 124,133 | 155,060 | 142,049 | 144,375 | 123,846 | 152,135 | 140,994 | (1.9) | 22.8 |
| 기타매출 | 9,882 | 9,239 | 9,038 | 9,697 | 8,109 | 6,864 | 6,987 | 7,866 | (22.7) | 1.8 |
| 영업이익 | (1,276) | (6,871) | 13,952 | (7,885) | (6,299) | (2,987) | 12,392 | (9,349) | (11.2) | 흑전 |
| 연료비 | 54,409 | 42,671 | 53,615 | 50,232 | 50,204 | 39,210 | 49,001 | 44,280 | (8.6) | 25.0 |
| 구입전력비 | 48,723 | 41,404 | 43,498 | 49,448 | 55,387 | 39,355 | 42,925 | 49,707 | (1.3) | 9.1 |
| 기타 | 55,204 | 56,168 | 53,033 | 59,951 | 53,192 | 55,131 | 54,804 | 64,222 | 3.3 | (0.6) |
| 세전이익 | (2,624) | (17,000) | 11,088 | (11,472) | (7,956) | (7,502) | 3,066 | (13,182) | (72.3) | 흑전 |
| 순이익 | (2,773) | (9,492) | 7,086 | (7,967) | (7,878) | (4,475) | 2,228 | (8,535) | (68.6) | 흑전 |
| 영업이익률(%) | (0.8) | (5.2) | 8.5 | (5.2) | (4.1) | (2.3) | 7.8 | (6.3) | - | - |
| 세전이익률(%) | (1.7) | (12.7) | 6.8 | (7.6) | (5.2) | (5.7) | 1.9 | (8.9) | - | - |
| 순이익률(%) | (1.8) | (7.1) | 4.3 | (5.2) | (5.2) | (3.4) | 1.4 | (5.7) | - | - |
| 전력판매(GWh) | 138,048 | 123,609 | 137,291 | 127,201 | 136,088 | 123,769 | 134,175 | 128,473 | (2.3) | 8.4 |
| 판매단가(원/kWh) | 107 | 100 | 113 | 112 | 106 | 100 | 113 | 110 | 0.4 | 13.3 |
| 원/달러 환율 | 1,073 | 1,079 | 1,121 | 1,128 | 1,125 | 1,167 | 1,194 | 1,180 | 6.5 | 2.3 |
| 석탄(천원/톤) | 128 | 136 | 140 | 142 | 136 | 147 | 137 | 122 | (2.2) | (6.8) |
| LNG(천원/톤) | 795 | 665 | 688 | 837 | 869 | 695 | 653 | 687 | (5.1) | (6.0) |

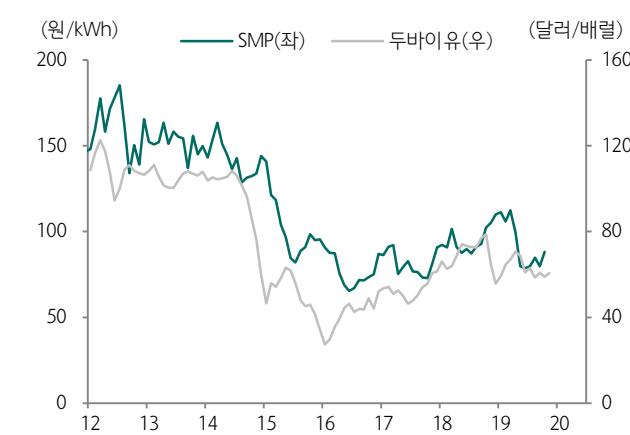
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (11월 YoY -37.0%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -13.8%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 59,814.9 | 60,627.6 | 59,117.6 | 59,427.1 | 59,858.8 |
| 매출원가 | 52,098.9 | 58,207.7 | 57,028.0 | 53,615.1 | 53,706.9 |
| 매출총이익 | 7,716.0 | 2,419.9 | 2,089.6 | 5,812.0 | 6,151.9 |
| 판관비 | 2,762.9 | 2,627.9 | 2,713.9 | 2,764.1 | 2,915.0 |
| 영업이익 | 4,953.2 | (208.0) | (624.2) | 3,048.0 | 3,236.9 |
| 금융순익 | (1,597.3) | (1,673.9) | (1,958.1) | (1,888.4) | (1,873.8) |
| 종속/관계기업순이익 | (108.3) | 358.2 | 265.9 | 344.6 | 325.1 |
| 기타영업외순익 | 366.7 | (477.1) | (241.1) | 163.7 | 182.6 |
| 세전이익 | 3,614.2 | (2,000.8) | (2,557.4) | 1,667.9 | 1,870.8 |
| 법인세 | 2,172.8 | (826.3) | (771.6) | 587.9 | 659.5 |
| 계속사업이익 | 1,441.4 | (1,174.5) | (1,785.8) | 1,079.9 | 1,211.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 1,441.4 | (1,174.5) | (1,785.8) | 1,079.9 | 1,211.3 |
| 비지배주주기준순이익 | 142.7 | 140.1 | 80.3 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 1,298.7 | (1,314.6) | (1,866.1) | 1,079.9 | 1,211.3 |
| 지배주주기준포괄이익 | 1,230.2 | (1,426.5) | (1,978.5) | 1,166.6 | 1,308.6 |
| NOPAT | 1,975.4 | (122.1) | (435.9) | 1,973.5 | 2,095.9 |
| EBITDA | 14,726.9 | 9,816.8 | 10,259.6 | 14,140.3 | 14,470.9 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (0.6) | 1.4 | (2.5) | 0.5 | 0.7 |
| NOPAT증가율 | (75.8) | 적전 | 적지 | 흑전 | 6.2 |
| EBITDA증가율 | (29.7) | (33.3) | 4.5 | 37.8 | 2.3 |
| 영업이익증가율 | (58.7) | 적전 | 적지 | 흑전 | 6.2 |
| (지배주주)순익증가율 | (81.6) | 적전 | 적지 | 흑전 | 12.2 |
| EPS증가율 | (81.6) | 적전 | 적지 | 흑전 | 12.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 12.9 | 4.0 | 3.5 | 9.8 | 10.3 |
| EBITDA이익률 | 24.6 | 16.2 | 17.4 | 23.8 | 24.2 |
| 영업이익률 | 8.3 | (0.3) | (1.1) | 5.1 | 5.4 |
| 계속사업이익률 | 2.4 | (1.9) | (3.0) | 1.8 | 2.0 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,023 | (2,048) | (2,907) | 1,682 | 1,887 |
| BPS | 111,660 | 108,641 | 105,595 | 107,277 | 108,084 |
| CFPS | 27,937 | 18,623 | 16,994 | 22,849 | 23,486 |
| EBITDAPS | 22,940 | 15,292 | 15,982 | 22,027 | 22,542 |
| SPS | 93,175 | 94,441 | 92,089 | 92,571 | 93,243 |
| DPS | 790 | 0 | 0 | 1,080 | 1,260 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 18.9 | N/A | N/A | 16.2 | 14.4 |
| PBR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PCFR | 1.4 | 1.8 | 1.6 | 1.2 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 5.2 | 8.2 | 8.5 | 6.3 | 6.3 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 1.8 | (1.9) | (2.7) | 1.6 | 1.8 |
| ROA | 0.7 | (0.7) | (1.0) | 0.6 | 0.6 |
| ROIC | 1.3 | (0.1) | (0.3) | 1.2 | 1.2 |
| 부채비율 | 149.1 | 160.6 | 180.5 | 180.6 | 182.7 |
| 순부채비율 | 70.2 | 81.3 | 98.3 | 99.3 | 101.4 |
| 이자보상배율(배) | 2.8 | (0.1) | (0.3) | 1.4 | 1.4 |

자료: 하나금융투자

대차대조표

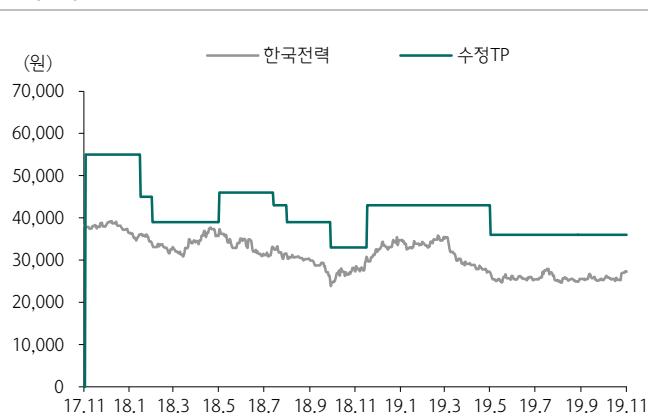
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 유동자산 | 19,141.7 | 19,745.1 | 20,590.0 | 20,716.3 | 20,818.4 |
| 금융자산 | 4,341.2 | 3,802.6 | 5,082.3 | 5,153.8 | 5,131.4 |
| 현금성자산 | 2,369.7 | 1,358.3 | 1,470.9 | 1,535.1 | 1,496.0 |
| 매출채권 등 | 8,005.7 | 7,791.5 | 7,643.4 | 7,670.4 | 7,731.9 |
| 재고자산 | 6,002.1 | 7,188.3 | 7,051.6 | 7,076.5 | 7,133.3 |
| 기타유동자산 | 792.7 | 962.7 | 812.7 | 815.6 | 821.8 |
| 비유동자산 | 162,647.2 | 165,504.0 | 173,484.1 | 176,416.0 | 179,237.2 |
| 투자자산 | 7,369.6 | 7,992.0 | 7,934.0 | 7,958.3 | 8,013.4 |
| 금융자산 | 2,038.9 | 1,105.0 | 1,084.0 | 1,087.8 | 1,096.5 |
| 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 | 3,615.1 | 3,615.0 |
| 자산총계 | 181,788.9 | 185,249.1 | 194,074.1 | 197,132.3 | 200,055.6 |
| 유동부채 | 23,424.3 | 21,841.5 | 27,116.5 | 28,960.3 | 31,059.9 |
| 금융부채 | 9,326.3 | 8,039.1 | 13,299.8 | 15,100.1 | 17,100.7 |
| 매입채무 등 | 6,032.1 | 6,520.6 | 6,396.7 | 6,419.3 | 6,470.8 |
| 기타유동부채 | 8,065.9 | 7,281.8 | 7,420.0 | 7,440.9 | 7,488.4 |
| 비유동부채 | 85,400.0 | 92,314.8 | 97,778.9 | 97,913.3 | 98,219.0 |
| 금융부채 | 46,267.4 | 53,591.5 | 59,792.0 | 59,792.0 | 59,792.0 |
| 기타비유동부채 | 39,132.6 | 38,723.3 | 37,986.9 | 38,121.3 | 38,427.0 |
| 부채총계 | 108,824.3 | 114,156.3 | 124,895.3 | 126,873.6 | 129,278.9 |
| 지배주주지분 | 71,681.4 | 69,744.0 | 67,788.3 | 68,868.3 | 69,386.3 |
| 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 | 49,476.9 | 50,556.8 | 51,074.8 |
| 비지배주주지분 | 1,283.2 | 1,348.8 | 1,390.4 | 1,390.4 | 1,390.4 |
| 자본총계 | 72,964.6 | 71,092.8 | 69,178.7 | 70,258.7 | 70,776.7 |
| 순금융부채 | 51,252.5 | 57,828.0 | 68,009.5 | 69,738.2 | 71,761.2 |

현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 영업활동 현금흐름 | 11,249.9 | 6,680.1 | 7,559.5 | 12,295.5 | 12,725.4 |
| 당기순이익 | 1,441.4 | (1,174.5) | (1,785.8) | 1,079.9 | 1,211.3 |
| 조정 | 12,492.2 | 10,989.0 | 11,138.4 | 11,092.4 | 11,234.0 |
| 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 | 62.5 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동자산부채변동 | (2,683.7) | (3,134.4) | (1,793.1) | 123.2 | 280.1 |
| 투자활동 현금흐름 | (12,606.7) | (13,014.3) | (13,603.0) | (14,031.6) | (14,071.8) |
| 투자자산감소(증가) | 798.3 | (622.3) | 58.0 | (24.2) | (55.1) |
| 유형자산감소(증가) | (12,450.2) | (12,032.7) | (12,583.3) | (14,000.0) | (14,000.0) |
| 기타 | (954.8) | (359.3) | (1,077.7) | (7.4) | (16.7) |
| 재무활동 현금흐름 | 745.6 | 5,301.7 | 6,161.8 | 1,800.3 | 1,307.3 |
| 금융부채증가(감소) | 1,274.6 | 6,036.9 | 11,461.2 | 1,800.3 | 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 | (693.3) |
| 현금의 증감 | (681.6) | (1,011.4) | 112.6 | 64.2 | (39.1) |
| Unlevered CFO | 17,934.3 | 11,955.4 | 10,909.5 | 14,668.4 | 15,077.0 |
| Free Cash Flow | (1,286.1) | (5,586.7) | (5,213.6) | (1,704.5) | (1,274.6) |

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 | | | | - |

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 | 90.3% | 9.7% | 0.0% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 11월 12일

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 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 11월 14일 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.