

2020. 1. 30



▲ **철강**

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

**Hold**

**적정주가 (12개월)** **28,000 원**

**현재주가 (1.29)** **25,950 원**

**상승여력** **7.9%**

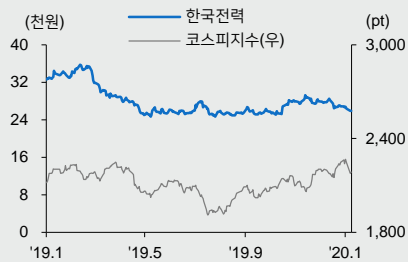
KOSPI	2,185.28pt
시가총액	166,590억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	48.86%
외국인비중	24.63%
52주 최고/최저가	35,800원/24,700원
평균거래대금	432.4억원

**주요주주(%)**

한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	7.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	-7.2	-21.2
상대주가	-5.7	-13.8	-21.3

**주가그래프**



# 한국전력 015760

## 요금 인상 없이 박스권 탈출은 어렵다

- ✓ 4Q19 실적은 일회성 비용으로 인해 컨센서스 하회
- ✓ 2020년 연결 영업이익은 3.5조원 수준으로 전망
- ✓ 그러나 기저발전기 이용률 회복에 따른 실적 개선은 컨센서스에 반영되었다고 판단
- ✓ 구조적인 주가 상승을 위해서는 전기요금 인상이 필연적
- ✓ 투자 의견 Hold 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경을 고려하여 28,000원으로 상향

### 4Q19 Preview: 기대치 하회

한국전력의 2019년 4분기 연결 영업이익은 -9,890억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 달성할 전망이다. 원전 사후처리비용 관련 일회성 비용 2,500억원이 반영된 영향이 크다.

### 2020년, 실적 개선보단 요금 인상 여부에 초점

당사는 한국전력의 2020년 연결 영업이익을 3조 5,000억원 수준으로 전망한다. 2019년 -6,783억원 대비 큰 폭의 실적 개선이 나타나는 이유는 1) 원전 이용률이 75%에서 83% 수준으로 크게 개선, 2) 저유가가 지속에 따른 LNG발전단가가 하락이다.

그러나 이러한 기대감은 영업이익 컨센서스가 3조원에 달한다는 점을 고려하면 주가에 상당부분 반영되어 있다. 그리고 3조원이라는 영업이익 수준으로는 한국전력의 CAPEX를 감당하기 어렵고 배당에 대해 큰 기대감을 가지기도 어렵다. 동사의 주가가 3만원을 쉽사리 돌파하지 못하는 이유다.

한국전력의 주가가 구조적으로 상승하기 위해서는 전기요금 인상이 필연적이다. 전기요금 인상의 명분은 충분한 상황이나 이것이 전기요금 인상을 담보하지는 않는다. 전기요금 인상이 확인되기 전까지는 보수적인 투자 의견을 유지한다. 적정주가는 실적 추정치를 상향한 점을 고려해 25,000원에서 28,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	60,627.6	-208.0	-1,314.6	-2,048	-181.5	108,642	-16.2	0.3	8.2	-1.9	160.6
2019E	58,528.9	-678.3	-1,877.0	-2,924	56.9	105,560	-9.5	0.3	8.5	-2.7	183.4
2020E	60,084.7	3,537.3	1,473.3	2,295	-184.2	107,273	11.3	0.2	6.3	2.2	192.8
2021E	61,123.0	3,620.8	1,338.3	2,085	-9.2	108,701	12.4	0.2	6.4	1.9	198.1
2022E	62,062.6	3,196.9	999.8	1,557	-25.3	109,650	16.7	0.2	6.6	1.4	202.5

표1 한국전력 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	14,297.2	15,174.6	-5.8	15,912.3	-10.1	14,996.2	-4.7
영업이익	-989.0	-788.5	적지	1,239.3	적전	-716.6	38.0
세전이익	-1,300.0	-1,147.1	적지	306.6	적전	-939.9	38.3
지배순이익	-864.5	-796.7	적지	222.8	적전	-606.8	42.5

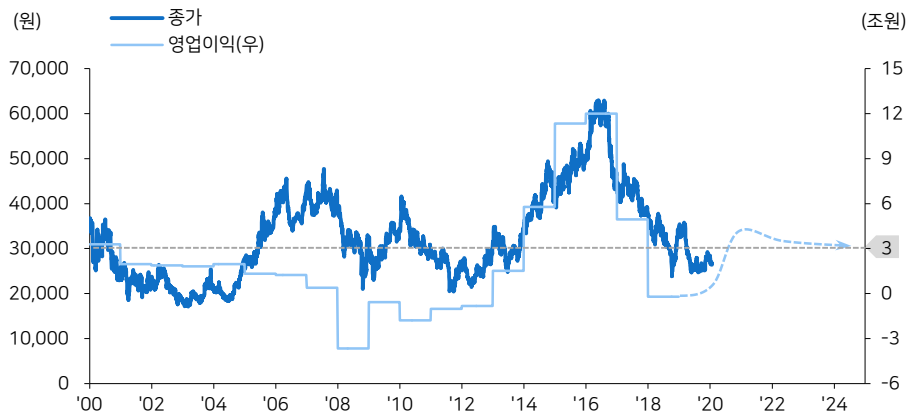
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	58,551.1	60,135.8	58,528.9	60,084.7	0.0	-0.1
영업이익	235.8	3,339.7	-678.3	3,537.3	-387.7	5.9
세전이익	-1,149.0	2,011.7	-2,539.1	2,215.5	121.0	10.1
지배순이익	-971.5	1,337.8	-1,877.0	1,473.3	93.2	10.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한국전력의 주가와 영업이익 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한국전력의 배당수익률 기반 Valuation Table

(십억원)	Fwd 36M	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
DPS (원)	601	0	582	657	608	0
5년물 국채금리 (%)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
Target Spread (bp)	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0
Target Dividend Yield (%)	3.7	3.7	3.6	3.8	3.7	3.7
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>16,000</b>					
<b>적정 시가총액</b>	<b>10,271.4</b>					
<b>Upside (%)</b>	<b>-38.3</b>					
현 시가총액	16,659.0					
증가 (원)	25,950					

표4 한국전력의 PBR 기반 Valuation Table

(십억원)	Fwd. 36M	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>지배주주 순이익</b>	<b>1,242.9</b>	<b>-1,877.0</b>	<b>1,473.3</b>	<b>1,338.3</b>	<b>999.8</b>	<b>444.3</b>
<b>지배주주 자본총계</b>	<b>71,293.1</b>	<b>67,766.0</b>	<b>69,613.3</b>	<b>71,373.3</b>	<b>72,763.6</b>	<b>73,585.3</b>
<b>ROE (%)</b>	<b>1.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>
<b>COE (%)</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
52주 $\beta$	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Fair PBR (배)	0.37	-0.57	0.46	0.39	0.29	-0.10
적정 시가총액	26,113.8	-38,852.8	31,790.9	28,131.9	21,155.3	-7,665.2
Current PBR	0.25	0.26	0.26	0.25	0.25	0.24
현재 시가총액	17,846.6	17,846.6	17,846.6	17,846.6	17,846.6	17,846.6
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>40,000</b>	<b>-60,000</b>	<b>40,000</b>	<b>40,000</b>	<b>30,000</b>	<b>-10,000</b>
증가 (원)	25,950	27,800	25,950	25,950	25,950	25,950
Upside (%)	54.1	-315.8	54.1	54.1	15.6	-138.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 한국전력의 부문별 실적 추정												
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>전력 판매량(TWh)</b>	<b>138.0</b>	<b>123.6</b>	<b>137.3</b>	<b>127.2</b>	<b>136.1</b>	<b>123.8</b>	<b>134.2</b>	<b>126.9</b>	<b>138.8</b>	<b>126.2</b>	<b>136.9</b>	<b>129.4</b>
증가율(% YoY)	4.4	3.7	4.9	1.4	-1.4	0.1	-2.3	-0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
주택용	18.3	16.3	21.5	16.8	18.3	16.6	20.4	16.8	18.7	16.9	20.9	17.1
일반용	32.3	25.6	32.7	26.4	31.1	26.0	31.9	26.3	31.7	26.6	32.5	26.8
산업용	72.6	72.7	74.4	73.3	72.7	71.8	73.2	73.1	74.1	73.3	74.6	74.6
기타	15.0	8.9	8.7	10.7	14.1	9.3	8.7	10.6	14.4	9.5	8.8	10.9
<b>전력 판매수익</b>	<b>15,161.2</b>	<b>12,636.4</b>	<b>15,685.4</b>	<b>13,734.5</b>	<b>14,872.9</b>	<b>12,699.1</b>	<b>15,284.4</b>	<b>13,697.2</b>	<b>15,170.4</b>	<b>12,953.1</b>	<b>15,590.1</b>	<b>13,971.2</b>
증가율(% YoY)	4.5	2.6	3.3	1.0	-1.9	0.5	-2.6	-0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
주택용	2,027.0	1,675.4	2,356.7	1,731.4	1,999.4	1,698.0	2,139.3	1,726.7	2,039.4	1,732.0	2,182.1	1,761.2
일반용	4,148.7	3,137.1	4,485.7	3,426.8	4,039.9	3,194.9	4,402.1	3,417.5	4,120.7	3,258.8	4,490.1	3,485.8
산업용	7,924.0	7,220.2	8,206.2	7,841.1	7,837.1	7,186.6	8,113.6	7,819.8	7,993.8	7,330.3	8,275.9	7,976.2
기타	1,061.5	603.8	636.8	735.2	996.5	619.6	629.4	733.3	1,016.4	632.0	642.0	747.9
<b>전력 판매단가</b>	<b>109.8</b>	<b>102.2</b>	<b>114.2</b>	<b>108.0</b>	<b>109.3</b>	<b>102.6</b>	<b>113.9</b>	<b>108.0</b>	<b>109.3</b>	<b>102.6</b>	<b>113.9</b>	<b>108.0</b>
증가율(% YoY)	0.0	-1.0	-1.5	-0.4	-0.5	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주택용	111.1	102.6	109.6	102.9	109.3	102.2	104.6	102.9	109.3	102.2	104.6	102.9
일반용	128.5	122.4	137.4	129.9	130.1	122.7	138.1	129.9	130.1	122.7	138.1	129.9
산업용	109.2	99.3	110.3	106.9	107.9	100.0	110.9	106.9	107.9	100.0	110.9	106.9
기타	71.0	67.5	72.8	68.9	70.8	66.8	72.5	68.9	70.8	66.8	72.5	68.9
<b>매출</b>	<b>15,706.0</b>	<b>13,337.2</b>	<b>16,409.8</b>	<b>15,174.6</b>	<b>15,248.4</b>	<b>13,071.0</b>	<b>15,912.3</b>	<b>14,297.2</b>	<b>15,770.4</b>	<b>13,553.1</b>	<b>16,190.1</b>	<b>14,571.2</b>
별도	15,563.7	13,257.7	16,317.9	15,132.2	15,117.7	13,124.9	15,929.8	14,297.2	15,770.4	13,553.1	16,190.1	14,571.2
연결 자회사	142.3	79.4	92.0	42.4	130.7	-53.9	-17.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	15,224.0	13,379.8	14,402.3	15,201.7	15,251.9	12,712.4	14,069.3	14,499.9	14,588.7	12,570.8	13,453.8	13,177.0
매출원가율(%)	96.9	100.3	87.8	100.2	100.0	97.3	88.4	101.4	92.5	92.8	83.1	90.4
변동비	10,210.5	8,280.0	9,529.7	9,825.0	9,607.4	7,710.4	9,347.0	8,716.6	9,150.7	7,003.2	8,257.1	7,732.3
원료비	5,338.2	4,139.6	5,179.9	4,880.3	4,735.0	3,570.0	4,593.1	5,191.7	5,115.8	3,223.7	4,388.9	3,782.8
구입전력비	4,872.3	4,140.4	4,349.8	4,944.8	4,872.3	4,140.4	4,753.9	3,524.9	4,034.9	3,779.5	3,868.3	3,949.6
고정비	5,013.4	5,099.8	4,872.6	5,376.6	5,644.6	5,002.0	4,722.3	5,783.3	5,438.0	5,567.6	5,196.6	5,444.7
감가상각비	2,414.6	2,497.4	2,433.9	2,402.8	2,581.2	2,644.8	2,647.2	2,500.0	2,632.8	2,697.7	2,700.1	2,550.0
급여	1,042.0	1,074.7	1,058.1	1,148.3	1,083.5	1,146.9	1,173.1	1,171.3	1,105.2	1,169.8	1,196.6	1,194.7
수선비 등	1,556.9	1,527.7	1,380.6	1,825.5	1,979.8	1,210.2	902.0	1,862.0	1,700.0	1,700.0	1,300.0	1,700.0
매출총이익	482.1	-42.7	2,007.6	-27.1	-3.5	358.6	1,843.0	-202.7	1,181.7	982.3	2,736.3	1,394.1
판관비	609.7	644.5	612.4	761.4	626.4	657.3	603.8	786.3	646.6	677.7	631.4	801.4
판관비율(%)	3.9	4.8	3.7	5.0	4.1	5.0	3.8	5.5	4.1	5.0	3.9	5.5
<b>영업이익</b>	<b>-127.6</b>	<b>-687.1</b>	<b>1,395.2</b>	<b>-788.5</b>	<b>-629.9</b>	<b>-298.7</b>	<b>1,239.3</b>	<b>-989.0</b>	<b>535.1</b>	<b>304.6</b>	<b>2,104.9</b>	<b>592.7</b>
영업이익률(%)	-0.8	-5.2	8.5	-5.2	-4.1	-2.3	7.8	-6.9	3.4	2.2	13.0	4.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	60,627.6	58,528.9	60,084.7	61,123.0	62,062.6
매출액증가율 (%)	1.4	-3.5	2.7	1.7	1.5
매출원가	58,207.7	56,533.4	53,790.3	54,697.6	56,017.9
매출총이익	2,419.9	1,995.4	6,294.4	6,425.5	6,044.7
판매관리비	2,627.9	2,673.8	2,757.1	2,804.7	2,847.8
<b>영업이익</b>	<b>-208.0</b>	<b>-678.3</b>	<b>3,537.3</b>	<b>3,620.8</b>	<b>3,196.9</b>
영업이익률	-0.3	-1.2	5.9	5.9	5.2
금융손익	-1,673.9	-1,928.1	-2,121.3	-2,349.3	-2,463.6
중속/관계기업손익	358.2	165.6	261.9	213.7	237.8
기타영업외손익	-477.1	-98.3	537.6	527.3	532.4
세전계속사업이익	-2,000.8	-2,539.1	2,215.5	2,012.5	1,503.5
법인세비용	-826.3	-696.9	664.7	603.8	451.0
<b>당기순이익</b>	<b>-1,174.5</b>	<b>-1,842.2</b>	<b>1,550.8</b>	<b>1,408.8</b>	<b>1,052.4</b>
지배주주지분 순이익	-1,314.6	-1,877.0	1,473.3	1,338.3	999.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6,680.1</b>	<b>9,328.6</b>	<b>12,367.2</b>	<b>13,085.4</b>	<b>13,175.9</b>
당기순이익(손실)	-1,174.5	-1,842.2	1,550.8	1,408.8	1,052.4
유형자산상각비	9,905.9	10,670.3	11,257.6	11,786.6	12,148.1
무형자산상각비	118.9	138.2	85.4	77.9	71.1
운전자본의 증감	-3,134.4	-628.7	-526.7	-187.9	-95.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13,014.3</b>	<b>-15,068.1</b>	<b>-20,020.0</b>	<b>-18,018.3</b>	<b>-16,016.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12,266.9	-13,549.0	-20,000.0	-18,000.0	-16,000.0
투자자산의감소(증가)	-622.3	-90.1	-20.0	-18.3	-16.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,301.7</b>	<b>5,609.7</b>	<b>8,600.0</b>	<b>5,226.1</b>	<b>3,978.3</b>
차입금의 증감	6,036.9	11,468.3	8,600.0	5,600.0	4,400.0
자본의 증가	1.0	-8.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,011.4	-134.4	947.2	293.1	1,137.6
기초현금	2,369.7	1,358.4	1,224.0	2,171.2	2,464.3
기말현금	1,358.4	1,224.0	2,171.2	2,464.3	3,602.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,745.1	20,953.9	22,171.6	22,713.0	24,075.3
현금및현금성자산	1,358.4	1,224.0	2,171.2	2,464.3	3,602.0
매출채권	7,087.3	6,677.5	6,805.5	6,922.9	7,029.2
재고자산	7,188.3	6,772.7	6,902.4	7,021.6	7,129.4
비유동자산	165,504.0	174,945.8	183,622.8	189,776.5	193,573.9
유형자산	152,743.2	162,227.3	170,969.7	177,183.1	181,035.0
무형자산	1,228.5	975.7	890.3	812.3	741.3
투자자산	7,992.0	8,082.1	8,102.0	8,120.3	8,136.9
<b>자산총계</b>	<b>185,249.1</b>	<b>195,899.7</b>	<b>205,794.4</b>	<b>212,489.5</b>	<b>217,649.2</b>
유동부채	21,841.5	25,856.9	26,974.6	26,282.7	25,780.5
매입채무	3,411.8	3,214.6	3,276.2	3,332.7	3,383.9
단기차입금	860.6	1,492.9	1,492.9	1,492.9	1,492.9
유동성장기부채	7,100.9	9,369.0	10,369.0	9,569.0	8,969.0
비유동부채	92,314.8	100,928.3	108,528.3	114,928.3	119,928.3
사채	49,815.2	53,259.6	60,859.6	67,259.6	72,259.6
장기차입금	3,258.0	3,805.0	3,805.0	3,805.0	3,805.0
<b>부채총계</b>	<b>114,156.3</b>	<b>126,785.2</b>	<b>135,502.9</b>	<b>141,211.0</b>	<b>145,708.7</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.3	2,070.3	2,070.3	2,070.3
기타포괄이익누계액	-358.6	-224.4	-224.4	-224.4	-224.4
이익잉여금	51,519.1	49,415.2	50,514.6	51,431.2	52,040.5
비배주주지분	1,348.8	1,348.6	1,426.1	1,496.5	1,549.2
<b>자본총계</b>	<b>71,092.8</b>	<b>69,114.6</b>	<b>70,291.5</b>	<b>71,278.5</b>	<b>71,940.4</b>

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	94,441	91,172	93,595	95,213	96,676
EPS(지배주주)	-2,048	-2,924	2,295	2,085	1,557
CFPS	18,623	18,379	24,536	25,276	25,214
EBITDAPS	15,292	15,780	23,179	24,122	24,014
BPS	108,642	105,560	107,273	108,701	109,650
DPS	0	0	582	657	608
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.2	2.5	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-16.2	-9.5	11.3	12.4	16.7
PCR	1.8	1.5	1.1	1.0	1.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA	9,816.8	10,130.3	14,880.3	15,485.3	15,416.0
EV/EBITDA	8.2	8.5	6.3	6.4	6.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-2.7	2.2	1.9	1.4
EBITDA 이익률	16.2	17.3	24.8	25.3	24.8
부채비율	160.6	183.4	192.8	198.1	202.5
금융비용부담률	3.1	3.5	3.9	4.2	4.3
이자보상배율(x)	-0.1	-0.3	1.5	1.4	1.2
매출채권회전율(x)	8.4	8.5	8.9	8.9	8.9
재고자산회전율(x)	9.2	8.4	8.8	8.8	8.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국전력 (015760) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

