



2020년 4월 14일 | Equity Research

한국전력 (015760)

사라진 걱정과 커지는 기대감

목표주가 27,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 27,000원으로 기존대비 24% 상향한다. 2020년 BPS에 PBR 0.25배를 적용했다. 최근 나타난 원가 개선 이슈를 반영해 목표주가를 상향한다. 유가 약세 흐름은 하반기 원가에 반영될 것이다. 유연탄 선물 가격도 하락하는 추세다. 정부 재난대책으로 요금할인 이슈가 부각되었지만 미미한 규모로 마무리되었다. 온실가스 배출권 예비분 공급 정책이 현실화되면 4분기 비용부담이 낮아질 수 있다. 전기 요금 개편은 현실적으로 기대하기 어렵지만 정상적인 규제 이익에 준하는 수준의 실적개선이 올해 하반기부터 나타날 수 있다. 정확한 규모는 추정이 불가능하지만 올해는 배당도 가능하다. 2020년 실적 기준 PBR 0.19배다.

1Q20 영업이익 0.6조원(흑자전환) 컨센서스 상회 전망

1분기 매출액은 전년대비 2.3% 감소한 14.9조원으로 예상된다. 겨울철 성수기 따뜻한 날씨 영향으로 판매실적이 부진했고 코로나19 영향으로 최대수요 하락세가 지속되고 있기 때문이다. 영업이익은 5,672억원으로 흑자전환이 예상된다. 기저발전 이용률은 원전 72.7%, 석탄 62.3%로 전년대비 3.1%p, 10.0%p 하락이 예상되어 구입전력량 증가가 불가피하다. 하지만 SMP 하락으로 구입전력비 감소가 가능하고 석탄가격과 유가 하락으로 연료비 절감이 나타날 전망이다.

불황을 먹고 자라는 한국전력. 하반기 영업실적 급증 가능

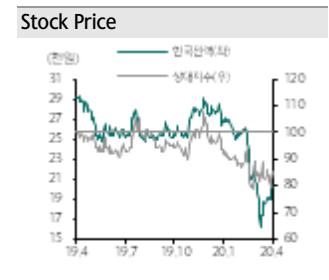
최대전력수요가 감소하고 있어 낮아진 기저발전 이용률에도 전력Mix는 나빠지지 않을 것이다. 감산합의에도 수요 부진 우려로 저유가 장기화 가능성이 높다. 환율은 아직 변동성이 크지만 안정되는 추세다. 최근 나타난 원자재 가격 급락은 4~5개월 시차를 감안하면 3분기부터 실적개선으로 반영될 전망이다. 석탄가격 하락과 저유가 지속 여부에 따라 추가 컨센서스 상향이 가능하다. 규제와 실적은 좋아질 것만 있고 방어주로서 부각될 수 있는 국면이지만 밸류에이션은 바닥이다. 수요 우려가 해소되기 전까지는 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 27,000원(상향) | CP(4월 13일): 20,450원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,825.76		
52주 최고/최저(원)	29,300/16,250	58,931.6	59,772.9
시가총액(십억원)	13,128.2	2,606.2	3,072.6
시가총액비중(%)	1.09	888.5	1,188.0
발행주식수(천주)	641,964.1	EPS(원)	1,329 1,824
60일 평균 거래량(천주)	3,002.8	BPS(원)	106,106 107,242
60일 평균 거래량(십억원)	63.8		
20년 배당금(예상,원)	440		
20년 배당수익률(예상,%)	2.15		
외국인지분율(%)	22.83		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금공단	7.19		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.6 (19.2) (29.7)		
상대	1.5 (9.5) (14.0)		



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,190.5	58,061.4	58,012.8
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,294.7	5,113.2	4,199.2
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	1,777.6	3,598.2	2,766.3
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,169.1	2,366.5	1,819.4
EPS	원	(2,048)	(3,654)	1,821	3,686	2,834
증감률	%	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
PER	배	N/A	N/A	11.23	5.55	7.22
PBR	배	0.30	0.26	0.19	0.19	0.18
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.50	4.98	5.34
ROE	%	(1.86)	(3.42)	1.72	3.39	2.55
BPS	원	108,641	105,140	106,961	110,208	112,352
DPS	원	0	0	440	690	590



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

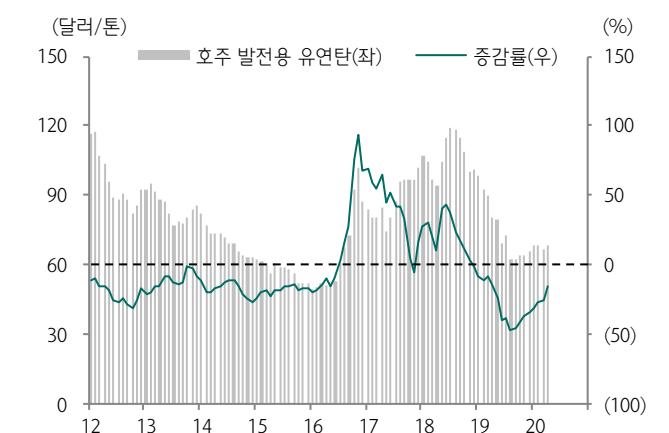
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	148,988	128,198	156,888	147,830	(2.3)	(0.3)
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	141,810	121,174	150,349	138,575	(1.8)	2.0
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,178	7,024	6,540	9,255	(11.5)	(30.8)
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	5,672	(379)	26,487	1,166	흑전	흑전
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	38,390	35,434	44,066	41,627	(23.5)	(13.1)
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	50,129	36,358	29,793	29,171	(9.5)	11.3
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	54,796	56,784	56,543	75,866	3.0	(28.0)
세전이익	(7,956)	(7,502)	3,067	(20,268)	3,375	(4,350)	21,874	(3,123)	흑전	흑전
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	2,220	(2,861)	14,386	(2,054)	흑전	흑전
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	3.8	(0.3)	16.9	0.8	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	2.3	(3.4)	13.9	(2.1)	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	1.5	(2.2)	9.2	(1.4)	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,366	121,294	132,833	125,202	(2.0)	5.5
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	106	100	113	111	0.2	(3.3)
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,192	1,220	1,220	1,220	6.0	1.4
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	126	130	133	133	(7.3)	(4.6)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	636	629	517	506	(26.8)	(3.3)

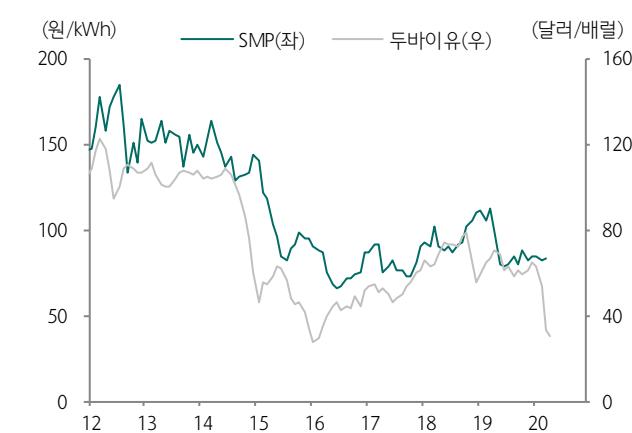
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (4월 YoY -15.4%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (3월 SMP YoY -25.9%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	58,190.5	58,061.4	58,012.8
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,195.7	50,128.2	50,878.6
매출총이익	2,419.9	1,393.1	5,994.8	7,933.2	7,134.2
판관비	2,627.9	2,669.6	2,700.1	2,820.0	2,934.9
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	3,294.7	5,113.2	4,199.2
금융순익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,887.7)	(1,834.7)	(1,848.9)
종속/관계기업순이익	358.2	214.1	331.6	308.9	413.2
기타영업이익	(477.1)	(431.0)	39.1	10.8	2.8
세전이익	(2,000.8)	(3,265.8)	1,777.6	3,598.2	2,766.3
법인세	(826.3)	(1,002.3)	609.9	1,234.5	949.1
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,167.7	2,363.7	1,817.2
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,167.7	2,363.7	1,817.2
비지배주주지분순이익	140.1	82.0	(1.4)	(2.8)	(2.2)
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,169.1	2,366.5	1,819.4
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,181.6	2,391.8	1,838.8
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,164.3	3,358.8	2,758.5
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,476.5	17,433.8	16,661.7
성장성(%)					
매출액증가율	1.4	(2.4)	(1.7)	(0.2)	(0.1)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	55.2	(17.9)
EBITDA증가율	(33.3)	0.4	57.1	12.6	(4.4)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	55.2	(17.9)
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
EPS증가율	적전	적지	흑전	102.4	(23.1)
수익성(%)					
매출총이익률	4.0	2.4	10.3	13.7	12.3
EBITDA이익률	16.2	16.6	26.6	30.0	28.7
영업이익률	(0.3)	(2.2)	5.7	8.8	7.2
계속사업이익률	(1.9)	(3.8)	2.0	4.1	3.1

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	1,821	3,686	2,834
BPS	108,641	105,140	106,961	110,208	112,352
CFPS	18,623	21,038	24,732	27,829	26,831
EBITDAPS	15,292	15,347	24,108	27,157	25,954
SPS	94,441	92,175	90,644	90,443	90,368
DPS	0	0	440	690	590
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	11.2	5.5	7.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.8	1.3	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.5	5.0	5.3
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(3.4)	1.7	3.4	2.5
ROA	(0.7)	(1.2)	0.6	1.2	0.9
ROIC	(0.1)	(0.5)	1.3	1.9	1.5
부채비율	160.6	186.8	183.5	180.2	179.9
순부채비율	81.3	101.1	100.8	100.2	101.3
이자보상배율(배)	(0.1)	(0.6)	1.6	2.4	1.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	18,729.6	18,576.9	18,711.2
금융자산	3,802.6	3,456.6	2,871.6	2,737.1	2,872.2
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,241.1	1,108.3	1,243.5
매출채권 등	7,709.2	7,641.5	7,560.6	7,551.8	7,551.4
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,976.0	6,967.9	6,967.6
기타유동자산	1,045.0	1,334.2	1,321.4	1,320.1	1,320.0
비유동자산	165,504.0	178,114.8	179,853.8	183,524.5	187,061.7
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,399.1	8,390.5	8,390.1
금융자산	1,105.0	1,567.1	1,550.5	1,548.7	1,548.7
유형자산	152,743.2	164,701.8	166,670.5	170,479.1	174,127.7
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,017.5	888.3	777.2
기타비유동자산	3,540.3	3,766.7	3,766.7	3,766.6	3,766.7
자산총계	185,249.1	197,597.8	198,583.4	202,101.4	205,772.8
유동부채	21,841.5	24,231.7	24,483.0	25,966.8	28,266.1
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,958.7	11,457.9	13,757.9
매입채무 등	6,520.6	6,175.0	6,109.6	6,102.5	6,102.2
기타유동부채	7,281.8	8,490.4	8,414.7	8,406.4	8,406.0
비유동부채	92,314.8	104,476.5	104,043.1	103,996.0	103,999.9
금융부채	53,591.5	63,550.4	63,550.4	63,550.4	63,550.4
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	40,492.7	40,445.6	40,443.5
부채총계	114,156.3	128,708.1	128,526.0	129,962.9	132,260.0
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	68,665.5	70,749.5	72,125.8
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,070.1	2,070.1	2,070.1
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(280.7)	(280.7)	(280.7)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,371.2	52,455.2	53,831.6
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,391.9	1,389.1	1,387.0
자본총계	71,092.8	68,889.6	70,057.4	72,138.6	73,512.8
순금융부채	57,828.0	69,660.1	70,637.6	72,271.2	74,436.1

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	12,943.3	14,640.2	14,277.7
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,167.7	2,363.7	1,817.2
조정	10,989.0	13,669.6	12,181.8	12,320.6	12,462.5
감가상각비	10,024.8	11,128.7	12,181.8	12,320.6	12,462.5
외환거래손익	243.4	370.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	0.0	0.0	0.0
기타	1,079.0	2,384.7	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(406.2)	(44.1)	(2.0)
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,904.8)	(15,989.7)	(15,999.5)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	79.2	8.6	0.4
유형자산감소(증가)	(12,032.7)	(13,477.6)	(14,000.0)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	16.0	1.7	0.1
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	392.5	1,216.7	1,857.0
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	392.5	1,499.2	2,300.0
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(282.5)	(443.0)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	(569.1)	(132.7)	135.2
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	15,876.9	17,865.0	17,224.6
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(1,056.7)	(1,359.8)	(1,722.3)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.4.14	BUY	27,000		
20.3.20	BUY	21,000	-10.43%	-4.52%
20.3.2	BUY	26,000	-21.20%	-12.31%
19.5.15	BUY	36,000	-27.23%	-18.75%
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%
18.3.28	BUY	39,000	-9.77%	-3.21%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 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 2020년 04월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 04월 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.