



하나금융그룹

2020년 7월 8일 | Equity Research

한국전력 (015760)

눈에 띠는 변화는 8월부터

목표주가 30,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 30,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 발전용 유연탄 가격은 꾸준히 하락해 과거 2015년~2016년 수준에 도달했다. 원/달러 환율은 1,200원을 하회하고 있다. 저점에서 상승한 유가는 주가와 실적 눈높이를 낮추는 방향으로 작용하지만 여전히 전년대비 30% 이상 낮고 절대적인 저유가 구간이다. 규제 환경도 중립 이상이다. 이미 7월로 들어선 현재 시점에서 여름철 추가 전기요금 인하는 현실화 가능성성이 희박하다. 오히려 하반기에 요금제 개편과 관련한 긍정적인 이슈가 부각될 여지가 많다. 인도네시아 석탄화력 발전 투자 결정에 수급은 우려되나 원가와 규제는 리스크가 제한적이다. 2020년 실적 기준 PBR 0.18배다.

2Q20 영업이익 -244억원(적자지속) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 전년대비 1.7% 감소한 12.9조원으로 예상된다. 전년대비 유의미한 최대전력수요 하락폭이 관찰되고 있지만 태양광 PPA 발전량을 감안하면 매출액 감소 규모는 크지 않을 것이다. 영업이익은 -244억원으로 적자가 지속될 전망이나 감익폭 축소는 긍정적이다. 기저발전소 이용률은 원자력 79.8%(-3.0%p), 석탄 63.0%(+5.5%p)로 전년대비 변화가 크지 않아 수요 감소에 따른 Mix 개선이 기대된다. 2분기 SMP 평균 72.4원/kWh(YoY -11%)으로 구입전력비 감소가 예상되나 2분기는 비수기로 비용절감 모멘텀은 다소 제한적이며 3분기부터 두드러진 실적 회복이 전망된다.

8월부터 부각될 수 있는 비용절감 및 요금제 개편 기대감

2분기는 1분기처럼 유의미한 실적개선은 기대하기 어렵다. 한편 실적에 앞서 8월 초 발표될 연료비단가를 통해 가파른 원가절감 속도가 확인될 것이다. 지표를 눈으로 보고 3분기 실적 개선에 확신을 가지는 시점부터는 본격적인 재평가가 시작될 수 있다. 전력산업기반기금을 통한 에너지전환 비용 보전, 국가기후환경회의 전기요금 현실화 속의 및 공론화, 한국전력 전기요금 개편안 제출 등 규제 관련한 이슈들 또한 8월을 기점으로 연내 구체화될 것으로 예상된다.

Update

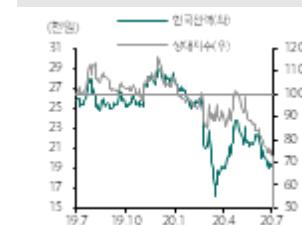
BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(7월 7일): 19,000원

Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,164.17		
52주 최고/최저(원)	29,250/16,250	58,656.5	59,474.7
시가총액(십억원)	12,197.3	3,323.5	3,616.6
시가총액비중(%)	1.01	1,223.3	1,498.5
발행주식수(천주)	641,964.1		
60일 평균 거래량(천주)	3,184.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	68.3		
20년 배당금(예상,원)	730		
20년 배당수익률(예상,%)	3.84		
외국인지분율(%)	19.63		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2 인	51.14		
국민연금공단	7.19		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(14.8) (30.7) (26.9)		
상대	(14.1) (30.3) (28.7)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,540.0	58,420.2	58,327.3
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	2,885.1	3,726.0	2,970.5
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	1,524.8	2,574.2	1,924.4
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,016.5	1,853.4	1,385.6
EPS	원	(2,048)	(3,654)	1,583	2,887	2,158
증감률	%	적전	적지	흑전	82.4	(25.3)
PER	배	N/A	N/A	12.00	6.58	8.80
PBR	배	0.30	0.26	0.18	0.17	0.17
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.93	5.76	6.23
ROE	%	(1.86)	(3.42)	1.50	2.68	1.97
BPS	원	108,641	105,140	106,635	108,792	110,160
DPS	원	0	0	730	790	670



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

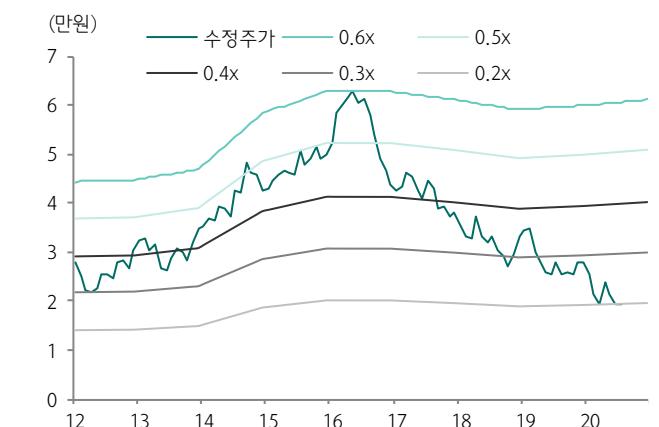
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				2Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	150,931	128,508	157,972	147,989	(1.7)	(14.9)
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	143,044	121,684	151,632	138,933	(1.7)	(14.9)
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,887	6,824	6,340	9,056	(0.6)	(13.5)
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	4,306	(244)	24,137	652	적지	적전
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	41,391	39,505	44,249	41,674	0.8	(4.6)
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	48,195	30,735	31,375	29,290	(21.9)	(36.2)
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	57,039	58,511	58,210	76,373	6.1	2.6
세전이익	(7,957)	(7,502)	3,067	(20,267)	1,450	(3,434)	20,169	(2,937)	적지	적전
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	230	(2,472)	14,522	(2,114)	적지	적전
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	2.9	(0.2)	15.3	0.4	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	1.0	(2.7)	12.8	(2.0)	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	0.2	(1.9)	9.2	(1.4)	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,697	121,792	134,060	125,548	(1.6)	(8.9)
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	107	100	113	111	(0.2)	(6.6)
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,193	1,220	1,220	1,220	4.6	2.3
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	135	139	132	127	(5.5)	2.6
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	757	764	609	645	10.1	1.0

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



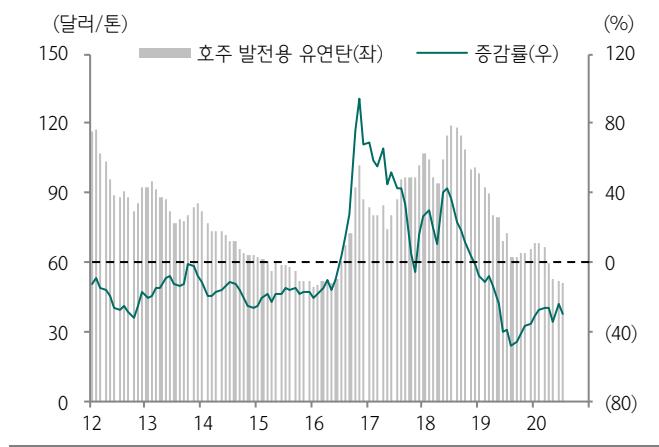
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



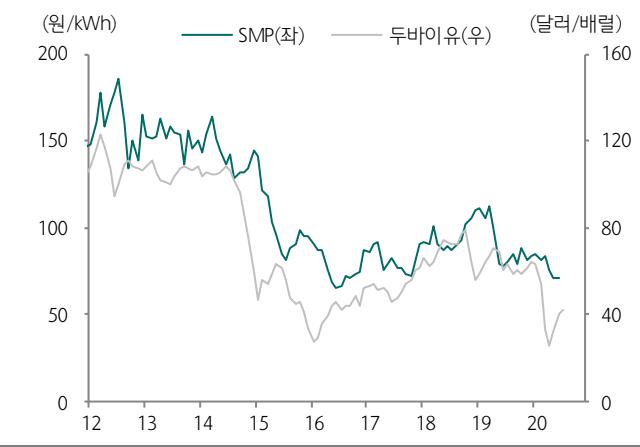
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (7월 YoY -29.4%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (6월 SMP YoY -9.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	58,540.0	58,420.2	58,327.3
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,975.1	51,864.3	52,414.6
매출총이익	2,419.9	1,393.1	5,564.9	6,555.9	5,912.7
판관비	2,627.9	2,669.6	2,679.7	2,829.9	2,942.2
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	2,885.1	3,726.0	2,970.5
금융순익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,858.2)	(1,563.1)	(1,549.8)
종속/관계기업순이익	358.2	214.1	332.0	309.0	413.3
기타영업외순익	(477.1)	(431.0)	165.9	102.2	90.4
세전이익	(2,000.8)	(3,265.8)	1,524.8	2,574.2	1,924.4
법인세	(826.3)	(1,002.3)	477.7	720.8	538.8
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,047.1	1,853.4	1,385.6
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,047.1	1,853.4	1,385.6
비지배주주지분순이익	140.1	82.0	30.6	0.0	0.0
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,016.5	1,853.4	1,385.6
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	12,229.4	22,918.9	17,133.6
NOPAT	(122.1)	(884.7)	1,981.2	2,682.7	2,138.7
EBITDA	9,816.8	9,852.2	14,293.9	15,276.4	14,664.7
성장성(%)					
매출액증가율	1.4	(2.4)	(1.1)	(0.2)	(0.2)
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	35.4	(20.3)
EBITDA증가율	(33.3)	0.4	45.1	6.9	(4.0)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	29.1	(20.3)
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	82.3	(25.2)
EPS증가율	적전	적지	흑전	82.4	(25.3)
수익성(%)					
매출총이익률	4.0	2.4	9.5	11.2	10.1
EBITDA이익률	16.2	16.6	24.4	26.1	25.1
영업이익률	(0.3)	(2.2)	4.9	6.4	5.1
계속사업이익률	(1.9)	(3.8)	1.8	3.2	2.4

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	1,583	2,887	2,158
BPS	108,641	105,140	106,635	108,792	110,160
CFPS	18,623	21,038	23,882	24,928	24,275
EBITDAPS	15,292	15,347	22,266	23,796	22,844
SPS	94,441	92,175	91,189	91,002	90,858
DPS	0	0	730	790	670
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	12.0	6.6	8.8
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.8	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.9	5.8	6.2
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(3.4)	1.5	2.7	2.0
ROA	(0.7)	(1.2)	0.5	0.9	0.7
ROIC	(0.1)	(0.5)	1.1	1.5	1.2
부채비율	160.6	186.8	187.4	188.3	190.1
순부채비율	81.3	101.1	102.0	104.4	107.9
이자보상배율(배)	(0.1)	(0.6)	1.4	1.7	1.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

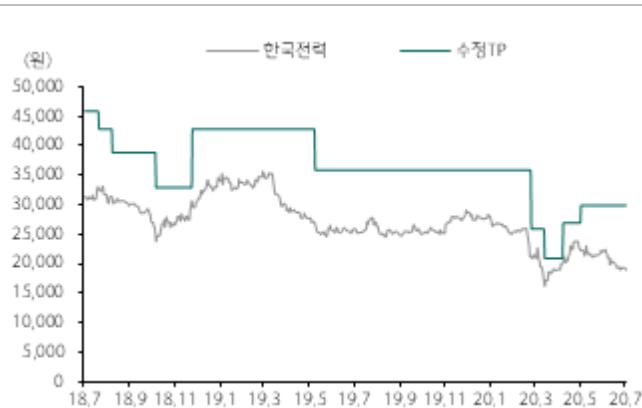
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	20,136.8	20,317.1	19,855.0
금융자산	3,802.6	3,456.6	4,338.5	4,537.2	4,086.7
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,524.8	1,725.1	1,275.8
매출채권 등	7,709.2	7,641.5	7,568.7	7,559.9	7,554.3
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,983.5	6,975.4	6,970.2
기타유동자산	1,045.0	1,334.2	1,246.1	1,244.6	1,243.8
비유동자산	165,504.0	178,114.8	180,575.1	185,016.1	189,316.3
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,379.0	8,370.3	8,364.9
금융자산	1,105.0	1,567.1	1,552.2	1,550.4	1,549.3
유형자산	152,743.2	164,701.8	167,133.0	171,709.2	176,125.4
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,092.1	965.5	855.1
기타비유동자산	3,540.3	3,766.7	3,971.0	3,971.1	3,970.9
자산총계	185,249.1	197,597.8	200,711.9	205,333.2	209,171.4
유동부채	21,841.5	24,231.7	24,500.8	27,784.6	30,774.3
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,744.1	13,043.2	16,042.7
매입채무 등	6,520.6	6,175.0	6,116.2	6,109.1	6,104.6
기타유동부채	7,281.8	8,490.4	8,640.5	8,632.3	8,627.0
비유동부채	92,314.8	104,476.5	106,371.3	106,324.1	106,294.2
금융부채	53,591.5	63,550.4	65,835.1	65,835.1	65,835.1
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	40,536.2	40,489.0	40,459.1
부채총계	114,156.3	128,708.1	130,872.2	134,108.7	137,068.5
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	68,455.5	69,840.3	70,718.7
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,068.2	2,068.2	2,068.2
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(318.8)	(318.8)	(318.8)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,201.4	51,586.1	52,464.5
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,384.2	1,384.2	1,384.2
자본총계	71,092.8	68,889.6	69,839.7	71,224.5	72,102.9
순금융부채	57,828.0	69,660.1	71,240.7	74,341.2	77,791.2

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	12,011.9	13,359.5	13,051.8
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,047.1	1,853.4	1,385.6
조정	10,989.0	13,669.6	11,972.7	11,550.4	11,694.2
감가상각비	10,024.8	11,128.7	11,408.8	11,550.4	11,694.3
외환거래손익	243.4	370.3	681.1	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	(205.8)	0.0	0.0
기타	1,079.0	2,384.7	88.6	0.0	(0.1)
영업활동자산부채변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(1,007.9)	(44.3)	(28.0)
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,807.5)	(15,989.6)	(15,993.4)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	99.4	8.6	5.5
유형자산감소(증가)	(12,032.7)	(13,477.6)	(13,424.4)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(482.5)	1.8	1.1
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	1,502.5	2,830.5	2,492.3
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	2,462.6	3,299.2	2,999.5
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	(2.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(958.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(468.6)	(507.2)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	(285.4)	200.4	(449.3)
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	15,331.7	16,002.9	15,583.8
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(1,508.8)	(2,640.5)	(2,948.2)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	30,000		
20.4.14	BUY	27,000	-17.45%	-11.67%
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%
18.5.26	BUY	46,000	-28.52%	-23.70%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 6일

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 07월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 07월 08일 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.