

한국전력 (015760)

3분기는 더 좋음

목표주가 30,000원, 투자 의견 매수 유지

한국전력 목표주가 30,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 컨센서스를 상회했다. 석탄투입단가 하락세가 확인되었고 환율과 유가는 안정세에 접어들었다. 예상보다 원전 이용률이 높았으며 영업비용은 원만한 수준에서 통제되는 중이다. 8월 급락한 SMP는 9월 추가적인 하락이 예상된다. 모든 비용 지표가 긍정적인 가운데 하반기 전기요금 규제에 대한 긍정적인 소식들도 기대된다. ESG 이슈 관련한 부정적 수급 흐름은 상수로 작용하겠지만 3분기까지 이어질 실적개선과 그에 따른 배당여력 확대를 감안하면 매력적인 구간이다. 2020년 실적 기준 PBR 0.20배다.

2Q20 영업이익 3,898억원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 13.1조원을 기록하며 전년대비 0.0% 증가했다. 판매량 감소에 따른 전기매출 부진을 기타매출 증가로 만회했다. 영업이익은 3,898억원을 기록해 전년대비 흑자로 전환했다. 기저발전 이용률은 원자력 81.3%(-1.5%p), 석탄 55.7%(-2.0%p)로 하락했지만 2분기 SMP가 15.7% 낮아져 구입전력비가 전년대비 11.7% 감소했다. 연료비도 유연탄과 LNG 연료비단가 하락으로 12.8% 절감되었다. 점진적으로 유연탄 단가 하락이 확인되고 있으며 상반기 낮았던 유가도 시차를 두고 연말까지 비용절감으로 반영될 전망이다.

연료비단가 역전이 예상되는 9월이 올해 가장 중요한 시기

이미 8월 LNG 연료비단가와 일별 SMP를 통해 3분기 비용절감 모멘텀은 충분히 확인되고 있다. 9월은 추가적인 LNG 가격하락으로 유연탄 대비 역전이 기대된다. SMP를 유연탄 단가가 결정한다면 석탄발전량 비중이 높은 한국전력 발전회사는 실적악화가 불가피할 것이다. 반면 한국전력 별도 실적은 그에 반비례하여 연결 영업이익의 대부분을 차지할 수 있다. 기저발전 특성상 단가 역전이 실제 Mix의 변화로 이어질 것인지는 지켜봐야 할 부분이다. 하지만 적어도 한국전력 내부 수익배분에서 배당여력이 커질 수 있다는 전망은 중요한 투자포인트가 될 것이다. 성수기 3분기 실적에서도 9월 변화에 특별히 집중해야 하는 이유다.

Update

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(8월 13일): 21,550원

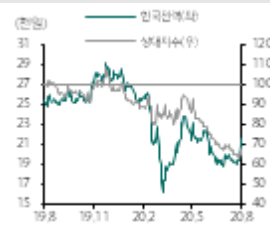
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,437.53
52주 최고/최저(원)	29,250/16,250
시가총액(십억원)	13,834.3
시가총액비중(%)	1.15
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,180.5
60일 평균 거래대금(십억원)	64.9
20년 배당금(예상, 원)	960
20년 배당수익률(예상, %)	4.45
외국인지분율(%)	17.84
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	8.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 (16.1) (13.6)
상대	(3.4) (23.2) (31.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,683.3	59,502.0
영업이익(십억원)	3,322.8	3,420.6
순이익(십억원)	1,239.1	1,375.3
EPS(원)	1,828	2,077
BPS(원)	107,126	108,305

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	57,976.6	58,547.7	58,661.4
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,291.2	3,898.6	3,710.1
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,122.3	2,900.8	2,837.2
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,508.8	2,175.6	2,127.9
EPS	원	(2,048)	(3,654)	2,350	3,389	3,315
증감률	%	적전	적지	흑전	44.2	(2.2)
PER	배	N/A	N/A	9.17	6.36	6.50
PBR	배	0.30	0.26	0.20	0.20	0.19
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.91	5.78	5.98
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.21	3.12	2.99
BPS	원	108,641	105,140	107,401	109,830	112,105
DPS	원	0	0	960	1,040	1,150



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

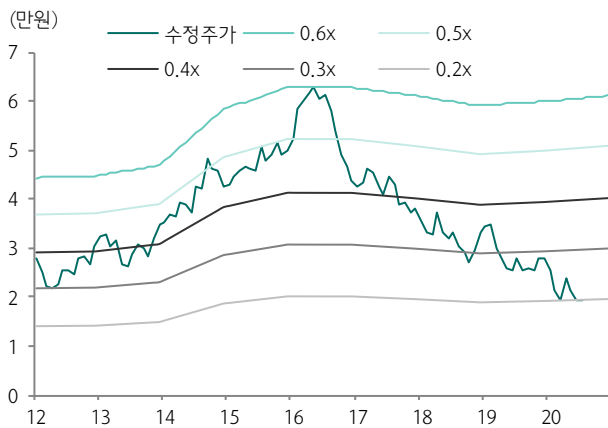
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				2Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	150,931	130,726	154,429	143,679	0.0	(13.4)
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	143,044	122,956	147,089	134,623	(0.7)	(14.0)
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,887	7,770	7,340	9,056	13.2	(1.5)
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	4,306	3,898	23,787	922	흑전	(9.5)
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	41,391	34,177	42,618	39,427	(12.8)	(17.4)
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	48,195	34,756	30,337	28,692	(11.7)	(27.9)
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	57,039	57,895	57,688	74,638	5.0	1.5
세전이익	(7,957)	(7,502)	3,067	(20,267)	1,450	2,178	20,049	(2,453)	흑전	50.2
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	230	1,662	15,037	(1,840)	흑전	623.3
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	2.9	3.0	15.4	0.6	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	1.0	1.7	13.0	(1.7)	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	0.2	1.3	9.7	(1.3)	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,697	118,555	129,940	121,456	(4.2)	(11.3)
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	107	104	113	111	3.6	(3.1)
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	132	128	120	(10.2)	(2.5)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	757	614	583	618	(11.5)	(18.8)

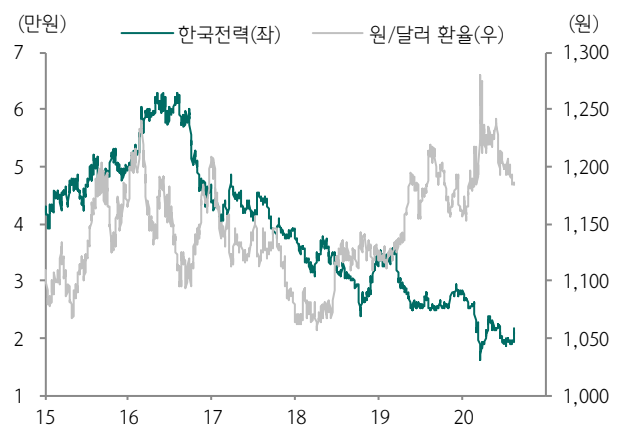
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



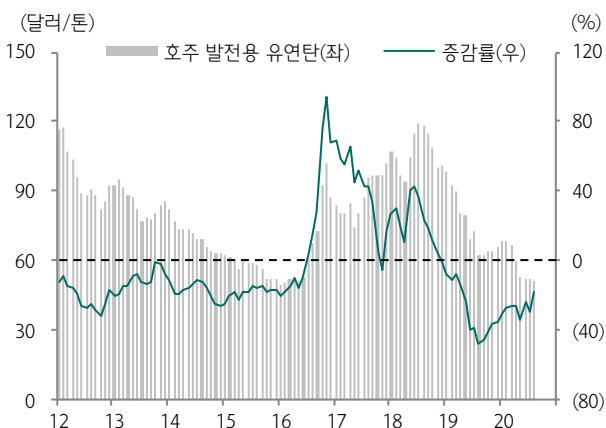
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



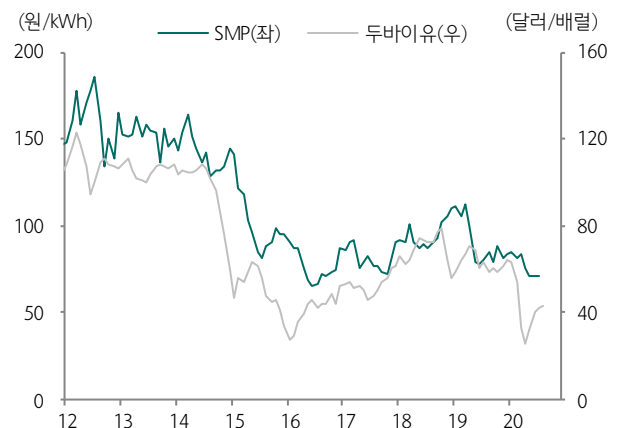
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (8월 YoY -17.7%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (7월 SMP YoY -10.7%)



자료: EPIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	57,976.6	58,547.7	58,661.4
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,032.6	51,813.9	51,993.1
매출총이익	2,419.9	1,393.1	5,944.0	6,733.8	6,668.3
판매비	2,627.9	2,669.6	2,652.7	2,835.3	2,958.2
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	3,291.2	3,898.6	3,710.1
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,741.0)	(1,534.4)	(1,486.5)
중속/관계기업손익	358.2	214.1	284.6	297.1	398.5
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	287.5	239.5	215.2
세전이익	(2,000.8)	(3,265.8)	2,122.3	2,900.8	2,837.2
법인세	(826.3)	(1,002.3)	546.1	725.2	709.3
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,576.2	2,175.6	2,127.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,576.2	2,175.6	2,127.9
비지배주주지분순이익	140.1	82.0	67.3	0.0	0.0
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,508.8	2,175.6	2,127.9
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	18,771.4	26,903.2	26,313.7
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,444.3	2,923.9	2,782.5
EBITDA	9,816.8	9,852.2	14,700.1	15,448.9	15,404.3
성장성(%)					
매출액증가율	1.4	(2.4)	(2.0)	1.0	0.2
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	19.6	(4.8)
EBITDA증가율	(33.3)	0.4	49.2	5.1	(0.3)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	18.5	(4.8)
영업이익(중속)증가율	적전	적지	흑전	44.2	(2.2)
EPS증가율	적전	적지	흑전	44.2	(2.2)
수익성(%)					
매출총이익률	4.0	2.4	10.3	11.5	11.4
EBITDA이익률	16.2	16.6	25.4	26.4	26.3
영업이익률	(0.3)	(2.2)	5.7	6.7	6.3
계속사업이익률	(1.9)	(3.8)	2.7	3.7	3.6
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,350	3,389	3,315
BPS	108,641	105,140	107,401	109,830	112,105
CFPS	18,623	21,038	24,812	25,392	25,599
EBITDAPS	15,292	15,347	22,899	24,065	23,996
SPS	94,441	92,175	90,311	91,201	91,378
DPS	0	0	960	1,040	1,150
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	9.2	6.4	6.5
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.9	5.8	6.0
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(3.4)	2.2	3.1	3.0
ROA	(0.7)	(1.2)	0.8	1.1	1.0
ROIC	(0.1)	(0.5)	1.4	1.7	1.5
부채비율	160.6	186.8	184.0	185.2	184.9
순부채비율	81.3	101.1	101.8	103.0	104.7
이자보상배율(배)	(0.1)	(0.6)	1.6	1.8	1.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	19,496.3	20,250.9	19,832.3
금융자산	3,802.6	3,456.6	4,156.5	4,695.2	4,234.1
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,386.1	1,904.4	1,439.3
매출채권 등	7,709.2	7,641.5	7,348.3	7,452.1	7,472.5
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,780.2	6,875.9	6,894.8
기타유동자산	1,045.0	1,334.2	1,211.3	1,227.7	1,230.9
비유동자산	165,504.0	178,114.8	180,359.3	184,910.5	189,236.2
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,163.2	8,264.8	8,284.8
금융자산	1,105.0	1,567.1	1,507.0	1,528.3	1,532.5
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	3,971.0	3,970.9
자산총계	185,249.1	197,597.8	199,855.5	205,161.4	209,068.5
유동부채	21,841.5	24,231.7	24,295.9	27,486.6	29,824.1
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,923.6	12,933.3	15,235.1
매입채무 등	6,520.6	6,175.0	5,938.1	6,022.0	6,038.5
기타유동부채	7,281.8	8,490.4	8,434.2	8,531.3	8,550.5
비유동부채	92,314.8	104,476.5	105,190.9	105,746.8	105,856.1
금융부채	53,591.5	63,550.4	65,835.1	65,835.1	65,835.1
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	39,355.8	39,911.7	40,021.0
부채총계	114,156.3	128,708.1	129,486.8	133,233.3	135,680.2
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	68,947.8	70,507.1	71,967.4
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	50,693.7	52,253.0	53,713.3
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,420.9	1,420.9	1,420.9
자본총계	71,092.8	68,889.6	70,368.7	71,928.0	73,388.3
순금융부채	57,828.0	69,660.1	71,602.2	74,073.2	76,836.2
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	11,434.5	14,246.9	13,924.7
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,576.2	2,175.6	2,127.9
조정	10,989.0	13,669.6	11,972.5	11,550.3	11,694.3
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	88.4	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(2,114.2)	521.0	102.5
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,548.3)	(16,122.0)	(16,024.0)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	315.2	(101.6)	(20.0)
유형자산감소(증가)	(12,032.7)	(13,477.6)	(13,424.4)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(439.1)	(20.4)	(4.0)
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	1,682.1	2,393.3	1,634.3
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	2,642.1	3,009.6	2,301.9
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	(2.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(958.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(616.3)	(667.6)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	(424.0)	518.2	(465.1)
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	15,928.5	16,300.8	16,433.4
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(2,086.2)	(1,753.1)	(2,075.3)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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%
18.8.8	BUY	43,000	-27.83%	-26.63%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 08월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.