

한국전력 (015760)

3분기보다 중요한 4분기

목표주가 30,000원, 투자 의견 매수 유지

한국전력 목표주가 30,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 3분기 영업실적은 컨센서스에 부합할 전망이다. 태풍에 정지했던 원전은 모두 재가동되었다. 유가는 제한적인 변동으로 횡보 중이고 유연탄은 일시적으로 급등한 뒤 완만한 조정에 들어갔으며 환율은 원화 강세로 우호적이다. 10월 SMP는 예상과 달리 9월보다 더 하락해 연간 실적 기대감을 높이고 있다. 유연탄과 LNG 연료비단가 격차는 고작 2.16원/kWh으로 이는 한국전력 별도 이익의 잠재력을 반증한다. 2021년 기준 PBR 0.19배로 현재 배당수익률도 유의미한 수준이다.

3Q20 영업이익 2.4조원(YoY +90.2%) 컨센서스 부합 전망

3분기 매출액은 전년대비 0.8% 감소한 15,8조원으로 예상된다. 주택용 수요 급증에도 산업용/일반용 부진으로 외형은 감소할 전망이다. 영업이익은 2.4조원으로 전년대비 90.2% 개선될 전망이다. 기저전원 이용률은 원전 67.2%(+2.0%p), 석탄 76.5%(-4.7%p)로 변화가 크지 않아 수요 감소에 의한 Mix 개선이 가능하다. 3분기 SMP는 63.4원/kWh(-22.1%)으로 구입전력비 감소가 예상된다. 연료비도 원/달러 환율 강세 및 석탄투입단가 하락으로 개선될 전망이다. 7월부터 정산조정계수가 대폭 상향되었기 때문에 연간 배당을 언급하기 위해서 3분기 별도 이익을 확인할 필요가 있다. 실제로 7월 정산단가는 배당에 불리한 방향으로 형성되었다. 다만 추가 조정계수 상향이 없고 SMP 하락이 반영될 경우 현재 DPS 추정치는 과도한 기대감에서 그치지 않을 수 있다.

실적보다도 배당보다도 중요한 규제 변화를 확인할 10월

중장기적 에너지 Mix를 바꾸려면 인프라 구축과 함께 규제 정비가 필수적이다. 2019년부터 부각된 전기요금 규제개편 결과를 올해 4분기 확인할 수 있을 것이다. 10월 24~25일 국가기후환경회의 일정에 관심을 기울여야 한다. 전기요금 중장기 개편안에 대한 의견이 어떤 방향으로 수렴되는지를 확인할 수 있기 때문이다. 미세먼지 계절관리제의 사례처럼 정책 결정의 사전 공론화 역할을 대행하는 것으로 전력시장

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(10월12일): 21,100원

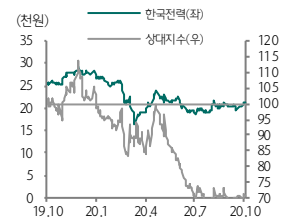
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.73
52주 최고/최저(원)	29,250/16,250
시가총액(십억원)	13,545.4
시가총액비중(%)	0.83
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,660,224.2
60일 평균 거래대금(십억원)	75.2
20년 배당금(예상, 원)	1,020
20년 배당수익률(예상, %)	5.18
외국인지분율(%)	17.67
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	8.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.9 5.2 (16.6)
상대	3.6 (18.5) (29.1)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,454.7	58,868.6
영업이익(십억원)	3,974.2	3,823.0
순이익(십억원)	1,910.8	1,742.5
EPS(원)	2,837	2,613
BPS(원)	107,579	109,587

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,420.5	59,138.2	59,376.8
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,637.9	4,498.5	4,341.7
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,465.0	3,472.3	3,396.5
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,765.9	2,604.2	2,547.4
EPS	원	(2,048)	(3,654)	2,751	4,057	3,968
증감율	%	적전	적지	폭전	47.47	(2.19)
PER	배	(16.16)	(7.61)	7.67	5.20	5.32
PBR	배	0.30	0.26	0.20	0.19	0.19
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.69	5.45	5.58
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.59	3.72	3.54
BPS	원	108,641	105,140	107,663	110,700	113,638
DPS	원	0	0	1,020	1,030	1,050



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

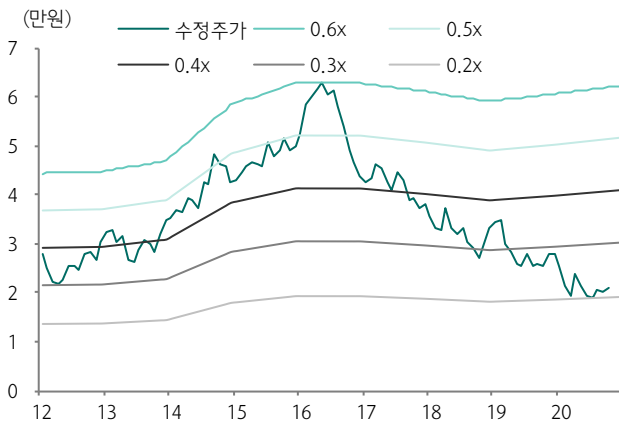
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				3Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	150,931	130,725	157,856	144,692	(0.8)	20.8
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	143,044	122,956	150,016	135,636	(1.4)	22.0
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,887	7,769	7,840	9,056	12.2	0.9
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	4,306	3,897	23,569	4,606	90.2	504.7
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	41,391	34,177	40,941	37,771	(16.4)	19.8
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	48,195	34,756	35,658	27,677	(16.9)	2.6
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	57,039	57,895	57,688	74,638	5.3	(0.4)
세전이익	(7,957)	(7,502)	3,067	(20,267)	1,450	2,177	19,868	1,156	547.8	812.7
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	230	1,662	14,901	867	568.8	796.5
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	2.9	3.0	14.9	3.2	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	1.0	1.7	12.6	0.8	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	0.2	1.3	9.4	0.6	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,697	118,555	129,940	121,456	(3.2)	9.6
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	107	104	115	112	1.8	11.3
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,193	1,220	1,188	1,160	(0.5)	(2.7)
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	135	132	126	114	(8.0)	(4.5)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	757	614	594	608	(9.0)	(3.3)

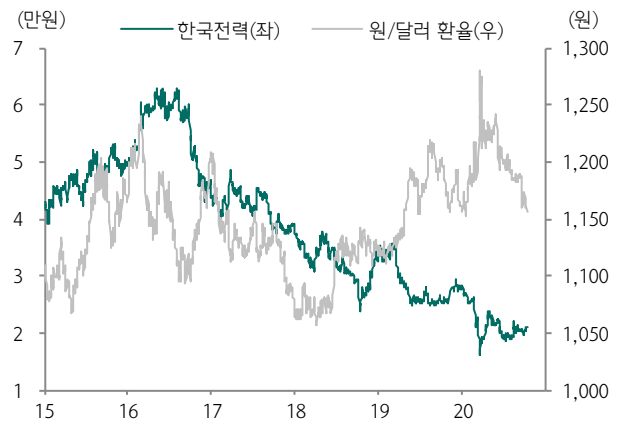
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



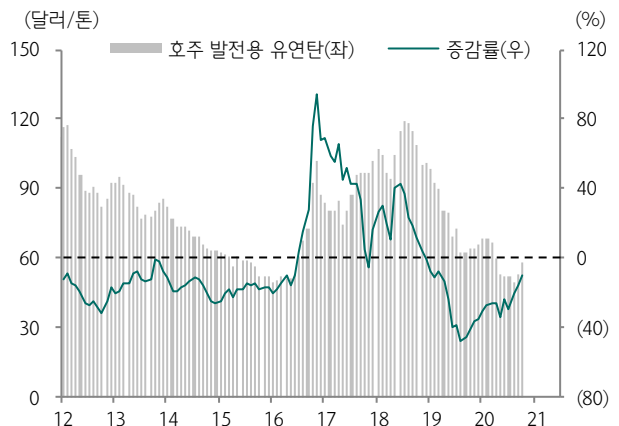
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



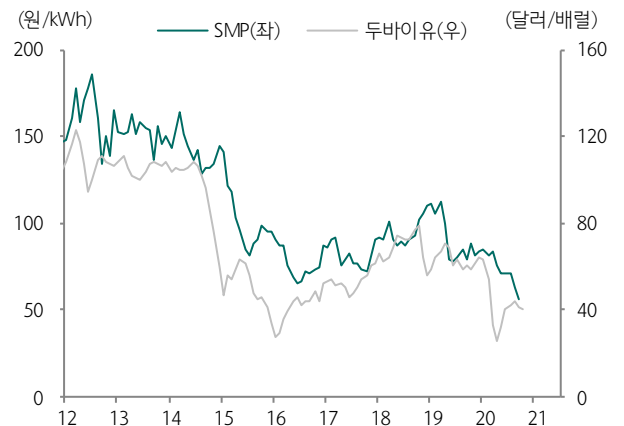
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (10월 YoY -9.9%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (9월 SMP YoY -29.8%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	58,420.5	59,138.2	59,376.8
매출원가	58,207.7	57,779.8	52,056.4	51,767.7	52,031.1
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,364.1	7,370.5	7,345.7
판매비	2,627.9	2,669.6	2,726.2	2,872.1	3,004.0
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	3,637.9	4,498.5	4,341.7
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,745.0)	(1,562.8)	(1,558.8)
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)	2,465.0	3,472.3	3,396.5
법인세	(826.3)	(1,002.3)	631.8	868.1	849.1
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
비배주주지분 순이익	140.1	82.0	67.3	0.0	0.0
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,765.9	2,604.2	2,547.4
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,279.8	2,040.3	1,995.8
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,705.5	3,373.9	3,256.3
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,156.2	16,193.9	16,180.0
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	(2.40)	(1.27)	1.23	0.40
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	24.71	(3.49)
EBITDA증가율	(33.34)	0.36	53.84	6.85	(0.09)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	23.66	(3.49)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	47.47	(2.18)
EPS증가율	적전	적지	흑전	47.47	(2.19)
수익성(%)					
매출총이익률	3.99	2.35	10.89	12.46	12.37
EBITDA이익률	16.19	16.65	25.94	27.38	27.25
영업이익률	(0.34)	(2.16)	6.23	7.61	7.31
계속사업이익률	(1.94)	(3.83)	3.14	4.40	4.29

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,751	4,057	3,968
BPS	108,641	105,140	107,663	110,700	113,638
CFPS	18,623	21,038	26,029	26,458	26,682
EBITDAPS	15,292	15,347	23,609	25,226	25,204
SPS	94,441	92,175	91,003	92,121	92,492
DPS	0	0	1,020	1,030	1,050
주가지표(배)					
PER	(16.16)	(7.61)	7.67	5.20	5.32
PBR	0.30	0.26	0.20	0.19	0.19
PCFR	1.78	1.32	0.81	0.80	0.79
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.69	5.45	5.58
PSR	0.35	0.30	0.23	0.23	0.23
재무비율(%)					
ROE	(1.86)	(3.42)	2.59	3.72	3.54
ROA	(0.72)	(1.23)	0.89	1.28	1.23
ROIC	(0.08)	(0.53)	1.56	1.91	1.80
부채비율	160.57	186.83	184.71	183.20	181.84
순부채비율	81.34	101.12	102.41	102.28	102.56
이자보상배율(배)	(0.11)	(0.62)	1.78	2.17	2.06

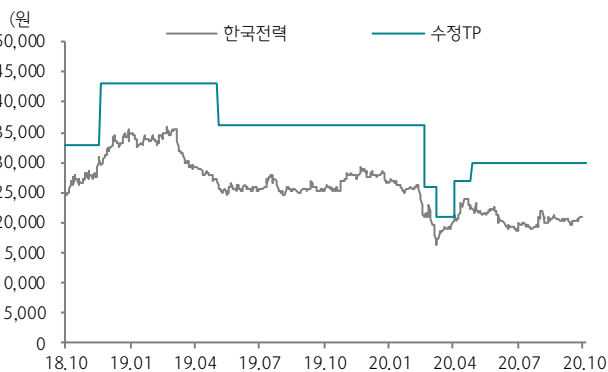
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	19,509.5	19,552.4	19,687.3
금융자산	3,802.6	3,456.6	4,059.3	3,868.4	3,932.9
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,889.9	1,676.9	1,734.7
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,720.0	6,822.0	6,852.7
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,828.0	6,931.6	6,962.9
기타유동자산	1,666.9	2,036.5	1,902.2	1,930.4	1,938.8
비유동자산	165,504.0	178,114.8	181,314.7	185,729.3	189,924.1
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,004.4	8,114.4	8,147.6
금융자산	2,113.6	2,563.5	2,276.4	2,299.5	2,306.4
유형자산	152,743.2	164,701.8	168,118.2	172,558.9	176,839.5
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,184.7	1,048.7	929.7
기타비유동자산	3,540.3	3,766.7	4,007.4	4,007.3	4,007.3
자산총계	185,249.1	197,597.8	200,824.2	205,281.7	209,611.4
유동부채	21,841.5	24,231.7	23,544.7	25,451.0	27,713.2
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,187.1	10,897.5	13,100.6
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,769.4	2,811.4	2,824.1
기타유동부채	10,390.6	11,805.7	11,588.2	11,742.1	11,788.5
비유동부채	92,314.8	104,476.5	106,742.8	107,344.4	107,525.8
금융부채	53,591.5	63,550.4	67,109.6	67,109.6	67,109.6
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	39,633.2	40,234.8	40,416.2
부채총계	114,156.3	128,708.1	130,287.5	132,795.5	135,239.0
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	69,115.9	71,065.3	72,951.5
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,068.7	2,068.7	2,068.7
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(328.0)	(328.0)	(328.0)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,870.4	52,819.8	54,706.0
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,420.9	1,420.9	1,420.9
자본총계	71,092.8	68,889.6	70,536.8	72,486.2	74,372.4
순금융부채	57,828.0	69,660.1	72,237.3	74,138.6	76,277.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	11,017.3	14,863.5	14,555.7
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,833.2	2,604.2	2,547.4
조정	1,099	1,367	1,226	1,170	1,184
감가상각비	10,024.8	11,128.7	11,518.2	11,695.4	11,838.4
외환거래손익	243.4	370.3	415.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	(206.5)	0.0	0.0
기타	(8,811.0)	(9,917.9)	(10,500.7)	(10,525.4)	(10,654.4)
영업활동 자산부채 변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(3,073.4)	563.9	170.0
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,448.8)	(16,132.1)	(16,039.8)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	473.9	(110.0)	(33.1)
자본증가(감소)	(12,032.7)	(13,477.6)	(13,727.2)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(195.5)	(22.1)	(6.7)
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	2,499.8	1,055.6	1,541.9
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	3,180.0	1,710.4	2,203.1
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	(1.4)	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(678.8)	(0.0)	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(654.8)	(661.2)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	79.7	(213.0)	57.8
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	16,709.7	16,985.1	17,129.2
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(2,902.9)	(1,136.5)	(1,444.3)

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	-17.09%	-11.67%
20.3.20	BUY	21,000	-9.49%	-2.62%
20.3.2	BUY	26,000	-22.59%	-12.31%
19.5.15	BUY	36,000	-27.23%	-18.75%
18.11.30	BUY	43,000	-25.34%	-16.74%
18.10.12	BUY	33,000	-16.69%	-6.67%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 10일

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 10월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 10월 12일 현재 해당회사의 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 얻어 진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.