

한국전력 (015760)

연내 요금규제 방향성 확인 기대

목표주가 30,000원, 투자 의견 매수 유지

한국전력 목표주가 30,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 3분기 실적은 컨센서스에 부합했다. 유연탄 가격 상승세가 우려 요인이지만 원/달러 하락으로 충분히 만회하고 있다. 10월 SMP는 9월보다 더 하락했고 11월도 50원/kWh 근처에서 움직이고 있다. 3분기뿐 아니라 4분기 실적도 유의미한 증익을 기대할 수 있다. 특히 SMP 약세는 별도 이익과 배당 가능성을 증명한다. 12월 SMP까지 낮은 수준에서 결정될 경우 예상보다 높은 배당을 기대할 수 있다. 실적과 배당이 주가를 뒷받침하는 가운데 관심을 가져야 할 이벤트는 전기요금 규제 변화 시점과 여부다. 2021년 기준 PBR 0.19배다.

3Q20 영업이익 2.3조원(YoY +88.2%)으로 컨센서스 부합

3분기 매출액은 전년대비 15.7조원을 기록하며 전년대비 1.3% 감소했다. 주택용 판매량 증가에도 산업용과 일반용 부진으로 외형은 감소했다. 영업이익은 2.3조원을 기록하며 전년대비 88.2% 증가했다. 이용률은 원전 66.4%(+0.8%p), 석탄 70.5%(-10.7%p)로 기저전원 비중은 줄었다. 연료비는 유연탄과 LNG 연료비단가 하락으로 전년대비 18.5% 감소했다. 구입전력비는 기저발전 감소로 구입량이 늘어났지만 SMP 하락으로 전년대비 9.6% 감소했다. 10~11월 SMP도 약세를 기록하고 있어 4분기 실적도 유의미한 증익이 기대된다.

기존 요금규제인 총괄원가 준수가 곧 전기요금 규제 정상화

요금규제 변화 기대감이 고조되는 가운데 연료비연동제를 실시해도 이른바 환경비용을 담보할 수 없을지도 모른다는 우려가 제기되고 있다. 연료비와 구입전력비를 세분화하여 원재료 변화만 요금에 연동하는 것은 반쪽짜리 개선이라는 이야기다. 한편 이미 구입전력비에는 RPS 이행비용과 온실가스배출권 비용 등이 포함된다. 따라서 기존 총괄원가 규제 준수만 제대로 이뤄진다면 모든 불안감은 해소될 수 있다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(11월12일): 20,950원

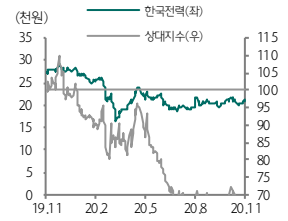
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,475.62
52주 최고/최저(원)	29,250/16,250
시가총액(십억원)	13,449.1
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,322,947.0
60일 평균 거래대금(십억원)	69.3
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.77
외국인지분율(%)	17.06
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	8.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.7) (2.3) (23.5)
상대	(3.6) (24.2) (33.9)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,473.2	58,865.6
영업이익(십억원)	3,907.0	3,778.9
순이익(십억원)	1,845.8	1,704.1
EPS(원)	2,726	2,568
BPS(원)	107,422	109,372

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,296.2	58,973.0	59,200.3
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,806.2	4,411.6	4,035.3
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,608.6	3,357.4	3,050.4
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,656.3	2,518.0	2,287.8
EPS	원	(2,048)	(3,654)	2,580	3,922	3,564
증감율	%	적전	적지	폭전	52.02	(9.13)
PER	배	(16.16)	(7.61)	8.24	5.42	5.96
PBR	배	0.30	0.26	0.20	0.19	0.19
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.65	5.50	5.73
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.43	3.60	3.19
BPS	원	108,641	105,140	107,492	110,415	112,938
DPS	원	0	0	1,000	1,040	1,090



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

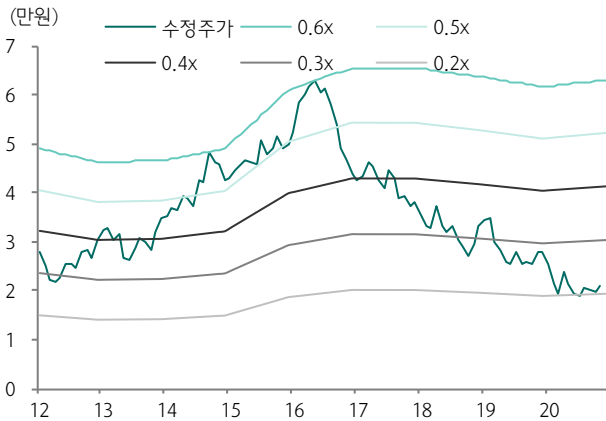
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				3Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	149,412	150,931	130,725	157,113	144,192	(1.3)	20.2
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	143,044	122,956	150,194	135,636	(1.3)	22.2
기타매출	8,109	6,864	6,989	10,378	7,887	7,769	6,919	8,556	(1.0)	(10.9)
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(15,873)	4,306	3,897	23,322	6,536	88.2	498.4
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	41,391	34,177	39,948	34,706	(18.5)	16.9
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	48,195	34,756	38,785	28,312	(9.6)	11.6
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	57,039	57,895	55,058	74,638	0.5	(4.9)
세전이익	(7,957)	(7,502)	3,067	(20,267)	1,450	2,177	19,382	3,077	532.0	790.4
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(13,330)	230	1,662	12,363	2,308	454.9	643.8
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(10.6)	2.9	3.0	14.8	4.5	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.6)	1.0	1.7	12.3	2.1	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.9)	0.2	1.3	7.9	1.6	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,697	118,555	131,778	121,456	(1.8)	11.2
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	107	104	114	112	0.5	9.9
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,193	1,220	1,188	1,120	(0.5)	(2.7)
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	135	132	123	109	(10.2)	(6.8)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	757	614	502	496	(23.0)	(18.2)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



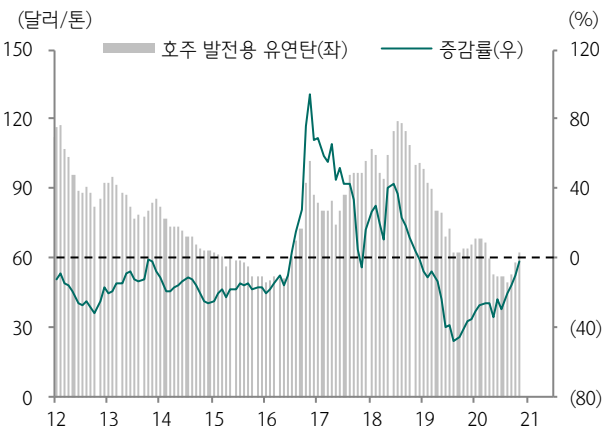
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



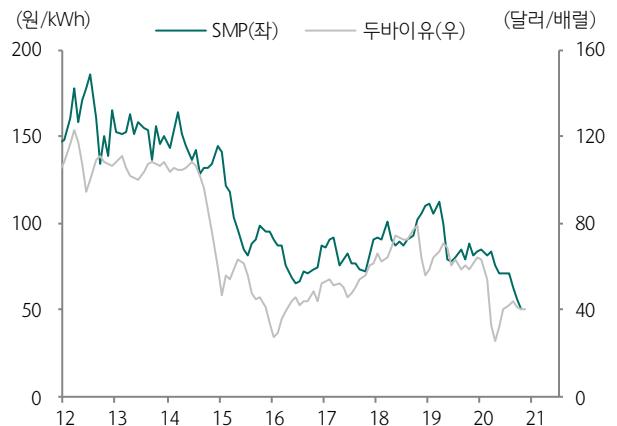
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (11월 YoY -2.4%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (10월 SMP YoY -42.9%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	60,627.6	59,172.9	58,296.2	58,973.0	59,200.3
매출원가	58,207.7	57,779.8	51,769.7	51,697.7	52,170.5
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,526.5	7,275.3	7,029.8
판매비	2,627.9	2,669.6	2,720.3	2,863.7	2,994.5
영업이익	(208.0)	(1,276.5)	3,806.2	4,411.6	4,035.3
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,618.2)	(1,565.9)	(1,565.9)
중속/관계기업손익	358.2	214.1	307.6	302.9	405.7
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	113.1	208.8	175.4
세전이익	(2,000.8)	(3,265.8)	2,608.6	3,357.4	3,050.4
법인세	(826.3)	(1,002.3)	870.1	839.3	762.6
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,738.6	2,518.0	2,287.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,738.6	2,518.0	2,287.8
비배주주지분 순이익	140.1	82.0	82.3	0.0	0.0
지배주주순이익	(1,314.6)	(2,345.5)	1,656.3	2,518.0	2,287.8
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,205.6	1,972.8	1,792.4
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,536.7	3,308.7	3,026.5
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,324.4	16,107.0	15,873.6
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	(2.40)	(1.48)	1.16	0.39
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	30.43	(8.53)
EBITDA증가율	(33.34)	0.36	55.54	5.11	(1.45)
영업이익증가율	적전	적지	흑전	15.91	(8.53)
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	52.03	(9.14)
EPS증가율	적전	적지	흑전	52.02	(9.13)
수익성(%)					
매출총이익률	3.99	2.35	11.20	12.34	11.87
EBITDA이익률	16.19	16.65	26.29	27.31	26.81
영업이익률	(0.34)	(2.16)	6.53	7.48	6.82
계속사업이익률	(1.94)	(3.83)	2.98	4.27	3.86

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,580	3,922	3,564
BPS	108,641	105,140	107,492	110,415	112,938
CFPS	18,623	21,038	26,263	26,284	26,154
EBITDAPS	15,292	15,347	23,871	25,090	24,727
SPS	94,441	92,175	90,809	91,863	92,217
DPS	0	0	1,000	1,040	1,090
주가지표(배)					
PER	(16.16)	(7.61)	8.24	5.42	5.96
PBR	0.30	0.26	0.20	0.19	0.19
PCFR	1.78	1.32	0.81	0.81	0.81
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.65	5.50	5.73
PSR	0.35	0.30	0.23	0.23	0.23
재무비율(%)					
ROE	(1.86)	(3.42)	2.43	3.60	3.19
ROA	(0.72)	(1.23)	0.83	1.24	1.10
ROIC	(0.08)	(0.53)	1.46	1.87	1.67
부채비율	160.57	186.83	184.70	183.50	183.10
순부채비율	81.34	101.12	102.83	102.98	104.02
이자보상배율(배)	(0.11)	(0.62)	1.86	2.13	1.91

자료: 하나금융투자

대차대조표

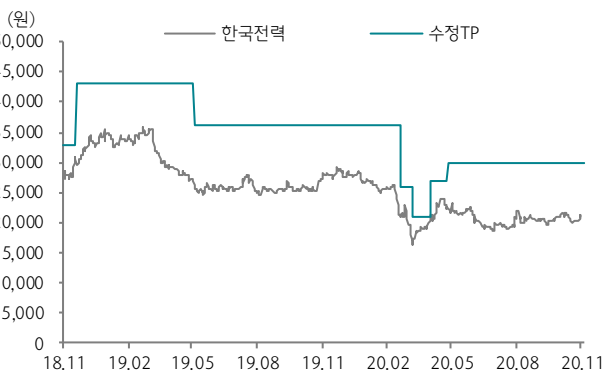
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,745.1	19,483.0	19,256.0	19,332.8	19,442.2
금융자산	3,802.6	3,456.6	3,859.0	3,733.1	3,792.0
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,694.6	1,549.5	1,603.6
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,696.7	6,785.2	6,807.3
채고자산	7,188.3	7,050.7	6,804.4	6,894.3	6,916.7
기타유동자산	1,666.9	2,036.5	1,895.9	1,920.2	1,926.2
비유동자산	165,504.0	178,114.8	181,289.7	185,689.7	189,875.1
투자자산	7,992.0	8,478.3	7,979.4	8,074.8	8,098.6
금융자산	2,113.6	2,563.5	2,271.2	2,291.2	2,296.2
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	200,545.7	205,022.4	209,317.3
유동부채	21,841.5	24,231.7	23,497.7	25,576.7	28,121.3
금융부채	8,039.1	9,566.3	9,184.7	11,093.8	13,596.0
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,759.8	2,796.3	2,805.4
기타유동부채	10,390.6	11,805.7	11,553.2	11,686.6	11,719.9
비유동부채	92,314.8	104,476.5	106,605.9	107,127.6	107,257.7
금융부채	53,591.5	63,550.4	67,109.6	67,109.6	67,109.6
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	39,496.3	40,018.0	40,148.1
부채총계	114,156.3	128,708.1	130,103.5	132,704.2	135,378.9
지배주주지분	69,744.0	67,496.3	69,006.2	70,882.3	72,502.5
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	50,760.7	52,636.8	54,257.0
비배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,435.9	1,435.9	1,435.9
자본총계	71,092.8	68,889.6	70,442.1	72,318.2	73,938.4
순금융부채	57,828.0	69,660.1	72,435.3	74,470.2	76,913.6

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	10,794.3	14,702.4	14,248.1
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,738.6	2,518.0	2,287.8
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)	(3,201.7)	489.0	121.9
투자활동 현금흐름	(13,014.3)	(13,499.4)	(13,418.8)	(16,114.5)	(16,028.6)
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	498.9	(95.4)	(23.8)
자본증가(감소)	(12,032.7)	(13,477.6)	(13,727.2)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(190.5)	(19.1)	(4.8)
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	2,497.5	1,267.1	1,834.6
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	3,177.6	1,909.0	2,502.3
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	(1.4)	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(678.7)	0.1	(0.1)
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(642.0)	(667.6)
현금의 증감	(1,011.4)	451.8	(115.6)	(145.0)	54.1
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	16,859.7	16,873.3	16,790.1
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(3,125.9)	(1,297.6)	(1,751.9)

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 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 11월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 11월 13일 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 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 책임 소재의 중빙자료로 사용될 수 없습니다.