

한국전력

BUY(유지)

015760 기업분석 | 유틸리티

| | | | | | |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 28,000원 | 현재주가(11/12) | 20,950원 | Up/Downside | +33.7% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2020. 11. 12

저유가가 낳은 실적 개선세

News

3Q20 영업이익 2.3조원, 시장 기대치는 하회: 한국전력의 3Q 영업이익은 23,322억원(QoQ+498%/YoY+88%)으로 시장 컨센서스 25,198억원을 하회했다. 3Q 성수기, 유가/LNG/석탄 가격 안정에 따른 연료비/구입전력비 감소에 따른 원가 개선 효과로 실적 반등 폭이 더욱 클 것으로 예상했지만 원전 이용률의 감소 폭이 예상보다 컸으며(2Q 81%→3Q 66%) 실질 연료 가격이 수입/시장 가격 대비 다소 높게 반영되면서 시장 기대치를 하회했다. 석탄 이용률은 70.5%로 2Q 55.7% 대비로는 큰 폭으로 반등했지만 3Q19 81.2% 대비로는 감소했다.

Comment

4Q20E 영업이익 4,390억원. 19년 대비 개선세는 지속: 4Q 영업이익은 4,390억원으로 19년 대비 실적 반등세가 이어질 것으로 전망한다. 쟁점은 실질 연료 반영 가격이 될 것으로 판단한다. 유연탄 수입가격은 2Q \$82/t→3Q \$68/t으로 하락했으며 LNG 수입가격 역시 2Q \$465/t→3Q \$317/t으로 하락한 반면 투입사차를 고려해도 3Q에 반영된 실질 연료 가격 하락 폭은 크지 않았다.(유연탄 단가 2Q 12만원/t→11.3만원/t, LNG 2Q 61.4만원/t→3Q 50.3만원/t) 사차를 고려한 원가 하락 효과가 4Q에 지연 반영된다면 의외의 surprise도 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

Action

저유가가 낳은 우호적인 영업환경: 에너지 가격의 단기 약세는 코로나 극복과정에서 글로벌 정책 기조가 탈탄소화에 초점을 맞추게 되면서 중장기 하향 안정화로 이어질 것으로 전망한다. 전력 수요 shock, 기저발전 이용률의 구조적 둔화, 여러 비용 증가 우려에도 불구하고 연간 흑자 기조로 선회한 영업환경은 이어질 가능성이 높다. 투자의견 Buy, 목표주가 2.8만원을 유지한다.

| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | | Stock Data | |
|----------------------------------|-----------------|---------|--------|--------|--------|----------------|--|
| | (단위: 십억원 원 배 %) | | | | | | |
| FYE Dec | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 52주 최저/최고 | 16,250/29,250원 |
| 매출액 | 60,628 | 59,173 | 58,921 | 59,128 | 60,407 | KOSDAQ /KOSPI | 840/2,476pt |
| (증가율) | 1.4 | -2.4 | -0.4 | 0.4 | 2.2 | 시가총액 | 134,491억원 |
| 영업이익 | -208 | -1,277 | 3,592 | 4,360 | 4,295 | 60일-평균거래량 | 3,322,947 |
| (증가율) | 적전 | 적지 | 흑전 | 21.4 | -1.5 | 외국인지분율 | 17.1% |
| 지배주주순이익 | -1,315 | -2,346 | 1,426 | 1,821 | 1,771 | 60일-외국인지분율변동추이 | -0.8%p |
| EPS | -2,048 | -3,654 | 2,222 | 2,837 | 2,759 | 주요주주 | 한국산업은행 외 2인 51.1% |
| PER (H/L) | NA/NA | NA/NA | 9.4 | 7.4 | 7.6 | (천원) |  |
| PBR (H/L) | 0.4/0.2 | 0.3/0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 주간상승률 | 1M 3M 12M |
| EV/EBITDA (H/L) | 8.5/7.6 | 9.5/8.8 | 5.6 | 5.1 | 4.9 | 절대기준 | -0.7 1.2 -23.5 |
| 영업이익률 | -0.3 | -2.2 | 6.1 | 7.4 | 7.1 | 상대기준 | -3.6 -0.6 -33.9 |
| ROE | -1.9 | -3.4 | 2.1 | 2.6 | 2.5 | | |

도표 1. 한국전력 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20P | 4Q20E | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 연결 매출액 | 15,248 | 13,071 | 15,912 | 14,861 | 15,093 | 13,073 | 15,711 | 15,044 | 60,628 | 59,093 | 58,921 | 59,128 |
| 전기판매수익 | 14,438 | 12,385 | 15,214 | 13,903 | 14,304 | 12,296 | 15,019 | 14,105 | 56,842 | 55,939 | 55,724 | 56,604 |
| 기타 | 811 | 686 | 699 | 958 | 789 | 777 | 692 | 939 | 3,786 | 3,154 | 3,196 | 2,523 |
| 매출원가/판매비 | 15,878 | 13,370 | 14,673 | 16,529 | 14,663 | 12,683 | 13,379 | 14,605 | 60,836 | 60,449 | 55,329 | 54,768 |
| 연료비 | 5,020 | 3,921 | 4,900 | 4,419 | 4,139 | 3,418 | 3,995 | 3,535 | 20,093 | 18,261 | 15,086 | 14,066 |
| 구입전력비 | 5,539 | 3,936 | 4,293 | 4,503 | 4,820 | 3,476 | 3,879 | 3,876 | 18,307 | 18,270 | 16,049 | 15,967 |
| 기타 | 5,319 | 5,513 | 5,480 | 7,606 | 5,704 | 5,790 | 5,506 | 7,194 | 22,436 | 23,919 | 24,194 | 24,735 |
| 영업이익 | -630 | -299 | 1,239 | -1,667 | 431 | 390 | 2,332 | 439 | -208 | -1,357 | 3,592 | 4,360 |
| 세전이익 | -796 | -750 | 307 | -2,027 | 145 | 218 | 1,938 | 7 | -2,001 | -3,266 | 2,308 | 2,819 |
| 지배순이익 | -788 | -448 | 223 | -1,333 | 23 | 166 | 1,236 | 1 | -1,315 | -2,346 | 1,426 | 1,821 |
| 영업이익률 | -4.1 | -2.3 | 7.8 | -11.2 | 2.9 | 3.0 | 14.8 | 2.9 | -0.3 | -2.3 | 6.1 | 7.4 |
| 순이익률 | -5.2 | -3.4 | 1.4 | -9.0 | 0.2 | 1.3 | 7.9 | 0.0 | -2.2 | -4.0 | 2.4 | 3.1 |
| 전력판매(Twh) | 136 | 124 | 134 | 126 | 134 | 119 | 132 | 128 | 526 | 520 | 512 | 520 |
| 원전이용률(%) | 76 | 83 | 65 | 60 | 74 | 81 | 66 | 72 | 66 | 71 | 73 | 76 |
| 석탄이용률(%) | 72 | 57 | 81 | 71 | 59 | 56 | 71 | 66 | 74 | 70 | 63 | 60 |
| 석탄연료가격(천원/t) | 128 | 135 | 129 | 123 | 124 | 120 | 113 | 100 | 133 | 129 | 114 | 116 |
| LNG연료가격(천원/t) | 869 | 694 | 653 | 658 | 644 | 615 | 503 | 483 | 754 | 718 | 561 | 476 |

자료: 한국전력 DB금융투자

대차대조표

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 유동자산 | 19,745 | 19,483 | 19,431 | 17,999 | 16,849 |
| 현금및현금성자산 | 1,358 | 1,810 | 2,403 | 1,906 | 760 |
| 매출채권및기타채권 | 7,709 | 7,642 | 7,179 | 7,202 | 7,312 |
| 재고자산 | 7,188 | 7,051 | 7,099 | 7,124 | 7,278 |
| 비유동자산 | 165,504 | 178,115 | 182,271 | 185,208 | 187,179 |
| 유형자산 | 152,743 | 164,702 | 168,018 | 170,904 | 172,916 |
| 무형자산 | 1,229 | 1,168 | 1,111 | 1,062 | 1,021 |
| 투자자산 | 7,992 | 8,478 | 9,246 | 9,346 | 9,346 |
| 자산총계 | 185,249 | 197,598 | 201,702 | 203,207 | 204,028 |
| 유동부채 | 21,842 | 24,232 | 23,378 | 23,887 | 23,484 |
| 매입채무및기타채무 | 6,521 | 6,175 | 5,812 | 6,621 | 6,217 |
| 단기차입금및단기차채 | 861 | 1,099 | 699 | 699 | 699 |
| 유동성장기부채 | 7,101 | 7,759 | 7,059 | 6,759 | 6,759 |
| 비유동부채 | 92,315 | 104,476 | 108,182 | 107,582 | 107,282 |
| 사채및장기차입금 | 53,073 | 59,019 | 62,719 | 62,419 | 62,119 |
| 부채총계 | 114,156 | 128,708 | 131,560 | 131,469 | 130,766 |
| 자본금 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 |
| 자본잉여금 | 2,079 | 2,070 | 2,070 | 2,070 | 2,070 |
| 이익잉여금 | 51,519 | 49,202 | 50,372 | 51,872 | 53,322 |
| 비자배주주지분 | 1,349 | 1,393 | 1,476 | 1,572 | 1,646 |
| 자본총계 | 71,093 | 68,890 | 70,142 | 71,738 | 73,263 |

현금흐름표

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 영업활동현금흐름 | 6,680 | 8,213 | 15,807 | 17,529 | 17,062 |
| 당기순이익 | -1,174 | -2,264 | 1,509 | 1,917 | 1,845 |
| 현금유출이없는비용및수익 | 13,130 | 15,769 | 14,613 | 15,677 | 16,549 |
| 유형및무형자산상각비 | 10,025 | 11,129 | 11,840 | 12,763 | 13,629 |
| 영업관련자산부채변동 | -3,134 | -3,193 | 483 | 837 | -542 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 401 | 159 | 463 | -23 | -111 |
| 재고자산의감소 | -1,772 | -980 | -48 | -25 | -154 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 186 | -354 | -363 | 809 | -404 |
| 투자활동현금흐름 | -13,014 | -13,499 | -14,290 | -14,875 | -15,570 |
| CAPEX | -12,267 | -14,000 | -15,000 | -15,500 | -15,500 |
| 투자자산의순증 | -622 | -487 | -518 | 100 | 200 |
| 재무활동현금흐름 | 5,302 | 5,775 | 554 | -3,151 | -2,637 |
| 사채및차입금의 증가 | 6,037 | 11,486 | 2,600 | -900 | -300 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 1 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -617 | -113 | 0 | -257 | -321 |
| 기타현금흐름 | 21 | -38 | -1,478 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | -1,011 | 452 | 593 | -498 | -1,146 |
| 기초현금 | 2,370 | 1,358 | 1,810 | 2,403 | 1,906 |
| 기말현금 | 1,358 | 1,810 | 2,403 | 1,906 | 760 |

자료: 한국전력 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산(십억원) | | | | | |
| 매출액 | 60,628 | 59,173 | 58,921 | 59,128 | 60,407 |
| 매출원가 | 58,208 | 57,780 | 52,653 | 52,082 | 53,369 |
| 매출총이익 | 2,420 | 1,393 | 6,268 | 7,046 | 7,039 |
| 판매비 | 2,628 | 2,670 | 2,676 | 2,686 | 2,744 |
| 영업이익 | -208 | -1,277 | 3,592 | 4,360 | 4,295 |
| EBITDA | 9,817 | 9,852 | 15,432 | 17,123 | 17,924 |
| 영업외손익 | -1,793 | -1,989 | -1,284 | -1,540 | -1,659 |
| 금융손익 | -1,674 | -1,772 | -2,211 | -2,197 | -2,316 |
| 투자손익 | 358 | 214 | 250 | 200 | 200 |
| 기타영업외손익 | -477 | -431 | 677 | 457 | 457 |
| 세전이익 | -2,001 | -3,266 | 2,308 | 2,819 | 2,636 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -1,174 | -2,264 | 1,509 | 1,917 | 1,845 |
| 자배주주지분순이익 | -1,315 | -2,346 | 1,426 | 1,821 | 1,771 |
| 비자배주주지분순이익 | 140 | 82 | 83 | 96 | 74 |
| 총포괄이익 | -1,281 | -2,128 | 1,509 | 1,917 | 1,845 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 1.4 | -2.4 | -0.4 | 0.4 | 2.2 |
| 영업이익 | 적전 | 적지 | 흑전 | 21.4 | -1.5 |
| EPS | 적전 | 적지 | 흑전 | 27.7 | -2.7 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당자료(원) | | | | | |
| EPS | -2,048 | -3,654 | 2,222 | 2,837 | 2,759 |
| BPS | 108,641 | 105,140 | 106,962 | 109,299 | 111,558 |
| DPS | 0 | 0 | 400 | 500 | 500 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | NA | NA | 9.4 | 7.4 | 7.6 |
| P/B | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA | 8.2 | 8.8 | 5.6 | 5.1 | 4.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | -0.3 | -2.2 | 6.1 | 7.4 | 7.1 |
| EBITDA마진 | 16.2 | 16.6 | 26.2 | 29.0 | 29.7 |
| 순이익률 | -1.9 | -3.8 | 2.6 | 3.2 | 3.1 |
| ROE | -1.9 | -3.4 | 2.1 | 2.6 | 2.5 |
| ROA | -0.6 | -1.2 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| ROC | -0.1 | -0.5 | 1.4 | 1.7 | 1.7 |
| 안정성및기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 160.6 | 186.8 | 187.6 | 183.3 | 178.5 |
| 이자보상배율(배) | -0.1 | -0.6 | 1.8 | 2.2 | 2.1 |
| 배당성향(배) | 0.0 | 0.0 | 17.0 | 16.7 | 17.4 |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자가 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한국전력 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율(%) | | 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|----------|------|--------|--------|-------|----|------|------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18/08/14 | Hold | 35,000 | -13.5 | 2.3 | | | | | |
| 19/06/04 | Buy | 35,000 | -25.0 | -16.4 | | | | | |
| 20/03/02 | Buy | 28,000 | - | - | | | | | |

주: *표는 담당자 변경