

한국전력 (015760)

거대한 변화의 출발점

목표주가 39,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 39,000원으로 기존대비 30% 상향한다. 2021년 BPS에 PBR 0.35배를 적용했다. 17일 전기요금체계 개편안이 확정되었다. 총괄원가 제도와 적정투자보수 기반으로 실적과 배당의 안정성이 확보되는 역사적인 이벤트다. 연료비연동제, 기후·환경요금 분리고지 및 반영, 요금할인 특례제도 정비 등 종합적인 규제 변화가 이뤄졌다. 2021년 실적 기준 PBR 0.24배로 향후 정상적인 유틸리티 기업으로 변모하는 추세를 감안하면 극단적인 저평가 구간이다.

연료비연동제와 기후환경요금 반영만으로도 크나 큰 변화

연료비 조정요금 항목이 신설된다. 직전 1년 평균연료비는 기준연료비, 직전 3개월 연료비는 실적연료비로 3개월마다 변동분을 요금에 반영한다. 보호장치로 최대 5원/kWh 조정 범위 제한을 두고 직전 요금대비 3원까지 변동이 가능하게 했으며 정부의 요금조정 유보 권한도 존재한다. 내년 상반기 인하효과가 발생하고 하반기에는 유가와 환율 변화에 따라 달라지겠지만 현재 추세로는 하반기 일부 회복이 기대된다. 현재 기후환경 요금은 5.3원/kWh로 전기요금의 약 4.9%다. kWh당 항목별로 RPS는 4.5원, ETS는 0.5원, 계절관리제 0.3원이다. 계절관리제 비용 0.3원이 신규로 반영된 부분은 긍정적이다. 기후환경비용 변동은 향후 전기요금 총괄원가 조정에 반영될 것으로 기대된다. ESS 요금할인 특례와 필수 사용량보장공제 조정에 의한 매출액 회복도 가능하다.

이제 진짜 유틸리티 기업으로 변하는 중. 밸류 재평가 가능

현재도 전기요금 총괄원가 검증을 매년 1회 실행하고 있다. 문제는 정산분이 실제 요금에 반영되지 않기 때문에 발생한 것이다. 원재료 및 환율 관련 변동비성 비용 변동성은 규제 보완으로 크게 축소되고 기후환경요금도 총괄원가에 반영될 것이다. 정부는 총괄원가 검증을 상시화하고 2021년 6월에 제출될 2021년 전기요금 산정보고서를 검증하기 위해 민간 전문가가 참여하는 검증단을 설치한다. 투명하고 원칙적인 규제 준수 여부가 밸류에이션 향방을 좌우할 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 39,000원(상향) | CP(12월17일): 26,000원

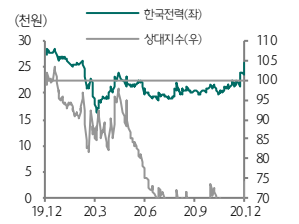
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,825.76
52주 최고/최저(원)	29,300/16,250
시가총액(십억원)	13,128.2
시가총액비중(%)	1.09
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	3,002.8
60일 평균 거래대금(십억원)	63.8
20년 배당금(예상, 원)	440
20년 배당수익률(예상, %)	2.15
외국인지분율(%)	22.83
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	7.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.6 (19.2) (29.7)
상대	1.5 (9.5) (14.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	58,409.4	58,753.4
영업이익(십억원)	3,689.6	3,945.2
순이익(십억원)	1,658.4	1,711.0
EPS(원)	2,457	2,572
BPS(원)	107,114	108,770

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	흑전	52.02	(9.13)
PER	배	(16.16)	(7.61)	10.08	6.63	7.30
PBR	배	0.30	0.26	0.24	0.24	0.23
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. 전기요금 체계개편 주요 내용

추진방향	원가연계형 전기요금체계 도입		③주택용 등 기타 제도개선 사항
세부 추진과제	①연료비 조정요금 신설 → 연료비 연동분 주기적으로 반영		주택용 필수사용공제 할인 개선 등 2020년 일몰 할인특례 정비
	②기후-환경요금 분리 → 별도 고지 및 소비자 정보제공 강화		

자료: 산업부, 하나금융투자

표 2. 원가연계형 전기요금 체계 - 2021년 1월부터 적용

현행				개선				
기본요금	+	전력량 요금		기본요금	+	전력량 요금		①연료비 변동분 ②기후환경비용
		기준 연료비	연료비 변동분			기준 연료비		
		기타비용	기후환경비용			기타비용		

자료: 산업부, 하나금융투자

표 3. 연료비 조정요금 개요 - 매 분기마다 연료비 변동분(=기준연료비 - 실적연료비)을 주기적(3개월)으로 전기요금에 반영

2021년 1월(시행)	2월	3월	4월	5월	6월
기준연료비 - 직전 1년(2019년 12월~2020년 11월) 평균연료비, 차기 전력량 요금 조정 필요시 갱신					
↓ 차이를 요금에 반영			↓ 차이를 요금에 반영		
1월 실적 연료비 - 직전 3개월(2020년 9월~2020년 11월 평균 연료비)			4월 실적 연료비 - 직전 3개월(2020년 12월~2021년 2월 평균 연료비)		

주: 기준연료비 : 직전 1년간 평균 연료비 / 실적연료비 : 직전 3개월간 평균 연료비 → 연료비는 관세청이 고시하는 LNG, 석탄, 유류의 무역통관 가격을 기준으로 산정

자료: 산업부, 하나금융투자

표 4. 2021년 상반기 용도별 전기요금 영향 및 총 효과 전망 (적용유가 전망치 2H20 \$42.7, 1H21 \$44.8, 2H22 \$48.0)

	2021년 1월~3월	2021년 4월~6월
연료비 조정요금(원/kWh)	-3.0	-5.0
주택용 (월 350kWh, 원)	-1,050	-1,750
산업·일반용 (월 9.2MWh 기준, 만원)	-2.8	-4.6

자료: 산업부, 하나금융투자

표 4. 주택용 계절별/시간대별 선택 요금제

주택용 요금 : 누진제				신규 추가 선택요금 : 계시별 요금제					
기본요금 (원/호)		전력량요금 (원/kWh)		계절 구분	기본요금 (원/kWh)	전력량요금 (원/kWh)			
200kWh이하 사용	910	처음 200kWh까지	88.3			평일		주말	
201~400kWh 사용	1,600	다음 200kWh까지	182.9	춘추계	4,310	수요(09~21)	기타(21~09)	토요일 수요	그 외
400kWh초과 사용	7,300	400kWh초과	275.6			140.7	94.1	94.1	
계절 구분없이 동일 요금단가 적용				동하계 : 11~2월 및 6~8월 / 춘추계 : 기타					

조: 상기 요금표는 제주지역에 우선 적용 후 변경될 수 있음

자료: 산업부, 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 손익	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

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
재고자산	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

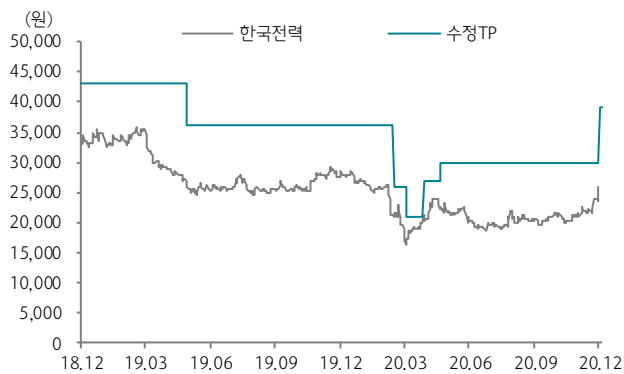
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,580	3,922	3,564
BPS	108,641	105,140	107,492	110,415	112,938
CFPS	18,623	21,038	26,263	26,284	26,154
EBITDAPS	15,292	15,347	23,871	25,090	24,727
SPS	94,441	92,175	90,809	91,863	92,217
DPS	0	0	1,000	1,040	1,090
주가지표(배)					
PER	(16.16)	(7.61)	10.08	6.63	7.30
PBR	0.30	0.26	0.24	0.24	0.23
PCFR	1.78	1.32	0.99	0.99	0.99
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.65	5.50	5.73
PSR	0.35	0.30	0.29	0.28	0.28
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

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)

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.18	BUY	39,000	-30.57%	-13.33%
20.5.8	BUY	30,000	-17.09%	-11.67%
20.4.14	BUY	27,000	-9.49%	-2.62%
20.3.20	BUY	21,000	-22.59%	-12.31%
20.3.2	BUY	26,000	-27.23%	-18.75%
19.5.15	BUY	36,000	-25.34%	-16.74%
18.11.30	BUY	43,000		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 15일

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 12월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 12월 18일 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 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.