

한국전력 (015760)

0.2

목표주가 26,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 26,000원으로 기존대비 28% 하향한다. 2020년 BPS에 PBR 0.25배를 적용했다. 최근 하락한 주가 대비 목표주가 괴리를 확대에 대한 조정이며 투자의견 매수 유지한다. 4분기 영업실적은 컨센서스를 하회했다. 기타영업비용에서 비정규직 5,688명의 정규직 전환에 따른 인건비 증가와 퇴직급여 충당부채 증가 등이 반영되었기 때문이다. 기저발전 이용률은 유의미한 개선을 기대하기 힘든 환경이 조성되는 중이다. 그럼에도 불구하고 올해 연간 흑자에 대한 전망은 유지한다. 유가가 모든 비용 이슈를 극복하고 남을 만큼 크게 하락했기 때문이다. 2020년 PBR 0.20배다.

4Q19 영업적자 1.7조억원(적자지속)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 14.9조원을 기록하며 전년대비 2.1% 감소했다. 판매량 부진과 해외매출 감소 때문이다. 영업적자는 1.7조원을 기록했다. 원전 이용률은 60%로 전년대비 13%p 하락했고 석탄은 70.7%로 0.3%p 개선되었다. 원자재 가격 하락으로 연료비는 전년대비 12% 감소했고 구입전력량이 증가했지만 구입전력비는 SMP 약세로 8.9% 감소했다. 기타 영업비용의 변화가 중요하다. 퇴직급여 관련 일회성 이슈가 있었지만 인력전환에 따른 급여상승은 이제는 경상비용이며 감가상각비, 탄소배출권 비용도 우상향이 지속될 전망이다. 격년으로 찾아오는 원전 사후처리비용도 분명 부담이다.

유가를 보면 이해되지 않는 밸류에이션. 규제 변화가 관건

원/달러 환율 상승을 걱정할 필요가 없을 만큼 유가 하락이 가파르다. 보수적 관점에서 국제유가 가정을 두바이 기준 60달러/배럴로 기존 대비 3달러/배럴 하향한다. 현재 Spot 가격의 흐름이 하반기에도 유지된다면 실적 추정치는 대폭 상향조정이 가능하다. 원전은 한빛 #3,4 연내 재가동 불가능 가정하에 연간 이용률 76%로 4%p 하향한다. 이용률 전망치 하향에 따른 감익도 유가 하락이 상쇄하고도 남는다. 실적은 경기불황을 먹고 자라며 턴어라운드 분명 가능하다. 이미 알려진 실적 이상의 규제 모멘텀이 필요하다. 물론 전기요금 정상화는 스스로의 노력만으로는 달성하기 어려운 과제다.

Update

BUY

| TP(12M): 26,000원(하향) | CP(2월 28일): 21,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,987.01
52주 최고/최저(원)	35,800/21,300
시가총액(십억원)	13,673.8
시가총액비중(%)	1.14
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	1,656.7
60일 평균 거래대금(십억원)	43.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	23.65
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	7.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.9) (16.0) (38.9)
상대	(10.1) (17.9) (32.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	59,088.0	59,733.1
영업이익(십억원)	(452.0)	3,238.3
순이익(십억원)	(1,714.6)	1,313.7
EPS(원)	(2,809)	1,962
BPS(원)	105,679	107,343

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	59,814.9	60,627.6	59,092.8	58,054.8	57,927.2
영업이익	십억원	4,953.2	(208.0)	(1,356.6)	2,145.6	1,282.7
세전이익	십억원	3,614.2	(2,000.8)	(3,233.2)	790.3	(85.2)
순이익	십억원	1,298.7	(1,314.6)	(2,306.5)	512.8	(55.3)
EPS	원	2,023	(2,048)	(3,593)	799	(86)
증감률	%	(81.6)	적전	적지	흑전	적전
PER	배	18.86	N/A	N/A	26.67	N/A
PBR	배	0.34	0.30	0.27	0.20	0.20
EV/EBITDA	배	5.23	8.19	9.26	6.58	7.22
ROE	%	1.81	(1.86)	(3.37)	0.76	(0.08)
BPS	원	111,660	108,641	104,892	105,690	105,234
DPS	원	790	0	0	370	320



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

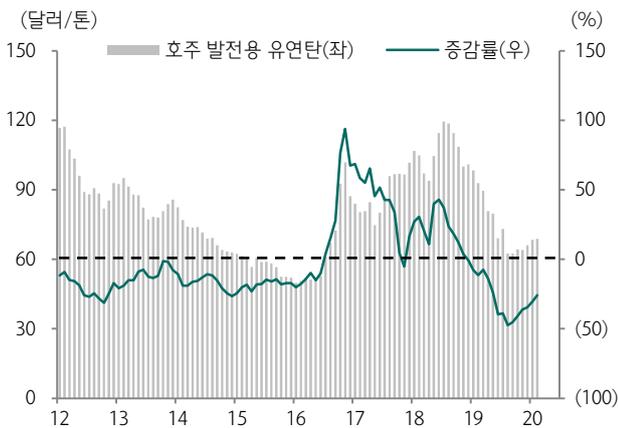
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019P				2020F				4Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	152,484	130,710	159,124	148,612	148,988	128,198	156,888	146,473	(2.1)	(6.6)
전기판매수익	144,375	123,846	152,135	139,034	141,810	121,174	150,349	138,575	(2.1)	(8.6)
기타매출	8,109	6,864	6,989	9,578	7,178	7,024	6,540	7,898	(1.2)	37.0
영업이익	(6,299)	(2,987)	12,394	(16,673)	6,334	(81)	19,937	(4,734)	적지	적전
연료비	50,204	39,210	49,001	44,194	38,542	35,205	45,211	43,212	(12.0)	(9.8)
구입전력비	55,387	39,355	42,925	45,030	49,317	36,290	35,197	36,240	(8.9)	4.9
기타	53,192	55,131	54,804	76,061	54,796	56,784	56,543	71,755	26.9	38.8
세전이익	(7,956)	(7,502)	3,067	(19,940)	4,343	(3,659)	15,700	(8,481)	적지	적전
순이익	(7,878)	(4,475)	2,228	(12,939)	2,818	(2,374)	10,188	(5,503)	적지	적전
영업이익률(%)	(4.1)	(2.3)	7.8	(11.2)	4.3	(0.1)	12.7	(3.2)	-	-
세전이익률(%)	(5.2)	(5.7)	1.9	(13.4)	2.9	(2.9)	10.0	(5.8)	-	-
순이익률(%)	(5.2)	(3.4)	1.4	(8.7)	1.9	(1.9)	6.5	(3.8)	-	-
전력판매(GWh)	136,088	123,769	134,175	126,467	133,366	121,294	132,833	125,202	(0.6)	(5.7)
판매단가(원/kWh)	106	100	113	110	106	100	113	111	(1.6)	(3.0)
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,192	1,220	1,220	1,220	4.3	(1.5)
석탄(천원/톤)	136	147	137	132	126	130	133	133	(6.8)	(3.4)
LNG(천원/톤)	869	695	653	658	636	608	602	609	(21.5)	0.7

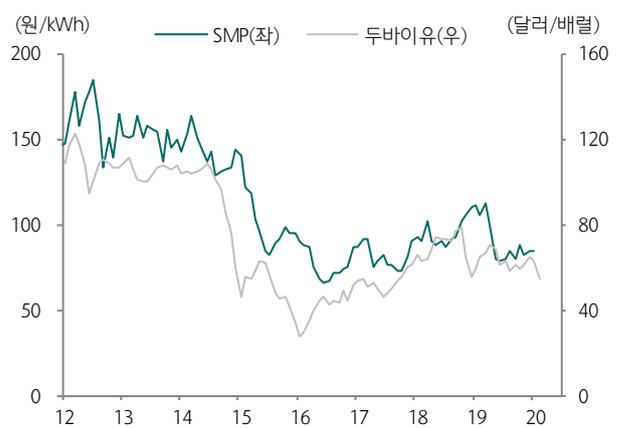
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (2월 YoY -25.8%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 2. SMP와 국제유가 (1월 SMP YoY -24.0%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 4. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



자료: 한국전력, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	59,814.9	60,627.6	59,092.8	58,054.8	57,927.2
매출원가	52,098.9	58,207.7	57,799.0	53,218.8	53,835.0
매출총이익	7,716.0	2,419.9	1,293.8	4,836.0	4,092.2
판관비	2,762.9	2,627.9	2,650.4	2,690.4	2,809.5
영업이익	4,953.2	(208.0)	(1,356.6)	2,145.6	1,282.7
금융손익	(1,597.3)	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,757.1)	(1,727.1)
중속/관계기업손익	(108.3)	358.2	326.9	359.8	344.1
기타영업외손익	366.7	(477.1)	(431.0)	42.0	15.1
세전이익	3,614.2	(2,000.8)	(3,233.2)	790.3	(85.2)
법인세	2,172.8	(826.3)	(1,008.7)	278.1	(30.0)
계속사업이익	1,441.4	(1,174.5)	(2,224.5)	512.1	(55.2)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(2,224.5)	512.1	(55.2)
비지배주주지분순이익	142.7	140.1	82.0	(0.7)	0.1
지배주주순이익	1,298.7	(1,314.6)	(2,306.5)	512.8	(55.3)
지배주주지분포괄이익	1,230.2	(1,426.5)	(2,235.2)	447.9	(48.3)
NOPAT	1,975.4	(122.1)	(933.4)	1,390.4	831.2
EBITDA	14,726.9	9,816.8	9,471.5	13,129.6	12,412.1
성장성(%)					
매출액증가율	(0.6)	1.4	(2.5)	(1.8)	(0.2)
NOPAT증가율	(75.8)	적전	적지	흑전	(40.2)
EBITDA증가율	(29.7)	(33.3)	(3.5)	38.6	(5.5)
영업이익증가율	(58.7)	적전	적지	흑전	(40.2)
(지배주주)순이익증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	적전
EPS증가율	(81.6)	적전	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	12.9	4.0	2.2	8.3	7.1
EBITDA이익률	24.6	16.2	16.0	22.6	21.4
영업이익률	8.3	(0.3)	(2.3)	3.7	2.2
계속사업이익률	2.4	(1.9)	(3.8)	0.9	(0.1)

투자지표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,023	(2,048)	(3,593)	799	(86)
BPS	111,660	108,641	104,892	105,690	105,234
CFPS	27,937	18,623	17,295	21,288	20,283
EBITDAPS	22,940	15,292	14,754	20,452	19,335
SPS	93,175	94,441	92,050	90,433	90,234
DPS	790	0	0	370	320
주가지표(배)					
PER	18.9	N/A	N/A	26.7	N/A
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PCFR	1.4	1.8	1.6	1.0	1.1
EV/EBITDA	5.2	8.2	9.3	6.6	7.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	1.8	(1.9)	(3.4)	0.8	(0.1)
ROA	0.7	(0.7)	(1.2)	0.3	(0.0)
ROIC	1.3	(0.1)	(0.6)	0.8	0.5
부채비율	149.1	160.6	182.6	183.9	189.0
순부채비율	70.2	81.3	99.6	103.1	108.2
이자보상배율(배)	2.8	(0.1)	(0.7)	1.0	0.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	19,141.7	19,745.1	21,104.1	20,575.1	20,365.9
금융자산	4,341.2	3,802.6	5,564.7	5,258.0	5,065.2
현금성자산	2,369.7	1,358.3	1,372.7	1,095.9	905.2
매출채권 등	8,005.7	7,791.5	7,630.6	7,520.8	7,512.8
재고자산	6,002.1	7,188.3	7,039.8	6,938.5	6,931.1
기타유동자산	792.7	962.7	869.0	857.8	856.8
비유동자산	162,647.2	165,504.0	173,124.4	176,042.0	178,905.4
투자자산	7,369.6	7,992.0	7,880.2	7,781.8	7,774.6
금융자산	2,038.9	1,105.0	1,082.2	1,066.6	1,065.5
유형자산	150,882.4	152,743.2	160,617.3	163,751.8	166,726.4
무형자산	1,189.7	1,228.5	966.1	847.6	743.6
기타비유동자산	3,205.3	3,540.3	3,660.8	3,660.8	3,660.8
자산총계	181,788.9	185,249.1	194,228.5	196,617.1	199,271.3
유동부채	23,424.3	21,841.5	24,312.0	26,734.1	29,721.1
금융부채	9,326.3	8,039.1	10,786.9	13,385.8	16,385.7
매입채무 등	6,032.1	6,520.6	6,386.0	6,294.1	6,287.3
기타유동부채	8,065.9	7,281.8	7,139.1	7,054.2	7,048.1
비유동부채	85,400.0	92,314.8	101,184.2	100,638.5	100,598.5
금융부채	46,267.4	53,591.5	63,260.7	63,260.7	63,260.7
기타비유동부채	39,132.6	38,723.3	37,923.5	37,377.8	37,337.8
부채총계	108,824.3	114,156.3	125,496.2	127,372.7	130,319.6
지배주주지분	71,681.4	69,744.0	67,336.6	67,849.3	67,556.6
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,077.6	2,078.6	2,070.3	2,070.3	2,070.3
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(271.5)	(358.6)	(224.4)	(224.4)	(224.4)
이익잉여금	53,370.6	51,519.1	48,985.8	49,498.6	49,205.8
비지배주주지분	1,283.2	1,348.8	1,395.7	1,395.1	1,395.1
자본총계	72,964.6	71,092.8	68,732.3	69,244.4	68,951.7
금융부채	51,252.5	57,828.0	68,482.9	71,388.5	74,581.3

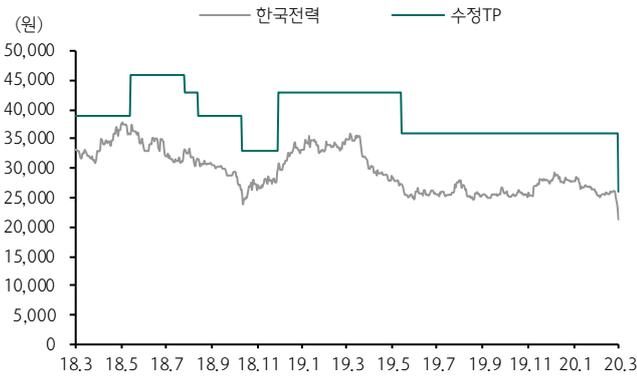
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	11,249.9	6,680.1	6,385.7	10,996.0	11,037.5
당기순이익	1,441.4	(1,174.5)	(2,224.5)	512.1	(55.2)
조정	12,492.2	10,989.0	11,819.0	10,984.0	11,129.4
감가상각비	9,773.7	10,024.8	10,828.1	10,984.0	11,129.4
외환거래손익	(902.9)	243.4	838.9	0.0	0.0
지분법손익	108.3	(358.2)	(180.4)	0.0	0.0
기타	3,513.1	1,079.0	332.4	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(2,683.7)	(3,134.4)	(3,208.8)	(500.1)	(36.7)
투자활동 현금흐름	(12,606.7)	(13,014.3)	(12,925.3)	(13,871.7)	(13,990.6)
투자자산감소(증가)	798.3	(622.3)	111.7	98.4	7.2
유형자산감소(증가)	(12,450.2)	(12,032.7)	(11,693.2)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타	(954.8)	(359.3)	(1,343.8)	29.9	2.2
재무활동 현금흐름	745.6	5,301.7	6,558.5	2,598.9	2,762.4
금융부채증가(감소)	1,274.6	6,036.9	12,417.1	2,598.9	2,999.9
자본증가(감소)	(1.4)	1.0	(8.2)	0.0	0.0
기타재무활동	828.6	(119.2)	(5,755.8)	0.0	0.0
배당지급	(1,356.2)	(617.0)	(94.6)	0.0	(237.5)
현금의 증감	(681.6)	(1,011.4)	14.3	(276.8)	(190.7)
Unlevered CFO	17,934.3	11,955.4	11,102.8	13,665.9	13,021.0
Free Cash Flow	(1,286.1)	(5,586.7)	(5,563.3)	(3,004.0)	(2,962.5)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.2	BUY	26,000		
19.5.15	BUY	36,000	-27.22%	-18.75%
18.11.30	BUY	43,000	-25.21%	-16.74%
18.10.12	BUY	33,000	-17.82%	-9.55%
18.8.14	BUY	39,000	-23.44%	-19.87%
18.7.27	BUY	43,000	-25.93%	-22.56%
18.5.15	BUY	46,000	-27.28%	-18.91%
18.3.11	BUY	39,000	-12.08%	-3.21%
18.1.29	BUY	45,000	-24.35%	-19.56%

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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 27일

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 3월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 3월 2일 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.