



하나금융그룹

2021년 1월 15일 | Equity Research

# 한국전력 (015760)

## 원가보다 늦게 덜 오르는 요금

### 목표주가 39,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 39,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망이다. 이례적인 원가 절감이 나타난 2020년과 비교하면 2021년은 실적 측면에서 기대감을 낮춰도 좋을 전망이다. 원자재 가격과 영업비용의 시차가 5~6개월이지만 전기요금과의 시차는 8~9개월이기 때문에 원가 상승 국면에서 스프레드 축소가 나타나게 된다. 3분기까지 기준연료비 대비 실적연료비 인하분으로 매출이 감소하는 한편 원가는 연초부터 점진적으로 상승할 것이다. 4분기 연료비 조정단가 상승이 기대되지만 전분기대비 조정 상한인 3원/kWh에 그칠 것이기 때문에 올해 실질적인 전기요금 인상은 없을 전망이다. 2021년 기준 PBR 0.24배다.

### 4Q20 영업이익 6,549억원(흑자전환) 컨센서스 부합 전망

4분기 매출액은 전년대비 3.5% 감소한 14,4조원으로 예상된다. 주택용 수요 증가에도 산업용/일반용 부진으로 외형이 감소할 전망이다. 영업이익은 6,549억원으로 전년대비 흑자 전환이 예상된다. 발전소 이용률은 원전 76.2%(+16.6%p), 석탄 61.5%(-9.2%p)로 일부 Mix 개선이 기대된다. 4분기 SMP는 55.8원/kWh(-34.2%)으로 구입전력비 감소가 예상된다. 연료비도 원/달러 환율 강세와 석탄투입단가 하락으로 개선될 전망이다. 7월 정산조정계수 상향과 상반기 미반영 분소급조정으로 별도 순이익과 배당은 소폭 하향될 것이다.

### 유가와 석탄가격 지속 여부가 하반기 실적 눈높이를 결정

급격한 전기요금 인상을 제어하는 조치들은 한국전력 입장에서 원가-판가 불일치를 야기한다. 올해 9월 중순 4분기 실적연료비 산정에서 인상요인이 나타날 것으로 예상되지만 실제 원가만큼은 반영되지 못할 전망이다. 관건은 미반영 분정산이며 이는 2022년 하반기에 확인이 가능하다. 원만한 전기요금 원가연동제 도입을 위해 2021년 전기요금 인하가 필요했지만 최근 원자재 가격 추이를 보면 규제가 담보하지 못하는 영업비용 변동이 나타날 여지가 있다. 원자재 가격 강세가 얼마나 지속되는지가 하반기 실적을 결정할 것이다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 39,000원 | CP(1월14일): 25,950원

Key Data		Consensus Data		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,149.93				
52주 최고/최저(원)	28,300/16,250	매출액(십억원)	58,454.4	58,510.2	
시가총액(십억원)	16,659.0	영업이익(십억원)	3,745.9	3,820.8	
시가총액비중(%)	0.77	순이익(십억원)	1,687.0	1,611.9	
발행주식수(천주)	641,964.1	EPS(원)	2,524	2,443	
60일 평균 거래량(천주)	6,343,028.8	BPS(원)	107,337	108,909	
60일 평균 거래대금(십억원)	156.0				
20년 배당금(예상,원)	820				
20년 배당수익률(예상,%)	2.99				
외국인지분율(%)	17.24				
주요주주 지분율(%)					
한국산업은행 외 2 인	51.14				
국민연금공단	8.02				
주가상승률	1M 6M 12M				
절대	8.6 30.7 (4.1)				
상대	(4.8) (9.4) (31.8)				

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,288.8	57,240.8	61,446.0
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	3,807.5	481.0	3,734.1
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,649.6	(465.5)	2,871.1
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,687.1	(349.2)	2,153.3
EPS	원	(2,048)	(3,654)	2,628	(544)	3,354
증감율	%			적전	적전	흑전
PER	배	(16.16)	(7.61)	10.43	(47.70)	7.74
PBR	배	0.30	0.26	0.25	0.24	0.24
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.73	7.67	5.87
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.47	(0.51)	3.11
BPS	원	108,641	105,140	107,479	106,115	109,469
DPS	원	0	0	820	0	1,000



Analyst 유재선

02-3771-8011

Jaeseon.yoo@hanafn.com

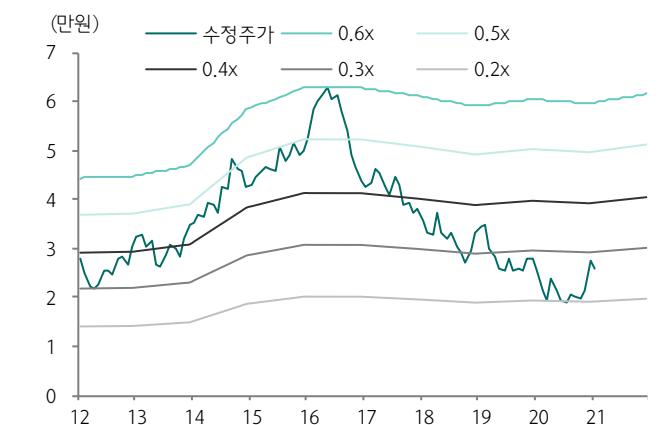
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020F				2021F				4Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	-4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	150,931	130,725	157,113	144,118	148,616	126,619	152,687	144,486	(3.5)	(8.3)
전기판매수익	143,044	122,956	150,194	135,561	140,705	119,389	145,632	136,524	(2.5)	(9.7)
기타매출	7,887	7,769	6,919	8,556	7,911	7,231	7,055	7,962	(17.6)	23.7
영업이익	4,306	3,897	23,322	6,549	10,590	(2,198)	11,328	(14,910)	(141.3)	(71.9)
연료비	41,391	34,177	39,948	33,134	30,818	29,793	41,260	36,658	(25.0)	(17.1)
구입전력비	48,195	34,756	38,785	30,170	49,307	39,296	43,264	41,436	(33.0)	(22.2)
기타	57,039	57,895	55,058	74,264	57,901	59,728	56,835	81,302	(2.4)	34.9
세전이익	1,450	2,177	19,382	3,488	9,813	(5,289)	8,513	(17,693)	(117.2)	(82.0)
순이익	230	1,662	12,363	2,616	7,360	(3,967)	6,385	(13,270)	(119.6)	(78.8)
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	4.5	7.1	(1.7)	7.4	(10.3)	-	-
세전이익률(%)	1.0	1.7	12.3	2.4	6.6	(4.2)	5.6	(12.2)	-	-
순이익률(%)	0.2	1.3	7.9	1.8	5.0	(3.1)	4.2	(9.2)	-	-
전력판매(GWh)	133,697	118,555	131,778	122,279	134,229	121,867	132,668	124,181	(3.3)	(7.2)
판매단가(원/kWh)	107	104	114	111	105	98	110	110	0.8	(2.7)
연료비조정단가(원/kWh)	-	-	-	-	(3.0)	(5.0)	(5.0)	(2.0)	-	-
원/달러 환율	1,193	1,220	1,188	1,118	1,100	1,100	1,100	1,100	(4.9)	(5.9)
석탄(천원/톤)	135	132	123	110	106	124	136	122	(17.2)	(10.9)
LNG(천원/톤)	757	614	502	444	535	523	598	638	(32.4)	(11.6)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



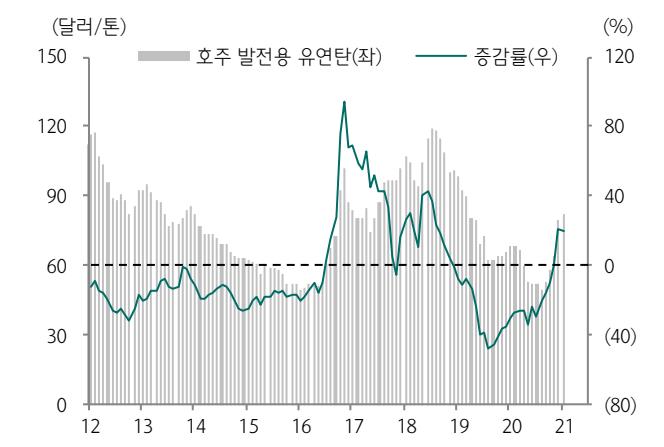
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



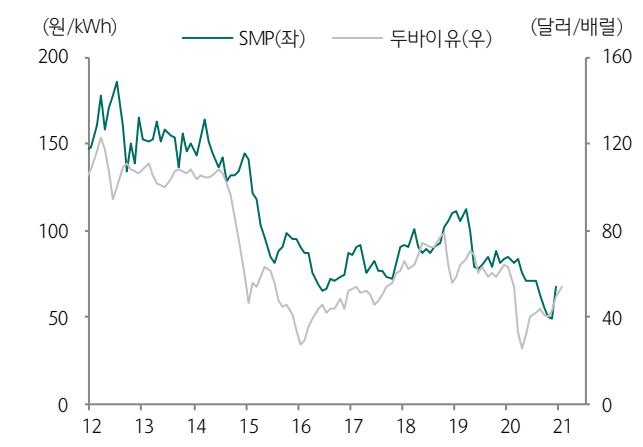
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (1월 YoY +20.1%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (12월 SMP YoY -20.2%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>60,627.6</b>	<b>59,172.9</b>	<b>58,288.8</b>	<b>57,240.8</b>	<b>61,446.0</b>
매출원가	58,207.7	57,779.8	51,776.4	53,980.7	54,597.7
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,512.4	3,260.1	6,848.3
판관비	2,627.9	2,669.6	2,704.9	2,779.1	3,114.2
<b>영업이익</b>	<b>(208.0)</b>	<b>(1,276.5)</b>	<b>3,807.5</b>	<b>481.0</b>	<b>3,734.1</b>
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,579.5)	(1,463.2)	(1,449.7)
종속/관계기업손익	358.2	214.1	307.5	302.9	405.7
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	114.2	213.8	181.0
<b>세전이익</b>	<b>(2,000.8)</b>	<b>(3,265.8)</b>	<b>2,649.6</b>	<b>(465.5)</b>	<b>2,871.1</b>
법인세	(826.3)	(1,002.3)	880.3	(116.4)	717.8
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,769.4	(349.2)	2,153.3
종단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(1,174.5)</b>	<b>(2,263.5)</b>	<b>1,769.4</b>	<b>(349.2)</b>	<b>2,153.3</b>
비지배주주지분 순이익	140.1	82.0	82.3	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(1,314.6)</b>	<b>(2,345.5)</b>	<b>1,687.1</b>	<b>(349.2)</b>	<b>2,153.3</b>
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,501.1	(350.3)	2,160.5
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,542.5	360.7	2,800.6
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,196.1	11,916.1	15,311.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.36	(2.40)	(1.49)	(1.80)	7.35
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	(85.81)	676.43
EBITDA증가율	(33.34)	0.36	54.24	(21.58)	28.49
영업이익증가율	적전	적지	흑전	(87.37)	676.32
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	적전	흑전
EPS증가율	적전	적지	흑전	적전	흑전
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	3.99	2.35	11.17	5.70	11.15
EBITDA이익률	16.19	16.65	26.07	20.82	24.92
영업이익률	(0.34)	(2.16)	6.53	0.84	6.08
계속사업이익률	(1.94)	(3.83)	3.04	(0.61)	3.50

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,048)	(3,654)	2,628	(544)	3,354
BPS	108,641	105,140	107,479	106,115	109,469
CFPS	18,623	21,038	26,941	19,663	25,154
EBITDAPS	15,292	15,347	23,671	18,562	23,851
SPS	94,441	92,175	90,798	89,165	95,716
DPS	0	0	820	0	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	(16.16)	(7.61)	10.43	(47.70)	7.74
PBR	0.30	0.26	0.25	0.24	0.24
PCFR	1.78	1.32	1.02	1.32	1.03
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.73	7.67	5.87
PSR	0.35	0.30	0.30	0.29	0.27
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(1.86)	(3.42)	2.47	(0.51)	3.11
ROA	(0.72)	(1.23)	0.86	(0.18)	1.06
ROIC	(0.08)	(0.55)	1.52	0.21	1.62
부채비율	160.57	186.83	177.42	187.47	187.96
순부채비율	81.34	101.12	96.70	105.62	100.47
이자보상배율(배)	(0.11)	(0.62)	1.92	0.25	1.85

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

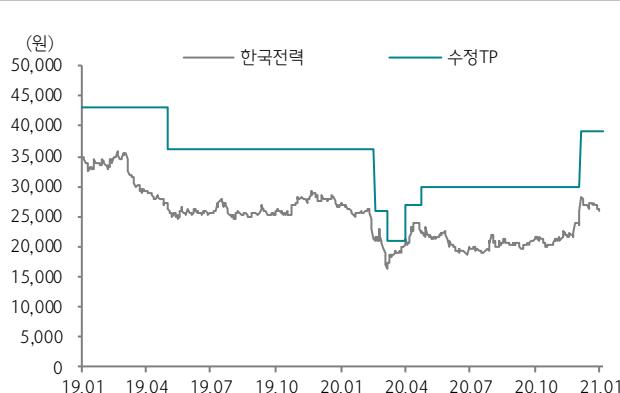
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>19,745.1</b>	<b>19,483.0</b>	<b>14,544.3</b>	<b>14,513.8</b>	<b>15,849.9</b>
금융자산	3,802.6	3,456.6	5,851.9	5,799.3	6,190.7
현금성자산	1,358.3	1,810.1	1,909.0	1,852.6	2,085.5
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,693.3	6,710.4	7,442.1
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,800.9	6,818.2	7,561.7
기타유동자산	1,666.9	2,036.5	(4,801.8)	(4,814.1)	(5,344.6)
<b>비유동자산</b>	<b>165,504.0</b>	<b>178,114.8</b>	<b>180,753.5</b>	<b>185,336.8</b>	<b>190,548.6</b>
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,230.4	8,248.8	9,037.8
금융자산	2,113.6	2,563.5	2,525.1	2,529.0	2,694.2
유형자산	152,743.2	164,701.8	167,330.4	172,033.6	176,576.8
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,158.9	1,020.6	900.2
기타비유동자산	3,540.3	3,766.7	4,033.8	4,033.8	4,033.8
<b>자산총계</b>	<b>185,249.1</b>	<b>197,597.8</b>	<b>195,297.8</b>	<b>199,850.5</b>	<b>206,398.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>21,841.5</b>	<b>24,231.7</b>	<b>20,040.0</b>	<b>25,367.5</b>	<b>25,446.5</b>
금융부채	8,039.1	9,566.3	8,543.3	13,845.1	12,819.8
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,758.4	2,765.4	3,067.0
기타유동부채	10,390.6	11,805.7	8,738.3	8,757.0	9,559.7
<b>비유동부채</b>	<b>92,314.8</b>	<b>104,476.5</b>	<b>104,860.6</b>	<b>104,961.4</b>	<b>109,277.1</b>
금융부채	53,591.5	63,550.4	65,384.7	65,384.7	65,384.7
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	39,475.9	39,576.7	43,892.4
<b>부채총계</b>	<b>114,156.3</b>	<b>128,708.1</b>	<b>124,900.6</b>	<b>130,328.9</b>	<b>134,723.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>69,744.0</b>	<b>67,496.3</b>	<b>68,997.4</b>	<b>68,121.8</b>	<b>70,275.2</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,078.6	2,070.1	2,071.1	2,071.1	2,071.1
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(358.6)	(280.7)	(303.8)	(303.8)	(303.8)
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,725.2	49,849.7	52,003.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>1,348.8</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,399.8</b>	<b>1,399.8</b>	<b>1,399.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>71,092.8</b>	<b>68,889.6</b>	<b>70,397.2</b>	<b>69,521.6</b>	<b>71,675.0</b>
순금융부채	57,828.0	69,660.1	68,076.1	73,430.5	72,013.8

## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6,680.1</b>	<b>8,213.4</b>	<b>9,555.1</b>	<b>11,190.5</b>	<b>18,205.6</b>
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	1,769.4	(349.2)	2,153.3
조정	1,099	1,367	1,320	1,144	1,158
감가상각비	10,024.8	11,128.7	11,388.6	11,435.2	11,577.1
외환거래손익	243.4	370.3	132.2	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	(229.8)	0.0	0.0
기타	(8,811.0)	(9,917.9)	(9,971.0)	(10,291.2)	(10,419.1)
영업활동 자산부채 변동	(3,134.4)	(3,192.7)	(5,417.0)	104.5	4,475.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(13,014.3)</b>	<b>(13,499.4)</b>	<b>(14,660.0)</b>	<b>(16,022.1)</b>	<b>(16,947.5)</b>
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	248.0	(18.4)	(789.0)
자본증가(감소)	(12,032.7)	(13,477.6)	(12,758.5)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(2,149.5)	(3.7)	(158.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,301.7</b>	<b>5,775.4</b>	<b>304.9</b>	<b>4,775.3</b>	<b>(1,025.3)</b>
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	811.4	5,301.7	(1,025.3)
자본증가(감소)	1.0	(8.5)	1.0	0.0	0.0
기타재무활동	(119.2)	(5,589.4)	(507.5)	0.0	0.0
배당지급	(617.0)	(112.7)	0.0	(526.4)	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(1,011.4)</b>	<b>451.8</b>	<b>98.8</b>	<b>(56.3)</b>	<b>232.9</b>
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	17,294.9	12,622.7	16,148.0
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(3,456.5)	(4,809.5)	2,205.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 한국전력



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.12.18	BUY	39,000		
20.5.8	BUY	30,000	-30.57%	-13.33%
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%

## 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: 2021년 01월 12일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 1월 15일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.