2021년 2월 22일 I Equity Research

한국전력 (015760)

1Q까지는 좋은데 2Q부터는 과연

목표주가 35,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 35,000원으로 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 컨센서스를 상회했다. 2020년 별도 순이익에 정부 배당성향 가이드라인 40%를 적용하면 예상 DPS는 1,200원 수준으로 추정된다. 2020년 실적은 원자재 가격 하락으로 전년대비 크게 개선되었지만 2021년은 반대 방향의 흐름이 예상된다. 연료비 조정단가 하락을 감안하면 2분기부터는 스프레드가 빠르게 축소될 전망이다. 분기별 연료비 조정단가(원/kWh)는 1Q -3.0, 2Q -5.0, 3Q -5.0, 4Q -2.0원으로 추정되며 이는 매출 감소 요인이다. 상반기 원자재 가격이 하반기 원가를 결정하나 인플레 우려를 감안하면 보수적 접근이 필요하다. 2021년 기준 PBR 0.22배다.

4Q20 영업이익 9,337억원(흑자전환)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 14.7조원을 기록하며 전년대비 1.7% 감소했다. 주택용 매출액이 8.1% 증가했고 매출액 조정 항목의 감소폭이 줄어들었다. 영업이익은 9,337억원으로 전년대비 흑자로 전환했다. 온실가스 배출권 비용은 4분기에 대부분 인식되는데 2020년 석탄발전량 감소가 기타비용 절감으로 이어졌다. 발전소 이용률은 원자력 79.6%(+20.0%p), 석탄 52.8%(-17.9%p)로 Mix가 소폭 개선되었고 4분기 SMP도 55.8원/kWh로 하락해 연료비와 구입전력비 모두 감소했다.

9월 연료비 조정단가 인상 여부와 전기사업법 개정에 관심

원자재 가격 상승 영향은 2분기부터 반영될 것이다. 따라서 전력판매단가 하락을 감안해도 1분기까지 증익 추세가 지속된다. 한편 2분기부터는 판매단가 하락폭 확대와 원가 상승으로 감익 구간으로 다시 진입할 전망이다. 9월 중순 연료비 조정단가 인상이 예상되며 단행될 경우 원가연동제 시행에 대한 의구심 중 하나가 해결될 수 있다. 발전과 송배전/소매 겸업을 허용토록 하는 법안의 현실화 가능성에 관심을 가질 필요가 있다. 망중립성 훼손 또는 전력시장 선진화 지연 등 여러 논란이 부각될 수 있지만 한국전력 입장에서 보면 분명 긍정적인 이벤트로 간주될 가능성이 높기 때문이다.

Update

BUY

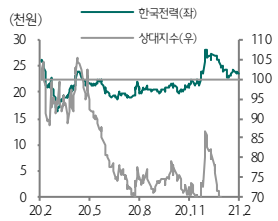
I TP(12M): 35,000원(하향) I CP(2월19일): 23,750원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	3,107.62
52주 최고/최저(원)	28,300/16,250
시가총액(십억원)	15,246.6
시가총액비중(%)	0.71
발행주식수(천주)	641,964.1
60일 평균 거래량(천주)	6,702,913.5
60일 평균 거래대금(십억원)	168.6
20년 배당금(예상,원)	1,220
20년 배당수익률(예상,%)	4.45
외국인지분율(%)	16.91
주요주주 지분율(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	8.02

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.8)	14.2	(8.3)
상대	(5.3)	(13.3)	(34.8)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	58,378.8	58,213.9
영업이익(십억원)	3,777.7	3,176.4
순이익(십억원)	1,753.3	1,192.6
EPS(원)	2,633	1,809
BPS(원)	107,556	108,490

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	60,627.6	59,172.9	58,569.3	57,789.9	61,781.1
영업이익	십억원	(208.0)	(1,276.5)	4,086.3	525.9	3,644.1
세전이익	십억원	(2,000.8)	(3,265.8)	2,991.7	(529.9)	2,507.5
순이익	십억원	(1,314.6)	(2,345.5)	1,992.8	(397.4)	1,880.6
EPS	원	(2,048)	(3,654)	3,104	(619)	2,929
증감율	%	적전	적지	흑전	적전	흑전
PER	배	(16.16)	(7.61)	8.83	(38.37)	8.11
PBR	배	0.30	0.26	0.25	0.22	0.22
EV/EBITDA	배	8.19	9.02	5.56	7.60	5.88
ROE	%	(1.86)	(3.42)	2.91	(0.58)	2.72
BPS	원	108,641	105,140	107,955	106,116	109,045
DPS	원	0	0	1,220	0	1,040

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

하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

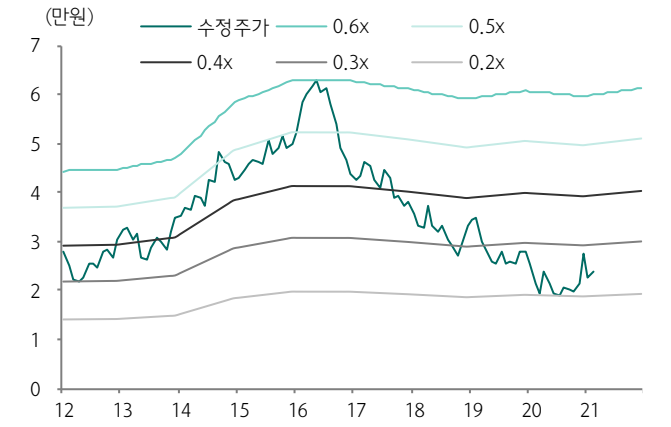
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020P				2021F				4Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	**150,931**	**130,725**	**157,113**	**146,923**	**150,969**	**125,551**	**154,835**	**146,545**	**(1.7)**	**(6.5)**
전기판매수익	143,044	122,956	150,194	141,116	143,057	118,320	147,780	141,362	1.5	(6.0)
기타매출	7,887	7,769	6,919	5,807	7,911	7,231	7,055	5,183	(44.0)	(16.1)
영업이익	**4,306**	**3,897**	**23,322**	**9,337**	**10,117**	**(1,620)**	**10,961**	**(14,199)**	**흑전**	**(60.0)**
연료비	41,391	34,177	39,948	32,424	32,025	34,067	43,815	39,112	(26.6)	(18.8)
구입전력비	48,195	34,756	38,785	35,516	50,926	33,375	43,224	46,209	(21.1)	(8.4)
기타	57,039	57,895	55,058	69,646	57,901	59,728	56,835	75,423	(8.4)	26.5
세전이익	**1,450**	**2,177**	**19,382**	**6,908**	**9,166**	**(4,980)**	**7,819**	**(17,298)**	**흑전**	**(64.4)**
순이익	**230**	**1,662**	**12,363**	**5,673**	**6,875**	**(3,735)**	**5,864**	**(12,974)**	**흑전**	**(54.1)**
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	6.7	(1.3)	7.1	(9.7)	-	-
세전이익률(%)	1.0	1.7	12.3	4.7	6.1	(4.0)	5.0	(11.8)	-	-
순이익률(%)	0.2	1.3	7.9	3.9	4.6	(3.0)	3.8	(8.9)	-	-
전력판매(GWh)	133,697	118,555	131,778	125,240	136,086	120,710	134,174	127,328	(1.0)	(5.0)
판매단가(원/kWh)	107	104	114	113	105	98	110	111	2.5	(1.1)
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	117	109	128	141	126	(11.6)	(4.9)
LNG(천원/톤)	757	614	502	452	562	569	628	670	(31.3)	(10.1)

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이

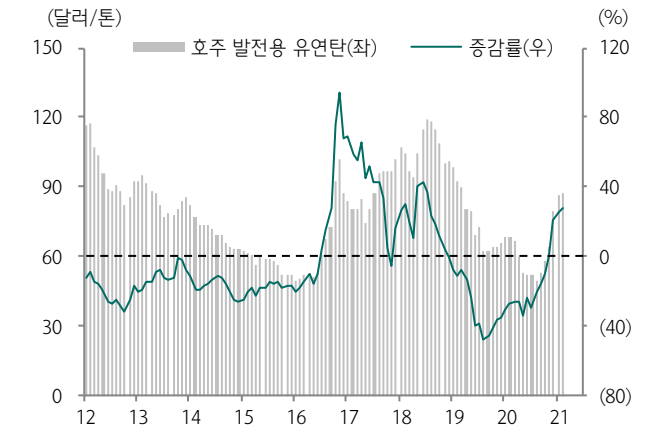


자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이

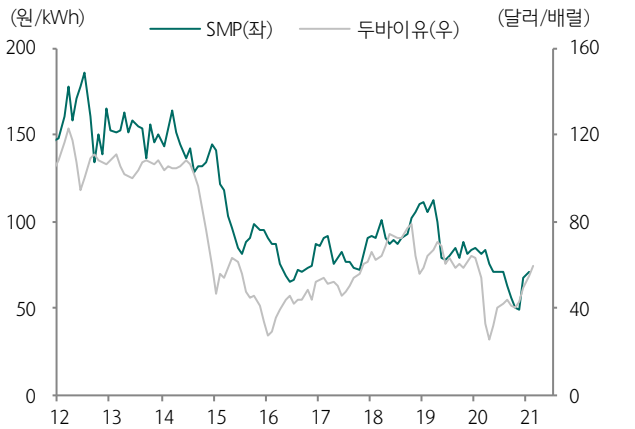
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (2월 YoY +27.6%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (1월 SMP YoY -16.4%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	**60,627.6**	**59,172.9**	**58,569.3**	**57,789.9**	**61,781.1**
매출원가	58,207.7	57,779.8	51,763.0	54,459.6	55,005.1
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,806.3	3,330.3	6,776.0
판관비	2,627.9	2,669.6	2,720.0	2,804.4	3,131.9
영업이익	**(208.0)**	**(1,276.5)**	**4,086.3**	**525.9**	**3,644.1**
금융손익	(1,673.9)	(1,772.5)	(1,386.9)	(1,455.6)	(1,449.6)
종속/관계기업손익	358.2	214.1	281.0	296.2	287.4
기타영업외손익	(477.1)	(431.0)	11.4	103.5	25.6
세전이익	**(2,000.8)**	**(3,265.8)**	**2,991.7**	**(529.9)**	**2,507.5**
법인세	(826.3)	(1,002.3)	899.4	(132.5)	626.9
계속사업이익	(1,174.5)	(2,263.5)	2,092.3	(397.4)	1,880.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1,174.5)**	**(2,263.5)**	**2,092.3**	**(397.4)**	**1,880.6**
비지배주주지분 순이익	140.1	82.0	99.4	0.0	0.0
지배주주순이익	**(1,314.6)**	**(2,345.5)**	**1,992.8**	**(397.4)**	**1,880.6**
지배주주지분포괄이익	(1,426.5)	(2,239.1)	1,825.1	(398.7)	1,886.8
NOPAT	(122.1)	(884.7)	2,857.8	394.5	2,733.1
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,474.8	11,961.1	15,221.2
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	(2.40)	(1.02)	(1.33)	6.91
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	(86.20)	592.80
EBITDA증가율	(33.34)	0.36	57.07	(22.71)	27.26
영업이익증가율	적전	적지	흑전	(87.13)	592.93
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	적전	흑전
EPS증가율	적전	적지	흑전	적전	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	3.99	2.35	11.62	5.76	10.97
EBITDA이익률	16.19	16.65	26.42	20.70	24.64
영업이익률	(0.34)	(2.16)	6.98	0.91	5.90
계속사업이익률	(1.94)	(3.83)	3.57	(0.69)	3.04

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
유동자산	**19,745.1**	**19,483.0**	**14,905.0**	**14,846.7**	**16,129.7**
금융자산	3,802.6	3,456.6	6,044.4	6,008.8	6,302.9
현금성자산	1,358.3	1,810.1	2,073.2	2,041.4	2,169.7
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,823.6	6,806.0	7,571.9
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,933.2	6,915.4	7,693.6
기타유동자산	1,666.9	2,036.5	(4,896.2)	(4,883.5)	(5,438.7)
비유동자산	**165,504.0**	**178,114.8**	**180,894.0**	**185,439.9**	**190,688.6**
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,370.8	8,351.9	9,177.7
금융자산	2,113.6	2,563.5	2,554.5	2,550.6	2,723.6
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**	**4,033.9**	**4,033.8**	**4,033.9**
자산총계	**185,249.1**	**197,597.8**	**195,799.0**	**200,286.6**	**206,818.3**
유동부채	**21,841.5**	**24,231.7**	**19,449.9**	**25,221.6**	**25,355.6**
금융부채	8,039.1	9,566.3	7,756.6	13,554.8	12,533.0
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,812.1	2,804.8	3,120.5
기타유동부채	10,390.6	11,805.7	8,881.2	8,862.0	9,702.1
비유동부채	**92,314.8**	**104,476.5**	**105,629.0**	**105,525.5**	**110,042.6**
금융부채	**53,591.5**	**63,550.4**	**65,384.7**	**65,384.7**	**65,384.7**
기타비유동부채	38,723.3	40,926.1	40,244.3	40,140.8	44,657.9
부채총계	**114,156.3**	**128,708.1**	**125,078.9**	**130,747.2**	**135,398.2**
지배주주지분	**69,744.0**	**67,496.3**	**69,303.1**	**68,122.5**	**70,003.1**
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	51,031.0	49,850.3	51,730.9
비지배주주지분	**1,348.8**	**1,393.3**	**1,417.0**	**1,417.0**	**1,417.0**
자본총계	**71,092.8**	**68,889.6**	**70,720.1**	**69,539.5**	**71,420.1**
순금융부채	57,828.0	69,660.1	67,096.9	72,930.8	71,614.8

투자지표

	2018	2019	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(3,654)	3,104	(619)	2,929
BPS	108,641	105,140	107,955	106,116	109,045
CFPS	18,623	21,038	27,468	19,551	24,588
EBITDAPS	15,292	15,347	24,105	18,632	23,710
SPS	94,441	92,175	91,235	90,021	96,238
DPS	0	0	1,220	0	1,040
주가지표(배)					
PER	(16.16)	(7.61)	8.83	(38.37)	8.11
PBR	0.30	0.26	0.25	0.22	0.22
PCFR	1.78	1.32	1.00	1.21	0.97
EV/EBITDA	8.19	9.02	5.56	7.60	5.88
PSR	0.35	0.30	0.30	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	(1.86)	(3.42)	2.91	(0.58)	2.72
ROA	(0.72)	(1.23)	1.01	(0.20)	0.92
ROIC	(0.08)	(0.55)	1.71	0.23	1.58
부채비율	160.57	186.83	176.86	188.02	189.58
순부채비율	81.34	101.12	94.88	104.88	100.27
이자보상배율(배)	(0.11)	(0.62)	2.07	0.27	1.81

현금흐름표

(단위:십억원)

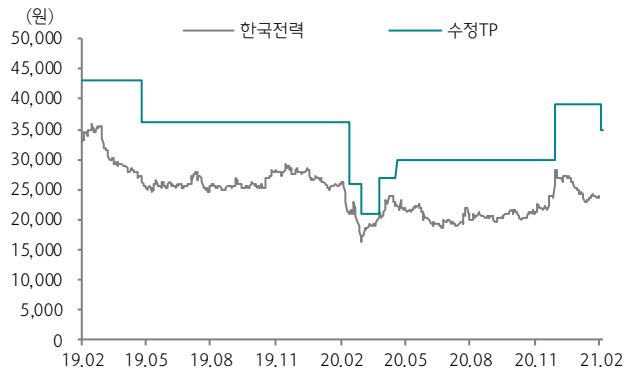
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**6,680.1**	**8,213.4**	**10,674.7**	**10,930.5**	**18,141.7**
당기순이익	(1,174.5)	(2,263.5)	2,092.3	(397.4)	1,880.6
조정	1,099	1,367	1,320	1,144	1,158
감가상각비	10,024.8	11,128.7	11,388.6	11,435.2	11,577.1
외환거래손익	243.4	370.3	132.2	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(214.1)	(229.8)	0.0	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)	(4,620.3)	(107.3)	4,684.0
투자활동 현금흐름	**(13,014.3)**	**(13,499.4)**	**(14,828.7)**	**(15,977.3)**	**(16,991.7)**
투자자산감소(증가)	(622.3)	(486.6)	107.5	18.9	(825.8)
자본증가(감소)	(12,032.7)	(13,477.6)	(12,758.5)	(16,000.0)	(16,000.0)
기타	(359.3)	464.8	(2,177.7)	3.8	(165.9)
재무활동 현금흐름	**5,301.7**	**5,775.4**	**(481.8)**	**5,015.0**	**(1,021.8)**
금융부채증가(감소)	6,036.9	11,486.0	24.7	5,798.2	(1,021.8)
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	(783.2)	0.0
현금의 증감	**(1,011.4)**	**451.8**	**263.1**	**(31.8)**	**128.3**
Unlevered CFO	11,955.4	13,505.8	17,633.4	12,550.7	15,784.3
Free Cash Flow	(5,586.7)	(5,786.9)	(2,336.8)	(5,069.5)	2,141.7

자료: 하나금융투자

Analyst 유재선 02-3771-8011

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.22	BUY	35,000		
20.12.18	BUY	39,000	-35.61%	-28.08%
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	93.18%	6.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 19일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 2월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 2월 22일 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.