

2021. 2. 22



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 32,000 원

현재주가 (2.19) 23,750 원

상승여력 34.7%

KOSPI 3,107.62pt

시가총액 152,466억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 44.83%

외국인비중 16.76%

52주 최고/최저가 28,300원/16,250원

평균거래대금 1,686.4억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 8.02

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.8 14.2 -8.3

상대주가 -5.3 -13.3 -34.8

주가그래프



한국전력 015760

4Q20 Review: 한 줄기 위안

- ✓ 4Q20 영업이익은 9,337억원(흑전 YoY)으로 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 상회
- ✓ 원전복구충당부채비용 감소와 기대치를 상회한 석탄이용률이 주요 원인
- ✓ 주가 상승 촉매인 전기사업법 개정안 상반기 내 통과되기 어려울 전망
- ✓ 모멘텀과 실적은 아쉽지만, 밸류에이션 측면에서는 추가적 하락 가능성 희박
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 32,000원을 유지

4Q20 Review: 충당부채비용 감소로 예상치 상회

4Q20 영업이익은 9,337억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 상회했다. 당사 추정치와 3,600억원 가량 괴리가 발생했는데, ①전년동기 대비 원전복구충당부채비용이 2,400억원 감소했던 점, ②석탄이용률이 기대치를 +2.8%p 상회했던 점이 주요 원인으로 작용했다. 예상 대비 가파르게 상승하고 있는 SMP 추세에도 불구하고, 2Q21 연료비 조정단가 가정을 -5원/kWh에서 -3.5원/kWh로, 2021년 석탄이용률 가정을 소폭 상향(+1%p) 조정하여 2021년 영업이익 추정치 역시 1.7조원에서 2.1조원으로 상향한다.

신재생에너지 발전 사업이 다음 주가 모멘텀

요금제 개편이 일단락된 상황에서, 가장 가시적인 주가 상승 촉매는 2020년 7월 발의된 전기사업법 개정안 통과이다. 해당 개정안은 한국전력 별도법인의 신재생에너지 발전사업 진출을 허용함으로써 발전 사업 내 동사의 영향력을 확대시킨다. 다만 '망중립성' 및 민간발전사의 사업 영역 침해 등의 논란이 여전히 해결되지 않은 상황으로, 상반기 내 통과는 쉽지 않을 것으로 예상된다.

현 주가에서는 추가 하락 폭 제한적, 시장 하락 시 방어주 역할 가능

단기간 내 모멘텀이 부재하고, 실적 측면에서도 2021년 역성장이 예상된다. 그러나 역사적 저점에 가까운 현 주가에서는 추가적인 하락 가능성도 낮다. 전기사업법 개정안 통과 상황에 따라 트레이딩 기회가 발생할 수 있으며, 시장 하락 시 방어주 역할도 가능하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 32,000원을 유지한다.

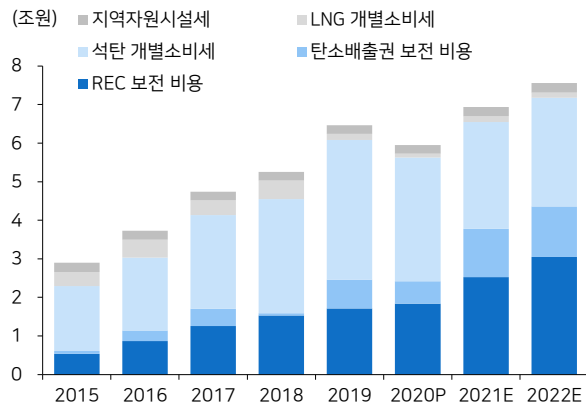
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	60,627.6	-208.0	-1,314.6	-2,048	-181.5	108,642	-16.2	0.3	8.2	-1.9	160.6
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020P	58,569.3	4,086.3	1,992.8	3,104	-192.5	106,955	8.8	0.3	5.9	2.9	190.9
2021E	59,074.2	2,157.0	684.1	1,066	-67.0	107,770	22.3	0.2	6.5	1.0	194.6
2022E	63,000.8	3,691.8	1,558.5	2,428	127.8	109,698	9.8	0.2	5.8	2.2	196.1

표1 한국전력 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	14,692.3	14,941.2	-1.7	15,711.4	-6.5	14,579.5	0.8	14,961.7	-1.8
영업이익	933.7	-1,587.2	흑전	2,332.2	-60.0	564.7	65.3	575.0	62.4
세전이익	692.5	-2,026.7	흑전	1,938.2	-64.3	193.0	258.9	1,686.8	-58.9
지배순이익	567.3	-1,333.0	흑전	1,236.3	-54.1	190.4	197.9	1,168.9	-51.5

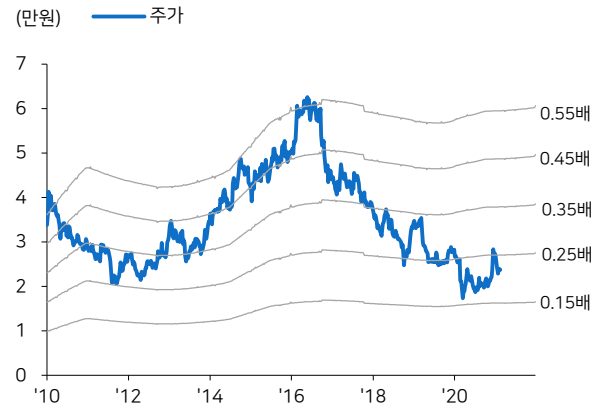
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 환경비용 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국전력 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	42.9	44.6	58.0	61.0	62.0	63.0	69.4	63.5	42.2	61.0
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,090.0	1,080.0	1,065.0	1,055.0	1,100.2	1,165.4	1,180.3	1,072.5
원전이용률(%)	77.8	84.7	69.2	82.9	82.0	80.0	78.0	83.0	71.6	73.4	78.6	80.8
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.5	108.9	107.5	100.5	114.4	111.8	108.6	108.5	109.7	108.5
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,711.4	14,692.3	14,951.3	12,708.6	16,004.4	15,410.0	60,627.6	59,172.9	58,569.3	59,074.2
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	-0.9	-2.8	1.9	4.9	1.4	-2.4	-1.0	0.9
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	12,958.9	12,899.4	13,308.0	11,809.5	16,238.9	58,207.7	57,779.8	51,756.5	54,255.7
연료비	4,139.0	3,418.0	4,139.0	3,242.4	3,775.1	3,962.7	4,234.5	4,339.4	19,935.5	18,261.0	14,938.4	16,311.7
구입전력비	4,820.0	3,475.0	4,820.0	3,551.6	3,881.5	4,187.0	3,692.0	5,347.5	18,307.3	18,270.0	16,666.6	17,108.0
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,576.6	2,826.2	2,849.0	2,841.9	2,891.9	9,756.1	10,819.7	10,909.3	11,409.0
인건비	1,250.3	1,233.1	1,225.3	1,565.4	1,275.3	1,257.8	1,249.8	1,596.7	4,323.2	4,938.3	5,274.1	5,379.6
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	-204.6	2,022.9	1,141.3	1,051.5	-208.7	2,063.4	5,885.6	5,490.9	3,968.0	4,047.4
매출총이익	996.4	1,103.4	2,979.8	1,733.4	2,051.9	-599.4	4,194.9	-828.9	2,419.9	1,393.1	6,812.9	4,818.5
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.8	13.7	-4.7	26.2	-5.4	4.0	2.4	11.6	8.2
판관비	565.8	713.6	647.5	799.7	585.0	648.9	621.4	806.2	2,627.9	2,669.6	2,726.6	2,661.5
판관비율(%)	3.7	5.5	4.1	5.4	3.9	5.1	3.9	5.2	4.3	4.5	4.7	4.5
영업이익	430.6	389.8	2,332.2	933.7	1,466.8	-1,248.3	3,573.5	-1,635.1	-208.0	-1,276.5	4,086.3	2,157.0
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	88.2	흑전	240.7	적전	53.2	적전	적전	적확	흑전	-47.2
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	9.8	-9.8	22.3	-10.6	-0.3	-2.2	7.0	3.7
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-173.2	-165.3	-294.7	-275.1	-329.5	-1,673.9	-1,772.5	-1,386.9	-1,064.5
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-119.2	106.5	-186.2	-108.8	-193.2	-477.1	-431.0	13.1	-381.7
종속,관계기업 관련 손익	205.8	0.7	23.3	51.2	196.0	29.1	4.3	48.9	358.2	214.1	281.0	278.4
세전이익	145.0	217.8	1,938.2	692.5	1,604.1	-1,700.1	3,194.0	-2,108.8	-2,000.8	-3,265.8	2,993.4	989.2
연결 당기순이익	53.6	202.9	1,251.3	586.2	1,122.9	-1,190.1	2,235.8	-1,476.2	-1,174.5	-2,263.5	2,094.0	692.4
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	7.5	-9.4	14.0	-9.6	-1.9	-3.8	3.6	1.2
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	419.0	흑전	1,994.6	적전	78.7	적전	적전	적확	흑전	-66.9
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	567.3	1,111.6	-1,178.2	2,213.4	-1,461.4	-1,314.6	-2,345.5	1,992.8	685.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	60,627.6	59,172.9	58,569.3	59,074.2	63,000.8
매출액증가율 (%)	1.4	-2.4	-1.0	0.9	6.6
매출원가	58,207.7	57,779.8	51,756.5	54,255.7	56,440.5
매출총이익	2,419.9	1,393.1	6,812.9	4,818.6	6,560.4
판매관리비	2,627.9	2,669.6	2,726.6	2,661.6	2,868.6
영업이익	-208.0	-1,276.5	4,086.3	2,157.0	3,691.8
영업이익률	-0.3	-2.2	7.0	3.7	5.9
금융손익	-1,673.9	-1,772.5	-1,129.5	-1,064.7	-1,344.9
중속/관계기업손익	358.2	214.1	262.6	278.4	251.8
기타영업외손익	-477.1	-431.0	-226.0	-383.6	-349.8
세전계속사업이익	-2,000.8	-3,265.8	2,993.4	987.1	2,248.9
법인세비용	-826.3	-1,002.3	899.4	296.1	674.7
당기순이익	-1,174.5	-2,263.5	2,094.0	691.0	1,574.2
지배주주지분 순이익	-1,314.6	-2,345.5	1,992.8	684.1	1,558.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	19,745.1	19,483.0	21,439.3	22,367.2	23,914.4
현금및현금성자산	1,358.4	1,810.1	1,708.7	1,794.6	2,907.8
매출채권	7,087.3	6,939.2	6,823.6	7,156.9	7,328.7
재고자산	7,188.3	7,050.7	6,933.2	7,271.9	7,446.4
비유동자산	165,504.0	178,114.8	182,438.8	185,659.9	188,872.9
유형자산	152,743.2	164,701.8	168,871.5	171,859.3	174,998.2
무형자산	1,228.5	1,168.0	1,162.6	1,036.6	925.5
투자자산	7,992.0	8,478.3	8,370.8	8,730.2	8,915.4
자산총계	185,249.1	197,597.8	203,878.1	208,027.1	212,787.3
유동부채	21,841.5	24,231.7	28,169.3	26,916.1	26,360.1
매입채무	3,411.8	2,859.7	2,812.1	2,949.4	3,020.2
단기차입금	860.6	698.6	4,333.6	3,033.5	3,336.9
유동성장기부채	7,100.9	7,759.3	8,718.0	8,026.4	6,786.5
비유동부채	92,314.8	104,476.5	105,629.0	110,500.7	114,563.6
사채	49,815.2	55,629.0	57,417.0	60,287.8	63,302.2
장기차입금	3,258.0	3,389.7	3,504.3	3,539.3	3,574.7
부채총계	114,156.3	128,708.1	133,798.3	137,416.8	140,923.7
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
기타포괄이익누계액	-358.6	-280.7	-303.8	-303.8	-303.8
이익잉여금	51,519.1	49,202.1	50,389.0	50,912.6	52,150.1
비지배주주지분	1,348.8	1,393.3	1,418.7	1,425.7	1,441.4
자본총계	71,092.8	68,889.7	70,079.9	70,610.4	71,863.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	6,680.1	8,213.4	10,408.7	14,436.8	14,306.9
당기순이익(손실)	-1,174.5	-2,263.5	2,094.0	691.0	1,574.2
유형자산상각비	9,905.9	10,971.8	11,317.3	11,648.1	11,936.0
무형자산상각비	118.9	156.9	150.7	126.0	111.1
운전자본의 증감	-3,134.4	-3,192.7	-4,528.9	2,381.9	819.0
투자활동 현금흐름	-13,014.3	-13,499.4	-16,014.4	-14,657.2	-15,163.9
유형자산의증가(CAPEX)	-12,266.9	-14,000.4	-14,635.9	-14,635.9	-15,074.9
투자자산의감소(증가)	-622.3	-486.6	107.5	-359.4	-185.2
재무활동 현금흐름	5,301.7	5,775.4	5,509.8	306.3	1,970.3
차입금의 증감	6,036.9	11,486.1	6,016.3	948.3	2,130.8
자본의 증가	1.0	-8.5	1.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1,011.4	451.8	-101.4	85.9	1,113.2
기초현금	2,369.7	1,358.4	1,810.1	1,708.7	1,794.6
기말현금	1,358.4	1,810.1	1,708.7	1,794.6	2,907.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	94,441	92,175	91,235	92,021	98,138
EPS(지배주주)	-2,048	-3,654	3,104	1,066	2,428
CFPS	18,623	21,038	26,939	21,890	24,601
EBITDAPS	15,292	15,347	24,229	21,701	24,517
BPS	108,642	105,140	106,955	107,770	109,698
DPS	0	0	1,000	250	500
배당수익률(%)	0.0	0.0	3.6	1.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	-16.2	-7.6	8.8	22.3	9.8
PCR	1.8	1.3	1.0	1.1	1.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EBITDA	9,816.8	9,852.2	15,554.3	13,931.1	15,738.9
EV/EBITDA	8.2	9.0	5.9	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-3.4	2.9	1.0	2.2
EBITDA 이익률	16.2	16.6	26.6	23.6	25.0
부채비율	160.6	186.8	190.9	194.6	196.1
금융비용부담률	3.1	3.5	3.4	3.4	3.4
이자보상배율(x)	-0.1	-0.6	2.0	1.1	1.7
매출채권회전율(x)	8.4	8.4	8.5	8.5	8.7
재고자산회전율(x)	9.2	8.3	8.4	8.3	8.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.09.30	산업분석	Hold	25,000	민사영	7.9	17.0	
2020.01.30	기업브리프	Hold	28,000	민사영	-8.6	-7.0	
2020.02.19				커버리지 제외			
2020.08.24	산업분석	Buy	25,000	문경원	-17.4	-13.0	
2020.11.13	기업브리프	Buy	26,000	문경원	-6.8	8.8	
2021.01.20	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-	-	