



하나금융그룹

2021년 4월 13일 | Equity Research

한국전력 (015760)

6월 연료비 인상분 반영 여부가 관건

목표주가 35,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 35,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망이다. 2020년의 원가 절감 모멘텀은 올해 1분기 실적까지 유효하다. 하지만 작년 연말 급등한 원자재 가격과 연료비 연동제 실시 이후 실질적으로 인하된 전기요금 영향에 2분기부터는 다시 실적 부진 구간으로 들어설 전망이다. RPS, ETS 등 정책 비용과 원가 부담 증가는 확실하기 때문에 실적 측면에서 기대할 부분은 제한적이다. 6월에 진행될 3분기 연료비 조정단가 산정에서 인상요인이 적절히 반영되는 것만이 거의 유일한 주가 반등 조건으로 판단된다. 2021년 기준 PBR 0.23배다.

1Q21 영업이익 7,073억원(YoY +64.2%) 컨센서스 부합 전망

1분기 매출액은 전년대비 1.1% 증가한 15.3조원으로 전망된다. 연료비 조정단가 인하 영향에도 불구하고 겨울철 한파 영향에 판매실적이 개선이 예상된다. 영업이익은 전년대비 64.2% 증가한 7,073억원으로 전망된다. 이용률은 원전과 석탄 각각 77.8%(+4.0%p), 56.6%(-2.0%p)로 Mix 개선이 기대된다. 향후 석탄 이용률은 자발적 상한제 실시로 회복을 담보하기 어렵고 원전도 일부 호기 정비 지역에 연간 기준 하락으로 예상된다. 연료비는 원자재 가격 약세로 전년대비 감소할 전망이다. 구입전력비는 1분기 SMP가 76.8원/kWh으로 전년대비 7.8% 하락했음에도 전력수요 강세로 증가할 전망이다.

최근 유가 안정세 긍정적. 상승한 원가의 판가 전가가 중요

2분기 연료비 조정단가 산정에서 인상요인이 발생했음에도 불구하고 동결조치가 결정되었다. 급격한 LNG 가격 상승과 코로나19 영향을 감안한 조치다. 3분기는 LNG Spot 영향이 사라지며 오로지 코로나19만 주요 결정근거가 될 것이다. 과거에도 그랬듯이 물가 상승 국면에서의 공공요금 인상은 달성하기 어려운 과제다. 다만 임의적인 인상조치가 아니라 산식에 의해서 이뤄지는 제도의 신뢰성 회복 차원에서 향후 3분기 연료비 조정단가 산정 결과를 지켜볼 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(4월12일): 23,850원

Key Data		Consensus Data		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	3,135.59	매출액(십억원)	57,991.0	59,784.3	
52주 최고/최저(원)	28,300/18,700	영업이익(십억원)	2,375.9	3,302.7	
시가총액(십억원)	15,310.8	순이익(십억원)	644.3	1,298.4	
시가총액비중(%)	0.70	EPS(원)	1,149	1,954	
발행주식수(천주)	641,964.1	BPS(원)	107,898	109,174	
60일 평균 거래량(천주)	3,530.8				
60일 평균 거래대금(십억원)	84.3				
21년 배당금(예상, 원)	0				
21년 배당수익률(예상, %)	0.00				
외국인지분율(%)	16.63				
주요주주 지분율(%)					
한국산업은행 외 2 인	51.14				
국민연금공단	6.94				
주가상승률	1M 6M 12M				
절대	2.8 13.0 19.0				
상대	0.1 (13.3) (29.4)				

Stock Price

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	59,172.9	58,569.3	59,473.3	63,352.5	64,710.4
영업이익	십억원	(1,276.5)	4,086.3	(660.9)	2,617.9	3,732.2
세전이익	십억원	(3,265.8)	2,991.5	(2,140.4)	1,034.1	1,960.0
순이익	십억원	(2,345.5)	1,991.3	(1,605.3)	775.6	1,470.0
EPS	원	(3,654)	3,102	(2,501)	1,208	2,290
증감율	%	적지	흑전	적전	흑전	89.57
PER	배	(7.61)	8.83	(9.54)	19.74	10.41
PBR	배	0.26	0.25	0.23	0.23	0.22
EV/EBITDA	배	9.02	5.68	7.81	5.99	5.51
ROE	%	(3.42)	2.91	(2.36)	1.15	2.15
BPS	원	105,140	107,945	104,228	105,436	107,206
DPS	원	0	1,216	0	520	680



Analyst 유재선

02-3771-8011

jaeseon.yoo@hanafn.com

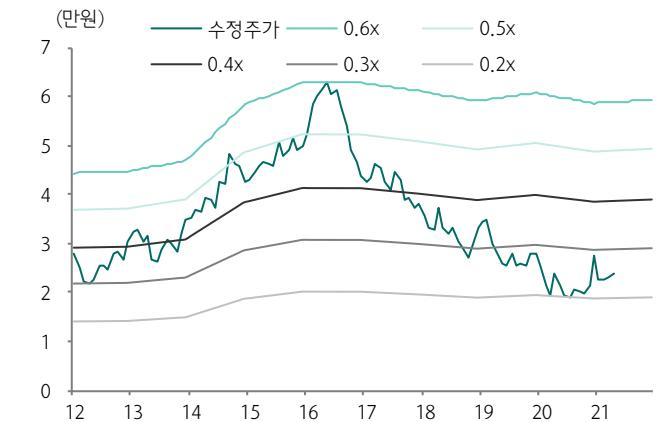
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				1Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	150,931	130,725	157,113	146,923	152,658	127,965	160,999	153,111	1.1	3.9
전기판매수익	143,044	122,956	150,194	141,116	144,747	120,734	153,944	147,276	1.2	2.6
기타매출	7,887	7,769	6,919	5,807	7,911	7,231	7,055	5,835	0.3	36.2
영업이익	4,306	3,897	23,322	9,337	7,073	(9,548)	10,327	(14,460)	64.2	(24.3)
연료비	41,391	34,177	39,948	32,424	33,832	33,066	44,986	38,587	(18.3)	4.3
구입전력비	48,195	34,756	38,785	35,516	54,339	45,211	49,344	54,077	12.7	53.0
기타	57,039	57,895	55,058	69,646	57,414	59,236	56,342	74,908	0.7	(17.6)
세전이익	1,450	2,177	19,382	6,907	5,111	(14,032)	6,058	(18,542)	252.4	(26.0)
순이익	230	1,662	12,363	5,658	3,834	(10,524)	4,544	(13,906)	1,568.3	(32.2)
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	4.6	(7.5)	6.4	(9.4)	-	-
세전이익률(%)	1.0	1.7	12.3	4.7	3.3	(11.0)	3.8	(12.1)	-	-
순이익률(%)	0.2	1.3	7.9	3.9	2.5	(8.2)	2.8	(9.1)	-	-
전력판매(GWh)	133,697	118,555	131,778	125,240	137,699	120,710	134,174	127,328	3.0	9.9
판매단가(원/kWh)	107	104	114	113	105	100	115	116	(1.8)	(6.7)
연료비조정단가(원/kWh)	-	-	-	-	(3.0)	(3.0)	0.0	3.0	-	-
원/달러 환율	1,193	1,220	1,188	1,118	1,114	1,114	1,114	1,114	(6.6)	(0.3)
석탄(천원/톤)	135	132	123	117	110	130	147	133	(18.8)	(6.1)
LNG(천원/톤)	757	614	502	452	667	622	645	693	(11.9)	47.6

자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



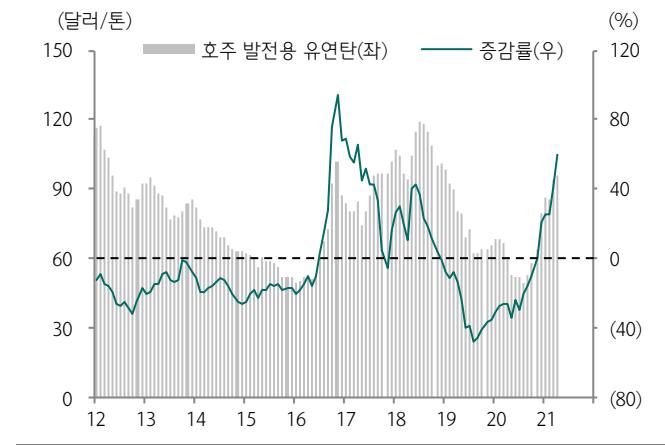
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



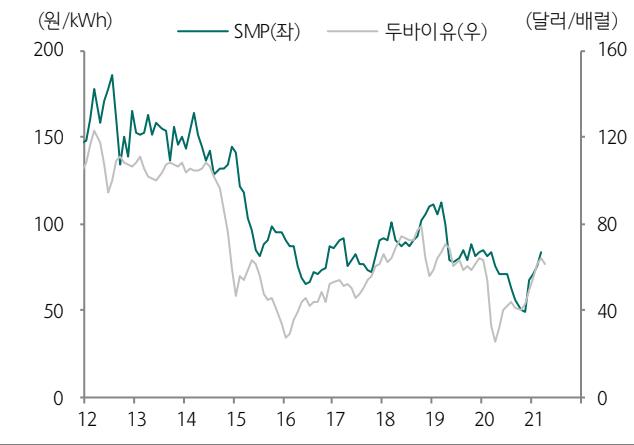
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (6,300kcal) (4월 YoY +60.2%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (3월 SMP YoY +1.0%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액		59,172.9	58,569.3	59,473.3	63,352.5	64,710.4
매출원가		57,779.8	51,804.6	57,252.6	57,542.0	57,645.9
매출총이익		1,393.1	6,764.7	2,220.7	5,810.5	7,064.5
판관비		2,669.6	2,678.4	2,881.6	3,192.6	3,332.3
영업이익		(1,276.5)	4,086.3	(660.9)	2,617.9	3,732.2
금융손익		(1,772.5)	(1,386.2)	(1,874.5)	(1,889.8)	(2,060.1)
종속/관계기업손익		214.1	281.1	296.3	287.4	269.7
기타영업외손익		(431.0)	10.3	98.6	18.6	18.1
세전이익		(3,265.8)	2,991.5	(2,140.4)	1,034.1	1,960.0
법인세		(1,002.3)	899.1	(535.1)	258.5	490.0
계속사업이익		(2,263.5)	2,092.5	(1,605.3)	775.6	1,470.0
종단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(2,263.5)	2,092.5	(1,605.3)	775.6	1,470.0
비지배주주지분 순이익		82.0	101.1	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		(2,345.5)	1,991.3	(1,605.3)	775.6	1,470.0
지배주주지분포괄이익		(2,239.1)	1,802.8	(1,622.5)	783.9	1,485.7
NOPAT		(884.7)	2,858.2	(495.6)	1,963.4	2,799.2
EBITDA		9,852.2	15,634.3	11,399.7	14,804.1	16,050.3
성장성(%)						
매출액증가율		(2.40)	(1.02)	1.54	6.52	2.14
NOPAT증가율		적지	흑전	적전	흑전	42.57
EBITDA증가율		0.36	58.69	(27.09)	29.86	8.42
영업이익증가율		적지	흑전	적전	흑전	42.56
(지배주주)순익증가율		적지	흑전	적전	흑전	89.53
EPS증가율		적지	흑전	적전	흑전	89.57
수익성(%)						
매출총이익률		2.35	11.55	3.73	9.17	10.92
EBITDA이익률		16.65	26.69	19.17	23.37	24.80
영업이익률		(2.16)	6.98	(1.11)	4.13	5.77
계속사업이익률		(3.83)	3.57	(2.70)	1.22	2.27

대차대조표		(단위:십억원)				
		2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산		19,483.0	20,561.9	21,112.6	22,302.5	23,953.3
금융자산		3,456.6	4,886.5	4,779.1	5,326.2	6,597.6
현금성자산		1,810.1	2,029.6	1,852.7	2,332.0	3,563.5
매출채권		6,939.2	7,162.7	7,464.4	7,759.1	7,933.0
재고자산		7,050.7	6,742.9	7,026.9	7,304.3	7,468.0
기타유동자산		2,036.5	1,769.8	1,842.2	1,912.9	1,954.7
비유동자산		178,114.8	182,580.2	184,839.6	186,966.0	188,832.4
투자자산		8,478.3	8,643.4	8,963.4	9,276.0	9,460.4
금융자산		2,563.5	2,472.8	2,533.0	2,591.7	2,626.4
유형자산		164,701.8	168,709.4	170,839.2	172,808.9	174,618.7
무형자산		1,168.0	1,153.9	963.6	807.6	679.7
기타비유동자산		3,766.7	4,073.5	4,073.4	4,073.5	4,073.6
자산총계		197,597.8	203,142.1	205,952.2	209,268.6	212,785.7
유동부채		24,231.7	25,881.2	29,258.4	30,022.3	31,355.0
금융부채		9,566.3	11,301.4	14,127.7	14,353.5	15,368.7
매입채무		2,859.7	2,606.9	2,716.7	2,823.9	2,887.2
기타유동부채		11,805.7	11,972.9	12,414.0	12,844.9	13,099.1
비유동부채		104,476.5	106,594.0	108,412.9	110,189.7	111,238.0
금융부채		63,550.4	63,409.4	63,409.4	63,409.4	63,409.4
기타비유동부채		40,926.1	43,184.6	45,003.5	46,780.3	47,828.6
부채총계		128,708.1	132,475.3	137,671.3	140,212.1	142,593.0
지배주주지분		67,496.3	69,296.6	66,910.7	67,686.3	68,822.5
자본금		3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금		2,070.1	2,067.9	2,067.9	2,067.9	2,067.9
자본조정		13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액		(280.7)	(409.6)	(409.6)	(409.6)	(409.6)
이익잉여금		49,202.1	51,133.6	48,747.7	49,523.3	50,659.4
비지배주주지분		1,393.3	1,370.2	1,370.2	1,370.2	1,370.2
자본총계		68,889.6	70,666.8	68,280.9	69,056.5	70,192.7
순운용부채		69,660.1	69,824.3	72,758.1	72,436.8	72,180.5

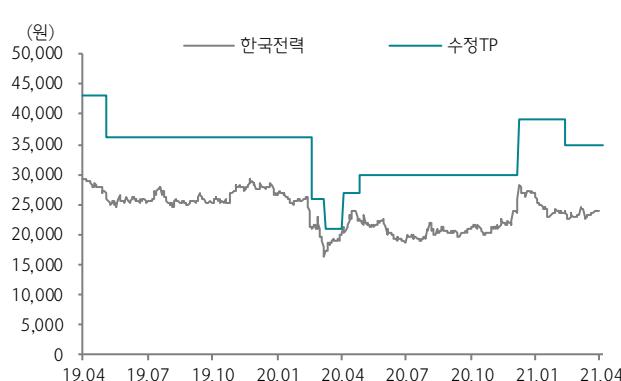
투자지표		(단위:원)				
		2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)						
EPS		(3,654)	3,102	(2,501)	1,208	2,290
BPS		105,140	107,945	104,228	105,436	107,206
CFPS		21,038	28,676	18,322	23,470	25,107
EBITDAPS		15,347	24,354	17,758	23,061	25,002
SPS		92,175	91,235	92,643	98,685	100,801
DPS		0	1,216	0	520	680
주가지표(배)						
PER		(7.61)	8.83	(9.54)	19.74	10.41
PBR		0.26	0.25	0.23	0.23	0.22
PCFR		1.32	0.96	1.30	1.02	0.95
EV/EBITDA		9.02	5.68	7.81	5.99	5.51
PSR		0.30	0.30	0.26	0.24	0.24
재무비율(%)						
ROE		(3.42)	2.91	(2.36)	1.15	2.15
ROA		(1.23)	0.99	(0.78)	0.37	0.70
ROIC		(0.55)	1.69	(0.29)	1.13	1.60
부채비율		186.83	187.46	201.62	203.04	203.15
순부채비율		101.12	98.81	106.56	104.89	102.83
이자보상배율(배)		(0.62)	2.05	(0.33)	1.27	1.82

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		8,213.4	13,208.5	12,358.7	14,821.4	14,885.1
당기순이익		(2,263.5)	2,092.5	(1,605.3)	775.6	1,470.0
조정		1,367	1,401	1,206	1,219	1,232
감가상각비		11,128.7	11,548.0	12,060.5	12,186.2	12,318.1
외환거래손익		370.3	(782.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익		(214.1)	(281.1)	0.0	0.0	0.0
기타		(9,917.9)	(9,083.7)	(10,854.5)	(10,967.2)	(11,086.1)
영업활동 자산부채 변동		(3,192.7)	(2,889.3)	1,903.5	1,859.5	1,097.0
투자활동 현금흐름		(13,499.4)	(14,831.8)	(14,389.4)	(14,380.4)	(14,224.4)
투자자산감소(증가)		(486.6)	(171.9)	(320.0)	(312.6)	(184.4)
자본증가(감소)		(13,477.6)	(12,949.5)	(14,000.0)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타		464.8	(1,710.4)	(69.4)	(67.8)	(40.0)
재무활동 현금흐름		5,775.4	1,880.8	2,045.8	225.8	681.4
금융부채증가(감소)		11,486.0	1,594.2	2,826.4	225.8	1,015.2
자본증가(감소)		(8.5)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(5,589.4)	383.6	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급		(112.7)	(94.7)	(780.6)	0.0	(333.8)
현금의 증감		451.8	219.5	(222.6)	479.3	1,231.5
Unlevered CFO		13,505.8	18,409.1	11,761.8	15,066.8	16,117.8
Free Cash Flow		(5,786.9)	(72.8)	(1,641.3)	821.4	885.1

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	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 10일

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 4월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 4월 13일 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 것임이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임아래 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.