

한국전력(015760)

실적은 좋지 않지만 기대할 것도 많다

2021.04.20

Issue Comment & Preview

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **43,000원**(유지)

현재주가: 24,200원(4/19)

시가총액: 15,535(십억원)

Analyst 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

1Q21 Preview: 매출액 14.9 조원, 영업이익 3,670 억원(영업이익률 2.5%)

매출액 14.9 조원(-1.5%yoy, +1.2%qoq), 영업이익 3,670 억원(-14.8%yoy, -60.7%qoq)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 하회하는 실적 전망. 1Q21 분기 평균 판가는 104.9 원/kWh, 평균원가는 102.6 원/kWh 으로 올해부터 시작된 연료비조정요금 인하(-3 원/kWh)로 인한 마진 스프레드 하락이 불가피하기 때문. 2020 년 상반기 국제 에너지 가격 하락으로 인한 비용 감소 영향이 1 분기까지 이어졌지만, 운임 상승과 아시아 LNG Spot 가격 급등의 영향이 3 월에 집중되어 비용 절감 규모가 예상을 하회했을 것. **EPSIS 에 의하면 3 월 LNG 연료단가는 61.4 만원으로 2 월 46.0 만원 대비 33.5% 상승하였음. 또한 연초 대비 원전 이용률이 하락해 78.0% 수준에 머물고 미세먼지저감특별대책으로 석탄발전소의 이용률 개선 폭도 제한적이라 부진한 실적 예상**

단기적으로는 3 분기 연료비조정단가 상향을 기대

당사는 한국전력에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 43,000 원을 유지. 실적 전망 하향에도 목표주가를 유지하는 이유는 2 분기부터 주가에 긍정적인 이슈들이 대기하고 있기 때문. 한국전력은 **3 분기 연료비조정단가를 6/21 발표할 예정이며, 상황 조정 여부에 따라 실적과 주가도 반등 가능할 것이라 판단.** 당사는 3 분기에는 요금 인상을 기대하는데, 그 이유로 정부의 RE3020 재생에너지 목표 설비 60GW 중 한국전력과 발전자회사의 목표가 40GW 를 차지해 총 120 조원의 투자재원 마련이 필요하기 때문. 2050 탄소중립을 위해서 정부주도의 공격적인 투자와 설비 확보가 필요하다는 점, 한국전력의 연평균 현금창출 능력이 투자비(2030년까지 연 평균 23 조원)에 미치지 못하는 점을 고려하면 지속적인 요금 동결은 쉽지 않기 때문. 또한 최근 직접 PPA 통과로 한국전력의 재생에너지 발전사업 허가에 대한 명분도 마련되고 있는 점을 긍정적으로 해석. 공공기관 신임 사장 취임 이후 에너지전환의 주도적인 메인 플레이어 이어가 되길 기대

발행주식수	641,964천주		
52주 최고가	30,050원		
최저가	18,700원		
52주 일간 Beta	0.63		
90일 일평균거래대금	80,531억원		
외국인 지분율	16.6%		
배당수익률(2021F)	0.0%		
주주구성			
한국산업은행 (외 3인)	51.1		
국민연금공단 (외 1인)	6.9		
추가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.2	10.1	18.3
절대기준(%)	-7.5	-26.5	-54.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	43,000	43,000	-
영업이익(21)	16	1,350	▼
영업이익(22)	2,342	3,258	▼

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q21E			시장 전망치	2Q21E			2020	2021E		2022E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	14,867	1.2	-1.5	14,975	12,914	-13.1	-1.2	58,569	56,765	-3.1	59,157	4.2
영업이익	367	-60.7	-14.8	616	-1,334	적전	적전	4,086	16	-99.6	2,342	14,285.2
세전이익	317	-54.1	118.9	427	-1,800	적전	적전	2,992	-1,679	적전	292	흑전
순이익	256	-56.2	377.4	171	-1,815	적전	적전	2,092	-2,549	적전	226	흑전
OP Margin	2.5	-3.9	-0.4	4.1	-10.3	-12.8	-13.3	7.0	0.0	-6.9	4.0	3.9
NP Margin	1.7	-2.3	1.4	1.1	-14.1	-15.8	-15.6	3.6	-4.5	-8.1	0.4	4.9
EPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	3,102	-3,895	적전	341	흑전
BPS(원)	-	-	-	-	-	-	-	107,945	102,759	-4.8	103,111	0.3
ROE(%)	-	-	-	-	-	-	-	3.1	-3.8	-6.8	0.3	4.1
PER(X)	-	-	-	-	-	-	-	8.8	na	-	70.2	-
PBR(X)	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.2	-	0.2	-

자료: 유진투자증권

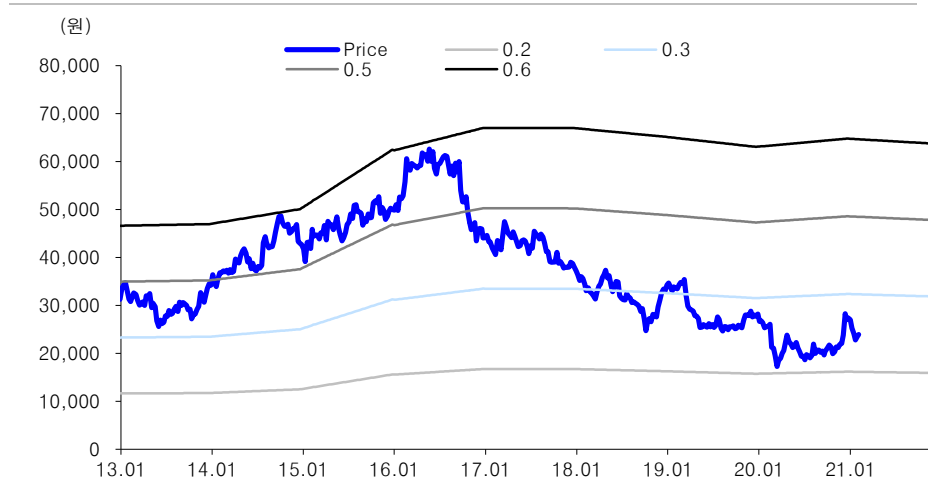
주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	58,487	59,197	56,765	59,157	(2.9)	(0.1)
영업이익	1,350	3,258	16	2,342	(98.8)	(28.1)
영업이익률(%)	2.3	5.5	0.0	4.0	(2.3)	(1.5)
EBITDA	13,395	15,546	12,004	14,621	(10.4)	(6.0)
EBITDA 이익률(%)	22.9	26.3	21.1	24.7	(1.8)	(1.6)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR BAND CHART



자료: 유진투자증권

도표 3. 실적 추정

단위: 십억원	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019A	2020A	2021F
매출액	15,093	13,073	15,711	14,692	14,867	12,914	14,620	14,365	59,093	58,569	56,765
전력판매	14,304	12,296	15,019	14,112	14,299	12,353	14,066	13,818	55,939	55,731	54,535
기타	789	777	692	581	568	561	554	547	3,154	2,838	2,230
영업비용	14,663	12,683	13,379	13,759	14,500	14,248	13,888	14,115	60,449	54,483	56,750
전력구입비	4,820	3,476	3,879	3,552	4,361	4,064	3,775	2,848	18,270	15,725	15,047
연료비	4,139	3,418	3,995	3,242	4,177	4,189	4,194	3,597	18,261	14,794	16,157
석탄	2,402	1,985	2,593	1,873	2,150	2,361	2,488	2,075	11,368	8,853	9,075
LNG	1,266	758	820	799	1,272	1,054	931	776	4,284	3,643	4,033
유류	111	91	152	113	115	110	40	37	737	468	302
원자력	319	340	286	343	343	343	363	363	1,163	1,288	1,412
기타	41	243	144	115	296	321	372	346	709	543	1,335
수선유지비	546	604	519	875	564	624	547	920	2,299	2,545	2,655
감가상각비	2,434	2,463	2,465	2,577	2,687	2,718	2,777	2,897	9,648	9,939	11,078
기타	2,724	2,723	2,521	3,513	2,711	2,653	2,595	3,853	11,972	11,480	11,812
영업이익	431	390	2,332	934	367	(1,334)	732	251	(1,357)	4,086	16
OPM(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	2.5	(10.3)	5.0	1.7	(2.3)	7.0	0.0
당기순이익	54	203	1,251	584	256	(1,815)	(728)	(262)	(2,264)	2,092	(2,549)
NPM(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	1.7	(14.1)	(5.0)	(1.8)	(3.8)	3.6	(4.5)
yoy(%)											
매출액	(1.0)	0.0	(1.3)	(1.1)	(1.5)	(1.2)	(6.9)	(2.2)	(2.6)	(0.9)	(3.1)
전력판매수입	(0.9)	(0.7)	(1.3)	1.5	(0.0)	0.5	(6.3)	(2.1)	(1.6)	(0.4)	(2.1)
기타	(2.7)	13.2	(1.0)	(39.4)	(28.0)	(27.8)	(19.9)	(5.7)	(16.7)	(10.0)	(21.4)
영업비용	(7.7)	(5.1)	(8.8)	(16.8)	(1.1)	12.3	3.8	2.6	(0.6)	(9.9)	4.2
전력구입비	(13.0)	(11.7)	(9.6)	(21.1)	(9.5)	16.9	(2.7)	(19.8)	(0.2)	(13.9)	(4.3)
연료비	(17.6)	(12.8)	(18.5)	(26.6)	0.9	22.6	5.0	10.9	(9.1)	(19.0)	9.2
석탄	(14.4)	(15.2)	(24.2)	(33.1)	(10.5)	18.9	(4.0)	10.8	(6.8)	(22.1)	2.5
LNG	(12.9)	(8.8)	(9.6)	(26.8)	0.5	39.0	13.5	(2.9)	(20.3)	(15.0)	10.7
유류	(49.2)	(46.0)	(20.8)	(28.1)	3.4	20.4	(73.7)	(67.4)	(10.6)	(36.6)	(35.4)
원자력	11.5	6.1	(1.0)	28.1	7.3	0.9	27.0	6.0	11.5	10.7	9.6
기타	(84.1)	(6.4)	58.4	12.5	627.7	31.8	158.9	200.6	9.2	(23.4)	146.0
수선유지비	31.1	10.9	(15.3)	20.8	3.2	3.2	5.4	5.2	3.6	10.7	4.3
감가상각비	5.8	6.3	4.9	(3.9)	10.4	10.4	12.6	12.4	6.1	3.0	11.5
기타	4.7	2.7	0.1	(16.4)	(0.5)	(2.6)	2.9	9.7	7.6	(4.1)	2.9
영업이익	흑전	흑전	88.2	흑전	(14.8)	적전	(68.6)	(73.1)	적지	흑전	(99.6)
당기순이익	흑전	흑전	419.0	흑전	377.4	적전	적전	적전	적지	흑전	적전

자료: 한국전력, 유권투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	197,598	203,142	202,920	208,943	215,874
유동자산	19,483	20,562	18,860	18,765	19,725
현금성자산	3,457	4,887	3,540	3,455	4,402
매출채권	7,301	7,585	7,509	7,214	6,929
재고자산	7,051	6,743	6,810	7,087	7,375
비유동자산	178,115	182,580	184,061	190,178	196,149
투자자산	11,127	11,652	12,125	12,617	13,129
유형자산	164,702	168,709	170,801	176,442	181,915
기타	2,286	2,219	1,135	1,119	1,105
부채총계	128,708	132,475	135,583	141,379	147,201
유동부채	24,232	25,881	24,431	24,403	24,380
매입채무	4,812	4,392	3,237	3,110	2,987
유동성이자부채	9,566	11,301	11,301	11,301	11,301
기타	9,853	10,188	9,893	9,992	10,092
비유동부채	104,476	106,594	111,151	116,976	122,821
비유동이자부채	63,550	63,409	66,309	70,409	74,459
기타	40,926	43,185	44,842	46,567	48,362
자본총계	68,890	70,667	67,338	67,564	68,673
자본지분	67,496	69,297	65,967	66,194	67,303
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	2,068	2,068	2,068
이익잉여금	49,202	51,134	47,804	48,031	49,140
기타	13,014	12,885	12,885	12,885	12,885
비자본지분	1,393	1,370	1,370	1,370	1,370
자본총계	68,890	70,667	67,338	67,564	68,673
총차입금	73,117	74,711	77,611	81,711	85,761
순차입금	69,660	69,824	74,070	78,256	81,359

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	7,998	12,971	10,752	13,862	15,530
당기순이익	-2,264	2,092	-2,549	226	1,495
자산상각비	11,129	11,548	11,988	12,278	12,660
기타비현금성손익	548	-744	2,371	1,377	1,412
운전자본증감	-3,408	-3,127	-1,058	-19	-36
매출채권감소(증가)	159	352	76	296	284
재고자산감소(증가)	-980	-723	-67	-277	-288
매입채무증가(감소)	-354	-626	-1,155	-128	-123
기타	-2,234	-2,129	88	89	90
투자현금	-13,284	-14,594	-14,333	-18,168	-18,374
단기투자자산감소	216	238	-116	-121	-126
장기투자증권감소	0	0	51	72	96
설비투자	-14,000	-13,281	-13,904	-17,747	-17,962
유형자산처분	523	332	0	0	0
무형자산처분	-222	-110	-156	-156	-156
재무현금	5,775	1,881	2,119	4,100	3,665
차입금증가	5,769	1,925	2,900	4,100	4,050
자본증가	-113	-95	-781	0	-385
배당금지급	113	95	781	0	385
현금 증감	452	219	-1,462	-207	821
기초현금	1,358	1,810	2,030	567	361
기말현금	1,810	2,030	567	361	1,182
Gross Cash flow	13,506	18,409	11,810	13,881	15,567
Gross Investment	16,908	17,959	15,275	18,067	18,284
Free Cash Flow	-3,402	450	-3,466	-4,186	-2,718

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	59,173	58,569	56,765	59,157	59,875
증가율(%)	-2.4	-1.0	-3.1	4.2	1.2
매출원가	57,780	51,805	54,479	54,540	53,298
매출총이익	1,393	6,765	2,286	4,618	6,577
판매 및 일반관리비	2,670	2,678	2,271	2,275	2,324
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	-1,277	4,086	16	2,342	4,253
증가율(%)	적지	흑전	-99.6	14,285.2	81.6
EBITDA	9,852	15,634	12,004	14,621	16,914
증가율(%)	0.4	58.7	-23.2	21.8	15.7
영업외손익	-1,989	-1,095	-1,695	-2,050	-2,325
이자수익	282	250	124	7	7
이자비용	2,047	1,995	2,042	2,315	2,623
지분법손익	214	281	316	348	383
기타영업외손익	-439	370	-93	-91	-92
세전순이익	-3,266	2,992	-1,679	292	1,928
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	560.3
법인세비용	-1,002	899	869	66	434
당기순이익	-2,264	2,092	-2,549	226	1,495
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	560.3
지배주주지분	-2,346	1,991	-2,500	219	1,446
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	560.3
비지배지분	82	101	-48	7	48
EPS(원)	-3,654	3,102	-3,895	341	2,253
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	560
수정EPS(원)	-3,654	3,102	-3,895	341	2,253
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	560

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(3,654)	3,102	(3,895)	341	2,253
BPS	105,140	107,945	102,759	103,111	104,840
DPS	0	1,260	0	600	800
밸류에이션(배, %)					
PER	-	8.8	-	70.2	10.6
PBR	0.3	0.3	0.23	0.23	0.2
EV/EBITDA	9.0	5.7	7.6	6.5	5.8
배당수익률	0.0	5.0	0.0	2.5	3.3
PCR	1.3	1.0	1.3	1.1	1.0
수익성(%)					
영업이익률	(2.2)	7.0	0.0	4.0	7.1
EBITDA이익률	16.6	26.7	21.1	24.7	28.2
순이익률	(3.8)	3.6	(4.5)	0.4	2.5
ROE	(3.3)	3.1	(3.8)	0.3	2.2
ROIC	(0.7)	2.2	0.0	1.3	2.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	101.1	98.8	110.0	115.8	118.5
유동비율	80.4	79.4	77.2	76.9	80.9
이자보상배율	-	2.3	0.0	1.0	1.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	8.1	7.9	7.5	8.0	8.5
재고자산회전율	8.3	8.5	8.4	8.5	8.3
매입채무회전율	12.0	12.7	14.9	18.6	19.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.3.31 기준)

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상비율	과리율(%)		한국전력(015760.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 황성현
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비	
2019-04-22	Buy	40,000	1년	-30.4	-28.3	
2019-05-15	Buy	33,000	1년	-20.6	-11.4	
2019-06-10	Buy	33,000	1년	-20.4	-11.4	
2019-07-16	Buy	33,000	1년	-20.1	-11.4	
2019-07-19	Buy	33,000	1년	-20.1	-11.4	
2019-08-16	Buy	33,000	1년	-20.1	-11.4	
2019-10-21	Buy	33,000	1년	-19	-11.4	
2019-11-14	Buy	33,000	1년	-18.5	-11.4	
2019-12-19	Buy	33,000	1년	-20.5	-13.6	
2020-01-20	Buy	33,000	1년	-22.9	-18.8	
2020-03-02	Buy	28,000	1년	-26.3	-14.8	
2020-03-31	Buy	28,000	1년	-25.8	-14.8	
2020-04-10	Buy	28,000	1년	-25.6	-14.8	
2020-05-18	Buy	28,000	1년	-26.3	-19.5	
2020-06-30	Buy	28,000	1년	-26.7	-19.5	
2020-08-14	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5	
2020-08-19	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5	
2020-10-06	Buy	28,000	1년	-24.2	-19.5	
2020-10-12	Buy	28,000	1년	-24.1	-19.5	
2020-11-13	Buy	28,000	1년	-22.3	-19.5	
2020-11-24	Buy	28,000	1년	-21.7	-20	
2020-12-10	Buy	32,000	1년	-24.2	-18.8	
2020-12-18	Buy	43,000	1년	-43.4	-34.8	
2021-02-22	Buy	43,000	1년	-45.4	-42.4	
2021-04-20	Buy	43,000	1년			