



▲ 유티리티/철강  
Analyst 문경원, CFA  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월)	26,000 원
현재주가 (4.29)	23,950 원
상승여력	8.6%
KOSPI	3,174.07pt
시가총액	153,750억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	44.80%
외국인비중	16.72%
52주 최고/최저가	28,300원/18,700원
평균거래대금	735.8억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.94
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.6 18.0 0.4
상대주가	-1.9 -13.5 -38.4

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021E	59,423.5	-143.2	-1,384.1	-2,156	-166.8	105,539	-11.1	0.2	7.0	-2.0	198.0
2022E	63,336.7	2,043.8	41.6	65	-103.0	105,104	370.2	0.2	5.9	0.1	200.5
2023E	64,066.7	2,365.9	221.0	344	431.8	104,948	69.6	0.2	5.8	0.3	202.8

# 한국전력 015760

## 1Q21 Preview: 저평가도 개선의 신호가 있어야 유의미

- ✓ 1Q21 연결 영업이익은 6,262억원으로 컨센서스 하회 예상. 2Q21부터는 더 악화
- ✓ 유가 상승, 원전이용률 예상치 하회, 연료비연동제 시행 보류 등이 주요 악화 요인
- ✓ 국민연금은 기후변화와 관련한 배제전략을 논의 중. 동사 투자 심리에 악재
- ✓ HPS 도입, RPS 비율 상승, 탄소배출권 구입량 증가 등 환경비용도 꾸준히 증가
- ✓ 투자의견을 Hold로 하향하며, 적정주가도 26,000원으로 -19% 하향

### 1Q21 Preview: 1분기도 그렇지만 연간 실적 악화가 걱정

1Q21 연결 영업이익은 6,262억원(+45.5% YoY)으로 컨센서스 7,884억원을 하회할 전망이다. 1Q21 평균 SMP가 76.8원으로 기준 당사 예상치 대비 5.6원 높았을 것으로 추정한다. 2Q21 이후에도 실적 악화가 우려되는 상황이다. 1)연초 유가 상승이 3Q21 이후 SMP를 상승시키고, 2)정비일 증가로 원전이용률도 78%로 당초 예상치 (81%) 대비 낮아질 전망이며, 3)2Q21 연료비연동제 시행 보류로 인해 판가 상승은 어렵기 때문이다. 2021년 연간 -1,432억원의 적자를 전망한다.

### 다시 불거지는 ESG 리스크, 환경비용 문제

금융 시장 내 기후변화와 관련한 배제전략(네거티브 스크리닝) 논의가 활발하다. 근 시일 내에 구체화될 것으로 예상되며, 이는 석탄 발전 비중이 높은 동사에 대한 투자 심리를 악화시킬 전망이다. 2022년 시행될 HPS(Hydrogen Portfolio Standard) 제도도 부담이다. RPS 의무비율 상승, 탄소배출권 구입량 증가, 석탄이용률 감소와 더불어 환경비용을 증가시키는 요인이다.

### 멀어진 사업 정상화, 밸류에이션 정상화의 길도 '잠깐 멈춤'

동사에 대한 투자의견을 Hold로 하향하며, 적정주가도 26,000원으로 -19% 하향한다. 과거('18년 이전) 밸류에이션으로의 회귀가 어렵다는 판단 하에 최근 3년 간 평균 PBR인 0.25배를 적용했다. 현 밸류에이션이 밴드 상 역사적 저점은 맞으나, 적어도 2021년 내에는 지난 3년 간 불거졌던 환경비용, 이익 변동성, ESG 수급 등의 리스크가 해소되기 어렵다는 판단이다. 향후 1)원전이용률 상승, 2)총괄원가제의 정상 가동이 관찰된다면 투자의견 상향을 고려할 수 있다.

표1 한국전력 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,166.8	15,093.1	0.5	14,692.3	3.2	14,949.5	1.5
영업이익	626.2	430.6	45.5	933.7	-32.9	788.4	-20.6
세전이익	477.5	145.0	229.4	690.7	-30.9	611.7	-21.9
지배순이익	342.7	23.0	1,391.5	565.8	-39.4	483.8	-29.2

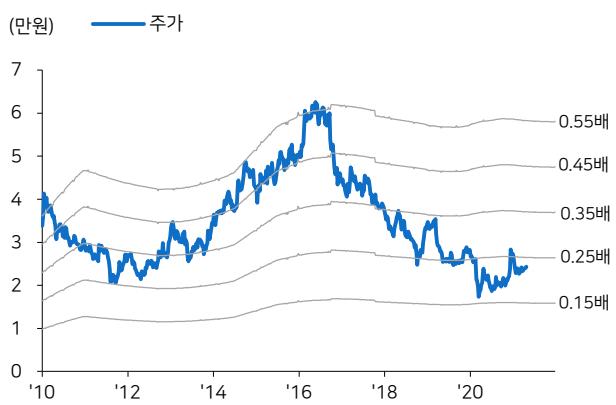
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 적정주가 산출

구분	적용값	내용
예상 BPS	105,539	2021년 말 지배주주 BPS
적정 PBR	0.24	지난 3년 간의 평균 PBR
적정 주가(원)	26,000	
현재주가 (원)	23,950	
상승 여력(%)	8.6	

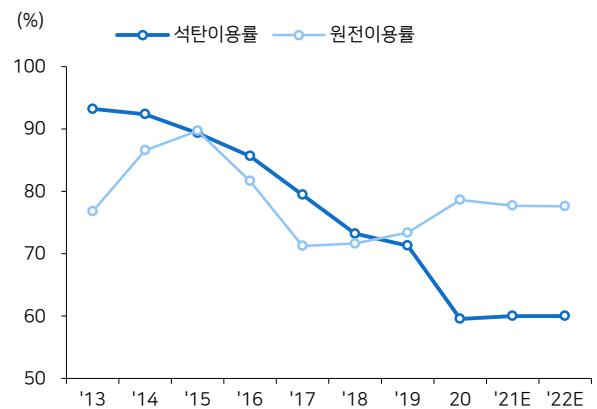
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR 밴드



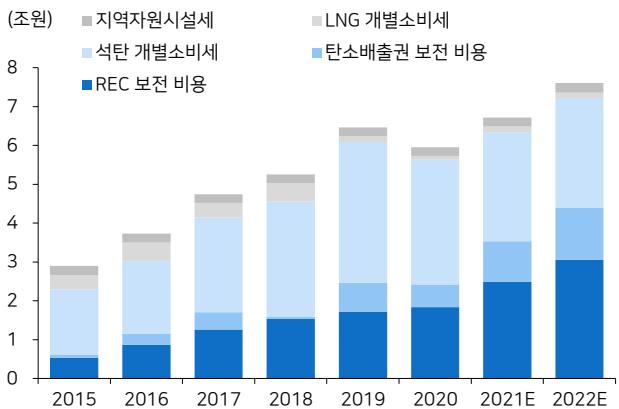
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국전력 석탄이용률 및 원전이용률 추이



자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국전력 환경비용 추이 및 전망



자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	42.9	44.6	60.0	61.5	62.0	63.0	63.5	42.2	61.6	61.6
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,123.0	1,122.0	1,100.0	1,090.0	1,165.4	1,180.3	1,108.8	1,062.5
원전이용률(%)	77.8	84.7	69.2	82.9	81.0	70.6	77.0	82.0	73.4	78.6	77.7	77.6
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.5	108.9	107.5	100.9	114.7	112.1	108.5	109.7	108.8	114.9
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>15,093.1</b>	<b>13,072.5</b>	<b>15,711.4</b>	<b>14,692.3</b>	<b>15,166.8</b>	<b>12,763.0</b>	<b>16,045.1</b>	<b>15,448.6</b>	<b>59,172.9</b>	<b>58,569.3</b>	<b>59,423.5</b>	<b>63,336.7</b>
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	0.5	-2.4	2.1	5.1	-2.4	-1.0	1.5	6.6
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	13,007.0	13,947.1	14,197.3	12,515.2	16,247.5	57,779.8	51,804.6	56,907.2	58,433.0
연료비	4,139.0	3,418.0	4,139.0	3,242.4	4,148.5	4,107.7	4,384.6	4,409.1	18,261.0	14,938.4	17,049.9	16,910.5
구입전력비	4,820.0	3,475.0	4,820.0	3,551.6	4,338.9	4,718.0	4,039.8	5,403.8	18,270.0	16,666.6	18,500.5	19,883.0
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,910.1	3,043.2	3,062.4	3,049.7	3,065.6	10,819.7	11,242.8	12,220.9	12,320.8
인건비	1,250.3	1,233.1	1,225.3	-438.3	1,275.3	1,257.8	1,249.8	-447.0	4,898.5	3,270.4	3,335.8	3,402.5
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	-204.6	3,741.2	1,141.3	1,051.5	-208.7	3,816.1	5,530.7	5,686.4	5,800.1	5,916.1
매출총이익	996.4	1,103.4	2,979.8	1,685.2	1,219.7	-1,434.4	3,529.9	-798.9	1,393.1	6,764.7	2,516.3	4,903.7
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.5	8.0	-11.2	22.0	-5.2	2.4	11.5	4.2	7.7
판관비	565.8	713.6	647.5	751.5	593.4	651.7	622.9	791.4	2,669.6	2,678.4	2,659.5	2,860.0
판관비율(%)	3.7	5.5	4.1	5.1	3.9	5.1	3.9	5.1	4.5	4.6	4.5	4.5
<b>영업이익</b>	<b>430.6</b>	<b>389.8</b>	<b>2,332.2</b>	<b>933.7</b>	<b>626.2</b>	<b>-2,086.1</b>	<b>2,906.9</b>	<b>-1,590.3</b>	<b>-1,276.5</b>	<b>4,086.3</b>	<b>-143.2</b>	<b>2,043.7</b>
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	88.2	흑전	45.5	적전	24.6	적전	적확	흑전	적전	흑전
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	4.1	-16.3	18.1	-10.3	-2.2	7.0	-0.2	3.2
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-172.4	-443.3	-470.2	-371.7	-477.3	-1,772.5	-1,386.2	-1,762.5	-2,019.1
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-121.9	98.5	-193.3	-114.8	-99.8	-431.0	10.3	-309.4	-229.7
증속,관계기업 관련 손익	205.8	0.7	23.3	51.3	196.0	29.1	4.3	57.3	214.1	281.1	286.7	262.9
<b>세전이익</b>	<b>145.0</b>	<b>217.8</b>	<b>1,938.2</b>	<b>690.7</b>	<b>477.5</b>	<b>-2,720.4</b>	<b>2,424.7</b>	<b>-2,110.1</b>	<b>-3,265.8</b>	<b>2,991.5</b>	<b>-1,928.3</b>	<b>57.9</b>
<b>연결 당기순이익</b>	<b>53.6</b>	<b>202.9</b>	<b>1,251.3</b>	<b>584.7</b>	<b>346.2</b>	<b>-1,972.3</b>	<b>1,757.9</b>	<b>-1,529.8</b>	<b>-2,263.5</b>	<b>2,092.5</b>	<b>-1,398.0</b>	<b>42.0</b>
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	2.3	-15.5	11.0	-9.9	-3.8	3.6	-2.4	0.1
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	419.0	흑전	545.8	적전	40.5	적전	적확	흑전	적전	흑전
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	565.8	342.7	-1,952.6	1,740.3	-1,514.5	-2,345.5	1,991.3	-1,384.1	41.6

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

## 한국전력 (015760)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,172.9	58,569.3	59,423.5	63,336.7	64,066.7
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	1.5	6.6	1.2
매출원가	57,779.8	51,804.6	56,907.2	58,433.0	58,806.6
매출총이익	1,393.1	6,764.7	2,516.3	4,903.7	5,260.2
판매관리비	2,669.6	2,678.4	2,659.5	2,860.0	2,894.2
영업이익	-1,276.5	4,086.3	-143.2	2,043.8	2,365.9
영업이익률	-2.2	7.0	-0.2	3.2	3.7
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,762.5	-2,019.1	-2,174.6
증속/관계기업손익	214.1	281.1	286.7	263.0	279.1
기타영업외손익	-431.0	10.4	-309.4	-229.7	-162.6
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-1,928.3	57.9	307.9
법인세비용	-1,002.3	899.1	-530.3	15.9	84.7
당기순이익	-2,263.5	2,092.5	-1,398.0	42.0	223.2
지배주주지분 순이익	-2,345.5	1,991.4	-1,384.1	41.6	221.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	8,213.4	13,208.5	13,815.5	13,565.8	13,356.0
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-1,398.0	42.0	223.2
유형자산상각비	10,971.8	11,377.6	12,449.1	12,550.9	12,665.2
무형자산상각비	156.9	170.5	177.4	147.6	122.8
운전자본의 증감	-3,192.7	-2,889.3	2,786.9	1,074.8	344.8
투자활동 현금흐름	-13,499.4	-14,831.8	-13,557.4	-13,701.7	-13,892.3
유형자산의증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-13,281.3	-13,679.7	-13,816.5
투자자산의감소(증가)	-486.6	-171.9	-391.2	-223.0	-62.2
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	582.4	-695.5	637.4
차입금의 증감	11,486.1	1,594.2	1,363.0	-535.0	958.4
자본의 증가	-8.5	-2.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.8	219.5	840.4	-831.4	101.1
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	2,870.0	2,038.6
기말현금	1,810.1	2,029.6	2,870.0	2,038.6	2,139.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483.0	20,561.9	22,294.2	21,971.2	22,214.2
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	2,870.0	2,038.6	2,139.8
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,531.5	7,741.7	7,800.4
재고자산	7,050.7	6,742.9	7,090.0	7,287.9	7,343.2
비유동자산	178,114.8	182,580.2	183,626.1	184,830.4	185,921.2
유형자산	164,701.8	168,709.4	169,541.6	170,670.5	171,821.8
무형자산	1,168.0	1,153.9	976.5	828.9	706.1
투자자산	8,478.3	8,643.4	9,034.5	9,257.5	9,319.8
자산총계	197,597.8	203,142.1	205,920.3	206,801.6	208,135.4
유동부채	24,231.7	25,881.2	25,162.5	24,436.6	25,514.4
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,741.1	2,817.6	2,838.9
단기차입금	698.6	966.9	676.9	744.5	744.5
유동성장기부채	7,759.3	9,237.9	8,026.4	6,786.5	7,739.8
비유동부채	104,476.5	106,594.0	111,649.5	113,535.7	113,889.5
사채	55,629.0	56,045.8	58,848.1	59,436.6	59,436.6
장기차입금	3,389.7	3,004.0	3,034.0	3,064.4	3,064.4
부채총계	128,708.1	132,475.3	136,812.0	137,972.3	139,403.9
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
기타포괄이익누계액	-280.7	-409.6	-409.6	-409.6	-409.6
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	49,589.1	49,309.6	49,209.6
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,356.2	1,356.6	1,358.8
자본총계	68,889.7	70,666.9	69,108.3	68,829.3	68,731.5

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	92,175	91,235	92,565	98,661	99,798
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-2,156	65	344
CFPS	21,038	28,676	19,130	22,194	23,150
EBITDAPS	15,347	24,354	19,446	22,964	23,606
BPS	105,140	107,945	105,539	105,104	104,948
DPS	0	1,216	250	500	0
배당수익률(%)	0.0	4.4	1.0	2.1	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-7.6	8.8	-11.1	370.2	69.6
PCR	1.3	1.0	1.3	1.1	1.0
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA	9,852.2	15,634.3	12,483.3	14,742.2	15,154.0
EV/EBITDA	9.0	5.7	7.0	5.9	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-2.0	0.1	0.3
EBITDA 이익률	16.6	26.7	21.0	23.3	23.7
부채비율	186.8	187.5	198.0	200.5	202.8
금융비용부담률	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1
이자보상배율(X)	-0.6	2.0	-0.1	1.0	1.2
매출채권회전율(X)	8.4	8.3	8.1	8.3	8.2
재고자산회전율(X)	8.3	8.5	8.6	8.8	8.8

**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 간접 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	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 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 커버리지 제외	-8.6	-7.0	
2020.02.19							
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	-26.0	-22.3	
2021.04.30	기업브리프	Hold	26,000	문경원	-	-	