

2021. 5. 14



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 26,000 원

현재주가 (5.14) 23,900 원

상승여력 8.8%

KOSPI 3,153.32pt

시가총액 153,429억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 44.80%

외국인비중 16.56%

52주 최고/최저가 28,300원/18,700원

평균거래대금 719.9억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 6.94

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.2 11.9 3.2

상대주가 -0.3 -11.5 -37.0

주가그래프



한국전력 015760

1Q21 Review: 고난의 길을 걷는 중

- ✓ 1Q21 영업이익 5,716억원 기록하며 컨센서스 -16% 하회, 당사 추정치도 소폭 하회
- ✓ SMP 상승, 석탄 이용률 감소, 해외 원전 EPC 매출 감소 등이 주요 요인
- ✓ 2Q21에는 대규모 적자 예상. 비수기로 판매량이 감소하는 데다 원전이용률도 악화
- ✓ 원자재 가격 상승과 환경 비용은 추가적인 비용 부담으로 작용 가능
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원 유지. 6월 연료비 조정을 트레이딩 기회로 활용

1Q21 Review: 낮아진 눈높이를 하회

1Q21 연결 영업이익은 5,716억원(+32.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(6,833억원)을 하회, 당사 추정치(6,262억원)도 소폭 하회했다. SMP 상승과 원전 및 석탄 이용률 감소 외에도 UAE 원전이 준공되며 EPC 매출이 감소한 것이 별도 손익을 추가적으로 악화시켰다. 2Q21에는 대규모 적자가 예상되는데, 전통적인 비수기로서 판매량이 크게 감소하는 데다 정비일 증가로 원전이용률이 70% 수준으로 급감(1Q21 77.6%)할 것으로 예상하기 때문이다. 연료비 연동제 시행 유보도 아쉬운 점이다.

인플레이션, 환경 비용이 추가적인 위험

연내 추가적인 실적 전망치 하향 가능성도 배제할 수 없다. 1)인플레이션 기조 속에 원유, 석탄, 가스 등 원자재 가격이 당사 가정보다 강하게 상승할 수 있기 때문이다. 한편 인플레이션 압력이 강해진다면 역설적으로 연료비 연동제가 정상 시행될 가능성은 낮아진다. 참고로 당사의 현재 실적 전망치에는 연료비 조정 요금이 3Q21, 4Q21 각각 +3원 상승한다는 가정이 녹아있다. 2)또한 HPS 제도 도입, 석탄 이용률 하락, 지저발전원 준공 지연 등 추가적 비용 상승 위험이 여전히 산재해 있다. 2022년 10%로 예정된 RPS 비율도 올해 연말 추가 상향될 가능성이 있다.

연료비 조정 요금 발표가 트레이딩 기회

투자의견 Hold와 적정주가 26,000원을 유지한다. 6월 16일 발표 예정인 3Q21 연료비 조정이 정상적으로 시행된다면 단기적인 트레이딩 기회로 활용할 수 있다. 최근 관심이 쏠리고 있는 해외 원전 사업의 경우 전체 사업 대비 EPC 매출의 비중이 낮아 유의미한 주가 상승 트리거가 되기 어렵다.

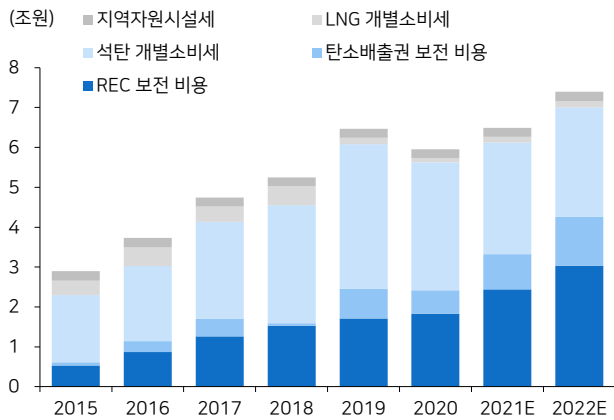
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021E	60,364.1	-167.1	-1,636.3	-2,549	-177.6	105,146	-9.4	0.2	6.9	-2.4	200.6
2022E	64,265.3	1,862.7	-135.3	-211	-91.6	104,435	-113.4	0.2	6.0	-0.2	203.6
2023E	65,087.3	2,213.6	58.1	90	-142.9	104,026	264.4	0.2	5.8	0.1	206.7

표1 한국전력 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	15,075.3	15,093.1	-0.1	14,692.3	2.6	14,976.5	0.7	15,166.8	-0.6
영업이익	571.6	430.6	32.8	933.7	-38.8	683.3	-16.3	626.2	-8.7
세전이익	332.8	145.0	129.6	690.7	-51.8	470.9	-29.3	477.5	-30.3
순이익	85.7	23.0	272.9	565.8	-84.9	355.7	-75.9	342.7	-75.0

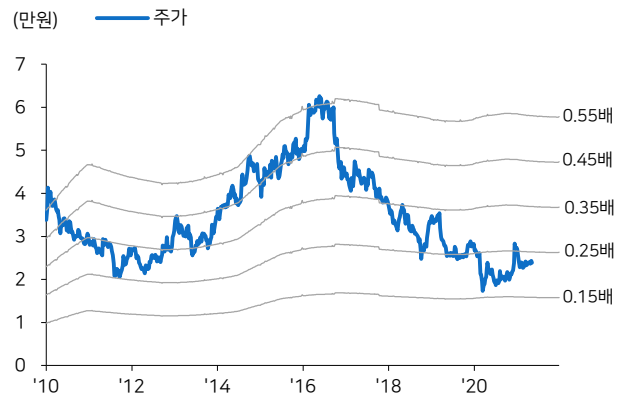
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력의 환경비용 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
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	80.8	70.6	73.0	75.0	73.4	78.6	74.8	74.8
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.5	108.9	107.8	103.4	117.4	114.7	108.5	109.7	110.8	116.8
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,711.4	14,692.3	15,075.3	13,076.3	16,412.7	15,799.8	59,172.9	58,569.3	60,364.1	64,265.3
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	-0.1	0.0	4.5	7.5	-2.4	-1.0	3.1	6.5
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	13,007.0	13,908.3	14,310.4	12,889.7	16,713.1	57,779.8	51,804.6	57,821.5	59,495.8
연료비	4,139.0	3,418.0	4,139.0	3,242.4	3,947.0	4,104.5	4,473.2	4,568.7	18,261.0	14,938.4	17,093.5	17,252.9
구입전력비	4,820.0	3,475.0	4,820.0	3,551.6	4,998.9	4,834.2	4,325.7	5,709.8	18,270.0	16,666.6	19,868.5	20,603.4
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,910.1	2,545.9	3,062.4	3,049.7	3,065.6	10,819.7	11,242.8	11,723.6	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	1,167.0	-1,234.1	3,523.0	-913.3	1,393.1	6,764.7	2,542.5	4,769.5
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.5	7.7	-9.4	21.5	-5.8	2.4	11.5	4.2	7.4
판관비	565.8	713.6	647.5	751.5	595.4	667.7	637.2	809.4	2,669.6	2,678.4	2,709.7	2,906.8
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
영업이익	430.6	389.8	2,332.2	933.7	571.6	-1,901.8	2,885.8	-1,722.7	-1,276.5	4,086.3	-167.1	1,862.7
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	88.2	흑전	32.8	적전	23.7	적전	적확	흑전	적전	흑전
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-14.5	17.6	-10.9	-2.2	7.0	-0.3	2.9
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-172.4	-538.0	-479.0	-377.8	-486.3	-1,772.5	-1,386.2	-1,881.2	-2,086.1
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-121.9	100.2	-193.3	-114.9	-99.8	-431.0	10.3	-307.7	-229.1
종속,관계기업 관련 손익	205.8	0.7	23.3	51.3	199.0	29.1	4.3	57.3	214.1	281.1	289.7	263.9
세전이익	145.0	217.8	1,938.2	690.7	332.8	-2,545.0	2,397.4	-2,251.5	-3,265.8	2,991.5	-2,066.3	-188.5
연결 당기순이익	53.6	202.9	1,251.3	584.7	116.3	-1,845.1	1,738.1	-1,632.3	-2,263.5	2,092.5	-1,623.0	-136.7
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	0.8	-14.1	10.6	-10.3	-3.8	3.6	-2.7	-0.2
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	419.0	흑전	117.0	적전	38.9	적전	적확	흑전	적전	적축
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	565.8	85.7	-1,826.7	1,720.7	-1,616.0	-2,345.5	1,991.3	-1,636.3	-135.3

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,172.9	58,569.3	60,364.1	64,265.3	65,087.3
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	3.1	6.5	1.3
매출원가	57,779.8	51,804.6	57,821.5	59,495.8	59,927.1
매출총이익	1,393.1	6,764.7	2,542.6	4,769.5	5,160.2
판매관리비	2,669.6	2,678.4	2,709.7	2,906.8	2,946.6
영업이익	-1,276.5	4,086.3	-167.1	1,862.7	2,213.6
영업이익률	-2.2	7.0	-0.3	2.9	3.4
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,881.2	-2,086.1	-2,251.4
중속/관계기업손익	214.1	281.1	289.7	263.9	280.5
기타영업외손익	-431.0	10.4	-307.7	-229.1	-161.8
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-2,066.3	-188.5	80.9
법인세비용	-1,002.3	899.1	-443.3	-51.8	22.2
당기순이익	-2,263.5	2,092.5	-1,623.0	-136.7	58.6
지배주주지분 순이익	-2,345.5	1,991.4	-1,636.3	-135.3	58.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	8,213.4	13,208.5	14,598.5	13,363.7	13,298.8
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-1,623.0	-136.7	58.6
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	3,792.9	1,050.6	452.2
투자활동 현금흐름	-13,499.4	-14,831.8	-13,780.4	-13,697.1	-13,915.9
유형자산의증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-13,281.3	-13,679.7	-13,816.5
투자자산의감소(증가)	-486.6	-171.9	-572.8	-218.6	-81.6
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	597.4	-695.9	639.0
차입금의 증감	11,486.1	1,594.2	1,378.0	-535.4	960.0
자본의 증가	-8.5	-2.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.8	219.5	1,415.4	-1,029.3	22.0
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	3,445.0	2,415.7
기말현금	1,810.1	2,029.6	3,445.0	2,415.7	2,437.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483.0	20,561.9	23,283.2	22,752.4	22,960.5
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	3,445.0	2,415.7	2,437.7
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,702.7	7,908.8	7,985.7
재고자산	7,050.7	6,742.9	7,251.2	7,445.2	7,517.7
비유동자산	178,114.8	182,580.2	183,807.7	185,007.6	186,117.8
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	9,216.1	9,434.8	9,516.4
자산총계	197,597.8	203,142.1	207,091.0	207,760.0	209,078.3
유동부채	24,231.7	25,881.2	25,526.0	24,791.3	25,907.9
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,803.4	2,878.4	2,906.4
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	112,681.7	114,543.1	115,007.0
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	138,207.6	139,334.3	140,915.0
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	49,336.8	48,880.6	48,617.6
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,383.4	1,382.0	1,382.6
자본총계	68,889.7	70,666.9	68,883.3	68,425.7	68,163.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	92,175	91,235	94,030	100,107	101,388
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-2,549	-211	90
CFPS	21,038	28,676	18,894	21,791	22,787
EBITDAPS	15,347	24,354	19,408	22,682	23,368
BPS	105,140	107,945	105,146	104,435	104,026
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	-9.4	-113.4	264.4
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	12,459.4	14,561.2	15,001.6
EV/EBITDA	9.0	5.7	6.9	6.0	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-2.4	-0.2	0.1
EBITDA 이익률	16.6	26.7	20.6	22.7	23.0
부채비율	186.8	187.5	200.6	203.6	206.7
금융비용부담률	3.5	3.4	3.3	3.1	3.1
이자보상배율(x)	-0.6	2.0	-0.1	0.9	1.1
매출채권회전율(x)	8.4	8.3	8.1	8.2	8.2
재고자산회전율(x)	8.3	8.5	8.6	8.7	8.7

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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	-26.0	-22.3	
2021.04.30	기업브리프	Hold	26,000	문경원	-	-	