



2021년 7월 15일 | Equity Research

한국전력 (015760)

컨센서스 하향 조정 지속될 전망

목표주가 25,000원, 투자 의견 중립 유지

한국전력 목표주가 25,000원과 투자 의견 중립을 유지한다. 2분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망이다. 전력수요 회복, SMP 상승, 연료비 조정단가 하락이 주요 원인이다. 3분기 연료비 조정단가가 동결된 가운데 지난해 연말부터 급등한 원가 지표들이 본격적으로 실적에 반영될 것으로 예상된다. 연동제 미실시에 따른 매출 감소, LNG와 유연탄 가격 급등, 전력조달 Mix 악화에 따른 비용 증가가 연간 실적 추정치 하향조정 요인으로 작용하는 중이다. 2021년 PBR 0.25배다.

2Q21 영업이익 -1.2조원(적자전환) 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액은 전년대비 1.7% 증가한 13.3조원으로 전망된다. 일찍 찾아온 더위와 코로나19 기저효과로 전력판매량 증가가 예상되기 때문이다. 영업이익은 -1.2조원으로 적자 전환할 전망이다. 석탄발전소 이용률은 자발적 상한제에도 전년대비 큰 변화가 없을 전망이나 원자력은 계획예방정비 증가로 전년대비 9% 하락한 72.3%로 예상된다. 석탄발전량 감소로 연료비는 소폭 하락하나 구입전력비는 SMP가 9.8% 상승하고 구입전력량도 증가하며 크게 늘어날 전망이다.

실적 정상화하려면 여러 차례 연료비 조정단가 인상 필요

신고리 4호기 화재 등으로 기저발전소 이용률은 기대만큼 회복되지 못하는 모습이다. RPS 등 정책 비용은 지속적으로 늘어나는 한편 올해는 4분기에 원전 사후처리 관련 비용도 반영될 예정이다. 유연탄 가격은 과거 2018년 고점을 상회하고 있다. 매출액은 연료비 조정단가 인상분이 미반영되며 감소하는 중이다. 전반적으로 불리한 영업환경이 이어지며 최대 성수기인 3분기 실적도 2008년 이후 가장 낮은 수준을 기록할 것으로 판단된다. 4분기 연료비 조정단가가 인상될 가능성이 높아졌지만 12월 조정에서도 인상분이 반영될 수 있을지는 미지수다. 여러 차례 연속적으로 조정단가 인상이 이뤄지지 않고 원자재 가격이 안정화되지 않는다면 부진한 실적이 이어질 수밖에 없다고 판단된다.

Update

Neutral

| TP(12M): 25,000원 | CP(7월14일): 24,750원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	3,264.81		
52주 최고/최저(원)	28,300/19,050	매출액(십억원)	58,805.2 61,295.7
시가총액(십억원)	15,888.6	영업이익(십억원)	149.2 1,685.7
시가총액비중(%)	0.69	순이익(십억원)	(910.3) 243.7
발행주식수(천주)	641,964.1	EPS(원)	(1,502) 307
60일 평균 거래량(천주)	3,947.4	BPS(원)	105,389 105,328
60일 평균 거래대금(십억원)	99.5		
21년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	15.39		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 2인	51.14		
국민연금공단	6.94		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(7.3) (4.6) 24.7		
상대	(7.7) (8.0) (16.6)		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	59,172.9	58,569.3	59,293.6	62,526.7	67,232.4
영업이익	십억원	(1,276.5)	4,086.3	(3,903.6)	(2,528.9)	2,292.2
세전이익	십억원	(3,265.8)	2,991.5	(5,211.4)	(3,918.1)	768.4
순이익	십억원	(2,345.5)	1,991.3	(4,074.0)	(2,938.6)	576.3
EPS	원	(3,654)	3,102	(6,346)	(4,578)	898
증감율	%	적지	흑전	적전	적지	흑전
PER	배	(7.61)	8.83	(3.91)	(5.42)	27.62
PBR	배	0.26	0.25	0.25	0.26	0.26
EV/EBITDA	배	9.02	5.68	11.66	10.06	6.59
ROE	%	(3.42)	2.91	(6.08)	(4.65)	0.93
BPS	원	105,140	107,945	100,724	96,146	97,044
DPS	원	0	1,216	0	0	650



Analyst 유재선
02-3771-8011
jaeseon.yoo@hanafn.com

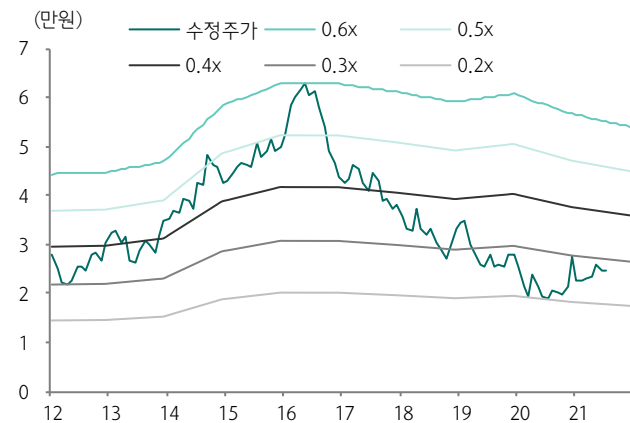
표 1. 한국전력 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2020				2021F				2Q21 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	150,931	130,725	157,113	146,923	150,753	132,953	159,987	149,242	1.7	(11.8)
전기판매수익	143,044	122,956	150,194	141,116	142,777	125,662	153,546	142,540	2.2	(12.0)
기타매출	7,887	7,769	6,919	5,807	7,976	7,291	6,442	6,702	(6.2)	(8.6)
영업이익	4,306	3,897	23,322	9,337	5,716	(11,804)	527	(33,476)	적전	적전
연료비	41,391	34,177	39,948	32,424	39,470	33,566	52,065	45,890	(1.8)	(15.0)
구입전력비	48,195	34,756	38,785	35,516	49,989	53,422	51,934	61,921	53.7	6.9
기타	57,039	57,895	55,058	69,646	55,578	57,769	55,462	74,908	(0.2)	3.9
세전이익	1,450	2,177	19,382	6,907	3,349	(15,499)	(3,019)	(36,945)	적전	적전
순이익	230	1,662	12,363	5,658	857	(11,624)	(2,264)	(27,709)	적전	적전
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	(8.9)	0.3	(22.4)	-	-
세전이익률(%)	1.0	1.7	12.3	4.7	2.2	(11.7)	(1.9)	(24.8)	-	-
순이익률(%)	0.2	1.3	7.9	3.9	0.6	(8.7)	(1.4)	(18.6)	-	-
전력판매(GWh)	133,697	118,555	131,778	125,240	137,018	125,257	137,674	127,642	5.7	(8.6)
판매단가(원/kWh)	107	104	114	113	104	100	112	112	(3.3)	(3.7)
연료비조정단가(원/kWh)	-	-	-	-	(3.0)	(3.0)	(3.0)	0.0	-	-
원/달러 환율	1,193	1,220	1,188	1,118	1,114	1,121	1,130	1,130	(8.1)	0.6
석탄(천원/톤)	135	132	123	117	127	134	151	172	1.7	5.5
LNG(천원/톤)	644	614	502	452	582	606	676	717	(1.4)	4.1

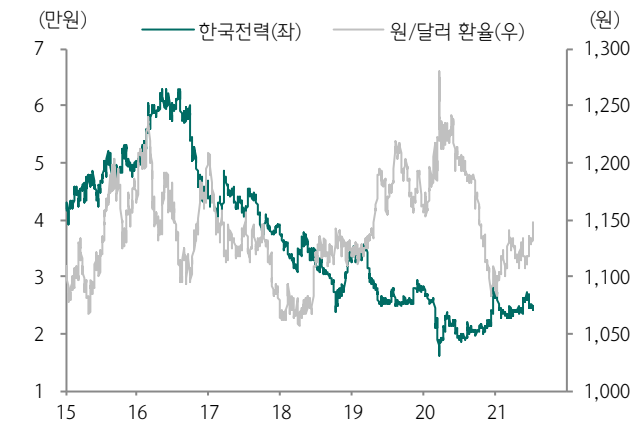
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 1. 한국전력 12M Fwd PBR 추이



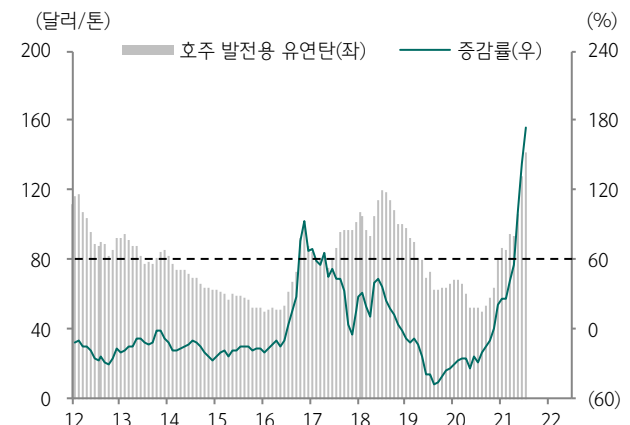
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 2. 한국전력 주가와 원/달러 환율 추이



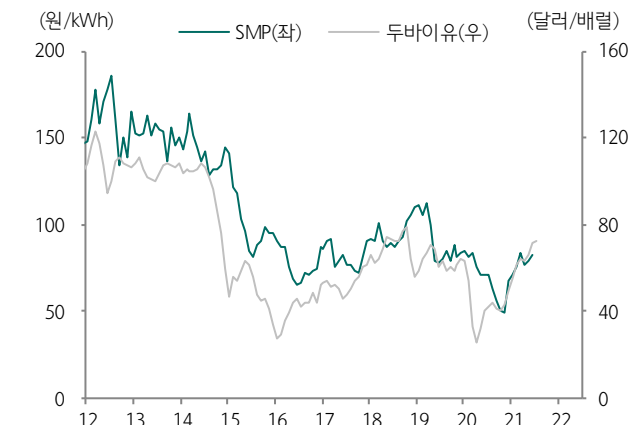
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. 호주 발전용 유연탄 (7월 YoY +174.1%)



자료: KOMIS, 하나금융투자

그림 4. SMP와 국제유가 (6월 SMP YoY +11.5%)



자료: EPIS, Thomson Reuters, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	59,172.9	58,569.3	59,293.6	62,526.7	67,232.4
매출원가	57,779.8	51,804.6	60,329.9	61,896.5	61,477.2
매출총이익	1,393.1	6,764.7	(1,036.3)	630.2	5,755.2
판매비	2,669.6	2,678.4	2,867.3	3,159.2	3,463.0
영업이익	(1,276.5)	4,086.3	(3,903.6)	(2,528.9)	2,292.2
금융손익	(1,772.5)	(1,386.2)	(1,741.6)	(1,726.6)	(1,841.2)
종속/관계기업손익	214.1	281.1	288.1	285.4	267.2
기타영업외손익	(431.0)	10.3	145.7	52.1	50.3
세전이익	(3,265.8)	2,991.5	(5,211.4)	(3,918.1)	768.4
법인세	(1,002.3)	899.1	(1,170.1)	(979.5)	192.1
계속사업이익	(2,263.5)	2,092.5	(4,041.3)	(2,938.6)	576.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2,263.5)	2,092.5	(4,041.3)	(2,938.6)	576.3
비배주주지분 순이익	82.0	101.1	32.7	0.0	0.0
지배주주순이익	(2,345.5)	1,991.3	(4,074.0)	(2,938.6)	576.3
지배주주지분포괄이익	(2,239.1)	1,802.8	(3,237.2)	(2,502.5)	490.8
NOPAT	(884.7)	2,858.2	(3,027.1)	(1,896.7)	1,719.2
EBITDA	9,852.2	15,634.3	7,930.8	9,440.9	14,401.2
성장성(%)					
매출액증가율	(2.40)	(1.02)	1.24	5.45	7.53
NOPAT증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	0.36	58.69	(49.27)	19.04	52.54
영업이익증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
EPS증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	2.35	11.55	(1.75)	1.01	8.56
EBITDA이익률	16.65	26.69	13.38	15.10	21.42
영업이익률	(2.16)	6.98	(6.58)	(4.04)	3.41
계속사업이익률	(3.83)	3.57	(6.82)	(4.70)	0.86

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(3,654)	3,102	(6,346)	(4,578)	898
BPS	105,140	107,945	100,724	96,146	97,044
CFPS	21,038	28,676	14,158	15,381	22,869
EBITDAPS	15,347	24,354	12,354	14,706	22,433
SPS	92,175	91,235	92,363	97,399	104,729
DPS	0	1,216	0	0	650
주가지표(배)					
PER	(7.61)	8.83	(3.91)	(5.42)	27.62
PBR	0.26	0.25	0.25	0.26	0.26
PCFR	1.32	0.96	1.75	1.61	1.08
EV/EBITDA	9.02	5.68	11.66	10.06	6.59
PSR	0.30	0.30	0.27	0.25	0.24
재무비율(%)					
ROE	(3.42)	2.91	(6.08)	(4.65)	0.93
ROA	(1.23)	0.99	(1.99)	(1.41)	0.27
ROIC	(0.55)	1.69	(1.76)	(1.09)	0.98
부채비율	186.83	187.46	212.38	232.94	234.56
순부채비율	101.12	98.81	113.78	123.05	121.84
이자보상배율(배)	(0.62)	2.05	(2.02)	(1.22)	1.12

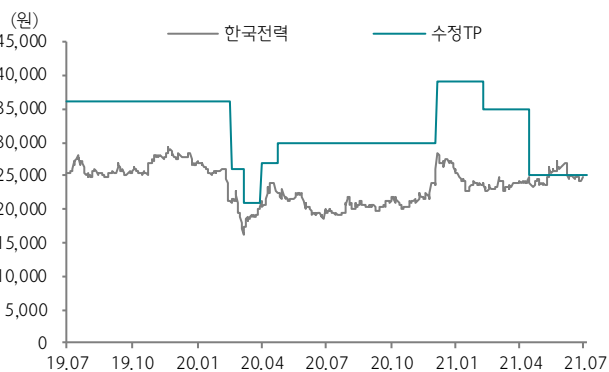
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	19,483.0	20,561.9	22,192.5	23,396.7	24,139.1
금융자산	3,456.6	4,886.5	6,277.5	6,317.5	6,407.8
현금성자산	1,810.1	2,029.6	1,980.2	1,897.4	1,919.0
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,275.8	7,809.6	8,108.5
재고자산	7,050.7	6,742.9	6,849.4	7,351.8	7,633.2
기타유동자산	2,036.5	1,769.8	1,789.8	1,917.8	1,989.6
비유동자산	178,114.8	182,580.2	184,142.6	186,738.9	188,947.1
투자자산	8,478.3	8,643.4	8,745.3	9,311.5	9,628.6
금융자산	2,563.5	2,472.8	2,477.4	2,583.7	2,643.3
유형자산	164,701.8	168,709.4	170,239.1	172,408.5	174,417.9
무형자산	1,168.0	1,153.9	1,027.6	888.4	770.0
기타비유동자산	3,766.7	4,073.5	4,130.6	4,130.5	4,130.6
자산총계	197,597.8	203,142.1	206,335.0	210,135.6	213,086.2
유동부채	24,231.7	25,881.2	27,370.2	28,391.5	28,963.4
금융부채	9,566.3	11,301.4	12,388.3	12,435.0	12,461.1
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,648.0	2,842.3	2,951.1
기타유동부채	11,805.7	11,972.9	12,333.9	13,114.2	13,551.2
비유동부채	104,476.5	106,594.0	112,911.5	118,629.5	120,431.7
금융부채	63,550.4	63,409.4	69,045.1	71,545.1	71,545.1
기타비유동부채	40,926.1	43,184.6	43,866.4	47,084.4	48,886.6
부채총계	128,708.1	132,475.3	140,281.7	147,020.9	149,395.2
지배주주지분	67,496.3	69,296.6	64,661.1	61,722.5	62,298.8
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,070.1	2,067.9	2,067.5	2,067.5	2,067.5
자본조정	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0	13,295.0
기타포괄이익누계액	(280.7)	(409.6)	(255.4)	(255.4)	(255.4)
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	46,344.2	43,405.6	43,982.0
비배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,392.2	1,392.2	1,392.2
자본총계	68,889.6	70,666.8	66,053.3	63,114.7	63,691.0
순금융부채	69,660.1	69,824.3	75,155.9	77,662.6	77,598.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,213.4	13,208.5	9,060.4	12,398.9	14,571.4
당기순이익	(2,263.5)	2,092.5	(4,041.3)	(2,938.6)	576.3
조정	1,367	1,401	1,260	1,197	1,211
감가상각비	11,128.7	11,548.0	11,834.4	11,969.8	12,109.0
외환거래손익	370.3	(782.2)	452.2	0.0	0.0
지분법손익	(214.1)	(281.1)	(199.0)	0.0	0.0
기타	(9,917.9)	(9,083.7)	(10,827.6)	(10,772.8)	(10,898.0)
영업활동 자산부채 변동	(3,192.7)	(2,889.3)	501.0	3,367.7	1,886.1
투자활동 현금흐름	(13,499.4)	(14,831.8)	(14,103.5)	(14,689.0)	(14,385.9)
투자자산감소(증가)	(486.6)	(171.9)	(102.1)	(566.2)	(317.1)
자본증가(감소)	(13,477.6)	(12,949.5)	(13,019.6)	(14,000.0)	(14,000.0)
기타	464.8	(1,710.4)	(981.8)	(122.8)	(68.8)
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	6,299.3	2,546.7	26.1
금융부채증가(감소)	11,486.0	1,594.2	6,722.6	2,546.7	26.1
자본증가(감소)	(8.5)	(2.3)	(0.4)	0.0	0.0
기타재무활동	(5,589.4)	383.6	357.7	0.0	0.0
배당지급	(112.7)	(94.7)	(780.6)	0.0	0.0
현금의 증감	451.8	219.5	(95.1)	(82.8)	21.6
Unlevered CFO	13,505.8	18,409.1	9,088.9	9,874.0	14,681.3
Free Cash Flow	(5,786.9)	(72.8)	(4,021.6)	(1,601.1)	571.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국전력



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.29	Neutral	25,000		
21.2.22	BUY	35,000	-32.51%	-29.29%
20.12.18	BUY	39,000	-35.61%	-28.08%
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	93.05%	6.95%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 7월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2021년 7월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.