



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

Hold

적정주가 (12개월)	26,000 원
현재주가 (7.23)	25,150 원
상승여력	3.4%
KOSPI	3,254.42pt
시가총액	161,454억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	44.88%
외국인비중	15.30%
52주 최고/최저가	28,300원/19,050원
평균거래대금	992.0억원
주요주주(%)	
한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.94
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.4 4.1 29.6
상대주가	3.1 0.5 -11.7

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	59,880.8	-2,002.6	-2,826.1	-4,402	-234.9	101,457	-5.7	0.2	9.1	-4.2	202.2
2022E	64,320.5	-1,475.6	-2,301.5	-3,585	-17.6	97,872	-7.0	0.3	8.7	-3.6	222.2
2023E	65,416.5	946.3	-623.1	-971	-72.9	96,401	-25.9	0.3	7.1	-1.0	226.3

한국전력 015760

2Q21 Preview: 당분간 쉼표

- ✓ 2Q21 연결 영업이익 -1.30조원(적전 YoY)를 기록하며 컨센서스 하회할 전망
- ✓ 2021년 영업이익 전망치는 239억원에서 -2,00조원으로 하향
- ✓ 최근 폭염에 따른 전력 소비량 증가가 동사 실적에 미치는 영향은 미미할 전망
- ✓ 유일한 모멘텀인 원전이용률 반등은 연내 반등 어렵다는 판단
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원 유지

2Q21 Preview: 고난의 시작

2Q21 연결 영업이익은 -1.30조원(적전 YoY)를 기록하며 시장 컨센서스(-1.00조원)을 하회할 전망이다. 원자재 가격 상승으로 SMP 상승폭이 예상을 웃도는 가운데, 연료비 연동제가 시행 유보되며 판가는 상승하지 못했다. 다만 원전 이용률은 당사의 예상을 +2~3%p 상회한 71~72% 수준이 될 전망이다. 이러한 현상은 하반기에 더욱 심화될 가능성이 높다. 2021년 영업이익 전망치는 239억원에서 -2,00조원으로 하향한다. 유가 및 SMP 상승, 3Q21 연료비 연동제 시행 유보 등을 반영하였다. 연료비 연동제는 4Q21 다시 정상화된다고 가정하였다.

크지 않은 폭염 수혜

최근 폭염에 따른 전력 소비량 증가가 동사 실적에 미치는 영향은 미미할 전망이다. 최근 가파른 SMP 상승으로 인해 3Q21 LNG 전력 구입단가가 주택용 판매단가와 비슷하거나, 오히려 더 높을 가능성이 있기 때문이다. 원전이용률 전망치 상향도 어렵다. 예비율 하락에 대응하기 위해 총 3.0GW의 발전용량을 가진 원전 3기(신고리4호기, 신월성 1호기, 월성 3호기)가 신규 가동/재가동을 시작했지만 한빛4,5호기 등 타 원전의 재가동 시기가 당초 예상보다 늦어졌기 때문이다.

당분간 쉼표

연료비 연동제에 대한 제도적 신뢰가 떨어진 상황에서 원전이용률 상향만이 유일한 주가 상승 모멘텀이다. 다만 연내에는 원전이용률 반등이 어렵다. 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원을 유지한다.

표1 한국전력 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,951.9	13,072.5	-0.9	15,075.3	-14.1	13,227.4	-2.1
영업이익	-1,292.8	389.8	적전	571.6	적전	-1,003.0	N/A
세전이익	-1,871.4	217.8	적전	334.9	적전	-1,341.7	N/A
지배순이익	-1,343.2	166.2	적전	85.7	적전	-1,010.9	N/A

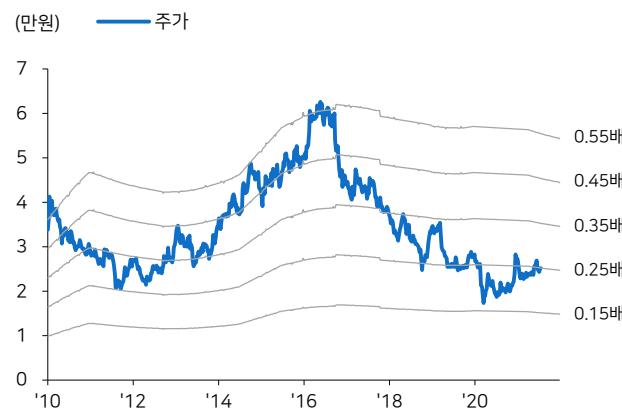
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	60,364.1	64,265.3	59,880.7	64,320.5	-0.8%	0.1%
영업이익	23.9	2,307.0	-2,002.6	-1,475.6	적전	적전
영업이익률	0.0%	3.6%	-3.3%	-2.3%	-3.4%p	-5.9%p
당기순이익	-1,309.0	538.2	-2,822.8	-2,324.7	적확	적전

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	42.9	44.6	60.0	67.0	72.0	70.0	63.5	42.2	67.3	65.5
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	72.0	71.0	80.0	73.4	78.6	75.9	75.9
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.5	108.9	107.8	102.4	114.5	111.7	108.5	109.7	109.1	116.1
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,711.4	14,692.3	15,075.3	12,951.9	16,435.1	15,418.4	59,172.9	58,569.3	59,880.7	64,320.5
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	-0.1	-0.9	4.6	4.9	-2.4	-1.0	2.2	7.4
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	13,007.0	13,889.8	13,583.4	14,362.7	17,344.3	57,779.8	51,804.6	59,180.2	62,882.1
연료비	4,139.0	3,418.0	4,139.0	3,242.4	3,947.0	4,305.6	4,771.6	4,792.6	18,261.0	14,938.4	17,816.8	18,353.6
구입전력비	4,820.0	3,475.0	4,820.0	3,551.6	4,998.9	4,061.9	4,944.5	6,268.7	18,270.0	16,666.6	20,274.0	23,128.7
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,910.1	2,854.6	2,906.6	2,896.9	2,914.0	10,819.7	11,242.8	11,571.9	11,692.1
인건비	1,250.3	1,233.1	1,225.3	-438.3	-325.0	1,257.8	1,249.8	-447.0	4,898.5	3,270.4	1,735.6	1,770.3
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	-204.6	3,741.2	2,414.4	1,051.5	500.0	3,816.1	5,530.7	5,686.4	7,781.9	7,937.5
매출총이익	996.4	1,103.4	2,979.8	1,685.2	1,185.5	-631.5	2,072.3	-1,925.8	1,393.1	6,764.7	700.5	1,438.4
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.5	7.9	-4.9	12.6	-12.5	2.4	11.5	1.2	2.2
판관비	565.8	713.6	647.5	751.5	613.8	661.4	638.1	789.8	2,669.6	2,678.4	2,703.1	2,914.0
판관비율(%)	3.7	5.5	4.1	5.1	4.1	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	-1,292.8	1,434.2	-2,715.6	-1,276.5	4,086.3	-2,002.6	-1,475.6
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	88.2	흑전	32.8	적전	-38.5	적전	적확	흑전	적전	적축
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-10.0	8.7	-17.6	-2.2	7.0	-3.3	-2.3
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-172.4	-536.0	-418.3	-341.9	-437.7	-1,772.5	-1,386.2	-1,733.8	-1,803.9
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-121.9	100.3	-189.4	-96.6	-89.4	-431.0	10.3	-275.2	-191.0
증속,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	264.0
세전이익	145.0	217.8	1,938.2	690.7	334.9	-1,871.4	1,000.0	-3,185.4	-3,265.8	2,991.5	-3,721.9	-3,206.5
연결 당기순이익	53.6	202.9	1,251.3	584.7	118.4	-1,356.8	725.0	-2,309.4	-2,263.5	2,092.5	-2,822.8	-2,324.7
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	0.8	-10.5	4.4	-15.0	-3.8	3.6	-4.7	-3.6
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	419.0	흑전	120.9	적전	-42.1	적전	적확	흑전	적전	적축
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	565.8	85.7	-1,343.2	717.8	-2,286.3	-2,345.5	1,991.3	-2,826.1	-2,301.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,172.9	58,569.3	59,880.8	64,320.5	65,416.5
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	2.2	7.4	1.7
매출원가	57,779.8	51,804.6	59,180.2	62,882.1	61,503.7
매출총이익	1,393.1	6,764.7	700.5	1,438.4	3,912.8
판매관리비	2,669.6	2,678.4	2,703.1	2,914.0	2,966.4
영업이익	-1,276.5	4,086.3	-2,002.6	-1,475.6	946.3
영업이익률	-2.2	7.0	-3.3	-2.3	1.4
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,733.8	-1,803.9	-1,943.4
증속/관계기업손익	214.1	281.1	289.7	264.0	280.5
기타영업외손익	-431.0	10.4	-275.2	-191.0	-151.6
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-3,721.9	-3,206.5	-868.2
법인세비용	-1,002.3	899.1	-899.2	-881.8	-238.8
당기순이익	-2,263.5	2,092.5	-2,822.8	-2,324.7	-629.4
지배주주지분 순이익	-2,345.5	1,991.4	-2,826.1	-2,301.5	-623.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	8,213.4	13,208.5	10,150.6	11,863.0	11,892.3
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-2,822.8	-2,324.7	-629.4
유형자산상각비	10,971.8	11,377.6	11,828.7	11,972.0	12,074.9
무형자산상각비	156.9	170.5	169.1	170.9	175.0
운전자본의 증감	-3,192.7	-2,889.3	405.9	2,303.5	271.9
투자활동 현금흐름	-13,499.4	-14,831.8	-9,743.8	-14,440.3	-12,353.8
유형자산의증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-12,688.7	-13,029.4	-13,159.7
투자자산의감소(증가)	-486.6	-171.9	-357.6	-415.9	-49.1
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	-2,063.3	4,930.3	-183.8
차입금의 증감	11,486.1	1,594.2	-862.7	4,930.3	137.1
자본의 증가	-8.5	-2.3	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.8	219.5	-1,631.1	2,353.0	-645.4
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	398.5	2,751.4
기말현금	1,810.1	2,029.6	398.5	2,751.4	2,106.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483.0	20,561.9	16,966.9	21,233.1	19,633.6
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	398.5	2,751.4	2,106.1
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,516.8	7,908.8	7,955.0
재고자산	7,050.7	6,742.9	7,076.2	7,445.2	7,488.8
비유동자산	178,114.8	182,580.2	183,995.3	185,496.0	186,655.4
유형자산	164,701.8	168,709.4	169,687.5	170,745.0	171,829.9
무형자산	1,168.0	1,153.9	1,176.3	1,203.8	1,229.1
투자자산	8,478.3	8,643.4	9,000.9	9,416.7	9,465.8
자산총계	197,597.8	203,142.1	200,962.1	206,729.2	206,289.0
유동부채	24,231.7	25,881.2	26,103.5	28,243.0	28,474.3
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,735.7	2,878.4	2,895.2
단기차입금	698.6	966.9	2,119.1	1,331.0	1,464.1
유동성장기부채	7,759.3	9,237.9	8,026.4	10,121.8	10,121.8
비유동부채	104,476.5	106,594.0	108,364.1	114,316.3	114,595.3
사채	55,629.0	56,045.8	54,928.4	58,477.7	58,477.7
장기차입금	3,389.7	3,004.0	3,941.8	3,981.2	3,981.2
부채총계	128,708.1	132,475.3	134,467.6	142,559.3	143,069.6
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
기타포괄이익누계액	-280.7	-409.6	-255.4	-255.4	-255.4
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	46,814.9	44,513.4	43,569.3
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,362.8	1,339.6	1,333.3
자본총계	68,889.7	70,666.9	66,494.5	64,169.8	63,219.4

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	92,175	91,235	93,277	100,193	101,901
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-4,402	-3,585	-971
CFPS	21,038	28,676	16,499	16,288	20,563
EBITDAPS	15,347	24,354	15,570	16,617	20,556
BPS	105,140	107,945	101,457	97,872	96,401
DPS	0	1,216	0	500	900
배당수익률(%)	0.0	4.4	0.0	2.0	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	-7.6	8.8	-5.7	-7.0	-25.9
PCR	1.3	1.0	1.5	1.5	1.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
EBITDA	9,852.2	15,634.3	9,995.3	10,667.3	13,196.2
EV/EBITDA	9.0	5.7	9.1	8.7	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-4.2	-3.6	-1.0
EBITDA 이익률	16.6	26.7	16.7	16.6	20.2
부채비율	186.8	187.5	202.2	222.2	226.3
금융비용부담률	3.5	3.4	3.1	3.0	3.0
이자보상배율(X)	-0.6	2.0	-1.1	-0.8	0.5
매출채권회전율(X)	8.4	8.3	8.2	8.3	8.2
재고자산회전율(X)	8.3	8.5	8.7	8.9	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 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	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	(원) 45,000	한국전력
2020.02.19				Univ Out.	-26.1	-		
2020.08.24	산업분석	Buy	25,000	문경원	-17.4	-13.0		
2020.11.13	기업브리프	Buy	26,000	문경원	-6.8	8.8	30,000	
2021.01.20	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-26.0	-22.3		
2021.04.30	기업브리프	Hold	26,000	문경원	-	-		

