



Marketperform(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(8/13): 24,750원

시가총액: 158,886억원



철강금속/유ти리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/13)	3,171.29pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	28,300 원
등락률	-12.5%
수익률	절대
1M	-0.2%
6M	3.3%
1Y	14.8%
	-11.7%

Company Data

발행주식수	641,964 천주
일평균 거래량(3M)	3,619천주
외국인 지분율	15.4%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	103,103원
주요 주주	한국산업은행 외 2 인
	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	59,173	58,569	59,467	62,859
영업이익	-1,277	4,086	-2,778	-2,403
EBITDA	9,852	15,634	8,897	9,335
세전이익	-3,266	2,992	-3,996	-3,770
순이익	-2,264	2,092	-2,797	-2,639
자체주주지분순이익	-2,346	1,991	-2,888	-2,730
EPS(원)	-3,654	3,102	-4,499	-4,253
증감률(%YoY)	적지	후전	적전	적지
PER(배)	-7.6	8.8	-5.5	-5.8
PBR(배)	0.26	0.25	0.24	0.25
EV/EBITDA(배)	9.0	5.7	10.3	10.5
영업이익률(%)	-2.2	7.0	-4.7	-3.8
ROE(%)	-3.4	2.9	-4.3	-4.2
순부채비율(%)	100.9	98.3	109.2	124.2

Price Trend



2Q21 Review

한국전력 (015760)

부진했지만 예상보다 양호



2분기 영업이익은 -7,648억원 적자를 기록하며 6개분기만에 적자전환해 부진했지만 해외사업 매출증가와 탄소배출권관련 일부 비용축소로 적자폭은 예상보다 양호했습니다. 석탄, LNG 등 연료비 상승에도 2분기와 3분기 전기요금이 동결되면서 하반기에도 실적부진은 불가피해 보입니다. 주가 상승반전을 위해서는 1) 연료비 연동제의 확실한 정착, 2) 석탄, 원유 등 원자재가격의 추세적 하락전환 등이 필요할 전망입니다.

>>> 2분기는 6개분기만에 적자전환 했지만 예상보다는 양호

2분기 연결 영업이익은 -7,648억원 적자를 기록하며 4Q19 -1.67조원 이후 6개분기만에 적자전환해 부진했다. 단, 키움증권 추정치 -1.31조원, 컨센서스 -0.96조원보다는 적자폭이 작았다. 전력판매량 증가(+5%YoY)에도 1) 석탄, 원자력 등 기저발전량이 -12%YoY 감소해 외부전력 구매량이 +30%YoY, 구입전력비가 +24%YoY 급증했고, 2) 석탄/LNG 등 연료비 상승에도 전기요금이 동결되면서 비용부담이 크게 확대되었다. 다만, 해외사업 매출증가(4,680억원, +30%YoY), ETS(탄소배출권거래) 충당금환입(-1,095억원) 등 의 요인으로 적자폭은 당사 예상보다 축소되었다.

작년말 정부가 발표한 전기요금 개편안(연료비 연동제, 환경비용 분리)에 따라 1분기 -3.0원/kWh 인하되었던 전기요금은 석탄/LNG 등 연료비 상승에 따라 2분기 +2.8원/kWh 인상되었어야 했지만 정부는 코로나19 장기화 및 물가상승 우려가 높아진 상황에서 국민생활 안정도모를 위해 2분기 요금인상을 유보했다. 이에 따라 비용상승 및 실적부진은 이미 예견된 상황이었다.

>>> 하반기도 비용부담 상승으로 실적부진 지속될 전망

7~9월분 연료비조정단가 산정내역에 따르면 3분기 전기요금은 1분기 대비 4.7원/kWh 인상요인이 발생했음에도 정부는 코로나19 장기화와 2분기 이후 높은 물가상승률 등으로 어려움을 겪는 국민의 생활안정을 위해 2개분기 연속 전기요금을 동결했다. 따라서 3분기 실적부진도 불가피할 전망이다.

단, 4분기는 연료비 상승추세가 지속될 경우 요금인상을 검토할 것으로 언급했는데, 다만 전기요금 분기 최대 변동폭이 ±3원/kWh로 고정되어 있는 만큼 4분기 전기요금이 최대 3원/kWh 인상된다 하더라도 연료비가 빠르게 하락 반전하지 않는 이상 수익성 정상화에는 상당기간이 소요될 전망이다.

>>> 불확실성 해소가 주가 상승의 선결조건

1) 연료비 연동제의 확실한 정착, 2) 석탄, 원유 등 원자재가격의 추세적 하락전환, 이 둘 중 하나라도 없다면 동사의 실적 불확실성이 앞으로도 지속될 전망이다. 2분기 실적과 최근 원자재가격 상승을 반영해 실적전망치를 추가 하향하지만 현 주가가 12mf PBR과 0.24X에 불과한 만큼 투자의견 Marketperform과 목표주가를 26,000원(12mf PBR 0.25X)을 유지한다.

한국전력 2Q21 잠정실적

(단위: 십억원)	2Q21P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q21	%QoQ	2Q20	%YoY
매출액	13,519	13,636	-0.9	13,215	2.3	15,075	-10.3	13,073	3.4
영업이익	-765	-1,307	적축	-955	적축	572	적전	390	적전
영업이익률(%)	-5.7	-9.6		-7.2		3.8		3.0	
세전이익	-996	-1,697	적축	-1,295	적축	335	적전	218	적전
순이익	-674	-1,272	적축	-958	적축	118	적전	203	적전
지배주주순이익	-696	-1,315	적축	-974	적축	86	적전	166	적전
투바이유(USD)	67	66	1.2			60	10.8	30	120.4
석탄-뉴캐슬(USD)	110	90	21.9			89	22.7	54	101.6
원달러환율	1,121	1,100	1.9			1,114	0.6	1,221	-8.2

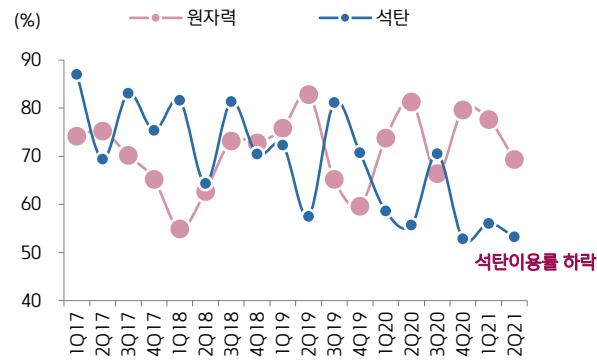
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



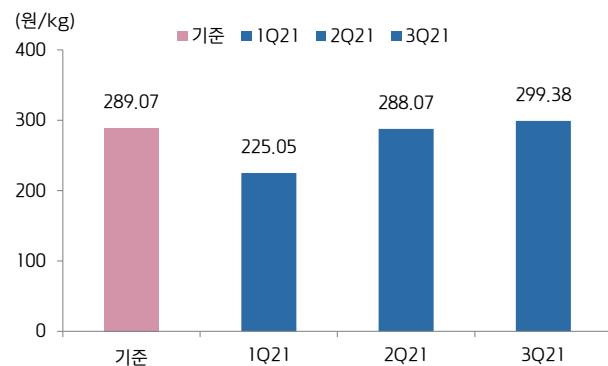
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이 및 전망



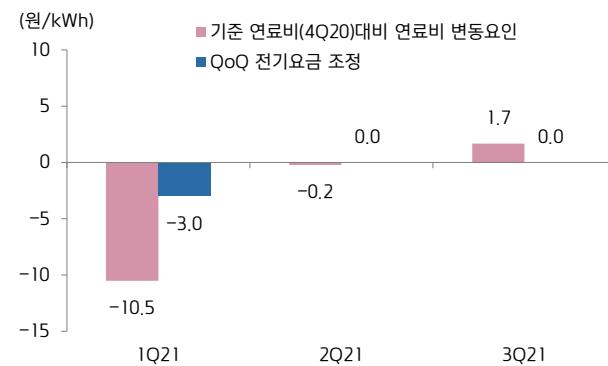
자료: 한국전력, 키움증권

기준 연료비와 분기별 실적 연료비



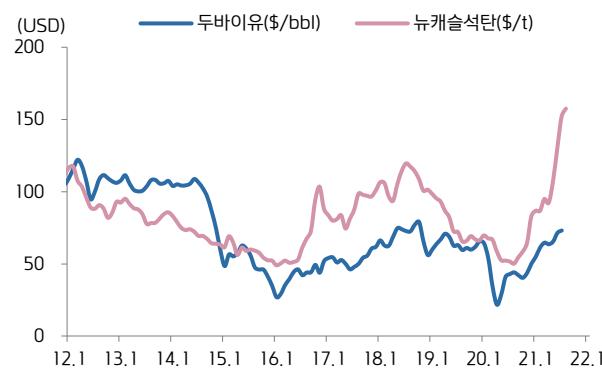
자료: 한국전력, 키움증권 추정

전기요금 중 연료비 변동 요인과 요금조정

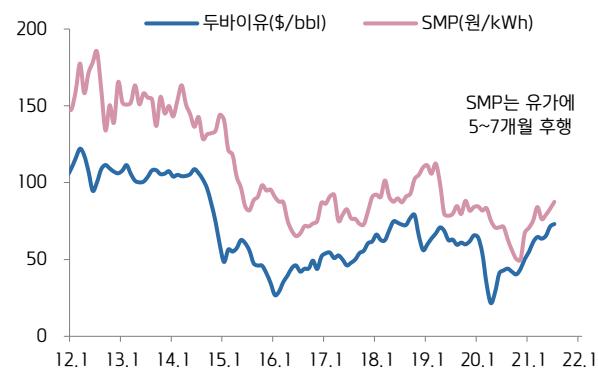


자료: 키움증권 추정

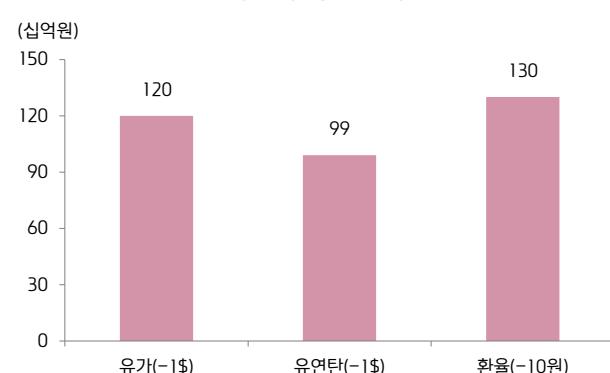
유가와 석탄가격



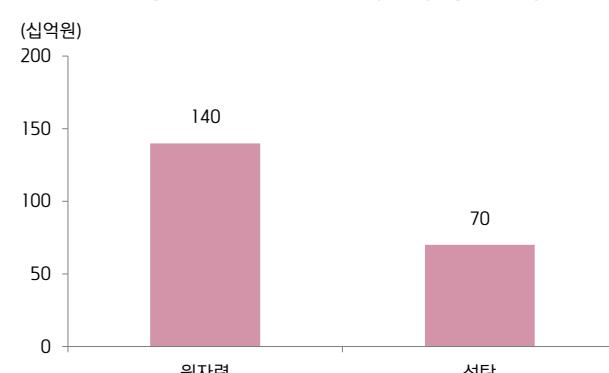
유가와 SMP



주요변수에 따른 한국전력 영업이익 민감도



기저발전 이용률 1%에 따른 한국전력 영업이익 민감도



작년 12/17 전기요금체계 개편안 주요내용



연료비 연동제 주요내용

① 연료비 조정요금

가. 주요내용 : 「연료비 조정요금」 항목을 신설하여, 매 분기마다 연료비 변동분(=기준연료비* - 실적연료비**)을 주기적(3개월)으로 전기요금에 반영

* 기준연료비 : 직전 1년간 평균 연료비 / ** 실적연료비 : 직전 3개월간 평균 연료비
→ 연료비는 관세청이 고시하는 LNG, 석탄, 유류의 무역통관 가격을 기준으로 산정

< 연료비 조정요금 개요 >

'21.1월 (시행)	2월	3월	4월	5월	6월
기준연료비 (직전 1년(19.12~20.11월) 평균연료비, 차기 전력량 요금 조정 필요시 갱신)					
↑ 차이를 요금에 반영				↑ 차이를 요금에 반영	
1월 실적 연료비 (직전 3개월, 20.9~11월 평균 연료비)				4월 실적 연료비 (직전 3개월 20.12~21.2월 평균 연료비)	

나. 소비자 보호장치 : 요금의 급격한 인상·인하 또는 빈번한 조정 등으로 인한 소비자 피해·혼란 방지를 위해 3종의 소비자 보호장치를 마련

① 조정범위 제한 : 기준연료비가 동일하게 유지된다는 전제 하에, 조정요금은 최대 ± 5 원/kWh 범위 내에서 직전 요금대비 3원까지만 변동 가능*

* 상하한(± 5 원) 도달시 그 이상으로 인상 또는 인하되지 않음

주택용 4인가구 월평균 사용량(350kWh, 월 5.5만원) 기준 분기 최대 1,050원/월(최대 1,750원/월)
산업·일반 월평균 사용량(9,240kWh, 월 119만원) 기준 분기 최대 2.8만원/월(최대 4.6만원/월)

② 未조정기준 : 분기별 1원/kWh 이내 변동시 未조정 → 빈번한 요금조정 방지

③ 정부 유보조항 : 단기간 내 유가 급상승 등 예외적인 상황 발생 시 정부가 요금조정을 유보할 수 있는 근거 마련

자료: 산업통상자원부, 키움증권

기후·환경요금 주요내용

가. 주요내용 : 현재 전력량 요금에 포함되어 있는 기후·환경관련 비용을 별도로 분리하여 소비자에게 고지하고, 관련 정보를 투명하게 제공

○ 향후 전기요금 총괄원가에 따른 요금 조정요인을 산출하는 과정에서 기후·환경비용 변동분도 포함하여 조정 필요성·수준 등을 검토

* '21.1월 적용 예정 기후환경 요금 : 총 5.3원/kWh (전체 전기요금의 약 4.9% 수준)

① 신재생에너지 의무이행 비용(RPS) : 4.5원/kWh
② 온실가스 배출권 거래비용 (ETS) : 0.5원/kWh
③ 미세먼지 계절관리제 시행 등에 따른 석탄발전 감축 비용 : 0.3원/kWh

주택용 4인가구 월평균 사용량(350kWh, 월 5.5만원) 기준 월 1,850원

산업·일반용 월평균 사용량(9,240kWh, 월 119만원) 기준 월 4.8만원

금번 개편에서는 ① RPS(4.5원), ② ETS비용(0.5원)은 전력량 요금에서 분리만 하고, ③ 석탄발전 감축비용(0.3원)만 신규로 반영

자료: 산업통상자원부, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E
매출액	15,093	13,073	15,711	14,692	15,075	13,519	15,856	15,017
영업이익	431	390	2,332	934	572	-765	22	-2,606
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-5.7	0.1	-17.4
세전이익	145	218	1,938	691	335	-996	-270	-3,065
순이익	54	203	1,251	585	118	-674	-189	-2,053
지배주주순이익	23	166	1,236	566	86	-696	-209	-2,069
두바이유(USD)	52	30	43	45	60	67	70	70
석탄-뉴캐슬(USD)	68	54	52	69	89	110	110	110
원달러환율	1,194	1,221	1,189	1,118	1,114	1,121	1,150	1,150

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,815	60,628	59,173	58,569	59,467	62,859	66,776
영업이익	4,953	-208	-1,277	4,086	-2,778	-2,403	605
영업이익률	8.3	-0.3	-2.2	7.0	-4.7	-3.8	0.9
세전이익	3,614	-2,001	-3,266	2,992	-3,996	-3,770	-882
순이익	1,441	-1,174	-2,264	2,092	-2,797	-2,639	-618
지배순이익	1,299	-1,315	-2,346	1,991	-2,888	-2,730	-709
EPS(지배주주)	2,023	-2,048	-3,654	3,102	-4,499	-4,253	-1,104
BPS(지배주주)	111,660	108,641	105,140	107,945	103,103	98,508	97,061
ROE(지배주주)	1.8	-1.9	-3.4	2.9	-4.3	-4.2	-1.1
두바이유(USD)	53	69	64	42	67	70	70
석탄-뉴캐슬(USD)	88	107	78	61	105	90	90
원달러환율	1,130	1,100	1,165	1,180	1,104	1,100	1,100

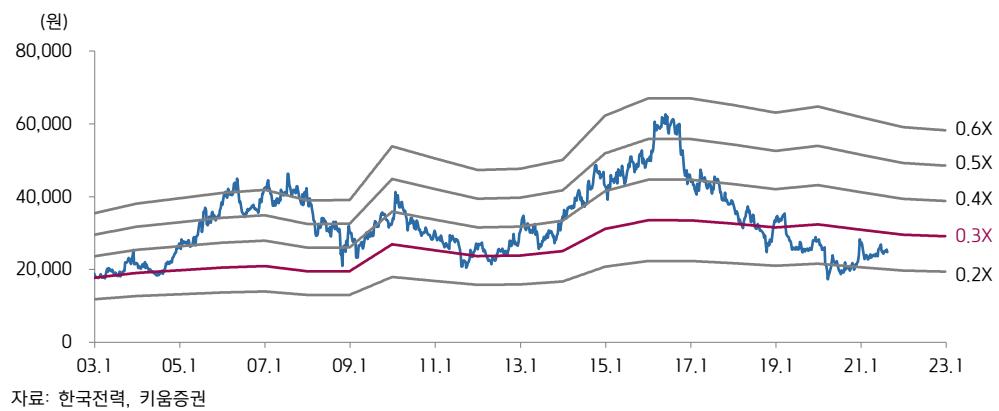
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	60,319	64,030	59,467	62,859	-1.4	-1.8
영업이익	-1,975	-310	-2,778	-2,403	적확	적확
영업이익률	-3.3	-0.5	-4.7	-3.8		
세전이익	-3,584	-2,028	-3,996	-3,770	적확	적확
순이익	-2,688	-1,521	-2,797	-2,639	적확	적확
지배순이익	-2,789	-1,622	-2,888	-2,730	적확	적확
EPS(지배주주)	-4,345	-2,526	-4,499	-4,253	NA	NA
BPS(지배주주)	103,257	100,388	103,103	98,508	-0.1	-1.9
ROE(지배주주)	-4.1	-2.5	-4.3	-4.2		
두바이유(USD)	65	66	67	70	3.4	6.1
석탄-뉴캐슬(USD)	90	90	105	90	16.5	-0.3
원달러환율	1,104	1,100	1,134	1,150	2.7	4.5

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국전력 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	59,173	58,569	59,467	62,859	66,776
매출원가	57,780	51,805	59,413	62,288	63,049
매출총이익	1,393	6,765	55	570	3,727
판관비	2,670	2,678	2,832	2,974	3,122
영업이익	-1,277	4,086	-2,778	-2,403	605
EBITDA	9,852	15,634	8,897	9,335	12,584
영업외손익	-1,989	-1,095	-1,218	-1,367	-1,487
이자수익	268	243	246	240	216
이자비용	2,047	1,995	1,868	2,023	2,118
외환관련이익	267	1,101	114	0	0
외환관련손실	673	362	126	0	0
증속 및 관계기업손익	214	281	351	351	351
기타	-18	-363	65	65	64
법인세차감전이익	-3,266	2,992	-3,996	-3,770	-882
법인세비용	-1,002	899	-1,199	-1,131	-265
계속사업순손익	-2,264	2,092	-2,797	-2,639	-618
당기순이익	-2,264	2,092	-2,797	-2,639	-618
지배주주순이익	-2,346	1,991	-2,888	-2,730	-709
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.4	-1.0	1.5	5.7	6.2
영업이익 증감율	흑전	-420.0	-168.0	-13.5	-125.2
EBITDA 증감율	0.4	58.7	-43.1	4.9	34.8
지배주주순이익 증감율	흑전	-184.9	-245.1	-5.5	-74.0
EPS 증감율	적지	흑전	적전	적지	적지
매출총이익율(%)	2.4	11.6	0.1	0.9	5.6
영업이익률(%)	-2.2	7.0	-4.7	-3.8	0.9
EBITDA Margin(%)	16.6	26.7	15.0	14.9	18.8
지배주주순이익률(%)	-4.0	3.4	-4.9	-4.3	-1.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	8,213	13,208	12,139	11,110	13,265
당기순이익	-2,264	2,092	-2,797	-2,639	-618
비현금항목의 가감	15,769	16,317	14,799	15,091	16,318
유형자산감가상각비	10,972	11,378	11,506	11,597	11,861
무형자산감가상각비	157	170	168	141	119
지분법평가손익	-260	-297	-7	-7	-7
기타	4,900	5,066	3,132	3,360	4,345
영업활동자산부채증감	-3,193	-2,889	552	-697	-805
매출채권및기타채권의감소	159	352	-9	-449	-518
재고자산의감소	-980	-723	-260	-399	-461
매입채무및기타채무의증가	-354	-626	40	151	174
기타	-2,018	-1,892	781	0	0
기타현금흐름	-2,099	-2,312	-415	-645	-1,630
투자활동 현금흐름	-13,499	-14,832	-13,066	-15,031	-15,031
유형자산의 취득	-14,000	-13,281	-12,477	-14,442	-14,442
유형자산의 처분	523	332	0	0	0
무형자산의 순취득	-222	-110	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-263	-318	-343	-343	-343
단기금융자산의감소(증가)	783	-1,209	0	0	0
기타	-320	-246	-246	-246	-246
재무활동 현금흐름	5,775	1,881	2,656	5,937	3,437
차입금의 증가(감소)	6,342	2,539	4,000	6,500	4,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-113	-95	-781	0	0
기타	-454	-563	-563	-563	-563
기타현금흐름	-38	-38	-2,113	-2,113	-2,113
현금 및 현금성자산의 순증가	452	219	-384	-97	-442
기초현금 및 현금성자산	1,358	1,810	2,030	1,646	1,549
기말현금 및 현금성자산	1,810	2,030	1,646	1,549	1,107

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483	20,562	20,447	21,198	21,736
현금 및 현금성자산	1,810	2,030	1,646	1,549	1,107
단기금융자산	1,619	2,827	2,827	2,827	2,827
매출채권 및 기타채권	7,642	7,862	7,870	8,319	8,838
재고자산	7,051	6,743	7,003	7,402	7,863
기타유동자산	1,361.0	1,100.0	1,101.0	1,101.0	1,101.0
비유동자산	178,115	182,580	183,719	186,759	189,558
투자자산	8,195	8,506	8,843	9,180	9,516
유형자산	164,702	168,709	169,679	172,525	175,106
무형자산	1,168	1,154	986	844	725
기타비유동자산	4,050	4,211	4,211	4,210	4,211
자산총계	197,598	203,142	204,165	207,957	211,294
유동부채	24,232	25,881	25,921	26,072	26,246
매입채무 및 기타채무	6,175	5,937	5,977	6,128	6,302
단기금융부채	9,493.2	11,251.5	11,251.5	11,251.5	11,251.5
기타유동부채	8,564	8,693	8,693	8,693	8,693
비유동부채	104,476	106,594	110,594	117,094	121,094
장기금융부채	63,453.5	63,094.2	67,094.2	73,594.2	77,594.2
기타비유동부채	41,023	43,500	43,500	43,500	43,500
부채총계	128,708	132,475	136,515	143,166	147,341
자자지분	67,496	69,297	66,189	63,238	62,310
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	2,068	2,068	2,068
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄손익누계액	-281	-410	-629	-849	-1,069
이익잉여금	49,202	51,134	48,245	45,515	44,806
비자지분	1,393	1,370	1,461	1,553	1,644
자본총계	68,890	70,667	67,650	64,791	63,954

Compliance Notice

- 당사는 8월 16일 현재 '한국전력(015760)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

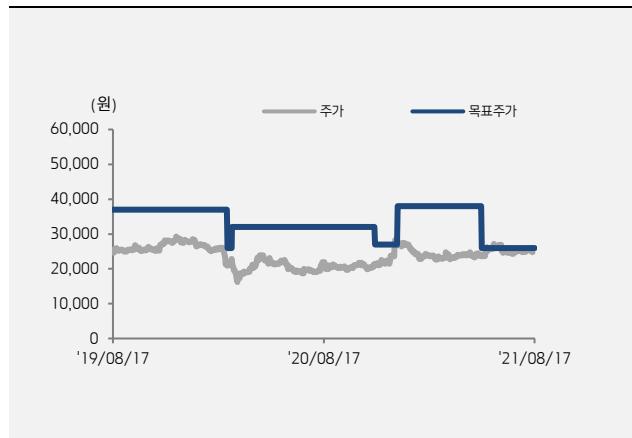
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상사점	고리율(%)		
					평균주가대비	최고주가대비	최저주가대비
한국전력 (015760)	2019-11-14	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-27.34	-20.95	
	2020-03-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-18.30	-16.73	
	2020-03-09	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.45	-25.47	
	2020-05-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-36.01	-25.47	
	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.97	-25.47	
	2020-11-13	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-15.32	4.81	
	2020-12-22	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-36.15	-27.89	
	2021-05-17	Marketperform (Downgrade)	26,000원	6개월	-2.92	4.42	
	2021-08-17	Marketperform (Maintain)	26,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%