

2021. 11. 15



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

Hold

적정주가 (12개월) **26,000 원**

현재주가 (11.12) **23,150 원**

상승여력 **12.3%**

KOSPI 2,968.80pt

시가총액 148,615억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 47.09%

외국인비중 14.81%

52주 최고/최저가 28,300원/20,950원

평균거래대금 439.8억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 6.43

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 4.0 -3.1 10.5

상대주가 2.2 3.2 -7.9

주가그래프



한국전력 015760

3Q21 Review: 전력요금 인상 필요성을 증명 중

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 -9,366억원을 기록하며 컨센서스(3,167억원)를 크게 하회
- ✓ 석탄, LNG 가격 상승 및 수선비 등 기타 영업비용 상승이 주요 원인
- ✓ 4Q21에는 3조원 이상의 대규모 적자, 2022년 연간으로는 6조원의 적자 전망
- ✓ 2022년 어두운 수익성 전망을 감안할 시 최소한의 전력 요금 인상은 필수적
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원을 유지

3Q21 Review: 힘든 구간을 지나는 중

3Q21 연결 영업이익은 -9,366억원(적전 YoY)을 기록하며 시장 컨센서스 3,167억원을 크게 하회했다. 유가 및 석탄 가격, 환율 상승의 영향으로 인한 석탄, LNG 발전 단가의 상승 폭이 예상보다 가팔랐고, 수선유지비 등 기타영업비도 전년 동기 대비 4,000억원 이상 증가했다. 4Q21에는 가파르게 상승한 국제 석탄 가격이 투입 원가에 반영이 되기 시작하며 연료비 조정 단가가 +3원/kWh 상승했음에도 불구하고 -3.3조원의 대규모 적자가 발생할 전망이다.

최소한의 요금 인상은 필수적

당사의 2022년 영업적자 -6.2조원 전망에는 연평균 +9.1원/kWh의 요금 인상이 가정되어 있다. 연료비 연동제에 따라 연료비 조정 단가 및 기후환경요금이 인상될 것으로 본 것이다. 연말/연초 실제 요금 인상이 이뤄질 지에 대한 불확실성이 남아 있으나, 2022년 역대 최악의 적자가 예상되는 점을 감안하면 최소한의 요금 인상은 필수적이라는 판단이다. 더 나아가 안정적인 송배전 투자, 재생에너지 확대를 위해서는 총괄원가 조정을 통해 기준연료비를 대폭 인상할 필요가 있다. 2022년 영업 BEP를 위해서는 전력판매단가가 연평균 20% 증가해야 한다.

ESG 개선 노력은 긍정적

동사는 11월 10일 탄소중립 비전인 'Zero for Green'를 통해 2050년까지 석탄발전 전면 중단 및 재생에너지 사업개발, 수소기반 발전 확대, 선제적 계통 투자 및 CCUS 기술 개발 등의 계획을 발표했다. 단기적인 투자 심리는 어두울 수밖에 없으나, 이와 같은 중장기적 ESG 투자 노력을 통해 중장기적으로는 멀티플 상승도 가능하다. 투자의견 Hold, 적정주가 26,000원을 유지한다.

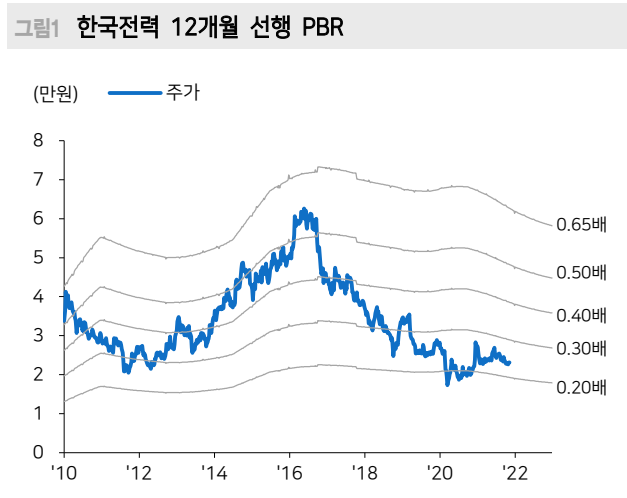
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021E	60,189.0	-4,660.0	-4,628.8	-7,210	-319.1	100,045	-3.2	0.2	12.8	-6.9	208.7
2022E	65,518.9	-6,197.2	-5,552.0	-8,649	22.3	91,396	-2.7	0.3	16.7	-9.0	242.2
2023E	67,820.8	-2,677.6	-3,121.4	-4,862	-43.8	86,534	-4.8	0.3	10.6	-5.5	265.0

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	16,462.2	15,711.4	4.8	13,518.9	21.8	16,137.1	2.0	17,021.9	-3.3
영업이익	-936.6	2,332.2	적전	-764.8	적합	316.7	N/A	101.4	N/A
세전이익	-1,332.3	1,938.2	적전	-995.8	적합	-163.5	N/A	-422.1	N/A
순이익	-1,045.2	1,236.3	적전	-695.8	적합	-53.9	N/A	-303.0	N/A

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	61,020.0	66,497.4	60,189.0	65,518.9	-1.4%	-1.5%
영업이익	-3,376.5	-5,444.0	-4,660.0	-6,197.2	적합	적합
영업이익률	-3.3%	-2.3%	-7.7%	-9.5%	-4.4%p	-7.2%p
당기순이익	-3,674.6	-5,062.0	-4,584.9	-5,608.1	적합	적합

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	50.8	30.6	42.9	44.6	60.0	67.0	71.7	82.0	63.5	42.2	70.2	83.3
원/달러 환율	1,192.7	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,173.0	1,165.4	1,180.3	1,141.4	1,153.8
원전이용률(%)	77.8	84.7	69.2	82.9	80.8	72.1	72.6	78.0	73.4	78.6	75.9	78.8
전력판매단가(원/kWh)	109.3	104.8	114.5	108.9	107.8	101.8	112.7	109.3	108.5	109.7	107.9	117.7
실적 전망												
연결 매출	15,093.1	13,072.5	15,711.4	14,692.3	15,075.3	13,518.9	16,462.2	15,132.5	59,172.9	58,569.3	60,189.0	65,518.9
매출액 증가율(% YoY)	-1.0	0.0	-1.3	-1.7	-0.1	3.4	4.8	3.0	-2.4	-1.0	2.8	8.9
매출원가	14,096.8	11,969.2	12,731.6	13,007.0	13,889.8	13,592.6	16,842.0	17,963.3	57,779.8	51,804.6	62,287.7	69,130.5
연료비	4,139.0	3,418.0	3,994.8	3,242.4	3,947.0	3,882.3	5,618.8	5,839.0	18,261.0	14,794.2	19,287.1	21,752.9
구입전력비	4,820.0	3,475.0	3,878.5	3,551.6	4,998.9	4,310.5	5,694.3	5,851.1	18,270.0	15,725.1	20,854.8	24,903.3
감가상각비	2,768.6	2,812.2	2,752.0	2,910.1	2,854.6	2,920.1	2,886.4	2,904.2	10,819.7	11,242.8	11,565.3	11,682.2
인건비	1,250.3	1,233.1	1,225.3	1,379.3	1,265.2	1,319.3	1,249.8	1,406.9	4,898.5	5,088.0	5,241.2	5,346.0
수선비 및 기타	1,118.9	1,030.8	881.1	1,923.6	824.2	1,160.4	1,392.7	1,962.1	5,530.7	4,954.4	5,339.3	5,446.1
매출총이익	996.4	1,103.4	2,979.8	1,685.2	1,185.5	-73.6	-379.8	-2,830.8	1,393.1	6,764.7	-2,098.7	-3,611.6
매출총이익률(%)	6.6	8.4	19.0	11.5	7.9	-0.5	-2.3	-18.7	2.4	11.5	-3.5	-5.5
판관비	565.8	713.6	647.5	751.5	613.8	691.1	556.8	699.5	2,669.6	2,678.4	2,561.3	2,585.6
판관비율(%)	3.7	5.5	4.1	5.1	4.1	5.1	3.4	4.6	4.5	4.6	4.3	3.9
영업이익	430.6	389.8	2,332.2	933.7	571.6	-764.8	-936.6	-3,530.3	-1,276.5	4,086.3	-4,660.0	-6,197.2
영업이익 성장률(%YoY)	흑전	흑전	88.2	흑전	32.8	적전	적전	적전	적확	흑전	적전	적확
영업이익률(%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-5.7	-5.7	-23.3	-2.2	7.0	-7.7	-9.5
금융손익	-623.3	-273.3	-317.2	-172.4	-536.0	-325.9	-533.8	-572.4	-1,772.5	-1,386.2	-1,968.1	-1,705.6
기타손익	131.9	100.5	-100.1	-121.9	100.3	18.3	93.9	-97.6	-431.0	10.3	114.9	-158.2
종속,관계기업 관련 손익	205.8	0.7	23.3	51.3	199.0	76.5	44.2	57.3	214.1	281.1	377.0	325.8
세전이익	145.0	217.8	1,938.2	690.7	334.9	-995.8	-1,332.3	-4,142.9	-3,265.8	2,991.5	-6,136.1	-7,735.3
연결 당기순이익	53.6	202.9	1,251.3	584.7	118.4	-673.9	-1,025.9	-3,003.6	-2,263.5	2,092.5	-4,584.9	-5,608.1
당기순이익률(%)	0.4	1.6	8.0	4.0	0.8	-5.0	-6.2	-19.8	-3.8	3.6	-7.6	-8.6
순이익 성장률(% YoY)	흑전	흑전	419.0	흑전	120.9	적전	적전	적전	적확	흑전	적전	적확
지배주주 순이익	23.0	166.2	1,236.3	565.8	85.7	-695.8	-1,045.2	-2,973.5	-2,345.5	1,991.3	-4,628.9	-5,552.0

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	59,172.9	58,569.3	60,189.0	65,518.9	67,820.8
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	2.8	8.9	3.5
매출원가	57,779.8	51,804.6	62,287.7	69,130.5	67,949.5
매출총이익	1,393.1	6,764.7	-2,098.7	-3,611.6	-128.7
판매관리비	2,669.6	2,678.4	2,561.3	2,585.6	2,548.9
영업이익	-1,276.5	4,086.3	-4,660.0	-6,197.2	-2,677.6
영업이익률	-2.2	7.0	-7.7	-9.5	-3.9
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,854.6	-1,705.7	-1,966.3
중속/관계기업손익	214.1	281.1	474.1	325.8	362.9
기타영업외손익	-431.0	10.4	-95.5	-158.2	-67.9
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-6,136.1	-7,735.3	-4,348.9
법인세비용	-1,002.3	899.1	-1,551.2	-2,127.2	-1,195.9
당기순이익	-2,263.5	2,092.5	-4,584.9	-5,608.1	-3,152.9
지배주주지분 순이익	-2,345.5	1,991.4	-4,628.8	-5,552.0	-3,121.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	19,483.0	20,561.9	17,420.2	18,176.9	18,592.4
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	560.9	204.8	517.0
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,377.4	7,885.9	8,115.8
재고자산	7,050.7	6,742.9	6,945.0	7,423.7	7,640.1
비유동자산	178,114.8	182,580.2	185,271.9	187,345.7	189,113.7
유형자산	164,701.8	168,709.4	170,931.4	172,425.9	173,913.7
무형자산	1,168.0	1,153.9	1,169.0	1,208.8	1,245.1
투자자산	8,478.3	8,643.4	8,919.7	9,459.1	9,703.0
자산총계	197,597.8	203,142.1	202,692.1	205,522.6	207,706.1
유동부채	24,231.7	25,881.2	28,501.2	31,233.6	34,185.2
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,685.0	2,870.1	2,953.7
단기차입금	698.6	966.9	4,812.7	4,293.9	6,757.3
유동성장기부채	7,759.3	9,237.9	8,026.4	10,198.1	10,198.1
비유동부채	104,476.5	106,594.0	108,527.6	114,233.8	116,618.6
사채	55,629.0	56,045.8	56,067.9	58,628.6	59,586.6
장기차입금	3,389.7	3,004.0	3,963.8	4,043.5	4,083.9
부채총계	128,708.1	132,475.3	137,028.8	145,467.4	150,803.9
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,070.1	2,067.9	2,071.3	2,071.3	2,071.3
기타포괄이익누계액	-280.7	-409.6	-143.5	-143.5	-143.5
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	45,792.6	40,240.6	37,119.2
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,438.1	1,382.0	1,350.5
자본총계	68,889.7	70,666.9	65,663.3	60,055.2	56,902.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	8,213.4	13,208.5	7,657.1	9,106.8	10,350.6
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-4,584.9	-5,608.1	-3,152.9
유형자산상각비	10,971.8	11,377.6	11,713.5	11,843.3	11,983.4
무형자산상각비	156.9	170.5	164.3	163.3	168.9
운전자본의 증감	-3,192.7	-2,889.3	-268.6	2,988.0	1,351.2
투자활동 현금흐름	-13,499.4	-14,831.8	-10,775.1	-13,800.6	-13,520.3
유형자산의증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-13,051.1	-13,337.8	-13,471.2
투자자산의감소(증가)	-486.6	-171.9	-277.5	-539.4	-243.9
재무활동 현금흐름	5,775.4	1,880.8	1,595.2	4,337.8	3,481.9
차입금의 증감	11,486.1	1,594.2	2,822.6	4,337.8	3,482.0
자본의 증가	-8.5	-2.3	3.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.8	219.5	-1,468.7	-356.1	312.3
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	560.9	204.8
기말현금	1,810.1	2,029.6	560.9	204.8	517.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	92,175	91,235	93,758	102,060	105,646
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-7,210	-8,649	-4,862
CFPS	21,038	28,676	13,632	8,982	15,110
EBITDAPS	15,347	24,354	11,243	9,049	14,759
BPS	105,140	107,945	100,045	91,396	86,534
DPS	0	1,216	0	0	300
배당수익률(%)	0.0	4.4	0.0	0.0	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-7.6	8.8	-3.2	-2.7	-4.8
PCR	1.3	1.0	1.7	2.6	1.5
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
EBITDA	9,852.2	15,634.3	7,217.8	5,809.3	9,474.7
EV/EBITDA	9.0	5.7	12.8	16.7	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-6.9	-9.0	-5.5
EBITDA 이익률	16.6	26.7	12.0	8.9	14.0
부채비율	186.8	187.5	208.7	242.2	265.0
금융비용부담률	3.5	3.4	3.0	2.9	2.9
이자보상배율(x)	-0.6	2.0	-2.5	-3.2	-1.3
매출채권회전율(x)	8.4	8.3	8.3	8.6	8.5
재고자산회전율(x)	8.3	8.5	8.8	9.1	9.0

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

