

연동제에 대한 낮아진 신뢰성

중립
(하향)목표가: 27,000원 ▼
상승여력: 7.8%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

투자 의견 하향

한국전력에 대한 투자 의견 매수에서 중립으로 하향 조정

- 한국전력에 대한 목표주가를 29,000원에서 27,000원으로 하향
- 목표주가는 PBR 0.25배에 해당 (평가 인상 하락에 따른 ROE 전망 하향)
- 7.8%의 상승여력으로 투자 의견 역시 매수에서 중립으로 하향
- PBR 0.23배는 여전히 역사적으로 낮은 수준이나, 개선 모멘텀도 부재한 상황

작동되지 않는 연동제

한국전력 전기요금 동결

- 한국전력은 7~9월분 연료비 조정 단가를 2Q21과 같은 -3원/KWh으로 동결
- 연료비 상승에 따른 조정단가 요인(3원/KWh)이 반영 실패
- 이에 따라 하반기 및 내년 실적 하향은 불가피

모멘텀 부재

원가 상승세 이어지는 가운데 전기 요금 인상에 대한 기대감 하락 우려

- 유가의 지속적인 상승으로 연말까지 연료비 부담은 지속될 전망
- 2022년 대형 정치 이벤트(大選), 코로나19로 인해 당분간 전기요금 인상 가능성 하락
- 무엇보다 단가 조정 무산으로 연료비 연동제에 대한 신뢰성을 훼손된 것은 우려

2Q21 Preview

2Q21 전기요금 인상 미반영과 원가 부담 상승으로 부진 전망

- 영업손실 8,974억원, 전년동기(영업이익 3,898억원) 대비 적자 전환 전망
- 2Q21 판매량 3.6% YoY 증가하겠으나, 평가는 -1.8% YoY 하락할 것으로 예상
- 원전 가동률 75%로 부진할 듯: 계획 예방정비 등에 따른 운영 중단
- 석탄단가 상승과 구입전력 단가 반등으로 원가 부담 확대

Key data



현재주가(21/6/21, 원)	25,050	시가총액(십억원)	16,081
영업이익(21F, 십억원)	1,508	발행주식수(백만주)	642
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	376	유동주식비율(%)	44.8
EPS 성장률(21F, %)	-	외국인 보유비중(%)	15.8
P/E(21F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	0.68
MKT P/E(21F, x)	12.0	52주 최저가(원)	18,700
KOSPI	3,240.79	52주 최고가(원)	28,300

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	-10.7	23.4
상대주가	3.2	-23.4	-18.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	60,628	59,173	58,569	58,073	58,632	59,590
영업이익 (십억원)	-208	-1,277	4,086	1,508	2,157	2,222
영업이익률 (%)	-0.3	-2.2	7.0	2.6	3.7	3.7
순이익 (십억원)	-1,315	-2,346	1,991	-34	765	518
EPS (원)	-2,048	-3,654	3,102	-54	1,191	807
ROE (%)	-1.9	-3.4	2.9	0.0	1.1	0.7
P/E (배)	-	-	8.8	-	21.0	31.0
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	4.4	0.0	2.2	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국전력 Valuation

항목	값	비고
Risk Free Rate	1.7	
beta	0.8	5년 월간 Beta
Ke	7.4	
ROE	1.9	적정투자보수에서 환경 비용 감안
P/B	0.25	Growth=0% 가정
BPS	108,629	2021년말 기준
목표주가	27,000	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 2Q21 실적 비교표

(십억원, %, %pt)

	2Q20	1Q21	2Q21F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	13,073	15,075	13,194	13,217	0.9	-12.5
영업이익	390	572	-897	-877	적전	적전
영업이익률 (%)	3.0	3.8	-6.8	-6.6	-9.8	-10.6
세전이익	218	335	-1,167	-1,227	적전	적전
순이익	166	86	-1,053	-916	적전	적전

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	58,219	58,706	58,073	58,632	-0.3	-0.1	평가 전망 하향
영업이익	3,502	3,879	1,508	2,157	-56.9	-44.4	원료비 증가, 원전가동률 하락
세전이익	2,247	2,690	407	1,150	-81.9	-57.2	
순이익	1,479	1,789	-34	765	적전	-57.2	
EPS (원)	2,304	2,786	-54	1,191	적전	-57.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	15,093	13,073	15,711	14,692	15,075	13,194	15,732	14,072	58,569	58,073	58,632	59,590
전기판매수익	14,304	12,296	15,019	14,112	14,278	12,514	15,062	13,475	55,731	55,328	56,241	57,459
해외사업수익	310	361	335	145	265	192	192	128	1,151	777	608	486
기타	479	416	357	436	533	488	478	469	1,687	1,968	1,783	1,645
영업이익	431	390	2,332	934	572	-897	1,731	103	4,086	1,508	2,157	2,222
세전이익	145	218	1,938	691	335	-1,167	1,425	-186	2,992	407	1,150	779
순이익(지배)	23	166	1,236	566	86	-1,053	1,083	-150	1,991	-34	765	518
영업이익률 (%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.8	-6.8	11.0	0.7	7.0	2.6	3.7	3.7
세전이익률 (%)	1.0	1.7	12.3	4.7	2.2	-8.8	9.1	-1.3	5.1	0.7	2.0	1.3
순이익률 (%)	0.4	1.6	8.0	4.0	0.8	-8.4	7.2	-1.1	3.4	-0.1	1.3	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 원전별 가동 현황 및 일정

원전	호기	용량(MW)	출력(MW)	출력(%)	계획예방정비 종료예정일	미래 계획예방정비 계획	상태
고리	2호기	650	682	100		2021.12.30	
	3호기	950	1,044	100		2021.07.14	
	4호기	950	1,050	100		2021.07.21	
	신1호기	1,000	1,054	100			2021.05.01 운전 시작
	신2호기	1,000	301	30			2021.06.19 운전 시작
새울	신고리3호기	1,400	1,487	100		2021.09.11	
	신고리4호기	1,400	0	0			2021.02.06 운전 시작
한빛	1호기	950	1,021	100		2022.01.13	2021.05.05 운전 시작
	2호기	950	1,011	100			
	3호기	1,000	1,038	100			
	4호기	1,000	0	0	2021.08.16		원계획 21.05.18
	5호기	1,000	0	0	2021.09.28		원계획 21.07.23
	6호기	1,000	1,055	100			2021.05.21 운전 시작
월성	1호기	679	0	0		-	폐쇄
	2호기	700	592	85		2021.12.12	
	3호기	700	0	0	2021.07.23		
	4호기	700	592	85		2021.10.22	
	신1호기	1,000	0	0	2021.07.26		원계획 21.06.23
	신2호기	1,000	1,049	100			2021.02.19 운전 시작
한울	1호기	950	1,014	100		2021.07.26	
	2호기	950	1,012	100			
	3호기	1,000	0	0	2021.08.05		원계획 21.07.24
	4호기	1,000	0	0	2021.09.18		
	5호기	1,000	0	0	2021.06.25		
	6호기	1,000	1,045	100			
신한울	1호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공예정
	2호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공예정
합계		23,250	15,047	64.72			준공예정 제외 후 가동률

주: 2021년 6월 21일 16:00 기준

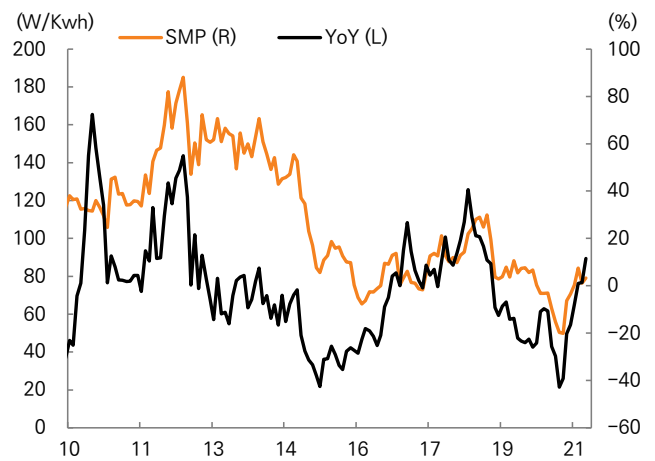
자료: 한국수력원자력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 석탄 가격 추이



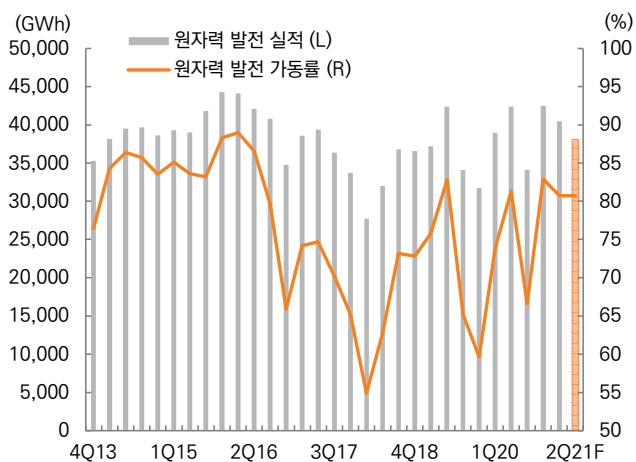
자료: Bloomberg, EPSIS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. SMP 추이



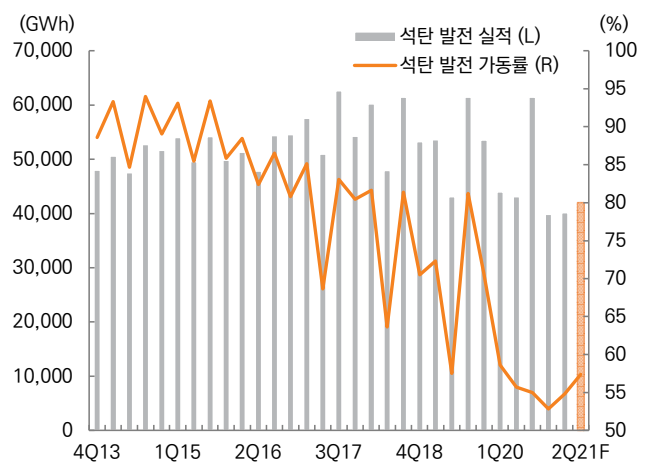
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



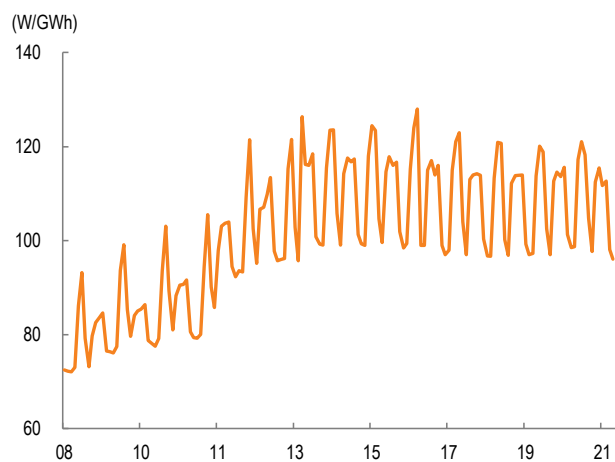
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



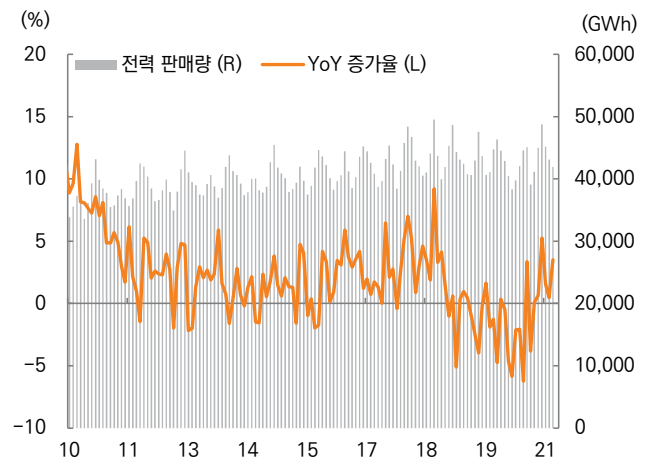
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



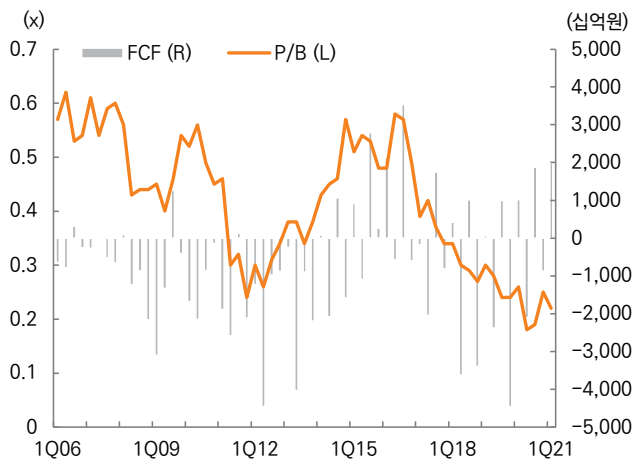
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



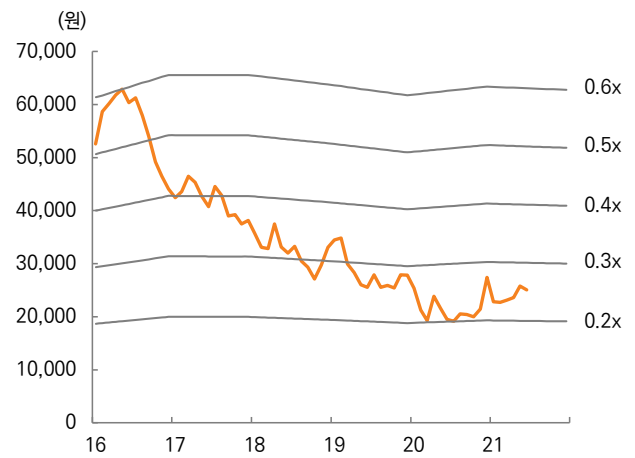
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PBR vs. FCF



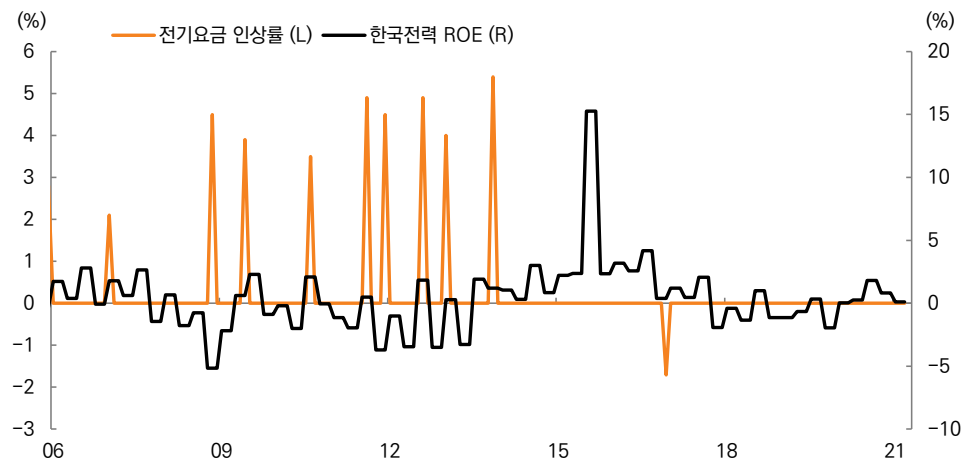
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 전기요금 인상률 vs. ROE



자료: 한국전력공사, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	58,569	58,073	58,632	59,590
매출원가	51,805	53,826	53,727	54,591
매출총이익	6,764	4,247	4,905	4,999
판매비와관리비	2,678	2,739	2,748	2,778
조정영업이익	4,086	1,508	2,157	2,222
영업이익	4,086	1,508	2,157	2,222
비영업손익	-1,094	-1,101	-1,007	-1,443
금융손익	-1,753	-1,670	-1,617	-1,652
관계기업등 투자손익	281	289	200	200
세전계속사업손익	2,992	407	1,150	779
계속사업법인세비용	899	415	345	234
계속사업이익	2,092	-8	805	545
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,092	-8	805	545
지배주주	1,991	-34	765	518
비지배주주	101	26	40	27
총포괄이익	1,873	232	805	545
지배주주	1,803	197	686	464
비지배주주	70	34	119	81
EBITDA	15,634	13,245	13,808	13,966
FCF	-73	162	103	-1,852
EBITDA 마진율 (%)	26.7	22.8	23.6	23.4
영업이익률 (%)	7.0	2.6	3.7	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	-0.1	1.3	0.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	20,562	21,168	21,347	21,652
현금 및 현금성자산	2,030	1,953	1,948	1,982
매출채권 및 기타채권	7,567	7,247	7,328	7,446
재고자산	6,743	6,458	6,530	6,635
기타유동자산	4,222	5,510	5,541	5,589
비유동자산	182,580	179,599	180,829	184,003
관계기업투자등	6,171	5,910	5,975	6,072
유형자산	168,709	166,136	167,425	170,598
무형자산	1,154	1,028	888	770
자산총계	203,142	200,767	202,176	205,654
유동부채	25,881	27,362	27,506	30,118
매입채무 및 기타채무	4,392	4,206	4,253	4,322
단기금융부채	11,301	13,397	13,387	15,771
기타유동부채	10,188	9,759	9,866	10,025
비유동부채	106,594	103,406	103,865	104,540
장기금융부채	63,409	62,045	62,045	62,045
기타비유동부채	43,185	41,361	41,820	42,495
부채총계	132,475	130,768	131,371	134,657
지배주주지분	69,297	68,614	69,379	69,544
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,068	2,067	2,067	2,067
이익잉여금	51,134	50,384	51,149	51,314
비지배주주지분	1,370	1,386	1,426	1,453
자본총계	70,667	70,000	70,805	70,997

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	13,208	9,044	12,903	12,948
당기순이익	2,092	-8	805	545
비현금수익비용가감	16,317	14,594	13,603	13,621
유형자산감가상각비	11,378	11,573	11,512	11,626
무형자산상각비	170	164	139	118
기타	4,769	2,857	1,952	1,877
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,889	-3,452	447	658
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	352	291	-76	-112
재고자산 감소(증가)	-723	81	-72	-105
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-626	-493	28	41
법인세납부	-452	-379	-345	-234
투자활동으로 인한 현금흐름	-14,832	-10,129	-12,833	-14,848
유형자산처분(취득)	-12,950	-8,820	-12,800	-14,800
무형자산감소(증가)	-110	-12	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-6	130	-33	-48
기타투자활동	-1,766	-1,427	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,881	308	-10	2,030
장단기금융부채의 증가(감소)	1,594	732	-10	2,383
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-95	-3	0	-353
기타재무활동	384	-421	0	0
현금의 증가	219	-76	-5	34
기초현금	1,810	2,030	1,953	1,948
기말현금	2,030	1,953	1,948	1,982

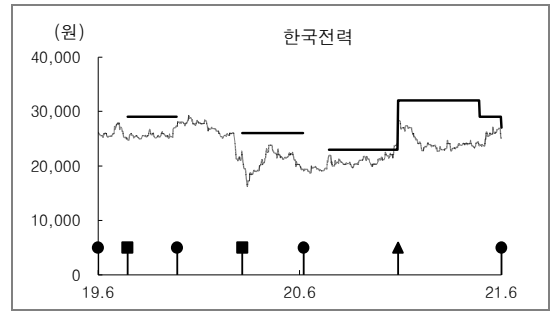
자료: 한국전력, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	8.8	-	21.0	31.0
P/CF (x)	1.0	1.1	1.1	1.1
P/B (x)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	5.8	6.5	6.3	6.4
EPS (원)	3,102	-54	1,191	807
CFPS (원)	28,676	22,720	22,444	22,067
BPS (원)	107,945	106,881	108,072	108,329
DPS (원)	1,216	0	550	400
배당성향 (%)	37.3	0.0	43.9	47.1
배당수익률 (%)	4.4	0.0	2.2	1.6
매출액증가율 (%)	-1.0	-0.8	1.0	1.6
EBITDA증가율 (%)	58.7	-15.3	4.3	1.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-63.1	43.0	3.0
EPS증가율 (%)	-	-	-	-32.2
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.3	8.5	8.5
재고자산 회전율 (회)	8.5	8.8	9.0	9.1
매입채무 회전율 (회)	19.0	21.1	21.4	21.5
ROA (%)	1.0	0.0	0.4	0.3
ROE (%)	2.9	0.0	1.1	0.7
ROIC (%)	1.7	-0.2	0.9	1.0
부채비율 (%)	187.5	186.8	185.5	189.7
유동비율 (%)	79.4	77.4	77.6	71.9
순차입금/자기자본 (%)	100.5	99.0	97.8	100.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	0.8	1.2	1.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2021.06.22	중립	27,000	-	-
2021.05.14	매수	29,000	-11.41	-6.38
2020.12.17	매수	32,000	-24.04	-11.56
2020.08.14	중립	23,000	-8.35	4.35
2020.06.29	중립		-	-
2020.03.10	Trading Buy	26,000	-20.31	-8.27
2019.11.13	중립		-	-
2019.08.15	Trading Buy	29,000	-	-
2019.01.27	중립		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.