

실적 서프라이즈: 비용 감소 효과 극대화

매수
(유지)목표가: 32,000원
상승여력: 34.7%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

4Q20 Review

영업이익 9,337억원: 시장 기대치 크게 상회

- 매출액 -1.7% YoY: 전력 판매 수익 1.5% 증가, 해외 사업 -68.7% YoY
 - 판매량 -1.1% YoY, 주택용 비중 증가로 평균 판가는 +1.7% YoY 상승
- 영업이익 9,337억원 (전년비 흑자 전환) vs. 시장 기대치 4,727억원
 - 구입전력비 감소(-21.1% YoY): 구입 단가(-25.8% YoY) 하락폭 예상치 상회
 - ETS 비용 3,974억원 감소: 석탄 발전량 감소, 원전 충당금 2,445억원 감소
- 순이익 5,672억원으로 흑자 전환: 영업외 손익 개선 (외환 손익 개선)
- 2020년 연간 별도 1조 9,928억원: FY20 주당 배당금 1,200원 추정

실적 전망

상반기 일시 부진 이후 실적 본격 개선 기대

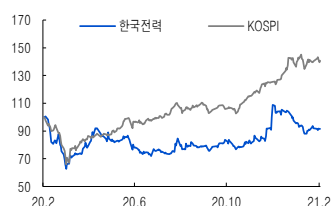
- 2021년 상저하고의 실적 기대: 2H21 전기요금 상승 본격화
- 2021년 영업이익 소폭 감소 이후 2022년 4조원 대 회복
- 석탄 발전량 감소에 따른 ETS(탄소배출권) 비용 감소는 긍정적
 - 친환경 정책이 비용 감소에 영향을 미침: 탄소 프라이싱의 긍정적 효과

투자 의견

목표주가 32,000원 및 매수의견 유지

- 2021년 및 2022년 영업이익 전망치 32.8%, 11.1% 상향
- PBR 0.22배, 전력 요금제 변동에 따른 실적 안정성 미반영
- 배당 수익률 5%, 주가 하방 경직성 기대

Key data



현재주가(21/2/19, 원)	23,750	시가총액(십억원)	15,247
영업이익(20P, 십억원)	4,086	발행주식수(백만주)	642
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	3,778	유동주식비율(%)	44.8
EPS 성장률(20P, %)	-	외국인 보유비중(%)	16.9
P/E(20P, x)	8.8	베타(12M) 일간수익률	0.79
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	16,250
KOSPI	3,107.62	52주 최고가(원)	28,300

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	14.2	-8.3
상대주가	-5.3	-13.3	-34.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액 (십억원)	59,815	60,628	59,173	58,569	58,075	58,369
영업이익 (십억원)	4,953	-208	-1,277	4,086	3,713	4,227
영업이익률 (%)	8.3	-0.3	-2.2	7.0	6.4	7.2
순이익 (십억원)	1,299	-1,315	-2,346	1,992	1,612	1,903
EPS (원)	2,023	-2,048	-3,654	3,102	2,512	2,964
ROE (%)	1.8	-1.9	-3.4	2.9	2.3	2.7
P/E (배)	18.9	-	-	8.8	9.5	8.0
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
배당수익률 (%)	2.1	0.0	0.0	4.4	5.1	5.1

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

표 1. 4Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20P				성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스		YoY	QoQ
매출액	14,941	15,711	14,692	14,390	14,468		-1.7	-6.5
영업이익	-1,587	2,332	934	-116	473		흑전	-60.0
영업이익률 (%)	-10.6	14.8	6.4	-0.8	3.3		17.0	-8.5
세전이익	-2,027	1,938	693	-471	288		흑전	-64.3
순이익	-1,333	1,236	586	-302	200		흑전	-52.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	58,260	58,554	58,075	58,369	-0.3	-0.3	원료비 연동제 반영
영업이익	2,797	3,805	3,713	4,227	32.8	11.1	구입전력비 하락, ETS 비용 감소
세전이익	1,534	2,471	2,557	3,018	66.7	22.1	
순이익	967	1,558	1,612	1,903	66.7	22.1	
EPS (원)	1,507	2,427	2,512	2,964	66.7	22.1	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	15,093	13,073	15,711	14,692	15,074	12,565	15,922	14,513	58,569	58,075	58,369	58,663
전기판매수익	14,304	12,296	15,019	14,112	14,328	11,885	15,252	13,917	55,731	55,382	55,382	55,978
해외사업수익	310	361	335	145	248	192	192	128	1,151	760	760	608
기타	479	416	357	436	498	488	478	469	1,687	1,933	2,226	2,078
영업이익	431	390	2,332	934	525	-410	2,442	1,157	4,086	3,713	4,227	4,268
세전이익	145	218	1,938	691	243	-711	2,146	879	2,992	2,557	3,018	3,022
순이익(지배)	23	166	1,236	566	153	-449	1,353	555	1,992	1,612	1,903	1,954
영업이익률 (%)	2.9	3.0	14.8	6.4	3.5	-3.3	15.3	8.0	7.0	6.4	7.2	7.3
세전이익률 (%)	1.0	1.7	12.3	4.7	1.6	-5.7	13.5	6.1	5.1	4.4	5.2	5.2
순이익률 (%)	0.4	1.6	8.0	4.0	1.0	-3.7	8.8	3.9	3.4	2.8	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 원전별 가동 현황 및 일정

원전	호기	용량(MW)	출력(MW)	출력(%)	계획예방정비 종료예정일	미래 계획예방정비 계획	상태
고리	2호기	650	680	100		2021.12.30	
	3호기	950	1,047	100		2021.06.21	원계획 21.05.17
	4호기	950	1,047	100		2021.05.27	원계획 21.06.15
	신1호기	1,000	1,045	100		2021.03.02	원계획 21.02.02
	신2호기	1,000	1,051	100		2021.04.23	원계획 21.03.29
새울	신고리3호기	1,400	1,493	100		2021.09.08	
	신고리4호기	1,400	1,490	100			2021.02.06 운전 시작
한빛	1호기	950	0	0	2021.04.17		
	2호기	950	1,030	100		2021.12.29	
	3호기	1,000	1,044	100			
	4호기	1,000	0	0	2021.03.11		원계획 19.09.30
	5호기	1,000	0	0	2021.02.28		원계획 20.11.16
	6호기	1,000	0	0	2021.05.23		원계획 20.08.25
월성	1호기	679	0	0		-	폐쇄
	2호기	700	588	84			2020.12.07 운전 시작
	3호기	700	599	86		2021.06.08	
	4호기	700	587	84		2021.10.22	
	신1호기	1,000	1,053	100		2021.04.24	
	신2호기	1,000	249	25			2021.02.19 운전 시작
한울	1호기	950	1,014	100			
	2호기	950	1,013	100		2021.06.22	
	3호기	1,000	1,052	100		2021.04.23	원계획 21.04.10
	4호기	1,000	1,054	100		2021.06.29	
	5호기	1,000	1,054	100		2021.05.10	원계획 21.05.07
	6호기	1,000	1,052	100			
신한울	1호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공예정
	2호기	1,400	-	-	-	-	21.08 준공예정
합계		23,250	19,242	82.76			준공예정 제외 후 가동률

주: 2021년 2월 19일 14:00 기준

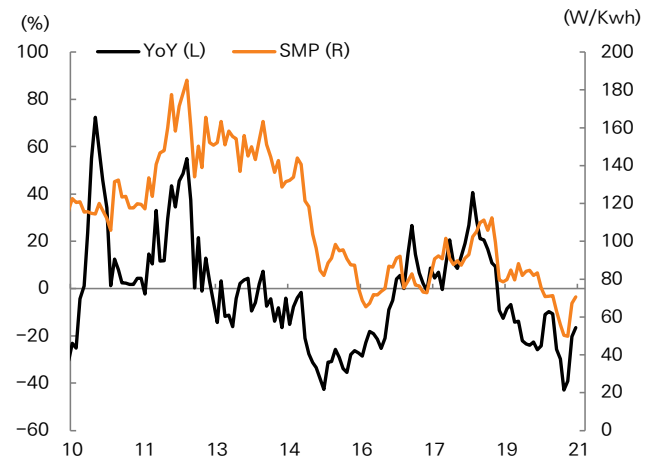
자료: 한국수력원자력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 석탄 가격 추이



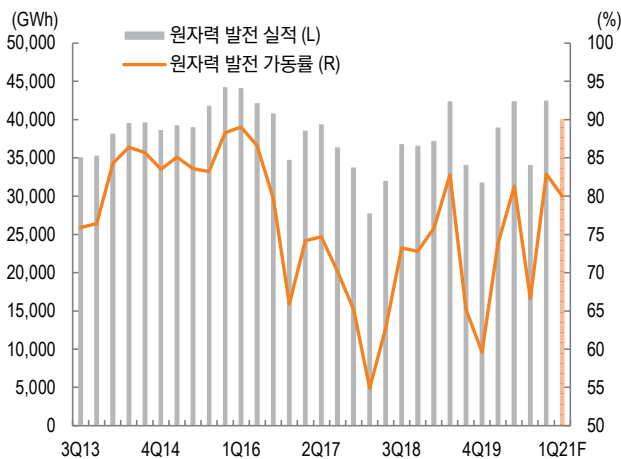
자료: Bloomberg, EPSIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SMP 추이



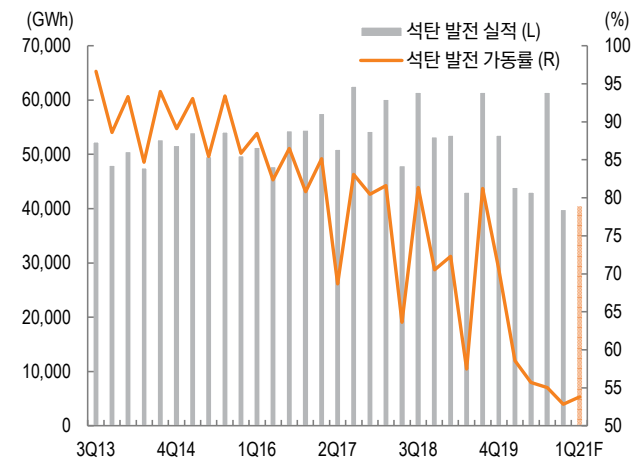
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 원전 발전 가동률 vs. 원전 발전량



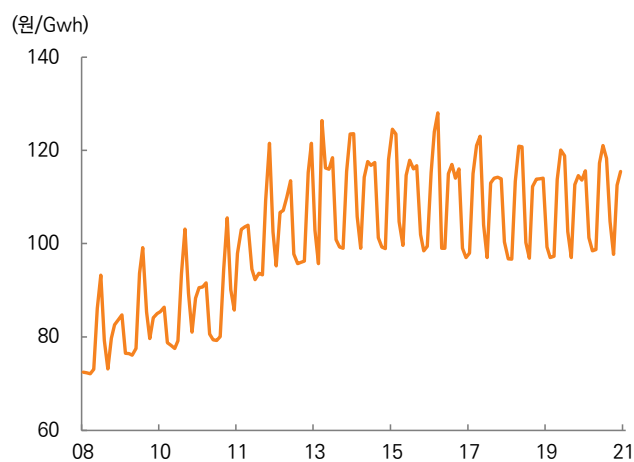
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 석탄 발전 가동률 vs. 석탄 발전량



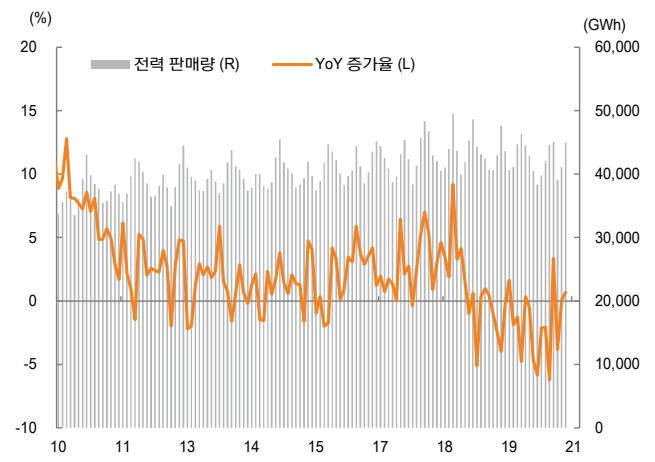
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 전력 판매 단가



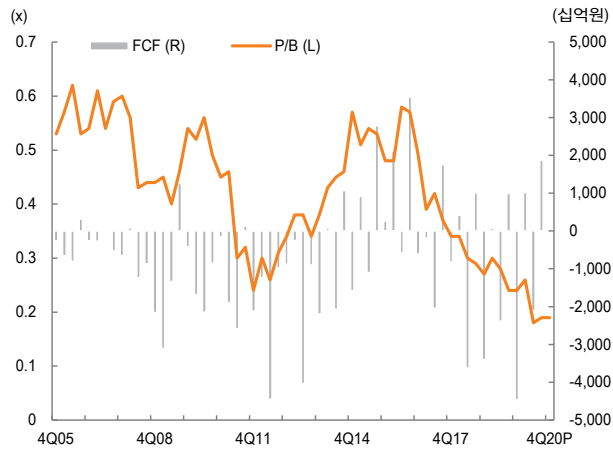
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 전력 판매량



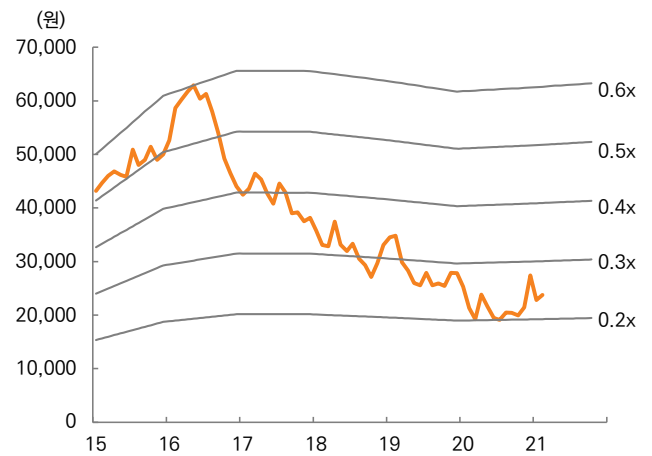
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. PBR vs. FCF



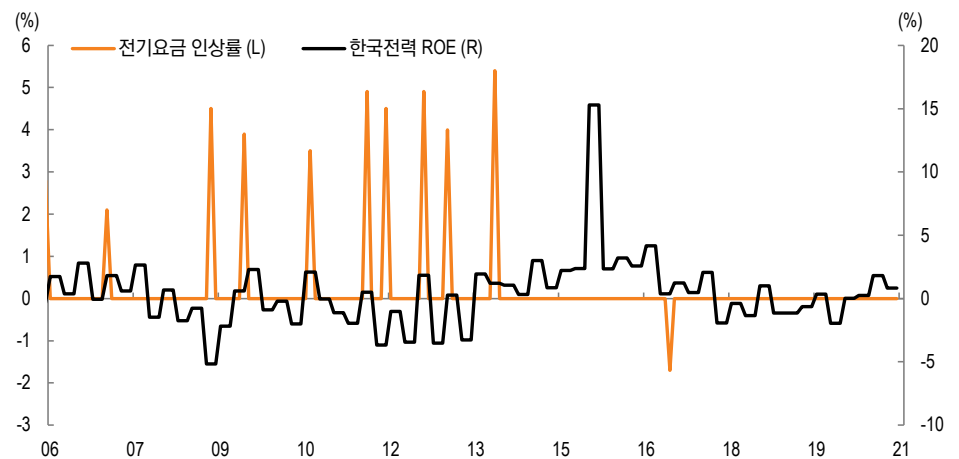
자료: Quantivise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. PBR 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 전기요금 인상률 vs. ROE



자료: 한국전력공사, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 (015760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	59,173	58,569	58,075	58,369
매출원가	57,780	51,794	51,706	51,482
매출총이익	1,393	6,775	6,369	6,887
판매비와관리비	2,670	2,689	2,656	2,660
조정영업이익	-1,277	4,086	3,713	4,227
영업이익	-1,277	4,086	3,713	4,227
비영업손익	-1,989	-1,094	-1,156	-1,209
금융손익	-1,779	-1,736	-1,758	-1,731
관계기업등 투자손익	214	230	200	120
세전계속사업손익	-3,266	2,992	2,557	3,018
계속사업법인세비용	-1,002	899	895	1,056
계속사업이익	-2,264	2,093	1,662	1,962
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2,264	2,093	1,662	1,962
지배주주	-2,346	1,992	1,612	1,903
비지배주주	82	101	50	59
총포괄이익	-2,128	1,899	1,662	1,962
지배주주	-2,239	1,826	1,668	1,968
비지배주주	111	74	-6	-6
EBITDA	9,852	15,402	14,505	15,020
FCF	-5,787	-1,176	180	185
EBITDA 마진율 (%)	16.6	26.3	25.0	25.7
영업이익률 (%)	-2.2	7.0	6.4	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.0	3.4	2.8	3.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020P	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	8,213	11,335	11,980	12,985
당기순이익	-2,264	2,093	1,662	1,962
비현금수익비용가감	15,769	15,481	13,442	13,579
유형자산감가상각비	10,972	11,161	10,653	10,673
무형자산상각비	157	154	138	120
기타	4,640	4,166	2,651	2,786
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,193	-3,887	-474	230
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	159	425	83	-40
재고자산 감소(증가)	-980	-225	84	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-354	-478	-34	17
법인세납부	-282	-511	-895	-1,056
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,499	-14,652	-11,763	-12,818
유형자산처분(취득)	-13,478	-12,258	-11,800	-12,800
무형자산감소(증가)	-222	-70	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	154	51	37	-18
기타투자활동	47	-2,375	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5,775	2,888	-262	-132
장단기금융부채의 증가(감소)	11,486	3,394	508	639
자본의 증가(감소)	-8	1	0	0
배당금의 지급	-113	-91	-770	-770
기타재무활동	-5,590	-416	0	-1
현금의 증가	452	-234	25	1
기초현금	1,358	1,810	1,576	1,602
기말현금	1,810	1,576	1,602	1,603

자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

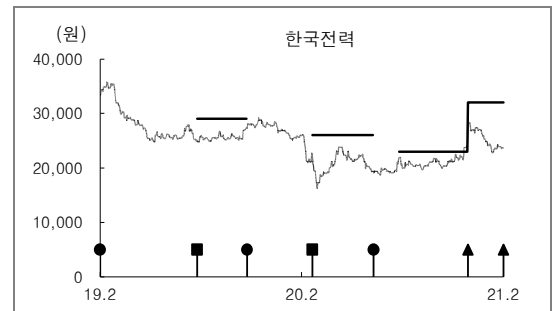
(십억원)	2019	2020P	2021F	2022F
유동자산	19,483	21,307	21,122	21,226
현금 및 현금성자산	1,810	1,576	1,602	1,603
매출채권 및 기타채권	7,288	7,167	7,080	7,122
재고자산	7,051	6,933	6,849	6,890
기타유동자산	3,334	5,631	5,591	5,611
비유동자산	178,115	180,467	181,386	183,437
관계기업투자등	5,915	5,816	5,745	5,780
유형자산	164,702	166,903	168,050	170,178
무형자산	1,168	1,159	1,021	900
자산총계	197,598	201,774	202,508	204,662
유동부채	24,232	25,547	25,880	26,604
매입채무 및 기타채무	4,812	4,732	4,675	4,703
단기금융부채	9,566	11,126	11,634	12,273
기타유동부채	9,854	9,689	9,571	9,628
비유동부채	104,476	105,629	105,139	105,377
장기금융부채	63,550	65,385	65,385	65,385
기타비유동부채	40,926	40,244	39,754	39,992
부채총계	128,708	131,176	131,019	131,981
지배주주지분	67,497	69,179	70,021	71,154
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,071	2,071	2,071
이익잉여금	49,202	51,030	51,872	53,004
비지배주주지분	1,393	1,419	1,469	1,527
자본총계	68,890	70,598	71,490	72,681

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020P	2021F	2022F
P/E (x)	-	8.8	9.5	8.0
P/CF (x)	1.3	1.0	1.0	1.0
P/B (x)	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	9.0	5.8	6.1	5.9
EPS (원)	-3,654	3,102	2,512	2,964
CFPS (원)	21,038	27,374	23,529	24,208
BPS (원)	105,140	107,762	109,073	110,838
DPS (원)	0	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	0.0	36.8	46.3	39.3
배당수익률 (%)	0.0	4.4	5.1	5.1
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	-0.8	0.5
EBITDA증가율 (%)	0.4	56.3	-5.8	3.6
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-9.1	13.8
EPS증가율 (%)	-	-	-19.0	18.0
매출채권 회전을 (회)	8.4	8.5	8.6	8.6
재고자산 회전을 (회)	8.3	8.4	8.4	8.5
매입채무 회전을 (회)	18.4	18.3	18.5	18.5
ROA (%)	-1.2	1.0	0.8	1.0
ROE (%)	-3.4	2.9	2.3	2.7
ROIC (%)	-0.5	1.5	1.3	1.6
부채비율 (%)	186.8	185.8	183.3	181.6
유동비율 (%)	80.4	83.4	81.6	79.8
순차입금/자기자본 (%)	101.3	100.5	100.0	99.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.6	2.1	1.8	2.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국전력 (015760)				
2020.12.17	매수	32,000	-	-
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	-11.45	-5.52
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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력을(를) 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.