

2022. 2. 25



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

## Hold

**적정주가 (12개월) 23,000 원**

**현재주가 (2.24) 22,300 원**

**상승여력 3.1%**

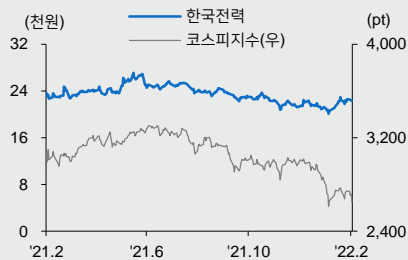
KOSPI	2,648.80pt
시가총액	143,158억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.52%
외국인비중	14.58%
52주 최고/최저가	27,150원/20,100원
평균거래대금	322.2억원

### 주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인	51.14
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	-7.7	-3.7
상대주가	11.9	9.4	8.9

### 주가그래프



# 한국전력 015760

## 4Q21 Review: 이러다가는...

- ✓ 4Q21 연결 영업이익자는 -4.73조원을 기록. 기대치(-4.33조원)대비 9% 가량 컸음
- ✓ 석탄 이용률이 예상을 상회했으나 석탄, LNG 수입 가격 상승으로 원가 급등
- ✓ 2022년 영업적자 전망치는 -19.9조원, 유가 및 SMP 가정치를 상향
- ✓ 대선 이후 전력 요금 인상에 대한 공감대 형성이 필요
- ✓ 저베타, 방어주로서의 매력은 여전. 투자의견 Hold, 적정주가 23,000원을 유지

### 4Q21 Review: 현실화된 비현실적 적자

4Q21 연결 영업이익은 -4.73조원(적전 YoY)을 기록했다. 적자 폭은 시장 기대치(-4.33조원)대비 9% 가량 컸지만 당사 예상치(-5.5조원) 대비 -14.6% 작았다. 원전 이용률 및 석탄이용률이 기대치를 상회했던 것이 주요 요인이다. 특히 석탄 이용률은 작년 대비 +6.4%p 증가했다. 다만 요금이 전년 대비 증가하지 못한 가운데 석탄, LNG 수입 가격 급등의 직격탄을 맞으면서 대규모 적자는 면치 못했다. 주요 원가 지표인 SMP는 125.9원으로 +34.7% QoQ 증가했는데, 2월 평균 SMP가 약 200원에서 형성되는 점을 감안할 때 1Q22에는 적자 폭이 더 확대될 가능성이 높다.

### 눈으로 확인한 전력 요금 필요성. 이제는 요금 인상 공감대 형성 필요

2022년 영업적자 규모 전망치를 -19.9조원으로 상향 조정했다. 연평균 두바이유 가정을 기존 80달러에서 89.5달러로 상향했고, 최근 유가 대비 가파르게 상승 중인 석탄가 및 SMP 추세를 반영했기 때문이다. 2분기와 4분기 예정된 요금 인상을 통해 2022년 전력 판매단가는 +11.0% YoY 증가할 예정이나 대규모 적자를 가로막기에는 쉽지 않다. 대선 이후 전력 요금 인상에 대한 공감대 형성이 필요하다. 전력망의 안정적 운영과 재생에너지 확대를 위해서라도 요금 인상은 필수적이다.

### 실적을 떠나 저베타, 방어주로서의 매력은 여전

동사의 12개월 선행 PBR은 0.28배로 지난 3개년 밴드 중 상단에 위치해 있다. 적자 전망치 확대로 예상 BPS는 감소했으나, 방어주로서의 매력으로 인해 주가 하락 폭은 덜했기 때문이다. 주식 시장 내 불확실성이 확대된다면 방어주로서의 매력은 여전할 것으로 보인다. 투자의견 Hold, 적정주가 23,000원을 유지한다.

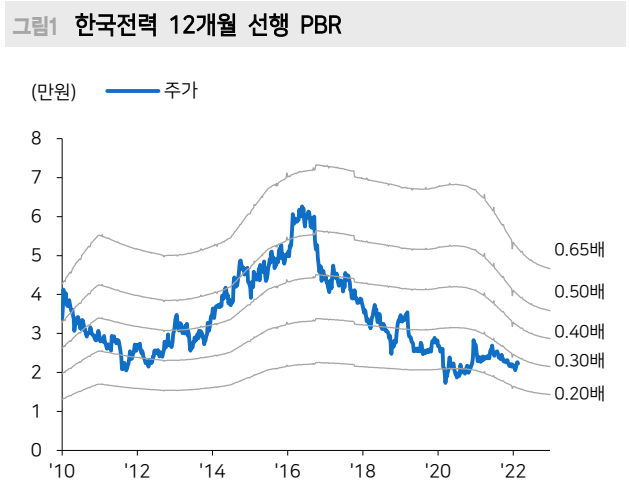
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	59,172.9	-1,276.5	-2,345.5	-3,654	92.7	105,140	-7.6	0.3	9.0	-3.4	186.8
2020	58,569.3	4,086.3	1,991.4	3,102	-192.4	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021E	60,574.8	-5,860.1	-5,340.8	-8,320	-351.1	99,130	-2.7	0.2	14.8	-8.0	217.6
2022E	66,657.5	-19,923.7	-15,336.7	-23,890	194.8	75,240	-0.9	0.3	-13.8	-27.4	322.4
2023E	72,332.1	-3,052.1	-3,152.7	-4,911	-79.4	70,329	-4.5	0.3	11.3	-6.7	350.6

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	15,518.4	14,692.3	5.6	16,462.2	-5.7	15,368.9	1.0	15,132.5	2.6
영업이익	-4,730.3	933.7	적전	-936.7	적확	-4,331.6	N/A	-5,538.9	N/A
세전이익	-5,123.6	690.7	적전	-1,332.3	적확	-5,560.6	N/A	-6,020.0	N/A
지배순이익	-3,685.4	565.8	적전	-1,045.2	적확	-3,733.9	N/A	-4,364.5	N/A

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	60,189.0	66,564.1	60,574.8	66,657.5	0.6%	0.1%
영업이익	-6,668.7	-10,919.0	-5,860.1	-19,923.7	적축	적확
영업이익률	-11.1%	-16.4%	-9.7%	-29.9%	1.4%p	-13.5%p
당기순이익	-5,945.8	-8,964.5	-5,254.9	-15,491.6	적축	적확

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E	2023E
<b>주요 가정</b>												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.5	88.0	90.0	90.0	90.0	42.2	69.3	89.5	80.0
원/달러 환율	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,180.3	1,144.0	1,176.3	1,140.0
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	180.0	168.9	168.6	154.4	68.7	93.9	168.0	126.0
석탄 발전단가(원/kWh)	50.9	55.3	64.3	75.1	94.0	108.5	94.2	83.8	50.2	61.4	95.1	77.3
LNG 발전단가(원/kWh)	93.4	95.0	111.8	138.1	195.0	183.9	183.6	169.4	89.8	109.6	183.0	141.0
원전이용률(%)	80.8	72.1	72.6	83.0	84.8	76.1	76.6	83.0	78.6	77.1	80.1	80.1
석탄이용률(%)	56.0	54.3	70.2	59.3	55.0	53.3	69.2	58.3	59.6	60.0	59.0	58.0
전력 판매단가(원/kWh)	107.8	101.8	112.7	109.3	110.9	114.7	127.6	126.0	109.7	107.9	119.8	129.2
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>15,075.3</b>	<b>13,518.9</b>	<b>16,462.2</b>	<b>15,518.4</b>	<b>15,571.5</b>	<b>15,095.3</b>	<b>18,606.0</b>	<b>17,384.7</b>	<b>58,569.3</b>	<b>60,574.8</b>	<b>66,657.5</b>	<b>72,332.1</b>
매출액 증가율(% YoY)	-0.1	3.4	4.8	5.6	3.3	11.7	13.0	12.0	-1.0	3.4	10.0	8.5
매출원가	13,889.8	13,592.6	16,668.1	19,531.4	21,468.0	20,658.3	21,614.9	20,135.3	51,804.6	63,681.9	83,876.5	72,569.5
연료비	3,947.0	3,882.3	5,618.8	5,959.5	7,816.5	7,477.6	8,253.1	6,290.6	14,794.2	19,407.6	29,837.7	23,228.3
구입전력비	4,998.9	4,310.5	5,694.3	6,628.4	8,529.6	7,632.2	7,891.9	6,798.1	15,725.1	21,632.1	30,851.7	25,832.1
감가상각비	2,854.6	2,920.1	2,940.8	3,001.0	2,990.7	3,019.3	3,007.5	3,025.3	11,242.8	11,716.4	12,042.8	12,142.0
인건비	1,265.2	1,319.3	1,342.0	1,406.9	1,290.5	1,345.7	1,368.9	1,435.1	5,088.0	5,333.4	5,440.1	5,548.9
수선비 및 기타	824.2	1,160.4	1,072.2	2,535.6	840.6	1,183.6	1,093.6	2,586.3	4,954.4	5,592.3	5,704.1	5,818.2
매출총이익	1,185.5	-73.6	-205.9	-4,013.0	-5,896.5	-5,563.0	-3,008.9	-2,750.7	6,764.7	-3,107.0	-17,219.0	-237.4
매출총이익률(%)	7.9	-0.5	-1.3	-25.9	-37.9	-36.9	-16.2	-15.8	11.5	-5.1	-25.8	-0.3
판관비	613.8	691.1	730.8	717.3	541.3	709.4	673.2	780.7	2,678.4	2,753.1	2,704.7	2,814.8
판관비율(%)	4.1	5.1	4.4	4.6	3.5	4.7	3.6	4.5	4.6	4.5	4.1	3.9
<b>영업이익</b>	<b>571.6</b>	<b>-764.8</b>	<b>-936.7</b>	<b>-4,730.3</b>	<b>-6,437.8</b>	<b>-6,272.4</b>	<b>-3,682.1</b>	<b>-3,531.4</b>	<b>4,086.3</b>	<b>-5,860.1</b>	<b>-19,923.7</b>	<b>-3,052.1</b>
영업이익 성장률(%YoY)	32.8	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적축	흑전	적전	적확	적축
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-41.3	-41.6	-19.8	-20.3	7.0	-9.7	-29.9	-4.2
금융손익	-536.0	-325.9	-533.8	-447.5	-490.0	-477.1	-415.1	-392.4	-1,386.2	-1,843.2	-1,774.6	-1,761.1
기타손익	100.3	18.3	94.1	-89.1	103.0	53.0	-71.2	-47.5	10.3	123.6	37.3	101.0
종속,관계기업 관련 손익	199.0	76.5	44.1	143.3	195.4	31.3	17.0	49.7	281.1	462.9	293.4	319.7
<b>세전이익</b>	<b>334.9</b>	<b>-995.8</b>	<b>-1,332.3</b>	<b>-5,123.6</b>	<b>-6,629.3</b>	<b>-6,665.2</b>	<b>-4,151.6</b>	<b>-3,921.6</b>	<b>2,991.5</b>	<b>-7,116.8</b>	<b>-21,367.7</b>	<b>-4,392.5</b>
<b>연결 당기순이익</b>	<b>118.4</b>	<b>-673.9</b>	<b>-1,025.9</b>	<b>-3,673.6</b>	<b>-4,806.3</b>	<b>-4,832.3</b>	<b>-3,009.9</b>	<b>-2,843.2</b>	<b>2,092.5</b>	<b>-5,254.9</b>	<b>-15,491.6</b>	<b>-3,184.5</b>
당기순이익률(%)	0.8	-5.0	-6.2	-23.7	-30.9	-32.0	-16.2	-16.4	3.6	-8.7	-23.2	-4.4
순이익 성장률(% YoY)	120.9	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적축	흑전	적전	적확	적축
지배주주 순이익	85.7	-695.8	-1,045.2	-3,685.4	-4,758.2	-4,783.9	-2,979.8	-2,814.7	1,991.3	-5,340.8	-15,336.6	-3,152.7

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

## 한국전력 (015760)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>59,172.9</b>	<b>58,569.3</b>	<b>60,574.8</b>	<b>66,657.5</b>	<b>72,332.1</b>
매출액증가율 (%)	-2.4	-1.0	3.4	10.0	8.5
매출원가	57,779.8	51,804.6	63,681.9	83,876.5	72,569.5
매출총이익	1,393.1	6,764.7	-3,107.0	-17,219.0	-237.4
판매관리비	2,669.6	2,678.4	2,753.1	2,704.7	2,814.8
<b>영업이익</b>	<b>-1,276.5</b>	<b>4,086.3</b>	<b>-5,860.1</b>	<b>-19,923.7</b>	<b>-3,052.1</b>
영업이익률	-2.2	7.0	-9.7	-29.9	-4.2
금융손익	-1,772.5	-1,386.2	-1,831.5	-1,774.6	-1,761.1
중속/관계기업손익	214.1	281.1	376.9	293.4	319.7
기타영업외손익	-431.0	10.4	197.9	37.3	101.0
세전계속사업이익	-3,265.8	2,991.5	-7,116.9	-21,367.7	-4,392.5
법인세비용	-1,002.3	899.1	-1,861.9	-5,876.1	-1,207.9
<b>당기순이익</b>	<b>-2,263.5</b>	<b>2,092.5</b>	<b>-5,255.0</b>	<b>-15,491.6</b>	<b>-3,184.5</b>
지배주주지분 순이익	-2,345.5	1,991.4	-5,340.8	-15,336.7	-3,152.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>19,483.0</b>	<b>20,561.9</b>	<b>21,292.3</b>	<b>22,127.4</b>	<b>20,381.8</b>
현금및현금성자산	1,810.1	2,029.6	3,375.9	1,806.2	939.2
매출채권	6,939.2	7,162.7	7,565.5	8,475.3	8,740.6
재고자산	7,050.7	6,742.9	7,122.1	7,978.6	8,228.3
<b>비유동자산</b>	<b>178,114.8</b>	<b>182,580.2</b>	<b>185,575.4</b>	<b>187,605.0</b>	<b>188,977.7</b>
유형자산	164,701.8	168,709.4	170,706.2	171,720.5	172,766.6
무형자산	1,168.0	1,153.9	1,124.2	1,174.3	1,219.6
투자자산	8,478.3	8,643.4	9,179.6	10,144.7	10,426.1
<b>자산총계</b>	<b>197,597.8</b>	<b>203,142.1</b>	<b>206,867.8</b>	<b>209,732.4</b>	<b>209,359.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>24,231.7</b>	<b>25,881.2</b>	<b>25,642.2</b>	<b>29,900.9</b>	<b>30,103.0</b>
매입채무	2,859.7	2,606.9	2,753.4	3,084.6	3,181.1
단기차입금	698.6	966.9	1,554.3	1,709.7	1,348.7
유동성장기부채	7,759.3	9,237.9	8,026.4	10,198.1	10,198.1
<b>비유동부채</b>	<b>104,476.5</b>	<b>106,594.0</b>	<b>116,083.9</b>	<b>130,181.5</b>	<b>132,791.0</b>
사채	55,629.0	56,045.8	64,234.1	69,876.4	70,834.4
장기차입금	3,389.7	3,004.0	2,265.6	5,235.3	5,287.6
<b>부채총계</b>	<b>128,708.1</b>	<b>132,475.3</b>	<b>141,726.1</b>	<b>160,082.3</b>	<b>162,894.0</b>
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,070.1	2,067.9	15,370.1	15,370.1	15,370.1
기타포괄이익누계액	-280.7	-409.6	-50.0	-50.0	-50.0
이익잉여금	49,202.1	51,133.6	45,107.9	29,771.2	26,618.6
비지배주주지분	1,393.3	1,370.2	1,503.9	1,349.0	1,317.2
<b>자본총계</b>	<b>68,889.7</b>	<b>70,666.9</b>	<b>65,141.7</b>	<b>49,650.1</b>	<b>46,465.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>8,213.4</b>	<b>13,208.5</b>	<b>8,398.3</b>	<b>2,029.8</b>	<b>10,831.6</b>
당기순이익(손실)	-2,263.5	2,092.5	-5,255.0	-15,491.6	-3,184.5
유형자산상각비	10,971.8	11,377.6	11,878.6	12,269.1	12,370.1
무형자산상각비	156.9	170.5	162.3	152.2	159.0
운전자본의 증감	-3,192.7	-2,889.3	1,217.2	5,346.4	1,558.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-13,499.4</b>	<b>-14,831.8</b>	<b>-11,265.4</b>	<b>-14,618.1</b>	<b>-12,371.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-14,000.4	-13,281.3	-13,036.3	-13,283.4	-13,416.2
투자자산의감소(증가)	-486.6	-171.9	-537.4	-965.2	-281.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,775.4</b>	<b>1,880.8</b>	<b>4,138.9</b>	<b>11,018.7</b>	<b>672.5</b>
차입금의 증감	11,486.1	1,594.2	6,002.8	11,018.7	672.5
자본의 증가	-8.5	-2.3	13,302.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.8	219.5	1,346.3	-1,569.7	-867.1
기초현금	1,358.4	1,810.1	2,029.6	3,375.9	1,806.2
기말현금	1,810.1	2,029.6	3,375.9	1,806.2	939.2

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	92,175	91,235	94,359	103,834	112,673
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-8,320	-23,890	-4,911
CFPS	21,038	28,676	12,866	-11,169	15,933
EBITDAPS	15,347	24,354	9,628	-11,687	14,763
BPS	105,140	107,945	99,130	75,240	70,329
DPS	0	1,216	0	0	300
배당수익률(%)	0.0	4.4	0.0	0.0	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-7.6	8.8	-2.7	-0.9	-4.5
PCR	1.3	1.0	1.7	-2.0	1.4
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	6,180.8	-7,502.5	9,477.0
EV/EBITDA	9.0	5.7	14.8	-13.8	11.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-3.4	2.9	-8.0	-27.4	-6.7
EBITDA 이익률	16.6	26.7	10.2	-11.3	13.1
부채비율	186.8	187.5	217.6	322.4	350.6
금융비용부담률	3.5	3.4	3.2	3.2	3.1
이자보상배율(x)	-0.6	2.0	-3.1	-9.4	-1.3
매출채권회전율(x)	8.4	8.3	8.2	8.3	8.4
재고자산회전율(x)	8.3	8.5	8.7	8.8	8.9

**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 하시기를 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	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국전력 (015760) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

