



Marketperform(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(5/13): 22,650원

시가총액: 145,404억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/13)		2,604.24pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,150원	20,100원
등락률	-16.6%	12.7%
수익률	절대	상대
1M	2.5%	6.9%
6M	-2.2%	11.5%
1Y	-4.6%	14.3%

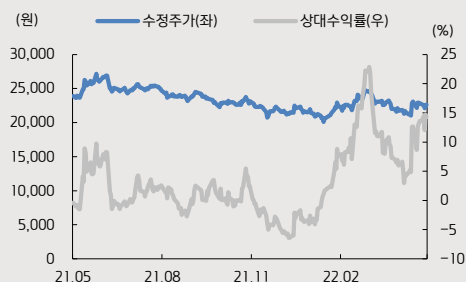
Company Data

발행주식수	641,964	전주
일평균 거래량(3M)	2,089	전주
외국인 지분율	14.7%	
배당수익률(2022E)	0.0%	
BPS(2022E)	67,103	원
주요 주주	한국산업은행 외 2인	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	58,569	60,575	67,145	74,715
영업이익	4,086	-5,860	-28,231	-15,067
EBITDA	15,634	6,078	-15,811	-2,569
세전이익	2,992	-7,085	-29,503	-16,672
순이익	2,092	-5,229	-21,205	-11,983
지배주주지분순이익	1,991	-5,315	-21,291	-12,069
EPS(원)	3,102	-8,279	-33,165	-18,800
증감률(%YoY)	흑전	적전	적지	적지
PER(배)	8.8	-2.7	-0.7	-1.2
PBR(배)	0.25	0.22	0.34	0.46
EV/EBITDA(배)	5.7	15.8	-7.6	-52.2
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-42.0	-20.2
ROE(%)	2.9	-8.0	-39.9	-32.3
순부채비율(%)	98.3	123.3	231.1	353.4

Price Trend



1Q22 실적리뷰

한국전력 (015760)

대규모 적자, 대책 시급



1분기는 -7.8조원 영업적자로 2개분기 연속 사상 최대규모의 적자를 기록하며 예상보다 부진했습니다. 원전이용률이 5년래 최고치로 상승했지만 전기요금 인상 부족으로 지금은 전기를 팔면 팔수록 적자가 쌓이는 상황입니다. 이대로 가면 엄청난 적자와 재무구조 악화가 불가피한 상황인데, 새롭게 들어선 정부도 이러한 상황을 이미 파악하고 있는 만큼 향후 전기요금 체계에 대한 변화를 주목할 필요가 있습니다.

>>> 1분기는 2개분기 연속 사상 최대 영업적자

1Q22 연결 영업이익은 -7.8조원 적자로 4Q21 -4.73조원에 이어 2개분기 연속 사상 최대규모의 적자를 기록하며 키움증권 추정치 -2.54조원과 최근 낮아진 컨센서스 -5.73조원을 모두 하회했다.

실적부진의 사유는 작년과 동일하다. 1Q21 -3원/kWh 인하된 전기요금이 4Q21 +3원/kWh 인상되었지만 석탄 및 LNG가격의 지속적 상승에 따른 연료비 및 구입전력비 급증을 감당하기에는 많이 부족했기 때문이다(2021년 연료비 상승에 따른 누적 요금인상 요인이 29.1원/kWh 발생했지만 1Q21부터 1Q22까지 사실상 요금은 동결). 지금은 전기를 많이 팔수록 적자가 확대되는 구조이다. 단, 원전이용률이 84.2%(+6.6%pYoY)로 상승하며 2Q16 84.3% 이후 최고치로 올라섰다는 점은 고무적이다.

>>> 전기요금과 재무구조 정상화에 대한 대책마련 시급

21년 연료비 연동제가 제대로 작동하지 못한 상황에서 작년말 정부는 그간의 연료비 상승분을 반영하기 위해 올해 4월과 10월 두 차례에 걸쳐 전기요금을 각각 4.9원/kWh씩 인상하고 이와 별개로 기후환경요금을 4월부터 2.0원 인상하기로 발표했다.

하지만, 4월/9월 예정된 요금인상과는 별개로 올해 1분기 연료비 상승에 따라 2분기 전기요금 인상요인이 33.8원/kWh 추가로 발생했음에도 2분기 전기요금은 동결되었고, 러시아-우크라이나 전쟁이후 에너지가격 급등이 시차를 두고 원가에 반영됨에 따라 2분기 이후에도 조단위의 적자가 지속될 가능성이 매우 높은 상황이다.

따라서 3분기 이후 전기요금의 대폭적인 추가 인상이 없다면 올해 동사는 상상하기 어려운 수준의 대규모 영업적자와 재무구조의 급격한 악화가 불가피할 전망이다(현재 전기요금 체계는 kWh당 분기 최대 3원, 연간 최대 5원의 조정제한폭이 존재). 새롭게 들어선 정부도 동사의 이러한 상황을 이미 파악하고 있는 만큼 향후 전기요금 체계에 대한 변화를 주목할 필요가 있다.

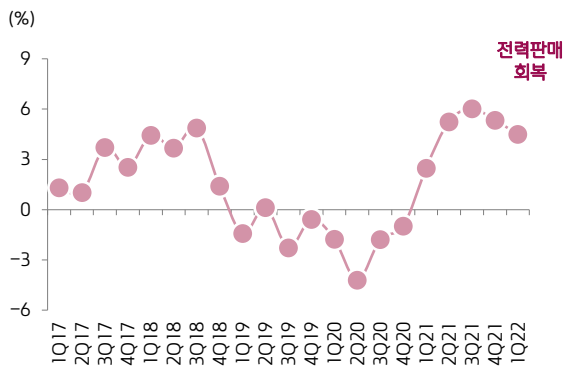
2022E 영업이익 전망치를 기존 -11조원 적자에서 -28조원 적자로 하향하고 투자의견 Marketperform, 목표주가 24,000원을 유지한다.

한국전력 1Q22 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q22P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q21	%QoQ	1Q21	%YoY
매출액	16,464	15,926	3.4	15,935	3.3	15,518	6.1	15,075	9.2
영업이익	-7,787	-2,536	적합	-5,729	적합	-4,730	적합	572	적전
영업이익률(%)	-47.3	-15.9		-36.0		-30.5		3.8	
세전이익	-8,105	-2,745	적합	-6,038	적합	-5,092	적합	335	적전
순이익	-5,926	-1,973	적합	-4,819	적합	-3,648	적합	118	적전
지배주주순이익	-5,953	-2,009	적합	-4,133	적합	-3,660	적합	86	적전

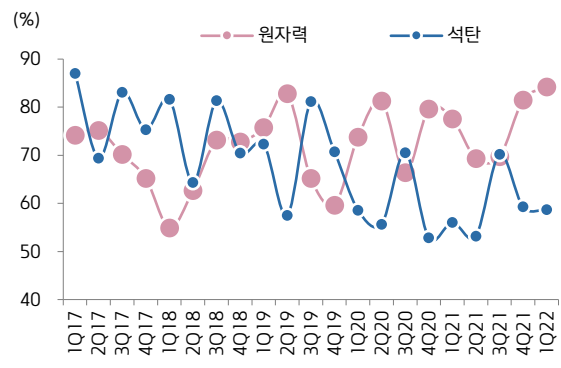
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



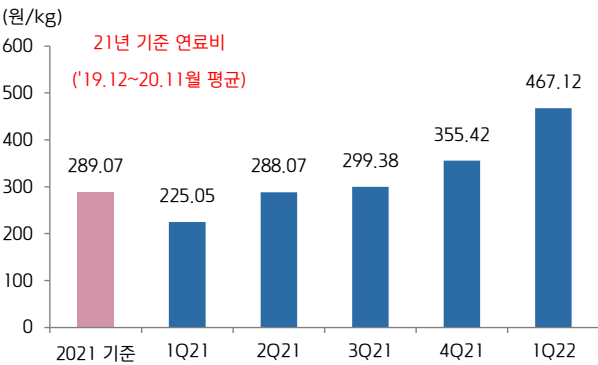
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이



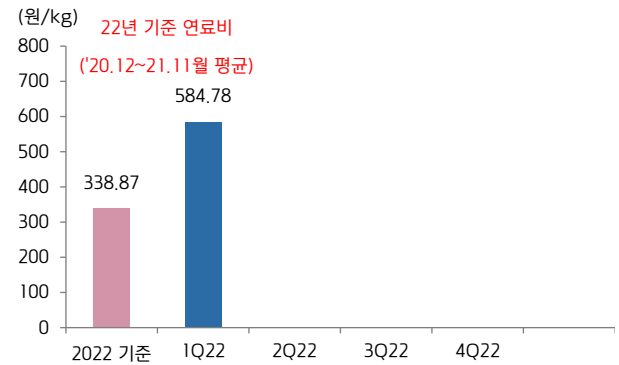
자료: 한국전력, 키움증권

2021년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



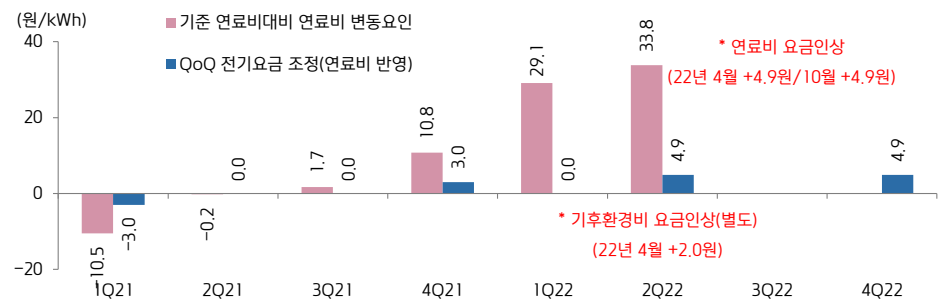
자료: 한국전력, 키움증권

2022년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



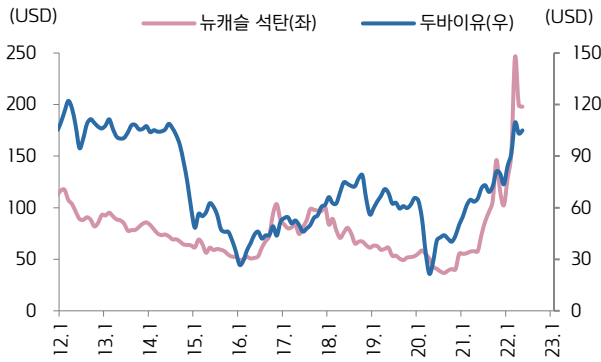
자료: 한국전력, 키움증권

전기요금 중 연료비 변동 요인과 요금조정



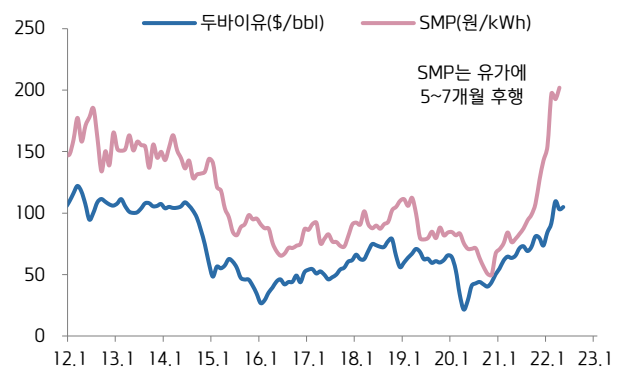
자료: 산업통상자원부, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



자료: 한국전력, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	15,075	13,519	16,462	15,518	16,464	15,047	18,185	17,449
영업이익	572	-765	-937	-4,730	-7,787	-6,491	-5,999	-7,953
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-43.1	-33.0	-45.6
세전이익	335	-996	-1,332	-5,092	-8,105	-6,793	-6,335	-8,270
순이익	118	-674	-1,026	-3,648	-5,926	-4,882	-4,553	-5,844
지배주주순이익	86	-696	-1,045	-3,660	-5,953	-4,902	-4,572	-5,864
두바이유(USD)	60	67	72	78	95	100	100	100
석탄-뉴캐슬(USD)	89	63	96	122	176	180	180	180
원달러환율	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,250	1,250	1,250

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2023E
매출액	60,628	59,173	58,569	60,575	67,145	74,715	83,949
영업이익	-208	-1,277	4,086	-5,860	-28,231	-15,067	-2,994
영업이익률	-0.3	-2.2	7.0	-9.7	-42.0	-20.2	-3.6
세전이익	-2,001	-3,266	2,992	-7,085	-29,503	-16,672	-4,719
순이익	-1,174	-2,264	2,092	-5,229	-21,205	-11,983	-3,392
지배순이익	-1,315	-2,346	1,991	-5,315	-21,291	-12,069	-3,478
EPS(지배주주)	-2,048	-3,654	3,102	-8,279	-33,165	-18,800	-5,417
BPS(지배주주)	108,641	105,140	107,945	99,334	67,103	49,237	44,754
ROE(지배주주)	-1.9	-3.4	2.9	-8.0	-39.9	-32.3	-11.5
두바이유(USD)	69	64	42	69	99	80	70
석탄-뉴캐슬(USD)	107	78	61	84	179	150	120
원달러환율	1,100	1,165	1,180	1,144	1,239	1,250	1,250

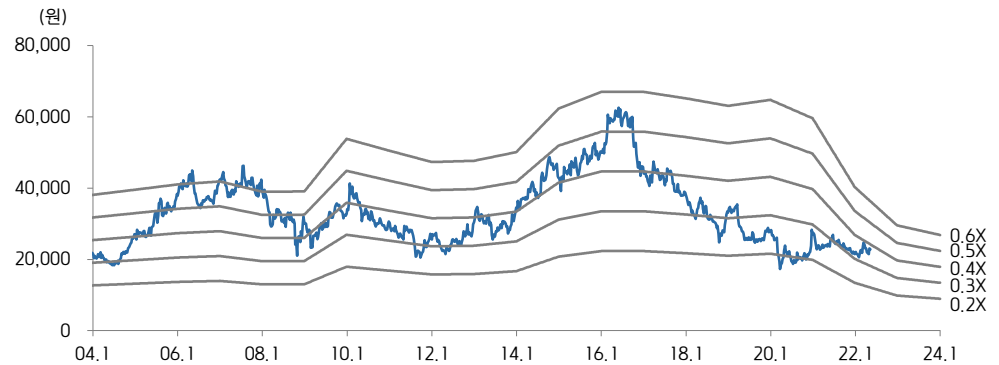
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	67,071	74,871	67,145	74,715	0.1	-0.2
영업이익	-10,973	-5,646	-28,231	-15,067	적합	적합
영업이익률	-16.4	-7.5	-42.0	-20.2		
세전이익	-12,353	-7,248	-29,503	-16,672	적합	적합
순이익	-8,881	-5,211	-21,205	-11,983	적합	적합
지배순이익	-8,967	-5,296	-21,291	-12,069	적합	적합
EPS(지배주주)	-13,968	-8,250	-33,165	-18,800	NA	NA
BPS(지배주주)	84,973	76,380	67,103	49,237	-21.0	-35.5
ROE(지배주주)	-15.2	-10.2	-39.9	-32.3		
두바이유(USD)	90	90	99	80	9.8	-11.1
원달러환율	135	130	179	150	32.5	15.4

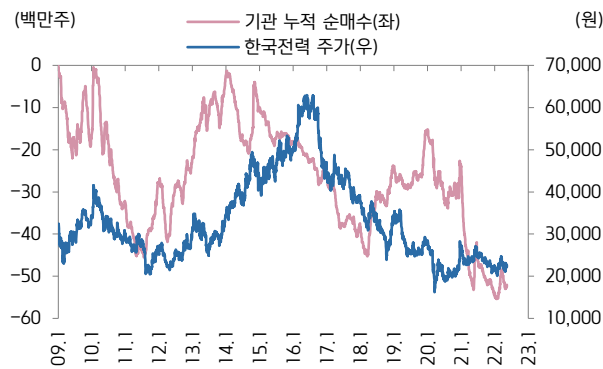
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



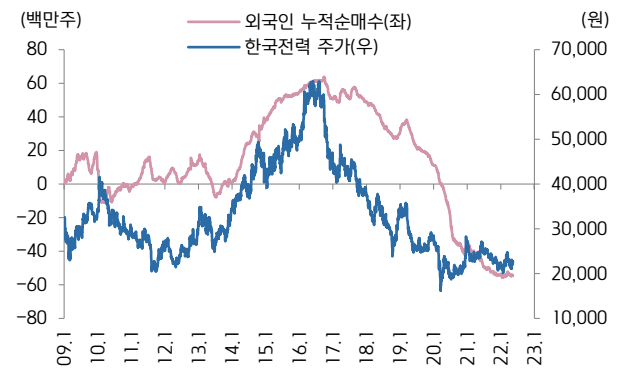
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국전력 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	58,569	60,575	67,145	74,715	83,949
매출원가	51,805	63,559	92,356	86,612	83,613
매출총이익	6,765	-2,984	-25,211	-11,897	336
판관비	2,678	2,876	3,020	3,171	3,329
영업이익	4,086	-5,860	-28,231	-15,067	-2,994
EBITDA	15,634	6,078	-15,811	-2,569	9,601
영업외손익	-1,095	-1,225	-1,272	-1,605	-1,725
이자수익	243	222	182	209	257
이자비용	1,995	1,914	2,571	2,931	3,100
외환관련이익	1,101	231	0	0	0
외환관련손실	362	1,316	0	0	0
종속 및 관계기업손익	281	495	495	495	495
기타	-363	1,057	622	622	623
법인세차감전이익	2,992	-7,085	-29,503	-16,672	-4,719
법인세비용	899	-1,856	-8,297	-4,689	-1,327
계속사업손익	2,092	-5,229	-21,205	-11,983	-3,392
당기순이익	2,092	-5,229	-21,205	-11,983	-3,392
지배주주순이익	1,991	-5,315	-21,291	-12,069	-3,478
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-1.0	3.4	10.8	11.3	12.4
영업이익 증감률	흑전	-243.4	381.8	-46.6	-80.1
EBITDA 증감률	58.7	-61.1	-360.1	-83.8	-473.7
지배주주순이익 증감률	흑전	-367.0	300.6	-43.3	-71.2
EPS 증감률	흑전	적전	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	11.6	-4.9	-37.5	-15.9	0.4
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-42.0	-20.2	-3.6
EBITDA Margin(%)	26.7	10.0	-23.5	-3.4	11.4
지배주주순이익률(%)	3.4	-8.8	-31.7	-16.2	-4.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	13,208	4,473	-9,474	-877	7,527
당기순이익	2,092	-5,229	-21,205	-11,983	-3,392
비현금항목의 가감	16,317	14,469	6,403	10,424	14,002
유형자산감가상각비	11,378	11,772	12,255	12,360	12,478
무형자산감가상각비	170	166	164	138	117
지분법평가손익	-297	-623	0	0	0
기타	5,066	3,154	-6,016	-2,074	1,407
영업활동자산부채증감	-2,889	-2,313	-591	-1,294	-1,579
매출채권및기타채권의감소	352	653	-763	-995	-1,214
재고자산의감소	-723	-1,738	-346	-897	-1,094
매입채무및기타채무의증가	-626	1,574	518	597	729
기타	-1,892	-2,802	0	1	0
기타현금흐름	-2,312	-2,454	5,919	1,976	-1,504
투자활동 현금흐름	-14,832	-12,354	-13,550	-13,792	-13,792
유형자산의 취득	-13,281	-12,669	-13,360	-13,602	-13,602
유형자산의 처분	332	278	0	0	0
무형자산의 순취득	-110	-113	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-318	-1,354	-669	-669	-669
단기금융자산의감소(증가)	-1,209	1,025	0	0	0
기타	-246	479	479	479	479
재무활동 현금흐름	1,881	8,435	21,607	14,607	6,607
차입금의 증가(감소)	2,539	9,653	22,000	15,000	7,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-826	0	0	0
기타	-563	-392	-393	-393	-393
기타현금흐름	-38	52	612	612	612
현금 및 현금성자산의 순증가	219	606	-805	550	954
기초현금 및 현금성자산	1,810	2,030	2,635	1,830	2,381
기말현금 및 현금성자산	2,030	2,635	1,830	2,381	3,334

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,562	22,051	22,355	24,797	28,058
현금 및 현금성자산	2,030	2,635	1,830	2,381	3,334
단기금융자산	2,827	1,802	1,802	1,802	1,802
매출채권 및 기타채권	7,862	8,062	8,825	9,820	11,034
재고자산	6,743	7,608	7,954	8,851	9,944
기타유동자산	1,100.0	1,944.0	1,944.0	1,943.0	1,944.0
비유동자산	182,580	189,058	190,667	192,438	194,114
투자자산	8,506	9,860	10,529	11,197	11,866
유형자산	168,709	173,120	174,224	175,466	176,590
무형자산	1,154	1,150	985	847	730
기타비유동자산	4,211	4,928	4,929	4,928	4,928
자산총계	203,142	211,109	213,022	217,236	222,172
유동부채	25,881	31,732	32,251	32,848	33,577
매입채무 및 기타채무	5,937	7,916	8,434	9,032	9,760
단기금융부채	11,251.5	14,613.4	14,613.4	14,613.4	14,613.4
기타유동부채	8,693	9,203	9,204	9,203	9,204
비유동부채	106,594	114,065	136,065	151,065	158,065
장기금융부채	63,094.2	70,326.6	92,326.6	107,326.6	114,326.6
기타비유동부채	43,500	43,738	43,738	43,738	43,738
부채총계	132,475	145,797	168,315	183,913	191,642
지배지분	69,297	63,769	43,078	31,608	28,730
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,068	2,075	2,075	2,075	2,075
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄손익누계액	-410	-58	542	1,142	1,741
이익잉여금	51,134	45,247	23,956	11,887	8,409
비지배지분	1,370	1,543	1,629	1,714	1,800
자본총계	70,667	65,312	44,706	33,323	30,531

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	3,102	-8,279	-33,165	-18,800	-5,417
BPS	107,945	99,334	67,103	49,237	44,754
CFPS	28,676	14,392	-23,058	-2,430	16,528
DPS	1,216	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	8.8	-2.7	-0.7	-1.2	-4.2
PER(최고)	9.7	-3.4	-0.8		
PER(최저)	5.0	-2.5	-0.6		
PBR	0.25	0.22	0.34	0.46	0.51
PBR(최고)	0.28	0.28	0.37		
PBR(최저)	0.14	0.21	0.30		
PSR	0.30	0.23	0.22	0.19	0.17
PCFR	1.0	1.5	-1.0	-9.3	1.4
EV/EBITDA	5.7	15.8	-7.6	-52.2	14.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	37.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.0	-2.5	-10.0	-5.6	-1.5
ROE	2.9	-8.0	-39.9	-32.3	-11.5
ROIC	1.8	-3.7	-11.4	-6.0	-1.2
매출채권회전율	7.6	7.6	8.0	8.0	8.1
재고자산회전율	8.5	8.4	8.6	8.9	8.9
부채비율	187.5	223.2	376.5	551.9	627.7
순차입금비율	98.3	123.3	231.1	353.4	405.5
이자보상배율	2.0	-3.1	-11.0	-5.1	-1.0
총차입금	74,346	84,940	106,940	121,940	128,940
순차입금	69,489	80,502	103,307	117,757	123,803
NOPLAT	15,634	6,078	-15,811	-2,569	9,601
FCF	-1,302	-9,371	-21,822	-13,227	-4,737

Compliance Notice

- 당사는 5월 15일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

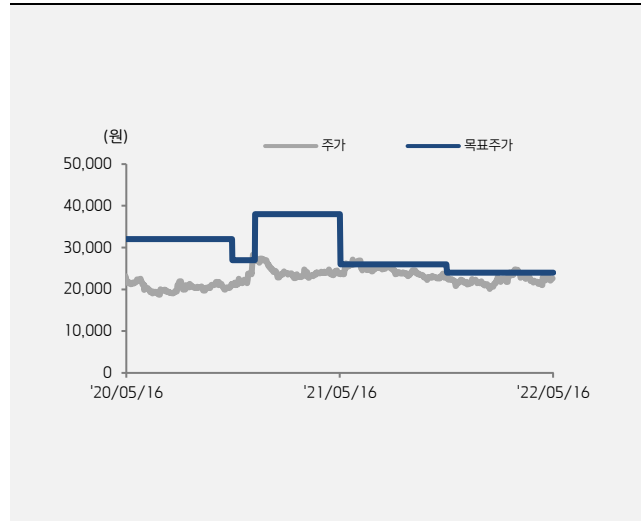
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2020-05-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-36.42	-29.53
	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-36.02	-29.53
	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	-2.98	4.42
	2021-08-17	Marketperform (Maintain)	26,000원	6개월	-6.43	4.42
	2021-11-15	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-9.38	-4.38
	2022-02-25	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-7.46	3.13
	2022-05-16	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

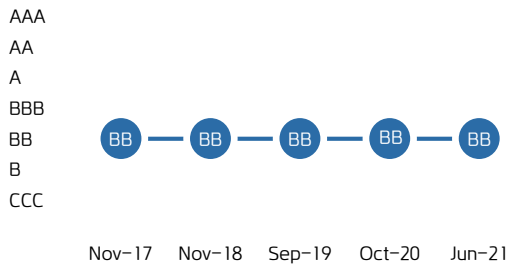
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

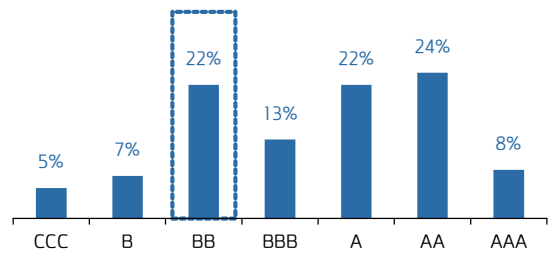
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI Index 내 유틸리티 기업 136개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.9	5.7		
환경	5.1	6.5	45.0%	
탄소 배출	7.0	7.9	12.0%	
신재생에너지 관련 기회	4.0	5.8	11.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	4.5	5.8	11.0%	
물 부족	4.9	6.6	11.0%	
사회	6.1	5.7	22.0%	
공동체 관계	6.4	6.5	11.0%	
인력 자원 개발	5.8	5.4	11.0%	
지배구조	3.7	4.6	33.0%	▲1.2
기업 지배구조	5.6	5.6		▲1.5
기업 활동	2.7	5		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
22년 1월	대한민국: 건설현장 감전사고 하청업체 근로자 1명 사망

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 상위 Peer 5개사 (유틸리티)	탄소 배출	신재생에너지 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	인력 자원 개발	공동체 관계	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
China Resources Power Holdings Company Limited	●	●	●	●	●	N/A	● ● ●	●		
Red Electrica Corporacion, S.A.	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	N/A	● ● ● ●	● ●	N/A	◀▶
The Kansai Electric Power Company, Incorporated	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ● ●	●	● ●	●	N/A	◀▶
ALGONQUIN POWER & UTILITIES CORP.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶
NRG ENERGY, INC.	●	●	●	●	● ●	N/A	● ●	● ● ●	N/A	▲
한국전력	● ●	●	●	●	● ● ●	● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치