



Marketperform(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(6/27): 22,850원

시가총액: 146,689억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/27)		2,401.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,650원	20,100원
등락률	-10.9%	13.7%
수익률	절대	상대
1M	-4.0%	5.4%
6M	6.5%	33.0%
1Y	-9.0%	25.2%

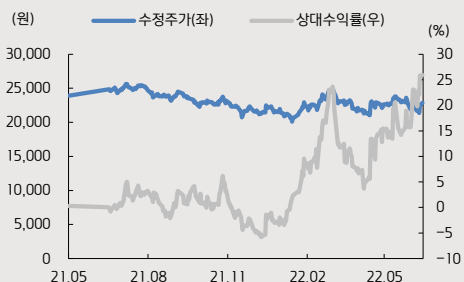
Company Data

발행주식수	641,964	전주
일평균 거래량(3M)	1,731	전주
외국인 지분율	14.6%	
배당수익률(2022E)	0.0%	
BPS(2022E)	67,338원	
주요 주주	한국산업은행 외 2인	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	58,569	60,575	68,536	77,506
영업이익	4,086	-5,860	-28,021	-11,952
EBITDA	15,634	6,078	-15,601	546
세전이익	2,992	-7,085	-29,293	-13,507
순이익	2,092	-5,229	-21,054	-9,708
자배주주지분순이익	1,991	-5,315	-21,140	-9,794
EPS(원)	3,102	-8,279	-32,930	-15,257
증감률(%YoY)	흑전	적전	적지	적지
PER(배)	8.8	-2.7	-0.7	-1.5
PBR(배)	0.25	0.22	0.34	0.43
EV/EBITDA(배)	5.7	15.8	-7.7	241.9
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-40.9	-15.4
ROE(%)	2.9	-8.0	-39.5	-25.4
순부채비율(%)	98.3	123.3	230.5	324.0

Price Trend



한국전력 (015760)

최악은 통과!



정부는 연료비조정단가 산정을 반영해 3분기 전기요금을 5.0원(4.6%) 인상했습니다. 기존에 예상하고 있던 올해 한국전력의 영업적자폭 대비 개선효과는 제한적이지만 일단 최악의 상황은 통과했다고 판단합니다. 다만 이번 요금인상 5.0원과 이미 예정된 4분기 4.9원 추가 요금 인상에도 불구하고 재무구조 정상화를 위해서는 전기요금의 추가인상 또는 원유/석탄 등 원재료가격의 급락이 필요할 전망입니다.

>>> 하반기 전기요금 5원/kWh 인상, 최악의 상황은 지났다!

정부는 연료비조정단가 산정을 반영해 3분기 전기요금을 kWh당 5.0원 인상했다. 인상폭은 상반기 평균 요금 109.0원대비 4.6% 수준이다. 금번 요금 조정에서 전기요금 연료비조정단가의 분기 최대 조정폭을 기존 ±3원에서 ±5원으로 확대했다(연간 최대조정폭은 ±5원 유지). 동시에 7/1~9/30 한시적으로 복지할인 고객의 할인한도를 한시적으로 확대했다.

한국전력의 올해 예상 연간 전력판매량 55만GWh에 전기요금 인상폭 5.0원을 곱하면 이에 따른 매출액 증가효과는 2.75조원으로 추정되며, 발전믹스나 원재료가격의 변화가 기존 추정치와 동일하다면 연간 영업이익 체력도 2.75조원 개선효과가 기대된다. 기존에 예상하고 있던 올해 한국전력의 대규모 영업적자폭 대비 개선효과는 제한적일 수 있으나 정부가 전기요금의 인상을 더 이상 미룰 수 없다는데 공감하고 있음을 확인할 수 있는 계기로 볼 수 있으며, 이를 통해 한국전력은 최악의 상황은 일단 통과했다고 판단한다.

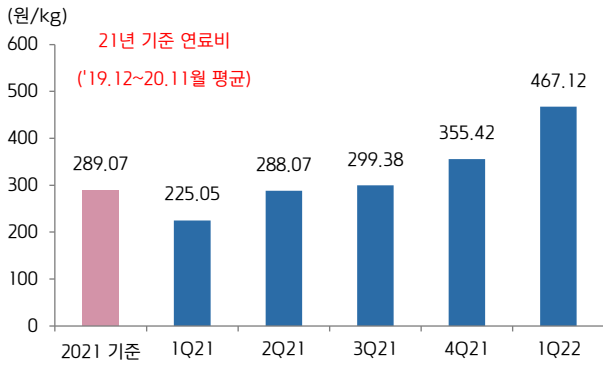
>>> 흑자전환 위해서는 추가 요금인상 또는 원가 급락이 필요

다만, 올해 2분기까지 산정된 실적연료비 상승에 따른 요금인상 요인이 33.6원/kWh에 달해 이번 전기요금 인상폭 5.0원으로는 현재 적자상태인 한국전력의 수익구조를 정상화시키기에 부족하다. 한편, 전년도 연료비 상승에 따른 전기요금인상이 올해 2분기 4.9원에 이어 4분기에도 4.9원 예정되어 있지만 5월 SMP가 140원/kWh으로 4분기 4.9원 인상을 감안한 전기요금보다도 여전히 높아 인상후에도 곧바로 흑자전환을 기대하기 어려운 상황이다.

결국 최악의 상황은 벗어났지만 이익체력 및 재무구조 정상화를 위해서는 4분기 이후에도 전기요금의 추가인상 또는 원유/석탄 등 원재료가격의 급락이 필요할 전망이다.

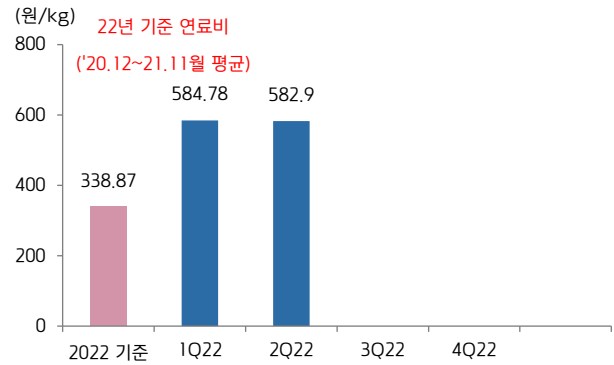
3분기 전기요금 인상에도 5월이후 유가상승과 원달러환율 상승을 반영해 2022E 영업이익 전망치는 유지하고 2023E 영업이익 전망치는 상향한다. 다만 여전히 흑자전환 여부가 불투명함을 반영해 투자 의견 Marketperform, 목표주가 24,000원을 유지한다.

2021년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



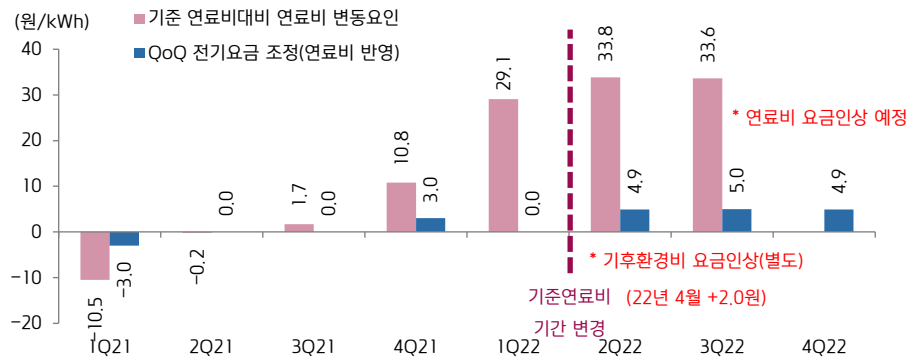
자료: 한국전력, 키움증권

2022년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



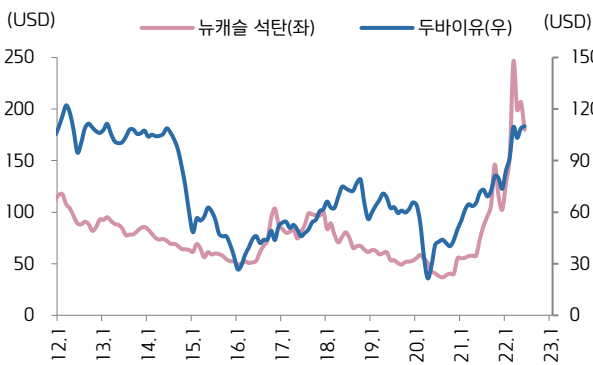
자료: 한국전력, 키움증권

전기요금 중 연료비 변동 요인과 요금조정



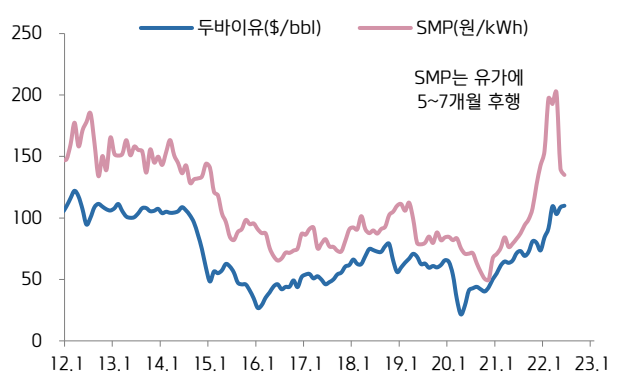
자료: 산업통상자원부, 키움증권

유가와 석탄가격



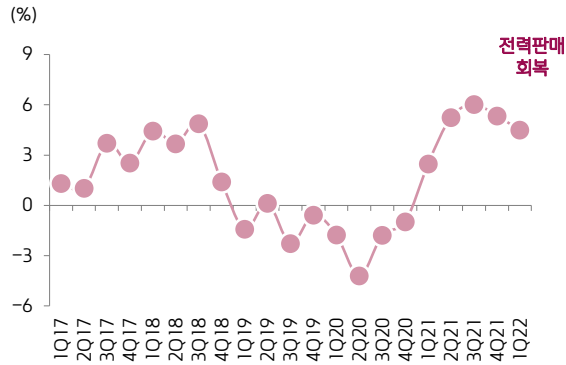
자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



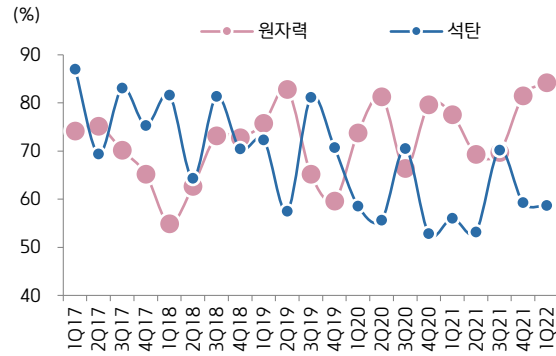
자료: 한국전력, 전력거래소, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이



자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	15,075	13,519	16,462	15,518	16,464	15,047	18,888	18,137
영업이익	572	-765	-937	-4,730	-7,787	-6,798	-6,009	-7,428
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-45.2	-31.8	-41.0
세전이익	335	-996	-1,332	-5,092	-8,105	-7,192	-6,438	-7,557
순이익	118	-674	-1,026	-3,648	-5,926	-5,169	-4,627	-5,332
지배주주순이익	86	-696	-1,045	-3,660	-5,953	-5,191	-4,646	-5,351
두바이유(USD)	60	67	72	78	95	107	107	107
석탄-뉴캐슬(USD)	89	63	96	122	176	195	170	170
원달러환율	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,270	1,270	1,270

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	68,536	77,506	87,100
영업이익	-208	-1,277	4,086	-5,860	-28,021	-11,952	1,125
영업이익률	-0.3	-2.2	7.0	-9.7	-40.9	-15.4	1.3
세전이익	-2,001	-3,266	2,992	-7,085	-29,293	-13,507	-507
순이익	-1,174	-2,264	2,092	-5,229	-21,054	-9,708	-364
지배순이익	-1,315	-2,346	1,991	-5,315	-21,140	-9,794	-450
EPS(지배주주)	-2,048	-3,654	3,102	-8,279	-32,930	-15,257	-701
BPS(지배주주)	108,641	105,140	107,945	99,334	67,338	53,015	53,249
ROE(지배주주)	-1.9	-3.4	2.9	-8.0	-39.5	-25.4	-1.3
두바이유(USD)	69	64	42	69	104	87	77
석탄-뉴캐슬(USD)	107	78	61	84	178	140	110
원달러환율	1,100	1,165	1,180	1,144	1,254	1,270	1,270

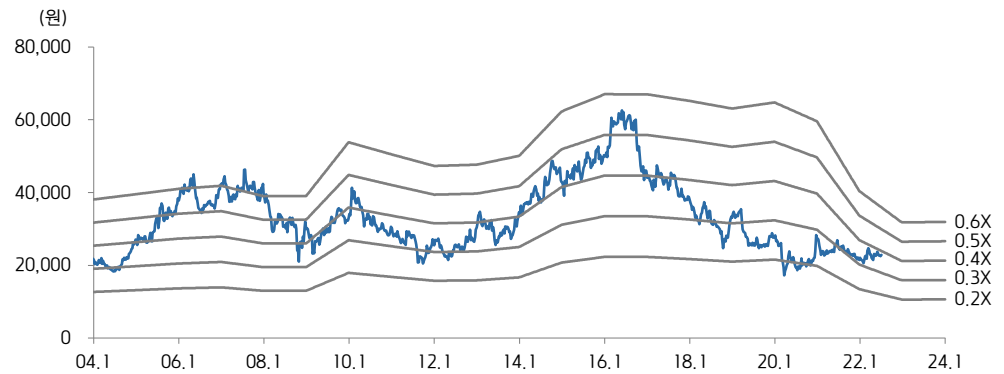
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	67,145	74,715	68,536	77,506	2.1	3.7
영업이익	-28,231	-15,067	-28,021	-11,952	적지	적축
영업이익률	-42.0	-20.2	-40.9	-15.4		
세전이익	-29,503	-16,672	-29,293	-13,507	적지	적축
순이익	-21,205	-11,983	-21,054	-9,708	적지	적축
지배순이익	-21,291	-12,069	-21,140	-9,794	적지	적축
EPS(지배주주)	-33,165	-18,800	-32,930	-15,257	NA	NA
BPS(지배주주)	67,103	49,237	67,338	53,015	0.4	7.7
ROE(지배주주)	-39.9	-32.3	-39.5	-25.4		
두바이유(USD)	99	80	104	87	5.3	8.7
석탄-뉴캐슬(USD)	179	150	178	140	-0.7	-6.7
원달러환율	1,239	1,250	1,254	1,270	1.2	1.6

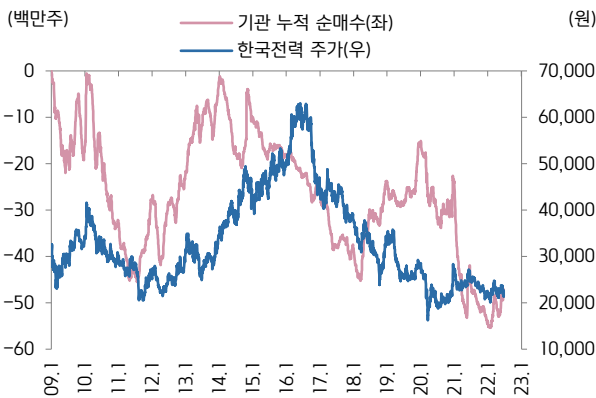
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



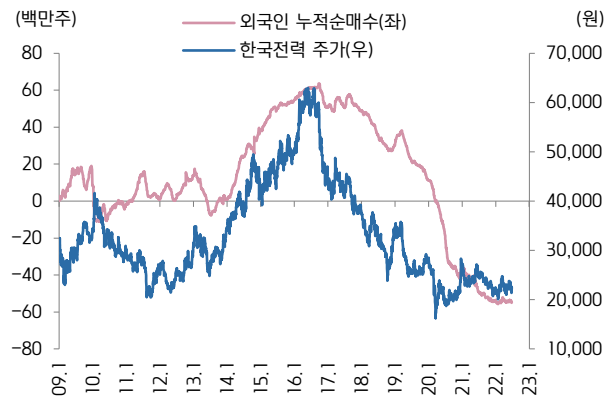
자료: 한국전력, 키움증권

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	68,536	77,506	87,100
매출원가	51,805	63,559	93,534	86,284	82,642
매출총이익	6,765	-2,984	-24,998	-8,778	4,458
판매비	2,678	2,876	3,023	3,174	3,333
영업이익	4,086	-5,860	-28,021	-11,952	1,125
EBITDA	15,634	6,078	-15,601	546	13,719
영업외손익	-1,095	-1,225	-1,272	-1,555	-1,631
이자수익	243	222	177	207	203
이자비용	1,995	1,914	2,571	2,883	2,955
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	627	626	626
법인세차감전이익	2,992	-7,085	-29,293	-13,507	-507
법인세비용	899	-1,856	-8,238	-3,799	-142
계속사업손익	2,092	-5,229	-21,054	-9,708	-364
당기순이익	2,092	-5,229	-21,054	-9,708	-364
지배주주순이익	1,991	-5,315	-21,140	-9,794	-450
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-1.0	3.4	13.1	13.1	12.4
영업이익 증감률	흑전	-243.4	378.2	-57.3	-109.4
EBITDA 증감률	58.7	-61.1	-356.7	-103.5	2,412.6
지배주주순이익 증감률	흑전	-367.0	297.7	-53.7	-95.4
EPS 증감률	흑전	적전	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	11.6	-4.9	-36.5	-11.3	5.1
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-40.9	-15.4	1.3
EBITDA Margin(%)	26.7	10.0	-22.8	0.7	15.8
지배주주순이익률(%)	3.4	-8.8	-30.8	-12.6	-0.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	13,208	4,473	-9,561	1,159	10,493
당기순이익	2,092	-5,229	-21,054	-9,708	-364
비현금항목의 가감	16,317	14,469	6,466	11,268	15,097
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	-5,953	-1,230	2,502
영업활동자산부채증감	-2,889	-2,313	-829	-1,534	-1,640
매출채권및기타채권의감소	352	653	-946	-1,179	-1,261
재고자산의감소	-723	-1,738	-510	-1,063	-1,136
매입채무및기타채무의증가	-626	1,574	628	708	757
기타	-1,892	-2,802	-1	0	0
기타현금흐름	-2,312	-2,454	5,856	1,133	-2,600
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	12,607	2,607
차입금의 증가(감소)	2,539	9,653	22,000	13,000	3,000
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	-892	586	-80
기초현금 및 현금성자산	1,810	2,030	2,635	1,743	2,329
기말현금 및 현금성자산	2,030	2,635	1,743	2,329	2,249

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,562	22,051	22,616	25,443	27,760
현금 및 현금성자산	2,030	2,635	1,743	2,329	2,249
단기금융자산	2,827	1,802	1,802	1,802	1,802
매출채권 및 기타채권	7,862	8,062	9,008	10,187	11,448
재고자산	6,743	7,608	8,119	9,181	10,318
기타유동자산	1,100.0	1,944.0	1,944.0	1,944.0	1,943.0
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	213,283	217,882	221,874
유동부채	25,881	31,732	32,361	33,068	33,825
매입채무 및 기타채무	5,937	7,916	8,544	9,252	10,009
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	9,203
비유동부채	106,594	114,065	136,065	149,065	152,065
장기금융부채	63,094.2	70,326.6	92,326.6	105,326.6	108,326.6
기타비유동부채	43,500	43,738	43,738	43,738	43,738
부채총계	132,475	145,797	168,425	182,133	185,890
지배지분	69,297	63,769	43,229	34,034	34,184
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	24,107	14,313	13,863
비지배지분	1,370	1,543	1,629	1,714	1,800
자본총계	70,667	65,312	44,857	35,748	35,984

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	3,102	-8,279	-32,930	-15,257	-701
BPS	107,945	99,334	67,338	53,015	53,249
CFPS	28,676	14,392	-22,724	2,430	22,949
DPS	1,216	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	8.8	-2.7	-0.7	-1.5	-32.6
PER(최고)	9.7	-3.4	-0.8		
PER(최저)	5.0	-2.5	-0.6		
PBR	0.25	0.22	0.34	0.43	0.43
PBR(최고)	0.28	0.28	0.37		
PBR(최저)	0.14	0.21	0.30		
PSR	0.30	0.23	0.21	0.19	0.17
PCFR	1.0	1.5	-1.0	9.4	1.0
EV/EBITDA	5.7	15.8	-7.7	241.9	9.9
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	-9.9	-4.5	-0.2
ROE	2.9	-8.0	-39.5	-25.4	-1.3
ROIC	1.8	-3.7	-11.3	-4.8	0.4
매출채권회전율	7.6	7.6	8.0	8.1	8.1
재고자산회전율	8.5	8.4	8.7	9.0	8.9
부채비율	187.5	223.2	375.5	509.5	516.6
순차입금비율	98.3	123.3	230.5	324.0	330.4
이자보상배율	2.0	-3.1	-10.9	-4.1	0.4
총차입금	74,346	84,940	106,940	119,940	122,940
순차입금	69,489	80,502	103,394	115,809	118,889
NOPLAT	15,634	6,078	-15,601	546	13,719
FCF	-1,302	-9,371	-21,909	-11,228	-1,839

Compliance Notice

- 당사는 6월 27일 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

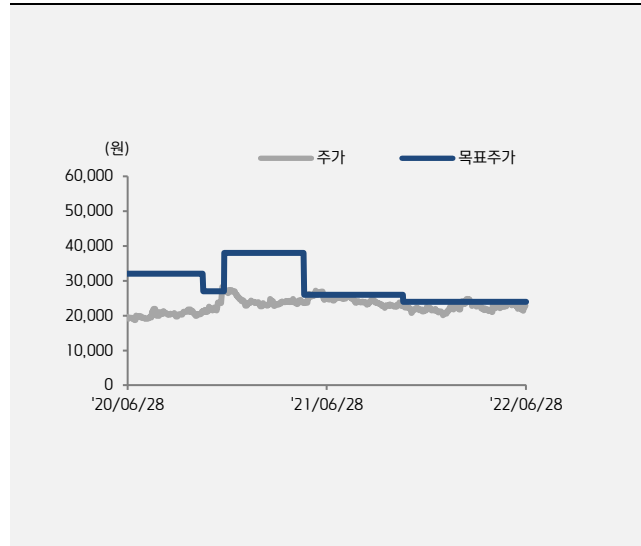
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2020-08-18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-35.58	-32.03
	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	-4.92	-0.83
	2020-06-28	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

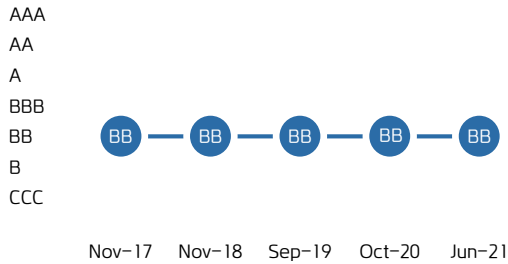
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

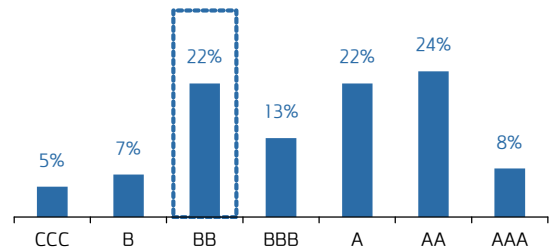
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

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

항목	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

