



### Marketperform(Maintain)

목표주가: 24,000원  
주가(8/12): 22,100원  
시가총액: 141,874억원



철강금속/유틸리티 Analyst 이종형  
leejh@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (8/12)		2,527.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,950원	20,100원
등락률	-11.4%	10.0%
수익률	절대	상대
1M	0.0%	-8.3%
6M	-1.8%	6.8%
1Y	-11.4%	12.4%

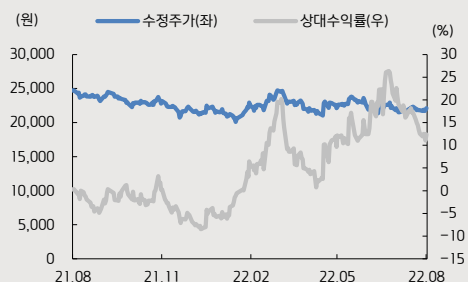
#### Company Data

발행주식수	641,964	전주
일평균 거래량(3M)	1,443	전주
외국인 지분율	14.9%	
배당수익률(2022E)	0.0%	
BPS(2022E)	69.434	원
주요 주주	한국산업은행 외 2인	51.1%

#### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	58,569	60,575	69,019	78,244
영업이익	4,086	-5,860	-26,148	-11,079
EBITDA	15,634	6,078	-13,729	1,415
세전이익	2,992	-7,085	-27,420	-12,639
순이익	2,092	-5,229	-19,708	-9,085
지배주주지분순이익	1,991	-5,315	-19,794	-9,170
EPS(원)	3,102	-8,279	-30,834	-14,285
증감률(%YoY)	흑전	적전	적지	적지
PER(배)	8.8	-2.7	-0.7	-1.5
PBR(배)	0.25	0.22	0.32	0.39
EV/EBITDA(배)	5.7	15.8	-8.6	92.3
영업이익률(%)	7.0	-9.7	-37.9	-14.2
ROE(%)	2.9	-8.0	-36.5	-22.8
순부채비율(%)	98.3	123.3	220.9	303.8

#### Price Trend



## 한국전력 (015760)

### 그래도 최악의 상황은 지났다!



2분기 영업적자는 -6.5조원으로 사상 최대 적자였던 1분기 -7.8조원대비 적자폭이 축소되며 키움증권 추정치 -6.8조원에 부합했습니다. 여전히 전기를 비싸게 사서 싸게 파는 구조는 지속되고 있지만 1분기를 정점으로 최악의 상황은 통과했습니다. 하반기는 7월, 10월 전기요금 인상에도 불구하고 적자폭이 크게 줄기는 어렵겠지만 6월 중순이후 유가 하락반전으로 내년 1분기부터 적자폭 축소가 시작될 전망입니다.

#### >>> 2분기는 1분기대비 적자폭 축소되며 예상치 부합

2분기 연결 영업적자는 -6.5조원으로 사상 최대 적자였던 1분기 -7.8조원 대비 적자폭이 축소되며 키움증권 추정치 -6.8조원에 부합했다(컨센서스 -5.4조원).

1) 동사가 전력거래소로부터 전력을 사오는 가격인 SMP(계통한계가격)가 4월 202원/kWh를 정점으로 5월 140원/kWh, 6월 130원/kWh까지 하락해 1분기보다 구입전력비 부담이 완화된 가운데, 2) 4월부터 전기요금이 전년도 연료비 상승분 4.9원과 올해 기후환경요금 인상분 2.0원 등 총 6.9원/kWh 인상되면서 수익성이 개선되었다. 한편, 3) 원전이용률은 80.7%(+11.4%p YoY)로 2016년 2분기 이후 처음으로 3개분기 연속 80%대를 유지했다.

2분기 평균 전기요금 110원/kWh와 4~6월 월별 SMP 평균 157원/kWh를 감안시 여전히 비싸게 사서 싸게 파는 구조는 지속되고 있지만 두 가격사이의 간극이 1분기보다는 축소되면서 최악의 상황은 통과했다.

#### >>> 전기요금 인상과 유가 하향안정으로 내년부터 적자폭 축소

하반기 전기요금은 3분기 5.0원(올해 상반기 연료비 상승분), 4분기 4.9원(작년 연료비 상승분) 등 총 9.9원/kWh이 인상된다. 국제유가는 6월초까지 강세였다가 6월 중순이후 하락반전 했는데, 통상적으로 SMP가 두바이유 가격에 5~6개월 정도 후행해 왔음을 감안하면 올해말까지 SMP는 강세가 유지 되겠지만 내년초부터 SMP는 본격적인 하락이 예상된다.

따라서 이를 감안시 올해 하반기는 예정된 요금인상 외에 추가 인상이 없다면 적자폭이 크게 줄어들기는 어렵겠지만 내년 1분기부터는 추가 요금 인상과 SMP 하락으로 적자폭이 축소되기 시작할 것으로 판단한다. 다만, 현재 연간 최대 ±5.0원/kWh으로 고정된 전기요금체계 개편이나 에너지가격의 급락이 없다면 내년도 영업이익 흑자전환 여부는 아직까지 쉽지 않은 상황이다.

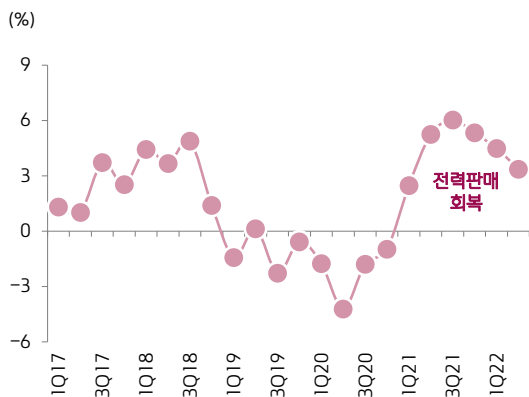
2분기 실적과 최근 에너지가격을 반영해 2022E 영업적자 전망치를 기존 -28조원에서 -26조원으로 낮추지만 투자이견 Marketperform, 목표주가 24,000원을 유지한다.

### 한국전력 2Q22 잠정실적

(단위: 십억원)	2Q22P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q22	%QoQ	2Q21	%YoY
매출액	15,528	15,047	3.2	14,833	4.7	16,464	-5.7	13,519	14.9
영업이익	-6,516	-6,798	적축	-5,371	적확	-7,787	적축	-765	적확
영업이익률(%)	-42.0	-45.2		-36.2		-47.3		-5.7	
세전이익	-6,812	-7,192	적축	-5,835	적확	-8,105	적축	-996	적확
순이익	-4,836	-5,169	적축	-4,342	적확	-5,926	적축	-674	적확
지배주주순이익	-4,837	-5,191	적축	-4,355	적확	-5,953	적축	-696	적확

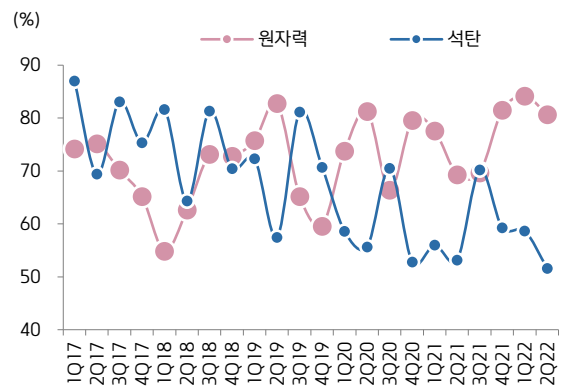
자료: 한국전력, 키움증권

### 분기별 전력 판매 YoY



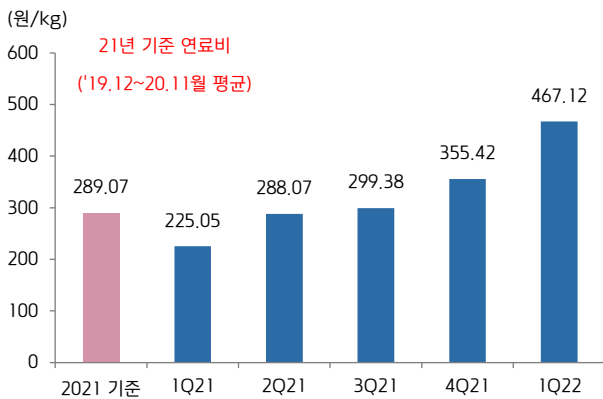
자료: 한국전력, 키움증권

### 원자력/석탄발전 이용률 추이



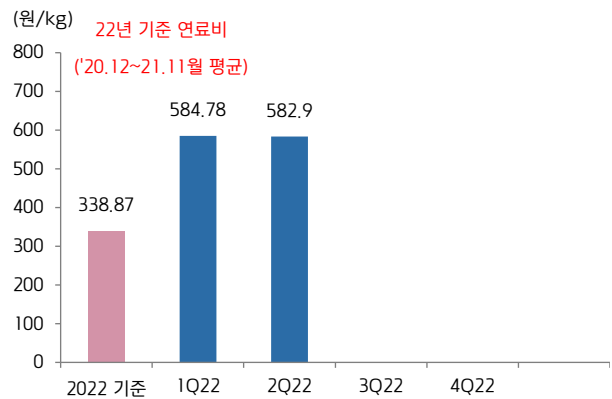
자료: 한국전력, 키움증권

### 2021년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



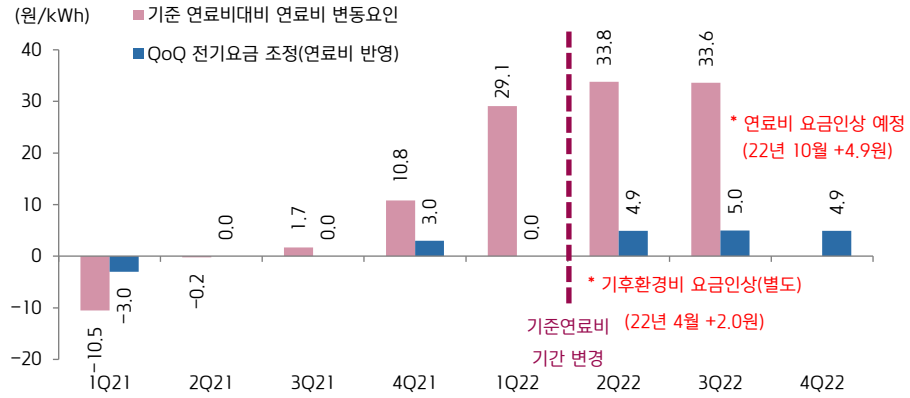
자료: 한국전력, 키움증권

### 2022년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



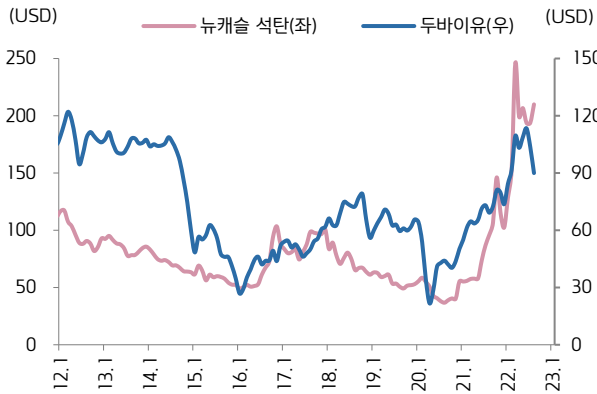
자료: 한국전력, 키움증권

전기요금 중 연료비 변동 요인과 요금조정



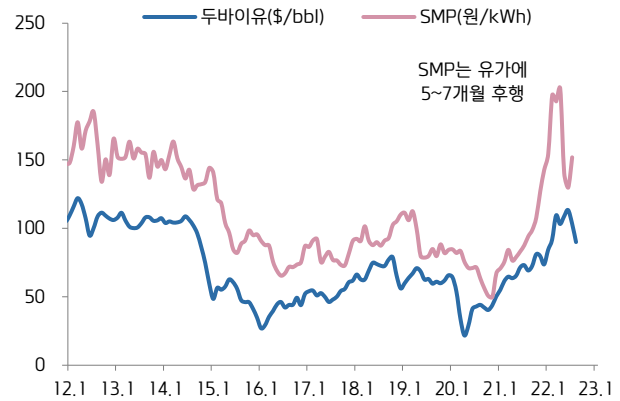
자료: 산업통상자원부, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



자료: 한국전력, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출액	15,075	13,519	16,462	15,518	16,464	15,528	18,889	18,138
영업이익	572	-765	-937	-4,730	-7,787	-6,516	-5,541	-6,304
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-42.0	-29.3	-34.8
세전이익	335	-996	-1,332	-5,092	-8,105	-6,812	-6,028	-6,475
순이익	118	-674	-1,026	-3,648	-5,926	-4,836	-4,333	-4,614
지배주주순이익	86	-696	-1,045	-3,660	-5,953	-4,837	-4,351	-4,653
두바이유(USD)	60	67	72	78	95	108	90	90
석탄-뉴캐슬(USD)	89	63	96	122	176	200	200	200
원달러환율	1,114	1,121	1,157	1,183	1,205	1,260	1,300	1,300

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	69,019	78,244	88,134
영업이익	-208	-1,277	4,086	-5,860	-26,148	-11,079	1,096
영업이익률	-0.3	-2.2	7.0	-9.7	-37.9	-14.2	1.2
세전이익	-2,001	-3,266	2,992	-7,085	-27,420	-12,639	-577
순이익	-1,174	-2,264	2,092	-5,229	-19,708	-9,085	-415
지배순이익	-1,315	-2,346	1,991	-5,315	-19,794	-9,170	-500
EPS(지배주주)	-2,048	-3,654	3,102	-8,279	-30,834	-14,285	-779
BPS(지배주주)	108,641	105,140	107,945	99,334	69,434	56,084	56,238
ROE(지배주주)	-1.9	-3.4	2.9	-8.0	-36.5	-22.8	-1.4
두바이유(USD)	69	64	42	69	96	70	60
석탄-뉴캐슬(USD)	107	56	46	84	194	170	140
원달러환율	1,100	1,165	1,180	1,144	1,266	1,300	1,300

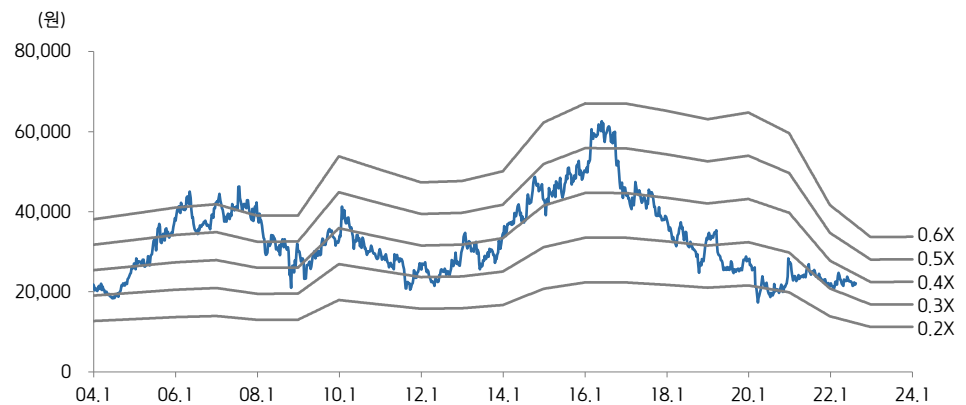
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	68,536	77,506	69,019	78,244	0.7	1.0
영업이익	-28,021	-11,952	-26,148	-11,079	적축	적축
영업이익률	-40.9	-15.4	-37.9	-14.2		
세전이익	-29,293	-13,507	-27,420	-12,639	적축	적축
순이익	-21,054	-9,708	-19,708	-9,085	적축	적축
지배순이익	-21,140	-9,794	-19,794	-9,170	적축	적축
EPS(지배주주)	-32,930	-15,257	-30,834	-14,285	NA	NA
BPS(지배주주)	67,338	53,015	69,434	56,084	3.1	5.8
ROE(지배주주)	-39.5	-25.4	-36.5	-22.8		
두바이유(USD)	104	87	96	70	-7.8	-19.5
석탄-뉴캐슬(USD)	178	140	194	170	9.1	21.4
원달러환율	1,254	1,270	1,266	1,300	1.0	2.4

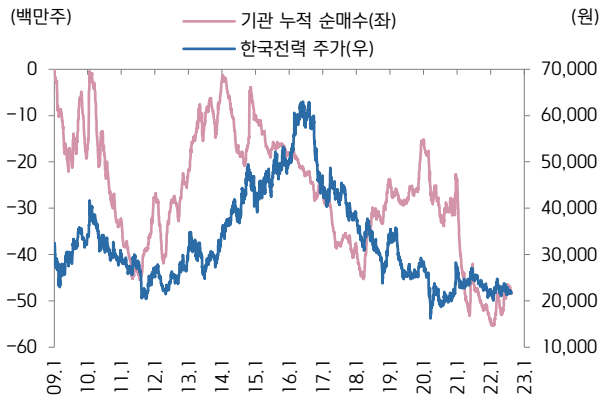
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



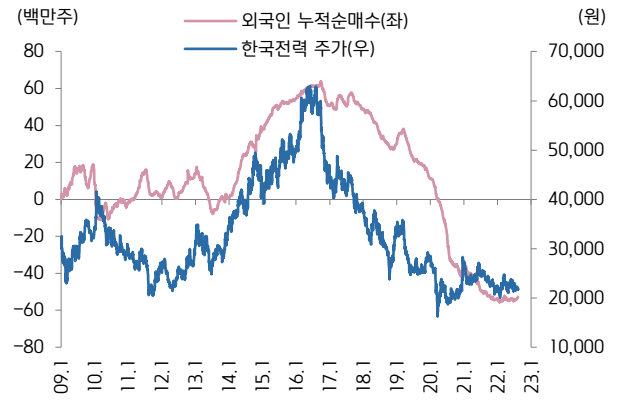
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 기관 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

한국전력 외국인 순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권



Compliance Notice

- 당사는 8월 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

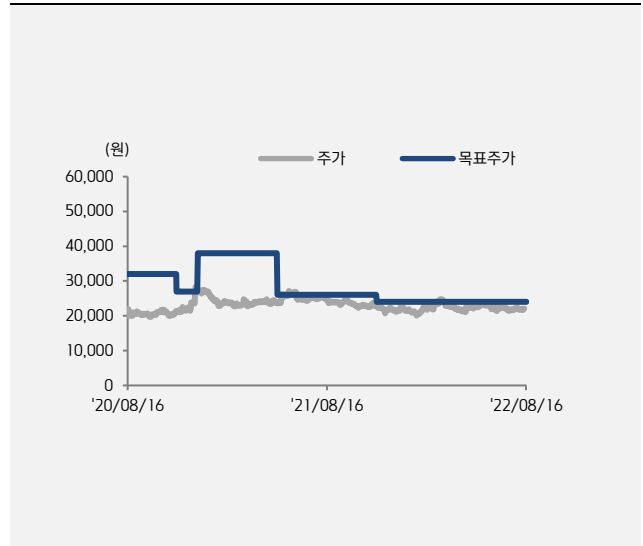
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	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
	2022-08-16	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

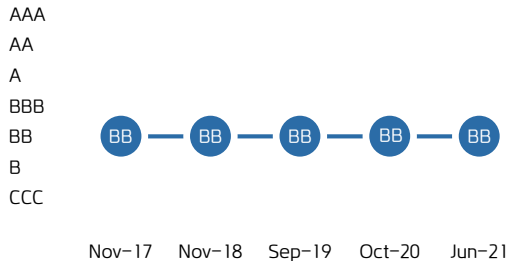
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

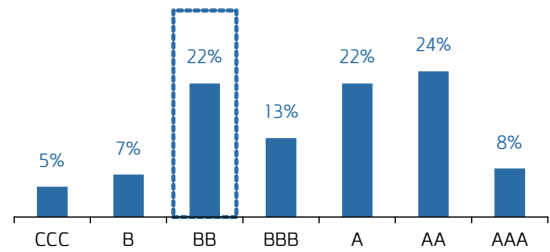
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

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		
<b>환경</b>	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%	
<b>사회</b>	6.1	5.7	22.0%	
공동체 관계	6.4	6.5	11.0%	
인력 자원 개발	5.8	5.4	11.0%	
<b>지배구조</b>	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



