

2022. 10. 12



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

Buy

적정주가 (12개월) 28,000 원

현재주가 (10.11) 18,450 원

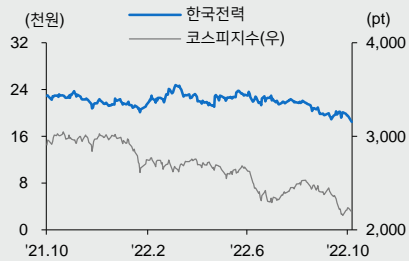
상승여력 51.8%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	118,442억원
발행주식수	64,196만주
유동주식비율	46.44%
외국인비중	14.80%
52주 최고/최저가	24,750원/18,450원
평균거래대금	240.9억원

주요주주(%)	
한국산업은행 외 2인	51.14
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	-15.8	-19.1
상대주가	2.1	3.5	9.1

주가그래프



한국전력 015760

3Q22 Preview: 이 밤이 지나면

- ✓ 3Q22 연결 영업적자는 -6.81조원을 기록하며 컨센서스(-7.31조원) 대비 양호
- ✓ 석탄 발전 단가 상승했지만, 원자력 이용률 상승 등 감안 시 원가 상승 속도 둔화
- ✓ SMP 급등 및 상한제 시행 지연으로 4Q22 이익 전망치는 하향 조정
- ✓ 연말연초 요금 추가 인상 기대 유효, 10월 이상 추가 인상 시 2H23 흑전 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견 유지

야속한 환율과 SMP상한제

3Q22 연결 영업적자는 -6.81조원(적확 YoY)을 기록하며 컨센서스(-7.31조원)를 상회할 전망이다. 석탄 발전 단가 상승폭이 기존 당사 예상치보다 컸지만, 원자력 이용률 상승 등 호재도 중첩되어 있어 전반적인 원가 상승폭은 시장 우려 대비 양호하다. 요금 인상에도 불구하고 이익 전망치 하향 폭은 4Q22에서 더 큰데(-5.8조원 → -8.1조원), 예상과 달리 SMP상한제 실시가 늦어지고 있는 데다 SMP는 원자재 가격을 후행적으로 반영하면서 급등하고 있기 때문이다. SMP는 4Q22 정점을 기록할 전망이다, 2023년 상반기에도 100원 후반대의 높은 수준을 유지할 가능성이 높다.

요금 인상은 한번 더 온다

10월 기준연료비 및 전력량요금 인상으로 인한 ASP 상승 효과는 약 11~12원/kWh로 예상된다. 이에 그치지 않고 연말, 연초에 추가적인 기준연료비 인상을 기대하고 있다. 4Q22 이루어지지 않은 연료비조정단가 상하한폭 변경(5원→10원)도 가능성이 있다. 어떤 항목이 변경되든, 만약 10원/kWh의 추가 인상이 이뤄진다면 아직 조심스럽지만 2023년 하반기 영업흑전도 기대할 수 있다(2023년 두바이유 82달러, 환율 1,353원 가정. 당사의 전망치는 연료비조정단가 변경만 반영).

불황에 강한 투자처

선형 BPS가 추가 하락하지 않을 것이란 기대만 생겨도 밸류에이션은 반등할 수 있다. 현 PBR은 0.31배로 과거 적자 사이클(2009~2013년)의 저점 수준이다. 경기 불확실성에 대한 낮은 민감도도 투자 매력이다. 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	60,574.8	-5,860.1	-5,315.1	-8,279	-349.9	99,334	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022E	70,171.5	-29,176.2	-22,505.7	-35,058	332.1	65,587	-0.5	0.3	-6.7	-42.5	411.2
2023E	80,679.7	-6,856.6	-5,426.5	-8,453	-75.7	57,134	-2.2	0.3	19.9	-13.8	485.0
2024E	81,471.2	1,895.4	1,035.6	1,613	-119.1	58,748	11.4	0.3	7.8	2.8	473.9

표1 한국전력 2Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	19,024.3	16,462.2	15.6	15,528.0	22.5	18,845.3	1.0
영업이익	-6,813.2	-936.7	적합	-6,516.3	적합	-7,307.8	N/A
세전이익	-7,390.2	-1,332.3	적합	-6,812.0	적합	-7,752.3	N/A
지배순이익	-5,304.3	-1,045.2	적합	-4,837.2	적합	-5,566.4	N/A

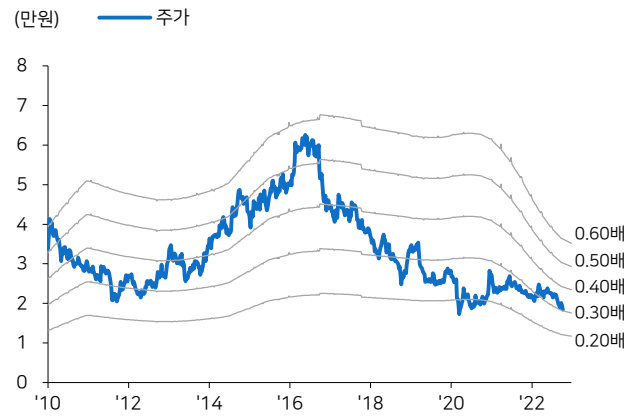
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
	매출액	68,930.4	76,466.9	70,171.5	80,679.7	1.8%
영업이익	-25,454.9	-5,237.2	-29,176.2	-6,856.6	적합	적합
영업이익률	-36.9%	-6.8%	-41.6%	-8.5%	-4.7%p	-1.6%p
당기순이익	-19,693.6	-4,961.2	-22,595.7	-5,481.3	적합	적합

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	60.0	67.0	71.7	78.4	95.6	108.1	96.9	90.0	42.2	69.3	97.6	82.0
환율(원/달러)	1,113.4	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,400.0	1,180.3	1,144.0	1,300.9	1,353.8
SMP(원/kWh)	76.8	79.5	93.5	125.9	181.5	157.4	194.8	240.0	68.7	93.9	193.4	173.5
석탄 발전단가(원/kWh)	51.4	56.7	64.3	76.3	90.2	113.1	135.0	125.0	50.2	62.2	115.8	102.6
LNG 발전단가(원/kWh)	93.4	95.0	111.8	158.4	228.1	189.0	224.8	270.0	89.8	114.6	228.0	193.5
원전이용률(%)	80.8	72.1	72.6	84.9	87.5	82.6	88.0	82.0	78.6	77.6	85.0	88.0
석탄이용률(%)	56.0	54.3	70.2	58.7	58.7	51.6	65.0	62.0	59.6	59.9	59.3	64.3
전력 판매단가(원/kWh)	107.8	101.8	112.7	109.6	110.4	110.4	127.6	133.7	109.7	108.0	120.5	139.6
실적 전망												
연결 매출	15,075.3	13,518.9	16,462.2	15,518.4	16,464.1	15,528.0	19,024.3	19,155.1	58,569.3	60,574.8	70,171.5	80,679.7
매출액 증가율(% YoY)	-0.1	3.4	4.8	5.6	9.2	14.9	15.6	23.4	-1.0	3.4	15.8	15.0
매출원가	13,889.8	13,592.6	16,668.1	19,408.7	23,602.8	21,275.0	25,076.6	26,399.9	51,804.6	63,559.2	96,354.3	84,285.2
연료비	3,947.0	3,882.3	5,618.8	5,959.5	7,648.4	7,079.9	10,767.2	10,236.2	14,794.2	19,407.6	35,731.6	31,338.5
구입전력비	4,998.9	4,310.5	5,694.3	6,628.4	10,582.7	8,414.2	8,781.1	10,014.3	15,725.1	21,632.1	37,792.3	30,216.5
감가상각비	2,854.6	2,920.1	2,940.8	2,912.0	3,050.9	3,042.6	3,064.5	3,070.9	11,242.8	11,627.4	12,228.8	12,230.1
인건비	1,265.2	1,319.3	1,342.0	1,412.4	1,301.9	1,319.5	1,368.9	1,440.7	5,133.9	5,338.9	5,430.9	5,539.5
수선비 및 기타	824.2	1,160.4	1,072.2	2,496.4	1,018.9	1,418.9	1,095.0	1,637.8	4,908.5	5,553.1	5,170.6	4,960.5
매출총이익	1,185.5	-73.6	-205.9	-3,890.3	-7,138.8	-5,747.0	-6,052.3	-7,244.8	6,764.7	-2,984.4	-26,182.8	-3,605.5
매출총이익률(%)	7.9	-0.5	-1.3	-25.1	-43.4	-37.0	-31.8	-37.8	11.5	-4.9	-37.3	-4.5
판관비	613.8	691.1	730.8	840.0	648.2	769.4	761.0	814.9	2,678.4	2,875.8	2,993.5	3,251.1
판관비율(%)	4.1	5.1	4.4	5.4	3.9	5.0	4.0	4.3	4.6	4.7	4.3	4.0
영업이익	571.6	-764.8	-936.7	-4,730.3	-7,786.9	-6,516.3	-6,813.2	-8,059.7	4,086.3	-5,860.1	-29,176.2	-6,856.6
영업이익 성장률(%YoY)	32.8	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적확
영업이익률(%)	3.8	-5.7	-5.7	-30.5	-47.3	-42.0	-35.8	-42.1	7.0	-9.7	-41.6	-8.5
금융손익	-536.0	-325.9	-533.8	-447.5	-641.9	-687.4	-477.7	-847.8	-1,386.2	-1,843.2	-2,654.8	-1,315.4
기타손익	100.3	18.3	94.1	-89.2	16.2	117.3	-116.3	-113.6	10.3	123.5	-96.4	111.1
종속,관계기업 관련 손익	199.0	76.5	44.1	175.0	307.3	274.4	17.0	88.6	281.1	494.6	687.4	500.5
세전이익	334.9	-995.8	-1,332.3	-5,092.0	-8,105.3	-6,812.0	-7,390.2	-8,932.5	2,991.5	-7,085.2	-31,240.0	-7,560.4
연결 당기순이익	118.4	-673.9	-1,025.9	-3,647.9	-5,925.9	-4,835.8	-5,357.9	-6,476.0	2,092.5	-5,229.2	-22,595.7	-5,481.3
당기순이익률(%)	0.8	-5.0	-6.2	-23.5	-36.0	-31.1	-28.2	-33.8	3.6	-8.6	-32.2	-6.8
순이익 성장률(% YoY)	120.9	적전	적전	적전	적전	적확	적확	적확	흑전	적전	적확	적확
지배주주 순이익	85.7	-695.8	-1,045.2	-3,659.7	-5,952.9	-4,837.2	-5,304.3	-6,411.3	1,991.3	-5,315.1	-22,505.7	-5,426.5

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	58,569.3	60,574.8	70,171.5	80,679.7	81,471.2
매출액증가율 (%)	-1.0	3.4	15.8	15.0	1.0
매출원가	51,804.6	63,559.2	96,354.3	84,285.2	76,035.9
매출총이익	6,764.7	-2,984.4	-26,182.8	-3,605.5	5,435.3
판매관리비	2,678.4	2,875.8	2,993.5	3,251.1	3,539.9
영업이익	4,086.3	-5,860.1	-29,176.2	-6,856.6	1,895.4
영업이익률	7.0	-9.7	-41.6	-8.5	2.3
금융손익	-1,386.2	-1,843.2	-2,654.8	-1,315.4	-1,165.3
중속/관계기업손익	281.1	494.6	687.4	500.5	571.4
기타영업외손익	10.4	123.5	-96.4	111.1	141.4
세전계속사업이익	2,991.5	-7,085.2	-31,240.0	-7,560.4	1,442.8
법인세비용	899.1	-1,856.0	-8,644.3	-2,079.1	396.8
당기순이익	2,092.5	-5,229.2	-22,595.7	-5,481.3	1,046.1
지배주주지분 순이익	1,991.4	-5,315.1	-22,505.7	-5,426.5	1,035.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,561.9	22,050.9	27,451.8	27,494.0	29,530.7
현금및현금성자산	2,029.6	2,635.2	3,978.1	4,514.8	5,504.8
매출채권	7,162.7	7,539.9	9,306.9	9,767.4	9,857.2
재고자산	6,742.9	7,608.2	9,391.1	9,855.9	9,946.4
비유동자산	182,580.2	189,058.0	195,390.1	195,438.9	195,193.1
유형자산	168,709.4	173,119.8	173,227.3	172,685.3	172,306.0
무형자산	1,153.9	1,149.7	1,105.8	1,130.8	1,154.0
투자자산	8,643.4	10,381.2	12,474.3	13,040.2	13,150.5
자산총계	203,142.1	211,108.9	222,841.9	222,932.9	224,723.9
유동부채	25,881.2	31,732.2	37,892.0	38,673.3	41,800.5
매입채무	2,606.9	4,780.3	5,900.5	6,192.5	6,249.4
단기차입금	966.9	2,820.6	5,843.0	5,543.0	5,543.0
유동성장기부채	9,237.9	11,109.3	10,198.1	10,198.1	13,114.5
비유동부채	106,594.0	114,064.8	141,360.2	146,151.2	143,768.9
사채	56,030.9	64,221.2	81,205.5	83,305.5	80,305.5
장기차입금	3,018.9	2,278.5	2,383.2	2,407.0	2,504.7
부채총계	132,475.3	145,797.0	179,252.2	184,824.5	185,569.4
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,067.9	2,074.9	2,074.9	2,074.9	2,074.9
기타포괄이익누계액	-409.6	-57.6	444.6	444.6	444.6
이익잉여금	51,133.6	45,247.0	23,080.5	17,654.1	18,689.7
비지배주주지분	1,370.2	1,542.8	1,485.0	1,430.2	1,440.7
자본총계	70,666.9	65,311.9	43,589.8	38,108.5	39,154.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	13,208.5	4,473.2	-3,604.0	9,272.6	13,442.7
당기순이익(손실)	2,092.5	-5,229.2	-22,595.7	-5,481.3	1,046.1
유형자산상각비	11,377.6	11,772.1	12,419.6	12,462.1	12,418.5
무형자산상각비	170.5	166.2	154.4	156.5	160.2
운전자본의 증감	-2,889.3	-2,312.7	9,542.2	2,644.3	515.5
투자활동 현금흐름	-14,831.8	-12,354.3	-12,978.0	-10,595.8	-12,473.9
유형자산의증가(CAPEX)	-13,281.3	-12,668.5	-11,890.9	-11,920.0	-12,039.2
투자자산의감소(증가)	-171.9	-1,738.0	-2,124.7	-565.9	-110.3
재무활동 현금흐름	1,880.8	8,435.1	17,904.9	1,859.9	21.2
차입금의 증감	1,594.2	10,307.3	19,211.7	1,859.9	21.2
자본의 증가	-2.3	7.0	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.5	605.7	1,342.8	536.7	990.0
기초현금	1,810.1	2,029.6	2,635.2	3,978.1	4,514.8
기말현금	2,029.6	2,635.2	3,978.1	4,514.8	5,504.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	91,235	94,359	109,308	125,676	126,909
EPS(지배주주)	3,102	-8,279	-35,058	-8,453	1,613
CFPS	28,676	14,392	-23,770	11,258	24,958
EBITDAPS	24,354	9,468	-25,862	8,976	22,547
BPS	107,945	99,334	65,587	57,134	58,748
DPS	1,216	0	0	0	0
배당수익률(%)	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	-2.7	-0.5	-2.2	11.4
PCR	1.0	1.5	-0.8	1.6	0.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDA	15,634.3	6,078.1	-16,602.2	5,762.0	14,474.1
EV/EBITDA	5.7	15.8	-6.7	19.9	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	-8.0	-42.5	-13.8	2.8
EBITDA 이익률	26.7	10.0	-23.7	7.1	17.8
부채비율	187.5	223.2	411.2	485.0	473.9
금융비용부담률	3.4	3.2	3.6	3.7	3.7
이자보상배율(x)	2.0	-3.1	-11.5	-2.3	0.6
매출채권회전율(x)	8.3	8.2	8.3	8.5	8.3
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	8.3	8.4	8.2

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 하시기 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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.25	산업브리프	Buy	25,000	문경원	-16.9	-13.0	
2020.11.13	기업브리프	Buy	26,000	문경원	-6.8	8.8	
2021.01.20	기업브리프	Buy	32,000	문경원	-26.0	-22.3	
2021.04.30	기업브리프	Hold	26,000	문경원	-8.9	4.4	
2022.01.19	기업브리프	Hold	23,000	문경원	-2.3	7.6	
2022.07.19	산업분석	Buy	28,000	문경원	-	-	