SK COMPANY Analysis

SK securities

한국전력 (015760/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

Chrismas Betting

연말 전기요금 인상을 노리고 한전을 매수하는 아이디어는 유효
시장에 형성된 전기요금 인상 기대치는 +29 원/kWh
민주당은 한전 적자를 해소하기 위해 즉시 전기요금 +60 원/kWh 이상 요구
당사에서 계산한 기준연료비는 +43 원/kWh 인상해야 하는 것으로 추정됨
실제 전기요금은 시장 기대치 이상에서 형성될 것으로 전망함

전기요금 인상 기대감에 주가 변동성 높아짐

지난 12 월 8 일 한전법 개정안 부결되면서 주가는 8.5% 상승했음. 당시 반대표를 던진 민주당 측에서 ① 한전 적자를 해소하기 위해서 전기요금 +60 원/kWh 즉시 인상 ② 산업부는 전기요금 정상화 로드맵을 23 년 3 월까지 수립할 것을 요구했음. 결국 최근 주가 상승 배경은 전기요금 기대감이 작용을 한 것으로 풀이됨. 연말 기준연료비 산정을 앞두고 시장의 기대치와 실제 전기요금이 얼마나 올라갈 것인지 확인할 필요가 있음.

주식시장은 +29 원/kWh 전기요금 인상 기대

시장에 형성된 전기요금 기대치는 컨센서스 매출액을 통해서 읽어 낼 수 있다. 23 년 한전 컨센서스 매출액은 84.6 조원에서 형성되어 있다. 여기에 23 년 예상 전력 판매량 560TWh 를 나누면 23 년 전력 판매단가는 151 원/kWh 을 뽑아낼 수 있다. 22 년 전력 판매단가 121 원/kWh 와 비교하면 +29 원/kWh 인상해야 시장 기대치를 충족시킬 수 있다.

실제 기준연료비는 +30~40 원/kWh 인상을 전망

그렇다면 실제 전기요금은 얼마까지 올라갈 것인가? 먼저 한전법 개정안 당시 양이원영 의원이 언급한 +60 원/kWh 인상안이 가장 최대치 폭이라고 생각한다. 지지율 하락을 생각하면 야당이 요구한 인상 폭을 모두 수용하긴 어렵기 때문이다. 당사에서 계산한 기준연료비는 +43 원/kWh 를 인상해야 하는 것으로 추정한다. 실제 기준연료비는 +30~40 원/kWh 인상될 것으로 전망한다. 결론적으로 연말 전기요금 인상을 노리고 한전을 매수하는 아이디어는 유효하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	59,173	58,569	60,575	70,709	80,911	84,957
yoy	%	-2.4	-1.0	3.4	16.7	14.4	5.0
영업이익	억원	-1,277	4,086	-5,860	-29,033	-1,281	-934
yoy	%	적지	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA	억원	9,852	15,634	6,078	-16,975	9,425	9,772
세전이익	억원	-3,266	2,992	-7,085	-30,711	-3,557	-2,610
순이익(지배주주)	억원	-2,346	1,991	-5,315	-22,690	-2,835	-2,671
영업이익률%	%	-2.2	7.0	-9.7	-41.1	-1.6	-1.1
EBITDA%	%	16.7	26.7	10.0	-24.0	11.7	11.5
순이익률	%	-3.8	3.6	-8.6	-32.0	-3.4	-3.1
EPS	원	-3,654	3,102	-8,279	-35,345	-4,417	-4,161
PER	배	N/A	8.8	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	9.5	6.0	16.4	-7.8	14.0	13.7
ROE	%	-3.4	2.9	-8.0	-42.6	-6.7	-6.5
순차입금	억원	69,660	69,824	80,454	113,803	113,299	114,464
부채비율	%	186.8	187.5	223.2	412.7	461.5	488.7

Analyst
나민식
minsik@sks.co.kr
02-3773-9503

Company Data	
자본금	3,210 십억원
발행주식수	64,196 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	13,674 십억원
주요주주	
한국산업은행(외2)	51.14%
국민연금공단	6.13%
외국인지분률	14.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(22/12/19)	21,300 원
KOSPI	2352.17 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	24,750 원
52주 최저가	16,650 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

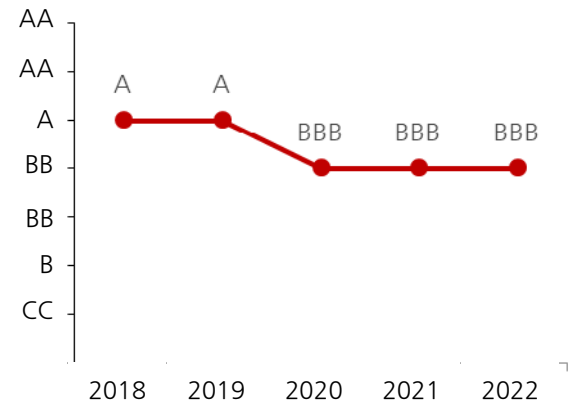
주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.1%	14.5%
6개월	-6.2%	10.6%
12개월	-2.1%	23.4%

Analyst 나민식 minsik@sks.co.kr / 02-3773-9503

ESG 하이라이트

한국전력 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한국전력 종합 등급	**BBB**	**B+**	**N/A**
환경(Environment)	46.2	B-	N/A
사회(Social)	40.9	B+	N/A
지배구조(Governance)	53.4	A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
한국가스공사	BBB	B+	N/A
SGC 에너지	A	N/A	36.5
삼천리	A	N/A	N/A
서울가스	BB	N/A	33.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한국전력 ESG 평가

CDP 기후변화 대응 우수기업 5 년 연속 선정, 4 년 연속
그린본드/지속가능채권 발행, 사회적가치 위원회, 윤리준법위원회
등을 설립하는 등 ESG 경영을 강화해나가고 있음

자료: SK 증권

한국전력 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.11.04	지속가능채권	50,000	2.133
2021.11.04	지속가능채권	100,000	2.528
2020.11.04	지속가능채권	100,000	1.137
2020.11.04	지속가능채권	70,000	1.432
2019.10.24	지속가능채권	60,000	1.709
2019.10.24	지속가능채권	40,000	1.646

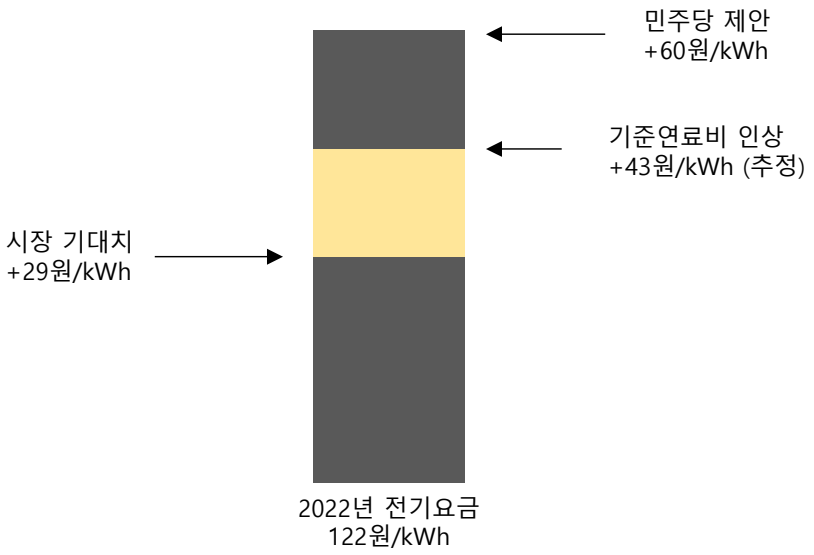
자료: KRX, SK 증권

한국전력 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.11.23	지배구조(Governance)	檢, 고성산불 실화혐의 한전 직원에 징역·벌금 구형
2022.11.17	사회(Social)	[갈곳없는 IDC]⑤4 년 전 투자, 카카오 시흥 IDC...주민 반발 암초
2022.11.17	사회(Social)	군산 나운동 송전철탑 6 기 철거는 언제
2022.11.15	사회(Social)	사라진 지중화 사업비 154 억원 ... 국가에 배신당한 서천
2022.11.13	사회(Social)	충남 폭우 피해 잇따라...천안서 전신주 파손에 192 곳 정전
2022.11.12	사회(Social)	"닿으면 즉시 감전사"..2 만 V 고압선, 가정집 옆에 있어 ..불안

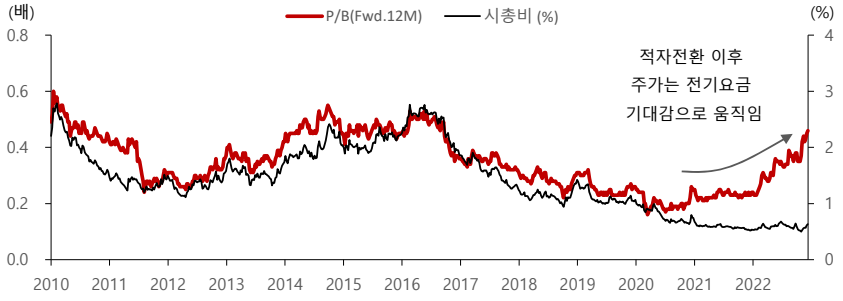
자료: 주요 언론사, SK 증권

연말 전기요금 인상을 노리고 한전을 매수하는 아이디어는 유효



자료 : SK 증권

한전 PBR 은 Passive 자금이 결정 → 21 년이후 전기요금이 Key Driver



자료 : 한국전력, SK 증권

한국전력 주가 vs. 전기요금 이벤트

자료 : 한국전력, SK 증권

Analyst 나민식 minsik@sks.co.kr / 02-3773-9503

한전법 일부개정안에 대한 양이원영 의원의 토론 내용

존경하는 국민 여러분, 김영주 국회 부의장님과 선배 동료의원 여러분 바람과 해를 담은 정치 더불어민주당 국회의원 양이원영입니다.

한국전력 공사법 일부 개정 법률안 반대 토론을 하겠습니다. 비슷한 취지로 11 월 24 일 5 분 자유발언에서 말씀드린바 있습니다. 개정안 대안은 앞서 제안설명과 같이 한전채 발행한도를 현재 2 배에서 5 배로 높이고 긴급한 경우 6 배까지 높일 수 있도록 하고 있습니다.

한전이 회사채 발행에 나선 이유는 뛰는 연료비를 전기요금에 반영하지 않으면서 적자가 눈덩이처럼 불어났기 때문입니다. 원가보다 훨씬 싼 가격에 전기를 공급하다 보니 적자가 누적되었고, 최근 연료비 폭등으로 전력도매가격이 상반기보다 훨씬 더 올라가서 올해 말에 적자폭은 2 배이상 늘어날 것으로 전망됩니다. 적자가 누적되면 회사채 발행 규모가 커지고 늘어난 이자를 갚기 위해 또 회사채를 발행하는 악순환이 계속됩니다. 한국전력이 올해 3 분기까지 이 회사채 이자비용 만으로 1 조 9 천 265 억원을 지출한 것을 고려하면 올해 말까지 이자비용으로만 3 조원가량을 지출할 것으로 전망됩니다. 올해만 한전 적자는 30 조원에 달할 것으로 보여집니다.

... (중략)...

한전 적자에 대한 해결책은 명료합니다. 전기요금의 연료비 등의 발전원가를 제대로 반영하는 것입니다. 많은 사람들이 전기가 공공재라고 오해하고 있습니다. 전기재는 공공재가 아니라 필수재이자 희소한 시장재입니다. 내가 쓴 전기요금을 내가 제대로 내지 않으면 다른 사람이 내거나 아니면 세금으로 매꾸거나 아니면 우리 아이들에게 빚으로 떠넘기게 됩니다. 전기는 요금의 원가가 반영되지 않으면 결국 세금으로 매꾸게 되는 것입니다.

2021 년 전기 판매량이 533TWh 이므로 올해 예상 적자인 30 조원을 매꾸기 위해서는 전기요금을 대량 kwh 당 60 원을 올려야 합니다. 최소한 올해 적자를 해소하기 위해 내년에 60 원을 올리겠다는 분명한 입장을 밝혀야 합니다. 그 이후에도 점진적으로 적자를 줄여나갈 방법을 제시를 해야 합니다.

따라서 한도상향과 더불어 근본적인 해결책이 제시되지 않으면 자금시장 경색과 더불어서 한전적자의 문제는 더욱 심해질 것으로 보여집니다.

그래서 저는 산업부가 향후 3 년간 추진할 전기요금 정상화 로드맵을 내년 3 월까지 수립해야 한다고 생각합니다. 단기적으로 한전채 발행 한도를 늘리더라도 향후 3 년간 추진할 전기요금 정상화 로드맵을 세워서 구체적인 계획을 만들고 그 과정에서 국민들께도 현재의 상황을 소상히 투명하게 설명하면서 사회적 합의를 이뤄나가야 합니다. 그 과정에서 전기요금 인상으로 어려움을 겪는 에너지 빈곤층에게 에너지 바우처 지급 확대등 재정을 투여하는 계획을 반영해야 합니다

우리 국회도 한전 적자의 원인과 전기요금 정상화를 위해서 더 이상 한전채 발행한도 상향과 같은 임시 방편이 아닌 근본적인 대책을 마련할 수 있도록 국민과 소통하며 노력해야 한다고 말씀드리고 싶습니다.

예 이상입니다.

자료 : 국회, SK 증권

2023 년 기준연료비 인상폭 추정

	세후 무역통계 가격 (원/kg)	✖	환산계수	=	환산계수 적용 (원/kg)
유연탄	228		0.96		220
LNG	1,327		0.32		420
BC유	825		0.01		9
2023년 기준연료비 (추정)					649
2022년 기준연료비					339

기준연료비 인상 (추정)		환산계수		기준연료비 인상 (추정)
+310원/kg	✖	0.14	=	+43원/kWh

자료 : 산업부, SK 증권

주 : 세후 무역통계가격은 2021 년 12 월~2022 년 11 월, 환산계수는 2022 년 수치를 갈음

한국전력 컨센서스

	매출액	전력판매량		전력 판매단가		인상폭	
	2023년	2023년	2022년	2023년	2022년	2022년 → 2023년	
	십억 원	TWh	TWh	원/kWh	원/kWh	원/kWh	YoY
최고	92,755	560	533	166	122	44	36%
컨센서스	84,459	560	533	151	122	29	24%
최저	74,354	560	533	133	122	11	9%

자료 : FN 가이드, SK 증권

Analyst 나민식 minsik@sks.co.kr / 02-3773-9503

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.12.20	매수	25,000	6개월		
2022.11.25	매수	25,000	6개월		

Compliance Notice

- 작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 12 월 20 일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	19,483	20,562	22,051	27,243	39,192
현금및현금성자산	1,810	2,030	2,635	6,124	16,549
매출채권및기타채권	7,301	7,585	7,793	7,648	8,199
재고자산	7,051	6,743	7,608	9,119	9,777
비유동자산	178,115	182,580	189,058	201,145	205,354
장기금융자산	3,683	3,545	4,070	6,008	6,008
유형자산	164,702	168,709	173,120	174,909	177,413
무형자산	1,168	1,154	1,150	1,017	858
자산총계	197,598	203,142	211,109	228,388	244,547
유동부채	24,232	25,881	31,732	40,779	42,148
단기금융부채	9,566	11,301	14,621	21,805	21,805
매입채무 및 기타채무	4,812	4,392	6,317	8,099	8,683
단기충당부채	479	534	595	612	656
비유동부채	104,476	106,594	114,065	143,062	158,849
장기금융부채	63,550	63,409	70,397	100,450	110,540
장기매입채무 및 기타채무	2,460	2,365	2,093	2,133	2,287
장기충당부채	148	255	342	222	238
부채총계	128,708	132,475	145,797	183,841	200,997
지배주주지분	67,496	69,297	63,769	42,757	41,699
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	2,075	2,074	2,074
기타자본구성요소	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	49,202	51,134	45,247	23,048	20,213
비지배주주지분	1,393	1,370	1,543	1,789	1,851
자본총계	68,890	70,667	65,312	44,547	43,550
부채와자본총계	197,598	203,142	211,109	228,388	244,547

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	59,173	58,569	60,575	70,709	80,911
매출원가	57,780	51,805	63,559	96,951	80,079
매출총이익	1,393	6,765	-2,984	-26,242	832
매출총이익률 (%)	2.4	11.6	-4.9	-37.1	1.0
판매비와관리비	2,670	2,678	2,876	2,791	2,113
영업이익	-1,277	4,086	-5,860	-29,033	-1,281
영업이익률 (%)	-2.2	7.0	-9.7	-41.1	-1.6
비영업손익	-1,989	-1,095	-1,225	-1,678	-2,276
순금융비용	1,779	1,753	1,693	1,614	-978
외환관련손익	-406	739	-1,084	-3,935	-4,591
관계기업투자등 관련손익	214	281	495	1,201	1,198
세전계속사업이익	-3,266	2,992	-7,085	-30,711	-3,557
세전계속사업이익률 (%)	-5.5	5.1	-11.7	-43.4	-4.4
계속사업법인세	-1,002	899	-1,856	-8,082	-782
계속사업이익	-2,264	2,092	-5,229	-22,629	-2,774
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,264	2,092	-5,229	-22,629	-2,774
순이익률 (%)	-3.8	3.6	-8.6	-32.0	-3.4
지배주주	-2,346	1,991	-5,315	-22,690	-2,835
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.96	3.4	-8.77	-32.09	-3.5
비지배주주	82	101	86	61	61
총포괄이익	-2,128	1,873	-4,630	-20,852	-997
지배주주	-2,321	1,702	-4,840	-21,082	-1,227
비지배주주	193	171	210	230	230
EBITDA	9,852	15,634	6,078	-16,975	9,425

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	7,998	12,971	4,185	-18,343	12,580
당기순이익(손실)	-2,264	2,092	-5,229	-22,629	-2,774
비현금성항목등	15,769	16,317	14,469	7,139	12,199
유형자산감가상각비	10,972	11,378	11,772	11,899	10,547
무형자산상각비	157	170	166	159	159
기타	2,706	3,180	335	-7,153	-139
운전자본감소(증가)	-3,408	-3,127	-2,601	-2,613	2,458
매출채권및기타채권의	159	352	653	371	-552
재고자산감소(증가)	-980	-724	-1,738	-2,229	-658
매입채무 및 기타채무의	-354	-626	1,574	1,706	584
기타	-2,234	-2,129	-3,090	-2,460	3,083
법인세납부	-282	-452	-737	1,346	697
투자활동현금흐름	-13,073	-14,372	-11,855	-11,715	-9,046
금융자산감소(증가)	791	-1,067	1,413	10	-168
유형자산감소(증가)	-13,478	-12,950	-12,391	-12,133	-13,051
무형자산감소(증가)	-222	-110	-113	-56	0
기타	-165	-246	-764	463	4,173
재무활동현금흐름	5,775	1,881	8,435	33,542	6,898
단기금융부채증가(감소)	189	345	1,621	3,928	0
장기금융부채증가(감소)	5,580	1,579	7,460	29,777	10,090
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-113	-95	-826	-44	0
기타	120	51	179	-119	-3,192
현금의 증가(감소)	452	219	606	3,485	10,432
기초현금	1,358	1,810	2,030	2,635	6,120
기말현금	1,810	2,030	2,635	6,120	16,552
FCF	-968	3,097	-4,442	-22,646	-1,281

주요투자지표

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-2.4	-1.0	3.4	16.7	14.4
영업이익	적지	흑전	적전	적지	적지
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	적지	적지
EBITDA	0.4	58.7	-61.1	적전	흑전
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-3.4	2.9	-8.0	-42.6	-6.7
ROA	-1.2	1.0	-2.5	-10.3	-1.2
EBITDA마진	16.7	26.7	10.0	-24.0	11.7
안정성 (%)					
유동비율	80.4	79.5	69.5	66.8	93.0
부채비율	186.8	187.5	223.2	412.7	461.5
순차입금/자기자본	101.1	98.8	123.2	255.5	260.2
EBITDA/이자비용(배)	4.8	7.8	3.2	-6.5	3.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,654	3,102	-8,279	-35,345	-4,417
BPS	105,140	107,945	99,334	66,604	64,955
CFPS	13,682	21,091	10,317	-16,562	12,260
주당 현금배당금	0	1,216	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	9.2	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	5.2	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
PBR(최저)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
PCR	2.0	1.3	2.1	-1.3	1.7
EV/EBITDA(최고)	10.0	6.0	17.0	-7.9	14.3
EV/EBITDA(최저)	9.3	5.5	16.3	-7.6	13.7

자료 : 한국전력, SK증권 추정