

2023. 2. 27



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

Buy

적정주가 (12개월) **28,000 원**

현재주가 (2.24) **18,360 원**

상승여력 **52.5%**

KOSPI 2,423.61pt

시가총액 117,865억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 46.25%

외국인비중 14.48%

52주 최고/최저가 24,750원/16,650원

평균거래대금 333.0억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

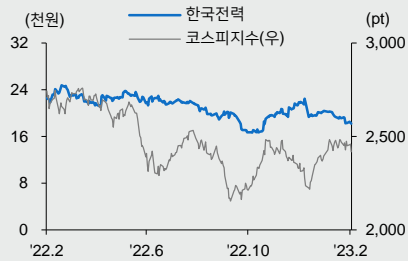
국민연금공단 7.14

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.0 -9.8 -17.7

상대주가 -11.1 -8.9 -10.0

주가그래프



한국전력 015760

4Q22 Review: 드디어 떠나보내는 2022년

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 -10.77조원을 기록하며 컨센서스(-10.26조원)에 부합
- ✓ 원전 이용률이 예상치를 하회한 정도가 특이사항. 큰 이슈는 없었음
- ✓ 급락한 천연가스, 석탄 가격은 2Q23부터 본격 반영 전망. 인상 없이도 흑전 가능
- ✓ 요금 인상 기대 약해졌지만 사라진 것은 아님
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 유지

특이 사항 없었던 4Q22

4Q22 연결 영업이익은 -10.77조원(적합 YoY)을 기록하며 컨센서스(-10.26조원)에 부합했다. 예상했던 SMP 급등으로 인한 원가 상승 외에 특이 사항은 없었다. 원전 이용률이 -5.8%p QoQ 감소했고, 탄소배출권 비용 감소폭(-1,839억원)이 예상보다 적었던 것이 예상 대비 적자폭을 소폭 확대시킨 정도였다.

추가 요금 인상 없이도 기대할 수 있는 흑자 전환

1Q23 ASP는 147.5원/kWh, 3Q23은 성수기 효과로 152.9원/kWh를 예상한다. 한전의 자체 원전, 석탄 발전 비중을 감안 시 SMP가 160원/kWh 이하로 내려온다면 3Q23 영업 흑전이 가능하다. 2월 SMP는 250원/kWh 수준으로 역사적 최고점을 유지하고 있으나, 가스, 석탄 가격 급락이 반영되기 시작하면 SMP -30~40% 하락은 절대 무리한 가정은 아니다. 2Q23부터 SMP의 본격 하락이 관찰될 전망이다. 이때부터는 추가 요금 인상 없이도 흑전에 대한 당사 전망이 힘을 얻을 수 있다.

요금 우려만 주가에 반영. 원가 하락은 미반영

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원, 유틸리티 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 연초 이후 주가 조정은 난방비 급등 문제가 공론화된 이후 정부가 공공요금 통제 의지를 내비쳤기 때문이다. 그러나 에너지 요금에 대해서는 2Q23 요금 동결 or 인상 여부를 아직 명확히 하지 않았다. 따라서 3월말 추가 인상 기대감이 약해진 것은 맞으나 사라진 것은 아니다. 더군다나 최근 가스 및 석탄 가격이 하락폭을 키우면서 추가 인상 없이도 이익 개선에 대한 기대를 더욱 키울 수 있는 상황이다. 2Q23 SMP 하락이 관찰된다면 주가 반등도 가능할 전망이다.

(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	흑전	107,945	8.8	0.3	5.7	2.9	187.5
2021	60,574.8	-5,860.1	-5,315.1	-8,279	적전	99,334	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022E	71,271.9	-32,603.4	-24,470.6	-38,118	적지	63,662	-0.6	0.4	-6.3	-46.8	435.2
2023E	85,964.0	-5,204.2	-4,444.9	-6,924	적지	56,738	-2.7	0.3	15.9	-11.5	501.9
2024E	90,087.3	7,846.6	3,648.5	5,683	흑전	62,421	3.2	0.3	5.6	9.5	444.6

표1 한국전력 4Q22 실적 Review

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	19,506.8	15,518.4	25.7	19,773.0	-1.3	19,721.2	-1.1	19,402.9	0.5
영업이익	-10,769.2	-4,730.3	적합	-7,530.9	적합	-10,260.5	N/A	-9,210.8	N/A
세전이익	-10,798.9	-5,092.0	적합	-8,123.4	적합	-10,901.8	N/A	-9,830.5	N/A
순이익	-7,775.3	-3,659.7	적합	-5,905.4	적합	-8,398.5	N/A	-7,127.1	N/A

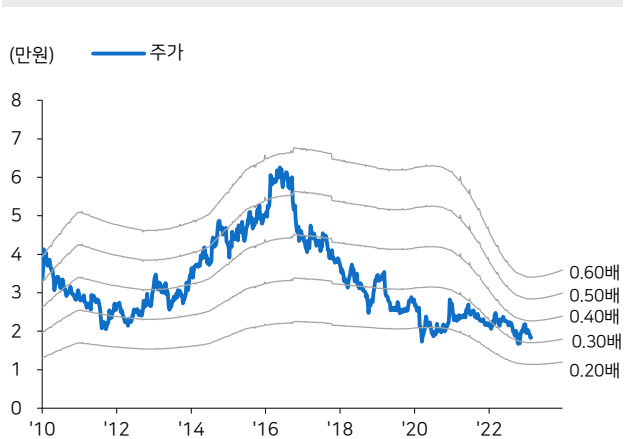
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	86,109.7	90,214.4	71,271.9	85,964.0	-17.2%	-4.7%
영업이익	-31,045.0	-4,954.5	-32,603.4	-5,240.4	적합	적합
영업이익률	-36.1%	-5.5%	-45.7%	-6.1%	-9.7%p	-0.6%p
당기순이익	-23,773.1	-4,778.2	-24,419.9	-4,520.4	적합	적축

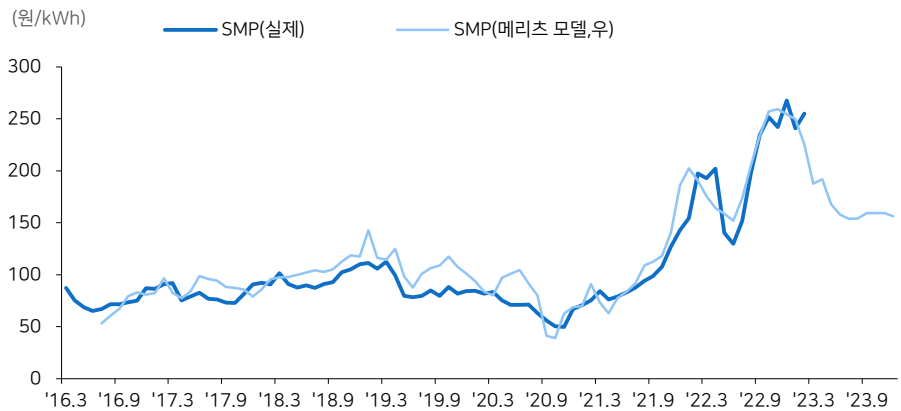
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SMP 추이 및 전망: 2023 이후 뚜렷한 하락세 관찰될 것



자료: EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.0	80.0	80.0	80.0	69.3	96.4	80.0	80.0
원/달러 환율	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,270.0	1,240.0	1,240.0	1,240.0	1,144.0	1,291.5	1,247.5	1,240.0
SMP(원/kWh)	181.5	157.4	194.3	253.8	237.9	189.5	160.1	158.4	93.9	196.8	186.5	156.4
석탄 발전단가(원/kWh)	90.2	113.1	122.5	126.2	120.0	104.3	92.9	92.9	62.2	113.0	102.5	92.9
LNG 발전단가(원/kWh)	228.1	189.0	245.3	310.0	277.9	219.5	180.1	178.4	114.6	243.1	214.0	176.4
원전이용률(%)	87.5	82.6	84.6	78.9	82.0	85.0	88.0	88.0	77.6	83.4	85.8	88.0
석탄이용률(%)	58.7	51.6	64.9	55.1	60.0	55.0	65.0	55.0	59.9	57.6	58.8	58.8
전력 판매단가(원/kWh)	110.4	110.4	127.6	133.6	147.5	140.8	152.9	146.7	108.0	120.5	147.0	153.0
실적 전망												
연결 매출	16,464.1	15,528.0	19,773.0	19,506.8	21,887.8	19,611.6	23,325.0	21,139.6	60,574.8	71,271.9	85,964.0	90,087.3
매출액 증가율(% YoY)	9.2	14.9	20.1	25.7	32.9	26.3	18.0	8.4	3.4	17.7	20.6	4.8
매출원가	23,602.8	21,275.0	26,602.0	29,446.1	26,669.0	20,389.8	20,639.1	20,340.0	63,559.2	100,926.0	88,037.9	78,467.4
연료비	7,648.4	7,079.9	9,605.2	10,335.5	10,869.7	7,515.8	7,504.5	6,605.6	19,407.6	34,669.0	32,495.6	27,084.4
구입전력비	10,582.7	8,414.2	11,079.7	11,840.5	10,358.5	7,260.1	7,138.5	6,648.4	21,632.1	41,917.1	31,405.5	27,104.0
감가상각비	3,050.9	3,042.6	3,082.6	3,127.4	3,110.7	3,107.7	3,097.5	3,099.2	11,627.4	12,303.5	12,415.2	12,315.8
인건비	1,301.9	1,319.5	1,363.0	1,440.7	1,328.0	1,345.8	1,390.3	1,469.5	5,338.9	5,425.1	5,533.6	5,644.2
수선비 및 기타	1,018.9	1,418.9	1,471.5	2,702.1	1,002.1	1,160.3	1,508.2	2,517.4	5,553.1	6,611.3	6,188.0	6,319.0
매출총이익	-7,138.8	-5,747.0	-6,829.1	-9,939.3	-4,781.2	-778.1	2,685.9	799.5	-2,984.4	-29,654.1	-2,073.9	11,619.9
매출총이익률(%)	-43.4	-37.0	-34.5	-51.0	-21.8	-4.0	11.5	3.8	-4.9	-41.6	-2.4	12.9
판관비	648.2	769.4	701.9	829.9	766.1	745.2	825.0	830.3	2,875.8	2,949.3	3,166.5	3,773.3
판관비율(%)	3.9	5.0	3.5	4.3	3.5	3.8	3.5	3.9	4.7	4.1	3.7	4.2
영업이익	-7,786.9	-6,516.3	-7,530.9	-10,769.2	-5,547.3	-1,523.4	1,860.9	-30.8	-5,860.1	-32,603.4	-5,240.4	7,846.6
영업이익 성장률(%YoY)	적전	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	적축	적전	적확	적축	흑전
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.2	-25.3	-7.8	8.0	-0.1	-9.7	-45.7	-6.1	8.7
금융손익	-641.9	-687.4	-942.2	-36.4	-520.8	-845.9	-1,028.6	-977.3	-1,843.2	-2,307.9	-3,372.6	-3,760.5
기타손익	16.2	117.3	5.5	-196.1	1,081.8	366.5	4.7	-4.5	123.5	-57.1	1,448.5	28.9
종속,관계기업 관련 손익	307.3	274.4	344.2	202.9	203.5	221.6	247.0	257.3	494.6	1,129.0	929.5	966.6
세전이익	-8,105.3	-6,812.0	-8,123.4	-10,798.9	-4,782.8	-1,781.2	1,084.0	-755.2	-7,085.2	-33,839.6	-6,235.1	5,081.7
연결 당기순이익	-5,925.9	-4,835.8	-5,884.2	-7,773.9	-3,467.5	-1,291.3	785.9	-547.5	-5,229.2	-24,419.9	-4,520.4	3,684.2
당기순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-15.8	-6.6	3.4	-2.6	-8.6	-34.3	-5.3	4.1
순이익 성장률(% YoY)	적전	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	적축	적전	적확	적축	흑전
지배주주 순이익	-5,952.9	-4,837.2	-5,905.4	-7,775.3	-3,432.8	-1,278.4	778.1	-542.0	-5,315.1	-24,470.7	-4,475.2	3,647.4

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	58,569.3	60,574.8	71,271.9	85,964.0	90,087.3
매출액증가율 (%)	-1.0	3.4	17.7	20.6	4.8
매출원가	51,804.6	63,559.2	100,926.0	88,001.7	78,467.4
매출총이익	6,764.7	-2,984.4	-29,654.1	-2,037.7	11,619.9
판매관리비	2,678.4	2,875.8	2,949.3	3,166.5	3,773.3
영업이익	4,086.3	-5,860.1	-32,603.4	-5,204.2	7,846.6
영업이익률	7.0	-9.7	-45.7	-6.1	8.7
금융손익	-1,386.2	-1,843.2	-2,307.9	-3,365.7	-3,758.9
중속/관계기업손익	281.1	494.6	1,129.0	929.5	966.6
기타영업외손익	10.4	123.5	-57.1	1,447.6	28.9
세전계속사업이익	2,991.5	-7,085.2	-33,839.4	-6,192.8	5,083.3
법인세비용	899.1	-1,856.0	-9,419.7	-1,703.0	1,397.9
당기순이익	2,092.5	-5,229.2	-24,419.7	-4,489.8	3,685.4
지배주주지분 순이익	1,991.4	-5,315.1	-24,470.6	-4,444.9	3,648.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	20,561.9	22,050.9	29,090.7	30,634.5	29,123.2
현금및현금성자산	2,029.6	2,635.2	3,235.7	4,068.8	2,410.6
매출채권	7,162.7	7,539.9	9,105.5	8,152.1	8,542.6
재고자산	6,742.9	7,608.2	12,374.3	11,078.6	11,609.2
비유동자산	182,580.2	189,058.0	199,166.1	199,029.6	198,737.0
유형자산	168,709.4	173,119.8	174,090.1	172,951.8	172,029.8
무형자산	1,153.9	1,149.7	1,073.7	1,100.8	1,125.8
투자자산	8,643.4	10,381.2	12,739.6	13,714.3	14,318.8
자산총계	203,142.1	211,108.9	228,256.9	229,664.1	227,860.2
유동부채	25,881.2	31,732.2	40,702.4	42,042.0	41,916.1
매입채무	2,606.9	4,780.3	6,921.1	7,500.4	7,859.7
단기차입금	966.9	2,820.6	6,856.9	6,556.9	6,556.9
유동성장기부채	9,237.9	11,109.3	14,257.1	14,257.1	13,114.5
비유동부채	106,594.0	114,064.8	144,906.9	149,464.3	144,100.9
사채	56,030.9	64,221.2	86,002.4	86,985.4	79,203.4
장기차입금	3,018.9	2,278.5	2,880.3	2,909.1	3,027.2
부채총계	132,475.3	145,797.0	185,609.3	191,506.3	186,017.0
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,067.9	2,074.9	2,074.0	2,074.0	2,074.0
기타포괄이익누계액	-409.6	-57.6	1,022.2	1,022.2	1,022.2
이익잉여금	51,133.6	45,247.0	21,267.6	16,822.7	20,471.2
비지배주주지분	1,370.2	1,542.8	1,779.0	1,734.1	1,771.0
자본총계	70,666.9	65,311.9	42,647.6	38,157.8	41,843.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	13,208.5	4,473.2	-16,062.7	14,970.1	18,601.4
당기순이익(손실)	2,092.5	-5,229.2	-24,419.7	-4,489.8	3,685.4
유형자산상각비	11,377.6	11,772.1	12,476.8	12,647.3	12,546.1
무형자산상각비	170.5	166.2	153.6	148.2	152.0
운전자본의 증감	-2,889.3	-2,312.7	1,409.6	7,713.4	2,217.9
투자활동 현금흐름	-14,831.8	-12,354.3	-10,285.2	-14,911.0	-11,491.6
유형자산의증가(CAPEX)	-13,281.3	-12,668.5	-12,247.5	-11,509.0	-11,624.1
투자자산의감소(증가)	-171.9	-1,738.0	-2,390.0	-974.7	-604.5
재무활동 현금흐름	1,880.8	8,435.1	26,789.1	774.0	-8,768.0
차입금의 증감	1,594.2	10,307.3	29,789.0	774.0	-8,768.0
자본의 증가	-2.3	7.0	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.5	605.7	600.5	833.1	-1,658.2
기초현금	1,810.1	2,029.6	2,635.2	3,235.7	4,068.8
기말현금	2,029.6	2,635.2	3,235.7	4,068.8	2,410.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	91,235	94,359	111,022	133,908	140,331
EPS(지배주주)	3,102	-8,279	-38,118	-6,924	5,683
CFPS	28,676	14,392	-27,793	14,847	33,554
EBITDAPS	24,354	9,468	-31,112	11,825	32,003
BPS	107,945	99,334	63,662	56,738	62,421
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	-0.6	-2.7	3.2
PCR	1.0	1.5	-0.8	1.2	0.5
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3
EBITDA	15,634.3	6,078.1	-19,973.0	7,591.3	20,544.7
EV/EBITDA	5.7	15.8	-6.3	15.9	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	-8.0	-46.8	-11.5	9.5
EBITDA 이익률	26.7	10.0	-28.0	8.8	22.8
부채비율	187.5	223.2	435.2	501.9	444.6
금융비용부담률	3.4	3.2	3.8	4.9	4.5
이자보상배율(x)	2.0	-3.1	-12.1	-1.2	1.9
매출채권회전율(x)	8.3	8.2	8.6	10.0	10.8
재고자산회전율(x)	8.5	8.4	7.1	7.3	7.9

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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

