

2023. 4. 13



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

Buy

적정주가 (12개월) 28,000 원

현재주가 (4.12) 18,650 원

상승여력 50.1%

KOSPI 2,550.64pt

시가총액 119,726억원

발행주식수 64,196만주

유동주식비율 46.27%

외국인비중 14.43%

52주 최고/최저가 23,800원/16,650원

평균거래대금 249.3억원

주요주주(%)

한국산업은행 외 2 인 51.14

국민연금공단 7.14

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 5.8 2.8 -13.7

상대주가 -0.7 -11.3 -9.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	60,673.6	-5,846.5	-5,304.5	-8,263	적전	99,352	-2.7	0.2	15.8	-8.0	223.2
2022	71,257.9	-32,655.2	-24,466.9	-38,113	적지	63,158	-0.6	0.3	-6.6	-46.9	459.1
2023E	85,949.7	-6,269.1	-5,343.8	-8,324	적지	54,834	-2.2	0.3	19.6	-14.1	543.6
2024E	90,072.7	7,003.0	4,267.8	6,648	흑전	61,482	2.8	0.3	6.2	11.4	472.8
2025E	88,699.2	5,815.7	3,084.9	4,805	-27.7	66,288	3.9	0.3	6.4	7.5	429.4

한국전력 015760

1Q23 Preview: 곧 현실로 다가올 기대

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 -6.0조원을 기록하며 컨센서스(-5.4조원) 하회할 전망
- ✓ 2Q23에는 적자폭이 2조원 이하로 급격히 개선, 4월 SMP MoM -20% 이상 하락 중
- ✓ 2Q23 요금 발표는 미뤄졌으나, 동결을 의미하는 것은 아님. 여전히 소폭 인상 기대
- ✓ 천연가스 가격, 석탄 가격 급락에 따른 원가 개선만으로 매력적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 28,000원, 업종 내 최선호주 의견을 유지

예상보다 힘들었던 겨울, 봄과 함께 찾아온 원가 개선에 주목

1Q23 연결 영업이익은 -6.0조원(적축 YoY)을 기록하며 컨센서스(-5.4조원)를 하회할 전망이다. 판매단가 상승 효과(+13.9원/kWh QoQ)로 전분기 -10.8조원 대비 적자 폭이 줄어들지만 예상보다 SMP가 높은 수준에서 유지되고(-17원/kWh QoQ), 원전 및 석탄 발전량도 기대치를 밑돌았다. 2Q23에는 적자폭이 2조원 이하로 급격히 개선될 것으로 본다. 4월 평균 SMP가 165원/kWh 내외를 기록하면서 전월 대비 급격한 하락세(-23.6% QoQ)를 보이고 있는 점이 이를 뒷받침한다.

요금 인상 논의는 현재 진행형

3월 말 결정 예정이던 2분기 전기/가스요금 인상안의 발표가 미뤄지면서 동사의 주가는 한차례 실망 매물을 소화해야 했다. 그러나 인상안 발표가 지연됐을 뿐 동결이 아니라는 점에 유의해야 한다. 4~5월 중 최종 결정을 예상한다. 최근 냉·난방비 부가세 영세율 추진, KBS 수신료 분리 징수 등 전기 요금 인상에 유리한 정책적인 논의가 이루어지고 있다. 5~10원/kWh의 소폭 인상은 여전히 기대할 수 있다. 최근 원가 개선에도 불구하고 여전히 인상 요인이 남아있으며, 중장기적으로도 그간 악화되었던 재무 구조 개선을 위해 추가적인 인상이 절실한 상황이다.

원가 개선만으로 매력적인 투자처

요금 인상 논의와 별개로 동북아 천연가스 가격, 석탄 가격 급락에 따른 원가 개선만으로 매력적인 투자처이다. 상반기만 넘기면 하반기 흑자전환은 이미 가시권에 들어와있다. 2024년에는 원전 발전량 증가와 스프레드 개선에 따른 이익 정상화가 예상된다. 투자 의견 Buy, 적정주가 28,000원, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

표1 한국전력 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	21,887.8	16,464.1	32.9	19,492.8	12.3	21,746.9	0.6
영업이익	-5,994.6	-7,786.9	적축	-10,820.9	적축	-5,432.5	N/A
세전이익	-5,914.1	-8,105.3	적축	-10,803.0	적축	-6,401.4	N/A
지배순이익	-4,244.8	-5,952.9	적축	-7,771.4	적축	-4,698.0	N/A

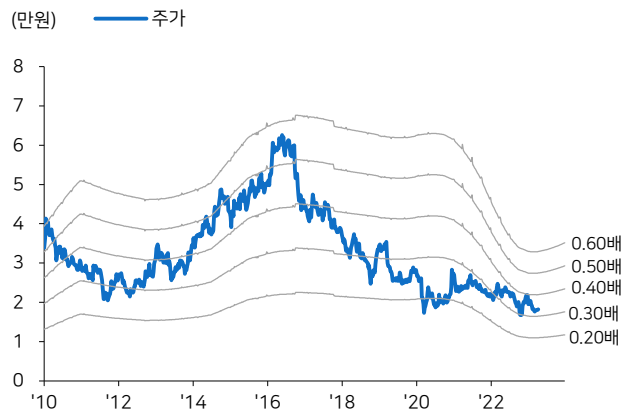
자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국전력 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	85,964.0	90,087.3	85,949.7	90,072.7	0.0%	0.0%
영업이익	-5,240.4	7,846.6	-6,269.1	7,003.0	적축	-10.8%
영업이익률	-6.1%	8.7%	-7.3%	7.8%	-1.2%p	-0.9%p
당기순이익	-4,520.4	3,684.2	-5,397.7	4,310.9	적축	17.0%

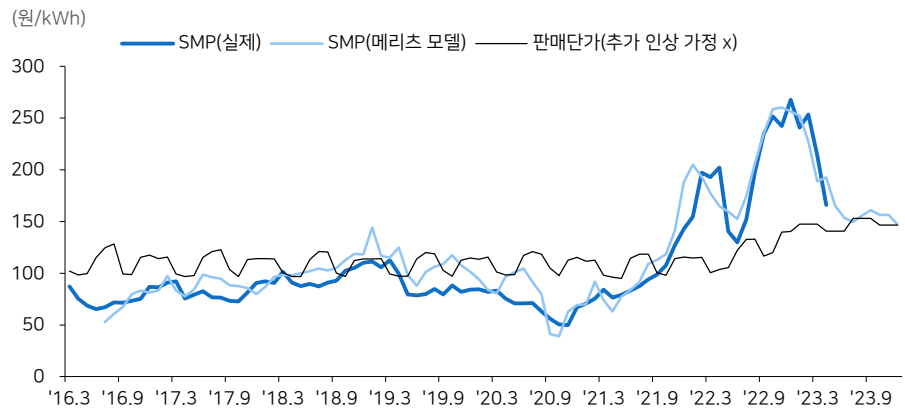
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국전력 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SMP 추이 및 전망: 2Q23 이후 뚜렷한 하락세



자료: EPSIS, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국전력 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 가정												
두바이유(달러/배럴)	95.6	108.1	96.9	84.9	80.3	85.0	85.0	85.0	69.3	96.4	83.8	85.0
원/달러 환율	1,204.6	1,259.9	1,339.1	1,362.3	1,274.6	1,305.0	1,260.0	1,230.0	1,144.0	1,291.5	1,267.4	1,177.5
SMP(원/kWh)	181.5	157.4	194.3	253.8	236.8	160.0	155.0	162.4	93.9	196.8	178.5	156.0
석탄 발전단가(원/kWh)	90.2	113.1	122.5	126.2	120.0	106.7	98.8	91.0	62.2	113.0	104.1	86.7
LNG 발전단가(원/kWh)	228.1	189.0	245.3	310.0	276.8	190.0	175.0	182.4	114.6	243.1	206.0	176.0
원전이용률(%)	87.5	82.6	84.6	78.9	83.0	84.0	88.0	88.0	77.6	83.4	85.8	88.0
석탄이용률(%)	58.7	51.6	64.9	55.1	54.0	52.0	65.0	55.0	59.9	57.6	56.5	56.5
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	19,492.8	21,887.8	19,611.6	23,325.0	21,125.3	60,673.6	71,257.9	85,949.7	90,072.7
매출액 증가율(% YoY)	9.2	14.9	20.1	24.8	32.9	26.3	18.0	8.4	3.6	17.4	20.6	4.8
매출원가	23,602.8	21,275.0	26,602.0	29,423.7	27,116.3	20,367.5	20,903.6	20,645.8	63,644.3	100,903.6	89,033.3	79,269.9
연료비	7,648.4	7,079.9	9,605.2	10,335.5	10,816.8	7,344.5	7,857.8	6,763.5	19,407.6	34,669.0	32,782.5	26,834.0
구입전력비	10,582.7	8,414.2	11,079.7	11,840.5	10,874.7	7,093.7	7,062.3	6,873.6	21,632.1	41,917.1	31,904.3	27,943.0
감가상각비	3,050.9	3,042.6	3,082.6	2,955.0	3,097.8	3,094.8	3,085.1	3,087.4	11,631.6	12,131.1	12,365.0	12,272.8
인건비	1,301.9	1,319.5	1,363.0	1,399.1	1,328.0	1,345.8	1,390.3	1,427.1	5,343.2	5,383.5	5,491.2	5,601.0
수선비 및 기타	1,018.9	1,418.9	1,471.5	2,893.6	999.1	1,488.8	1,508.2	2,494.2	5,629.8	6,802.9	6,490.3	6,619.0
매출총이익	-7,138.8	-5,747.0	-6,829.1	-9,930.9	-5,228.5	-755.9	2,421.4	479.4	-2,970.7	-29,645.7	-3,083.6	10,802.8
매출총이익률(%)	-43.4	-37.0	-34.5	-50.9	-23.9	-3.9	10.4	2.3	-4.9	-41.6	-3.6	12.0
판관비	648.2	769.4	701.9	890.0	766.1	745.2	825.0	849.2	2,875.8	3,009.4	3,185.5	3,799.9
판관비율(%)	3.9	5.0	3.5	4.6	3.5	3.8	3.5	4.0	4.7	4.2	3.7	4.2
영업이익	-7,786.9	-6,516.3	-7,530.9	-10,820.9	-5,994.6	-1,501.1	1,596.4	-369.8	-5,846.5	-32,655.2	-6,269.1	7,003.0
영업이익 성장률(%YoY)	적전	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	적축	적전	적확	적축	흑전
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-27.4	-7.7	6.8	-1.8	-9.6	-45.8	-7.3	7.8
금융손익	-641.9	-687.4	-942.2	-642.0	-1,454.1	-918.5	-700.6	-786.3	-1,843.2	-2,913.5	-3,859.4	-2,860.8
기타손익	16.2	117.3	5.5	275.6	1,305.2	-437.9	453.1	305.5	123.5	414.6	1,625.8	644.6
종속,관계기업 관련 손익	307.3	274.4	344.2	384.4	229.4	251.3	280.9	296.0	494.6	1,310.4	1,057.6	1,159.2
세전이익	-8,105.3	-6,812.0	-8,123.4	-10,803.0	-5,914.1	-2,606.3	1,629.9	-554.6	-7,071.6	-33,843.6	-7,445.2	5,946.0
연결 당기순이익	-5,925.9	-4,835.8	-5,884.2	-7,783.2	-4,287.7	-1,889.6	1,181.6	-402.1	-5,215.6	-24,429.1	-5,397.7	4,310.9
당기순이익률(%)	-36.0	-31.1	-29.8	-39.9	-19.6	-9.6	5.1	-1.9	-8.6	-34.3	-6.3	4.8
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	-7,771.4	-4,244.8	-1,870.7	1,169.8	-398.1	-5,304.5	-24,466.9	-5,343.8	4,267.8

자료: 한국전력, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 (015760)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	60,673.6	71,257.9	85,949.7	90,072.7	88,699.2
매출액증가율 (%)	3.6	17.4	20.6	4.8	-1.5
매출원가	63,644.3	100,903.6	89,033.3	79,269.9	79,293.2
매출총이익	-2,970.7	-29,645.7	-3,083.6	10,802.8	9,406.0
판매관리비	2,875.8	3,009.4	3,185.5	3,799.9	3,590.3
영업이익	-5,846.5	-32,655.2	-6,269.1	7,003.0	5,815.7
영업이익률	-9.6	-45.8	-7.3	7.8	6.6
금융손익	-1,843.2	-2,913.5	-3,859.4	-2,860.8	-2,605.3
중속/관계기업손익	494.6	1,310.4	1,057.6	1,159.2	1,150.9
기타영업외손익	123.5	414.6	1,625.8	644.7	-63.3
세전계속사업이익	-7,071.6	-33,843.6	-7,445.2	5,946.0	4,298.0
법인세비용	-1,856.0	-9,414.5	-2,047.4	1,635.2	1,181.9
당기순이익	-5,215.6	-24,429.1	-5,397.8	4,310.9	3,116.0
지배주주지분 손이익	-5,304.5	-24,466.9	-5,343.8	4,267.8	3,084.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,050.9	29,750.6	30,672.9	29,766.2	29,393.6
현금및현금성자산	2,635.2	3,234.8	8,527.2	6,670.4	5,158.9
매출채권	7,539.9	9,504.1	8,503.2	8,910.6	8,789.1
재고자산	7,608.2	9,930.7	8,884.9	9,310.6	9,183.7
비유동자산	189,072.9	205,054.5	204,891.8	204,578.0	203,693.9
유형자산	173,134.6	177,865.3	176,730.1	175,805.0	175,072.5
무형자산	1,149.7	1,056.8	1,084.0	1,109.1	1,132.3
투자자산	10,381.2	12,328.9	13,274.2	13,860.4	13,685.6
자산총계	211,123.7	234,805.0	235,564.8	234,344.2	233,087.5
유동부채	31,732.2	44,518.6	46,467.8	46,460.3	44,116.5
매입채무	4,780.3	7,529.9	8,160.5	8,551.5	8,434.9
단기차입금	2,820.6	8,820.4	8,520.4	8,520.4	8,520.4
유동성장기부채	11,109.3	13,838.6	14,257.1	13,114.5	11,109.3
비유동부채	114,064.8	148,286.2	152,494.5	146,970.5	144,941.5
사채	64,221.2	94,969.1	95,952.1	88,170.1	86,135.1
장기차입금	2,278.5	2,977.3	3,007.0	3,129.1	3,256.2
부채총계	145,797.0	192,804.7	198,962.3	193,430.8	189,058.1
자본금	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8	3,209.8
자본잉여금	2,074.9	2,112.3	2,112.3	2,112.3	2,112.3
기타포괄이익누계액	-57.6	497.0	497.0	497.0	497.0
이익잉여금	45,258.2	21,431.3	16,087.5	20,355.3	23,440.2
비지배주주지분	1,546.4	1,454.9	1,400.9	1,444.0	1,475.2
자본총계	65,326.7	42,000.3	36,602.5	40,913.4	44,029.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491.4	-23,477.5	14,333.8	18,814.6	15,616.2
당기순이익(손실)	-5,215.6	-24,429.1	-5,397.8	4,310.9	3,116.0
유형자산상각비	11,776.3	12,305.3	12,688.8	12,594.2	12,518.3
무형자산상각비	166.2	156.2	148.7	152.6	156.3
운전자본의 증감	-2,312.7	-3,512.6	7,305.1	2,286.8	-166.0
투자활동 현금흐름	-12,372.5	-14,953.8	-10,227.9	-11,903.1	-13,204.4
유형자산의증가(CAPEX)	-12,686.7	-12,346.9	-11,553.6	-11,669.1	-11,785.8
투자자산의감소(증가)	-1,738.0	-1,979.8	-945.3	-586.2	174.8
재무활동 현금흐름	8,435.1	38,997.9	1,186.5	-8,768.3	-3,923.4
차입금의 증감	10,307.3	40,183.2	1,186.5	-8,768.3	-3,923.4
자본의 증가	7.0	37.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	605.7	599.5	5,292.4	-1,856.8	-1,511.5
기초현금	2,029.6	2,635.2	3,234.8	8,527.2	6,670.4
기말현금	2,635.2	3,234.8	8,527.2	6,670.4	5,158.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	94,512	111,000	133,886	140,308	138,169
EPS(지배주주)	-8,263	-38,113	-8,324	6,648	4,805
CFPS	14,421	-26,867	13,596	33,382	30,647
EBITDAPS	9,496	-31,456	10,232	30,765	28,803
BPS	99,352	63,158	54,834	61,482	66,288
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.7	-0.6	-2.2	2.8	3.9
PCR	1.5	-0.8	1.4	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	6,096.0	-20,193.7	6,568.4	19,749.8	18,490.3
EV/EBITDA	15.8	-6.6	19.6	6.2	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.0	-46.9	-14.1	11.4	7.5
EBITDA 이익률	10.0	-28.3	7.6	21.9	20.8
부채비율	223.2	459.1	543.6	472.8	429.4
금융비용부담률	3.2	4.0	5.1	4.4	3.7
이자보상배율(x)	-3.1	-11.6	-1.4	1.8	1.8
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	9.5	10.3	10.0
재고자산회전율(x)	8.5	8.1	9.1	9.9	9.6

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 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국전력 (015760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

